

扩产能调结构稳业绩增长，拓展下游产业链打开成长空间

——四通新材（300428）首次覆盖

增持（首次）

日期：2019年09月10日

报告关键要素：

四通新材主营产品包括功能中间合金新材料和铝合金车轮轻量化。受益于电解铝价格的疲弱，公司成本得到有效控制，流动压力很小。另外，市场对于高端铝材的需求有增不减，高端铝材对于铝的性能要求更高，从而拉动功能中间合金新材料的市场不断扩大。汽车轻量化作为我国政策支持的大方向，有望拉动公司该板块业务持续稳定增长。

基础数据

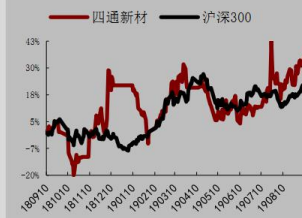
行业	有色
公司网址	
大股东/持股	臧永兴/11.88%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	578.37
流通A股(百万股)	138.05

投资要点：

- **高端铝材供不应求，汽车轻量化成大趋势，公司加大研发力度，扩大生产产能，以应对未来需求增长：**我国航空、高铁、汽车等领域高速发展，对于高端铝材需求不断扩大，高端晶粒细化剂是未来这些领域用铝材制造的重要保障。通过收购英国公司，公司已经掌握了世界上性能最高的晶粒细化剂产品生产技术，并正在建设年产25000吨配套的高端晶粒细化剂生产线。此外，公司还加大高端、大尺寸、轻量化和锻造市场的研发投入和销售力度以顺应汽车轻量化作为汽车行业发展趋势。
- **全球化战略稳步实施，高端市场占有率有望进一步提高：**公司自成立以来，逐一稳步推进国内配套业务、海外配套业务的发展，在市场开拓与客户开发方面都呈现出全球化的发展趋势；同时，在全球汽车工业产业链向发展中国家和地区转移的大背景下，能够抓住机遇，在国内实现了向中高端汽车厂配套的业务市场布局，在海外市场，完成了欧洲、北美、亚太地区全覆盖的业务市场布局。目前已投资建设的泰国工厂二期，以及未来计划建设的墨西哥工厂将帮助

收盘价(元)	13.55
总市值(亿元)	78.37
流通A股市值(亿元)	18.71

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2019年09月09日

相关研究

分析师：王思敏

企业更好的规避贸易壁垒，并逐步占领更多国际高端市场。

- **盈利预测与投资建议：**预计19-21年公司归母净利润为4.20、4.86、5.73亿元；EPS为0.73、0.84、0.99元；对应收盘价13.55元的PE分别为18.64、16.13、13.67倍。首次覆盖予以“增持”评级。
- **风险因素：**汽车销量下降超预期；贸易摩擦影响外贸出口超预期；电解铝价格长期单边波动；国家行业政策变化；高端铝材需求不及预期；生产安全问题；汽车轻量化发展速度不及预期；高端新材料研发进度缓慢。

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	67.55	70.51	80.20	91.25
增长率(%)	7.85%	4.38%	13.74%	13.78%
归母净利润(亿元)	3.90	4.20	4.86	5.73
增长率(%)	-3.65%	7.74%	15.54%	18.02%
每股收益(元)	0.67	0.73	0.84	0.99
市盈率(倍)	34.81	18.64	16.13	13.67

执业证书编号：S0270518060001
号：
电话：01056508508
邮箱：wangsm@wlzq.com.cn

研究助理：夏振荣
电话：01056508505
邮箱：xiazr@wlzq.com.cn

数据来源：WIND，万联证券研究所

请阅读正文后的免责声明

投资核心观点

● **公司整体判断**

四通新材主营产品包括功能中间合金新材料和铝合金车轮轻量化。公司目前拥有金属晶粒细化、金相变质、元素添加和金属净化等4大功能中间合金，现有产能6.9万吨，产品达140多种，广泛应用于汽车、高铁、航空航天、军工、电力电子、工业和建筑铝型材、食品医药包装等众多领域，产品市场分布于中国、欧洲、北美、南美、日本、韩国、中东及东南亚等国家和地区。铝合金车轮轻量化产品拥有400多个品种、2000多个规格型号。受益于电解铝价格的疲弱，公司成本得到有效控制，另外，市场对于高端铝材的需求有增无减，高端铝材对于铝的性能要求更高，从而拉动功能中间合金新材料的市场不断扩大。汽车轻量化作为我国政策支持的大方向，有望拉动公司该板块业务持续稳定增长。

● **差异化观点**

2018年9月18日，美国政府宣布将对产自中国的2000亿美元产品（含铝合金车轮）加征10%关税，该税率于美国时间2018年9月24日生效并实行到2018年底；自2019年6月1日起，加征的关税税率提高为25%，公司从国内出口到美国的铝合金车轮关税税率将达到27.5%。一般人会认为公司业绩受中美贸易摩擦的影响较大，但实际上，虽然贸易摩擦使得公司直接承担的关税金额稍有增加，但是人民币汇率贬值已抵消了部分加征关税造成的收入损失，目前对公司的业绩并没有重大影响。此外，公司也在积极与客户沟通，采取主动应对措施。对于加征部分关税，与客户商议共同分担，从而减轻公司的税收负担。将加征关税涉及到的产品转产到泰国工厂生产和交付。同一客户的不同区域项目进行供应商调换，例如将北美项目切换给韩国供应商，将同品牌韩国项目切换给中国供应商。这些举措为公司的持续稳定经营打下坚实的基础。

● **估值和评级**

预计19-21年公司归母净利润为4.20、4.86、5.73亿元；EPS为0.73、0.84、0.99元；对应收盘价13.55元的PE分别为18.64、16.13、13.67倍。首次覆盖予以“增持”评级。

● **股价触发因素**

由于公司不断进行全球性并购扩张战略，未来公司可能面临的并购重组会对公司股价产生较大影响；公司募投项目的建设进度、募投项目所在地的相关政策变化也会对公司股价产生影响；作为一家面向高端制造公司，公司新产品的研发和新产品是否顺应市场发展需求，也会对公司股价产生较大影响；此外，公司的生产安全问题和国家的行业政策变化，也会对公司股价产生影响。

● **风险提示**

汽车销量下降超预期；贸易摩擦影响外贸出口超预期；电解铝价格长期单边波动；国家行业政策变化；高端铝材需求不及预期；生产安全问题；汽车轻量化发展速度不及预期；高端新材料研发进度缓慢。

目录

1 公司简介	5
2 公司主营业务	5
2.1 主产品：功能中间合金新材料	6
2.2 主产品：铝合金车轮轻量化	7
2.3 公司主营业务利润丰厚	8
2.4 行业地位	9
2.4.1 功能性中间合金新材料领域的行业地位	9
2.4.2 铝合金车轮轻量化领域的行业地位	9
3 公司经营优势	9
3.1 公司主要原料电解铝价格维持低位，利好公司经营	9
3.2 主营产品未来需求旺盛，具有良好的发展前景	11
3.2.1 交通运输业稳步发展	12
3.2.2 建筑及房地产业，保持稳步增长	14
3.2.3 电线电缆需求广泛，年耗铝量不断增加	15
3.2.4 航空航天用铝市场空间庞大	16
3.3 优质的客户资源基础	17
3.4 核心技术优势	17
4 公司未来发展布局	17
4.1 特种功能中间合金新材料的发展布局	17
4.2 铝合金车轮+铝合金底盘悬挂零部件的发展布局	18
5 盈利预测与投资建议	18
6 风险因素	19
图表 1：公司发展历程	5
图表 2：公司控股或参股公司	5
图表 3：常用名词解释	6
图表 4：中间合金简介	7
图表 5：18 年公司营收及利润大幅增长	8
图表 6：铝合金车轮业务为公司带来大量利润	8
图表 7：公司业务营收占比	8
图表 8：海内外业务营收占比	8
图表 9：动力煤价格偏弱	9
图表 10：氧化铝价格跌幅扩大	10
图表 11：预焙阳极价格下调	10
图表 12：期货市场铝价持续走弱	11
图表 13：铝锭价格总体走低	11
图表 14：电解铝年产量稳定在高位（万吨）	11
图表 15：铝材产量回落（万吨）	11
图表 16：电解铝产量呈增长趋势（万吨）	11
图表 17：铝材产量开始反弹（万吨）	11
图表 18：汽车产量总体稳中有升（万辆）	13
图表 19：新能源汽车产量保持高速增长（万辆）	13
图表 20：铁路机车产量总体稳中有升	13
图表 21：国家铁路投资完成额呈上涨趋势	13
图表 22：公共汽车/电车运营里程回落	14
图表 23：轨道交通运营里程加速上涨	14
图表 24：房地产开发投资完成额逐年增加	14
图表 25：房屋施工面积呈上涨趋势	14
图表 26：房屋新开工面积	15
图表 27：房屋竣工面积	15

图表 28: 我国城镇化率不断提高.....	15
图表 29: 电线电缆规模指数快速回升.....	16
图表 30: 国内运输飞机数量快速增长.....	17

万联证券

1 公司简介

河北四通新型金属材料股份有限公司始创于1998年，是专业研发、制造、销售金属晶粒细化、金相变质、元素添加和金属净化等功能中间合金新材料的国家级高新技术企业，是中国的功能中间合金企业。经过多年的技术研究和产品开发，部分产品在技术指标上达到了国际先进水平，取得了较高的国内市场份额，并逐步替代部分进口产品。公司于2015年3月19日在深交所创业板挂牌上市

图表1：公司发展历程

日期	事件
1998年7月	企业创立
2011年3月	公司变更为“河北四通新型金属材料有限公司”，改制为股份制公司
2015年3月	在深交所创业板上市，股票代码300428
2016年8月	收购英国海湾进口有限公司，获得行业领先技术
2017年2月	设立“天津四通股权投资基金管理有限公司”
2018年12月	发行股份购买天津立中股份有限公司25.5亿资产
2019年4月	完成募投项目配套融资5.16亿元人民币

资料来源：公开资料整理、万联证券

2018年7月，公司启动了重大资产重组，向天津东安发行股份购买其持有的天津企管100%的股权，向天津明德、天津拓进、天津新锐、多思新悦和深圳红马发行股份购买其持有的立中股份4.52%的股权。目前，公司全资子公司天津立中股份有限公司是中国第二大铝合金车轮制造企业。该公司现有11家子公司，其中在中国建设了5家车轮制造公司，2家汽车零部件组装公司，1家模具制造公司和1家铝合金材料制造公司，在泰国建设了1家车轮制造公司，在美国成立了1家销售公司。

图表2：公司控股或参股公司



资料来源：WIND、万联证券

2 公司主营业务

公司是专业研发、制造、销售金属晶粒细化、金相变质、元素添加和金属净化等功能性中间合金新材料的国家级高新技术企业，是中国最大的功能性中间合金新材料企业之一，是专业研究制造功能中间合金的首家上市公司。公司是国家火炬计划重点高新

技术企业，河北省创新型企业，河北省第七届最具成长性企业，拥有省级的“企业技术中心”，是“中国有色金属工业协会”会员单位、“钛工业进展”常务理事单位、“中国材料进展”常务理事单位，第二批河北省军民融合产学研用示范基地。此外，公司还专业从事铝合金车轮的研发、设计、制造和销售，是目前国内最大的铝合金车轮生产企业之一。四通新材通过20年的自身发展和资本助力发展，已经成为行业内产销量最大，产品种类最全，市场客户最多，产品、客户结构合理的领军企业。公司主要业务包括功能性中间合金新材料和铝合金车轮轻量化产品的研发、生产、销售，是国内最大的中间合金生产企业之一。

2.1 主要产品：功能中间合金新材料

公司是专业研发、制造、销售金属晶粒细化、金相变质、元素添加和金属净化等功能中间合金新材料的国家级高新技术企业，主要产品有：铝基合金、铜基合金、镍基合金、锌基合金等多个系列，产品种类达140多种，广泛应用于汽车、高铁、航空航天、军工、电力电子、工业和建筑铝型材、食品医药包装等众多领域。产品市场分布于中国、欧洲、北美、南美、日本、韩国、中东及东南亚等国家和地区。

功能中间合金是以一种金属为基体，将一种或者几种单质加入其中，以解决该单质易烧损、高熔点不易熔入、密度大易偏析等问题或者用来改善合金性能的特殊合金，是一种添加型的功能材料。中间合金与拟加入的单质相比，一般具有更低的熔点、更快的溶解速度、更稳定的实收率、更强的改善合金性能的能力，因此，中间合金可用于合金生产过程中元素的准确添加及成分调整、细化晶粒、变质处理、净化处理、脱氧脱硫处理、固溶硬化等，在铝及铝合金、铜合金、钢铁等行业有着广泛的应用。

功能中间合金按照基体的不同可以分为：铝基功能中间合金、铜基中间合金、铁基中间合金、镁基中间合金、镍基中间合金等。按照用途可以分为：合金化型中间合金（添加型中间合金）、晶粒细化型中间合金、变质型中间合金、净化型中间合金、脱氧脱硫型中间合金等。

图表3：常用名词解释

名词	解释
合金	两种或两种以上的金属，或金属与非金属，经熔炼、烧结或用其他方法组合而成的具有金属特性的物质。
中间合金	由一种金属做基体，与其他金属（包括过渡族元素和稀土）或非金属通过热熔和/或化学反应生成的具有特定功能的合金新材料。
熔剂	在冶炼过程中，用以金属液体覆盖、净化、增加熔渣流动性，使熔渣与熔融金属分离或便于扒渣的物质。

资料来源：公司公告、万联证券

公司主要产品功能中间合金为铝基功能中间合金，该产品既是铝合金产品的“工业味精”，也是铝合金产品基体中的“维生素”。虽然只有约0.2%的添加量，但是会对产品造成100%的质量影响。生产铸造铝合金和锻造铝合金必需的辅助材料。在铝合金车轮加工领域，铝基功能中间合金可显著提高金属的机械性能，改善表面处理的外观质量，提高材料的使用价值和成品率，减轻铝合金车轮重量。

公司目前拥有金属晶粒细化、金相变质、元素添加和金属净化等4大类功能中间合金，现有产能6.9万吨，产品达140多种，广泛应用于汽车、高铁、航空航天、军工、电力电子、工业和建筑铝型材、食品医药包装等众多领域，产品市场分布于中国、欧洲、北美、南美、日本、韩国、中东及东南亚等国家和地区。

公司的功能中间合金新材料技术研发中心成立于2006年，现有博士、硕士及专家组成40余人专业研发团队，分析检测手段和产品研发能力处于行业领先地位。中心先后成立了院士工作站、航空航天材料工程技术中心等研发平台，公司承担了国家“863”

计划项目和国家国际科技合作项目、河北省重大成果转化项目，并且是国家标准《铝中间合金》GB/T 27677-2011的主起草单位。目前公司拥有7项发明专利、23项实用新型专利，并获得了30余项科技成果，拥有功能中间合金材料专业研发设备总共有40多台（套）。

图表4：中间合金简介

简单介绍	
合金化型中间合金 (添加型中间合金)	<p>主要作用是向熔体中添加某些元素。这些元素与熔体基体元素相比一般具有如下特点：</p> <p>(1) 熔点较高，如铝中添加 Si、Fe、Cr、Cu、V 等元素；</p> <p>(2) 易挥发烧损，如铝中添加 Mg、Ca 等元素</p> <p>(3) 润湿性差，如铝中添加 B、C 等元素；</p> <p>(4) 密度相差大，易偏析，如铝中添加 Bi、Sn 等元素。</p> <p>如果某元素直接以单质形式加入熔体，则需要提高加入温度，延长熔炼时间，或者加入过程中烧损加大，实收率难以保证，造成炉前成分的多次调整，影响产品的生产效率。因此一般以该元素中间合金的形式加入，以降低生产成本，获得较为准确的合金成分。</p>
晶粒细化型中间合金	<p>晶粒细化型中间合金加入熔体后，释放出大量的异质形核核心，可作为熔体凝固时的外来晶核，影响熔体结晶的形核过程，从而起到细化合金晶粒的作用。国内外铝合金晶粒细化型中间合金产品主要有：Al-Ti、Al-Ti-B、Al-Ti-B-RE、Al-Ti-C、Al-Ti-B-C 等。Al-Ti、Al-Ti-B 中间合金在铝合金晶粒细化方面有较高的性价比，是工业上应用较广泛的晶粒细化剂。</p>
变质型中间合金	<p>Al-Si 合金具有优良的铸造性能，但是随着硅含量的提高，合金组织中会出现大量的针、片状共晶硅和板状初晶硅，严重割裂合金基体，开裂倾向增加，合金变脆，力学性能显著下降。因此，当 Al-Si 合金中硅含量超过 6% 时，一般需要进行变质处理，即把共晶硅由粗大的针、片状改变成细小的纤维状、叶片状，把初晶硅由粗大的板状改变成细小的颗粒状。常见的共晶硅变质中间合金有 Al-Sr、Al-Sb、Al-RE 等，常见的初晶硅变质中间合金有 Al-P、Cu-P 等。</p>
净化型中间合金	<p>净化型中间合金主要指 Al-B 中间合金，主要用于电工用铝的净化处理。其净化机理是中间合金中的 B 元素可以和铝液中的 Ti、V、Cr 等影响导电率的杂质元素形成 TiB₂、VB₂、CrB₂ 等密度大的金属间化合物，通过重力作用沉降在炉底，从而净化铝液，提高导电率。</p>

资料来源：百度百科、万联证券

2.2 主要产品：铝合金车轮轻量化

公司专业从事铝合金车轮轻量化的研发、设计、制造和销售。目前，公司产品成型工艺有低压铸造、“低压铸造+旋压”、液态模锻、固态锻造等，产品种类有全涂产品、亮面产品、抛光产品、镀件产品、套色产品等。公司产品出口覆盖亚洲、欧洲、美洲、澳洲等区域，已成为宝马、奥迪、奔驰、大众、通用、福特、克莱斯勒、菲亚特、PSA&欧宝、现代&起亚、尼桑、马自达、三菱、铃木等国际著名汽车厂商全球采购供应商，在国际市场上积累了较高的信誉，具有较强的国际竞争力和广阔的发展前景。在国内市场方面，公司直接为长城汽车、吉利汽车、上汽集团、北京汽车、东风汽车、长安汽车、上汽通用、一汽通用、华晨宝马、北京现代、东风雷诺、长安马自达、郑州日产等知名厂商配套供货，并通过长期的合作，与客户建立了良好的合作关系。

公司的铝合金车轮轻量化产品拥有400多个品种、2000多个规格型号。集团各公司均通过了IATF16949质量管理体系认证，ISO14001环境管理体系认证，OHSAS18000职业安

全卫生体系认证, ISO/IEC17025 国家认可实验室和TUV, SFI, VIA, TIP, INMETRO, GOST认证。

公司的铝合金车轮轻量化产业现拥有国家级企业技术中心、国家认证实验室、院士工作站和博士后创新实践基地。200多名专业研发人员、400多名专业质量工程师保障了该产业23年的优良品质。其试验室是目前行业内车轮检测手段先进、检测能力领先的试验室,拥有各类高级先进设备200多台/套,能够满足铝合金车轮的技术研发和各种性能检测项目。

公司是第一家在国外(泰国)建立工厂的车轮制造企业,2018年泰国的汽车产量260万辆,是东盟最大的汽车市场。目前,公司控股子公司新泰车轮产能340万只,在建产能300万只。该公司于2010年12月14日取得泰国投资局依据“促进投资法案B.E.2520(1977)”下发的BOI证书,证书编号No.1174(2)/2554,自首次取得经营收入起,对经营所得累计不超过所投资金额(不包含土地费及流动资金)百分之百的净利润,享受“八免五减半”的所得税优惠,公司子公司新泰车轮2018年度享受免缴所得税的税收优惠。

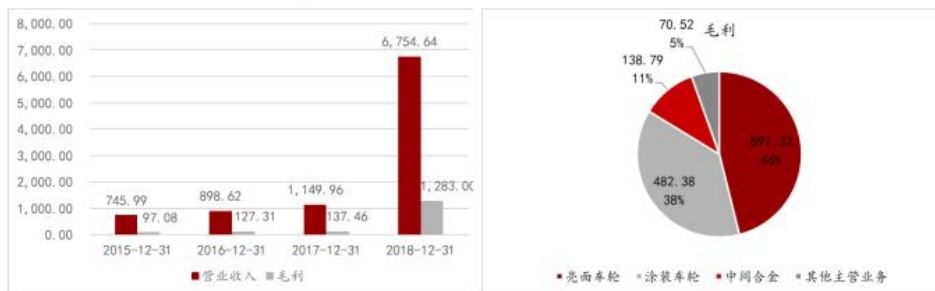
随着近年国际贸易争端和摩擦的加剧,中美贸易摩擦的不断深化,公司于2019年开始筹划新泰车轮二工厂的建设,现已完成土地征集和整体建设规划方案。预计初步建成300万只汽车铝合金车轮,总投资6亿人民币。项目建成后提升自有生产能力,更加有效的应对国际贸易争端和摩擦,占领国际市场。

2.3 公司主营业务利润丰厚

公司在17年以前只有铝基功能中间合金业务,18年并购的全资子公司立中股份为公司带来了新的铝合金车轮业务,该业务也为公司赢得了丰厚的利润。从利润占比可以看出,公司传统的铝基功能中间合金业务带来的毛利占公司总毛利的11%,而亮面车轮毛利占到了46%,涂装车轮毛利占到了38%。

图表5: 18年公司营收及利润大幅增长

图表6: 铝合金车轮业务为公司带来大量利润



资料来源: WIND、万联证券

资料来源: WIND、万联证券

铝基功能中间合金业务营收占公司总营收的17%,亮面车轮业务占45%,涂装车轮业务占33%,铝合金车轮业务的毛利率要高于铝基功能中间合金业务的毛利率。此外,公司国内外业务齐头并进,18年,公司中国大陆营收占比为49%,国外业务营业收入占比为51%。

图表7: 公司业务营收占比

图表8: 海内外业务营收占比



资料来源: WIND、万联证券

资料来源: WIND、万联证券

2.4 行业地位

2.4.1 功能性中间合金新材料领域的行业地位

公司是专业研发、制造、销售金属晶粒细化、金相变质、元素添加和金属净化等功能性中间合金新材料的国家级高新技术企业,是中国最大的功能性中间合金新材料企业之一,是专业研究制造功能中间合金的首家上市公司。公司是国家火炬计划重点高新技术企业,河北省创新型企业,河北省第七届最具成长性企业,拥有省级的“企业技术中心”,是“中国有色金属工业协会”会员单位、“钛工业进展”常务理事单位、“中国材料进展”常务理事单位,第二批河北省军民融合产学研用示范基地。

2.4.2 铝合金车轮轻量化领域的行业地位

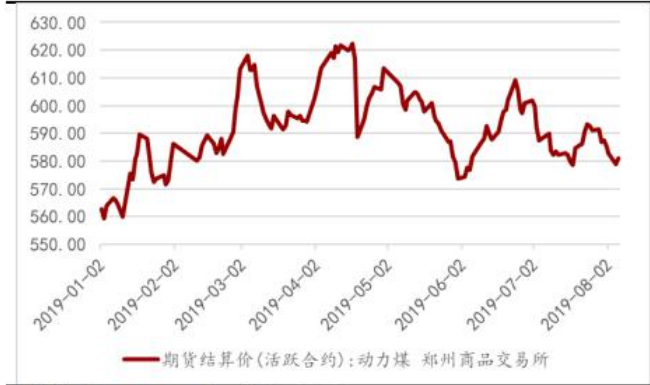
公司专业从事铝合金车轮的研发、设计、制造和销售,是目前国内最大的铝合金车轮生产企业之一。公司作为主要起草人之一,曾参与《乘用车铝合金车轮铸件》GB/T31203-2014、《汽车车轮静不平衡量要求及检测方法》QC/T242-2014 等国家标准或行业标准的起草。通过不断的技术创新及深入研究,公司完成对关键核心技术的掌握并形成了一大批自主知识产权。

3 公司经营优势

3.1 公司主要原料电解铝价格维持低位,利好公司经营

公司生产经营所需的主要原材料之一为电解铝,公司采用原材料价格与加工费相结合的产品定价方式。电解铝价格上涨,将导致公司原材料及产品价格上涨,使公司的原材料及在产品占用更多的流动资金,增加公司流动资金压力;电解铝价格下跌,将导致公司原材料及产品价格下跌,使公司原材料及在产品对流动资金的占用减少,减轻公司流动资金压力。但如果电解铝价格持续、大幅、单方向波动,公司不能将原材料价格的变动完全和及时地转移,则会对公司的加工费水平及毛利率等造成一定的影响。

图表9: 动力煤价格偏弱



资料来源: WIND、万联证券

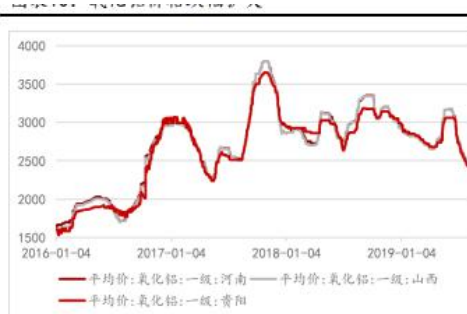
生产电解铝所耗动力煤价格偏弱。正值盛夏, 动力煤供需趋于宽松, 电厂高库存、产地煤及进口煤高供给对煤价的抑制, 煤价整体不具备向好基础。预计短期煤价仍以震荡为主。

电解铝的上游产品氧化铝供应过剩, 价格一路走低。百川资讯指出, 国内氧化铝供给端库存上升, 进口氧化铝不断到港, 各项综合来看氧化铝供应过剩明显。需求端电解铝企业前期以执行长单为主不进行现货采购或少量采购适当打压氧化铝现货市场成交价格, 当价格符合电解铝企业的心理预期后电解铝企业开始批量进行现货采购并未出现抢购现象这也使得氧化铝价格始终难以筑底, 也推动了价格始终保持下行趋势。

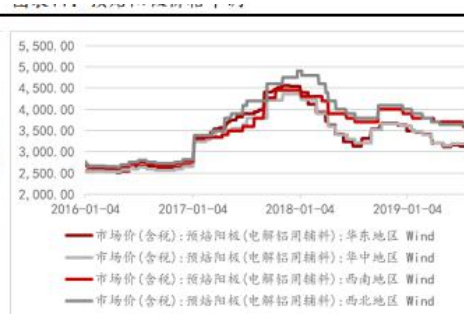
电解铝用辅料预焙阳极价格下调。受原材料石油焦、煤沥青价格下滑影响, 中国预焙阳极市场主流价格不断走低。7月, 中国预焙阳极市场主流价格下调50元/吨左右。

图表10: 氧化铝价格跌幅扩大

图表11: 预焙阳极价格下调



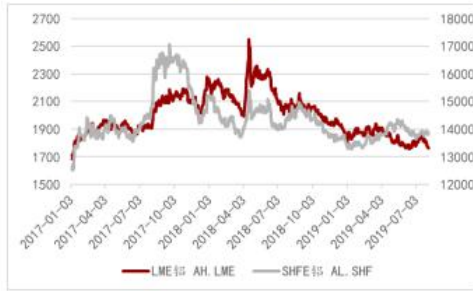
资料来源: WIND、万联证券



资料来源: WIND、万联证券

在期货市场, 受美元指数走强影响, 伦铝承压, 国内虽然铝锭社会库存在7月末虽意外下降, 但市场淡季效应明显, 消费仍旧疲弱, 沪铝整体呈现弱势。现货市场的铝锭价格受需求疲软影响, 继续走低。据百川资讯指出: 截至2019年7月30日, 中国电解铝有效产能4751.5万吨, 开工3596.85万吨, 开工率75.69%; 中国电解铝已减产86.7万吨, 中国电解铝待复产规模涉153万吨; 已建成且待投产的新产能364.55万吨, 已投产122.3万吨, 新产能待投产244.25万吨, 年内在建且具备投产能力新产能90万吨, 预期年内还可投产118.5万吨, 预期年度最终实现累计230.8万吨。总的来说, 电解铝产能有增无减。另外受原材料价格走低影响, 电解铝价格很难出现大幅上涨, 这间接保障了公司的持续经营和稳定获利。

图表12: 期货市场铝价持续走弱



资料来源: WIND、万联证券

图表13: 铝锭价格总体走低

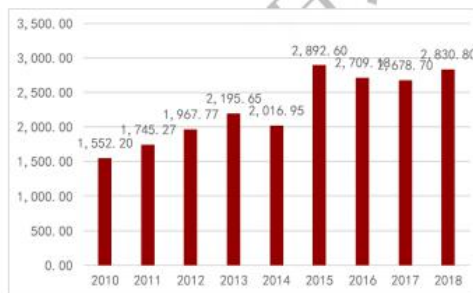


资料来源: WIND、万联证券

3.2 主营产品未来需求旺盛, 具有良好的发展前景

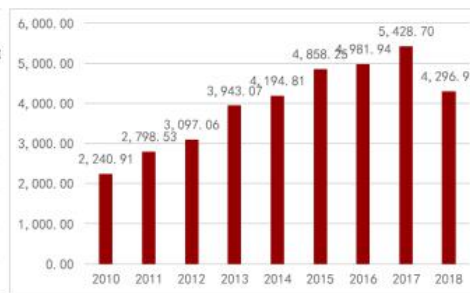
公司已成为功能中间合金新材料市场中的龙头企业之一。由于电解铝基本上以合金形态应用于下游产品, 所以铝基功能中间合金的用量和电解铝的用量保持同向态势。加之, 铝加工业结构升级, 对于铝材性能提出了更高要求, 特别是航空航天、交通装备等行业的需求不断提升, 工业节能降耗要求铝加工材性能更加优异而能耗更低, 这些都在进一步拓展铝基功能中间合金的应用空间。

图表14: 电解铝年产量稳定在高位 (万吨)



资料来源: 国家统计局、万联证券

图表15: 铝材产量回落 (万吨)

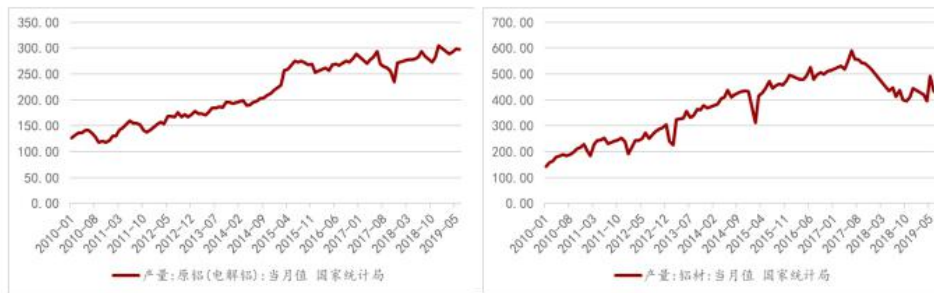


资料来源: 国家统计局、万联证券

从国家统计局公布的数据来看, 受全球经济下滑、中美贸易摩擦、国内需求疲软影响, 18年铝材产量4296.90万吨, 较17年减少2.84%, 减少了1131.80万吨。而受前期铝材需求扩张影响, 电解铝企业生产积极性增加, 18年全年电解铝产量2830.80万吨, 较17年上涨5.68%, 从19年上半年的月度电解铝产量来看, 19年上半年合计生产电解铝1175.30万吨, 18年上半年生产电解铝1387.60万吨, 电解铝产量有所回落。然而, 19年上半年合计生产铝材1739.10万吨, 与18年上半年的1795.60万吨相差无几, 我们预计19年国内铝材需求与18年基本持平。而电解铝价格的持续走低, 有助于进一步提高铝加工企业的利润空间。随着我国经济逐渐回暖, 新能源汽车、航空航天、交通运输、汽车轻量化等领域的发展, 预计2020年后, 铝材的需求将保持稳中有增态势。

图表16: 电解铝产量呈增长趋势 (万吨)

图表17: 铝材产量开始反弹 (万吨)



资料来源:国家统计局、万联证券

资料来源:国家统计局、万联证券

铝基功能中间合金未来的市场发展前景和市场需求直接取决于下游铝深加工和终端产品制造行业的发展趋势。通过研究交通运输业、建筑业、电线电缆行业、航空航天及其他铝材相关领域的发展趋势可以间接看出未来铝基功能中间合金的市场需求。

铝合金车轮的上游为电解铝和铝合金，下游行业为汽车制造和售后服务。从下游汽车行业的发展趋势，可以看出未来铝合金车轮的市场需求情况。

3.2.1 交通运输业稳步发展

新能源汽车拉动铝材需求，进而带动铝基功能中间合金需求增长，汽车轻量化趋势拉动铝合金车轮需求。汽车行业对能源、电子、机械、化工、材料、金属加工等多个国民经济重要行业的强力拉动效应。据国家统计局数据显示，2017年，我国汽车产量达到顶峰，为2522.30万辆，10年以来，国内汽车产量总体增长趋势。新能源汽车产量保持高速增长，2016年-2018年，国内新能源汽车产量分别为53.50、68.30、116.90万台，18年的产量较17年增长了近一倍。新能源汽车正在逐步成为未来汽车发展的主流趋势，随着新能源汽车的发展，铝材的需求有望进一步扩大，从而提升对铝基功能中间合金的需求。

《“十三五”交通领域科技创新专项规划》指出，未来将围绕先进轻量化材料、轻量化先进工艺和轻量化结构优化技术创新，推动结构轻量化技术在汽车产业各领域规模化应用。重点研究高强度钢、轻合金材料（如铝合金、镁合金）、碳纤维等新型材料特性和应用技术。形成轻量化整车产品和关键零部件的自主开发能力，降低乘用车和商用车产品的平均单车整备质量。由此可以看出，未来对于铝合金车轮轻量化的需求有增无减。

铝合金车轮的上游为电解铝和铝合金，下游行业为汽车制造和售后服务。全球汽车车轮材料主要经历了钢铁材料、合金材料（如铝合金）等演变过程，目前以铝合金车轮为主。从铝合金车轮的发展来看，长时期内，钢制车轮在车轮制造业中占主导地位，但随着汽车工业的飞速发展，人们对车辆安全、环保、节能的要求日趋严格，铝合金车轮以其安全、节能、美观、舒适等特点，逐步取代了钢制车轮。在售后服务市场中，铝合金车轮制造商直接面对汽车配件零售商，其销售网络的覆盖面和销售状况直接决定车轮的需求数量和更新换代速度。我国汽车制造业经过二十多年的高速发展，国内汽车保有量持续增加，终端消费者对维修、保养的意识不断提高，个性化追求逐渐成为趋势，改装市场逐渐发展起来，加上政府针对二手车流通、售后改装和维修出台了相关规范和促进政策，车轮产业在售后服务市场面临重大商机。

图表18: 汽车产量总体稳中有升(万辆)



资料来源:国家统计局、万联证券

图表19: 新能源汽车产量保持高速增长(万辆)

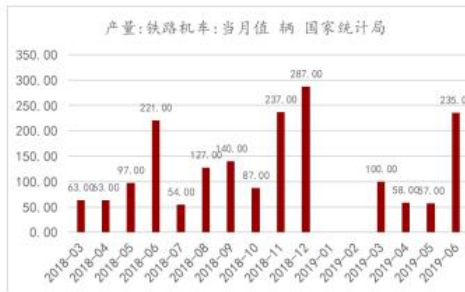


资料来源:国家统计局、万联证券

铁路建设稳步推进,铁机车产量回升,带动铝材需求。我国是一个铁路资源匮乏的国家,铁路建设成为未来20年我国急需大力发展的瓶颈领域。产业信息网发布的《2015-2020中国铝基功能中间合金市场供需及投资评估报告》指出中国铁路客运专线动车组采用CRH1、CRH2、CRH3、CRH5、CRH380五种类型,除CRH1型车体外其余4种动车组车体均为铝合金材质。高速列车由于轻量化、密封性和抗腐蚀性要求较高,大部分采用大断面高强铝合金型材制造,每辆车体的铝型材平均用量约8-10吨,其中90%以上为大断面空心铝挤压材。

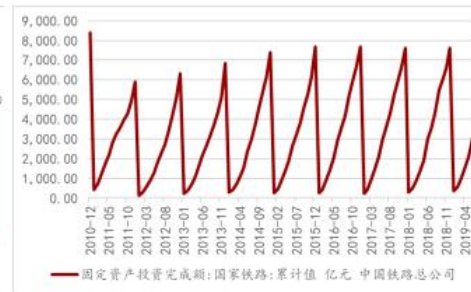
19年6月份铁路机车产量235辆,上半年共产铁路机车450辆,较18年上半年的产量的444辆多了6辆,总体保持稳定增长。另外,19年上半年国家铁路投资累计完成额为3044.90亿,去年同期数据为2968.73亿,同比增长了2.56%。从中可以看出,国家仍在加大国内铁路运输建设。

图表20: 铁路机车产量总体稳中有升



资料来源:国家统计局、万联证券

图表21: 国家铁路投资完成额呈上涨趋势

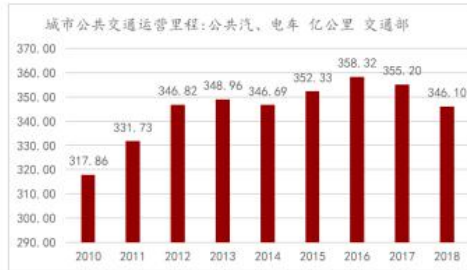


资料来源:中国铁路总公司、万联证券

轨道交通行业迎来大发展机遇,带动装备产业千亿市场规模,从而拉动铝材需求。国内轨道交通车辆用铝材已基本实现国产化。“十二五”以来,我国的交通装备制造已取得非凡成就,汽车产销量连续六年稳居全球第一,轨道交通装备产业规模和产销量均居世界第一。据前瞻产业研究院发布的《中国城市轨道交通行业市场前景与投资战略规划分析报告》统计数据显示,截至2017年末,全国轨道交通运营线路149条,增加25条,运营线路总长度4484.2公里,增加756.7公里;其中,地铁线路124条、3976.9公里,轻轨线路6条、203.0公里。城市客运轮渡运营航线92条,减少20条,运营航线总长度434.9公里,减少70.1公里。轨道交通完成183.05亿人,增长13.3%,运营里程5.07亿列公里,增长17.1%。截止至2017年,全国有32个城市开通了轨道交通,2017年新开通2个。拥有轨道交通车站3040个,增加572个;运营车辆28125辆,增长18.2%。2018年上

半年,我国9个城市10条城市轨道交通线路开通运营。截止至2017年,全国有32个城市开通了轨道交通,2017年新开通2个。拥有轨道交通车站3040个,增加572个;运营车辆28125辆,增长18.2%。2018年上半年,我国9个城市10条城市轨道交通线路开通运营。

图表22: 公共汽车/电车运营里程回落



图表23: 轨道交通运营里程加速上涨



资料来源:交通部、万联证券

资料来源:交通部、万联证券

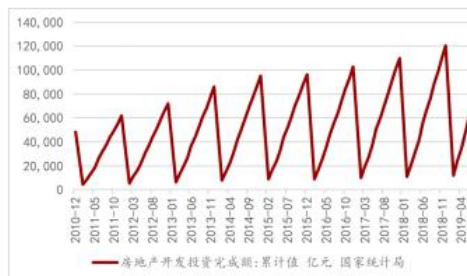
从交通部公布的数据来看,2016年,我国公共汽车和电车的运营里程达到高峰,为358.32亿公里,17年为355.20亿公里,同比下降0.9%;18年为346.10亿公里,同比下降2.56%,总体呈现加速下降趋势。而城市轨道交通运营里程维持高速增长,16年该数据为4.33亿列公里,17年为5.07亿列公里,同比增长17.09%;18年为6.01亿列公里,同比增长18.54%。城市轨道交通运营里程呈现出加速上涨的趋势。

交通装备制造业历来对信息产业、电子工业、材料工业等相关产业具有很强的带动效应。交通装备的发展呈现轻量化、自动化、集成化、模块化和信息化的特征。该领域的快速发展,有助于进一步拉动我国铝材内需。

3.2.2 建筑及房地产业,保持稳步增长

建筑及房地产业是国内最大的铝型材消费领域,在建筑铝型材的分品种消费领域中,铝合金门、窗、幕墙型材又占其中的主体。住建部发布《建筑业发展“十三五”规划》指出“十三五”期间以完成全社会固定资产投资建设任务为基础,全国建筑业总产值年均增长7%,建筑业增加值年均增长5.5%。国家统计局数据显示:2018年,我国房地产开发投资12.03万亿,同比增长9.53%,房地产开发企业房屋施工面积82.23亿平方米,同比增长5.22%,房屋新开工面积20.93亿平方米,同比增长17.17%,房屋竣工面积9.36亿平方米,同比下降7.82%。该数据可以看出,房屋施工面积在逐年增长,竣工面积虽18年有所回落,但未来仍具上涨潜力。铝材消费仍然具有韧性。

图表24: 房地产开发投资完成额逐年增加



图表25: 房屋施工面积呈上涨趋势

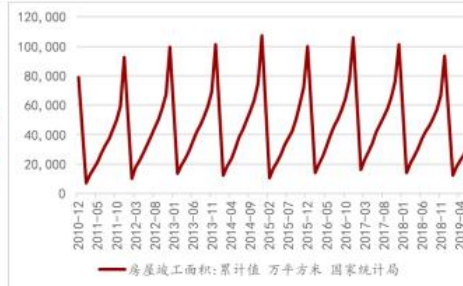
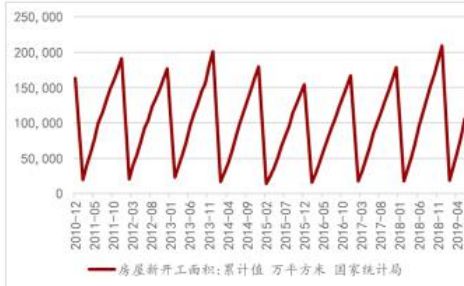


资料来源：国家统计局、万联证券

资料来源：国家统计局、万联证券

图表26：房屋新开工面积

图表27：房屋竣工面积



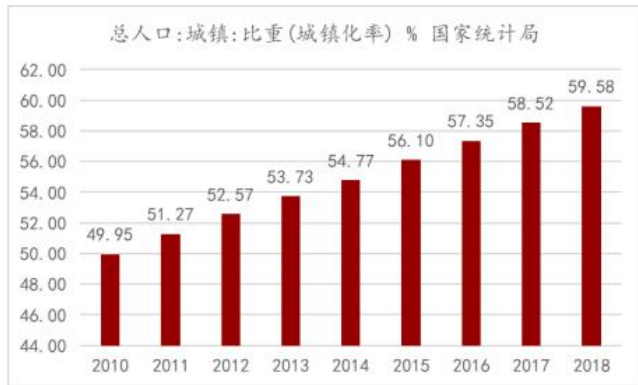
资料来源：国家统计局、万联证券

资料来源：国家统计局、万联证券

根据中共中央和国务院印发的《国家新型城镇化规划(2014-2020年)》，2013年我国常住人口城镇化率为53.7%，户籍人口城镇化率只有36%左右，不仅远低于发达国家80%的平均水平，也低于人均收入与我国相近的发展中国家60%的平均水平；我国城镇人均住宅建筑面积从2000年的20.30平方米增加至2012年的32.90平方米；2014-2020年，城镇化将健康有序发展，常住人口城镇化率达到60%左右，户籍人口城镇化率达到45%左右，努力实现1亿左右农业转移人口和其他常住人口在城镇落户。

国家统计局数据显示，近十年来，我国城镇化率稳步提高，18年为59.58，接近《国家新型城镇化规划(2014-2020年)》提出的60%的目标，仍低于发达国家80%的平均水平。未来，随着我国城镇化脚步的不断迈进，铝材需求有望进一步增长。

图表28：我国城镇化率不断提高

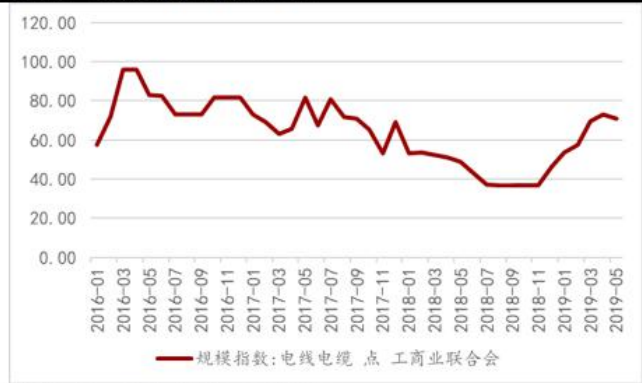


资料来源：国家统计局、万联证券

3.2.3 电线电缆需求广泛，年耗铝量不断增加

电线电缆产品广泛应用于国民经济各个领域，配套于各产业、国防建设和重大建设工程，是现代经济和社会正常运转的基础保障。电线电缆行业是机械工业中仅次于汽车产业的第二大产业。

图表29：电线电缆规模指数快速回升



资料来源：工商业联合会、万联证券

我国能源分布区域性较为明显，主要集中在西北部。而大部分的用电负荷集中在东部。这使得我国能源资源与负荷中心不匹配，增加了电力资源的调配难度。这使得发展特高压电网变得刻不容缓。因此，国内两大电网公司纷纷推出各自的特高压计划。出于减少能耗和增强稳定性，特高压输电通常采用钢芯铝绞线作为传输导体。

根据中国电力企业联合会发布的《电力工业“十二五”规划滚动研究报告》预计2020年全国110千伏及以上线路达到176万千米。根据工商业联合会数据，电线电缆规模指数在18年11月底下降到36.90点的低点，随后开始强势拉升，19年5月份，该指数反弹到70.74点，随着国内电网布局的逐步推进，未来该指数有望进一步反弹。电线电缆用铝量有望进一步提高。电线电缆用铝均以铝合金方式存在，从而间接拉动铝基功能中间合金的需求。

3.2.4 航空航天用铝市场空间庞大

大飞机项目所需铝板从国外进口的价格比国内铝板价格贵几十倍，我国正在研制中的大型客机C919计划30%以上的材料采用国内的铝合金。2008年我国大飞机项目正式启动，19年8月1日5时32分，我国自主研制的C919大型客机第4架试飞机(编号104架机)，顺利完成首次飞行试验任务。C919大型客机计划共投入6架试飞机(编号分别为101-106架机)。101架机和103架机、102架机在陕西阎良、山东东营等地开展飞行试验。104架机主要承担航电系统、起飞着陆性能、自动飞行系统和自然结冰等相关试飞科目。根据研制计划，其余2架试飞机(105、106架机)将于19年下半年陆续完成首次飞行试验任务。

铝锂合金具有低密度、高比强度、高比刚度、优良的低温性能、良好的耐腐蚀性能和卓越的超塑成型性能，用其取代常规的铝合金可使构件质量减轻15%，刚度提高15%~20%，被认为是航空航天工业中的理想结构材料。铝锂合金主要用于制造飞机机身和机翼蒙皮、控制舵面、桁条、机身框架、导弹壳体等。此外，铝锂合金还被用于制造燃料存储箱、卫星结构件和空间站等。

根据国家统计局数据，2018年，我国运输飞机共计3690架，较17年增加了343架，增长率达到10.41%。随着国产大飞机的试飞成功，未来我国航空航天用铝市场潜力巨大。公司主营产品铝基功能中间合金未来市场广阔。

图表30：国内运输飞机数量快速增长



资料来源：国家统计局，万联证券

3.3 优质的客户资源基础

汽车铝合金车轮行业具有较高的市场进入壁垒，只有经过供应合作，才能与汽车厂和一级供应商之间建立起认可关系，而在不断的合作中，汽车厂和供应商之间的相互信任和依赖才能逐步加深。因此，优质和丰富的客户群体，是公司核心竞争力的重要组成；优质的客户群体有利于提高公司的盈利能力和抗风险能力；丰富的客户群体有利于公司积累与不同类型客户的配套经验，实现规模化生产，增强公司的发展潜力。

3.4 核心技术优势

自成立以来，公司一直专注于汽车铝合金车轮行业核心技术的突破，高度重视自主研发和技术创新，并形成了自身独有的核心技术优势。公司曾参与《乘用车铝合金车轮铸件》GB/T31203-2014、汽车车轮用铸造铝合金（GB/T23301-2009）、《铸造铝合金金相 铸造铝硅合金过烧》（JB/T9476.2-2017）等国家标准和行业标准的起草，并先后与中科院金属研究所、北京航空航天大学、北京交通大学、辽宁工程技术大学及河北工业大学等科研机构建立了长期合作关系；目前，公司拥有1个国家企业技术中心、1个博士后创新实践基地、2个省级工程技术研究中心、3个省级企业技术中心和2个国家认可实验室，并多次参与天津市、河北省重大成果转化项目等重大科研项目。

目前，公司子公司包头盛泰汽车零部件制造有限公司正与上海交通大学包头材料研究院正在共同研究“新能源汽车轻量化车轮用稀土铝合金材料开发”项目，本项目的开发研究将进一步提高铝合金轮毂的比刚度、比强度以及耐高温、耐腐蚀等优点。

4 公司未来发展布局

公司自成立以来，逐一稳步推进国内配套业务、海外配套业务的发展，在市场开拓与客户开发方面都呈现出全球化的发展趋势；同时，在全球汽车工业产业链向发展中国家和地区转移的大背景下，在国内实现了向中高端汽车厂配套的业务市场布局，在海外市场，完成了北美、欧洲、亚太全覆盖的业务市场布局，国际市场销售占车轮业务总销售额的比例达到61.08%，比去年同期增长了7.55个百分点。

4.1 特种功能中间合金新材料的发展布局

功能性中间合金在不同的领域作为关键的基础性材料，单独或共同发挥作用，不仅能够大幅提高金属综合性能，扩大金属的应用领域，还能降低制造成本，并为新型金属材料的研究提供技术支持。

其中晶粒细化剂作为功能性中间合金新材料的重要产品之一，是提升铝合金性能的关键添加材料，其质量直接影响和决定着铝合金材料的性能，是未来航空航天，高铁和汽车用铝合金材料制造的重要保障。公司目前已经掌握了世界上性能最高的晶粒细化剂产品生产技术和正在建设年产25000吨配套的高端晶粒细化剂生产线，以应对持续增加的国内外市场需求。公司也将通过新技术，新装备的应用，实现细化剂质量关键技术的突破，从而引领行业发展。公司正通过新技术，新装备的应用，实现细化剂质量关键技术的突破，引领行业发展，并在未来的2-3年内占领全球最高端的市场领域。

此外，公司已投资完成了国内领先的特种中间合金生产线建设和市场的前期开发，将通过不断努力，打破钛合金和高温合金用中间合金的技术壁垒。目前公司装备水平、技术能力和产品质量均位列国内前列，部分客户采用公司独立研发的多元合金已成功用于制作航空航天发动机排气塞、喷嘴构件以及紧固件等关键部件，使用效果已通过验证。随着下半年航空航天级高精度中间合金产品项目的实施，与前期已有的高精度自蔓延法生产方式相结合，公司整体技术水平将达到世界先进水平，从而实现替代部分高温、高强的钛合金、镍合金材料进口产品的目标。

4.2 铝合金车轮+铝合金底盘悬挂零部件的发展布局

公司铝合金车轮轻量化领域利润增长点一是继续加大海外布局，目前正在扩建的泰国第二工厂将帮助企业更好的规避贸易摩擦并抢占国际市场；二是加大高端、大尺寸、轻量化和锻造市场的研发投入和销售力度，提升高端产品比例，更好地满足中高端客户需求，顺应未来市场发展方向；三是增加新能源市场的销售比例，公司已量产和开发多款电动车项目，并已成功切入特斯拉、宝马等大型新能源车企业的供应链中，能够为公司未来的产能扩张提供销量保证。四是加快高强铝悬挂零部件募投产能投放，丰富产品类型，增强公司盈利能力。

清晰的全球化战略布局:公司自成立以来，逐一稳步推进国内配套业务、海外配套业务的发展，在市场开拓与客户开发方面都呈现出全球化的发展趋势；同时，在全球汽车工业产业链向发展中国家和地区转移的大背景下，能够抓紧机遇，在国内实现了向中高端汽车厂配套的业务市场布局，在海外市场，完成了欧洲、北美、亚太全覆盖的业务市场布局。目前已投资建设的泰国工厂二期，以及未来计划建设的墨西哥工厂将帮助企业更好的规避贸易壁垒，并逐步占领更多国际高端市场。2019年1-5月，车轮出口收入占比为62%。

加大高端、大尺寸、轻量化和锻造市场的研发投入和销售力度:目前，铝合金车轮行业需求呈现高端化、大尺寸、轻量化发展趋势，高附加值铝车轮产品在市场中的消费比例不断提升。公司针对客户及市场需求加大研发投入和销售力度，同时募集资金项目也将配备先进的生产线，使产品具有高强度、轻量化、附加值高的特点，能更好地满足中高端客户需求，符合未来市场发展方向。

增加新能源市场的销售比例:公司2010年获得第一个电动车项目，目前已经量产和开发多款电动车项目。2018年，公司获得宝马IX3电动车独家供货权。同时，公司已经成为蔚来汽车、威马汽车、小鹏汽车等多家新兴造车企业的供应商，同时已获得特斯拉的供应商代码。电动汽车由于自身重，对底盘的轻量化要求更高，同时载荷比燃油车重，对底盘的性能要求更高，因此，新能源车的轮毂和底盘零部件附加值较高。

扩大高强铝悬挂零部件产能:汽车轻量化作为汽车行业发展趋势一直备受关注，汽车底盘的轻量化不仅有利于降低油耗，对整车舒适性也有很大的提高。未来汽车悬挂系统、转向节、控制臂、副车架等高强铝悬挂零部件产品市场空间巨大。公司募投项目建设完成后将进一步扩大公司规模，丰富产品类型，增强公司的盈利能力。

5 盈利预测与投资建议

预计19-21年公司归母净利润为4.20、4.86、5.73亿元；EPS为0.73、0.84、0.99元；对应收盘价13.55元的PE分别为18.64、16.13、13.67倍。首次覆盖予以“增持”评级。

6 风险因素

汽车销量下降超预期；贸易摩擦影响外贸出口超预期；电解铝价格长期单边波动；国家行业政策变化；高端铝材需求不及预期；生产安全问题；汽车轻量化发展速度不及预期；高端新材料研发进度缓慢。

万联证券

资产负债表单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,057.91	4,765.10	5,479.08	6,414.47
货币资金	961.29	1,451.20	1,734.73	2,179.17
应收及预付	1,698.29	1,873.30	2,130.70	2,424.36
存货	1,184.50	1,225.64	1,392.96	1,583.73
其他流动资产	213.83	214.96	220.68	227.20
非流动资产	2,530.26	2,432.22	2,333.17	2,233.13
长期股权投资	102.12	102.12	102.12	102.12
固定资产	1,763.16	1,759.16	1,754.16	1,748.16
在建工程	123.59	29.55	-64.50	-158.54
无形资产	341.51	341.51	341.51	341.51
其他长期资产	199.88	199.88	199.88	199.88
资产总计	6,588.17	7,197.32	7,812.25	8,647.59
流动负债	3,099.96	3,353.44	3,563.45	3,802.89
短期借款	1,558.60	1,558.60	1,558.60	1,558.60
应付及预收	1,175.08	1,424.99	1,619.53	1,841.32
其他流动负债	366.28	369.85	385.32	402.97
非流动负债	568.22	458.22	358.22	358.22
长期借款	374.09	274.09	174.09	174.09
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	184.12	184.12	184.12	184.12
负债合计	3,668.17	3,811.66	3,921.67	4,161.11
股本	529.64	578.37	578.37	578.37
资本公积	1,009.97	1,009.97	1,009.97	1,009.97
留存收益	1,893.84	2,332.90	2,818.64	3,391.91
归属母公司股东权益	2,903.81	3,342.87	3,828.61	4,401.88
少数股东权益	26.19	42.79	61.97	84.61
负债和股东权益	6,588.17	7,197.32	7,812.25	8,647.59

利润表单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,754.64	7,050.69	8,019.81	9,124.79
营业成本	5,471.64	5,622.97	6,390.60	7,265.80
营业税金及附加	36.58	38.19	43.43	49.42
销售费用	306.54	282.03	364.89	437.99
管理费用	171.58	176.27	218.13	246.37
财务费用	62.37	120.08	113.35	108.69
研发费用	284.45	282.03	336.82	383.24
资产减值损失	13.53	107.02	47.00	25.95
公允价值变动收益	-12.68	0.00	0.00	0.00
投资净收益	9.28	12.00	5.00	5.00
营业利润	453.92	484.11	560.29	662.32
营业外收入	2.42	8.00	8.00	8.00
营业外支出	1.46	2.00	2.00	2.00
利润总额	454.88	490.11	566.29	668.32
所得税	49.29	53.11	61.36	72.42
净利润	405.59	437.00	504.92	595.90
少数股东损益	15.41	16.60	19.18	22.64
归属母公司净利润	390.18	420.40	485.74	573.26
EBITDA	693.91	649.21	665.64	741.97
EPS (元)	0.74	0.73	0.84	0.99
主要财务比率				
至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	7.85%	4.38%	13.74%	13.78%
营业利润	-3.19%	6.65%	15.74%	18.21%
归属母公司净利润	-3.65%	7.74%	15.54%	18.02%
获利能力				
毛利率	18.99%	20.25%	20.31%	20.37%
净利率	6.73%	6.95%	7.06%	7.32%
ROE	13.44%	12.58%	12.69%	13.02%
ROIC	10.38%	14.39%	14.32%	15.40%
偿债能力				
资产负债率	55.53%	52.96%	50.20%	48.12%
净负债比率	124.85%	112.58%	100.80%	92.75%
流动比率	1.31	1.42	1.54	1.69
速动比率	0.91	1.04	1.13	1.26
营运能力				
总资产周转率	1.04	1.02	1.07	1.11
应收账款周转率	3.88	3.88	3.88	3.88
存货周转率	4.59	4.59	4.59	4.59
每股指标 (元)				
每股收益	0.67	0.73	0.84	0.99
每股经营现金流	1.10	0.97	0.65	0.75
每股净资产	5.02	5.78	6.62	7.61
估值比率				
P/E	34.81	18.64	16.13	13.67
P/B	5.11	2.34	2.05	1.78
EV/EBITDA	21.34	13.05	12.16	10.31

现金流量表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	633.68	563.49	377.72	436.10
净利润	405.59	420.40	485.74	573.26
折旧摊销	223.60	107.02	47.00	25.95
营运资金变动	-68.47	-66.82	-262.44	-271.46
其它	72.86	102.89	107.41	108.34
投资活动现金流	-442.82	112.05	105.05	105.05
资本支出	-339.31	100.05	100.05	100.05
投资变动	-25.64	0.00	0.00	0.00
其他	-77.86	12.00	5.00	5.00
筹资活动现金流	-41.76	-185.62	-199.23	-96.70
银行借款	203.03	-100.00	-100.00	0.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	1.00	48.73	0.00	0.00
其他	-245.78	-134.35	-99.23	-96.70
现金净增加额	171.57	489.92	283.53	444.44
期初现金余额	660.24	961.29	1,461.20	1,734.73
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00
期末现金余额	831.81	1,451.20	1,734.73	2,179.17

资料来源：WIND、万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，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。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京西城区平安里西大街28号中海国际中心
深圳福田区深南大道2007号金地中心
广州天河区珠江东路11号高德置地广场