

海亮股份 (002203)

证券研究报告

2018年02月13日

铜管行业巨舰扬帆起航

国内铜管行业龙头，19年铜管产能将超60万吨

公司的主要产品包括铜管、铜棒及管件、铜铝复合材、铝型材三大系列，其中铜管为核心产品，主要铜管产品广泛用于空调及冰箱制冷、建筑、海水淡化、船舶、核电等领域，其中空调制冷为公司铜管产品的主要下游行业。目前公司经过多年的发展与并购，截止目前公司铜加工产能达47.50万吨。

同时公司将做强铜管主业作为未来发展的战略目标，截至目前公司在建、拟建产能合计高达31.5万吨，产能多分布在空调整机主产地(安徽、广东)。到2019年公司铜管产能有望超60万吨，达63万吨。长期看，公司2025年的发展目标为铜加工材年销量228万吨，其中铜管产量133万吨。

产品附加值高，毛利在业内居前

内容公司主营产品多为高品质、高附加值的铜管材料，采用“原材料+加工费”的定价模式，同时采取严格的套保策略严控铜价波动风险。2014年以来，公司铜管的加工费维持在2,500~20,000元/吨，平均吨毛利2,700~3,000元/吨，毛利率居行业上游水平。

铜加工行业面临变革

国内铜加工行业在过去经历了高速发展期，但与此同时行业粗放式发展带来的结构性矛盾同样突出，行业面临着整合与升级。一方面，铜管行业经过多年的高速发展，呈现出产品同质化、市场容量过饱和的特点，这导致行业的盈利低、竞争压力大，中小厂商在成本倒逼下逐渐退出市场；另一方面，尽管整体而言供需小幅过剩，但随着消费升级不断深化，下游生产商对铜管产品的品质要求逐渐提升，高附加值的高端产品受到更多青睐。

外延尝试环保、金融及矿产领域

除传统主业外，公司积极进行业务的横向延伸，积极寻求与打造第二主业。一方面，公司通过募投铝扁管项目进军汽车空调产业链，预计达产后年盈利将达4000万元以上；另一方面，公司也试水环保、金融及矿产领域，预计环保、金融领域2017年将为公司带来归母净利1.2~1.3亿元。

盈利预测与投资建议：我们测算公司2017-2019年归母净利分别为7.43亿元、8.55亿元和10.99亿元，对应EPS分别0.39/0.45/0.58元/股，对应现价PE分别21.93/19.05/14.82倍。考虑公司是国内铜管行业的龙头企业，产能高且未来几年增量较大，具有一定的规模效应，同时生产工艺现价、成本低，公司业绩在18/19年有望继续释放，给予目标价9.28元，对应19年16倍PE，给予“增持”评级。

风险提示：产品需求不及预期；加工费下跌；产能建设速度不及预期；产能建设计划调整等

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	13,616.35	17,999.62	27,417.92	32,227.54	36,010.11
增长率(%)	12.89	32.19	52.32	17.54	11.74
EBITDA(百万元)	911.86	1,138.10	1,179.68	1,300.62	1,571.27
净利润(百万元)	456.69	551.25	742.77	855.15	1,099.02
增长率(%)	1.07	20.71	34.74	15.13	28.52
EPS(元/股)	0.27	0.33	0.39	0.45	0.58
市盈率(P/E)	31.78	26.33	21.93	19.05	14.82
市净率(P/B)	3.81	3.37	3.12	2.76	2.40
市销率(P/S)	1.07	0.81	0.59	0.51	0.45
EV/EBITDA	20.40	12.03	12.23	9.71	8.20

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	有色金属/工业金属
6个月评级	增持(首次评级)
当前价格	8.56元
目标价格	9.28元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,695.60
流通A股股本(百万股)	1,477.13
A股总市值(百万元)	14,514.32
流通A股市值(百万元)	12,644.20
每股净资产(元)	2.98
资产负债率(%)	65.84
一年内最高/最低(元)	10.55/7.22

作者

杨诚笑	分析师
SAC执业证书编号: S1110517020002	
yangchengxiao@tfzq.com	
田源	分析师
SAC执业证书编号: S1110517030003	
tianyuan@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

内容目录

1. 铜加工巨舰扬帆起航.....	3
1.1. 公司是全球铜管行业龙头企业.....	3
1.2. 内外并举做强铜加工主业.....	4
1.3. 拥有稳健的风险管控能力.....	4
2. 铜加工行业亟待整合与升级.....	5
2.1. 行业结构性矛盾突出.....	5
2.2. 铜管行业：供需基本平衡，行业结构持续变革.....	5
2.3. 铜杆行业：环保约束产能增长.....	6
3. 产业横向延伸再添新增长点.....	7
3.1. 募投铝加工产能进军汽车空调市场.....	7
3.2. 试水环保、金融及矿产.....	7
4. 盈利预测与投资建议.....	7
5. 风险提示.....	9

图表目录

图 1：公司的实际控制人为冯海良.....	3
图 2：中国精炼铜主要应用于电力、家电、交运等领域.....	5
图 3：中国精炼铜消费迅速增长.....	5
图 4：国内空调产量在 2017 年显著增长.....	5
图 5：国内冰箱产量增速稳定.....	5
表 1：公司主要产品是铜加工材，核心产品是铜管.....	3
表 2：内生+外延，公司铜管产能持续增长.....	4
表 3：在建、拟建产能合计高达 31.5 万吨.....	4
表 4：公司铜加工材毛利率在行业居前.....	4
表 5：预计铜管供需将继续维持平衡状态.....	6
表 6：预计海亮环材 2017 年将贡献净利润 1 亿元.....	7
表 7：海博小贷 2017 前三季度盈利 2843 万元.....	7
表 8：预计公司业绩将随着产量增长.....	8
表 9：参考可比公司，以 19 年 15 倍 PE 作为公司的估值参考依据.....	8

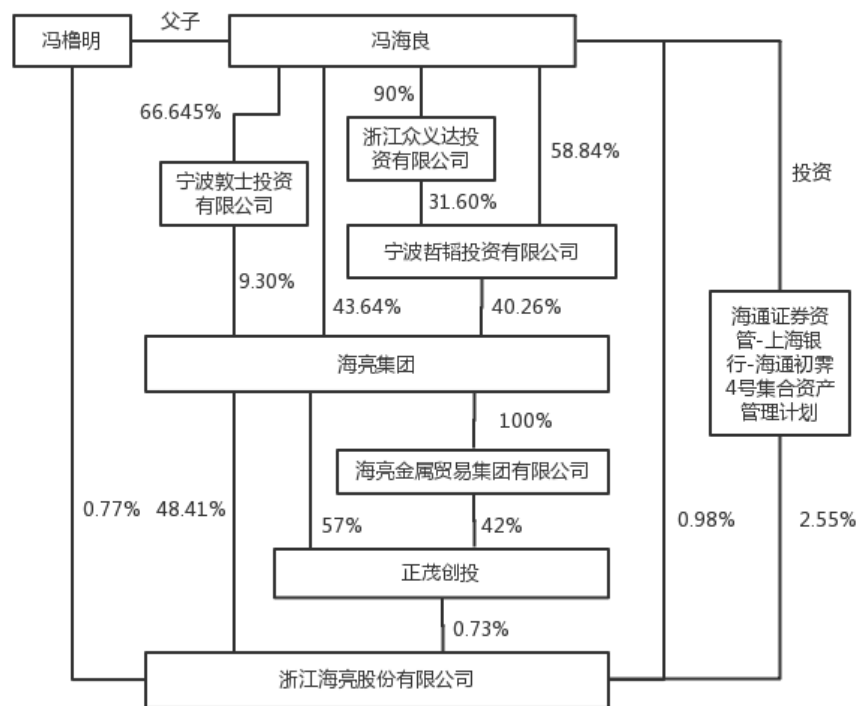
1. 铜加工巨舰扬帆起航

海亮股份是全球铜加工行业的龙头企业，铜管是其核心产品，截止目前公司拥有国内外生产基地共 47.5 万吨铜管产能，在建、拟建产能高达 31.5 万吨，至 2025 年远景产能将超 120 万吨，以成为“全球最强大的铜管制造企业”为自身发展目标。

1.1. 公司是全球铜管行业龙头企业

母公司海亮集团是以有色金属、地产建设、农业食品、环境保护、基础教育、产业金融为主体的国际化大型民营企业集团，拥有境内外多家上市公司，企业综合实力现居中国企业 500 强第 108 位，中国民营企业 500 强第 13 位。

图 1：公司的实际控制人为冯海良



资料来源：公司公告，天风证券研究所

海亮股份成立于 2001 年，成立起一直深耕铜加工行业，业务重心为高档铜产品（主要为铜管、铜棒）的研发、生产、销售和服务等，目前已成长为全球最大、国际竞争力最强的铜加工企业之一，在行业内居龙头地位。

公司的主要产品包括铜管、铜棒及管件、铜铝复合材、铝型材三大系列，其中铜管为核心产品，约占公司铜加工板块收入的 90%以上。主要铜管产品包括制冷用无缝铜管、建筑用铜以及铜合金管、热交换用铜及铜合金管、其他用途铜及铜合金管等品种，广泛用于空调及冰箱制冷、建筑、海水淡化、船舶、核电等领域，其中空调制冷为公司铜管产品的主要下游行业。

表 1：公司主要产品是铜加工材，核心产品是铜管

类型	应用领域	产品名称	用途
铜管	空调制冷	直管、盘管	空调、冰箱等制冷设备蒸发器、冷凝器等
	海水淡化等工业领域	铜及铜合金管	海水淡化过程中的热交换冷凝管等
	建筑	水道管、卫浴管、包塑铜管、保温管等	建筑装饰、卫浴、给排水及空调安装
	其他	铜管、铜合金管、铜管件等	
铜棒	制冷、水暖、机械、五金、通讯等	纯铜棒 铜棒、高精度铜棒	高防火、高导电要求领域 其他

资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

1.2. 内外并举做强铜加工主业

2015 年，随着前期技改产能逐步释放，公司铜管产生增至 28 万吨/a；2016 年公司新建的“2.5 万吨/年制冷空调管高质低耗信息化生产线建设项目”、“2.5 万吨/年高效节能环保精密铜管生产线项目”全面投产，新增产能共 5 万吨/a，同时通过技改方式增产 3 万吨/年；2017 年前三季度，公司通过技改再实现产能增长 5.5 万吨/a，同时通过收购诺而达集团旗下三家铜管加工企业，实现新增产能 6 万吨/年，截至 2017 年 9 月末，公司铜加工产能达 47.50 万吨。

同时公司将做强铜管主业作为未来发展的战略目标，在 2016 年 9 月的公告《关于为尽早实现全球最大的铜管制造企业的战略目标，加快设施产业升级、扩大生产规模、优化生产布局的公告》中，提出增产 27.5 万吨的战略目标，截至目前公司在建、拟建产能合计高达 31.5 万吨，产能多分布在空调整机主产地（安徽、广东），长期看，公司 2025 年的发展目标为铜加工材年销量 228 万吨，其中铜管产量 133 万吨（《2025 年发展战略规划纲要》）。

表 2：内生+外延，公司铜管产能持续增长

	2014	2015	2016	2017 Q1~3	2017E	2018E	2019E	2020E
设计产能（万吨/年）	25	28	36	47.5	47.50	55.50	63.00	79.00
产量（万吨）	23.14	23.71	29.66	32.20	42.93	48.33	55.73	63.05
销量（万吨）	22.99	23.90	28.97	32.20	42.50	47.84	55.17	62.42
产能利用率（%）	91.97	84.68	82.39	91.17	90.39	87.07	88.45	79.81
产销率（%）	99.14	97.67	100.80	99.37	99	99	99	99
增产原因		技改	新建+ 技改		技改+收购诺而 达 3 家子公司	奉贤 5 万吨、铜 陵 3 万吨投产	广东 7.5 万吨投产	美国 5 万吨、越 南 5 万吨及铜 陵 6 万吨投产

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 3：在建、拟建产能合计高达 31.5 万吨

项目名称	项目实施地	项目投资	建设期	(预计)投产时间
年产 7.5 万吨高效节能环保精密铜管生产线项目	广东台山	4 亿元，分三期	3 年	2019.6
年产 9 万吨高效节能环保精密铜管生产线项目	安徽铜陵	5 亿元，分两期	3 年	3 万吨 2018.3 投产；剩 余 2020 年前投产
年产 5 万吨高效节能环保精密铜管生产线项目	上海奉贤	2.7 亿元，分两期	2 年	预计 2018 年下半年
年产 5 万吨高效节能环保精密铜管生产线项目	越南	3.6 亿元，分两期	3 年	预计 2020 年
年产 5 万吨高效节能环保精密铜管生产线项目	美国	5.4 亿元，分两期	3 年	预计 2020 年

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司主营产品多为高品质、高附加值的铜管材料，采用“原材料+加工费”的定价模式，并采用“以销定产”的生产模式，加工费按件收取，根据加工过程中的附加值、加工难度和技术含量来约定，单品加工费较稳定，2014 年以来，公司铜管的加工费维持在 2,500~20,000 元/吨，平均吨毛利 2,700~3,000 元/吨，毛利率居行业上游水平。

表 4：公司铜加工材毛利率在行业居前

毛利率（%）	海亮股份	博威合金	精艺股份	楚江新材	金田铜业
2015	8.44	11.06	3.54	4.14	2.40
2016	8.62	12.76	3.24	6.65	3.30

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 拥有稳健的风险管控能力

公司坚持“只赚取加工费，不做铜市投机”的经营理念，具备一套完整的系统性风控体系，同时合理使用套期保值工具降低铜价波动对公司的影响，有效控制公司存货风险。该体系已多次在铜价、汇率大幅波动事件中得以验证，有效规避市场波动给公司带来的风险。

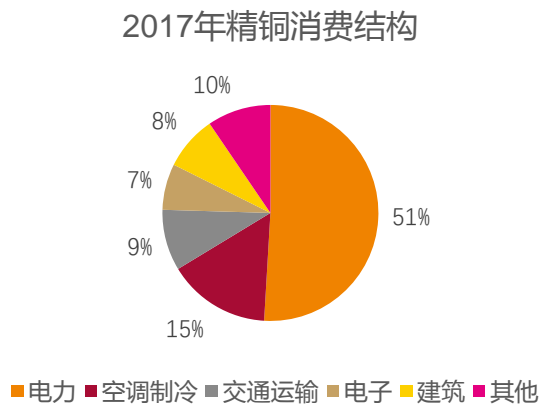
2. 铜加工行业亟待整合与升级

国内铜加工行业在过去经历了高速发展期，但与此同时行业粗放式发展带来的结构性矛盾同样突出，行业面临着整合与升级。

2.1. 行业结构性矛盾突出

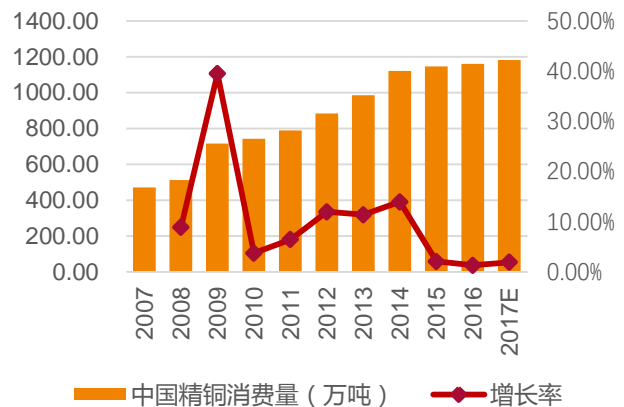
铜被广泛应用于电力、家电、汽车、建筑、电子、国防、交运及海洋工程等行业，铜的消费水平在一定程度上反映了一个国家的经济发达程度和国民生活水平。铜加工行业是国民经济的重要部门，根据产品形状可细分为铜管材、铜板带材、铜箔材、铜棒材、铜型材、铜线材等子行业。

图 2：中国精炼铜主要应用于电力、家电、交运等领域



资料来源：安泰科，天风证券研究所

图 3：中国精炼铜消费迅速增长



资料来源：ICSG，天风证券研究所

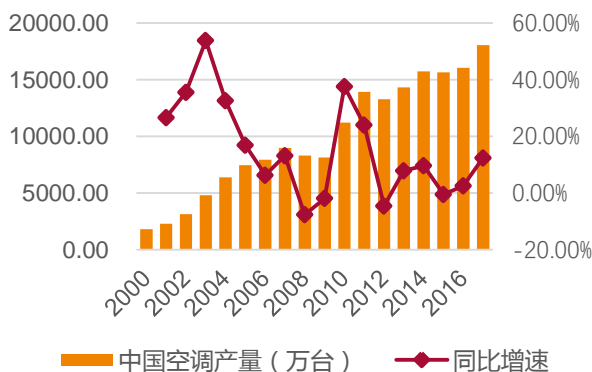
经过多年的发展，我国铜加工行业取得了长足的进步，但随着中国经济告别高增长时代，经济发展思路从注重规模、注重速度向注重质量、注重可持续性的方向转变，国内铜加工行业的结构性矛盾日渐突出，包括：产业结构不尽合理、自主创新能力不强、环境污染问题突出、节能减排任务繁重等；具体而言，铜管行业面临**技术革新缓慢、生产装备落后**的难题，铜棒、铜排行业限于“**低小散**”的困境，难以形成规模效应。

2.2. 铜管行业：供需基本平衡，行业结构持续变革

铜管主要应用于空调制冷、建筑及建筑装饰、船舶与海洋工程等领域，就目前而言，空调制冷仍是铜管消费的主要领域。

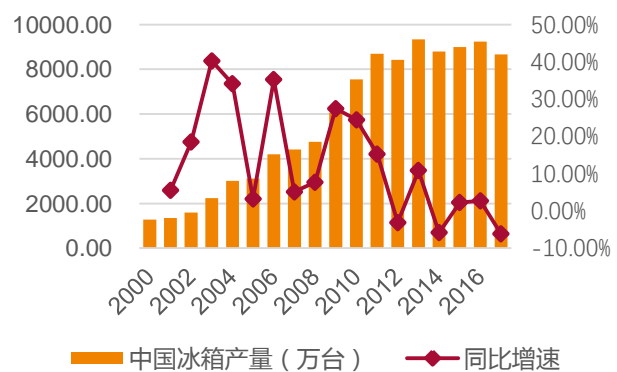
一方面，2017年中国空调生产行业补库存叠加外销增长，直接带动中国铜管行业的高速增长。国家统计局数据显示，2017年全国空调产量达18039.80万台，同比大增12.4%。

图 4：国内空调产量在 2017 年显著增长



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 5：国内冰箱产量增速稳定



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

总体而言，2017 年国内外经济数据企稳回升，消费者信心指数由 1 月份的 104.4 到 11 月的 116.3，铜消费预计将继续回暖。**空调制冷**方面，居民消费水平提升叠加极端气候频率增多，空调需求料将继续中高速提升；**建筑**方面，新建建筑品质整体提升，相比于传统的 PVC 管材，质量更优的铜管材将更多受到青睐，在开工面积持稳的假设下需求有望再上行；**船舶与海洋工程**方面，近年来我国持续加大对海军舰船、海洋工程和海水淡化项目的投资和建设，对铜合金管材的需求提供长期利好的市场。

另一方面，下游需求的持续增长带动了铜加工行业产能增长的动力。据安泰科数据，2017 年我国铜管加工行业产能约为 334.8 吨，同比增长 4.85%，生产产量同比大幅增长 7.88%，达到 296.56 万吨，接近 300 万吨的水平。目前国内大厂在建、拟在建的项目有增多迹象，未来几年铜管供应也将呈现一定幅度的提升。

预计铜管行业将继续维持供需基本平衡的结构。

表 5：预计铜管供需将继续维持平衡状态

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
产能	292	306.6	312.6	319.3	334.8	352.5
产量	250.1	264.6	225.5	274.9	296.6	310.8
表观消费量	234.6	247.9	210.4	261.1	282.3	295.5

资料来源：安泰科，天风证券研究所

与此同时，铜管行业也呈现出一些新的发展趋势：

- 1. 成本倒逼下行业集中度提升。**铜管行业经过多年的高速发展，呈现出产品同质化、市场容量过饱和的特点，这导致行业的盈利低、竞争压力大。在这样的环境下，中小厂商由于其工艺落后、产能规模偏小导致其生产成本过高，低盈利甚至亏损导致这些产能逐渐退出市场；而大型企业运行中充分发挥其高产能、大资金、低成本、生产交货有保障的优势，逐渐占据了铜管订单的大部分。
- 2. 高附加值产品受到青睐。**尽管整体而言供需小幅过剩，但随着消费升级不断深化，下游生产商对铜管产品的品质要求逐渐提升，高附加值的高端产品受到更多青睐。

2.3. 铜杆行业：环保约束产能增长

铜杆行业产能整体有所过剩，同时受限于“产能低、规模小、分布散”的市场格局，行业盈利水平较低。

环保约束铜杆产能增长。一方面，各地环保部门加强了对废铜制杆企业环保手续的核查，一些中小废铜制杆产能被关停、限产，随着废铜进口限制的政策落实，废铜制杆企业的原料供应将进一步受到限制，精铜制杆市场份额将受到巩固；另一方面，2017 年 11 月以来，北方地区“煤改气”政策落实，供暖季到来后天然气短缺，多地出现限气情况，给部分铜杆企业带来燃料供应影响。环保约束下部分中小产能在成本的倒逼下逐渐退出市场，整体产能难以形成大的增量。

需求稳中有亮点，行业有望良性发展。2017 年全国电网工程计划投资 4657 亿元，1-11 月份完成 4662 亿元，仅 11 个月电网投资就超过计划额；2017 年 1-11 月房地产累计投资额 100386.6 亿元，同比增 7.5%，新屋开工面积 161678.7 万平方米，同比增长 6.9%，电网、建筑行业对铜杆的需求基本维持稳定增长。值得注意的是，新能源汽车产销规模高速增长带来新的铜消费需求亮点，2017 年国内新能源汽车产销规模达 79.4 万辆，同比增 53.58%，新能源汽车用高低压线材，以及充电桩带来的电网改造潜在需求有望刺激铜杆消费，行业有望良性发展。

3. 产业横向延伸再添新增长点

除了铜加工主业外，公司也积极拓展其他有色金属加工行业，同时试水环保、金融及矿产领域，努力寻求打造第二主业。

3.1. 募投铝加工产能进军汽车空调市场

除铜加工材外，2017 年公司定增募投“年产 10,000 吨新型高效平行流换热器用精密微通道铝合金扁管”项目，项目实施后将填补公司在全铝微通道热交换产品上的空白，进入下游汽车空调系统市场，为公司增加新的盈利点。

该项目分两年两期进行，第三年为达产年，公司测算达产后将新增销售收入 3 亿元，利润总额 4761.07 万元，内部收益率 29.12%（税后），静态回收期 5.03 年。

3.2. 试水环保、金融及矿产

环保行业：2014 年 11 月，公司通过定增募资向母公司收购海亮环材 100% 股权。海亮环材的主要产品为 SCR 脱硝催化剂，目前广泛用于火力发电厂等行业，由于其独特的处理方式和效果，受到国家大力支持和市场广泛采用。公司具备蜂窝式脱硝催化剂产能为 53000m³/年，板式催化剂产能为 8000m³/年，催化剂再生产能为 10000m³/年，并具备废旧催化剂回收资格。依据收购时的业绩承诺，预计 2017 年海亮环材将贡献净利润 1 亿元。

表 6：预计海亮环材 2017 年将贡献净利润 1 亿元

	2015	2016	2017
业绩承诺（净利润）	6799.03 万元	8646.81 万元	10199.12 万元
实现净利润	6929.04 万元	8727.15 万元	
完成率	100.43%	100.93%	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

金融行业：控股子公司海博小贷（持股 60%）是浙江省内注册资本名列第二的小额贷款公司，海博小贷公司专注抵（质）押、保证方式的贷款业务，商业模式为公司将自有资金、银行融入资金、股东定向借款资金向农户、个体工商户、城乡居民、小微企业等客户发放贷款，并收取相应的利息。

表 7：海博小贷 2017 前三季度盈利 2843 万元

	2014	2015	2016	2017 Q1~3
营业总收入（万元）	16,019.03	12,338.85	7,327.66	5,987.54
营业总成本（万元）	4,590.09	1,319.95	3,874.19	2,689.70
归母净利润（万元）	9,464.30	9,160.64	3,517.40	2,853.39

资料来源：公司公告，天风证券研究所

矿产行业：2012 年，海亮股份与 MWANA.AFRICA 签署了《MWANA 刚果（金）铜钴矿项目框架性合作协议》，共同勘探、开发刚果（金）铜钴矿项目——刚果 SEMHKAT 金属矿项目，该矿区目前探明、控制及推断的铜矿储量共 872.72 万吨，含铜金属量 8.72 万吨，平均品位约 1%。目前该矿区的勘探工作尚未取得实质进展，能否为公司业务带来延伸仍有待观察。

4. 盈利预测与投资建议

随着未来几年公司铜管、铝材产能不断放量，公司业绩有望迎来迅速提升期；同时考虑公司在《2025 年发展战略规划纲要》中设定了 2020 年 14.2 亿元、2025 年 43 亿元的发展目标，未来几年公司业绩可期。

表 8：预计公司业绩将随着产量增长

	2017E	2018E	2019E	2020E
铜管				
产能 (万吨)	47.50	55.50	63.00	79.00
销量 (万吨)	57.50	62.84	70.17	77.42
其中：自产 (万吨)	42.50	47.84	55.17	62.42
委托加工 (万吨)	15.00	15.00	15.00	15.00
平均单价 (元/吨)	44,062.88	47,782.79	47,782.79	47,782.79
平均毛利 (元/吨)	2,800.00	2,850.00	2,900.00	2,950.00
收入 (万元)	2,533,791.65	3,002,754.02	3,352,810.73	3,699,319.56
毛利 (万元)	161,011.20	179,098.99	203,486.48	228,387.53
铜棒				
收入 (万元)	80,000.00	80,000.00	80,000.00	80,000.00
毛利 (万元)	6,400.00	6,400.00	6,400.00	6,400.00
铝扁管				
收入 (万元)			15,000.00	30,000.00
毛利 (万元)			4,000.00	8,000.00
环境 (海亮环材)				
收入 (万元)	120,000.00	132,000.00	145,200.00	159,720.00
毛利 (万元)	12,000.00	13,200.00	14,520.00	15,972.00
金融 (海博小贷, 60%)				
收入 (万元)	8,000.00	8,000.00	8,000.00	8,000.00
毛利 (万元)	4,400.00	4,400.00	4,400.00	4,400.00
总计				
收入 (万元)	2,741,791.65	3,222,754.02	3,601,010.73	3,977,039.56
成本 (万元)	2,557,980.45	3,019,655.04	3,368,204.25	3,713,880.04
毛利 (万元)	183,811.20	203,098.99	232,806.48	263,159.53
毛利率 (%)	6.70%	6.30%	6.47%	6.62%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

考虑公司为铜加工（铜管）龙头，且获取刚果（金）铜钴矿探矿权后可能会向上游延伸，选取可比公司江西铜业、铜陵有色（矿山采选、冶炼+铜加工）及博威合金、楚江新材（铜加工），四者 18/19 年 PE 均值分别为 18 倍、15 倍；同时，公司 18 年尚处于产能爬坡期，而 19 年后目前在建产能基本放量，产品产量趋于稳定，因此以 19 年业绩为估值依据更加合理，综上，选择 19 年 16 倍 PE 为公司的估值依据。

表 9：参考可比公司，以 19 年 15 倍 PE 作为公司的估值参考依据

Wind 一致预期	TTM	2017E	2018E	2019E
江西铜业	44.49	26.71	19.9	16.91
铜陵有色	58.94	25.21	19.06	16.84
博威合金	26.29	21.47	16.25	12.82
楚江新材	18.62	19.32	15.03	11.87
平均	37.09	23.18	17.56	14.61

资料来源：Wind 一致预期，天风证券研究所

公司是国内铜管龙头企业，加工产能高，且随着新增产能不断放量，未来几年公司业绩有望持续提升，给予“增持”评级。我们测算公司 2017-2019 年归母净利分别为 7.43 亿元、8.55 亿元和 10.99 亿元，对应 EPS 分别 0.39/0.45/0.58 元/股，对应现价 PE 分别 21.93/19.05/14.82 倍。考虑公司是国内铜管行业的龙头企业，产能高且未来几年增量较大，具有一定的规模效应，同时生产工艺现价、成本低，公司业绩在 18/19 年有望继续释放，给予目标价 9.28 元，对应 19 年 16 倍 PE，给予“增持”评级。

5. 风险提示

产品需求不及预期；加工费下跌；产能建设速度不及预期；产能建设计划调整等

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,311.82	1,835.55	4,112.69	4,834.13	5,401.52
应收账款	1,046.04	2,409.65	761.61	1,028.81	971.75
预付账款	750.96	549.31	587.57	754.50	742.48
存货	786.80	1,808.38	1,914.00	2,480.21	2,421.21
其他	648.46	1,203.60	240.65	260.66	279.84
流动资产合计	4,544.09	7,806.49	7,616.52	9,358.31	9,816.80
长期股权投资	1,181.06	1,383.36	1,383.36	1,383.36	1,383.36
固定资产	915.71	1,026.54	1,352.35	1,464.37	1,553.11
在建工程	107.15	167.90	136.74	130.04	108.03
无形资产	247.46	239.09	232.10	225.11	218.12
其他	1,218.92	1,265.85	1,235.33	1,235.33	1,235.33
非流动资产合计	3,670.30	4,082.74	4,339.88	4,438.21	4,497.94
资产总计	9,219.73	12,764.29	12,583.20	14,632.26	15,093.94
短期借款	2,094.57	2,096.61	3,101.81	2,234.18	2,941.46
应付账款	810.05	2,987.30	2,511.97	3,979.84	3,261.30
其他	1,046.19	2,646.42	871.64	1,627.35	1,150.68
流动负债合计	3,950.82	7,730.33	6,485.41	7,841.37	7,353.44
长期借款	1,131.30	344.37	500.00	500.00	555.30
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	4.27	40.73	16.03	16.03	16.03
非流动负债合计	1,135.58	385.11	516.03	516.03	571.34
负债合计	5,086.39	8,115.44	7,001.45	8,357.41	7,924.77
少数股东权益	322.71	336.78	351.94	369.39	391.82
股本	1,671.40	1,692.12	1,903.30	1,903.30	1,903.30
资本公积	156.11	209.81	209.81	209.81	209.81
留存收益	2,246.91	2,751.57	3,326.51	4,002.17	4,874.05
其他	(263.80)	(341.41)	(209.81)	(209.81)	(209.81)
股东权益合计	4,133.33	4,648.86	5,581.75	6,274.85	7,169.16
负债和股东权益总	9,219.73	12,764.29	12,583.20	14,632.26	15,093.94

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	478.64	565.32	742.77	855.15	1,099.02
折旧摊销	136.60	165.69	72.33	81.67	90.27
财务费用	83.79	167.92	287.56	271.53	256.64
投资损失	(265.42)	(199.65)	(130.00)	(130.00)	(130.00)
营运资金变动	(486.76)	225.52	1,428.08	1,200.06	(1,088.81)
其它	53.75	(38.07)	15.16	17.45	22.43
经营活动现金流	0.61	886.72	2,415.90	2,295.87	249.55
资本支出	291.41	558.64	384.70	180.00	150.00
长期投资	(120.59)	202.30	0.00	0.00	0.00
其他	(381.11)	(1,467.61)	(378.14)	(440.26)	(108.68)
投资活动现金流	(210.29)	(706.67)	6.56	(260.26)	41.32
债权融资	3,305.16	3,632.42	3,601.81	2,734.18	3,496.76
股权融资	(103.22)	(259.55)	68.71	(253.57)	(240.96)
其他	(4,033.80)	(3,403.24)	(3,815.84)	(3,794.78)	(2,979.29)
筹资活动现金流	(831.86)	(30.37)	(145.32)	(1,314.17)	276.52
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(1,041.55)	149.67	2,277.14	721.44	567.39

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	13,616.35	17,999.62	27,417.92	32,227.54	36,010.11
营业成本	12,792.27	16,558.18	25,579.80	30,196.55	33,682.04
营业税金及附加	19.18	31.48	35.64	41.90	46.81
营业费用	129.51	250.19	383.85	418.96	432.12
管理费用	222.57	338.57	411.27	451.19	468.13
财务费用	315.45	325.63	287.56	271.53	256.64
资产减值损失	(37.35)	26.36	30.00	30.00	30.00
公允价值变动收益	19.67	(22.08)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	265.42	199.65	130.00	130.00	130.00
其他	(567.46)	(351.04)	(260.00)	(260.00)	(260.00)
营业利润	457.08	642.66	819.79	947.42	1,224.36
营业外收入	48.38	50.67	30.86	30.86	30.86
营业外支出	0.91	0.89	7.14	7.14	7.14
利润总额	504.56	692.45	843.51	971.14	1,248.09
所得税	25.91	127.13	85.59	98.53	126.63
净利润	478.64	565.32	757.93	872.60	1,121.45
少数股东损益	21.95	14.07	15.16	17.45	22.43
归属于母公司净利润	456.69	551.25	742.77	855.15	1,099.02
每股收益(元)	0.27	0.33	0.39	0.45	0.58

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	12.89%	32.19%	52.32%	17.54%	11.74%
营业利润	-5.64%	40.60%	27.56%	15.57%	29.23%
归属于母公司净利润	1.07%	20.71%	34.74%	15.13%	28.52%
获利能力					
毛利率	6.05%	8.01%	6.70%	6.30%	6.47%
净利率	3.35%	3.06%	2.71%	2.65%	3.05%
ROE	11.98%	12.78%	14.20%	14.48%	16.22%
ROIC	21.47%	19.61%	22.81%	32.56%	59.45%
偿债能力					
资产负债率	55.17%	63.58%	55.64%	57.12%	52.50%
净负债率	-15.00%	10.10%	47.43%	-11.36%	11.01%
流动比率	1.15	1.01	1.17	1.19	1.33
速动比率	0.95	0.78	0.88	0.88	1.01
营运能力					
应收账款周转率	13.60	10.42	17.29	36.00	36.00
存货周转率	16.17	13.87	14.73	14.67	14.69
总资产周转率	1.56	1.64	2.16	2.37	2.42
每股指标(元)					
每股收益	0.27	0.33	0.39	0.45	0.58
每股经营现金流	0.00	0.52	1.42	1.35	0.15
每股净资产	2.25	2.54	2.75	3.10	3.56
估值比率					
市盈率	31.78	26.33	21.93	19.05	14.82
市净率	3.81	3.37	3.12	2.76	2.40
EV/EBITDA	20.40	12.03	12.23	9.71	8.20
EV/EBIT	24.00	14.08	13.03	10.36	8.70

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com