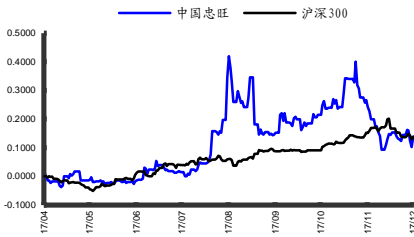


研究所
证券分析师：代鹏举 S0350512040001
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn
联系人：李浩
021-68930177 lih07@ghzq.com.cn
联系人：郝思行
02168930175 haosx@ghzq.com.cn

模板业务欣欣向荣，板材业务潜力巨大——中国忠旺（1333HK）调研简报

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
沪深300	-2.3	4.6	17.8

市场数据

当前价格（港元）	3.71
52周价格区间（港元）	3.24-4.90
总市值（百万港元）	20216
流通市值（百万港元）	20216
总股本（万股）	544947
流通股（万股）	544947
日均成交额（百万）	25.44
近一月换手（%）	2.64

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

- 铝模板业务亮眼，未来2年业绩可期。**2017年公司进行了一次大规模的产品结构调整，前3季度公司铝模板销量分别为4.9万吨、6.3万吨和7.6万吨，鉴于挤压效率的提高，产量不断提升，而2016年全年公司铝模板销量总计只有2万吨。铝模板属于高附加值产品，加工费高，在1.8万-2万元/吨左右，可以提高公司整体的毛利润水平。铝模板是新型模板支撑系统，具备周转次数高、施工周期短、质量轻易安装、环保不爆模、回收价值高等多方面优势，随着装配式建筑和绿色建筑的推广，以及国家环保治理力度的不断加大，铝模板正在加速替代木模板和钢模板，目前大型房地产开发商如万科、碧桂园等已全面推广铝模板，目前公司铝模板供不应求。鉴于公司铝模板业务具备先发优势和壁垒，预计未来2年铝模板业务将保持增长和高毛利率，业绩可期。
- 公司铝模板具备成本和质量优势。**2017年上半年公司铝模板业务毛利率高达44%，大幅领先其他模板企业15%-30%的毛利率。公司的成本和质量优势来源于四个层面：其一，公司是亚洲最大铝加工制造企业，公司无需外购铝型材进行铝模板的深加工，同时公司深耕于模具的自主研发生产、合金配方的研制，铝型材的质量更高；其二，公司拥有21台75MN以上的大型铝挤压机，挤压出的50cm宽幅的铝型材具有一次成型的特点，节约了焊接成本；其三，公司具备规模效应和技术上的优势。
- 铝模板业务具备先发优势和壁垒。****先发优势：**公司2014年开始研制铝模板，2016年产出少量产品，产品的研制、压机的调试、拼模人员的储备，周期长达2年，如果企业还需要购置新的挤压设备进行安装，周期将更长。**高风险形成的进入壁垒：**铝模板的账款回收周期长、资金占用规模大，同时铝模板还涉及到后期的维护、回收，人力、物力、管理体系要求高。公司依托大型专业租赁公司，双方形成协同效应。**规模壁垒：**铝模板行业属于资本密集型叠加劳动密集型行业，同时要求定制化生产和较高的模具开发生产能力，而预拼模占用土地面积大，因此铝模板业务存在规模壁垒。
- 公司采购99台挤压设备，扩大挤压产能50万吨。**2016年公司订购了99台挤压机，2017年20多台小型挤压设备到货，预计2018年是

批订单到货的时间，2019年将是公司产能的释放期。公司原有订单饱满，为转型铝模板放弃了部分订单，公司新设备到货后将有效解决产能瓶颈问题。考虑到铝替钢、铜、木的趋势仍在延续以及环保导致的产业集中度提升，我们认为小企业的订单将逐步流向忠旺。

- **天津板材厂设备技术一流，三季度投产，未来潜力巨大。**公司天津板材项目总投资320亿元，设计产能为60万吨中厚板和120万吨薄板，配有德国西马克公司的世界一流高端设备，设备使用年限长，年折旧低，同时公司还有生产车身铝板的核心设备铝合金气垫式连续热处理炉，预计产能在10万吨以上。天津项目建设完成后，将成为全球一次性规划、建设规模最大、设备最先进的铝压延材生产基地之一。2017年3季度，天津一期60万吨中厚板材厂开始投产，产量2万吨，未来产量将逐步释放，预计明年实现盈亏平衡或微利。我们认为天津工厂在技术上、设备上、规模上都是全球顶级的轧制板材厂，目前只差产品认证，随着认证的逐步落地以及产量的逐步释放，未来潜力巨大。
- **铝制厢式货车市场渗透率低，未来市场逐步扩大。**铝制车体重量轻，材料环保可回收，全铝商用货车可以减重3-5吨。我国商用货车、拖挂车、物流车等仍以用钢为主，铝制占比不足1%，而美国、日本的渗透率达到了80%以上。随着道路安全和运输政策执行力度的加强，我国铝制货车将进入全面推广的阶段。公司提前布局铝制货车，未来产量将逐年扩大。
- **公司具备成功转型的基因。**2004年在国内房地产如火如荼，公司大胆提出转型工业铝挤压型材，2009年房地产市场陷入低谷，建筑铝型材供应过剩，此时公司产品结构已经全面转型为工业挤压型材。2011年公司推出深加工产品，享受高加工费。2014年公司开始研发铝模板产品，2017年铝模板产品推出之时，正值国内环保趋严，各地产公司大力推广铝模板的应用，公司订单快速增长。与此同时，2017年公司受到美国反倾销的影响，铝制托盘深加工业务被全部停掉，而此时铝模板业务及时的弥补了订单的下滑。可以看出，忠旺对市场的判断较为敏锐，过去十年产品结构的调整和推广及时到位，享受先发优势。
- **账款周期合理。**2017年公司应收账款大幅增长，主要源于公司给予下游铝模板采购商更长的账期。公司给予工业挤压型材30-45天的账期，铝模板3-6个月的账期，符合房地产建设开发周期。
- **盈利预测和投资评级：**公司不断增加铝材挤压产能，同时切入板材业务，进行产品结构转型，有望成为板材和挤压型材双龙头。按照最新汇率1港元等于0.846元人民币计算，我们预计公司2017-2019的EPS分别为0.56元人民币、0.64元人民币、0.74元人民币，对应当前3.14元人民币股价的PE分别为5.58倍、4.94倍、4.24倍。首次覆盖，给予“买入评级”。
- **风险提示：**铝模板市场规模和渗透速度不及预期，铝模板市场竞争超预期，公司账款回收风险，天津厂投产不及预期，天津厂认证过于缓

慢，新增产能订单不足，铝价上升过快过高。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万人民币）	16834	18885	26610	32690
增长率(%)	3%	12%	41%	23%
净利润（百万人民币）	2871	3068	3464	4036
增长率(%)	2%	7%	13%	17%
摊薄每股收益（人民币）	0.53	0.56	0.64	0.74
ROE(%)	8.44%	8.37%	8.63%	9.14%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所，单位：人民币元

表 1: 中国忠旺盈利预测表

证券代码: 1333.HK	3.74				投资评级:	买入	2017-12-1			
	股价	港元					日期:		2	
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E	
盈利能力					每股指标					
ROE	8%	8%	9%	9%	EPS	0.53	0.56	0.64	0.74	
毛利率	38%	36%	29%	26%	BVPS	5.14	5.70	6.34	7.08	
期间费率	17%	13%	11%	16%	估值					
销售净利率	17%	16%	13%	12%	P/E	5.96	5.58	4.94	4.24	
成长能力					P/B	0.61	0.55	0.50	0.44	
收入增长率	3%	12%	41%	23%	P/S	1.02	0.91	0.64	0.52	
利润增长率	2%	7%	13%	17%						
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	
总资产周转率	0.21	0.22	0.28	0.31	营业收入	16834	18885	26610	32690	
应收账款周转率	2.61	15.21	15.21	15.21	营业成本	10407	12110	18893	24200	
存货周转率	2.80	2.80	2.80	2.80	营业税金及附加	0	0	0	0	
偿债能力					销售费用	156	220	220	220	
资产负债率	57%	56%	57%	57%	管理费用	1414	1733	1733	1733	
流动比	1.26	1.42	1.47	1.54	财务费用	309	1088	1088	1088	
速动比	1.07	1.40	1.46	1.53	其他费用/(-收入)	(146)	480	0	0	
					营业利润	3544	3734	4676	5449	
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业外净收支	135	0	0	0	
现金及现金等价物	8025	21987	31270	40031	利润总额	3679	3734	4676	5449	
应收款项	6462	1242	1750	2149	所得税费用	772	627	1169	1362	
存货净额	3718	326	326	326	净利润	2907	3106	3507	4087	
其他流动资产	6491	6844	8174	9221	少数股东损益	36	38	43	50	
流动资产合计	24696	30399	41519	51727	归属于母公司净利润	2871	3068	3464	4036	
固定资产	41221	40458	40509	40060						
在建工程	0	2361	1561	1261	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	
无形资产及其他	0	0	0	0	经营活动现金流	0	14022	9282	8761	
长期股权投资	2715	414	413	412	净利润	2907	3068	3464	4036	
资产总计	79038	84038	94409	103866	少数股东权益	36	38	43	50	
短期借款	8314	8314	8314	8314	折旧摊销	0	763	749	750	
应付款项	5912	6879	10732	13747	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	(2943)	10153	5026	3925	
其他流动负债	5317	6243	9253	11609	投资活动现金流	0	(60)	1	1	
流动负债合计	19543	21436	28300	33670	资本支出	(10671)	(2361)	0	0	
长期借款及应付债券	24703	24703	24703	24703	长期投资	(7)	2301	1	1	
其他长期负债	782	782	782	782	其他	10678	0	0	0	
长期负债合计	25485	25485	25485	25485	筹资活动现金流	(2175)	0	0	0	
负债合计	45028	46921	53785	59156	债务融资	(3776)	0	0	0	
股本	5449	5449	5449	5449	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	34010	37116	40624	44710	其它	1601	0	0	0	
负债和股东权益总计	79038	84038	94409	103866	现金净增加额	(2175)	13962	9283	8762	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所, 按最新汇率 1 港元=0.846 元人民币计算 EPS、PE

【煤炭钢铁有色组介绍】

代鹏举，上海交通大学硕士，8年证券行业从业经历，目前负责化工行业和中小市值研究。

李浩，工商管理硕士，十年钢铁行业工作经验，七年钢铁市场研究经验，曾就职武钢股份。目前从事钢铁行业及上市公司研究。

郝思行，美国德雷塞尔大学金融硕士，1年投资和咨询经验，现从事有色金属行业研究。

邓聿轲，澳麦考瑞大学经济学硕士，经济学学士，2年证券及其相关行业从业经历，2016年进入国海证券从事公用事业行业上市公司研究与创新发展服务工作。

【分析师承诺】

代鹏举，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。