

亨通光电 (600487)

证券研究报告

2019年06月20日

海缆市场空间广阔，强强联合跻身全球第一梯队

事件：公司公告，公司拟通过发行股份及支付现金的方式，购买华为投资持有的华为海洋 51% 股权。其中通过发行股份方式支付不高于 70% 的交易对价，发行股份的价格为 14.75 元/股，其余部分以现金方式支付。

快速推动收购华为海洋，彰显布局全球海洋业务坚定决心

截至预案出具日，交易标的公司审计、评估工作尚未完成，标的公司预估值及交易价格均暂未确定。同时，本次交易属于与第三方进行的市场化产业并购，交易双方基于市场化商业谈判而未设置业绩补偿。值得注意的是，若本次交易在本次交易重组报告书（草案）首次披露之日起的八个月内未能获得中国证监会、发改委、商务部门、外汇管理部门等相关政府机构的核准或备案（如因华为投资故意或重大过失导致本次交易未能获得相关政府机构核准或备案的情况除外），华为投资有权要求上市公司以现金方式全额支付交易对价，彰显公司此次收购的决心和信心。

海洋市场空间广阔，强强联合，有望跻身全球海缆第一梯队

据 Navigant Research 数据，2023 年全球海缆系统安装量将从 2013 年的 110 个上升到 304 个，市场规模有数百亿元。据研究机构 Technavio 测算，到 2021 年全球海底光缆市场规模有望达到 51.4 亿美元，市场空间广阔。

公司向重视海底光电的研发及生产，认定海洋市场具备高壁垒（技术和认证）、高毛利、未来市场空间大的特征。亨通从 2009 年开始投入海缆，通过不断积累，突破海外厂商（ABB、普锐斯曼、耐克森、NEC、阿尔卡特）垄断，在技术、产能、认证等方面已建立核心优势，公司海洋业务从 2015 年的 2.8 亿收入快速扩张到 2018 年的 11.8 亿元，反映公司前瞻的战略眼光和务实精神，也印证公司优秀的经营管理能力和较强的执行力。

华为海洋不仅仅铺设海缆，更为重要的是可提供端到端的交钥匙海缆解决方案。截止今年，华为海洋实现累计达 90 个项目数量/50361 公里长度。华为海洋具备丰富的项目管理经验，强大的设计、研发和生产能力（包括各类创新型海底中继器、分支器等），并且背靠华为技术有限公司和全球海事系统有限公司，拥有极快速的服务响应能力。

此次与华为海洋强强联合互补短板，协同效应极强。公司的海缆制造业务能够可与华为海洋承接的各类国际海缆建设项目进行全面配套，亨通海洋业务将形成从产品-系统集成-整体解决方案的全产业链能力，将跻身全球海缆市场第一梯队，打开长期成长空间。

投资建议：中长期看，5G 基站密集组网以及流量激增有望带动光纤迎来下一轮景气周期，同时海缆、新能源汽车等新业务进入收获期，并且积极布局硅光、5G 射频芯片、量子加密通信等新技术，打开未来成长空间。预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 17.5 亿、23.2 亿和 29.1 亿元，对应 19 年 PE 是 18x，维持“增持”评级。

风险提示：本次交易可能取消、收购未做业绩补偿机制、募投项目进展可能低于预期，收入波动，其他应收款、应付票据、短期借款等科目余额较大或增长较快等风险。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	25,950.27	33,865.76	37,603.27	43,100.17	47,341.03
增长率(%)	34.40	30.50	11.04	14.62	9.84
EBITDA(百万元)	3,061.94	4,831.01	2,814.44	3,440.32	4,063.76
净利润(百万元)	2,108.83	2,531.59	1,754.03	2,319.50	2,912.28
增长率(%)	60.20	20.05	(30.71)	32.24	25.56
EPS(元/股)	1.11	1.33	0.92	1.22	1.53
市盈率(P/E)	14.93	12.44	17.95	13.57	10.81
市净率(P/B)	3.04	2.54	2.21	1.92	1.65
市销率(P/S)	1.21	0.93	0.84	0.73	0.67
EV/EBITDA	19.61	7.95	13.20	9.69	8.28

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	通信/通信设备
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	16.54 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,903.69
流通 A 股股本(百万股)	1,860.33
A 股总市值(百万元)	31,486.96
流通 A 股市值(百万元)	30,769.78
每股净资产(元)	6.77
资产负债率(%)	63.32
一年内最高/最低(元)	31.70/14.60

作者

王奕红 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090004
wangyihong@tfzq.com

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

容志能 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517100003
rongzheneng@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《亨通光电-年报点评报告:光纤业务短期承压，海缆、新能源汽车等新业务发力，看好长期发展》2019-04-30
- 《亨通光电-公司点评:多业务助力公司持续增长，期待未来 5G 时代》2019-02-01
- 《亨通光电-季报点评:短期高增长承压，长期期待流量高增长和 5G 驱动》2018-11-11



1. 收购华为海洋预案解析

1) **发行股份+现金支付**：公司拟通过发行股份及支付现金的方式，购买华为投资持有的华为海洋 51% 股权。其中通过发行股份方式支付不高于 70% 的交易对价，发行股份的价格为 14.75 元/股，其余部分以现金方式支付。

2) **交易对价暂未确定、未设置业绩补偿**：截至预案出具日，交易标的公司审计、评估工作尚未完成，标的公司预估值及交易价格均暂未确定。同时，本次交易属于与第三方进行的市场化产业并购，交易双方基于市场化商业谈判而未设置业绩补偿。

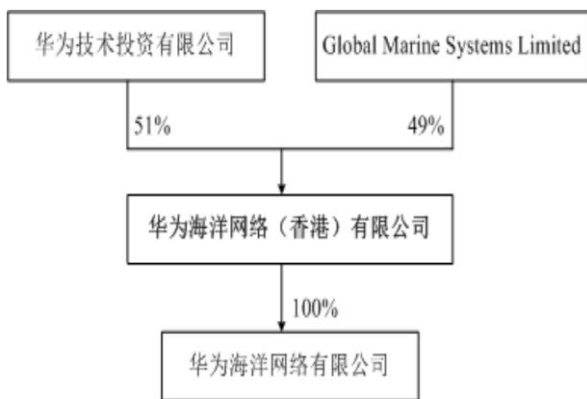
3) **不排除现金收购**：值得注意的是，若本次交易在本次交易重组报告书（草案）首次披露之日起的八个月内未能获得中国证监会、发改委、商务部门、外汇管理部门等相关政府机构的核准或备案（如因华为投资故意或重大过失导致本次交易未能获得相关政府机构核准或备案的情况除外），华为投资有权要求上市公司以现金方式全额支付交易对价。

2. 华为海洋——联接五洲四洋，承载沟通梦想

2.1. 华为海洋股东结构

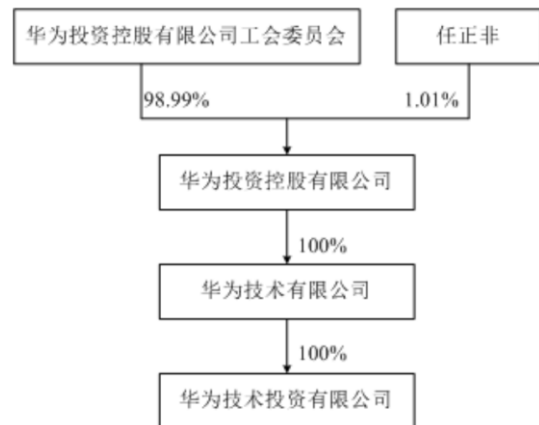
华为海洋由华为技术投资和 Global Marine 投资成立，分别持股 51% 和 49%。此次交易对方华为技术投资，其控股股东为华为技术有限公司，但最终控制方为华为投资控股有限公司工会委员会。

图 1：华为海洋股东结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：华为技术投资股东结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 华为海洋业务和核心竞争力分析

1) **主营业务**：华为海洋是一家海缆通信网络建设解决方案提供商，不仅仅铺设海缆，更重要的是提供端到端的交钥匙海缆解决方案。海缆通信网络建设业务主要是提供新建海缆系统解决方案和已建海缆系统端站扩容解决方案。其中：新建海缆系统解决方案是针对客户海洋通信网络需求，提供从桌面研究、网络设计、路由勘测、设备生产到海上施工的新建海缆系统建设服务；已建海缆系统端站扩容解决方案是针对已有网络状况和客户扩容需求，提供相对应的扩容方案，保证海缆系统平滑、稳定的升级。

图 3：华为海洋新建海缆业务流程

图 4：华为海洋海缆扩容业务流程



典型新建海缆系统解决方案流程

资料来源：华为海洋官网，天风证券研究所



典型扩容流程

资料来源：华为海洋官网，天风证券研究所

2) 商业模式: a) 销售上以直销为主: 通过拜访潜在客户、参加展会交流等方式获取客户需求信息或潜在项目信息, 并通过参与客户竞标或由客户指定方式获得项目; b) 采用长期协议采购方式: 华为海洋对于海缆建设所需原材料、外购设备、海上勘测、施工服务等均采用长期协议采购的方式, 根据项目实际需要确定供应量, 保证项目建设需求; c) 交付方式: 海缆建设业务的流程主要为桌面路由研究、网络设计、路由勘测、许可获取、海缆及光电设备生产、系统集成、海上施工和维护与技术支持。自产设备如中继器、分支器的生产主要以销定产。

3) 强大的核心竞争力:

首先, 华为具备丰富的项目交付经验, 这也是海光缆业内最为看重的能力之一。

截止今年, 华为海洋实现累计达 90 个项目数量/50361 公里长度。华为海洋具备丰富的项目管理经验和过硬的质量管理控制。华为海洋成功交付包括业界长距离 (495 公里) 单跨无中继系统——格陵兰项目; FOA 智利南部海缆项目, 穿越强风海域, 连接地球最南端城镇, 施工条件严苛; 目前世界最长的 100G 链路之一 (14,530 公里)、全球最大直连非洲南部和欧洲的海缆系统——WACS 项目, 实现 14 个站点同时交付, 割接零故障。

图 5: 华为海洋丰富的项目交付经验

截止今年的项目经验:
90 个项目数量/ 50361 公里长度



资料来源：华为海洋官网，天风证券研究所

其次，华为海洋具备强大的设计、研发和生产能力。华为海洋是华为技术有限公司和全球海事系统有限公司联合成立的合资公司。依托双方母公司的优势，华为海洋将通信行业最前沿的技术和超过 160 年的海洋施工经验相结合，致力于全球海缆通信网络的建设，为海缆运营商提供高可靠、高性价比的产品技术解决方案和包括项目管理、工程实施和技术支持于一体的端到端服务。

华为海洋拥有充足面积、高等级的无尘室，能够支持中继器、分支器等重要水下产品的生产；华为海洋的海缆系统模拟测试中心能够支持长距离单链路光纤系统设计和验证、以及大容量海缆系统综合仿真模拟测试。华为海洋具有各类创新型海底中继器、分支器的配套能力和先进可靠的海缆系统解决方案设计能力。

图 6：华为海洋陆地产品



资料来源：华为海洋官网，天风证券研究所

图 7：华为海洋水下产品



资料来源：华为海洋官网，天风证券研究所

再次，华为海洋拥有极快速的服务响应能力。华为海洋实行组织扁平化结构管理，决策效率高，在项目拓展和项目建设过程中能够快速高质量的响应客户需求，可为客户提供满足不同需求的海底光缆系统新建或扩容解决方案。同时华为海洋具备多规格创新型海底中继器和分支器等重要水下设备生产能力，可以给客户提供个性化、高性价比的海缆系统解决方案。

图 8：华为海洋成长之路



资料来源：华为海洋官网，天风证券研究所

2.3. 华为海洋财务分析

华为海洋 2017 和 2018 年分别实现营收 19.13 亿和 21.22 亿元港币，净利润分别为 2.83 亿和 1.75 亿元港币。2017 和 2018 年的毛利率分别为 30%和 25.1%，净利率分别为 14.8%和 8.2%。另外，2019 年一季度营收 2 亿元港币，因为公司业务为全球海缆通信网络建设，承接的项目数量和规模、项目完工进度对业务收入影响较大，业务收入与项目的交付进度直接相关。2019 年 Q1 公司部分项目处于交付的初期或收尾阶段，业务收入较少，业绩在季度间存在波动，符合海洋业务模式。

图 9：华为海洋财务数据

单位：港币千元

项目	2019.3.31/2019 年一季度	2018.12.31/2018 年度	2017.12.31/2017 年度
资产总额	1,827,486	1,776,826	1,801,450
负债总额	1,278,314	1,191,600	1,043,260
所有者权益	549,172	585,227	758,191
营业收入	200,326	2,121,709	1,912,806
毛利	20,944	532,555	574,748
营业利润	-31,482	252,290	322,277
净利润	-48,363	174,637	283,334
资产负债率	69.95%	67.06%	57.91%
流动比率（倍）	1.44	1.51	1.74

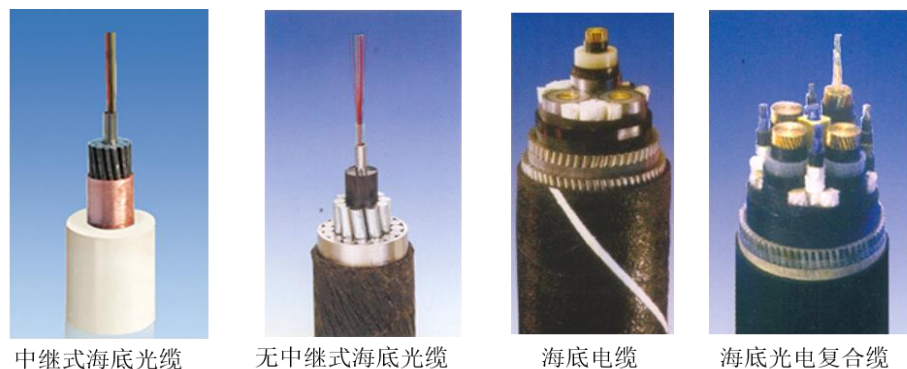
资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. Bit 数据、能源的跨洋传输，以及海底监测网建设催生海缆广阔市场空间

3.1. 海缆市场规模数百亿元

海缆按功能主要分为三类：海底光缆、海底电缆和海底光电复合缆。其中海底光缆主要受全球流量爆发增长驱动，海底光缆在全球数据交换、岛屿通信中将得到大量的运用。另外，海底电缆/海底光电复合缆驱动力是海洋风电、跨国电网互联、海洋油气开发以及偏远海岛输电的需求。

图 10：各类海缆截面示意图



资料来源：亨通光电官网、天风证券研究所

据 Navigant Research 数据显示，2023 年全球海缆系统安装量将从 2013 年的 110 个上升到 304 个，市场规模有数百亿元。

据中国产业信息网数据显示，2016 年全球海底光缆市场收入超过 10.6 亿美元，其中亚太地区是收入最多的市场，达到了 3.5 亿美元，增长迅猛。

根据研究机构 Technavio 测算，到 2021 年全球海底光缆市场规模有望达到 51.4 亿美元。

据 Market Study Report 数据显示，2018 年全球海底光纤电缆市场规模为 26.7 亿美元，预计到 2025 年将增至 36.6 亿美元。

据 NavigantResearch 2013 年报告数据，全球高压海底电缆的销售额将在未来 10 年增加近两倍，从 2014 年的 19 亿美元增加到 2023 年的逾 53 亿美元。

3.2. 多轮驱动海缆市场持续增长

1) 全球数据流量持续高增长，国际海缆互联互通将迎来重要发展窗口期

据统计，全球 40% 的海缆是 2000 年之前建设的，已经逐步进入了使用生命周期的尾期，需要升级换代。再加上，数据中心互联及互联网带宽需求的持续增长，谷歌、微软、Facebook 等大型 ICP 厂商开始投资建设海底光缆。未来几年，数据中心互联及互联网带宽需求将持续增长，全球海缆将进入一个新旧更替的时期，形成海缆布局的时间窗口，2016 年跨太平洋、跨大西洋、亚欧间海缆系统已经开始升级换代，国际海底光缆建设将迎来新的建设的第三个高峰期。

图 11：互联网流量同比增速比较

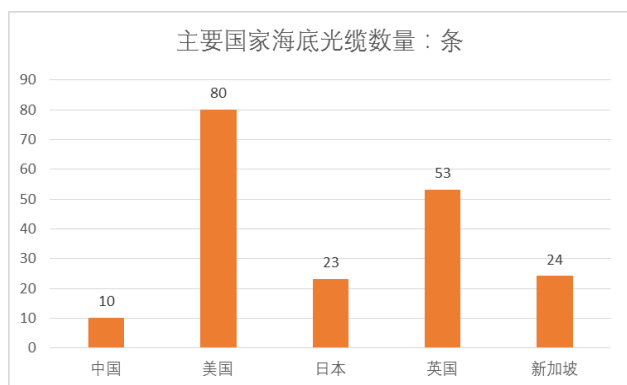
地区	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
北美	46%	45%	35%	26%	25%	25%
亚太	47%	39%	47%	34%	44%	38%
欧非	50%	33%	45%	28%	41%	33%

资料来源：中国信通院、TeleGeography、天风证券研究所

2) 我国海缆市场蕴含巨大空间

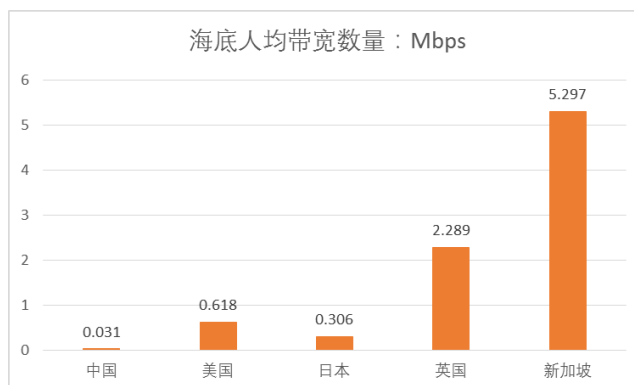
当前，我国正积极参与经济全球化进程，互联网企业也加快海外业务拓展。与未来国际流量发展预期和世界主要国家相比，中国的国际海缆发展仍显不足。中国的海底光缆建设目前仍然落后于其他发达国家。根据工信部数据，美国、日本、英国和新加坡拥有光纤数量分别为中国海底光纤数量的 8 倍、2 倍、5 倍和 2 倍多，人均带宽分别为 20 倍、10 倍、74 倍和 265 倍。中国海底光缆建设情况无法与蓬勃发展的数据通信行业相匹配，未来仍有较大开拓空间。

图 12：主要国家海底光缆数量



资料来源：中国信息产业网，天风证券研究所

图 13：主要国家海底人均带宽比较



资料来源：中国信息产业网，天风证券研究所

3) “一带一路” 沿线国家通信和电力基础设施建设， 驱动海缆市场持续增长。

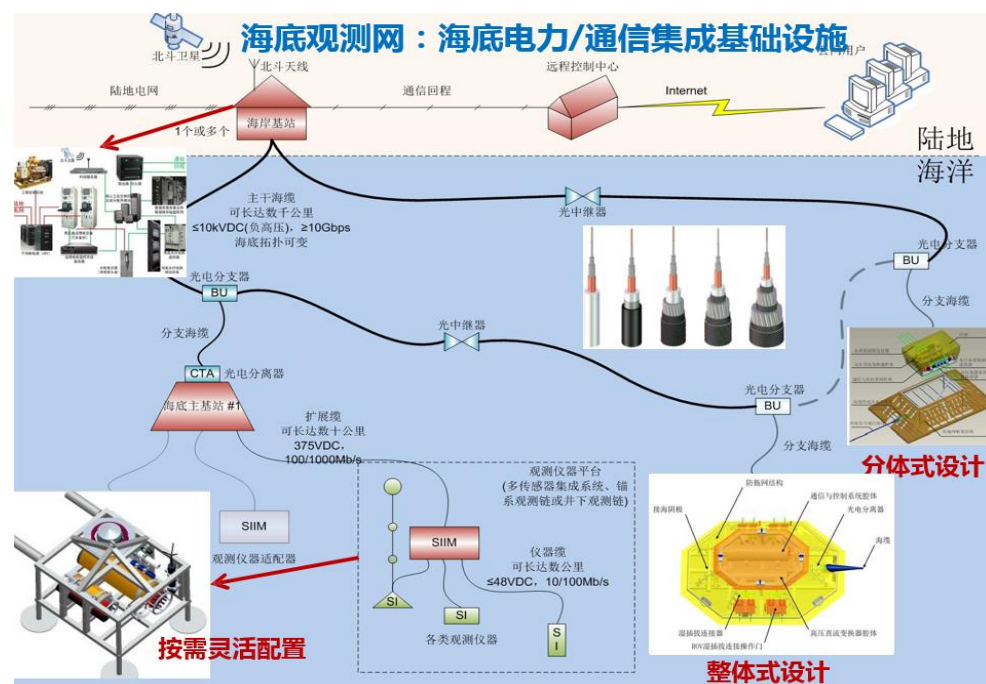
“一带一路” 沿线国家国际互联互通水平相对较低， 中亚、 东南亚等一些内陆国家没有海缆资源， 无法更多的从国际互联网发展中获益。“一带一路” 倡议的深入实施， 中国-东盟博览会、 中阿博览会、 中国-亚欧博览会等国际交流合作载体纷纷建立， 各国之间经贸往来、 文化交流等活动日益频繁， 以互联网为基础的信息流量越来越多， 国际海缆、 跨境陆缆等互联互通信息通信基础设施建设需求旺盛。目前 “一带一路” 大部分国家的海洋跨境通信还处于起步阶段， 中国与沿线国家的合作具有巨大的空间。

4) 海底监测网打开更大市场空间

海洋观测网由岸基站及网络交换机和数据库、 海底光缆、 接驳盒以及观测设备插座模块和各种功能观测设备等组成， 实现对海底地壳深部、 海底界面到海水水体及海面的大范围、 全天候、 长期、 连续、 实时的高分辨率和高精度的自动化观测。通过建设海洋观测系统， 监测获取海洋信息和数据并进行分析模拟， 是探索海洋、 掌握海域信息最基本的手段。

另外， 随着美国“网络中心战” 概念的提出， 未来的作战体系将是一个把分散部署在陆、 海、 空、 天的各种侦察探测系统、 指挥控制系统和打击武器系统有机联接起来的三位立体信息化作战体系。其中， 水下信息化网络中心是一个必不可缺的环节， 集侦察、 警戒、 指控、 通信、 导航、 定位、 目标攻击等综合作战能力， 可确保己方能够在未来的海战中赢得先机。海洋监测网需求的兴起， 将打开更大的海缆市场空间。

图 14： 海底观测网



资料来源：亨通光电“智慧海洋”媒体交流会报告、天风证券研究所

4. 亨通与华为海洋强强联合协同效应显著， 将跻身海缆第一梯队

4.1. 亨通海缆业务快速崛起

公司向来重视海底光电缆的研发及生产， 认定海洋市场具备高壁垒（技术和认证）、 高毛利、 未来市场空间大的特征。亨通从 2009 年开始投入海缆， 通过不断积累， 突破海外厂商（ABB、 普锐斯曼、 耐克森、 NEC、 阿尔卡特、 富士通等）垄断， 在技术、 产能、 认证等方面已建立核心优势， 随着市场开拓、 份额提升， 亨通海缆业务未来有望持续高增长。

1、 硬件及产能优势： 公司拥自己独立港口， 具有较大吃水深度和 VCV 立塔， 海光缆年产

量达 12000 公里，海缆存储、集成、检测平台配套齐全。

2、**认证优势：**自 2015 年海底光缆业务发展以来，公司已通过了 41 项海缆全性能测试，斩获 30 张 UJ/UQJ 证书，成为目前国内 UJ/UQJ 证书组合最多、认证缆型最多的海缆厂家之一。

3、**技术优势：**是国内具备集成能力的海缆厂家，同时与同济大学等高校合作。亨通成功交付**世界最长单根 318km 海底光缆（马尔代夫项目）**，2017 年 5 月，开展了 5,000 米水深的国际海试，公司借此也成为了目前国内少数通过 5,000 米水深国际海试的海缆企业。

图 15：亨通海缆硬件优势凸显



资料来源：公司官网、天风证券研究所

我们认为，海缆市场空间广阔，公司在技术、产品、认证打破国外厂商垄断后，海缆业务进入收获期。随着公司海缆综合竞争力持续提升，不断突破国内外市场，份额提升将驱动海缆业务持续快速增长。公司海洋板块业务收入从 2015 年的 2.84 亿元，快速增长至 2018 年的 11.8 亿元，年复合增速 61%。

图 16：亨通光电海洋板块收入快速增长



资料来源：WIND，天风证券研究所

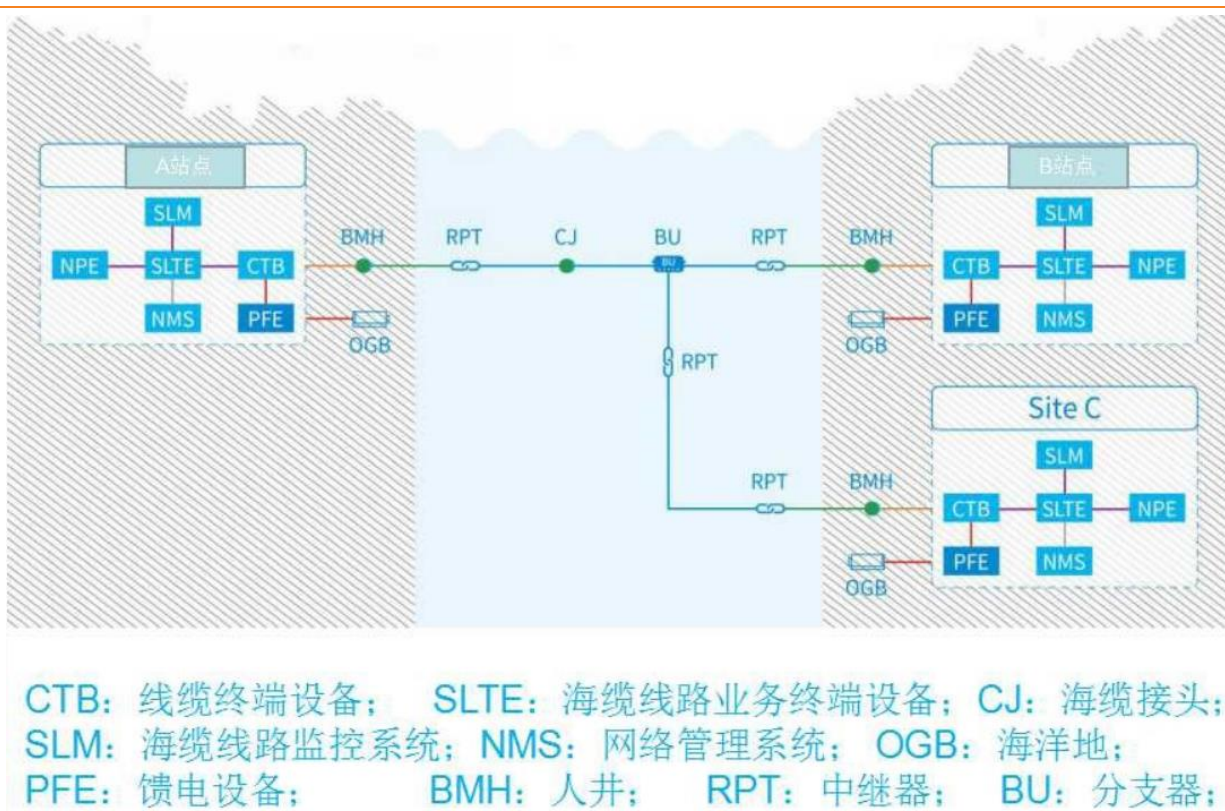
4.2. 拟收购华为海洋，协同效应极强，迈向全球海缆第一梯队

深海环境的严酷性决定了海底器件、光/电缆、设备和工程的要求极高。目前海底光缆市场的主要参与者包括：耐克森、普睿斯曼、阿尔卡特朗讯、富士通、华为海洋、日本电气、全球海事系统、亨通、中天等，此次亨通与华为强强联合，将打开海缆业务的成长空间。

1) **强强联合互补短板，协同效应极强。**公司目前的海缆制造业务能够与华为海洋承接的各类国际海缆建设项目进行全面配套，华为海洋稳定的项目来源能够进一步提升公司的海缆制造业务规模；此外，华为海洋参与的部分项目技术难度大，对光缆的容量和稳定性等要求高，后期上市公司子公司海洋光网通过与华为海洋在这类项目上的深入全方位合作，有助于打磨和提升公司海缆产品的质量和市场竞争力。

另一方面，公司也可以充分利用自身良好的客户资源以及近年来在国际化进程中获得的海外市场资源，协助标的公司进一步拓展和争取更多的国际海缆市场份额。此次收购将使公司进一步拓展和完善了自身的海缆产业链，增加了国际海缆通信网络建设业务，推动公司成为一家具备国际竞争力的海缆整体解决方案提供商。

图 17：从海缆产品到系统解决方案



资料来源：烽火通信官网，天风证券研究所

2) 提升公司光通信产业板块的综合竞争力，积极推进海洋战略

目前，公司在国际海洋市场上承接海底光缆订单突破了 1 万公里，顺利进入国际海底光缆市场体系，成为国际知名的海缆制造企业之一。而标的公司华为海洋主要从事全球海缆通信网络的建设，为客户提供产品技术解决方案和包括项目管理、工程实施和技术支持于一体的端到端服务，是一家海缆通信网络建设解决方案提供商。本次交易完成后，公司在原有海缆研发制造、海洋工程施工、海底通信网络运营的基础上，新增全球海缆通信网络的建设业务，有助于公司加快海洋产业布局，打通上下游产业链，构建更加完善的海洋产业业务体系。亨通海洋业务将形成从产品-系统集成-整体解决方案的全产业链能力，将跻身全球海缆市场第一梯队。

5. 投资建议

中长期看，5G 基站密集组网以及流量激增有望带动光纤迎来新一轮景气周期，同时海缆、新能源汽车等新业务进入收获期，并且积极布局硅光、5G 射频芯片、量子加密通信等新技术，打开未来成长空间。预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 17.5 亿、23.2 亿和 29.1 亿元，对应 19 年 PE 是 18x，维持“增持”评级。

6. 风险提示

- 1、收购方案的不确定性，本次交易可能取消风险；
- 2、收购未做业绩补偿机制的风险；
- 3、募投项目进展可能不及预期；
- 4、公司收入波动风险；
- 5、其他应收款、应付票据、短期借款等科目余额较大或增长较快；

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,388.82	5,054.23	3,008.26	3,448.01	3,787.28
应收账款	5,720.21	8,552.78	6,908.29	8,333.20	8,407.99
预付账款	2,618.21	3,336.39	1,111.28	5,024.61	1,875.26
存货	4,889.13	4,505.33	8,671.40	5,578.52	10,563.25
其他	3,288.76	2,460.59	3,008.27	3,367.03	3,378.75
流动资产合计	19,905.12	23,909.33	22,707.51	25,751.37	28,012.53
长期股权投资	1,133.12	1,320.85	1,320.85	1,320.85	1,320.85
固定资产	4,128.66	5,774.53	6,305.20	6,532.64	6,565.13
在建工程	823.08	1,879.74	1,163.85	746.31	477.78
无形资产	877.48	1,452.83	1,320.50	1,188.17	1,055.84
其他	1,360.76	2,025.38	1,824.86	1,740.75	1,825.03
非流动资产合计	8,323.09	12,453.33	11,935.26	11,528.72	11,244.63
资产总计	28,228.22	36,362.66	34,642.77	37,280.09	39,257.16
短期借款	5,750.00	8,942.29	7,826.87	3,939.75	4,674.74
应付账款	3,787.43	3,560.43	5,429.62	4,787.36	6,129.93
其他	4,755.30	8,202.93	5,113.90	9,737.11	6,969.60
流动负债合计	14,292.73	20,705.65	18,370.40	18,464.22	17,774.27
长期借款	1,109.48	1,340.41	0.00	0.00	34.26
应付债券	1,493.77	561.92	600.00	885.23	682.38
其他	269.78	253.57	250.84	258.06	254.16
非流动负债合计	2,873.03	2,155.90	850.84	1,143.29	970.80
负债合计	17,165.76	22,861.55	19,221.24	19,607.52	18,745.07
少数股东权益	715.88	1,080.44	1,153.53	1,267.50	1,400.02
股本	1,359.78	1,903.69	1,903.69	1,903.69	1,903.69
资本公积	3,202.74	3,195.89	3,195.89	3,195.89	3,195.89
留存收益	8,886.05	10,645.37	12,364.32	14,501.38	17,208.39
其他	(3,102.00)	(3,324.28)	(3,195.89)	(3,195.89)	(3,195.89)
股东权益合计	11,062.46	13,501.12	15,421.53	17,672.57	20,512.10
负债和股东权益总	28,228.22	36,362.66	34,642.77	37,280.09	39,257.16

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,523.13	2,235.76	3,291.59	4,380.70	5,426.95
折旧摊销	432.38	490.91	278.56	290.75	299.07
财务费用	372.61	355.13	233.44	109.67	38.34
投资损失	(271.55)	(185.79)	(196.00)	(180.00)	(180.00)
营运资金变动	545.25	(4,021.24)	2,786.05	(5,767.56)	2,015.76
其它	(22.93)	1,419.42	247.76	355.13	471.95
经营活动现金流	2,578.89	294.19	6,641.40	(811.30)	8,072.06
资本支出	1,547.12	2,064.93	79.78	80.00	50.00
长期投资	412.30	247.23	0.00	0.00	0.00
其他	(3,519.74)	(5,660.09)	56.33	20.00	80.00
投资活动现金流	(1,560.32)	(3,347.93)	136.11	100.00	130.00
债权融资	6,787.94	8,653.25	5,391.37	4,852.17	4,292.44
股权融资	(341.19)	2,211.55	269.72	(49.67)	21.66
其他	(6,310.02)	(7,689.54)	(9,056.55)	(5,889.44)	(5,454.86)
筹资活动现金流	136.73	3,175.26	(3,395.46)	(1,086.94)	(1,140.76)
汇率变动影响	0.00	0.00	36.00	30.00	37.00
现金净增加额	1,155.30	121.52	3,418.05	(1,768.24)	7,098.29

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	25,950.27	33,865.76	37,603.27	43,100.17	47,341.03
营业成本	20,738.41	27,459.92	31,773.54	36,159.48	39,314.22
营业税金及附加	118.07	128.11	150.41	177.18	187.69
营业费用	916.60	1,065.88	1,128.10	1,293.00	1,420.23
管理费用	1,660.20	919.75	2,105.78	2,413.61	2,745.78
财务费用	387.73	504.09	474.26	302.35	210.37
资产减值损失	113.06	175.41	128.61	139.03	147.68
公允价值变动收益	(4.67)	(1.40)	0.06	0.02	(0.03)
投资净收益	185.79	107.62	120.00	120.00	120.00
其他	(678.32)	458.30	(240.11)	(240.04)	(239.94)
营业利润	2,513.41	3,048.07	1,962.63	2,735.54	3,435.03
营业外收入	62.69	10.11	150.00	74.27	78.13
营业外支出	10.65	14.97	12.50	12.71	13.39
利润总额	2,565.45	3,043.21	2,100.13	2,797.10	3,499.77
所得税	329.69	395.85	273.02	363.62	454.97
净利润	2,235.76	2,647.37	1,827.11	2,433.48	3,044.80
少数股东损益	126.93	115.78	73.08	113.97	132.52
归属于母公司净利润	2,108.83	2,531.59	1,754.03	2,319.50	2,912.28
每股收益(元)	1.11	1.33	0.92	1.22	1.53

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	41.74%	34.40%	30.36%	22.11%	16.13%
营业利润	112.25%	59.80%	56.90%	34.58%	25.01%
归属于母公司净利润	129.81%	60.20%	56.09%	33.09%	23.88%
获利能力					
毛利率	21.10%	20.08%	21.80%	22.50%	23.12%
净利率	6.82%	8.13%	9.73%	10.61%	11.31%
ROE	22.51%	20.38%	23.94%	24.76%	24.04%
ROIC	21.17%	25.33%	23.82%	37.85%	32.33%
偿债能力					
资产负债率	65.60%	60.81%	50.72%	47.01%	41.37%
净负债率	35.91%	27.60%	34.82%	15.69%	28.91%
流动比率	1.27	1.39	1.70	1.92	2.28
速动比率	0.90	1.05	1.22	1.43	1.73
营运能力					
应收账款周转率	4.80	5.06	6.00	5.14	4.80
存货周转率	5.32	5.88	6.14	6.19	6.24
总资产周转率	1.10	1.08	1.16	1.26	1.24
每股指标(元)					
每股收益	0.69	1.11	1.73	2.30	2.85
每股经营现金流	1.35	0.15	3.49	-0.43	4.24
每股净资产	3.07	5.44	7.22	9.30	11.86
估值比率					
市盈率	32.49	20.28	13.00	9.76	7.88
市净率	7.31	4.13	3.11	2.42	1.89
EV/EBITDA	11.61	19.61	9.34	7.58	5.18
EV/EBIT	14.17	23.23	9.96	7.98	5.41

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com