

下游工程进度较慢，业绩释放仍需等待

公司简报

◆公司一季度首亏2500万元，指引半年归母净利1200万至1700万元

公司公布2016年一季度及17Q1季报。2016年度实现营业收入7.9亿元，同增60%；实现归母净利润2400万元，同增15%。2017年Q1公司实现营业收入6600万元，同降19%；Q1归母净利润首亏2500万元。公司指引半年度利润1200万至1700万元，即单二季度利润3700至4200万元，预计Q2净利同比增速37%至56%。

分产品，2016年度PCCP业务营收7.4亿元，同增52%；金属管件并表后营收仅4900万元。2016年度综合毛利率34.6%，同降约5个百分点。其中金属管件毛利率23.2%，并表后归母净利润亏损1500余万，低于市场预期。期间费用率23.6%，同降6.4个百分点。

◆下游工程进度较慢，业绩释放仍需等待：

下游工程进度较慢：公司业绩不及预期主要为下游重要项目工程进度较慢所致。由于项目自身的特殊性，至2016年年末，鄂北项目、新疆项目（两者合计超10亿元）尚未开始供货。不过，2016年年中之前所签订的项目均已正常供货。公司目前待执行PCCP合同近20亿元，为业绩释放提供保护。未来重点关注引江济淮、引淖济辽、滇中引水等工程招投标进展。

金属管件业绩爆发不会缺席：新峰管业仍处业绩承诺期，16年的亏损致其17-18年累计利润需达1.7亿元，严苛的业绩对赌条款以及正在回暖的下游需求为其累计利润承诺提供保护。新峰管业16年亏损主要为下游石化工程施工推迟。17年公司已与恒力石化签署金属管件采购协议，推算订单体量可超5亿元，预计于17Q4开始供货。除恒力石化项目外，仅民营项目就还有浙江石化、盛虹石化、恒逸石化等大项目施工，预计公司高压临氢管件仍会有所突破。此外，未来核电重启也有望驱动其业务快速发展。

◆看好石化、核电业务弹性，维持买入评级：

我国目前多个炼化项目处在建设期，相关设备需求将驱动金属管件业务利润快速增长；核电重启推动金属管件业务长期发展。PCCP在手订单充沛，水利投资高增速提供业绩保护。公司新一轮定增底价11.4元，划定投资安全边际。预计公司17-19年EPS为0.30元、0.35元及0.39元，维持买入评级。

◆风险提示：PCCP、石化、核电招投标进展不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	492	792	1,266	1,440	1,741
营业收入增长率	-62.01%	60.98%	59.93%	13.74%	20.91%
净利润(百万元)	26	30	142	166	184
净利润增长率	-84.45%	16.75%	371.89%	17.32%	10.71%
EPS(元)	0.05	0.06	0.30	0.35	0.39
ROE(归属母公司)(摊薄)	1.77%	1.46%	6.40%	7.09%	7.89%
P/E	193	165	35	30	27

买入(维持)

当前价/目标价：10.41/13.00元

目标期限：6个月

分析师

陈浩武 (执业证书编号：S0930510120013)
021-22169050
chenhaowu@ebsec.com

孙伟风 (执业证书编号：S0930516110003)
021-22169329
sunwf@ebsec.com

联系人

胡添雅
021-22169106
hutianya@ebsec.com

师克克
021-22169158
shikk@ebsec.com

市场数据

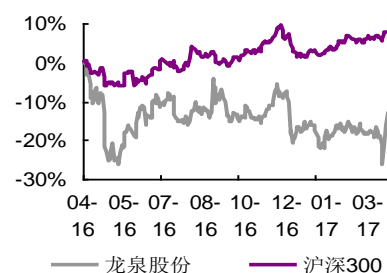
总股本(亿股)：4.77

总市值(亿元)：49.61

一年最低/最高(元)：10.09/14.20

近3月换手率：75.18%

股价表现(一年)



收益表现

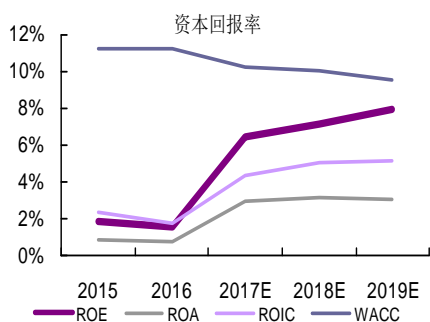
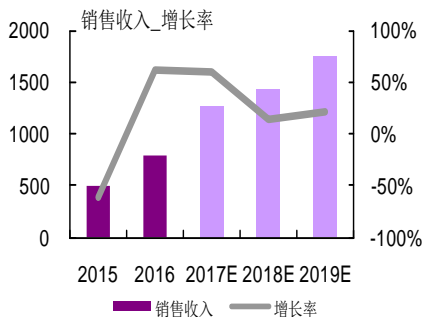
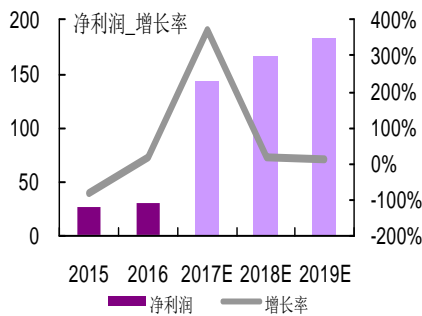
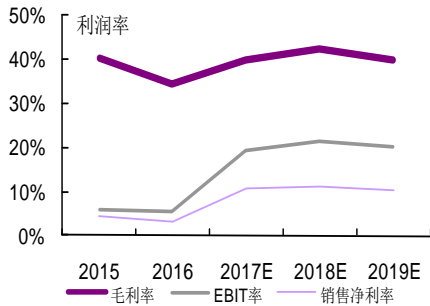
%	一个月	三个月	十二个月
相对	-1.41	-12.41	-28.32
绝对	-1.88	-10.88	-19.36

相关研报

大额石化订单终落地、核电管件仍等风来(更新版)

.....2017-03-16

寒冬欲逝，春风渐起



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	492	792	1,266	1,440	1,741
营业成本	293	518	759	830	1,047
折旧和摊销	65	74	19	28	34
营业税费	6	19	28	32	38
销售费用	28	53	82	94	113
管理费用	84	103	127	144	174
财务费用	35	30	22	46	64
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	29	42	222	261	290
利润总额	30	39	219	258	287
少数股东损益	-5	-6	-6	-6	-6
归属母公司净利润	25.72	30.02	141.68	166.22	184.03

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	2,467	3,443	4,671	5,093	5,852
流动资产	1,401	1,822	2,832	3,168	3,860
货币资金	309	321	506	576	696
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	724	1,077	1,697	1,901	2,298
应收票据	13	3	4	5	6
其他应收款	42	40	64	73	88
存货	303	364	533	583	735
可供出售投资	3	3	3	4	4
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	604	652	890	1,027	1,128
无形资产	200	248	236	226	215
总负债	996	1,371	2,450	2,745	3,524
无息负债	458	826	1,176	1,295	1,567
有息负债	538	545	1,274	1,450	1,957
股东权益	1,471	2,072	2,221	2,349	2,328
股本	444	481	477	477	477
公积金	736	1,283	1,283	1,299	1,318
未分配利润	306	331	453	570	537
少数股东权益	21	15	9	3	-3

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-17	164	-301	85	-23
净利润	26	30	142	166	184
折旧摊销	65	74	19	28	34
净营运资金增加	-193	144	660	218	422
其他	85	-84	-1,122	-327	-664
投资活动产生现金流	-314	-449	-236	-114	-104
净资本支出	247	188	201	101	81
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-561	-637	-437	-215	-185
融资活动现金流	54	251	723	98	247
股本变化	0	37	-4	0	0
债务净变化	105	6	729	176	507
无息负债变化	17	368	350	119	273
净现金流	-277	-34	186	70	120

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-62.01%	60.98%	59.93%	13.74%	20.91%
净利润增长率	-84.45%	16.75%	371.89%	17.32%	10.71%
EBITDA/EBITDA 增长率	-66.31%	23.53%	79.56%	27.66%	15.72%
EBIT/EBIT 增长率	-86.66%	45.61%	240.03%	25.93%	15.05%
估值指标					
PE	193	165	35	30	27
PB	3	2	2	2	2
EV/EBITDA	39	38	24	19	18
EV/EBIT	79	78	26	21	20
EV/NOPLAT	115	125	41	34	31
EV/Sales	10	7	5	4	4
EV/IC	3	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	40.47%	34.55%	40.02%	42.33%	39.89%
EBITDA 率	19.16%	14.70%	20.74%	23.28%	22.28%
EBIT 率	5.85%	5.29%	19.28%	21.35%	20.31%
税前净利润率	6.10%	4.89%	17.26%	17.92%	16.47%
税后净利润率 (归属母公司)	5.23%	3.79%	11.19%	11.54%	10.57%
ROA	0.84%	0.70%	2.90%	3.15%	3.04%
ROE (归属母公司) (摊薄)	1.77%	1.46%	6.40%	7.09%	7.89%
经营性 ROIC	2.34%	1.71%	4.34%	5.03%	5.13%
偿债能力					
流动比率	1.69	1.38	1.18	1.17	1.11
速动比率	1.32	1.10	0.96	0.96	0.90
归属母公司权益/有息债务	2.69	3.78	1.74	1.62	1.19
有形资产/有息债务	4.16	5.41	3.29	3.19	2.75
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.05	0.06	0.30	0.35	0.39
每股红利	0.01	0.01	0.07	0.42	0.84
每股经营现金流	-0.04	0.35	-0.63	0.18	-0.05
每股自由现金流(FCFF)	0.15	-0.39	-1.40	-0.14	-0.49
每股净资产	3.04	4.32	4.64	4.92	4.89
每股销售收入	1.03	1.66	2.66	3.02	3.65

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

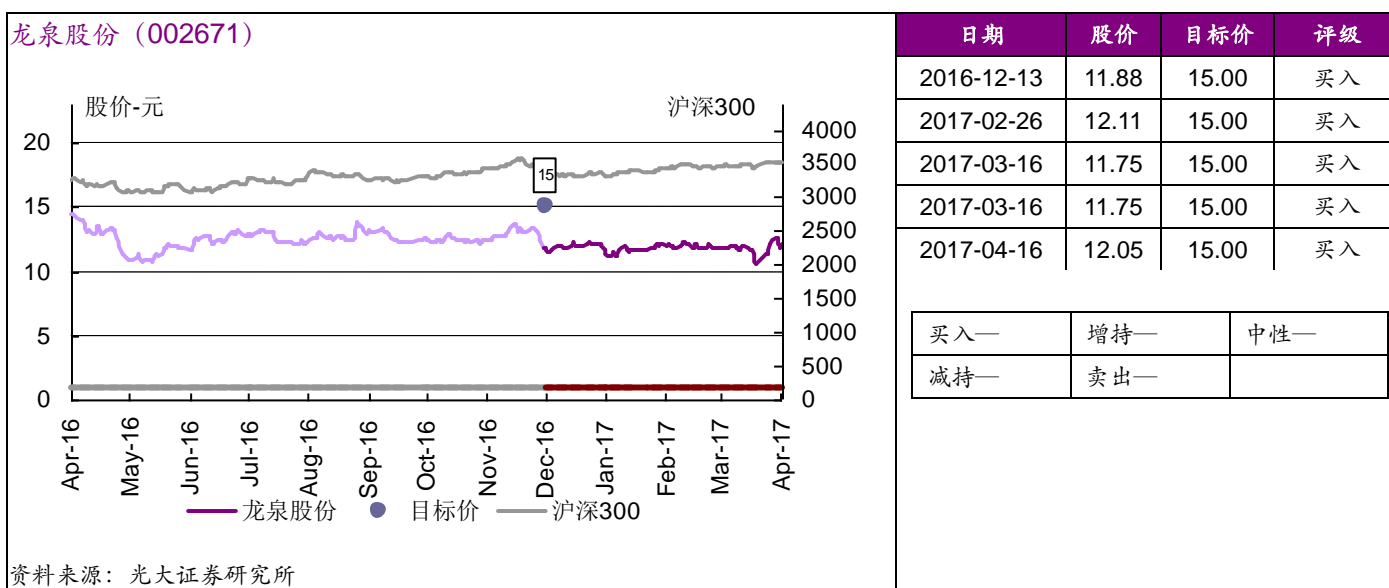
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

陈浩武，上海交通大学安泰经济与管理学院管理学博士，光大证券研究所非金属建材行业研究员。研究注重逻辑和前瞻性，运用合理方法，力求准确把握行业发展趋势和热点，重点公司深入分析、跟踪紧密，最后综合基本面和估值给出投资建议。个人优势：基本面研究，行业及重点公司数据全市场应为独到；优势领域：水泥行业。熟悉公司：华新水泥、江西水泥、同力水泥、天山股份、青松建化。

孙伟风，美国西北大学应用数学专业硕士，浙江大学自动化学士。14年进入证券行业，先后研究周期、新能源等行业。16年加盟光大证券建筑建材团队。覆盖建材主要子行业及部分建筑公司。对建材及新能源相关行业有较深研究和认识。熟悉公司：开尔新材、华新水泥、海螺水泥等。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com	
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebscn.com	
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com	
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com	
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
		梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com	
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
深圳		黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebscn.com
戚德文		021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
金英光		021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
傅裕		021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com	