



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

## 双主业齐头并进，业绩有望超预期

——博威合金（601137）

2017 年 01 月 09 日

推荐/首次

博威合金

调研简报

### 报告摘要：

公司收购康奈特后，主营将由“新材料”进阶为“新材料+新能源”，以有色合金材料为核心，以新能源为新的增长点，形成双轮驱动的产业格局和多元化的业务平台。

康奈特目前已具备年产约 280MW 太阳能电池及组件的生产能力，2016 年下半年越南二期生产线建成后将达到年产约 660MW。

- ◆ 康奈特从中国大陆采购原材料，采购成本低。我国是硅片制造大国，并由于“双反”政策，光伏产品出口受限，产能过剩，供应价格也相对较低。
- ◆ 越南水电成本和人工成本分别为国内成本的 1/2 和 1/3 左右，越南光伏产品未受到欧美国“双反”政策的影响，且越南于 2015 年签订 TPP 协定。越南生产成本更低，相对国内贸易环境更优越。
- ◆ GTM Research 预估美国 2016 年新增装机达到了 14.1GW，同比增幅 88%；ITC 政策延期将为 2016-2020 年美国光伏市场带来高达 25GW 的额外增量和 400 亿美元的额外光伏产业投资额。美国市场是康奈特最重要的目标市场，美国光伏市场在政府政策扶持下快速增长。

公司有色新材料主业：专注高端有色合金材料，研发能力强。公司的主要产品分为合金棒线和合金板带，2016 年拥有铜合金产能 12 万吨，2018 年拟建成 1.8 万吨高强高导特殊合金板带生产线，产能将达 13.8 万吨。

公司盈利预测及投资评级。收购康奈特后，公司的主营业务由“新材料”转为“新材料+新能源”双主业，以有色合金材料为核心，以新能源为新的增长点，形成双轮驱动的产业格局和多元化的业务平台。我们看好康奈特 2016 年产能的扩大，承诺业绩有望超预期。

我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.37/0.43/0.52 元，对应 PE 分别为 36/31/26 倍，给予公司“推荐”评级。

风险提示：铜合金销售不及预期，越南政治风险。

### 财务指标预测

| 指标        | 2014A    | 2015A    | 2016E    | 2017E    | 2018E    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元） | 2,853.49 | 2,919.10 | 4,414.27 | 4,855.69 | 5,341.27 |
| 增长率（%）    | 17.17%   | 2.30%    | 51.22%   | 10.00%   | 10.00%   |
| 净利润（百万元）  | 69.35    | 70.50    | 232.96   | 269.79   | 323.60   |
| 增长率（%）    | -17.47%  | 1.67%    | 230.43%  | 15.81%   | 19.94%   |
| 净资产收益率（%） | 3.48%    | 3.45%    | 9.24%    | 10.36%   | 11.98%   |
| 每股收益（元）   | 0.32     | 0.33     | 0.37     | 0.43     | 0.52     |
| PE        | 41.97    | 40.70    | 36.16    | 31.22    | 26.03    |
| PB        | 1.45     | 1.41     | 3.34     | 3.24     | 3.12     |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

### 郑岗钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

联系人：刘岗

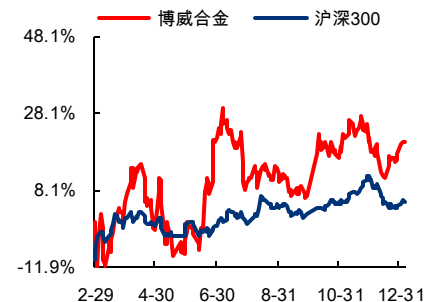
010-66554021

liugang@dxzq.net.cn

### 交易数据

|                |             |
|----------------|-------------|
| 52 周股价区间（元）    | 13.43-24.85 |
| 总市值（亿元）        | 84.24       |
| 流通市值（亿元）       | 57.75       |
| 总股本/流通 A 股（万股） | 62722/43000 |
| 流通 B 股/H 股（万股） | /           |
| 52 周日均换手率      | 0.85        |

### 52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

## 目 录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 1. 专注新材料和新能源，2016 年前三季度业绩大涨 .....   | 3  |
| 2. 募投收购康奈特，增厚公司业绩 .....             | 3  |
| 2.1 康奈特主营光伏产品，研发能力强 .....           | 4  |
| 2.2 康奈特具有经营优势 .....                 | 5  |
| 2.2.1 康奈特主要原材料从中国大陆采购，采购价格低 .....   | 6  |
| 2.2.2 康奈特在越南组织生产，生产成本低 .....        | 7  |
| 2.2.3 康奈特产品主要面向美国市场，美国光伏市场增速快 ..... | 8  |
| 3. 公司原有主业聚焦高端有色合金材料，研发能力强 .....     | 9  |
| 3.1 高端板带材产品率先突破，进入苹果供应链领域 .....     | 9  |
| 3.2 公司根据研发成果进行产业化的投资 .....          | 10 |
| 4. 盈利预测及估值 .....                    | 11 |
| 5. 风险提示 .....                       | 11 |

## 表格目录

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 表 1: 康奈特业绩承诺（万元） .....      | 4  |
| 表 2: 康奈特子公司 .....           | 4  |
| 表 3: 康奈特核心技术应用于大规模生产 .....  | 5  |
| 表 4: 康奈特经营模式 .....          | 6  |
| 表 5: 在越南和中国大陆建厂的税收差异 .....  | 7  |
| 表 6: 欧美对我国光伏产品双反政策一览表 ..... | 7  |
| 表 7: 公司研发技术产业化情况 .....      | 10 |
| 表 8: 公司在建生产线 .....          | 10 |
| 表 9: 公司盈利预测表 .....          | 12 |

## 插图目录

|                                    |   |
|------------------------------------|---|
| 图 1: 公司股权结构 .....                  | 3 |
| 图 2: 全球化产业布局 .....                 | 6 |
| 图 3: 美国家庭和商业屋顶光伏系统安装量及预测（兆瓦） ..... | 8 |
| 图 4: 美国光伏市场新增装机量及预测（兆瓦） .....      | 8 |
| 图 5: 公司合金棒线产品 .....                | 9 |
| 图 6: 公司合金板带产品 .....                | 9 |

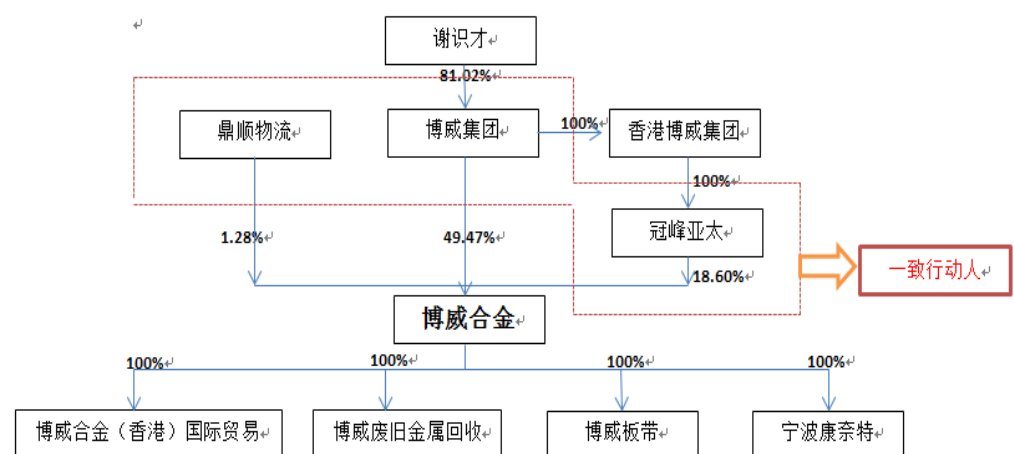
## 1. 专注新材料和新能源，2016 年前三季度业绩大涨

公司致力于高性能、高精度有色合金棒、线、板带新材料的研发、生产和销售，2016 年收购康奈特后，其太阳能光伏产品收入也成为公司的主营业务。

2016 年前三季度公司业绩大增，实现营业收入 30.09 亿，同比增长 24.96%；实现净利润 1.59 亿，同比增长 204.46%。净利润同比大涨的一方面原因是合金材料因新产品销售量增长及部分产品结构调整，净利润同比增长 38.6%；另一方面原因是本期并购的康奈特公司前三季度实现净利润 8 千万元。

2016 年 11 月，公司对其全资子公司康奈特和博威板带增资。增资完成后，康奈特、博威板带仍为公司全资子公司，康奈特注册资本由 4,000 万元变更为 55,000 万元；博威板带注册资本由 38,800 万元变更为 63,800 万元。此次增资将进一步提升子公司的经营能力，为子公司扩大业务规模，提高市场份额和扩大品牌知名度提供有力保障。

图 1：公司股权结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 2. 募投收购康奈特，增厚公司业绩

公司通过向特定对象非公开发行股份和支付现金购买宁波康奈特 100%股权，并募集配套资金不超过 15 亿元。其中，公司以发行股份的方式向谢朝春、博众投资、宏腾投资、恒运投资、宏泽投资购买其合计持有的宁波康奈特 40%的股权，以支付现金的方式向博威集团购买其持有的宁波康奈特 60%的股权。

表 1：康奈特业绩承诺（万元）

|               | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|---------------|--------|--------|--------|
| 净利润           | 10,000 | 11,700 | 13,400 |
| 扣除非经常性损益后的净利润 | 9,000  | 11,700 | 13,400 |

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

交易完成后，公司主营将由“新材料”进阶为“新材料+新能源”，以有色合金材料为核心，以新能源为新的增长点，形成双轮驱动的产业格局和多元化的业务平台。此次交易完成后，康奈特成为公司的全资子公司，其太阳能光伏产品收入将纳入上市公司主营业务范围，预计该块产品收入在公司主营业务中的占比将达到 30%以上。

## 2.1 康奈特主营光伏产品，研发能力强

康奈特的主要产品为多晶硅电池片及组件，目前已具备年产约 280MW 太阳能电池及组件的生产能力，2016 年下半年越南二期生产线建成后将达到年产约 660MW。康奈特的主营业务为太阳能电池片、组件的研发、生产和销售，并具备单晶硅电池片及组件量产能力。其产品主要销往美国、欧洲，自主品牌产品的客户主要为光伏电站系统集成商、光伏产品经销商；其还为全球知名光伏制造商贴牌加工电池片及组件。

表 2：康奈特子公司

| 子公司    | 持股比例 | 主营业务               |
|--------|------|--------------------|
| 越南博威尔特 | 100% | 制造和加工销售太阳能转化电池片及组件 |
| 香港奈斯   | 100% | 贸易结算               |
| 美国博威尔特 | 100% | 在美国市场销售自有品牌产品      |

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**康奈特拥有高端人才和核心技术优势，并通过研发投入将前沿生产技术应用于大规模生产。**截至 2016 年 1 月，越南博威尔特共有技术人员 23 名，专业领域覆盖材料、能源、机械、电子等。

**表 3：康奈特核心技术应用于大规模生产**

| 核心技术           | 概览                                                                                                                                                   |
|----------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 低反射率单、多晶硅片制绒技术 | 在常规制绒工艺的基础上通过改变溶液的配比、温度、反应时间等参数及使用制绒添加剂，在单晶硅及多晶硅表面形成特殊型态的绒面，使晶硅太阳能电池在不用大幅增加生产成本的前提下能有效地减少入射光的反射，提高光电转换效率                                             |
| 发射极掺杂控制技术      | 通过调控技术参数实现发射极最优化，能够有效控制掺杂浓度的深度变化从而可减少表面死层所导致的载流子复合，提高太阳能电池的光电转换效率。透过掺杂工艺的控制可以大幅提高方阻的均匀性，减小方阻值偏差，以此再提高量产电池良率及产品品质                                     |
| 电池背反射光技术       | 在扩散后的刻蚀过程中改变反应溶液的配比、温度、反应时间等参数，即可实现电池背面的抛光，提高背面的光反射率。抛光的晶片背面可以提高透射光返回硅片内的被利用率，进而增加电流输出；而抛光后的较平坦的硅片表面其粗糙度显著降低，即减小了硅片背面的表面积，以此可降低背表面的复合损失，再提高电池的光电转换效率 |
| 抗反射膜复合层叠技术     | 利用等离子体化学气相沉积（PECVD）工艺在太阳能电池片上沉积多层折射率和厚度不同的硅化合物薄膜来减少入射光的反射，可有效地再提高入射光能的利用率，并对电池正面表面起到钝化的作用。                                                           |
| 丝网印刷金属化技术      | 采用新材质、新设计的网版，有效地减少遮光面积，进一步提升电池片效率。通过浆料配方调整、印刷参数调控等各工序技术的整合、优化和创新，采用新材质、新设计的网版在降低银浆于单片电池之耗用上亦有显著的助益 达到了降本和增效的双重效果                                     |

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**光伏电池的转换效率为电池企业的核心竞争力，预计技术改造后，康奈特的多、单晶硅电池片量产的平均光电转换效率将分别达到 19.0%、20.5%以上。**康奈特目前多、单晶硅电池片量产的平均光电转换效率分别为 18.2%、19.3%。预计使用 PERC（钝化发射极背面接触）技术后，转换效率将分别达到 19.0%、20.5%以上，成本仍有进一步下降的空间。

## 2.2 康奈特具有经营优势

**康奈特的经营模式分为自主品牌、OEM 和委托加工，三种模式的毛利率均较高。**康

奈特通过 OEM 和委托加工方式逐渐打入欧美市场，为自主品牌经营模式打下基础。

使用自主品牌有利于打造公司品牌和知名度，扩展公司业务，拥有更高的毛利率。

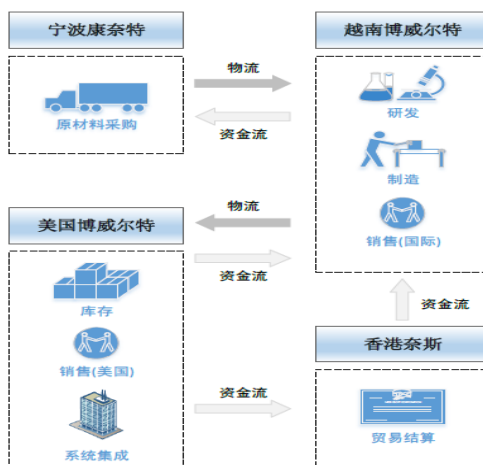
表 4：康奈特经营模式

| 经营模式 | 采购模式                     | 生产模式               | 销售模式                                                  | 2015 年毛利率 |
|------|--------------------------|--------------------|-------------------------------------------------------|-----------|
| 自主品牌 | 自主选择供应商                  | 以销定产               | 使用“Boviet”品牌，采用直销和经销模式，直销客户为下游 EPC 承包商，经销客户为专业光伏产品经销商 | 18.34%    |
| OEM  | 部分 OEM 客户指定供应商，部分由公司自主采购 | 以销定产               | 使用客户品牌，客户主要为全球知名光伏制造商                                 | 17.89%    |
| 委托加工 | 客户提供原材料                  | 根据客户需求计划和原材料供应情况生产 | 收取加工费，客户主要为全球知名光伏制造商                                  | 18.15%    |

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

康奈特全球化布局产业，降低生产成本，拓宽销售渠道。通过在中国大陆设立采购中心、在越南设立生产中心、在美国设立销售和服务中心，其实现了跨境协同发展，充分发挥了各地的资源禀赋，形成了较强的市场竞争优势。

图 2：全球化产业布局



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 2.1.1 康奈特主要原材料从中国大陆采购，采购价格低

我国光伏产品供应充足，价格较低，康奈特生产所需的硅片等原材料主要从中国大陆采购。我国是硅片制造大国，具有完整的光伏配套产业，2014 年产量达 37.4GW，

占全球总产量的 76%，其中约 1/4 出口，能为越南生产基地提供充足的硅片及原辅材料供应。同时，受“双反”政策影响，国内光伏产品出口受限，产能过剩，上游光伏设备的供应价格也相对较低，有利于降低康内特的生产成本。

### 2.1.2 康奈特在越南组织生产，生产成本低

**越南水电成本和人工成本分别为国内成本的 1/2 和 1/3 左右，关税减免力度大，相对国内更具成本优势。**在生产成本方面，受经济发展阶段差异的影响，与中国大陆相比，越南博威尔特所处地区工人平均工资水平及电费能源价格较低；在税收成本方面，越南政府为了吸引外资推出了多项税收优惠政策，越南博威尔特从 2015 年开始享受企业所得税“两免四减半”、免增值税、关税的税收优惠政策。

**表 5：在越南和中国大陆建厂的税收差异**

| 越南    |            | 中国大陆                 |
|-------|------------|----------------------|
| 企业所得税 | 两免四减半（10%） | 一般性企业 25%，高新技术企业 15% |
| 增值税   | 免税         | 光伏发电增值税即征即退 50%      |
| 关税    | 免征         | 免征                   |

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**越南光伏产品未受到欧美国家“双反”政策的影响，且越南于 2015 年签订 TPP 协定，相对国内贸易环境更优越。**欧美“双反”调查使我国以出口为主的光伏制造产业在国际市场上的竞争力下降。而越南一方面未受到双反制裁，另一方面其 TPP 协定两年后生效后，成员国将对近 18,000 种类别的商品降低或减免关税，从而减少美国对越南商品的贸易壁垒，将为越南参与国际供应链，打开美、日等成员国市场提供更多机遇。

**表 6：欧美对我国光伏产品双反政策一览表**

| 时间          | 机构    | 政策                                     |
|-------------|-------|----------------------------------------|
| 2012 年 10 月 | 美国商务部 | 反补贴税 14.78%-15.97%，反倾销税 18.32%-249.96% |
| 2013 年 6 月  | 欧盟委员会 | 临时反倾销税 11.80%                          |
| 2013 年 8 月  | 欧盟委员会 | 规定中国出口欧洲的太阳能组件最低售价每瓦 0.56 欧元，每年配额 7GW  |



|             |       |                              |
|-------------|-------|------------------------------|
| 2013 年 12 月 | 欧盟委员会 | 除价格承诺企业外，征收双反税 47.7%-64.9%   |
| 2014 年 12 月 | 美国商务部 | 认定中国大陆输美晶硅光伏产品存在倾销和补贴行为      |
| 2016 年 12 月 | 欧盟委员会 | 拟继续采取双反，建议再延长两年，下调光伏最低价格承诺协议 |

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 2.1.3 康奈特产品主要面向美国市场，美国光伏市场增速快

美国市场是康奈特最重要的目标市场，美国光伏市场在政府政策扶持下快速增长，

GTM Research 预估 2016 年新增装机达到了 14.1GW，相比 2015 年增幅 88%。美国

第三季度光伏装机达到 4.143GW，环比增幅 99%，同比高达 191%，相当于每 32

分钟就有 1 兆瓦装机竣工。2016 年第一季度至第三季度，光伏装机占全美新增电力

装机的 39%，仅次于天然气装机增量。

GTM Research 预测，ITC 政策延期将为 2016-2020 年美国光伏市场带来高达 25GW

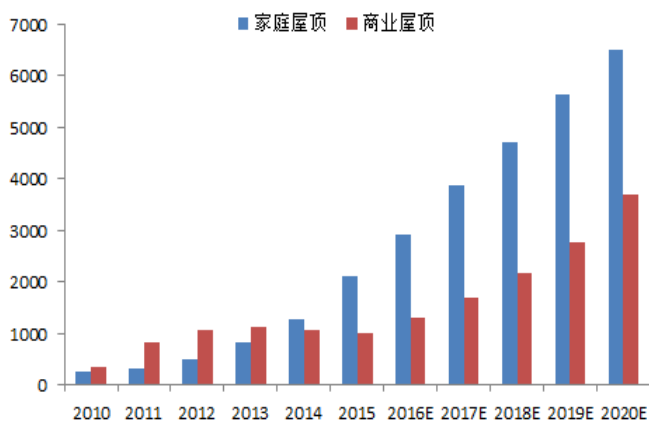
的额外增量和 400 亿美元的额外光伏产业投资额。ITC 政策是美国太阳能发电产业扶

持政策的重要一环，获得 ITC 支持的太阳能项目可享受最高 30% 的税收抵免优惠。

2015 年 12 月，美国参众两院同意了延长 ITC 政策五年至 2022 年，并依照开始建置

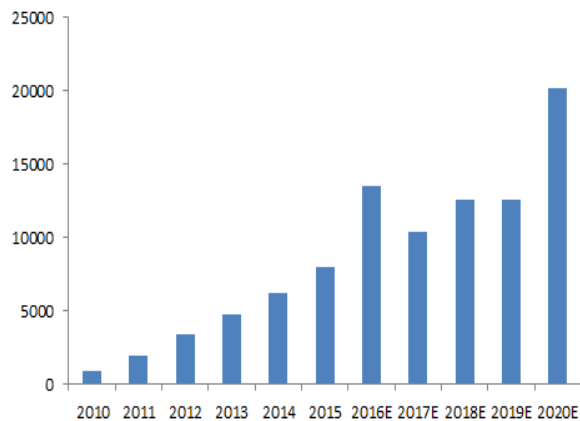
的时间给予不同额度的补贴，这将掀起美国光伏产业新一轮投资热潮。

图 3：美国家庭和商业屋顶光伏系统安装量及预测（兆瓦）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 4：美国光伏市场新增装机量及预测（兆瓦）



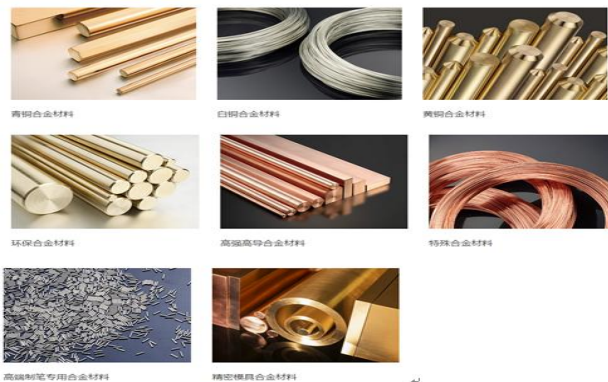
资料来源：公司公告，东兴证券研究所



### 3. 公司原有主业聚焦高端有色金属合金材料，研发能力强

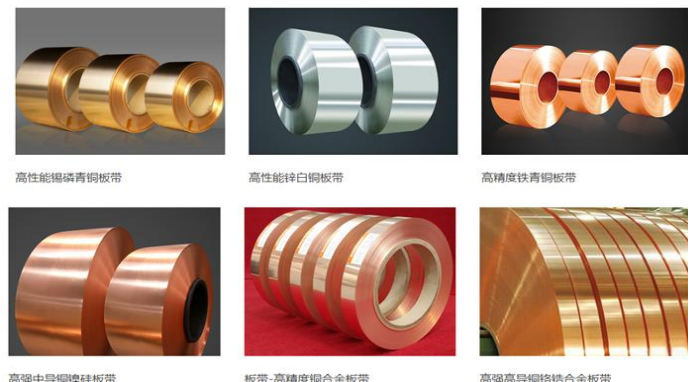
公司的主要产品分为合金棒线和合金板带，毛利率在 11% 左右，2016 年拥有铜合金产能 12 万吨，2018 年拟建成 1.8 万吨高强高导特殊合金板带生产线，产能将达 13.8 万吨。公司主营以铜基和其相关复合材料为主，传统产能聚焦于有色合金棒、线，2014 年起谋求高端进口有色金属合金材料的国产化替代，2016 年拥有板带材产能 2 万吨，线材 2 万吨，棒材 8 万吨。

图 5：公司合金棒线产品



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图 6：公司合金板带产品



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

#### 3.1 高端板带材产品率先突破，进入苹果供应链领域

公司 7025 铜镍硅板带材产品已供货苹果产业链，进入加工费、毛利率较高的高端连接器领域。公司下游产品结构涉及 40 多个行业，增长较快的行业包括消费电子和通讯、高铁、汽车等行业。公司目前 20% 左右的产品用于消费电子和通讯，主要用途包括通讯连接器、屏蔽罩等。

公司全资子公司博威板带参与的“高性能高精度铜及铜合金板带材制造技术”获得科技部批准立项，已进入实施阶段。该项目针对我国高端制造业发展对引线框架、电子元器件、动力电池等用高性能、高精度铜及铜合金板带箔材的紧迫需求，开发高端铜及

铜合金板带箔材产品，实现工业规模生产。

表 7：公司研发技术产业化情况

| 研发技术              | 详情                                                             | 状态              |
|-------------------|----------------------------------------------------------------|-----------------|
| 高性能合金材料           | 已成功应用于神舟 1—10 号系列飞船、嫦娥 1—2 号探测器和天宫 1 号飞行器                      |                 |
| 高强高导高精度合金带材       | 成功应用于高端手机及通讯设备上，提升手机及通讯设备信息传送速度和充电效率                           | 年产 1.8 万吨生产线建设中 |
| 高强高耐磨合金产品         | 成功开拓了数控机床和焊接机器人市场                                              |                 |
| 圆珠笔芯笔头用易切削铜镍合金线材料 | 是国际上极少数能批量生产该合金的企业之一                                           | 已批量出口，正逐步扩大产量   |
| 高效节能黄铜合金材料        | 低导电，节能降耗                                                       | 已小批量生产          |
| 新型变形锌合金产品         | 获得欧洲 GS 认证证书、欧洲电源插头 VDE 证书、及 3C 中国强制性产品认证证书，华为、百得利等企业已对其进行应用测试 | 产业化进程中          |
| 耐海水腐蚀高强度合金材料      | 用于船舶高寿命阀门，满足日益增长的海洋工程装备的需求                                     | 产业化进程中          |
| 高性价比新型铜合金带材       | 可满足电气连接器、家电等行业质量提升和成本降低的需求                                     | 产业化进程中          |
| 耐高温新型弹性合金带材       | 应用于通信、电子等行业，为市场提供一种控制温升、降低能耗的新材料解决方案                           | 产业化进程中          |

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 3.2 公司根据研发成果进行产业化的投资

公司根据上述研发成果，据此进行产业化的投资。年产 1 万吨无铅易切削黄铜棒线生产线已经完工，年产 1.8 万吨变形锌合金材料生产线有望在 2016 年内完工。

公司拟投入不超过 2.7 亿元人民币用于建设年产 1.8 万吨高强高导特殊合金板带生产线，预计投产后，公司产品将有 1/3 用于消费电子和通讯产品。针对高端电子、智能通讯等终端产品向高传输、智能化、轻薄化等方向发展，公司建设高强高导特殊合金板带材生产线，该生产线建设周期为 2016 年 10 月-2018 年 6 月。

表 8：公司在建生产线

| 项目                    | 预算数     | 累计投入占预算比例 | 截至 2016 年上半年项目进度 |
|-----------------------|---------|-----------|------------------|
| 年产 1 万吨无铅易切削黄铜棒线生产线   | 14907 万 | 259.59%   | 100%             |
| 年产 1.8 万吨变形锌合金材料生产线   | 22506 万 | 102.36%   | 95%              |
| 年产 1 万吨高性能热浸锡铜合金板带生产线 | 9970 万  | 62.14%    | 30%              |

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 4. 盈利预测及估值

收购康奈特后，公司的主营业务由“新材料”转为“新材料+新能源”双主业，以有色金属材料为核心，以新能源为新的增长点，形成双轮驱动的产业格局和多元化的业务平台。我们看好康奈特 2016 年产能的扩大，承诺业绩有望超预期。

我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.37/0.43/0.52 元，对应 PE 分别为 36/31/26 倍，给予公司“推荐”评级。

## 5. 风险提示

铜合金销售不及预期，越南政治风险。

表 9：公司盈利预测表

| 资产负债表          |        |        | 单位：百万元  |         |         | 利润表            |        |        | 单位：百万元  |        |        |
|----------------|--------|--------|---------|---------|---------|----------------|--------|--------|---------|--------|--------|
|                | 2014A  | 2015A  | 2016E   | 2017E   | 2018E   |                | 2014A  | 2015A  | 2016E   | 2017E  | 2018E  |
| <b>流动资产合计</b>  | 1417   | 1277   | 3365    | 3545    | 3965    | <b>营业收入</b>    | 2853   | 2919   | 4414    | 4856   | 5341   |
| 货币资金           | 228    | 146    | 839     | 923     | 1015    | <b>营业成本</b>    | 2530   | 2596   | 3856    | 4225   | 4620   |
| 应收账款           | 304    | 308    | 460     | 506     | 556     | 营业税金及附加        | 2      | 4      | 2       | 2      | 3      |
| 其他应收款          | 7      | 6      | 10      | 11      | 12      | 营业费用           | 47     | 56     | 88      | 97     | 107    |
| 预付款项           | 20     | 26     | 123     | 228     | 344     | 管理费用           | 147    | 146    | 216     | 237    | 261    |
| 存货             | 634    | 552    | 1444    | 1582    | 1730    | 财务费用           | 24     | 29     | 24      | 24     | 24     |
| 其他流动资产         | 145    | 177    | 177     | 177     | 177     | 资产减值损失         | 25.59  | 19.16  | -3.80   | -3.80  | -3.80  |
| <b>非流动资产合计</b> | 1361   | 1449   | 1441    | 1385    | 1313    | 公允价值变动收益       | -3.69  | 3.91   | 0.00    | 0.00   | 0.00   |
| 长期股权投资         | 0      | 0      | 0       | 0       | 0       | 投资净收益          | -8.18  | -5.37  | -2.22   | -2.22  | -2.22  |
| 固定资产           | 998.22 | 942.66 | 1043.36 | 1064.99 | 1024.59 | <b>营业利润</b>    | 66     | 68     | 229     | 272    | 328    |
| 无形资产           | 106    | 97     | 88      | 78      | 68      | 营业外收入          | 17.67  | 14.40  | 20.00   | 16.65  | 16.65  |
| 其他非流动资产        | 50     | 28     | 52      | 42      | 42      | 营业外支出          | 3.60   | 4.31   | 4.00    | 4.22   | 4.22   |
| <b>资产总计</b>    | 2778   | 2725   | 4806    | 4930    | 5278    | <b>利润总额</b>    | 80     | 78     | 245     | 284    | 341    |
| <b>流动负债合计</b>  | 643    | 637    | 2163    | 2185    | 2435    | 所得税            | 10     | 8      | 12      | 14     | 17     |
| 短期借款           | 473    | 494    | 1788    | 1663    | 1751    | <b>净利润</b>     | 69     | 71     | 233     | 270    | 324    |
| 应付账款           | 134    | 99     | 116     | 127     | 138     | 少数股东损益         | 0      | 0      | 0       | 0      | 0      |
| 预收款项           | 17     | 21     | 140     | 271     | 416     | 归属母公司净利润       | 69     | 71     | 233     | 270    | 324    |
| 一年内到期的非        | 0      | 0      | 0       | 0       | 0       | EBITDA         | 158    | 183    | 335     | 380    | 441    |
| <b>非流动负债合计</b> | 141    | 45     | 38      | 59      | 60      | <b>EPS（元）</b>  | 0.32   | 0.33   | 0.37    | 0.43   | 0.52   |
| 长期借款           | 92     | 0      | 30      | 50      | 50      | <b>主要财务比率</b>  |        |        |         |        |        |
| 应付债券           | 0      | 0      | 0       | 0       | 0       |                | 2014A  | 2015A  | 2016E   | 2017E  | 2018E  |
| <b>负债合计</b>    | 785    | 682    | 2284    | 2327    | 2577    | <b>成长能力</b>    |        |        |         |        |        |
| 少数股东权益         | 0      | 0      | 0       | 0       | 0       | 营业收入增长         | -2.2%  | 2.3%   | 51.22%  | 10.00% | 10.00% |
| 实收资本（或股        | 215    | 215    | 627     | 627     | 627     | 营业利润增长         | 2.1%   | 385.7% | 237.03% | 18.47% | 20.86% |
| 资本公积           | 1377   | 1377   | 1377    | 1377    | 1377    | 归属于母公司净利       | 230.4% | 244.7% | 230.43% | 15.81% | 19.94% |
| 未分配利润          | 347    | 385    | 432     | 486     | 551     | <b>获利能力</b>    |        |        |         |        |        |
| 归属母公司股东        | 1993   | 2043   | 2523    | 2603    | 2701    | 毛利率（%）         | 11.33% | 11.06% | 12.64%  | 12.99% | 13.50% |
| <b>负债和所有者权</b> | 2778   | 2725   | 4806    | 4930    | 5278    | 净利率（%）         | 2.43%  | 2.42%  | 5.28%   | 5.56%  | 6.06%  |
| <b>现金流量表</b>   |        |        |         |         |         | 总资产净利润（%）      | 2.50%  | 2.59%  | 4.85%   | 5.47%  | 6.13%  |
|                | 2014A  | 2015A  | 2016E   | 2017E   | 2018E   | ROE（%）         | 3.48%  | 3.45%  | 9.24%   | 10.36% | 11.98% |
| <b>经营活动现金流</b> | 63     | 253    | -629    | 217     | 270     | <b>偿债能力</b>    |        |        |         |        |        |
| 净利润            | 69     | 71     | 233     | 270     | 324     | 资产负债率（%）       | 28.25% | 25.02% | 47.51%  | 47.19% | 48.83% |
| 折旧摊销           | 68.32  | 86.60  | 0.00    | 84.58   | 88.36   | 流动比率           | 2.20   | 2.00   | 1.56    | 1.62   | 1.63   |
| 财务费用           | 24     | 29     | 24      | 24      | 24      | 速动比率           | 1.22   | 1.14   | 0.89    | 0.90   | 0.92   |
| 应付帐款的变化        | 0      | 0      | 17      | 11      | 12      | <b>营运能力</b>    |        |        |         |        |        |
| 预收帐款的变化        | 0      | 0      | 119     | 131     | 144     | 总资产周转率         | 1.06   | 1.06   | 1.17    | 1.00   | 1.05   |
| <b>投资活动现金流</b> | -223   | -225   | -227    | 185     | -15     | 应收账款周转率        | 10     | 10     | 12      | 10     | 10     |
| 公允价值变动收        | -4     | 4      | 0       | 0       | 0       | 应付账款周转率        | 15.46  | 25.04  | 41.20   | 40.10  | 40.30  |
| 长期投资           | 0      | 0      | 0       | 0       | 0       | <b>每股指标（元）</b> |        |        |         |        |        |
| 投资收益           | -8     | -5     | -2      | -2      | -2      | 每股收益（最新摊       | 0.32   | 0.33   | 0.37    | 0.43   | 0.52   |
| <b>筹资活动现金流</b> | 187    | -120   | 1548    | -318    | -162    | 每股净现金流（最新      | 0.13   | -0.43  | 1.10    | 0.13   | 0.15   |
| 短期借款           | 473    | 494    | 1788    | 1663    | 1751    | 每股净资产（最新摊      | 9.27   | 9.50   | 4.02    | 4.15   | 4.31   |
| 长期借款           | 92     | 0      | 30      | 50      | 50      | <b>估值比率</b>    |        |        |         |        |        |
| 普通股增加          | 0      | 0      | 412     | 0       | 0       | P/E            | 41.97  | 40.70  | 36.16   | 31.22  | 26.03  |
| 资本公积增加         | 0      | 0      | 0       | 0       | 0       | P/B            | 1.45   | 1.41   | 3.34    | 3.24   | 3.12   |
| <b>现金净增加额</b>  | 28     | -92    | 693     | 84      | 92      | EV/EBITDA      | 20.41  | 17.64  | 28.05   | 24.24  | 20.90  |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

## 联系人简介

### 刘岗

刘岗，材料学硕士、冶金科学与工程学士。有色冶炼加工行业 8 年从业经验，对有色金属行业产业结构、发展趋势、主要上市公司的发展战略、多种有色金属市场价格波动都有较为深入的研究。2015 年加入东兴证券研究所，主要负责有色金属板块的行业研究工作。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。