

# 杭电股份 (603618)

证券研究报告

2017年12月31日

## 收购富春江光电布局光棒，老牌线缆龙头开启新征程

**发行可转债收购老牌光纤光缆厂商富春江光电切入光通信，募投资金扩充光纤产能，同时布局自主光纤预制棒，有望分享光纤光缆高景气周期。**

公司计划发行可转债融资 9 亿元，4.5 亿收购富春江光电 100% 股权，4.5 亿扩建 500 万芯公里特种光纤及 150 吨光纤预制棒产能。目前公司已预先以自有资金完成了富春江光电的收购，7 月完成工商变更开始并表。光纤及光棒扩产项目建设也已启动。公司可转债发行已收到批文，后续资金到位后将置换前期投入的项目资金。

**运营商网络建设投入持续增加，光纤光缆需求旺盛，集采价格有望维持稳中有升态势。公司光纤产能持续扩充，推动短期业绩稳定增长。自主光棒实现量产后，将进一步提升公司光通信业务盈利能力。**

运营商 2018 年光纤光缆集采已陆续启动，预计 18 年光纤需求 3.5 亿芯公里左右，同比增长 20%。国内光纤预制棒 18 年供给缺口超过 10%，光纤集采价格预计维持稳中有升。公司目前已具备约 900-1000 万芯公里光纤产能，2019 年有望进一步扩充至 1500 万芯公里光纤产能，150 吨光棒项目也有望实现量产。旺盛的行业需求下，公司产能顺利释放，将推动短期业绩稳定增长，自主光棒实现量产后，将进一步降低成本，提升盈利能力。

**传统电力线缆主业短期面临原材料成本压力，公司是国内最早的线缆企业之一，目前是国内第一梯队供应商，覆盖全部国家电网需求的线缆产品。大宗商品价格逐步稳定后，公司电力线缆业务有望维持平稳增长。**

公司始建于 1958 年，是国内最早的电力线缆企业之一，是机电部重点骨干企业、浙江省电线电缆行业理事长单位，产品线涵盖国家电网需要的全部电力线缆产品。2017 年大宗商品涨价幅度较大，对电力线缆主业造成较大成本压力。公司通过套期保值等方式缓解成本压力，大宗商品价格逐步稳定后，公司电力线缆业务有望维持平稳增长。

**公司与韩国企业合资建成 PLC 芯片产线，利用 PLC 技术平台，无源光器件成本较低，未来积极拓展光器件/模块领域，围绕光通信业务持续延伸。**

公司已建成一条年产 6000 片 6/8 吋晶圆生产线，生产无源器件中大量使用的 PLC 芯片，并自行封装成 PLC 分路器等多种无源光器件产品。掌握自产芯片使公司产品更具成本优势。未来公司将继续积极拓展光器件/模块业务，围绕光通信业务进行产业链横向延伸。

### 投资建议

公司传统电力线缆主业有望维持平稳增长，收购集团旗下优质光通信资产，发行可转债融资扩充光纤光缆产能，以及核心的光纤预制棒产能，有望分享光通信行业高景气周期，产能释放推动短期业绩稳定增长，光纤预制棒实现量产后，公司盈利能力将进一步提升。预计 2017-2019 年公司归母净利润分别为 1.01、3.02、4.54 亿元，给予“增持”评级。

**风险提示：**技术研发风险，电力线缆原材料涨价幅度超预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,114.25	3,429.39	3,703.05	4,868.82	5,700.71
增长率(%)	16.72	10.12	7.98	31.48	17.09
EBITDA(百万元)	233.61	224.98	204.55	539.85	824.43
净利润(百万元)	134.97	135.97	100.30	302.04	454.16
增长率(%)	15.33	0.74	(26.23)	201.13	50.36
EPS(元/股)	0.20	0.20	0.15	0.44	0.66
市盈率(P/E)	45.80	45.46	61.63	20.47	13.61
市净率(P/B)	4.10	2.77	2.68	2.44	2.15
市销率(P/S)	1.99	1.80	1.67	1.27	1.08
EV/EBITDA	29.40	35.10	29.19	12.90	7.63

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	电气设备/高低压设备
6 个月评级	增持 (首次评级)
当前价格	9.00 元
目标价格	12.00 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	686.88
流通 A 股股本(百万股)	310.08
A 股总市值(百万元)	5,618.67
流通 A 股市值(百万元)	2,536.45
每股净资产(元)	2.88
资产负债率(%)	58.27
一年内最高/最低(元)	12.97/8.10

### 作者

**杨藻** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517060001  
yangzao@tfzq.com

**唐海清** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517030002  
tanghaiqing@tfzq.com

**姜佳汛** 联系人  
jiangjiaxun@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

## 内容目录

1. 老牌电力线缆企业，收购体外光通信资产推进一体两翼战略.....	3
1.1. 发行可转债，收购体外光通信资产，推进一体两翼战略布局.....	3
1.2. 光纤扩产同时布局自主光棒产能，打开长期增长空间.....	3
2. 光通信产能持续扩张，与第一梯队光通信厂商长期合作确保光棒供应，自产光棒进一步提升盈利能力.....	4
2.1. 老牌光缆企业，光纤及光纤预制棒产能快速扩张.....	4
2.2. 光纤光缆行业高景气延续，公司产能释放有望推动业绩高速增长.....	5
2.3. 拥有 PLC 晶圆生产能力，积极布局光器件/模块.....	6
3. 传统电力线缆业务短期面临成本压力，未来有望稳步增长.....	6
4. 投资建议.....	7

## 图表目录

图 1：杭电股份股权结构.....	3
图 2：永特信息土地及厂房整体规划.....	4
图 3：富春江光电光纤光缆及光纤预制棒预计有效产能情况.....	5
图 4：中国光纤光缆市场需求预测及光纤预制棒缺口测算.....	5
图 5：进口光棒比例持续缩减.....	5
图 6：运营商光纤集采价格和散纤市场价格持续上涨.....	5
图 7：二氧化硅晶圆.....	6
图 8：PLC 芯片成品.....	6
图 9：公司高压线缆产品实物.....	6
图 10：公司线缆生产线.....	6
图 11：国内电力线缆市场结构.....	7
图 12：公司传统电力线缆销售收入.....	7
图 13：长江有色市场铜、铝现货价格走势.....	7
图 14：公司电力线缆产品毛利率.....	7
表 1：富春江光电及子公司产能情况.....	4

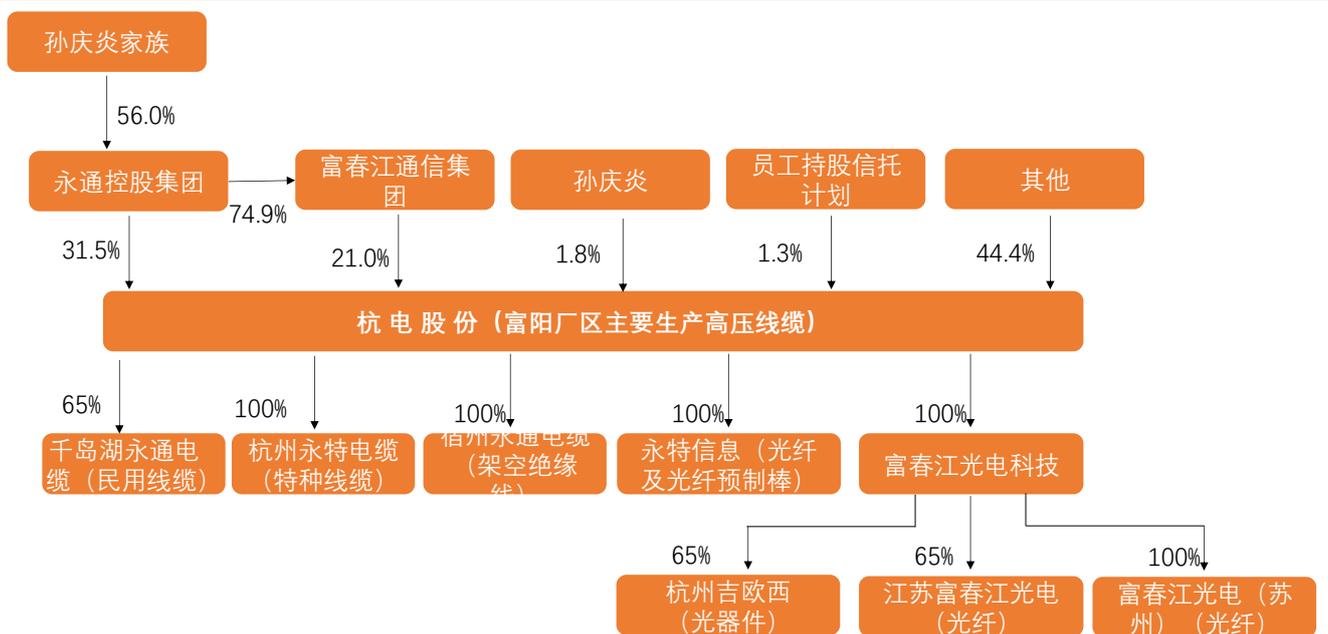
## 1. 老牌电力线缆企业，收购体外光通信资产推进一体两翼战略

杭电股份前身是 1958 年成立的“杭州电缆厂”，是国内最早的电力线缆企业之一，是机电部重点骨干企业、浙江省电线电缆行业理事长单位，产品线涵盖国家电网需要的全部电力线缆产品。上市公司实际控制人孙庆炎家族除杭电股份（电力线缆板块）外，还控制富春环保（环保板块）、富春江光电科技（光通信板块）两大业务板块。

### 1.1. 发行可转债，收购体外光通信资产，推进一体两翼战略布局

2017 年 5 月，公司计划发行可转债融资 9 亿元，其中 4.5 亿收购富春江光电 100% 股权，4.5 亿扩建 500 万芯公里特种光纤及 150 吨光纤预制棒产能（总投资 5.7 亿元）。目前公司已预先以自有资金完成了富春江光电的收购，7 月完成工商变更开始并表，光纤及光棒扩产项目建设也已启动。11 月 17 日公司可转债发行已收到批文，后续资金到位后将置换前期投入的项目资金。

图 1：杭电股份股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

目前上市公司已形成电力传统主业、富春江光电原有业务（母公司生产光缆，三家公司生产光纤和光器件）以及永特信息（承担 500 万芯公里特种光纤及 150 吨光纤预制棒扩产项目）三大业务主体。此次收购完成后，公司形成电力线缆和光纤光缆双轮驱动的格局，电力线缆和光纤光缆在生产、仓储和物流管理上有很多共通之处，具有一定的协同效应。此次收购通过可转债的方式融资，对公司业绩形成明显增厚，同时并未对归属母公司净利润形成显著摊薄压力。

### 1.2. 光纤扩产同时布局自主光棒产能，打开长期增长空间

此次可转债募投资金运用中，除收购富春江光电外，还有 4.5 亿（实际投资额 5.7 亿）对永特信息进行增资，并由永特信息负责建设 500 万芯公里特种光纤及 150 吨光纤预制棒项目，项目达产后，将实现光纤、光纤与自主光纤预制棒的匹配。同时，公司在土地、厂房设计上，预留了长期扩产的空间，目前已完成土建工程的一期项目能够承载 300 吨光棒及 1000 万芯公里拉丝产能，一期第一阶段计划安装 150 吨光棒及 500 万芯公里生产设备。后续一期第二阶段及二期项目完成后，整体计划承载 600 吨光棒及 2000 万芯公里光纤产能。

图 2：永特信息土地及厂房整体规划



资料来源：公司介绍 PPT，天风证券研究所

## 2. 光通信产能持续扩张，与第一梯队光通信厂商长期合作确保光棒供应，自产光棒进一步提升盈利能力

富春江光电是国内最早的光缆厂之一，公司与第一梯队光通信龙头厂商密切合作，签订长期光棒供应合同确保光棒供应，在当前光棒紧缺推动光纤光缆价格上涨的行业景气周期中，能够充分享受量价齐升的行业红利，未来自产光棒项目达产后，有望进一步提升整体盈利能力。

### 2.1. 老牌光缆企业，光纤及光纤预制棒产能快速扩张

此次完成收购的富春江光电是国内最早的光通信之一，1992年在杭州成立，主要生产光缆。2015年底，公司收购苏州七宝光电成立江苏富春江光电（富春江光电持有65%股权），获得其光纤生产能力，并进一步增资扩产，将光纤拉丝产能提升至400万芯公里。2017年公司成立富春江光电（苏州）公司，设计拉丝产能500万芯公里。公司通过技改，原有产能还有小幅提升空间，目前整体光纤产能达到900-1000万芯公里。此次可转债项目通过永特信息，在杭州第一阶段扩充500万芯公里光纤产能和配套的150吨光棒产能，建成后将与母公司主体的500万芯公里光缆产能形成匹配。

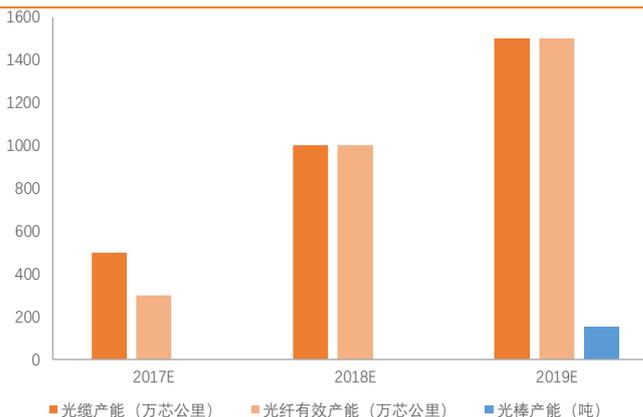
表 1：富春江光电及子公司产能情况

公司名称	持股比例	设计产能情况
富春江光电	母公司主体	500万芯公里光缆
江苏富春江光电	65%	400万芯公里光纤，扩产1000万芯公里光缆
富春江光电（苏州）	100%	500万芯公里光纤
永特信息（一期第一阶段在建）	100%	500万芯公里光纤，150吨光棒（整体规划2000万芯公里光纤，600吨光棒）
杭州吉欧西	65%	年产6000片6/8吋PLC芯片，无源光器件

资料来源：可转债募集资金可行性分析报告，天风证券研究所

光纤及光纤预制棒产能存在一定爬坡周期，公司苏州两个项目2016年开始建设，2017年产能逐步释放，全年有效产能预计300万芯公里左右，2018年将进入第一轮产能释放高峰，全年光纤及光缆产能匹配，达到900-1000万芯公里。永特信息的光纤预制棒项目预计2018年初设备安装到位，安装调试需要一定周期，预计年底实现小批量生产，2019年预计达到150吨设计产能，同时匹配的500万芯公里拉丝产能释放，2019年整体光纤光缆产能达到1500万芯公里。

图 3：富春江光电光纤光缆及光纤预制棒预计有效产能情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2.2. 光纤光缆行业高景气延续，公司产能释放有望推动业绩高速增长

2015 年中国移动获得固网牌照后，开始大力推动家庭宽带建设，同时带动电信、联通加大光纤到户建设力度，以应对中国移动的竞争。展望 2018 年，中国移动和中国电信的光纤光缆集采已经落地，中国移动半年用量 1.1 亿芯公里，全年超 2 亿芯公里，中国电信 5400 万芯公里（省公司会另外自行采购，整体需求 1 亿芯公里左右），中国联通预计采购规模 4000 万芯公里，国家电网、广电等散纤客户需求量约 4000 万芯公里，**预计 2018 年国内光纤光缆整体需求量超过 3.8 亿芯公里。**国内部分厂商光纤预制棒产能释放不及预期，按照当前各家厂商的产能测算，**2018 年国内光纤预制棒产能缺口仍在 10%以上，光纤光缆紧张的供求关系有望延续。**

图 4：中国光纤光缆市场需求预测及光纤预制棒缺口测算



资料来源：三大运营商招标采购信息，公司公告，天风证券研究所

海外运营商也在大力推动 FTTH 建设，同时积极备战 5G，代表性事件比如 Verizon 与康宁和普瑞斯曼分别签订 3 年（2018-2020）锁价供应合同，每年供应 3000 万芯公里光纤，价格比国内高 18%左右（不含税 122 元人民币左右），海外光棒供应同样紧张。同时国家对海外进口光纤预制棒延续反倾销政策，**海外光棒进口压力较小，国内光纤预制棒供给不足，推动运营商光纤光缆集采价格及散纤市场价格均持续上涨。**

图 5：进口光棒比例持续缩减



资料来源：商务部，海关数据，天风证券研究所

图 6：运营商光纤集采价格和散纤市场价格持续上涨



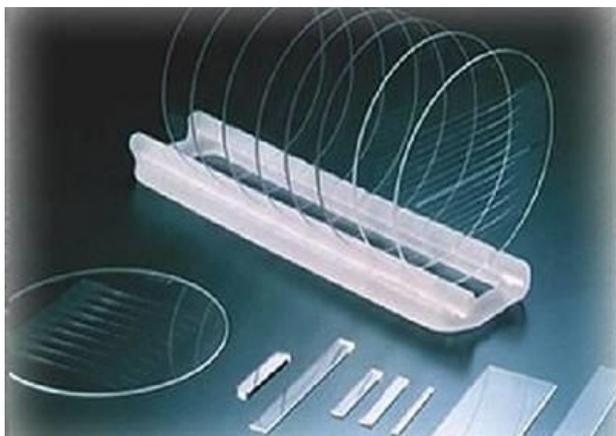
资料来源：三大运营商招标采购信息，公司宣传 PPT，天风证券研究所

公司与国内第一梯队光纤光缆龙头厂商保持长期紧密合作关系，签订长期光纤预制棒供货协议，确保光棒供应和光棒成本相对稳定，在光纤预制棒供给不足导致光纤价格上涨的周期中，能够获得较低成本的稳定光棒供应，充分享受此轮行业景气的红利期。2019 年公司自产光棒产能有望充分释放，将进一步降低公司成本，提升光通信业务盈利能力，推动公司中长期业绩持续稳定增长。

### 2.3. 拥有 PLC 晶圆生产能力，积极布局光器件/模块

2013 年公司与韩国企业合资设立杭州吉欧西，布局 PLC 晶圆及芯片产品。目前公司已建成一条年产 6000 片 6/8 吋晶圆生产线，生产无源器件中大量使用的 PLC 芯片，并自行封装成 PLC 分路器等多种无源光器件产品。PLC 芯片与硅芯片不同，采用二氧化硅材料，通过不同折射率的材料沉积，形成光波导通路，进而实现光分路、合路、光交叉等各种无源光器件功能，是低成本、小体积无源光器件最主要的技术平台之一。

图 7：二氧化硅晶圆



资料来源：半导体供应网，天风证券研究所

图 8：PLC 芯片成品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司目前主要利用自产 PLC 芯片封装光分路器产品，用于光纤到户建设。近年来运营商 FTTH 建设持续推进，公司光器件业务收入稳定增长。公司基于已有的光器件生产能力和客户渠道关系，积极横向布局，内生、外延拓展光器件/模块业务，寻找前景较为确定的 5G 光模块等领域，进一步提升公司中长期盈利增长动力。

### 3. 传统电力线缆业务短期面临成本压力，未来有望稳步增长

杭电股份前身杭州电缆厂 1958 年成立，生产 110-550kV 各类高压线缆产品，旗下还有青岛湖永通电缆（主要生产民用线缆）、杭州永特电缆（主要生产特种电缆）、宿州永通电缆（主要生产架空绝缘线、矿用电缆等产品）三大生产基地。公司产品涵盖高压线缆、民用导线、特种导线等各类产品，能够为国家电网、南方电网等核心客户提供全部品类的产品。

图 9：公司高压线缆产品实物



资料来源：公司官网，天风证券研究所

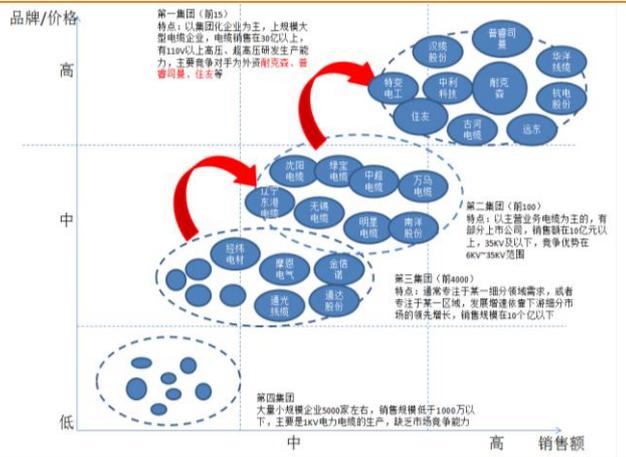
图 10：公司线缆生产线



资料来源：公司官网，天风证券研究所

电力线缆市场格局相当分散，根据中国电力统计，国内线缆企业份额最大的仅 1%，前 29 家企业市场份额合计仅有 14%。“两大电网”投资规模占全国电网投资的 90%，输配电环节具有自然垄断性质，下游议价能力极强，电力线缆企业间价格竞争相当激烈。杭电股份作为老牌电力线缆企业，销售规模位列第一梯队，产品线完备，具备较强的市场竞争力，电力线缆业务销售收入稳步增长。

图 11：国内电力线缆市场结构



资料来源：中国电力，天风证券研究所

图 12：公司传统电力线缆销售收入



资料来源：公司公告，天风证券研究所

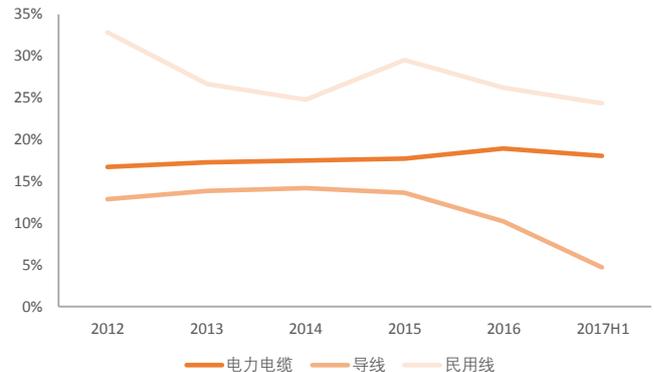
从 2016 年开始，国内铜、铝等大宗商品价格持续上涨，公司传统电力线缆业务短期面临一定成本压力。公司与国家电网、南方电网签订电力线缆订单，一般是根据当月的成本确定下个月的价格，因此在成本持续上升的阶段，公司传统主业毛利率有较大压力。但是公司通过套期保值、大力推动毛利率较高的高电压等级线缆销售等方式，积极应对成本压力，附加值相对较低的导线和民用线毛利率下滑压力较大，电力线缆毛利率小幅下降。从 17Q4 来看，大宗商品价格趋于稳定，未来公司电力线缆业务毛利率有望趋稳。

图 13：长江有色市场铜、铝现货价格走势



资料来源：中国电力，天风证券研究所

图 14：公司电力线缆产品毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 4. 投资建议

公司是国内电力线缆第一梯队厂商，发行可转债收购老牌光纤光缆厂商富春江光电切入光通信，募投资金进一步扩充光纤产能，同时布局自主光纤预制棒，有望分享光纤光缆高景气周期。目前公司已预先以自有资金完成了富春江光电的收购，7 月完成工商变更开始并表。光纤及光棒扩产项目建设也已启动。公司可转债发行已收到批文，后续资金到位后将置换前期投入的项目资金。

**电力传统主业：**短期原材料价格仍处于高位，预计 2018 年电力线缆业务毛利率逐步趋稳。公司覆盖国家电网、南方电网全产品线需求，具有较强市场竞争力，原材料成本稳定后，

电力线缆业务有望实现平稳增长。

**光纤光缆业务：**收购富春江光电后，公司已具备 900-1000 万芯公里光纤产能，500 万芯公里光缆产能，同时与第一梯队光纤光缆龙头厂商签订长期光棒供应合同，保证未来较低成本的光纤预制棒供应。同时公司投入募集资金扩产 500 万芯公里光纤及 150 吨光棒产能，并为未来进一步扩产预留土地和厂房空间，第一阶段扩厂项目预计 2019 年全面达产。公司有望分享光纤光缆高景气红利，中长期产能持续释放，推动公司光通信业务持续增长。

**光器件/模块业务：**公司已建成一条年产 6000 片 6/8 吋晶圆生产线，生产无源器件中大量使用的 PLC 芯片，并自行封装成 PLC 分路器等多种无源光器件产品。掌握自产芯片使公司产品更具成本优势。未来公司将内生、外延积极拓展光器件/模块业务，围绕光通信业务产业链进一步横向延伸。

表 2：业务收入拆分表 (单位：百万)

年份		2016	2017E	2018E	2019E
电力电缆	业务收入	2565.08	2616.38	2642.55	2668.97
	同比增长率 %	1.52%	2.00%	1.00%	1.00%
	营业成本	2080.96	2197.76	2193.31	2215.25
	毛利率 %	18.87%	16.00%	17.00%	17.00%
导线	业务收入	684.03	752.43	812.63	869.51
	同比增长率 %	54.02%	10.00%	8.00%	7.00%
	营业成本	613.92	680.95	731.36	782.56
	毛利率 %	10.25%	9.50%	10.00%	10.00%
民用线	业务收入	173.90	191.29	206.59	223.12
	同比增长率 %	26.47%	10.00%	8.00%	8.00%
	营业成本	128.40	143.08	153.91	167.34
	毛利率 %	26.16%	25.20%	25.50%	25.00%
其他	业务收入	6.38	6.70	6.90	7.11
	同比增长率 %	6.51%	5.00%	3.00%	3.00%
	营业成本	1.00	1.34	1.03	1.07
	毛利率 %	84.33%	80.00%	85.00%	85.00%
光通信	业务收入		327.00	1200.15	1932.00
	同比增长率 %		33.17%	267.02%	60.98%
	营业成本		252.00	774.00	1127.40
	毛利率 %		22.94%	35.51%	41.65%
合计	业务收入	3429.39	3703.05	4868.82	5700.71
	同比增长率 %	10.12%	7.98%	31.48%	17.09%
	营业成本	2824.28	3128.14	3853.62	4293.61
	毛利率 %	17.64%	15.53%	20.85%	24.68%

资料来源：Wind，天风证券研究所

**盈利预测：**短期并表效应推动业绩高增长，中长期看，光纤光缆及光纤预制棒产能逐步释放，推动公司业绩持续增长。预计 2017-2019 年公司归母净利润分别为 1.01、3.02、4.54 亿元，未来 3 年公司业绩持续 50%以上高速增长。光通信行业一线龙头标的目标估值 30 倍，公司收购老牌光通信企业成功切入光通信市场，参考一线龙头标的估值，按照 2018 年 27 倍市盈率测算，对应目标价 12.00 元，给予“增持”评级。

**风险提示：**技术研发风险，电力线缆原材料价格上涨超预期

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	741.94	815.20	814.67	1,022.45	1,197.15
应收账款	933.19	1,282.06	1,083.78	1,972.76	1,637.69
预付账款	10.15	5.81	8.10	9.03	10.05
存货	890.88	928.45	983.19	1,264.76	1,239.85
其他	198.97	294.71	178.44	431.03	269.14
<b>流动资产合计</b>	<b>2,775.14</b>	<b>3,326.23</b>	<b>3,068.18</b>	<b>4,700.03</b>	<b>4,353.87</b>
长期股权投资	0.00	19.37	241.19	241.19	241.19
固定资产	332.52	323.07	454.36	667.40	771.97
在建工程	29.87	120.37	81.11	76.22	55.24
无形资产	118.57	113.77	226.11	266.80	305.85
其他	50.58	69.18	297.36	297.36	297.36
<b>非流动资产合计</b>	<b>531.54</b>	<b>645.78</b>	<b>1,300.14</b>	<b>1,548.98</b>	<b>1,671.63</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,306.68</b>	<b>3,972.01</b>	<b>4,368.31</b>	<b>6,249.01</b>	<b>6,025.50</b>
短期借款	603.00	459.00	609.04	1,563.44	1,207.97
应付账款	229.61	319.86	274.48	410.61	352.70
其他	921.84	915.85	1,094.04	1,408.12	1,406.47
<b>流动负债合计</b>	<b>1,754.45</b>	<b>1,694.71</b>	<b>1,977.56</b>	<b>3,382.17</b>	<b>2,967.14</b>
长期借款	0.00	0.00	24.82	229.25	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	15.47	14.63	14.63	14.63	14.63
<b>非流动负债合计</b>	<b>15.47</b>	<b>14.63</b>	<b>39.46</b>	<b>243.88</b>	<b>14.63</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,769.92</b>	<b>1,709.34</b>	<b>2,017.02</b>	<b>3,626.05</b>	<b>2,981.77</b>
少数股东权益	28.29	30.83	44.51	89.64	169.79
股本	213.35	686.88	686.88	686.88	686.88
资本公积	855.67	1,001.27	1,001.27	1,001.27	1,001.27
留存收益	1,295.12	1,544.68	1,619.91	1,846.44	2,187.06
其他	(855.67)	(1,000.99)	(1,001.27)	(1,001.27)	(1,001.27)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,536.76</b>	<b>2,262.66</b>	<b>2,351.30</b>	<b>2,622.96</b>	<b>3,043.73</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>3,306.68</b>	<b>3,972.01</b>	<b>4,368.31</b>	<b>6,249.01</b>	<b>6,025.50</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	143.13	144.86	100.30	302.04	454.16
折旧摊销	43.15	48.88	65.64	101.16	127.35
财务费用	39.56	27.93	25.39	61.18	75.79
投资损失	0.00	1.30	(20.00)	(20.00)	(10.00)
营运资金变动	(314.90)	(489.15)	396.35	(973.09)	458.77
其它	36.88	45.99	19.68	45.92	77.62
<b>经营活动现金流</b>	<b>(52.17)</b>	<b>(220.19)</b>	<b>587.37</b>	<b>(482.79)</b>	<b>1,183.70</b>
资本支出	58.49	145.36	720.00	350.00	250.00
长期投资	0.00	19.37	221.82	0.00	0.00
其他	(153.37)	(311.96)	(1,653.83)	(681.57)	(484.95)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(94.88)</b>	<b>(147.23)</b>	<b>(712.01)</b>	<b>(331.57)</b>	<b>(234.95)</b>
债权融资	603.00	459.00	633.86	1,792.69	1,207.97
股权融资	536.61	593.30	(25.66)	(61.18)	(75.79)
其他	(670.68)	(644.77)	(484.08)	(709.37)	(1,906.23)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>468.93</b>	<b>407.53</b>	<b>124.12</b>	<b>1,022.14</b>	<b>(774.05)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>321.87</b>	<b>40.11</b>	<b>(0.53)</b>	<b>207.78</b>	<b>174.70</b>

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>3,114.25</b>	<b>3,429.39</b>	<b>3,703.05</b>	<b>4,868.82</b>	<b>5,700.71</b>
营业成本	2,561.16	2,824.29	3,128.14	3,853.62	4,293.61
营业税金及附加	8.84	13.42	18.52	19.48	22.80
营业费用	161.55	210.37	214.78	267.78	313.54
管理费用	167.96	184.83	199.96	262.92	342.04
财务费用	36.23	26.09	25.39	61.18	75.79
资产减值损失	17.85	34.02	28.76	47.11	39.11
公允价值变动收益	(2.34)	1.87	6.01	0.79	(2.53)
投资净收益	(4.09)	11.76	20.00	20.00	10.00
其他	12.85	(27.27)	(52.01)	(41.57)	(14.95)
<b>营业利润</b>	<b>154.22</b>	<b>150.01</b>	<b>113.52</b>	<b>377.52</b>	<b>621.29</b>
营业外收入	10.27	18.94	22.00	25.00	10.00
营业外支出	7.00	5.34	6.00	8.00	10.00
<b>利润总额</b>	<b>157.49</b>	<b>163.60</b>	<b>129.52</b>	<b>394.52</b>	<b>621.29</b>
所得税	14.36	18.74	15.54	47.34	86.98
<b>净利润</b>	<b>143.13</b>	<b>144.86</b>	<b>113.98</b>	<b>347.18</b>	<b>534.31</b>
少数股东损益	8.17	8.89	13.68	45.13	80.15
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>134.97</b>	<b>135.97</b>	<b>100.30</b>	<b>302.04</b>	<b>454.16</b>
每股收益(元)	0.20	0.20	0.15	0.44	0.66

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	16.72%	10.12%	7.98%	31.48%	17.09%
营业利润	14.39%	-2.73%	-24.32%	232.55%	64.57%
归属于母公司净利润	15.33%	0.74%	-26.23%	201.13%	50.36%
<b>获利能力</b>					
毛利率	17.76%	17.64%	15.53%	20.85%	24.68%
净利率	4.33%	3.96%	2.71%	6.20%	7.97%
ROE	8.95%	6.09%	4.35%	11.92%	15.80%
ROIC	15.77%	11.70%	6.65%	18.42%	18.07%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	53.53%	43.03%	46.17%	58.03%	49.49%
净负债率	53.61%	18.78%	18.51%	21.67%	26.64%
流动比率	1.58	1.96	1.55	1.39	1.47
速动比率	1.07	1.41	1.05	1.02	1.05
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.55	3.10	3.13	3.19	3.16
存货周转率	3.55	3.77	3.87	4.33	4.55
总资产周转率	1.05	0.94	0.89	0.92	0.93
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.20	0.20	0.15	0.44	0.66
每股经营现金流	-0.08	-0.32	0.86	-0.70	1.72
每股净资产	2.20	3.25	3.36	3.69	4.18
<b>估值比率</b>					
市盈率	45.80	45.46	61.63	20.47	13.61
市净率	4.10	2.77	2.68	2.44	2.15
EV/EBITDA	29.40	35.10	29.19	12.90	7.63
EV/EBIT	36.06	44.84	42.98	15.88	9.02

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