

海油发展 (600968)

证券研究报告
2019年06月23日

新股报告：海洋油气多元服务供应商

行业	采掘/采掘服务
发行价格	2.04元
合理估值	2.5元

发行数据

总股本(万股)	1,016,510
发行数量(万股)	186,510
网下发行(万股)	18,651
网上发行(万股)	167,859
保荐机构	中国国际金融股份有限公司
发行日期	2019/6/14
发行方式	网上发行,网下配售

作者

张樨樨	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517120003 zhangxixi@tfzq.com	
贾广博	分析师
SAC 执业证书编号: S1110519010002 jiaguangbo@tfzq.com	
刘子栋	联系人
liuzidong@tfzq.com	
郑小兵	联系人
zhengxiaobing@tfzq.com	

股东信息

中国海洋石油集团有限公司	97.78%
中海石油投资控股有限公司	2.22%

公司简介: 海油发展系中海油旗下的能源服务公司,公司依托海洋石油各主要生产环节,提供能源技术、FPSO 生产技术、能源物流、安全环保与节能产品等服务。本次公开发行股份 18.65 亿股,每股价格 2.04 元,融资净额 37.33 亿元,发行后总股本为 101.65 亿股,中海油持有发行后 81.65% 的股权。

油服行业: 1) **全球油服温和复苏。**2019 年,世界原油资本开支预计继续小幅上涨 6%,涨幅大的部分从页岩气转向了传统油气开发项目。2) **海上油服是全球亮点。**随着油价的回暖,海上原油开发的资本支出显著回升。同时,海洋油气大力降低开发成本,实现了明显的降本增效。3) **国内上游勘探资本开支保持较快增长。**2019 年中国三大石油公司勘探开发投资将继续上涨 23%至 3679 亿元,其中中海油 19 年目标实现 700-800 亿。

公司核心竞争力: 1) 能源技术覆盖开采全流程,公司能够提供包括钻井工艺方案设计、油田工具服务、钻采环保等一体化服务; 2) 近海唯一 FPSO 一体化提供商,公司是中国海油发展 FPSO 业务的唯一平台, FPSO 业务覆盖全产业生命周期; 3) 能源物流助力全产业链建设,公司是中国近海唯一一家专业配餐服务提供商,在中国海上配餐和陆地配餐市场占据主导地位; 4) 环保节能保障生产可持续,公司目前已拥有国家乙级建设项目环境影响评价证书,是国内唯一一家溢油应急海洋环保服务提供商,并且公司也是国内最大的水处理药剂生产企业之一。

国际公司比较: 公司在能源技术服务业务的主要可比公司为哈里伯顿、斯伦贝谢、BHGE 等综合性石油服务公司,在上个低油价周期,各油服公司的盈利水平都较为低迷,而随着原油市场的逐渐复苏,各公司的销售收入与净利润都有所回暖。海油发展的 FPSO 数量在 FPSO 运营商中位列亚洲第二、全球第五,占有中国近海 FPSO 生产技术市场的绝对主导地位。

预测 19-21 年公司净利润为 15/19/21 亿元,对应 EPS 为 0.15/0.19/0.20 元/股。根据公司所在油服行业平均 PB 水平为 1.5 倍,我们认为公司合理价格在 2.5 元左右。

风险提示: 油价下跌风险,油公司资本开支下降风险,公司募投项目进度不达预期风险

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	23,703.66	28,974.75	30,800.35	32,852.12	34,913.21
增长率(%)	22.34	22.24	6.30	6.66	6.27
EBITDA(百万元)	3,857.90	3,732.08	2,652.54	3,177.14	3,359.65
净利润(百万元)	1,176.91	1,065.90	1,498.17	1,931.50	2,074.50
增长率(%)	89.19	(9.43)	40.55	28.92	7.40
EPS(元/股)	0.12	0.10	0.15	0.19	0.20
市盈率(P/E)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市净率(P/B)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市销率(P/S)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源: wind, 天风证券研究所



内容目录

1. 公司简介.....	4
2. 油服行业.....	5
2.1. 全球油服温和复苏.....	5
2.2. 海上油服是全球亮点.....	6
2.3. 国内上游勘探资本开支保持较快增长.....	6
3. 公司主要业务及核心竞争力.....	7
3.1. 能源技术覆盖开采全流程.....	7
3.2. 近海唯一 FPSO 一体化提供商.....	7
3.3. 能源物流助力全产业链建设.....	8
3.4. 环保节能保障生产可持续.....	8
4. 国际公司对比.....	9
5. 盈利预测.....	11

图表目录

图 1: 公司股权结构.....	4
图 2: 公司主要服务流程.....	4
图 3: 公司营业收入与增速 (百万元).....	4
图 4: 公司归母净利润与增速 (百万元).....	4
图 5: 2018 年公司营收结构.....	5
图 6: 2018 年公司毛利结构.....	5
图 7: 原油资本开支变动情况 (十亿美元).....	5
图 8: 世界原油投资分布情况.....	5
图 9: 海上原油资本开发支出 (十亿美元).....	6
图 10: 海上天然气资本开发支出 (十亿美元).....	6
图 11: 中海油资本开支结构 (亿元).....	6
图 12: 公司向中海油系销售情况 (亿元).....	6
图 13: 能源技术服务分部近三年营收与毛利率 (百万元).....	9
图 14: FPSO 生产技术服务分部近三年营收与毛利率 (百万元).....	9
图 15: 能源物流服务分部近三年营收与毛利率 (百万元).....	9
图 16: 安全环保与节能分部近三年营收与毛利率 (百万元).....	9
图 17: 海油发展经营情况 (百万人民币).....	9
图 18: BHGE 经营情况 (百万美元).....	9
图 19: 斯伦贝谢经营情况 (百万美元).....	10
图 20: 哈里伯顿经营情况 (百万美元).....	10
图 21: 各主要 FPSO 生产商 FPSO 拥有数量 (艘).....	10
图 22: Bw Offshore (百万美元).....	10
图 23: MODEC 经营情况 (百万日元).....	10

图 24: SBM Offshore 经营情况 (百万美元)	10
图 25: Teekay Offshore 经营情况 (百万美元)	10
表 1: 三大石油公司资本性开支情况 (亿元)	6
表 2: 公司研发能力情况 (项)	7
表 3: 在役 FPSO 情况	7
表 4: FPSO 运营情况	8
表 5: 物流服务质量	8
表 6: 销售协调及贸易量 (万吨)	8
表 7: 配餐服务情况 (万人天)	8
表 8: 公司盈利预测表 (亿元)	11
表 9: 同行业估值水平	12

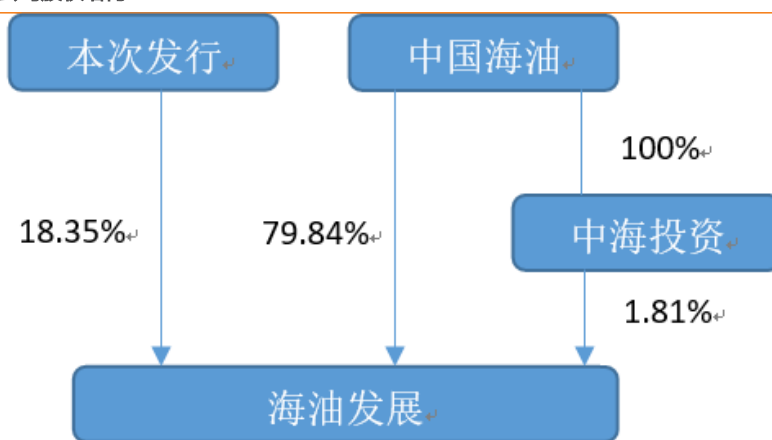
1. 公司简介

海油发展前身是由中国海油出资注册成立立于 2005 年 2 月 22 日的基地集团。公司依托海洋石油各主要生产环节，提供能源技术、FPSO 生产技术、能源物流、安全环保与节能产品等服务。

公司重点发展了 FPSO 生产技术服务、油田化学服务、多功能生活支持平台、油田装备运维、数据信息、监督监理等业务，为海洋石油公司的稳产增产提供技术及装备保障；同时通过物流、销售、配餐等能源物流服务提供全方位综合性生产及销售支持。另一方面，公司面向安全环保与节能市场，发展安全环保技术服务、LNG 冷能综合利用、溢油应急响应、工业水处理、涂料与工业防护、催化剂等节能环保技术及产品。

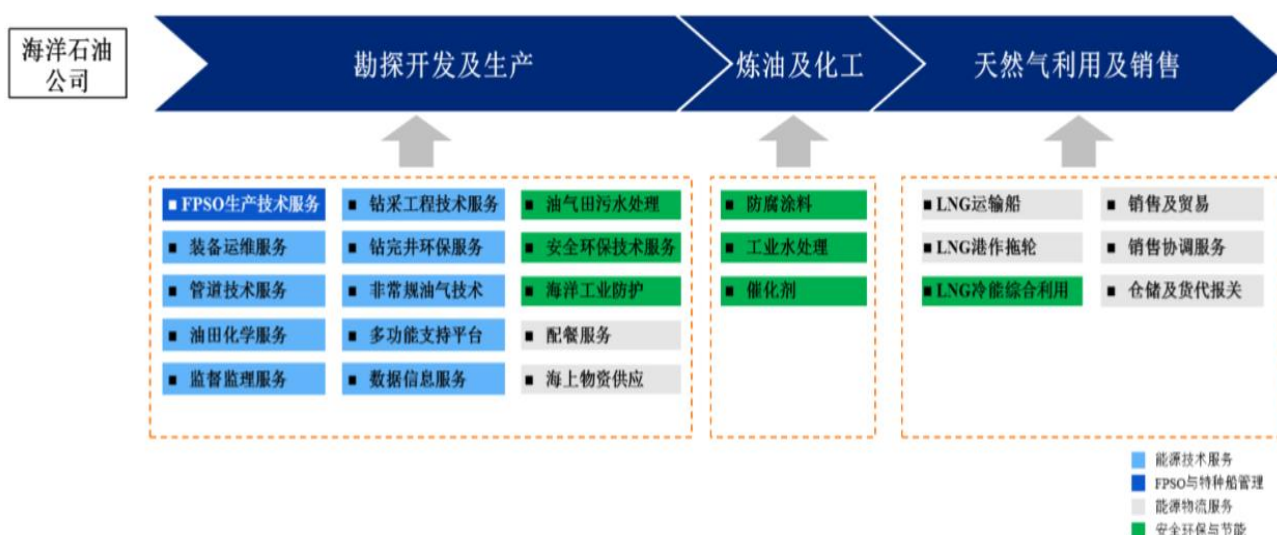
本次公开发行 18.65 亿股，每股价格 2.04 元，融资净额 37.33 亿元，发行后总股本为 101.65 亿股。中国海洋石油总公司是公司的控股股东和实际控制人，通过直接和间接的方式合计持有公司发行股份后 81.65% 的股权。

图 1：公司股权结构



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 2：公司主要服务流程

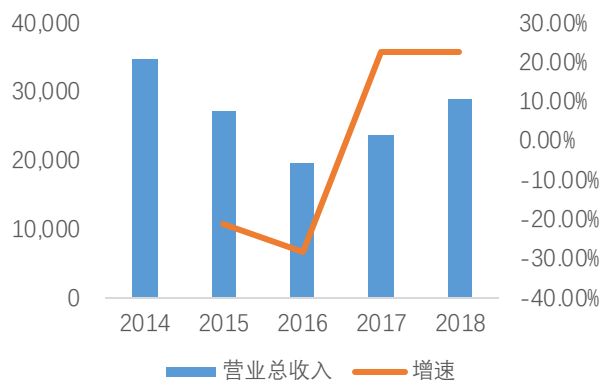


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

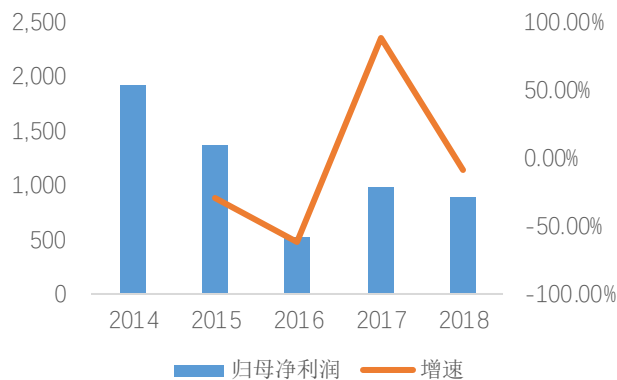
经历 14-16 年行业下行周期后，2016-2018 年营业收入复合增长率 22.3%，归母净利润复合增长率为 3.64%。

图 3：公司营业收入与增速（百万元）

图 4：公司归母净利润与增速（百万元）



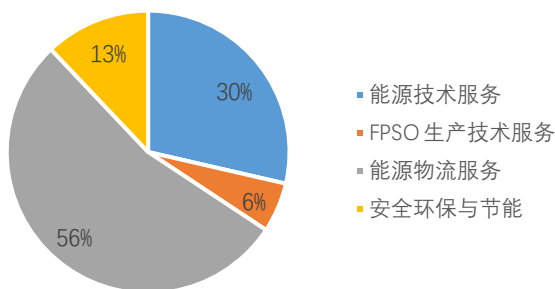
资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

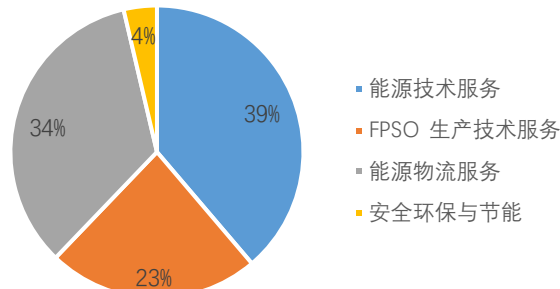
公司业绩主要来源于能源物流服务、能源技术服务以及 FPSO 生产技术服务, 2018 年的收入占比中分别达到 56%、30%、6%, 毛利占比中分别达到 34%、39%、23%, 今后伴随油服行业的景气上行, 公司业绩有望不断提升。

图 5: 2018 年公司营收结构



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

图 6: 2018 年公司毛利结构



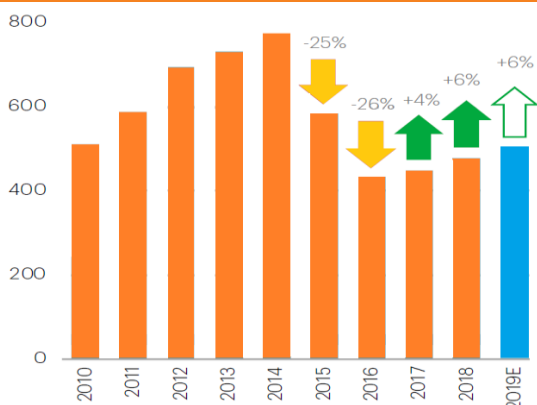
资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

2. 油服行业

2.1. 全球油服温和复苏

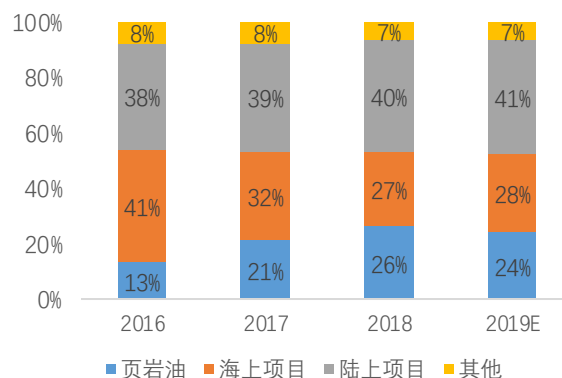
油服行业的需求来自于油公司的资本支出。根据国际能源署 2019 年世界能源投资报告, 2018 年由于油价整体较上年更高, 世界原油资本开支上涨 6%, 并转向短周期项目。而 2019 年, 世界原油资本开支预计继续小幅上涨 6%, 但其中与 2018 年不同的是, 2019 年涨幅大的部分从页岩气转向了传统油气开发项目。

图 7: 原油资本开支变动情况 (十亿美元)



资料来源: IEA, 天风证券研究所

图 8: 世界原油投资分布情况

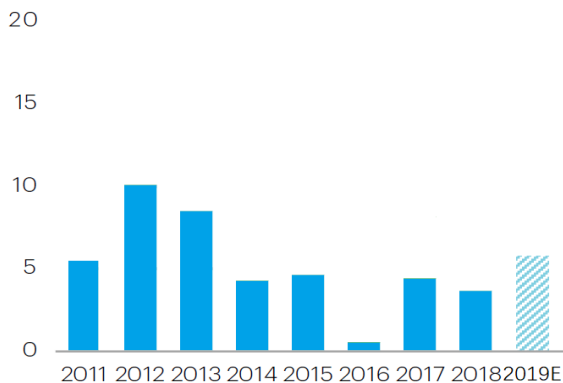


资料来源: IEA, 天风证券研究所

2.2. 海上油服是全球亮点

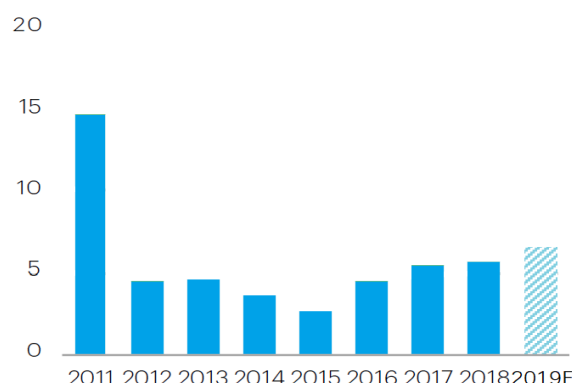
随着油价的回暖，海上原油开发的资本支出显著回升。同时，海洋油气大力降低开发成本，减少开发所需时间，实现了明显的降本增效。如埃克森美孚测算其名下位于巴西的深水项目 IRR 可达到 30%，而准备进入的安哥拉项目也可在油价位于 50 美元/桶时获得 20% 的 IRR。

图 9：海上原油资本开发支出（十亿美元）



资料来源：IEA, 天风证券研究所

图 10：海上天然气资本开发支出（十亿美元）



资料来源：IEA, 天风证券研究所

2.3. 国内上游勘探资本开支保持较快增长

2017 年、2018 年中国三大石油公司勘探开发投资上升至 2431 亿元、3004 亿元，分别同比上涨 15%、24%，2019 年预计将继续上涨 23% 至 3679 亿元。中海油的资本开支已由 2017 年的 490 亿增长至 2018 年的 621 亿，19 年目标实现 700-800 亿。

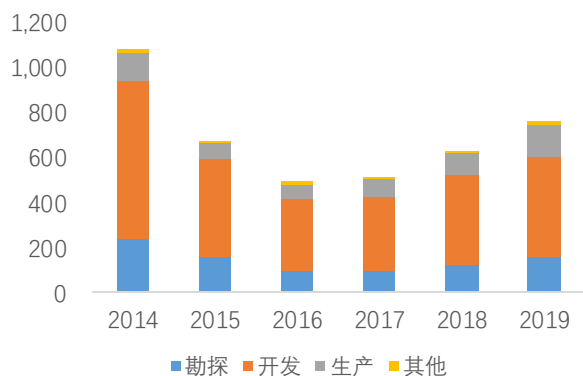
此外，公司在中海油体外销售占比也在不断提升，表明公司综合竞争实力在不断增强，客户结构多元化。

表 1：三大石油公司资本性开支情况（亿元）

	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
中石油资本性开支	3,006	2,560	2,162	1,724
其中：勘探开发投资	2,282	1,961	1,620	1,303
中石化资本性开支	1,363	1,180	994	765
其中：勘探开发投资	596	422	313	322
中海油资本性开支	801	621	497	495
其中：勘探开发投资	801	621	497	487
合计	5,170	4,361	3,653	2,984
其中：勘探开发投资合计	3,679	3,004	2,431	2,112

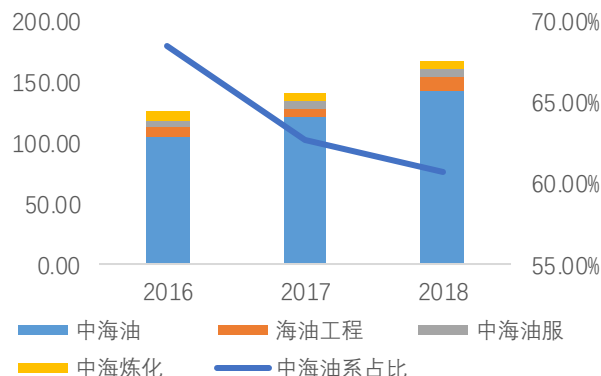
资料来源：公司公告, 天风证券研究所

图 11：中海油资本开支结构（亿元）



资料来源：公司公告, 天风证券研究所

图 12：公司向中海油系销售情况（亿元）



资料来源：公司公告, 天风证券研究所

3. 公司主要业务及核心竞争力

公司主要提供四大类服务：能源技术、FPSO 生产技术、能源物流、安全环保与节能产品及服务。

3.1. 能源技术覆盖开采全流程

能源技术领域公司主要提供包括工程技术、装备运维、管道技术、数据信息在内的全方位技术服务，并侧重于海洋油气生产阶段，从提高油田采收率、监督监理、多功能生活支持平台、装备检测维护、海上通讯等各个方面为海洋石油公司的生产作业提供保障。公司能够提供包括钻完井工艺方案设计、油田工具服务、钻采环保等一体化服务。

表 2：公司研发能力情况（项）

名称	数量
已授权专利	1272
国家及省部级科研奖励	235
企业科技中心数量	28
本科学位员工比例	57.93%
硕士学位员工比例	10.67%

资料来源：招股书，天风证券研究所

此外，也是中国近海多功能生活支持平台服务的主要提供商，拥有三艘生活支持平台（渤海自立号、海洋石油 281 号和海洋石油 282 号），是目前中国近海为数不多可以提供生活支持服务的船舶。

3.2. 近海唯一 FPSO 一体化提供商

FPSO (Floating Production Storage and Offloading)，即浮式生产储油卸油装置，与其他形式石油生产平台相比，FPSO 具有抗风浪能力强、适应水深范围广、储/卸油能力大，以及可转移、重复使用的优点，广泛适合于远离海岸的深海、浅海海域及边际油田的开发，已成为海上油气田开发的主流生产方式。

海油发展是国内唯一一家具备 FPSO 运营能力的能源技术服务公司，是中国海油发展 FPSO 业务的唯一平台。公司 FPSO 业务具有较强的全产业生命周期资源整合能力，覆盖 FPSO 设计、建造、调试、运营管理、升级改造等各个主要环节，可实现 FPSO 的建设与操作运营的无缝衔接，合理规划 FPSO 的建造投资和运营成本，保证 FPSO 全生命周期的最优化管理。目前公司运营的 FPSO 使用率维持高位。

表 3：在役 FPSO 情况

名称	吨位 (万吨)	载重量 (万吨)	服役油田	作业者	建造年份	最近改造年份
海洋石油 102	3.57	5.31	暂停泊	暂无	1990 年	2009 年
海洋石油 105	3.87	7.55	暂停泊	暂无	1993 年	2010 年
海洋石油 111	9.24	14.07	番禺 4-2/5-1	中海石油 (中国) 有限公司番禺作业公司	2003 年	2018 年
海洋石油 112	10.51	15.66	曹妃甸 11-1/2/6	中海石油 (中国) 有限公司曹妃甸作业公司	2004 年	-
海洋石油 113	9.65	15.75	渤中 25-1	中海油有限公司天津分公司秦皇岛 32-6 渤中作业公司	2004 年	2013 年
海洋石油	7.55	11.88	西江	中海石油 (中国) 有限公司深圳分公	2007 年	-

115			23-1	司西江油田作业区		
海洋石油	7.55	12.31	文昌油	中海石油（中国）有限公司湛江分公	2007 年	-
116			田群	司文昌油田群作业公司		
海洋石油	10.95	15.79	恩平	中海石油（中国）有限公司深圳分公	2014 年	-
118			24-2 油	司恩平油田作业区		
			田			

资料来源：招股书，天风证券研究所

表 4：FPSO 运营情况

项目名称	2018 年	2017 年	2016 年
作业天数（船天）	2096	2190	2504
日历天使用率	95.7%	100%	100%
平均日费率（万元）	66.7	71.2	76.6

资料来源：招股书，天风证券研究所

3.3. 能源物流助力全产业链建设

公司能源物流服务侧重于为海洋石油行业的生产环节和中下游领域提供支持服务，通过海上物资供应及配餐服务为海上油气田开采提供后勤保障，并通过物流及销售服务协助石油公司将各类油气产品向下游批发及零售商分销。

此外，公司还是中国近海唯一一家专业配餐服务提供商，在中国海上配餐和陆地配餐市场占据主导地位。公司配餐服务的主要客户包括中海油、中石油、中石化三大国内石油公司，以及康菲、阿纳达科、壳牌等大型国际石油公司，业务范围遍及全中国海域及部分大中城市。

表 5：物流服务质量

	2016	2017	2018
海上物资供应（万吨）	59.4	63.7	78.1
货物代理（万吨）	24.8	22	31.5
报关报检（票）	1867	2179	1418
仓储面积（万平方米）	94.1	92.3	97.4

资料来源：招股书，天风证券研究所

表 6：销售协调及贸易量（万吨）

	2016	2017	2018
销售协调服务量	5145	4971	4989
液化石油气	129.5	106.99	74.99
凝析油	51.5	46.22	44.09
其他石油化工产品	10.62	10.19	8.44

资料来源：招股书，天风证券研究所

表 7：配餐服务情况（万人天）

	2016	2017	2018
陆上配餐	422	404	450
海上配餐	610	717	793

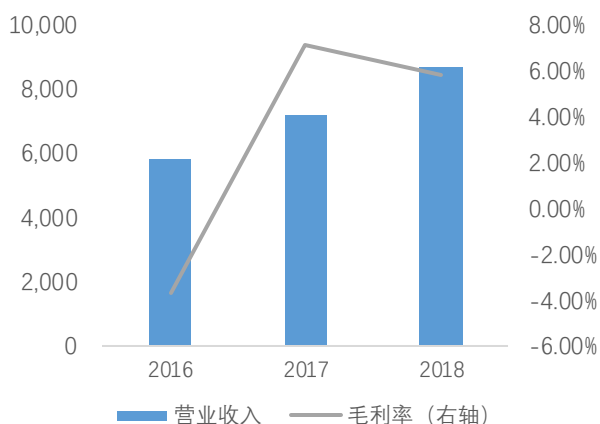
资料来源：招股书，天风证券研究所

3.4. 环保节能保障生产可持续

公司的环保及节能服务主要包括海上溢油应急服务、安全环保技术服务、工业水处理、人力资源与培训服务、涂料与海洋工业防护、催化剂、LNG 冷能综合利用及节能与环保检测等。截至 2018 年 12 月 31 日，本公司拥有国际先进的环保工作船 9 艘。公司目前已拥有国家乙级建设项目环境影响评价证书，是国内唯一一家溢油应急海洋环保服务提供商。

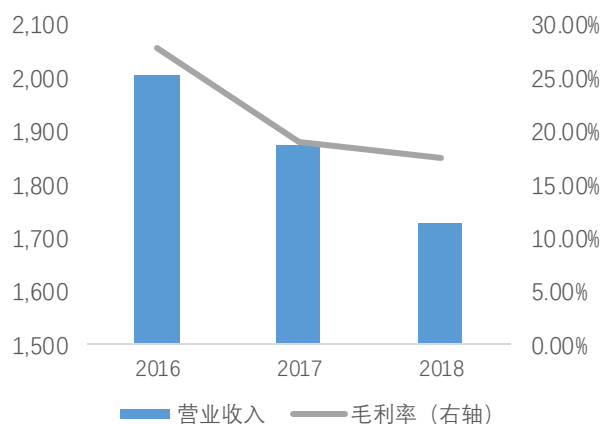
此外，公司在工业水处理和环保涂料等领域也具备全国领先地位。公司是国内最大的水处理药剂生产企业之一，已建成国家工业水处理工程技术研究中心，并负责运营国家涂料工程技术研究中心。

图 13：能源技术服务分部近三年营收与毛利率（百万元）



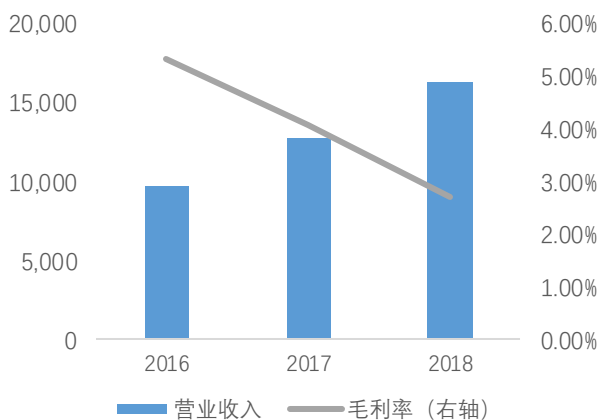
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 14：FPSO 生产技术服务分部近三年营收与毛利率（百万元）



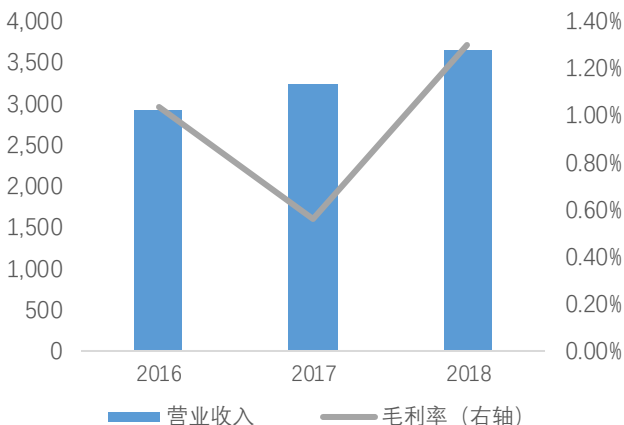
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 15：能源物流服务分部近三年营收与毛利率（百万元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 16：安全环保与节能分部近三年营收与毛利率（百万元）

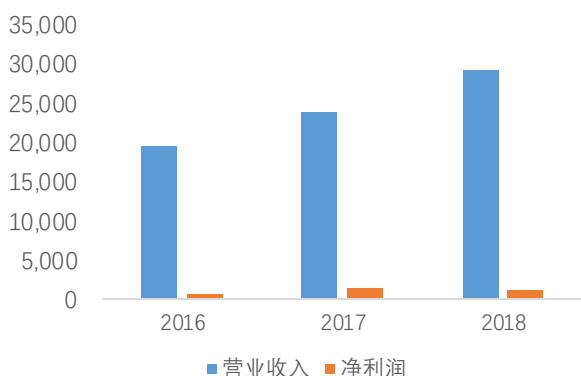


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4. 国际公司对比

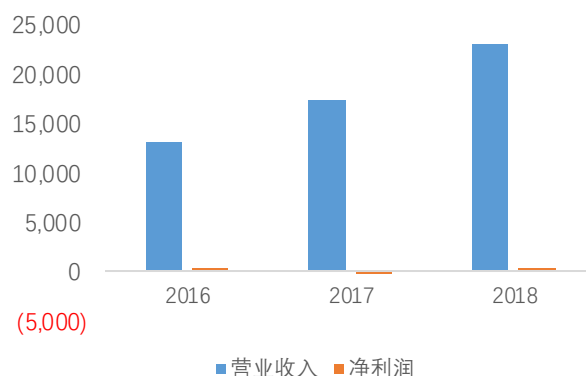
公司在能源技术服务业务的主要可比公司为哈里伯顿、斯伦贝谢、BHGE 等综合性石油服务公司。可以看到在上个低油价周期，各油服公司的盈利水平都较为低迷。而随着原油市场的逐渐复苏，各公司的销售收入与净利润都有所回暖。

图 17：海油发展经营情况（百万人民币）



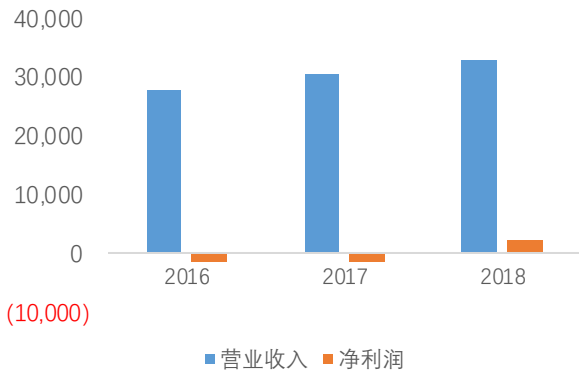
资料来源：招股书，天风证券研究所

图 18：BHGE 经营情况（百万美元）



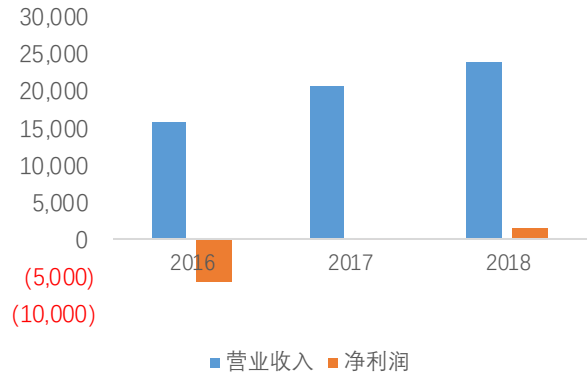
资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 19：斯伦贝谢经营情况（百万美元）



资料来源：公司官网，天风证券研究所

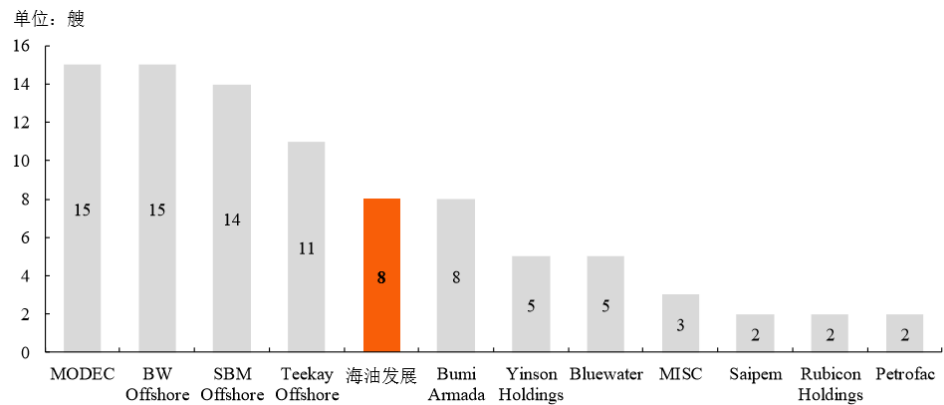
图 20：哈里伯顿经营情况（百万美元）



资料来源：公司官网，天风证券研究所

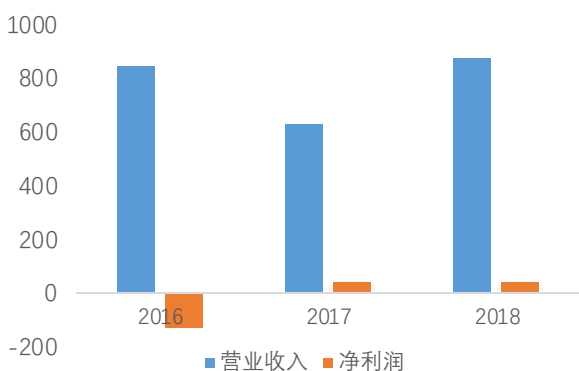
而在 FPSO 制造方面，截至 2018 年 6 月底，全球共有运营中的 FPSO215 艘，公司在国际 FPSO 市场上主要竞争对手为 BW Offshore、MODEC、SBM Offshore、Teekay Offshore 等，海油发展的 FPSO 数量在 FPSO 运营商中位列亚洲第二、全球第五，占有中国近海 FPSO 生产技术市场的绝对主导地位。

图 21：各主要 FPSO 生产商 FPSO 拥有数量（艘）



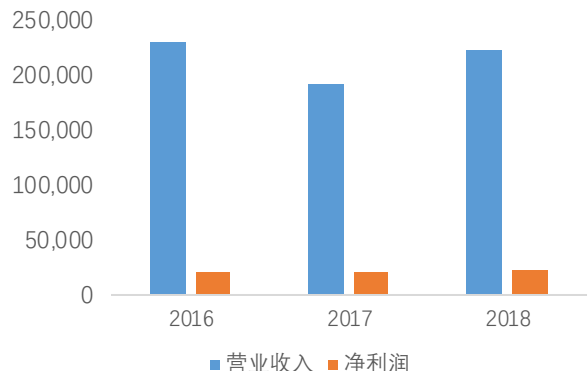
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 22：Bw Offshore（百万美元）



资料来源：公司官网，天风证券研究所

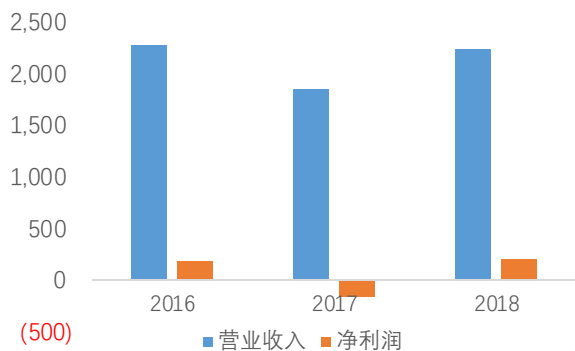
图 23：MODEC 经营情况（百万日元）



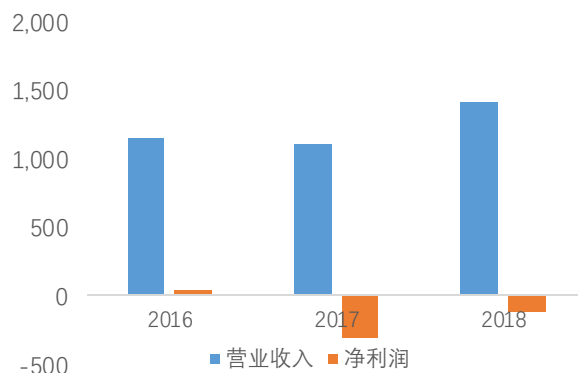
资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 24：SBM Offshore 经营情况（百万美元）

图 25：Teekay Offshore 经营情况（百万美元）



资料来源：公司官网，天风证券研究所



资料来源：公司官网，天风证券研究所

5. 盈利预测

经营假设：

- 1) 能源技术服务板块，假设公司收入增速与全球资本开支增速保持一致，预计 19-21 年收入增速为 6%，毛利率小幅提升。
- 2) FPSO 生产技术服务板块，假设日费每年稳定增长，预计 19-21 年收入增速为 8%、5%、5%，毛利率逐年提升。
- 3) 能源物流服务板块，假设物资供应量、化工品贸易量、配餐服务量逐年提升，预计 19-21 年收入增速为 5%、7%、6%，毛利率小幅上升并维持稳定。
- 4) 安全环保与节能板块，假设公司工作量与产品销量均有提升，预计 19-21 年收入增速为 8%、6%、6%，毛利率小幅提升。

表 8：公司盈利预测表（亿元）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
能源技术服务								
收入	113.2	81.0	58.1	71.9	86.6	91.8	97.3	103.2
增速		-28.5%	-28.2%	23.7%	20.4%	6.0%	6.0%	6.0%
毛利率	20.1%	18.7%	8.5%	14.5%	16.2%	18.0%	20.0%	20.0%
FPSO 生产技术服务								
收入	19.9	24.5	20.1	18.7	17.3	18.6	19.6	20.5
增速		22.9%	-18.0%	-6.6%	-7.8%	8%	5.3%	4.9%
毛利率	36.6%	40.8%	35.5%	35.5%	25.4%	30.0%	33.0%	35.0%
能源物流服务								
收入	158.2	129.8	97.5	127.9	162.5	171.0	182.6	193.8
增速		-17.9%	-24.9%	31.2%	27.1%	5.2%	6.8%	6.1%
毛利率	9.1%	11.5%	11.2%	9.6%	7.6%	10.0%	10.0%	10.0%
安全环保与节能								
收入	35.9	31.8	29.3	32.3	36.6	39.6	42.1	44.7
增速		-11.3%	-8.0%	10.5%	13.1%	8.3%	6.2%	6.2%
毛利率	25.6%	26.3%	20.2%	17.5%	16.7%	18.0%	20.0%	20.0%
内部抵消	-13.9	-18.0	-11.2	-13.8	-13.2	-13.0	-13.0	-13.0

资料来源：wind，天风证券研究所

预测 19-21 年公司净利润为 15/19/21 亿元，对应 EPS 为 0.15/0.19/0.20 元/股。根据公司所在油服行业平均 PB 水平为 1.5 倍，我们认为公司合理价格在 2.5 元左右。

表 9：同行业估值水平

公司名称	PB
海油工程	1.1
中海油服	1.33
贝克休斯	1.49
斯伦贝谢	1.49
哈里伯顿	2.08
平均	1.50

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,064.18	1,005.68	2,464.03	6,994.32	9,086.92	营业收入	23,703.66	28,974.75	30,800.35	32,852.12	34,913.21
应收票据及应收账款	8,164.57	9,201.11	11,740.12	9,290.63	13,046.90	营业成本	20,333.59	25,399.35	26,355.03	27,793.09	29,501.82
预付账款	187.14	160.77	233.10	165.67	257.10	营业税金及附加	211.67	189.14	263.61	263.00	268.74
存货	628.98	546.51	1,096.28	462.01	1,339.96	营业费用	187.29	246.58	253.87	269.98	290.61
其他	570.21	672.88	837.94	595.36	901.88	管理费用	1,028.25	1,252.70	1,421.49	1,453.88	1,555.28
流动资产合计	10,615.09	11,586.96	16,371.47	17,507.99	24,632.75	研发费用	524.67	640.48	680.83	726.19	771.75
长期股权投资	1,063.67	1,631.35	1,631.35	1,631.35	1,631.35	财务费用	260.85	232.62	176.52	138.69	142.14
固定资产	12,251.98	11,850.95	11,318.37	10,779.96	10,225.07	资产减值损失	(18.89)	(7.68)	0.00	0.00	0.00
在建工程	383.83	150.56	126.34	123.80	104.28	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	1,902.16	1,826.31	1,766.25	1,706.19	1,646.12	投资净收益	130.25	206.43	150.16	150.16	150.16
其他	603.07	733.09	595.94	407.50	356.11	其他	(455.60)	(596.77)	(300.31)	(300.31)	(300.31)
非流动资产合计	16,204.72	16,192.27	15,438.24	14,648.80	13,962.93	营业利润	1,501.57	1,411.89	1,799.15	2,357.46	2,533.03
资产总计	26,819.80	27,779.22	31,809.71	32,156.78	38,595.69	营业外收入	38.45	37.21	68.97	48.21	51.46
短期借款	4,038.84	3,600.00	1,957.38	3,500.00	3,500.00	营业外支出	10.35	15.45	9.99	11.93	12.46
应付票据及应付账款	4,271.69	5,135.79	6,412.84	4,764.00	7,142.16	利润总额	1,529.67	1,433.64	1,858.13	2,393.74	2,572.04
其他	2,968.28	2,574.29	4,065.52	2,460.01	4,376.35	所得税	291.45	310.25	278.72	359.06	385.81
流动负债合计	11,278.80	11,310.08	12,435.74	10,724.02	15,018.51	净利润	1,238.23	1,123.40	1,579.41	2,034.68	2,186.23
长期借款	1,652.08	1,578.04	1,206.77	1,300.00	1,200.00	少数股东损益	61.31	57.50	81.24	103.18	111.74
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	1,176.91	1,065.90	1,498.17	1,931.50	2,074.50
其他	672.30	952.22	915.93	846.82	904.99	每股收益(元)	0.12	0.10	0.15	0.19	0.20
非流动负债合计	2,324.38	2,530.26	2,122.70	2,146.82	2,104.99						
负债合计	13,603.18	13,840.33	14,558.44	12,870.83	17,123.50	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	474.78	415.60	496.84	600.02	711.76	成长能力					
股本	8,300.00	8,300.00	10,165.10	10,165.10	10,165.10	营业收入	22.34%	22.24%	6.30%	6.66%	6.27%
资本公积	(176.62)	(176.40)	(176.40)	(176.40)	(176.40)	营业利润	78.05%	-5.97%	27.43%	31.03%	7.45%
留存收益	4,351.79	5,091.16	6,589.33	8,520.83	10,595.32	归属于母公司净利润	89.19%	-9.43%	40.55%	28.92%	7.40%
其他	266.67	308.53	176.40	176.40	176.40	获利能力					
股东权益合计	13,216.62	13,938.89	17,251.27	19,285.95	21,472.18	毛利率	14.22%	12.34%	14.43%	15.40%	15.50%
负债和股东权益总	26,819.80	27,779.22	31,809.71	32,156.78	38,595.69	净利率	4.97%	3.68%	4.86%	5.88%	5.94%
						ROE	9.24%	7.88%	8.94%	10.34%	9.99%
						ROIC	8.24%	7.24%	9.53%	11.99%	13.32%
						偿债能力					
						资产负债率	50.72%	49.82%	45.77%	40.03%	44.37%
						净负债率	39.25%	31.74%	6.02%	-9.39%	-18.92%
						流动比率	0.94	1.02	1.32	1.63	1.64
						速动比率	0.89	0.98	1.23	1.59	1.55
						营运能力					
						应收账款周转率	3.12	3.34	2.94	3.12	3.13
						存货周转率	39.13	49.30	37.50	42.16	38.75
						总资产周转率	0.87	1.06	1.03	1.03	0.99
						每股指标(元)					
						每股收益	0.12	0.10	0.15	0.19	0.20
						每股经营现金流	0.21	0.16	0.17	0.29	0.23
						每股净资产	1.25	1.33	1.65	1.84	2.04
						估值比率					
						市盈率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						市净率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						EV/EBIT	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com