

## 海亮股份(002203)/有色金属

## 重识海亮：致力打造“有色材料智造国际巨匠”

**评级：增持**

市场价格：8.81

分析师：谢鸿鹤

执业证书编号：S0740517080003

电话：021-20315185

Email: xiehh@r.qlzq.com.cn

分析师：陈炳辉

执业证书编号：S0740517110001

电话：021-20315186

Email: chenbh@r.qlzq.com.cn

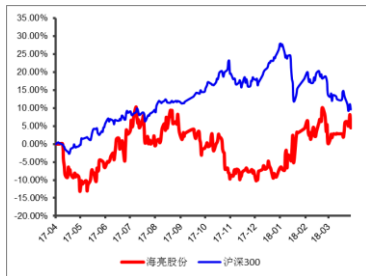
联系人：张强

电话：0755-22660869

Email: zhangqiang@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1696
流通股本(百万股)	1477
市价(元)	8.81
市值(百万元)	14938
流通市值(百万元)	13013

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	13590.99	17917.11	25793.87	38416.36	53446.36
增长率 yoy%	12.68%	31.83%	43.96%	48.94%	39.12%
净利润	456.69	551.25	711.26	883.61	1176.48
增长率 yoy%	1.07%	20.71%	29.03%	24.23%	33.14%
每股收益(元)	0.269	0.325	0.419	0.521	0.694
每股现金流量	0.137	0.615	-0.402	0.125	-0.377
净资产收益率	11.98%	12.78%	14.59%	15.85%	18.08%
P/E	32.71	27.10	21.00	16.91	12.70
PEG	1.33	0.93	N/A	N/A	N/A
P/B	3.92	3.46	3.06	2.68	2.30

备注：

**投资要点**

- **重识海亮：**成立于1989年、上市于2008年，10年一个台阶，借助于中国铜加工行业快速发展的契机，沿着“做大做强铜加工业”的道路不断发展壮大，“有色材料智造巨匠”已从诸暨走向全球。
- **“建、购”并举，持续巩固行业龙头地位。**公司经营思路明确——一方面自建产能，积极扩宽产品领域，另一方面重视同行业企业并购，目前已经建成7大生产基地，成为全球最大的铜合金管生产企业之一，同时也是我国最大的铜管出口商、第2大铜管生产企业和排名前3精密铜棒生产企业。到2025年公司规划铜加工材年销量将突破200万吨，成为全球最大铜管、铜棒、铜排加工企业。此外，公司提出要从传统制造升级为智能制造，不断提升产品技术含量和制造水平，行业龙头地位将进一步巩固。
- **积极“走出去”，提升行业竞争力。**公司设立全资企业海亮(越南)铜业有限公司，收购JMF Company(美国)100%股权和Luvata Heating Cooling Technologies(泰国)100%股权，全球化产业布局(“内生+外延”)有助于化解各类贸易风险，特别是在贸易摩擦加剧的当下，意义更加突出，同时全球范围内配置资源，有助于降低生产成本、提升经营效率，进而增强公司行业竞争力。
- **横向拓展，进军车用空调市场。**在纵向延伸的同时，公司积极进行横向拓展。2017年公司通过非公开发行股票募集不超过25.2亿元，其中，1.25亿元用于“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”建设项目，该项目实施后，将填补公司在全铝微通道换热产品上的空白，进入下游的汽车空调系统市场，为公司增加新的盈利点。
- **纵向拓展，提升资源保障能力。**2012年公司与MWANAAFRICA签订合作框架，共同勘探开发刚果(金)铜钴矿(Katanga JV旗下)，公司约占该项目的62%股权，向上游延伸，提升资源保障能力。
- **金融+环保，成为公司业绩稳定器。**公司于2008年涉足金融行业，目前持股宁夏银行(6.49%)，海博小贷(60%)、海亮集团财务公司(40%)，同时，公司2014年从集团收购海亮环境材料100%股权，金融+环保，成为公司业绩稳定器。
- **盈利预测与投资建议：**随着公司铜管、铜棒、铜排产能的释放，我们预计公司2017/2018/2019年净利润分别为7.1/8.8/11.8亿元，对应EPS(摊薄前)0.42/0.52/0.69元，当前股价对应的PE估值水平分别为21x/17x/13x；公司下一个10年发展期值得期待，给予公司“增持”评级。
- **风险提示事件：**宏观经济波动带来的风险；下游消费不及预计的风险；原材料价格大幅波动的风险；项目建设不达预期的风险。

## 内容目录

引言：二十年历程，重识海亮股份.....	- 4 -
一、竭力打造“引领铜加工行业发展的国际化百年企业”.....	- 5 -
1.1 铜加工行业：空调制冷为主要应用领域，平稳增长是大趋势.....	- 5 -
1.2“建、购”并举，持续巩固行业龙头地位.....	- 6 -
1.3 全球一体化布局，提升行业竞争力.....	- 8 -
二、依托集团公司，不断培育新利润增长点.....	- 9 -
2.1 横向拓展，进军车用空调市场.....	- 9 -
2.1 纵向拓展，提升资源保障能力.....	- 10 -
2.3 金融+环保，成为公司业绩稳定器.....	- 10 -
三、盈利预测与投资建议.....	- 11 -
四、风险提示.....	- 11 -

## 图表目录

图表 1: 海亮股份历史重大事件统计表.....	- 4 -
图表 2: 铜管消费约占钢材消费的 10-15%.....	- 5 -
图表 3: 中国为全球第一大铜管生产国.....	- 5 -
图表 4: 公司主要产品涉及类型: 铜管、铜棒及铜排.....	- 5 -
图表 5: 铜管消费由快速增长逐渐回归中低速.....	- 6 -
图表 6: 海联股份毛利率居前.....	- 6 -
图表 7: 公司主产品铜管产能及产量情况.....	- 7 -
图表 8: 海亮股份目前已经形成 7 大生产基地.....	- 7 -
图表 9: 未来扩建项目.....	- 7 -
图表 10: 2011 年以来 ROE 稳步走高.....	- 8 -
图表 11: 2011 年以来毛利率提升.....	- 8 -
图表 12: 非公开发行募集资金用途.....	- 9 -
图表 13: 海亮股份全球布局.....	- 9 -
图表 14: 投资收益成为公司业绩的稳定器, 金融板块功不可没.....	- 10 -
图表 15: 公司盈利预测表.....	- 12 -

## 引言：二十年历程，重识海亮股份

- 成立于 1989 年，上市于 2008 年，一直沿着“做大做强铜加工业”的道路不断壮大，2018 年公司进一步提出“以铜加工为本”又不吝于“打破铜加工范畴”的跨越式发展规划。

**图表 1：海亮股份历史重大事件统计表（1989-2018）**

时间	事件
1989 年	诸暨县铜材厂成立
2001 年	浙江海亮股份有限公司成立
2003 年	引入境外财务投资者美国 Z&P 公司
2006.12	第一家境外公司成立-香港海亮铜贸易有限公司
2007.01	首家海外生产企业-越南海亮金属制品有限公司
2008.01	在深交所中小板上市（002203.sz）
2008.03	设立海亮（越南）铜业有限公司
2008.12	入股宁夏银行，持有股权 7.25%
2009.03	在美国投资设立海亮美国公司
2010.07	投资设立海亮（安徽）铜业有限公司
2012.08	与 MWANAAFRICAPLC 签订《合作开发协议》，开发刚果（金）铜钴矿
2012.09	参股金川集团股份有限公司，截至 2016 年 12 月 31 日持股数量、比例 1.12%
2013.06	全资子公司科宇公司受让海亮集团持有的诸暨市海博小额贷款有限公司 18000 万元股权（占注册资本 30%）
2013.07	参股海亮集团财务有限责任公司，持有 40% 股权
2015.03	设立广东海亮铜业有限公司
2015.06	定增收购海亮环材（100%），新增股份正式上市
2015.11	浙江海亮环境材料有限公司完成收购诸暨市海博小额贷款股份有限公司 60% 的股份
2015.11	定增收购金龙股份 100% 股权，若收购成功合计铜管产能达到 70 万吨（2016 年 5 月份终止收购，改为委托加工）
2015.12	经营范围由原来的“制造、加工铜管、铜板带、铜箔及相关铜制品”变更为：“铜管、铜板带、铜箔及其他铜制品，铝及铝合金管型材及相关铝制品，铜铝复合材料的制造、加工”
2016.04	成功收购 JMF 公司 100% 股权，JMF 公司是美国空调制冷和水暖批发行业的领军企业，有利于拓展美国市场
2016.07	建设“蓝领岗位生态系统工程”
2016.09	《关于为尽早实现全球最强大的铜管制造企业的战略目标，加快实施产业升级、扩大生产规模、优化生产布局的公告》，3 年左右事件拟将产能从目前的 27.5 万吨扩建至 60 万吨
2016.11	第一期限制性股票激励计划授予完成
2016.12	收购 LuvataGroup 下属三家公司
2017.06	非公开增发，融资不超过 24.95 亿元，并购 Luvata 三家公司（置换）、并进行扩建等（集团认购不低于 20%）
2018.01	收购成都贝德铜业 100% 股权，并设立重庆海亮铜业，大规模布局西南地区
2018.01	2025 年发展战略规划纲要发布（2018-2025）：提出 1）继续做大做强铜加工主业；2）向上游优质资源与矿企延伸；3）合金材料、其他有色材料横向发展；4）大力打造第二产业

来源：公司公告及网站，中泰证券研究所

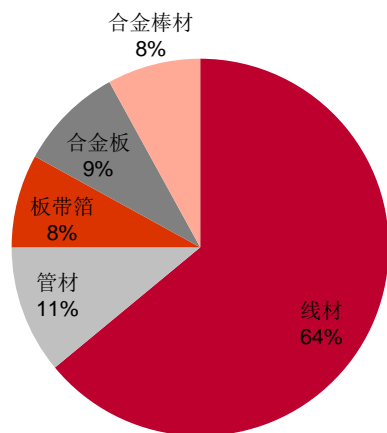
- 从图表 1 可以看出，海亮股份以 10 年一个台阶的速度，从浙江诸暨走向全球；2025 年发展战略规划的提出，更是针对行业和公司主要“痛点”提出的下一个 10 年发展愿景：1）继续做大做强铜加工主业；2）向上游优质资源与矿企延伸；3）合金材料、其他有色材料横向发展；4）大力打造第二产业，致力打造“有色材料智造国际巨匠”。这一发展战略规划的确定，在我们看来，有其必然性和现实性。

## 一、竭力打造“引领铜加工行业发展的国际化百年企业”

### 1.1 铜加工行业：空调制冷为主要应用领域，平稳增长是大趋势

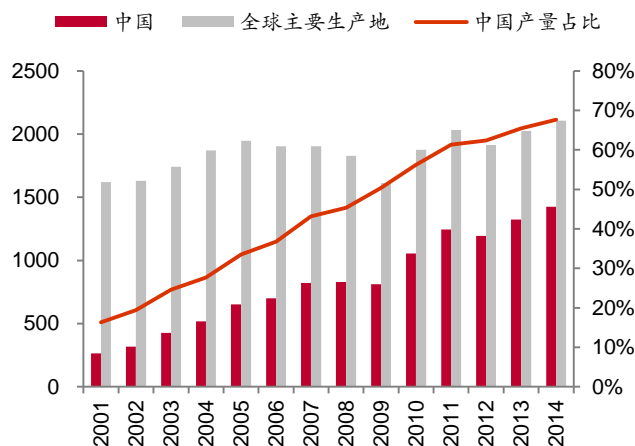
- 海亮股份母公司海亮集团是以有色金属、地产建设、农业食品、环境保护、基础教育、产业金融为主体的国际化大型民营企业集团，拥有境内外多家上市公司，企业综合实力现居中国企业 500 强第 108 位，中国民营企业 500 强第 13 位。
- 按照加工产品类型区分，铜加工行业主要可以分为线材、管材、棒材和板带箔材等几大领域；其中线材消费占比为 64%，管材占比约为 10-15% 左右。如图表 2、3 所示，2016 年我国铜管产量约为 130-140 万吨，占到全球铜管主要产区产量的 60%——从 2001 年占比不足 20%，逐渐成为全球第一大铜管生产国。
- 海亮股份的主要产品为铜管、铜棒及管件、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。公司借助于中国铜加工行业快速发展的契机，发展成为骨干龙头企业。主要产品（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。

图表 2：铜管消费约占铜材消费的 10-15%



来源：wind，中泰证券研究所

图表 3：中国为全球第一大铜管生产国（单位：千吨）



来源：wind，中泰证券研究所

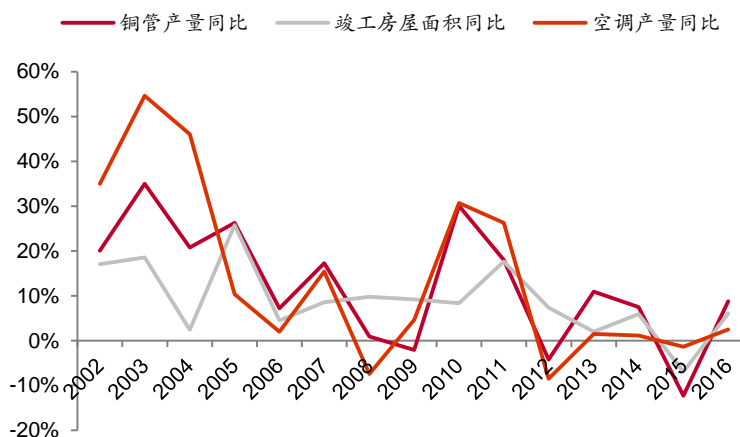
图表 4：公司主要产品涉及类型：铜管、铜棒及铜排

项目	应用领域
铜管	主要应用于空调和冰箱制冷、建筑暖通、海水淡化等领域。企业对于新装备、新技术、新材料研究较少，整体技术革新缓慢，行业落后产能居多。
铜棒	广泛应用于五金卫浴、制冷配件、锁具等领域。因制造工艺简单，入门门槛偏低，小作坊居多，属成本导向行业，整体呈现“产能低、规模小、分布散”等特点。
铜排	主要应用于发电系统以及输配电领域，加工工艺简单，行业类似铜棒呈现“低、小、散”现状。尚无行业龙头企业出现。

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 受益于中国房地产行业的快速成长,2011年以前铜管产销增速高达20%以上,自2011年以后回归10%以内,从快速增长逐渐回落至中高速增长区间。铜加工行业的一大突出特征就是“企业多、产能分散”。安泰科数据显示,我国铜管产能约为210万吨,产能利用率不足70%,尤其是中低端铜管价格战(加工费)较为明显。

**图表 5: 铜管消费由快速增长逐渐回归中低速**



来源: ATK, 中泰证券研究所

- 海亮股份依托自身技术实力以及行业积淀,产品主打高品质、高附加值的铜管材料,毛利率在行业中靠前。同时,采取“以销定产”策略,使得公司在竞争红海中,占据优势地位。

**图表 6: 海亮股份毛利率居前**

毛利率 (%)	海亮股份	楚江新材	精工股份	金田铜业
2016	8.62	6.65	3.24	3.3

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

## 1.2 “建、购”并举,持续巩固行业龙头地位

- 如何“规模化经营”和“扩宽产品结构”无疑是铜加工行业生产发展的关键,公司在铜加工行业的经营思路十分明确——2003年以后开始全球化扩张,一方面自建产能,积极扩宽产品领域;另一方面则高度重视同行业企业并购,2008年上市后“购、建”举措则更加频繁。具体来看,计入在16年底收购的诺而达 Luvata,公司目前已经形成了7大生产基地,包括浙江诸暨本部、上海奉贤、安徽铜陵、广东中山、广东台山和越南、泰国等地。其中,铜管产能32万吨。



**图表 7: 公司主要产品铜管产能及产量情况 (单位: 吨)**

项目	2017 年 1-9 月	2016 年	2015 年	2014 年
最高产能	425,000.00	320,000.00	242,000.00	212,000.00
平均产能	405,000.00	282,500.00	234,500.00	212,000.00
产量	292,490.32	257,573.82	205,114.30	197,392.64
产能利用率	96.29%	91.18%	87.47%	93.11%

来源: 公司资料, 中泰证券研究所

**图表 8: 海亮股份目前已经形成 7 大生产基地**

生产基地	简介
浙江诸暨	分为 3 个工业园区, 一园为铜管道事业部 (铜管部) 主要生产紫铜管、合金铜管、保温管、包塑铜管。二园为浙江海亮铜加工研究院和铜管道事业部 (管件部), 研究院主要从事铜加工设备设计和制造、各类模具制作。铜管道事业部 (管件部) 生产各类配套紫铜、黄铜管件。三园为盘管事业部和浙江科宇金属材料公司, 盘管事业部主要生产光盘管、内螺纹、蚊香盘, 科宇公司生产各类中高档挤制精密小铜棒、轧制、抛光连铸铜棒、铜锭。
上海奉贤	主导产品为铜及铜合金管, 目前分为两大类, 一类为铜合金冷凝管, 用于海水淡化、核电、火力发电、石油化工、船舶工程, 另一类为空调制冷用无缝内螺纹铜管, 用于空调与制冷行业。
安徽铜陵	主管铜及铜合金管材; 一期 4.8 万吨高效节能环保精密铜管生产线项目为迁扩建 (搬迁、改造、扩建) 项目, 将本公司位于浙江省诸暨市店口镇工业区的一条年产 3 万吨铜管生产线搬迁至海亮 (安徽) 铜业有限公司, 对相关设备进行改造, 并增加部分设备, 改善生产工艺。于 2015 年启动年产 2.4 万吨高效节能环保精密铜管项目。
广东中山	前身是成立于 2005 年 11 月的诺而达铜管 (中山, Luvata) 有限公司; 产品包括空调用小径、薄壁内螺纹铜盘管和光面铜管, 电子通信用无氢铜管等。
广东台山	主导产品为空调与制冷用无缝铜管和无缝内螺纹铜管, 用于空调和制冷行业。
越南	主导产品为铜及铜合金管材, 主要应用于空调制冷、海水淡化、五金机制、装备制造、电子信息、建筑水道、汽车工业、交通运输、电力等行业。
泰国	前身是成立于 2000 年的 Luvata Heating Cooling Technologies (THAILAND).LTD; 主要生产高品质无缝铜管, 可用于空调、冰箱等 ACR 产品。

来源: 公司网站, 中泰证券研究所

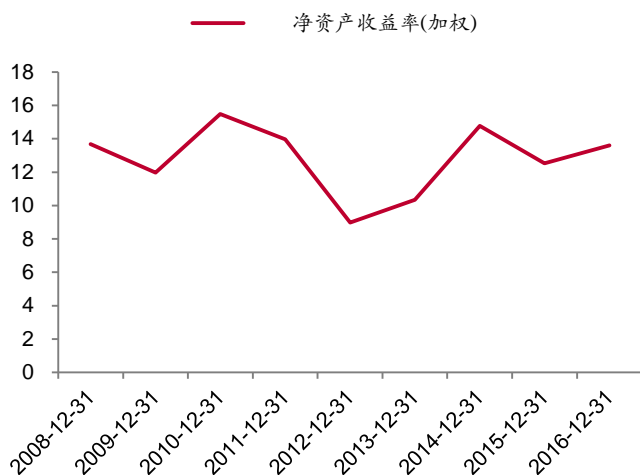
- 随着 2018 年对成都贝德 (铜排企业) 的收购以及重庆海亮铜业等西南生产基地的建设, 公司铜加工产业基地将进一步增扩至 9 个。按照公司 2016 年制定的“铜管制造企业战略目标”, 以及 2017 年的定增方案, 公司未来 3 年还将建成近 30 万吨铜管产能及 1 万吨铝合金管产能。

**图表 9: 未来扩建项目 (含 2017 年定增及 2016、2018 年等规划项目)**

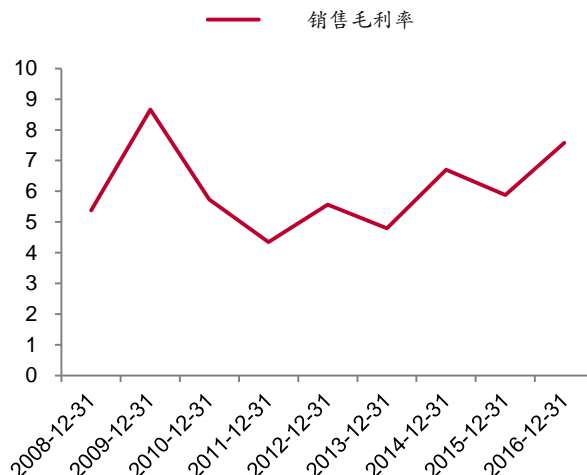
项目	地点	投资	建设期 (年)	产能 (万吨)
年产 7.5 万吨高效节能环保精密铜管生产线项目	广东台山	4 亿元, 分三期实施	3	7.5
年产 9 万吨高效节能环保精密铜管生产线项目	安徽铜陵	2.7 亿元, 分两期实施	2	5
年产 5 万吨高效节能环保精密铜管生产线项目	上海奉贤	2.7 亿元, 分两期实施	2	5
年产 3 万吨高效节能环保精密铜管生产线项目	重庆	3 亿元, 2019 年 1 月底建成	1	3
年产 5 万吨高效节能环保精密铜管生产线项目	越南	3.6 亿元, 分两期实施	3	5
年产 5 万吨高效节能环保精密铜管生产线项目	美国	5.4 亿元, 分两期实施	3	5
年产 1 万吨高效节能环保精密铜管生产线项目 铝合金扁管建设项目	浙江诸暨	1.5 亿元, 分两期实施	3	1

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **“建、购”并举策略卓有成效。**目前海亮股份已经发展成为全球最大的铜合金管生产企业之一，同时也是我国最大的铜管出口商、第二大铜管生产企业，排名前三的精密铜棒生产企业，2011年以后，公司盈利能力持续增强。具体如下图所示。

**图表 10: 2011 年以来 ROE 稳步走高**


来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 11: 2011 年以来毛利率提升**


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 更进一步,预计到 2025 年公司规划其铜加工材年销量将突破 200 万吨,即 123 万吨铜管、67 万吨精密铜棒、35 万吨电工铜排及 3 万吨管接件,成为全球最大铜管、铜棒、铜排加工企业。除扩规模外,公司还将从传统制造升级为智能制造,不断提升产品的技术含量和制造水平,并将打造大型铜加工产业链工业园平台,充分发挥海亮自身大采购、大资金、大物流、精细化管理等多方优势。在此规划下,公司行业领头羊地位有望获得进一步巩固。

### 1.3 积极“走出去”，提升行业竞争力

- 在不断巩固和扩大国内市场的同时,海亮股份积极实施“走出去”战略,进一步提升公司行业竞争力。中国铜加工产品的出口目标国主要分布在北美、欧洲等发达地区,从产业发展趋势来看,中国以及东南亚地区具有低成本以及产业配套优势,目前国内企业正在通过技术提升和产业链布局,来逐步替代境外发达地区的同质企业,总体来看,铜加工产业向亚洲进行区域性转移的大趋势已经形成,而海亮股份走在前列。
- **海亮股份根据国际化战略需要,提前进行全球布局。**公司于 2008 年在越南前江省新福县投资 4718 万美元,设立全资企业海亮(越南)铜业有限公司,该项目所在地具有土地、劳动力以及税收等方面的比较优势;2016 年公司斥资 3000 万美金收购 JMF Company 100% 股权, JMF 是美国空调制冷和水暖批发行业的领军企业,其具有发达的销售网络和品牌优势,有利于公司积极拓展美国市场,完善美国销售网络,进而提升市占率。
- 2017 年公司通过非公开发行股票方式募集资金不超过 249,500 万元,其中, 8.88 亿元用于收购诺而达三家标的公司诺而达铜管(中山)有限



公司、诺而达奥托铜业（中山）有限公司及 Luvata Heating Cooling Technologies (Thailand) Ltd. 的 100% 股权，公司产业布局得到进一步优化。

**图表 12：非公开发行募集资金用途（单位：万元）**

序号	项目名称	项目总投资金额	募集资金拟投入金额
1	收购诺而达三家标的公司 100% 股权项目	89,424	88,800
2	广东海亮年产 7.5 万吨高效节能环保精密铜管信息化生产线项目	40,000	40,000
3	安徽海亮年产 9 万吨高效节能环保精密铜管信息化生产线项目	50,000	50,000
4	高精密环保型铜及铜合金管件智能化制造技改项目	11,323	11,323
5	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建设项目	15,000	12,500
6	铜及铜合金管材智能制造项目	12,110	12,110
7	补充流动资金项目	34,767	34,767
	合计	252,624	249,500

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 当前，贸易保护主义抬头，贸易摩擦加剧，公司“内生+外延”战略，也即，全球化产业布局有助于化解各类贸易风险，为公司长远发展保驾护航，特别是在贸易摩擦加剧的当前，作用意义更加凸显。同时，公司通过全球范围内配置资源，有助于降低生产成本、提升营销效率和市场占有率，进而增强公司行业竞争力。

**图表 13：海亮股份全球布局**



来源：中泰证券研究所

## 二、依托集团公司，不断培育新利润增长点

### 2.1 横向拓展，进军车用空调市场

- 在纵向延伸的同时，公司积极进行横向拓展。2017 年 11 月 18 日，公司发布《2017 年度非公开发行股票募集资金可行性分析报告》（第三次修订稿），报告显示，募集资金总额不超过 249,500 万元，其中，1.25 亿元用于“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”建设项目。

- 建设期为 2 年，分二期进行，每期建设期 1 年，第三年为达产年。项目完成后形成年产 10,000 吨铝合金多孔微通道管的生产能力，本项目达产年新增销售收入 30,000 万元（含税价），利润总额 4,761.07 万元，项目投资财务内部收益率 29.12%（税后），静态投资回收期 5.03 年（含建设期，税后）。
- 铝及铝合金多孔微通道扁管是一种超薄壁多微孔的扁形管状铝型材，产品主要用于制作平行流热交换器，具有耐压高、换热效率高、重量轻、耐腐蚀、易焊接的优点，具有良好的市场发展前景。项目实施后，将填补公司在全铝微通道换热产品上的空白，进入下游的汽车空调系统市场，为公司增加新的盈利点。

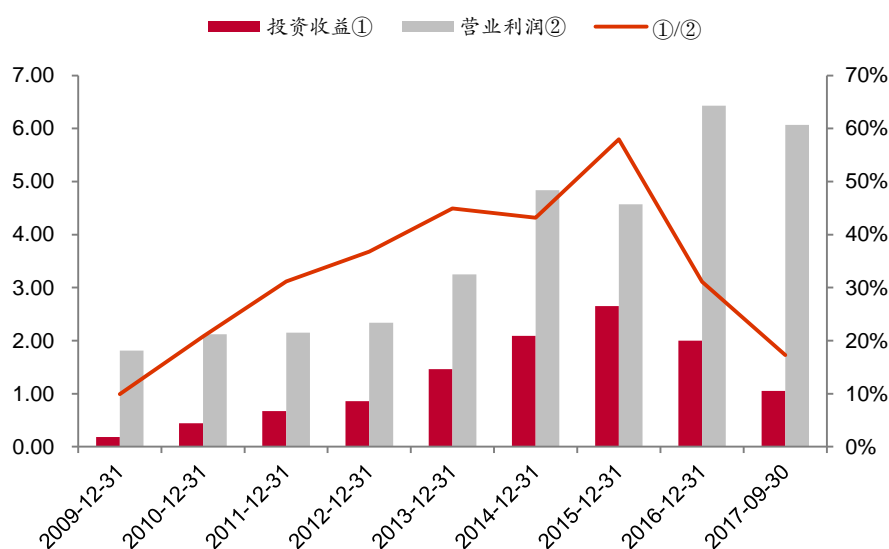
## 2.2 纵向拓展，提升资源保障能力

- 当然，一个现实的选择是，由于铜材加工行业企业的成长需要依赖不断的“扩建和并购”，在企业规模足够大后，逐渐开辟更多的利润增长点也成为发展的必然，这也正契合了公司积极“向上游发展”的策略重点。
- 由于国内矿产资源匮乏，稳定的原材料来源一直是铜加工企业关注的焦点之一。2012 年公司与 MWANAAFRICA 签订合作框架，共同勘探开发刚果（金）铜钴矿（Katanga JV 旗下），公司约占该项目的 62% 股权（但该矿山至今未取得实质性进展）。官网资料显示，除刚果（金）的铜钴矿外，MWANAAFRICA 主要资产还包括 2 个金矿、3 个镍矿、1 座钻石矿以及五个铜矿勘探特许经营权。

## 2.3 金融+环保，成为公司业绩稳定器

- 公司于 2008 年开始便逐渐涉足金融行业，目前主要包括宁夏银行（6.49%），海博小贷（60%）、海亮集团财务公司（40%），这成为公司业绩的稳定器，比如 2014-2015 年投资收益/营业利润占比一度接近 50%。

**图表 14：投资收益成为公司业绩的稳定器，金融板块功不可没**



来源：wind，中泰证券研究所

- 环保板块,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。海亮环材主要产品为广泛运用于火力发电厂等行业的蜂窝式SCR脱硝催化剂。公司具备蜂窝式脱硝催化剂产能为53000m<sup>3</sup>/年,板式催化剂产能为8000立方米/年,催化剂再生产能为10000立方米/年,并具备废旧催化剂回收资格。

### 三、盈利预测与投资建议

- 随着公司铜管、铜棒、铜排产能的释放,我们预计公司2017/2018/2019年净利润分别为7.1/8.8/11.8亿元,对应EPS(摊薄前)0.42/0.52/0.69元,当前股价对应的PE估值水平分别为21x/17x/13x;公司下一个10年发展期值得期待,给予公司“增持”评级。

### 四、风险提示

- 宏观经济波动带来的风险
- 下游消费不及预计的风险
- 原材料价格大幅波动的风险
- 项目建设不达预期的风险

**图表 15: 公司盈利预测表**

利润表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	12061.45	13590.99	17917.11	25793.87	38416.36	53446.36
减:营业成本	11253.92	12792.27	16558.18	24126.43	36313.91	50653.46
营业税金及附加	16.55	19.18	31.48	45.32	67.50	93.92
营业费用	153.26	129.51	250.19	360.19	536.45	746.32
管理费用	223.56	222.57	338.57	340.00	380.00	400.00
财务费用	134.13	315.45	325.63	149.39	110.27	143.98
资产减值损失	5.05	-37.35	26.36	0.00	0.00	0.00
加:投资收益	209.40	265.42	199.65	150.00	150.00	150.00
公允价值变动损益	0.00	19.67	-22.08	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	22.63	78.40	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>484.38</b>	<b>457.08</b>	<b>642.66</b>	<b>922.55</b>	<b>1158.22</b>	<b>1558.68</b>
加:其他非经营损益	3.53	47.48	49.79	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>487.91</b>	<b>504.56</b>	<b>692.45</b>	<b>922.55</b>	<b>1158.22</b>	<b>1558.68</b>
减:所得税	36.01	25.91	127.13	193.14	252.06	352.17
<b>净利润</b>	<b>451.90</b>	<b>478.64</b>	<b>565.32</b>	<b>729.41</b>	<b>906.17</b>	<b>1206.51</b>
减:少数股东损益	0.03	21.95	14.07	18.15	22.55	30.03
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>451.87</b>	<b>456.69</b>	<b>551.25</b>	<b>711.26</b>	<b>883.61</b>	<b>1176.48</b>
资产负债表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	2158.28	1224.24	1713.56	257.94	384.16	534.46
应收和预付款项	1517.68	2250.14	3829.51	4137.20	7753.70	8798.27
存货	897.17	786.80	1808.38	1684.00	3572.56	3759.69
其他流动资产	193.58	171.40	310.09	310.09	310.09	310.09
长期股权投资	1301.65	1181.06	1383.36	1533.36	1683.36	1833.36
投资性房地产	0.00	23.09	32.29	28.76	25.23	21.69
固定资产和在建工程	943.98	1022.87	1194.43	993.59	792.74	591.90
无形资产和开发支出	200.55	398.25	453.79	424.86	395.94	367.01
其他非流动资产	869.06	1998.03	1845.13	1845.13	1845.13	1845.13
<b>资产总计</b>	<b>8081.95</b>	<b>9055.87</b>	<b>12570.55</b>	<b>11214.93</b>	<b>16762.91</b>	<b>18061.62</b>
短期借款	2442.55	2094.57	2096.61	1734.99	1943.40	3121.61
应付和预收款项	1506.15	1611.65	4056.80	2646.73	7264.04	6422.89
长期借款	0.00	1131.30	344.37	344.37	344.37	344.37
其他负债	890.90	85.01	1423.91	1258.60	1258.60	1258.60
<b>负债合计</b>	<b>4839.60</b>	<b>4922.54</b>	<b>7921.69</b>	<b>5984.69</b>	<b>10810.42</b>	<b>11147.47</b>
股本	1548.04	1671.40	1692.12	1692.12	1692.12	1692.12
资本公积	109.44	156.11	131.09	131.09	131.09	131.09
留存收益	1584.87	1983.11	2488.88	3052.10	3751.81	4683.43
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>3242.35</b>	<b>3810.62</b>	<b>4312.08</b>	<b>4875.30</b>	<b>5575.01</b>	<b>6506.63</b>
少数股东权益	0.00	322.71	336.78	354.93	377.49	407.51
<b>股东权益合计</b>	<b>3242.35</b>	<b>4133.33</b>	<b>4648.86</b>	<b>5230.24</b>	<b>5952.50</b>	<b>6914.14</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>8081.95</b>	<b>9055.87</b>	<b>12570.55</b>	<b>11214.93</b>	<b>16762.91</b>	<b>18061.62</b>
现金流量表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营性现金净流量	1399.80	233.14	1043.37	-681.28	211.99	-639.07
投资性现金净流量	259.94	-210.29	-706.67	-165.30	0.00	0.00
筹资性现金净流量	170.95	-831.86	-30.37	-609.04	-85.77	789.37
<b>现金流量净额</b>	<b>1836.42</b>	<b>-790.86</b>	<b>334.87</b>	<b>-1455.62</b>	<b>126.22</b>	<b>150.30</b>

来源:公司公告, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。