

镁业龙头，布局下游深加工领域

投资要点

- 事件: (1) 云海金属发布三季报, 1-9 月份实现营业收入 27.9 亿元, 同比增加 22%, 归母净利润 1.2 亿元, 同比增加 3.8 倍; 第三季度公司实现营业收入 10.2 亿元, 同比增加 28%, 归母净利润 4725 万元, 同比增加 4.1 倍; 公司预计 2016 年全年实现归母净利润 1.6-1.75 亿元, 同比增加 4.3-4.8 倍。(2) 公司子公司扬州瑞斯乐拟投资 8000 万建设年产 4 万吨高性能铝合金棒材项目, 项目达产后, 预计年销售收入约 5.3 亿元, 实现年净利润为 1585 万元。
- 制镁成本优势显著, 镁合金量价齐升: 公司作为全球最大的镁合金生产企业, 拥有 17 万吨镁合金产能, 10 万吨原镁产能, 通过自主创新优化工艺, 在镁合金的生产中具有显著的成本优势。年初至今, 镁价上涨近 40%, 公司镁合金量价齐升, 利润空间也大大提升, 公司四个镁合金生产基地上半年全部实现盈利。随着公司镁合金未来扩产产能逐渐释放, 若镁价保持在 1.58 万元/吨左右的水平, 公司镁合金板块每年都将输出丰厚且稳定的利润。
- 镁合金龙头向下游深加工领域延伸: 公司凭借自身在镁合金上的资源优势, 向镁合金深加工领域延伸。铸件方面, 公司顺应“汽车轻量化”的大势, 积极开拓镁合金在汽车配件上的应用, 目前镁合金汽车方向盘已经成为公司稳定实现收益的产品之一。挤压件方面, 公司瞄准 3C 市场上, 有望为华硕笔记本或 Surface Pro 镁合金外壳供货, 同时公司有关镁合金产品正在进行军工资质认证。我们看好“汽车轻量化”和 3C 领域未来镁合金需求的增长, 公司在深加工领域布局将延伸公司的产品线, 提高公司盈利能力, 增强公司核心竞争力。
- 微通道铝扁管市场空间潜力巨大: 微通道铝扁管是新型制冷剂载体的不二之选, 相较于传统的铜管热交换器具有节能环保降成本等优势, 目前在车用空调得到普及, 未来有望进入商用、家用空调领域, 市场空间潜力巨大。微通道铝扁管产品附加值较高, 随着产能逐渐释放, 将增厚公司业绩。
- 盈利预测与投资建议: 公司是全球最大的镁合金生产企业, 积极向下游镁铝合金深加工领域开拓, 未来公司在“汽车轻量化”和 3C 领域产品的开拓和增长十分值得期待, 我们预测公司 2016-2018 年 EPS 为 0.53 元、0.67 元、0.83 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示: 镁合金原材料价格或大幅波动、公司扩产项目或不达预期等风险。

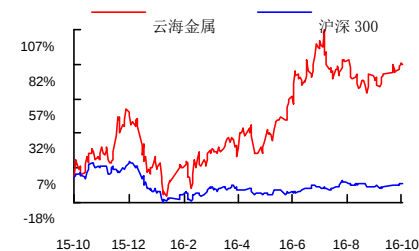
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3112.67	3736.15	4085.28	4398.77
增长率	-3.20%	20.03%	9.34%	7.67%
归属母公司净利润(百万元)	30.14	170.76	217.25	267.62
增长率	9.04%	466.62%	27.22%	23.19%
每股收益 EPS(元)	0.09	0.53	0.67	0.83
净资产收益率 ROE	2.11%	13.54%	15.22%	16.42%
PE	228	40	32	26
PB	6.23	5.44	4.81	4.21

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 兰可
 执业证号: S1250514030001
 电话: 010-57631191
 邮箱: lanke@swsc.com.cn
 联系人: 郭华宇
 电话: 021-68416206
 邮箱: whuay@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.23
流通 A 股(亿股)	2.20
52 周内股价区间(元)	10.21-24.17
总市值(亿元)	68.68
总资产(亿元)	32.51
每股净资产(元)	4.23

相关研究

目 录

1 公司概况	1
1.1 公司股权结构和组织架构	1
1.2 公司主营业务收入及毛利结构	1
1.3 公司业绩状况	2
2 镁业龙头，布局下游深加工领域	3
2.1 完整镁产业链+布局铝加工领域	3
2.2 制镁成本优势显著，镁合金量价齐升	3
2.3 顺应“汽车轻量化”大势，发展镁合金压铸件	5
2.4 镁合金挤压件：布局民品，军工可期	7
2.5 微通道铝扁管市场空间巨大，扬州瑞斯乐即将迎来业绩拐点	7
3 盈利预测与投资评级	9

图 目 录

图 1：公司组织架构图：	1
图 2：公司 2016 年上半年主营业务结构情况	2
图 3：公司 2016 年上半年主营业务毛利情况	2
图 4：公司 2010 年以来营业收入及增速	2
图 5：公司 2010 年以来净利润及增速	2
图 6：公司镁产业链布局情况	3
图 7：目前公司原镁成本构成	4
图 8：目前公司镁合金成本构成	4
图 9：2014 年起镁锭价格	4
图 10：2014 年起硅铁和煤炭价格	4
图 11：2012 年起镁合金生产基地营业收入	5
图 12：2012 年起镁合金生产基地净利润	5
图 13：可用于汽车上的镁合金部件	6
图 14：2010 年起镁合金压铸件营业收入情况	6
图 15：镁合金压铸件毛利率情况	6
图 16：华硕 M5 笔记本镁合金外壳	7
图 17：Surface Pro 镁合金外壳	7
图 18：微通道铝扁管	8
图 19：微通道热交换器	8

表 目 录

表 1：微通道铝管的优势	8
表 2：分业务收入成本预测	10
附表：财务预测与估值	11

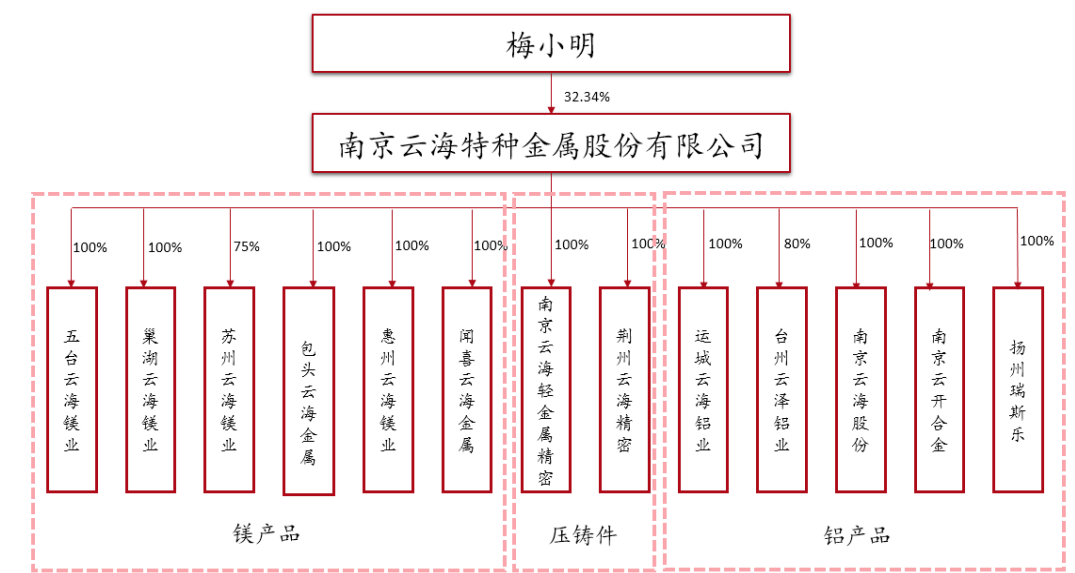
1 公司概况

云海金属（300143）是镁合金的龙头企业，镁合金产销量规模始终保持行业第一。目前公司已经形成了“白云石开采—原镁冶炼—镁合金铸造—镁合金加工—镁合金回收”的完整镁产业链。近年来，公司积极向镁铝合金下游深加工拓展，镁铝合金压铸件和挤压件等业务快速增长。

1.1 公司股权结构和组织架构

公司的实际控制人和控股股东梅小明拥有云海金属 32.34%的股份，公司下设镁合金事业部、铝合金事业部、压铸件事业部，各司其职，分工明确。

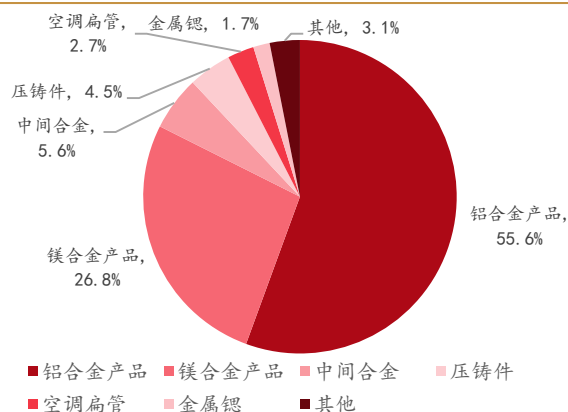
图 1：公司组织架构图：



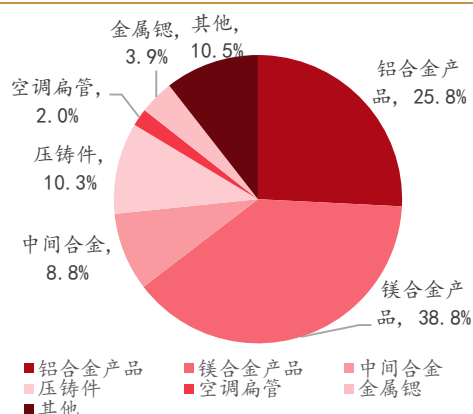
数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 公司主营业务收入及毛利结构

公司拥有完整的镁产业链，同时也拥有 28.5 万吨的铝合金加工产能，从营业收入的构成来看，2016 年上半年，铝合金产品收入占比 55.6%，镁合金产品占到 26.8%，其他业务中间和金、压铸件、空调扁管、金属铈等占比较小。但从毛利贡献的角度来看，2016 年上半年镁合金产品贡献了公司最多的毛利，占比达 38.8%，铝合金产品贡献了 25.8%。

图 2：公司 2016 年上半年主营业务结构情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

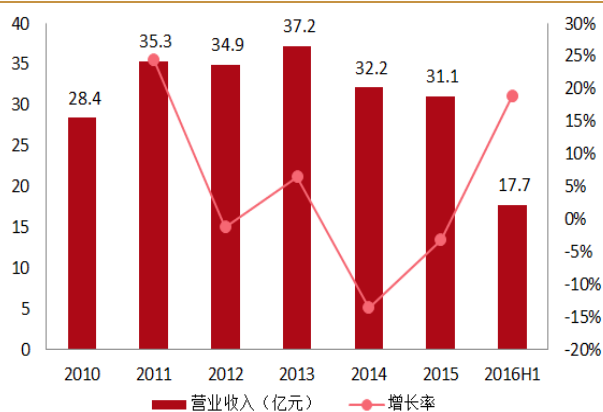
图 3：公司 2016 年上半年主营业务毛利情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

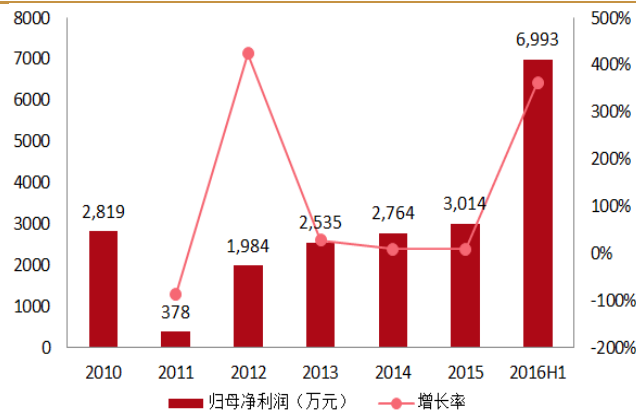
1.3 公司业绩状况

自 2010 年起，公司营业收入基本保持在 35 亿元左右，2011-2015 年销售收入的逐年下降主要是同期铝和镁的价格持续下滑导致的，2015 年镁铝均价相较于 2011 年分别下滑 22%、23%，同期公司产能产量方面是一个总体增加的状态。

公司归母净利润在 2010-2015 年都在一个较低的水平，主要原因有两方面，一方面公司持续扩建镁合金生产基地，新建的生产基地产品放量未达到盈亏平衡点，拖累整体业绩，另一方面是镁价持续走低，公司原镁生产的盈利空间被压缩。而 2016 年上半年，公司四个镁合金生产基地均实现盈利，镁价也触底反弹，公司业绩迅速释放。

图 4：公司 2010 年以来营业收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司 2010 年以来净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

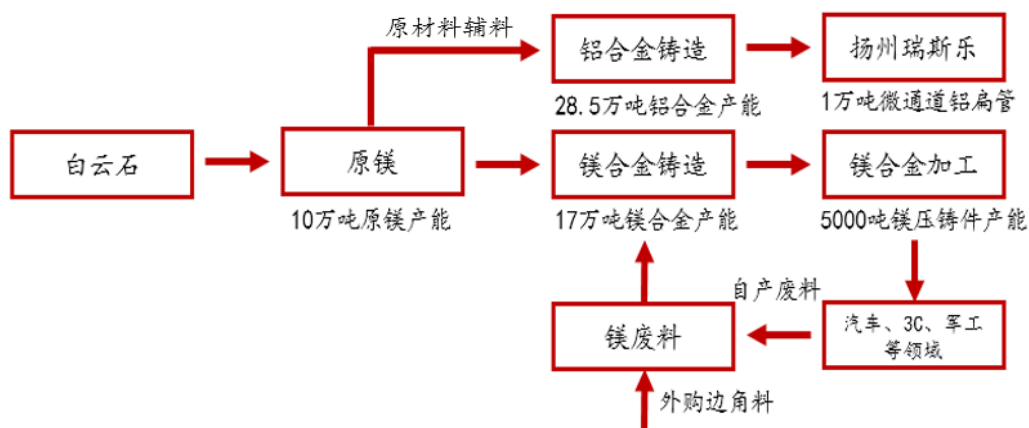
2 镁业龙头，布局下游深加工领域

2.1 完整镁产业链+布局铝加工领域

公司是全球最大的镁合金生产企业，也是全球最大的镁废料回收企业。

目前公司已经形成了“白云石开采—原镁冶炼—镁合金铸造—镁合金加工—镁合金回收”的完整镁产业链。目前公司拥有 10 万吨原镁、17 万吨镁合金生产能力，其中五台云海镁业公司可年产原镁 5 万吨、镁合金 5 万吨，巢湖云海镁业公司可年产原镁 5 万吨、镁合金 5 万吨，苏州云海镁业公司、惠州云海镁业公司分别可年产 4 万吨、3 万吨的镁合金。同时巢湖云海正在实施扩建年产 5 万吨镁合金项目，完成后，公司镁合金产能将达到 22 万吨，继续保持全球镁合金产能最大的地位。此外，公司拥有 28.5 万吨铝合金铸造生产能力，以及 1 万吨的微通道铝扁管的产能。

图 6：公司镁产业链布局情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2 制镁成本优势显著，镁合金量价齐升

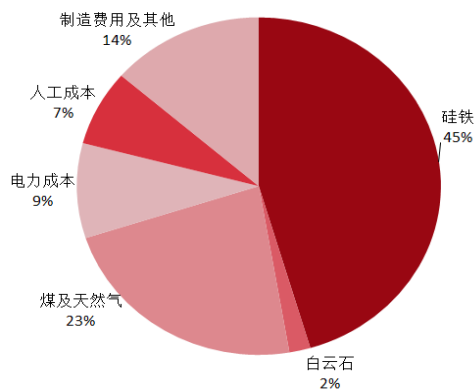
公司拥有 17 万吨镁合金产能，其中 10 万吨由白云石到原镁到镁合金的步骤生产获得，另外 7 万吨由公司生产所产生的以及回收来的镁合金边角料，再回收加工生产获得。

2.2.1 公司自主研发生产工艺，制镁成本优势显著

原镁制造方面，公司使用皮热法生产原镁，通过系列研发技改，公司自主创新研发多项新技术，包括“节能环保型竖罐”炼镁新技术、“粗镁一步法”生产镁合金技术，技术处国内领先水平，可有效地降低能源损耗，提高劳动生产率。生产成本比竞争对手要低，比如生产 1 吨镁合金，公司使用 3 吨左右煤炭，而竞争对手需要使用 6 吨左右的煤炭，以目前 1 吨煤 550 元/吨，用煤成本上公司就会有约 1600 元的成本优势。

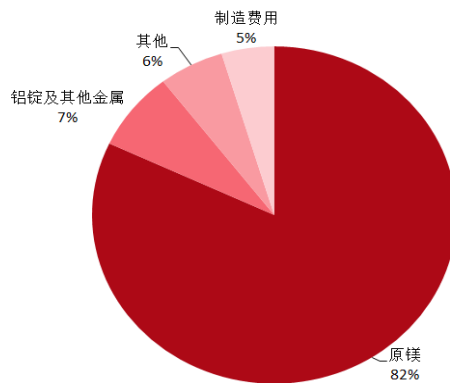
从白云石到原镁的制造成本主要受到了硅铁、煤炭价格、人工等成本的影响。在公司的制镁成本构成中，硅铁成本占比最大，生产 1 吨原镁，大致需要 1.05 吨硅铁，硅铁的成本占原镁制造成本的 45%左右。其次是煤炭及天然气，其成本占比原镁制造成本的 23%左右。

图 7：目前公司原镁成本构成



数据来源：西南证券整理

图 8：目前公司镁合金成本构成



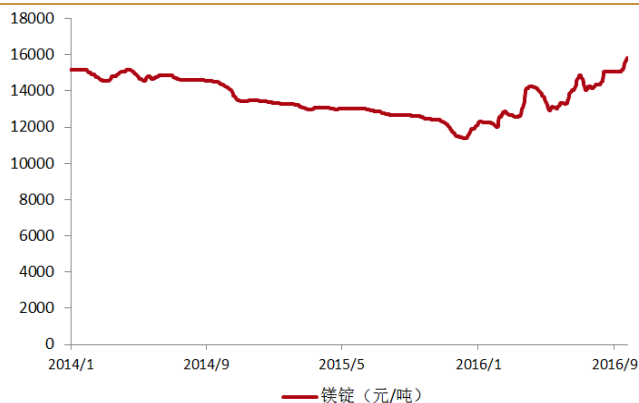
数据来源：西南证券整理

2.2.2 镁合金量价齐升，大幅改善盈利空间

镁价今年触底反弹。镁价格自 2011 年从 18600 元/吨开始持续下跌，一直跌到 2016 年 1 月份，当时镁价为近五年最低价格 11400 元/吨，此后至今，镁价开始反弹，截止 2016 年 10 月 20 日，镁价格到达 15800 元/吨，为今年最高价，今年至今价格上涨达 38.5%。

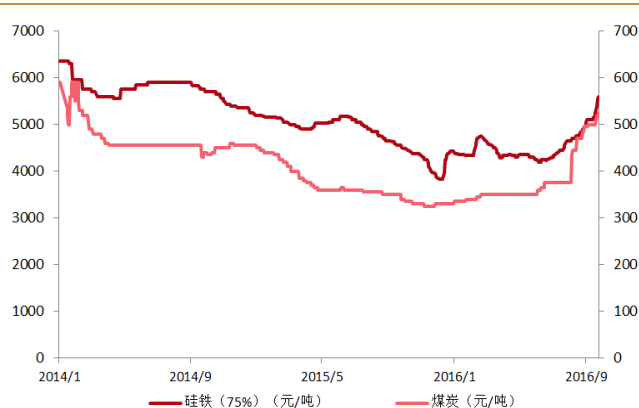
镁合金量价齐升，改善镁合金盈利空间。公司今年镁合金产品量价齐升，上半年镁合金销售收入同比增加 12.5%，下半年镁价同比上涨将会更加显著，镁合金销售收入将会有更大幅度的增加。此外，镁价后阶段的上涨主要是由硅铁和煤炭的涨价而驱动的，目前硅铁和煤炭价格较年初分别上涨了约 46%和 59%。经核算，镁价上涨的幅度要大于硅铁和煤炭涨价引起的制造成本上涨的幅度，此外，公司在包头拥有 1.6 万吨硅铁的产能，在生产成本上具有一定的优势，所以总体来看，公司的镁合金业务依旧是受益于这一轮镁价的上涨。2016 年上半年镁合金的毛利率也提升到 21%（同比增加 14 个百分点），公司镁合金业务毛利也大幅提升。

图 9：2014 年起镁锭价格



数据来源：亚洲金属网，西南证券整理

图 10：2014 年起硅铁和煤炭价格



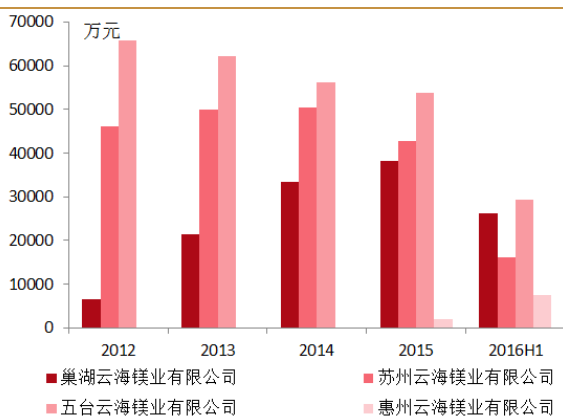
数据来源：亚洲金属网，西南证券整理

此外，7 万吨镁合金回收再加工的盈利模式相当于赚取加工费，原材料废镁边角料的回收价格也紧密挂钩，所以，这部分的单吨加工费的定价也比较稳定，不会受镁价上涨而发生显著变化。

2.2.3 镁合金子公司均已实现盈利

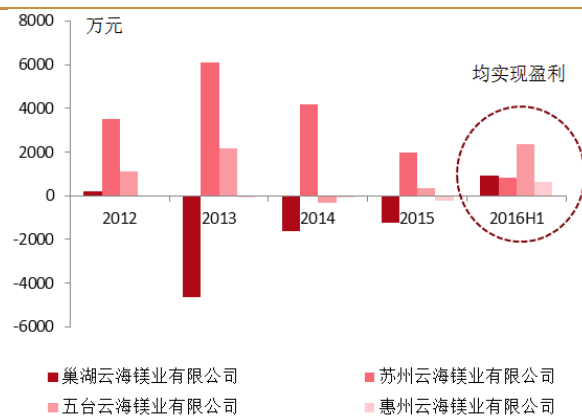
对于公司四个正在正常运营的镁合金生产基地（闻喜云海自 2013 年开始停止生产），巢湖云海、苏州云海、五台云海和惠州云海自设立以来，均逐渐扭亏为盈，在 2016 年上半年都实现了盈利，2016 年上半年四个子公司共计实现 7.9 亿元营业收入，4773 万元净利润。而下半年若镁价依旧维持目前这种较高的价格，以及惠州云海产量继续释放，公司镁合金业务的净利润下半年很有可能将超过上半年。

图 11：2012 年起镁合金生产基地营业收入



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：2012 年起镁合金生产基地净利润



数据来源：公司公告，西南证券整理

2.3 顺应“汽车轻量化”大势，发展镁合金压铸件

汽车的轻量化，就是在保证汽车的强度和安全性能的前提下，尽可能地降低汽车的整备质量，从而提高汽车的动力性，减少燃料消耗，降低排气污染。

在整个车体中汽车车身是汽车重量最大的部件，约占汽车总重量的 30%。所以汽车轻量化主要是汽车车身的轻量化，汽车车身轻量化则又是汽车材料的轻量化。实验证明，若汽车整车重量降低 10%，燃油效率可提高 6%—8%；汽车整备质量每减少 100 公斤，百公里油耗可降低 0.3—0.6 升；汽车重量降低 1%，油耗可降低 0.7%。

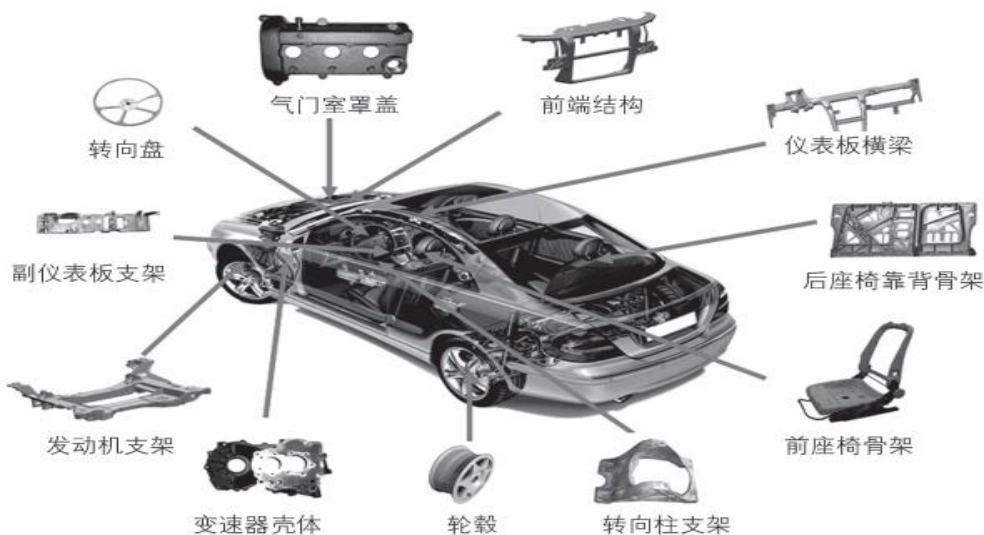
2.3.1 镁合金材料是汽车轻量化的一个解决方案

镁合金先天的物理属性，决定了其具有以下优势：（1）密度小，重量轻，是工程常用金属中最轻的金属之一；（2）比强度高，抗拉强度、屈服强度与铝合金铸件相当；（3）具有优良的热传导性能，可应用在需要散热性能良好的汽车轮毂等部件上；（4）镁合金为非磁性金属，具有优良的电磁屏蔽性能和防辐射性能；（5）具有良好的阻尼系数，对振动、冲击的吸收性能好，消震性能优于铝合金和铸铁，使用在驱动和传动部件上可减少振动，提高汽车的安全性和舒适性；（6）易于机械加工，具有良好的切削加工性能，动力消耗量是衡量机械加

工性的指标之一，具体参数见下表；(7) 镁合金易于回收再生，具有 100%完全回收的可能，符合环保的要求。

所以，镁合金可用于汽车的方向盘、轮毂、座椅支架、前端结构、仪表板横梁、发动机支架、变速器壳体等等汽车配件。镁合金在汽车领域的应用未来市场空间巨大。

图 13：可用于汽车上的镁合金部件



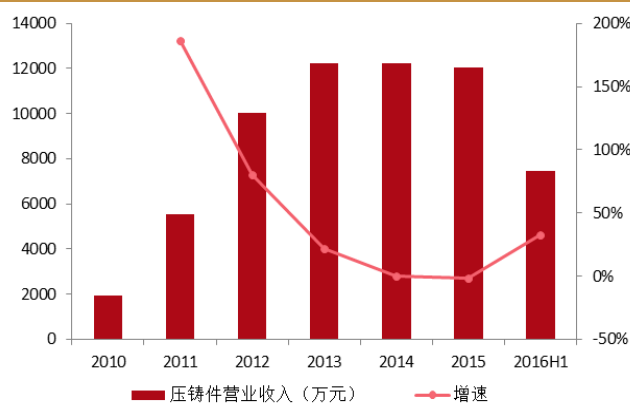
数据来源：《轻量化材料镁合金在汽车上的应用》，西南证券整理

2.3.2 公司积极拓展镁合金压铸件领域

2010 年起，公司镁合金压铸件快速放量，上升非常迅速，2013-2015 年营业收入保持平稳是由于达到了产能瓶颈，同期毛利率也逐渐稳定在 38%左右。压铸件扩建的新增产能将在明年逐渐放量，增厚公司未来业绩。

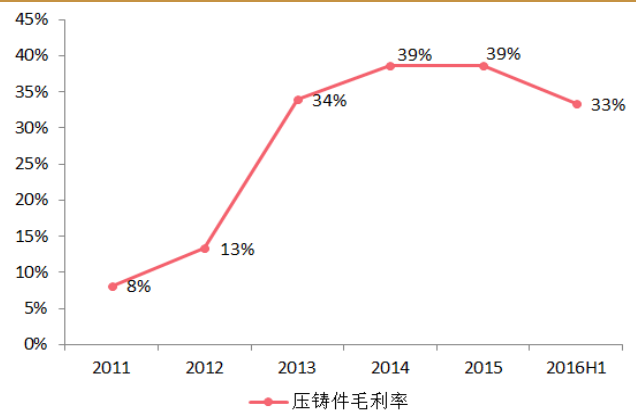
公司镁合金压铸件主要产品是汽车的镁合金方向盘，在镁合金方向盘产量方面，在国内市场，公司已经名列前茅。此外，公司目前积极与多家整车厂家开展合作，希望在其他汽车配件上，实现镁合金的替代。

图 14：2010 年起镁合金压铸件营业收入情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 15：镁合金压铸件毛利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

携手宜安科技，共建 5 亿元轻合金精密压铸件生产基地项目。为进一步扩展公司合金产业深加工业务领域，提升公司的竞争力和盈利能力，公司与宜安科技在安徽巢湖共同投资 5 亿元建设轻合金精密压铸件生产基地，

宜安云海主要从事生产镁合金、铝合金等轻质合金压铸产品。宜安科技为宜安云海提供相应的技术资源和人员培训等支持，云海金属则为宜安云海提供其生产所需的原材料。我们相信与宜安科技的合作，不仅仅能提升公司的盈利能力，更会提高公司在精密铸件方面的技术水平。

2.4 镁合金挤压件：布局民品，军工可期

镁合金挤压件在民品方面主要的应用领域是 3C 领域。目前公司镁合金挤压件已经具有了批量生产的能力，并且正在给华硕、surface Pro 等知名 3C 产品送样，若能顺利的进入这些产品的供应链，公司镁合金挤压件将迎来巨大突破，彰显公司镁合金下游深加工的竞争力。

图 16：华硕 M5 笔记本镁合金外壳



数据来源：西南证券整理

图 17：Surface Pro 镁合金外壳



数据来源：西南证券整理

此外，公司的镁合金产品正在进行军工资质的认证，目前产品已经处于试样阶段，但尚未量产。若公司顺利拿到军工资质，虽然军工业务一般销量不高，但利润率会在一个很高的水平，将会为公司新增一个利润点。更重要的是，将会彰显公司在镁合金加工技术的竞争力。

2.5 微通道铝扁管市场空间巨大，扬州瑞斯乐即将迎来业绩拐点

2014 年 11 月，公司收购扬州瑞斯乐，后者主要从事铝合金的挤压生产，2015 年 7 月 14 日，扬州瑞斯乐出资 8506 万元收购江苏振兴的破产资产，而江苏振兴是一家专业生产微通道铝扁管的企业。以此，公司布局铝产业链中精深加工方向，尤其是致力于微通道铝扁管的生产。

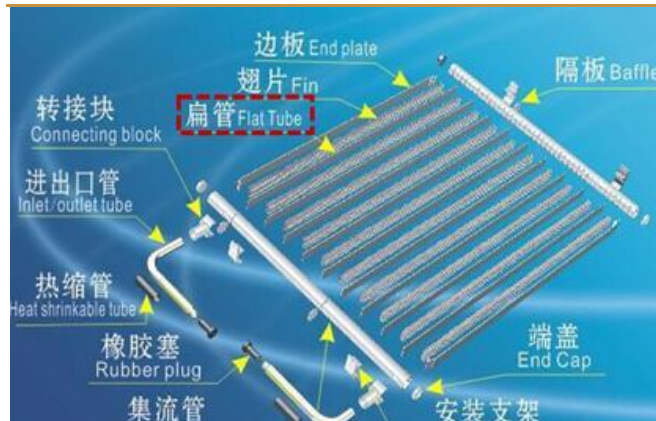
微通道铝管（又称“平行流铝扁管”）是一种采用精炼铝棒、通过热挤压、经表面喷锌防腐处理，薄壁多孔扁形管状材料，是新一代平行流微通道空调换热器的关键材料。该产品主要应用于各种采用新型环保制冷剂的空调系统中，作为承载新型环保制冷剂的管道零部件。

图 18：微通道铝扁管



数据来源：西南证券整理

图 19：微通道热交换器



数据来源：西南证券整理

制冷剂更新换代促微通道扁管成未来应用趋势。由于考虑保护环境，防止温室效应，R134a、R407C、R410a 等新型制冷剂是大势所趋，并首先在汽车空调系统上获得强制使用（欧盟规定为 1996 年，中国规定为 2002 年）。现在比较普遍采用的 R410a 具有高压力和高气体密度的特质，因此换热器需要有相对较高的承压能力，同时需要扩大空调换热面积，因此兼具耐高压的平行流微通流蒸发器和冷凝器成为了制冷剂承载管道部件的不二之选。

微通道扁管优势显著。同传统的铜管穿管式和铝管蛇盘管式热交换器相比，微通道铝管具有十分突出的环保、增效、节能、降本四大优势：

表 1：微通道铝管的优势

优势	
环境保护	用新型环保制冷剂替代对环境有巨大危害的原制冷剂，大大降低对大气臭氧层的破坏，以及消除温室效应
提高能效	在同等制冷效率下，其能效可以平均提高 30% 以上
节省能源	提高能效、减轻重量后，使能耗显著降低
降低成本	体积可以减少 30% 以上，材料重量可以减少约 50%，制冷剂使用量可以减少 30% 以上，特别是以铝代铜后，同等体积铝材的价格仅为铜材的十二分之一，制造和使用成本大幅下降。

数据来源：西南证券整理

微通道铝扁管市场空间巨大。每个汽车空调平均需用微扁通道铝管 1.05 公斤（用量范围为 0.8~1.6 公斤），以 2015 年我国汽车产量 2450 万辆来计算，我国的汽车空调用微通道铝扁管的年需求量约为 2.6 万吨。扬州瑞斯乐拥有约 1 万吨的产量，而国内其他规模以上的生产企业仅为海德鲁（中国苏州）的 4200 吨。所以，我国微通道铝扁管国内市场供不应求，依赖进口。目前主要应用在车用空调中，未来极有可能拓展到家用、商用空调，除此之外，还可应用在冰柜、冰箱、洗碗机等电器以及冷库、发电机冷却、食品自动售货机、空分设备、冰场、泳池加热等设施设备上，市场空间非常广阔。

4 万吨高性能铝合金棒材项目为微通道铝扁管未来放量铺垫。2016 年 10 月，公司宣布投建 4 万吨高性能铝合金棒材项目，项目的最终产品为工业用铝合金棒材坯锭，为微通道扁管原材，所以，本项目投产后可降低采购、物流费用，进一步提升微通道扁管利润空间。此外，4 万吨高性能铝合金棒材项目能一定程度的增厚公司业绩，达产后，预计年销售收入约 5.3 亿元，实现年净利润为 1585 万元，投资回收期为 4.37 年（含建设期 1 年）。

扬州瑞斯乐即将迎来业绩拐点。扬州瑞斯乐生产的微通道扁管给特斯拉的供货商供货，生产工艺先进，部分技术成果已处于世界领先的水平，产品附加价值高。扬州瑞斯乐今年的微亏是由于公司正处于扩产阶段，产量未能完全释放，我们预计至 2017 年，扬州瑞斯乐产量快速增长，最后将趋于稳定，逐渐拥有规模效应，产品毛利率将会稳定在一个较高的水平。

3 盈利预测与投资评级

现有条件下，我们的盈利预测主要基于

1) 公司镁合金扩建产能逐渐释放，此外，2016 年上半年镁合金因镁价上涨毛利率水平大幅提高到 20% 以上的水平，我们假设未来 3 年，镁价维持目前价格 15800 元/吨左右，镁合金生产成本变化不大，毛利率保持目前水平。

2) 公司压铸件的新增产能逐渐放量，随着产能利用率的提高，规模效应使公司压铸件的毛利率略有提高；

3) 公司空调扁管新增产能顺利放量，随着产能利用率的提高，规模效应使公司空调扁管毛利率逐渐提高；

4) 铝合金产品、中间合金、金属铈等业务保持稳定。

我们预计公司 2016-18 年归母净利润分别为 1.7 亿、2.2 亿和 2.7 亿，2016-2018 年 EPS 为 0.53 元、0.67 元、0.83 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：分业务收入成本预测

单位：万元	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
合计						
营业收入	371,996.82	321,568.33	311,266.65	373,615.47	408,527.55	439,876.63
yoy	6.51%	-13.56%	-3.20%	20.03%	9.34%	7.67%
营业成本	341,295.88	289,500.15	277,605.17	317,751.30	344,399.21	367,723.34
毛利率	8.25%	9.97%	10.81%	14.95%	15.70%	16.40%
铝合金产品						
收入	209129.64	174802.20	163889.21	188,472.59	197,896.22	207,791.03
yoy	-	-16.4%	-6.2%	15.0%	5.0%	5.0%
成本	202,610.98	167,008.80	155,876.12	176,221.87	185,032.97	194,284.62
毛利率	3.12%	4.46%	4.89%	6.50%	6.50%	6.50%
镁合金产品						
收入	94575.40	83966.99	81750.44	110,363.09	126,917.56	139,609.31
yoy	-	-11.2%	-2.6%	35.0%	15.0%	10.0%
成本	85673.08	76637.34	73384.43	86,083.21	98,995.70	108,895.26
毛利率	9.41%	8.73%	10.23%	22.00%	22.00%	22.00%
中间合金						
收入	16824.69	18700.36	17082.34	17,936.46	18,833.28	19,774.94
yoy	-	11.1%	-8.7%	5.00%	5.00%	5.00%
成本	14480.71	15483.31	13482.96	13,811.07	14,501.63	15,226.71
毛利率	13.93%	17.20%	21.07%	23.00%	23.00%	23.00%
压铸件						
收入	12214.45	12224.80	12049.43	15,664.26	18,013.90	20,715.98
yoy	-	0.1%	-1.4%	30.00%	15.00%	15.00%
成本	8070.39	7501.52	7396.56	10,025.13	11,528.89	12,843.91
毛利率	33.93%	38.64%	38.61%	36.00%	36.00%	38.00%
空调扁管						
收入	0.00	0.00	6691.20	11,375.04	17,062.56	22,181.33
yoy	-	-	-	70.0%	50.00%	30.00%
成本	0.00	0.00	5404.37	9,555.03	12,285.04	14,417.86
毛利率	-	-	19.23%	16.00%	28.00%	35.00%
其他						
收入	39252.64	31873.98	29804.03	29,804.03	29,804.03	29,804.03
yoy	-	-18.8%	-6.5%	0.00%	0.00%	0.00%
成本	30460.72	22869.18	22060.73	22,054.98	22,054.98	22,054.98
毛利率	22.40%	28.25%	25.98%	26.00%	26.00%	26.00%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	3112.67	3736.15	4085.28	4398.77	净利润	23.26	170.76	217.25	267.62
营业成本	2776.05	3177.51	3443.99	3677.23	折旧与摊销	150.17	216.79	227.57	236.45
营业税金及附加	14.86	13.82	15.12	16.28	财务费用	64.21	47.79	43.45	34.80
销售费用	75.04	85.93	93.96	101.17	资产减值损失	9.15	5.00	5.00	5.00
管理费用	154.66	209.22	228.78	246.33	经营营运资本变动	9.51	-137.36	-89.80	-75.82
财务费用	64.21	47.79	43.45	34.80	其他	-13.87	-4.65	-5.29	-5.03
资产减值损失	9.15	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	242.44	298.33	398.18	463.02
投资收益	-0.09	0.00	0.00	0.00	资本支出	-163.90	-80.00	-80.00	-80.00
公允价值变动损益	0.00	0.08	0.08	0.07	其他	-105.94	0.08	0.08	0.07
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-269.84	-79.92	-79.92	-79.93
营业利润	18.60	196.95	255.06	318.02	短期借款	180.00	20.50	-188.67	-251.76
其他非经营损益	12.05	16.50	16.50	16.50	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	30.65	213.45	271.56	334.52	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	7.39	42.69	54.31	66.90	支付股利	-28.80	-9.04	-51.23	-65.17
净利润	23.26	170.76	217.25	267.62	其他	-164.11	-49.94	-43.45	-34.80
少数股东损益	-6.87	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-12.91	-38.48	-283.35	-351.73
归属母公司股东净利润	30.14	170.76	217.25	267.62	现金流量净额	-33.38	179.93	34.91	31.35
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	193.69	373.62	408.53	439.88	成长能力				
应收和预付款项	643.30	723.49	799.85	862.44	销售收入增长率	-3.20%	20.03%	9.34%	7.67%
存货	433.76	496.07	537.92	574.33	营业利润增长率	92.96%	958.64%	29.51%	24.69%
其他流动资产	52.16	62.60	68.45	73.71	净利润增长率	28.01%	634.07%	27.22%	23.19%
长期股权投资	1.92	1.92	1.92	1.92	EBITDA 增长率	2.76%	98.09%	13.99%	12.01%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1328.94	1213.81	1087.90	953.12	毛利率	10.81%	14.95%	15.70%	16.40%
无形资产和开发支出	192.37	170.91	149.45	128.00	三费率	9.44%	9.18%	8.96%	8.69%
其他非流动资产	82.49	82.29	82.08	81.88	净利率	0.75%	4.57%	5.32%	6.08%
资产总计	2928.63	3124.72	3136.11	3115.27	ROE	2.11%	13.54%	15.22%	16.42%
短期借款	1401.00	1421.50	1232.83	981.07	ROA	0.79%	5.46%	6.93%	8.59%
应付和预收款项	305.63	319.79	352.61	380.01	ROIC	2.55%	7.62%	9.22%	11.05%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	7.49%	12.35%	12.88%	13.40%
其他负债	120.00	121.85	123.08	124.15	营运能力				
负债合计	1826.63	1863.15	1708.52	1485.23	总资产周转率	1.10	1.23	1.31	1.41
股本	288.00	323.21	323.21	323.21	固定资产周转率	2.62	3.14	3.71	4.47
资本公积	449.56	414.35	414.35	414.35	应收账款周转率	7.13	7.37	7.40	7.24
留存收益	175.41	337.13	503.14	705.59	存货周转率	6.00	6.83	6.66	6.61
归属母公司股东权益	915.11	1074.68	1240.70	1443.14	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.83%	—	—	—
少数股东权益	186.89	186.89	186.89	186.89	资本结构				
股东权益合计	1102.00	1261.57	1427.59	1630.03	资产负债率	62.37%	59.63%	54.48%	47.68%
负债和股东权益合计	2928.63	3124.72	3136.11	3115.27	带息债务/总负债	76.70%	76.30%	72.16%	66.05%
					流动比率	0.77	0.94	1.13	1.42
					速动比率	0.52	0.66	0.80	1.00
					股利支付率	95.57%	5.29%	23.58%	24.35%
					每股指标				
					每股收益	0.09	0.53	0.67	0.83
					每股净资产	3.41	3.90	4.42	5.04
					每股经营现金	0.75	0.92	1.23	1.43
					每股股利	0.09	0.03	0.16	0.20
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	232.99	461.53	526.09	589.27					
PE	227.91	40.22	31.62	25.66					
PB	6.23	5.44	4.81	4.21					
PS	2.21	1.84	1.68	1.56					
EV/EBITDA	31.10	16.98	14.47	12.44					
股息率	0.42%	0.13%	0.75%	0.95%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn