

风范股份 (601700.SH) 输配电及控制行业

评级: 增持 下调评级

公司点评

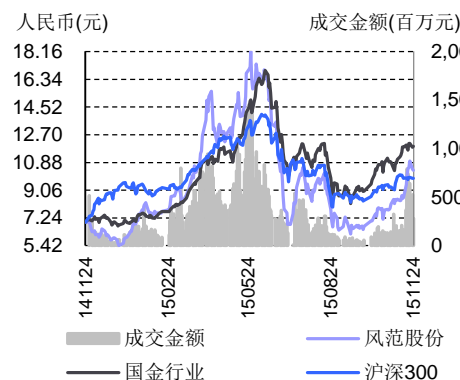
市场价格 (人民币): 10.37 元

目标价格 (人民币): 12.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,122.69
总市值(百万元)	11,751.77
年内股价最高最低(元)	18.59/5.22
沪深 300 指数	3753.89
上证指数	3616.11



一带一路获新突破, 关注框架协议落地进展

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.474	0.436	0.208	0.290	0.371
每股净资产(元)	6.08	6.22	6.34	6.67	7.19
每股经营性现金流(元)	-0.56	0.49	0.74	-0.01	-0.16
市盈率(倍)	27.26	31.41	49.83	35.81	27.99
行业优化市盈率(倍)	43.14	56.84	91.01	91.01	91.01
净利润增长率(%)	43.17%	-8.07%	19.28%	39.14%	27.98%
净资产收益率(%)	7.80%	7.01%	8.20%	10.86%	12.88%
总股本(百万股)	453.36	453.35	1,133.36	1,133.36	1,133.36

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 2015年11月24日, 公司公告与中国能源建设集团新疆电力设计院有限公司(简称“新疆院”或“买方”)就埃塞俄比亚“Supply and Construction of 400kv Genale Dawa III -Yirgalem II -Wolayita Sodo II Transmission Line”输电项目签署了《铁塔采购合同》。本次签订的铁塔采购合同总金额共计人民币1.995亿元, 约占公司2014年度营业收入的8.48%。
- 2015年5月7日, 公司曾与新疆院就共同致力于国际电力市场等业务领域的合作, 签署了《共同推进国际电力市场开发合作框架协议》

评论

相关报告

1. 《主业增长稳健, 小公司大故事值得期待-风范股份业绩点评》, 2015.8.26
2. 《铁塔龙头转型升级, 一带一路标杆民企-风范股份公司研究》, 2015.8.21

- 与新疆院合作取得实质性进展, 一带一路持续突破值得期待: 本次2亿元铁塔合同是5月份与新疆院框架协议的实质性进展。我们在前期报告中指出, 公司近年来目标市场已转向海外, 而且表现出极强的拿单能力。2013年8月中标阿尔及利亚2.24亿美元项目, 预期毛利相当于当年公司总毛利的120%; 2015年5月与哈萨克斯坦签署框架协议, 预计金额7-8亿元。
- 重点关注海外业务框架协议落地情况: 2015年8月6日, 风范绿建公告与上海净缘建筑科技有限公司签署框架协议, 预计总金额达30亿元以上, 钢结构业务未来或成公司重要增长引擎; 2015年9月7日, 公司与老挝公司 Investment and Hydropower Consultant Sole Co.,Ltd. (简称“IHC”) 在 Electricité Du Laos 即老挝国家电力公司的见证下, 签署《合作协议》, 拟投资240MW NN(南高)水电站项目; 2015年11月14日, 公司与四川省能源投资集团有限责任公司(简称“四川能投”)签署了《四川能投和风范股份战略合作协议》及《联合体协议》, 拟联合投资巴基斯坦电力项目(含发电、电力传输以及配电项目)。目前公司海外储备项目较多, 关注后期合同签署的实质性进展。
- 打造能源新主业, 万事俱备, 只欠增发: 2014年4月阿穆尔-黑河跨境油品储运与炼化综合体项目获发改委核准。公司拟定向增发30亿元用于综合体建设。预期项目建成后年均净利润10亿元。(7月底公司暂时中止了增发)

盈利预测与投资建议

- 我们判断公司2015-2017年EPS分别为0.21, 0.29, 0.37元, 综合考虑公司未来综合体项目建成后净利润的巨大提升, 以及相关合作框架协议的不确定性, 给予“增持”评级, 维持目标价12元, 对应58x/41x/32x PE

苏广宁

联系人
(8621)61620766
suguangning@gjzq.com.cn

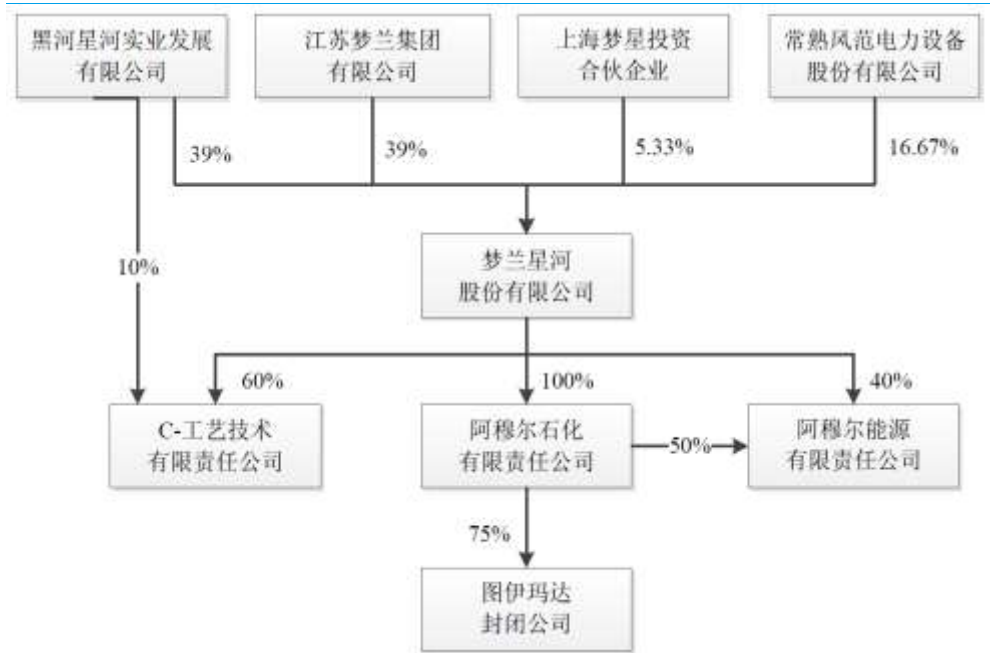
张帅

分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)60230213
zhangshuai@gjzq.com.cn

附：阿穆尔-黑河边境油品储运与炼化综合体项目情况

- 2014年6月8日，公司使用超募资金6.8亿元和自有资金5000万元投资梦兰星河能源股份有限公司，获得本次投资完成后梦兰星河总股本16.6667%的股份。
- 2014年11月，发布非公开增发预案，拟增发不超过30亿元，其中增资梦兰星河26.5亿元，用于阿穆尔-黑河边境油品储运与炼化综合体项目建设。
- 公司将以梦兰星河为平台进入能源行业，随着投资的阿穆尔-黑河边境油品储运与炼化综合体项目的建设 and 投产，能源行业将成为公司的新主业，大幅提升公司营业收入及盈利能力，成为公司未来收入的最大来源。
- 阿穆尔-黑河边境油品储运与炼化综合体项目，最初于2004年6月由星河实业提出。历经10年，最终于2014年4月21日，国家发改委出具《关于梦兰星河投资综合体项目核准的批复》，正式核准综合体项目。
- 梦兰星河成立于2010年7月14日，注册资本和实收资本为5.5亿元，主要通过阿穆尔石化、图伊玛达、C-工艺公司，以及阿穆尔能源四家俄罗斯公司在俄罗斯境内开展业务。经营范围为：货物及技术进出口（含边境小额贸易），输油（气）管道、油（气）库及石油专用设施的建设。
 - 阿穆尔石化有限责任公司：成立于2011年7月22日，注册地位于俄罗斯阿穆尔州布拉戈维申斯克市，注册资本为76,902,686.20卢布，是梦兰星河的全资子公司。阿穆尔石化无具体生产经营业务，主要从事股权投资，包括持有图伊玛达75%的股权和阿穆尔能源50%的股权。
 - 图伊玛达封闭公司：成立于2011年5月16日，注册地位于俄罗斯联邦萨哈（雅库特）共和国雅库茨克市，注册资本为600,000,000卢布，其中阿穆尔石化持股75%，图伊玛达开放公司持股25%。图伊玛达享有俄罗斯境内穆赫金区块和比留克区块范围内进行地质研究、烃类资源的勘探和开采权，计划未来从事油气田的勘探开采与经营。此外，图伊玛达还在俄罗斯境内从事原油贸易业务。
 - 阿穆尔能源有限责任公司：成立于2004年12月31日，注册地位于俄罗斯阿穆尔州布拉戈维申斯克市，注册资本为1.5亿卢布，其中梦兰星河持股40%，阿穆尔石化持股50%，罗斯国际石油持股10%。阿穆尔能源负责综合体项目俄罗斯境内的建设和运营。
 - C-工艺技术有限责任公司：成立于2011年8月4日，注册地位于俄罗斯阿穆尔州布拉戈维申斯克市，注册资本为8千万卢布，其中梦兰星河持股60%，星河实业持股10%，俄罗斯AC有限责任公司持股30%。C-工艺公司主要项目为在俄罗斯阿穆尔州伊万诺夫卡区列佐夫卡镇建设一条年产60万吨的水泥粉磨生产线。该项目于2014年3月开工建设，目前已投产。由于目前公司对梦兰星河持股比例较低，我们预期水泥业务将不会对公司2015年业绩产生显著影响。
- 该项目拟在俄罗斯阿穆尔州新建1座加工规模为600万吨/年的石油炼化厂，配套建设3条阿穆尔-黑河跨境输油管道以及1座输油末站。公司公告，项目总投资79.13亿元，其中600万吨/年的石油炼化厂和俄罗斯境内输油管道由阿穆尔能源负责建设和运营，中国境内输油管道和输油末站由梦兰星河负责建设和运营。我们预期项目实际总投资将超过100亿元。
- 本次发行募集资金30亿元到位后，公司的净资产、固定资产及在建工程金额显著增加。此外，26.5亿元与综合体项目总投资之间的差额部分将由梦兰星河主要通过银行贷款等方式自筹解决，预计公司合并报表负债水平将显著增加至50%以上。
- 2015年7月，公司主动提出增发中止并得到证监会许可。

图表 1: 梦兰星河股权结构 (增资前)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2: 增资前后，梦兰星河股权结构情况

股东名称	增资前		增资股数 (万股)	增资金额 (万元)	增资后	
	持股数 (万股)	持股比例			持股数量 (万股)	持股比例
梦兰集团	21,450.00	39.00%	-	-	21,450.00	24.34%
星河实业	21,450.00	39.00%	-	-	21,450.00	24.34%
风范股份	9,166.72	16.67%	33,125.00	265,000	42,291.72	47.99%
梦星投资	2,933.28	5.33%	-	-	2,933.28	3.33%
合计	55,000.00	100.00%	33,125.00	265,000	88,125.00	100.00%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 综合体项目建设周期为 3 年，建设内容包括三部分：A、阿穆尔石油炼化厂；B、阿穆尔-黑河输油管道；C、输油末站
 - 石油炼化厂和俄罗斯境内输油管道由阿穆尔能源负责建设和运营，中国境内输油管道和输油末站由梦兰星河负责建设和运营。
 - 石油炼化厂占投资总额的 52.14%
 - 输油管道占 4.74%，输油末站 4.37%
- 该综合体项目建成投产后，预计生产经营期平均营业收入和税后利润将分别达到 388.06 亿元和 21.03 亿元。其中俄罗斯境内可实现净利润 9.90 亿元，中国境内可实现净利润 11.13 亿元。由于梦兰星河持有综合体项目境外运营主体阿穆尔能源 90% 的权益，而公司持有梦兰星河 47.99% 的股份，因此综合体项目投产后每年将为公司新增 9.62 亿元的利润。
 - 该项目利润率较高，主要源于俄罗斯境内购买原油价格仅为布伦特原油价格的 46.6%，且俄罗斯对成品油出口的税收仅为原油的 60%
- 我们预期项目投产后归属于公司的实际净利润将超过 10 亿元/年，是公司 2014 年度净利润 1.98 亿元的 5 倍。将极大地提升公司营业收入及盈利能力，成为未来公司的主要收入来源和盈利增长点。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	1,652	1,830	2,354	2,167	3,113	4,496	货币资金	1,457	623	635	600	600	600
增长率		10.8%	28.6%	-7.9%	43.7%	44.4%	应收款项	532	524	802	660	901	1,252
主营业务成本	-1,315	-1,498	-1,863	-1,685	-2,442	-3,579	存货	607	689	966	785	1,104	1,569
%销售收入	79.6%	81.8%	79.2%	77.7%	78.5%	79.6%	其他流动资产	146	966	282	343	416	561
毛利	337	332	490	482	671	917	流动资产	2,742	2,801	2,685	2,388	3,022	3,982
%销售收入	20.4%	18.2%	20.8%	22.3%	21.5%	20.4%	%总资产	86.7%	82.8%	65.2%	62.3%	67.2%	72.6%
营业税金及附加	-6	-5	-7	-11	-12	-13	长期投资	84	92	868	866	866	866
%销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.5%	0.4%	0.3%	固定资产	240	347	423	426	442	466
营业费用	-86	-83	-105	-98	-137	-193	%总资产	7.6%	10.3%	10.3%	11.1%	9.8%	8.5%
%销售收入	5.2%	4.6%	4.4%	4.5%	4.4%	4.3%	无形资产	82	126	125	135	143	152
管理费用	-75	-81	-115	-89	-125	-180	非流动资产	421	580	1,435	1,447	1,472	1,504
%销售收入	4.5%	4.4%	4.9%	4.1%	4.0%	4.0%	%总资产	13.3%	17.2%	34.8%	37.7%	32.8%	27.4%
息税前利润 (EBIT)	171	163	263	285	397	530	资产总计	3,163	3,381	4,121	3,835	4,493	5,486
%销售收入	10.3%	8.9%	11.2%	13.2%	12.7%	11.8%	短期借款	0	70	470	162	433	809
财务费用	27	26	-13	-8	-7	-28	应付款项	490	331	802	591	816	1,190
%销售收入	-1.6%	-1.4%	0.5%	0.4%	0.2%	0.6%	其他流动负债	92	222	27	205	221	225
资产减值损失	-20	8	-33	-15	-20	-25	流动负债	582	624	1,299	958	1,470	2,224
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	5	3	3	4	5	其他长期负债	1	1	1	1	1	1
%税前利润	0.0%	2.1%	1.4%	1.1%	1.0%	1.0%	负债	583	625	1,300	959	1,471	2,225
营业利润	177	203	221	265	374	482	普通股股东权益	2,581	2,757	2,821	2,876	3,022	3,261
营业利润率	10.7%	11.1%	9.4%	12.2%	12.0%	10.7%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	1	50	14	15	17	18	负债股东权益合计	3,163	3,381	4,121	3,835	4,493	5,486
税前利润	179	253	235	280	391	500							
利润率	10.8%	13.8%	10.0%	12.9%	12.5%	11.1%	比率分析						
所得税	-28	-38	-37	-44	-63	-80		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税率	15.9%	15.0%	15.8%	15.8%	16.0%	16.0%	每股指标						
净利润	150	215	198	236	328	420	每股收益	0.684	0.474	0.436	0.208	0.290	0.371
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股净资产	11.752	6.080	6.223	6.343	6.667	7.193
归属于母公司的净利润	150	215	198	236	328	420	每股经营现金净流	0.492	-0.558	0.487	0.743	-0.013	-0.160
净利率	9.1%	11.8%	8.4%	10.9%	10.5%	9.3%	每股股利	0.500	0.320	0.430	0.400	0.400	0.400
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	5.82%	7.80%	7.01%	8.20%	10.86%	12.88%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	总资产收益率	4.75%	6.36%	4.80%	6.15%	7.30%	7.66%
净利润	150	215	198	236	328	420	投入资本收益率	5.56%	4.89%	6.73%	7.90%	9.64%	10.94%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	44	16	64	50	61	73	主营业务收入增长率	29.01%	10.79%	28.59%	-7.93%	43.67%	44.42%
非经营收益	0	-45	17	3	-2	17	EBIT 增长率	65.67%	-4.53%	61.58%	8.32%	39.19%	33.66%
营运资金变动	-86	-438	-58	48	-393	-583	净利润增长率	40.29%	43.17%	-8.07%	19.28%	39.14%	27.98%
经营活动现金净流	108	-253	221	337	-6	-72	总资产增长率	17.13%	6.89%	21.87%	-6.95%	17.18%	22.10%
资本开支	26	-211	-28	-48	-68	-87	资产管理能力						
投资	712	0	579	2	0	0	应收账款周转天数	81.5	92.5	92.5	106.0	100.0	95.0
其他	0	6	3	3	4	5	存货周转天数	157.6	157.9	162.1	170.0	165.0	160.0
投资活动现金净流	738	-205	554	-43	-64	-82	应付账款周转天数	42.8	37.3	47.0	48.0	46.0	46.0
股权募资	0	64	0	0	0	0	固定资产周转天数	48.8	55.5	54.2	61.6	46.5	35.8
债权募资	0	270	200	-308	271	377	偿债能力						
其他	-46	-112	-173	-21	-201	-222	净负债/股东权益	-56.46%	-20.06%	-5.86%	-15.22%	-5.53%	6.42%
筹资活动现金净流	-46	222	27	-328	70	154	EBIT 利息保障倍数	-6.3	-6.2	20.6	35.7	55.6	18.7
现金净流量	800	-236	802	-35	0	0	资产负债率	18.42%	18.48%	31.54%	25.01%	32.74%	40.56%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-08-21	买入	8.81	12.00~12.00
2	2015-08-26	买入	7.80	12.00~12.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD