

2016 年 11 月 29 日

公司研究·证券研究报告

## 三维丝 (300056.SZ)

## 公司分析

### 业绩稳健，管理层变动添动因

#### 投资要点

◆ **滤料专家转型净化工厂的环保综合服务商，业绩增速明显提升**：三维丝是一家袋式除尘器核心部件高温滤料的专业供应商，自 2013 年起通过内外并举的发展战略向净化工厂、烟气岛治理的环保综合服务商转型。2016 年前三季度公司实现营业收入 6.22 亿元，归母净利润 8,328.18 万元，分别同比增长 14% 和 64%，厦门珀挺的并表有效提升了公司营业收入、利润增长速度。

◆ **管理层换血、控制权波动，公司股票交易性机会进一步加强**：近期公司管理层发生较大变动，实际控制人罗氏夫妇被免去公司董事职务，罗祥波总经理职务被解除，公司第三大股东丘国强携张煜当选第三届董事会董事，同时廖政宗董事（厦门珀挺董事长）当选公司董事长、丘国强董事当选公司副董事长、朱利民（洛卡环保董事，原公司副总经理）当选公司总经理。此次新入董事丘国强为公司发起人之一，截至目前持有公司 8.62% 的股权，根据公司公告，丘国强计划在未来半年内增持公司股票不超过 1 亿元。公司实际控制权产生较大的不确定性，大股东的“抢筹”行为将加强公司股票的交易性机会公司，建议积极关注。

◆ **基本面扎实，业绩增长动力充足**：①**收购洛卡环保，完善工厂净化后端服务链条**：2015 年 6 月公司完成收购洛卡环保 100% 股权，洛卡环保是提供烟气脱硝技术、关键设备、成套设备的专业环保公司，已自主掌握 SCR 脱硝技术、SNCR/SCR 混合法脱硝技术、SNCR 脱硝技术等核心技术。通过收购洛卡环保，公司成功进入烟气脱硝领域，向兼具除尘+脱硝+脱硫能力的烟气治理综合服务商更进一步。②**收购厦门珀挺，切入工厂净化前端服务链条**：2016 年 3 月公司完成厦门珀挺 80% 股权的收购，将其纳入全资控股范围，厦门珀挺主要从事散物料输送系统的研发、设计和集成。完成对厦门珀挺的收购交易后，三维丝不仅可为客户提供后端烟气治理的除尘、脱硝等综合环保服务，还可为客户提供前端散物料输储系统的设计、集成和维修保养等服务，公司的服务链条得以大幅延伸，节能环保综合服务能力进一步提升。此外，交易双方可通过客户资源互补，充分发挥协同效应。上述两项收购事项中，洛卡环保 2014-2016 年的扣非净利润承诺为 2,650 万元、3,313 万元和 4,141 万元，厦门珀挺 2015-2017 年的扣非净利润承诺为 7,200 万元、9,720 万元和 13,122 万元，上述业绩承诺有望大幅增厚公司盈利。

◆ **投资建议**：2017 年是“气十条”各项目目标考核年，考虑到大气治理行业景气度的提升，厦门珀挺业绩承诺的大概率完成，以及近期股权变动带来的交易性机会，我们预测公司 2016 年至 2018 年每股收益依次为 0.48、0.62 和 0.77 元，我们给予公司增持-A 评级，6 个月目标价为 24.23 元，相当于 2017 年 39 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示**：竞争加剧风险、企业整合风险

基础化工 | 其他化学制品 III

 投资评级 **增持-A(首次)**

6 个月目标价 24.23 元

股价(2016-11-29) 21.07 元

#### 交易数据

总市值 (百万元) 7,884.34

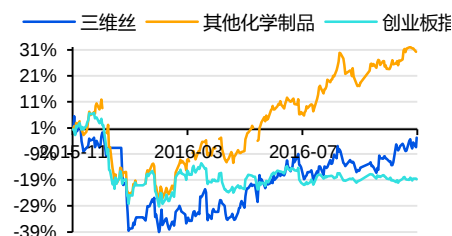
流通市值 (百万元) 5,284.66

总股本 (百万股) 374.20

流通股本 (百万股) 250.81

12 个月价格区间 12.00/23.68 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

| 升幅%  | 1M   | 3M    | 12M   |
|------|------|-------|-------|
| 相对收益 | 5.21 | 10.27 | 9.41  |
| 绝对收益 | 4.98 | 8.93  | -9.05 |

#### 分析师

 徐曼  
 SAC 执业证书编号：S0910516020001  
 xuman@huajinsc.cn  
 021-20655643

#### 报告联系人

 宋怡萱  
 songyixuan@huajinsc.cn  
 021-20655737

## 财务数据与估值

| 会计年度      | 2014  | 2015  | 2016E   | 2017E   | 2018E   |
|-----------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 主营收入(百万元) | 454.5 | 688.2 | 1,159.0 | 1,582.3 | 2,017.8 |
| 同比增长(%)   | 4.7%  | 51.4% | 68.4%   | 36.5%   | 27.5%   |
| 营业利润(百万元) | 65.2  | 72.6  | 208.1   | 273.0   | 338.0   |
| 同比增长(%)   | 27.6% | 11.4% | 186.4%  | 31.2%   | 23.8%   |
| 净利润(百万元)  | 58.7  | 68.9  | 178.2   | 233.7   | 287.5   |
| 同比增长(%)   | 18.4% | 17.4% | 158.7%  | 31.1%   | 23.0%   |
| 每股收益(元)   | 0.16  | 0.18  | 0.48    | 0.62    | 0.77    |
| PE        | 131.8 | 112.2 | 43.4    | 33.1    | 26.9    |
| PB        | 16.7  | 10.4  | 8.5     | 7.2     | 6.0     |

数据来源：贝格数据, 华金证券研究所

## 内容目录

|                               |           |
|-------------------------------|-----------|
| <b>一、三维丝：净化工厂的环保综合服务商</b>     | <b>4</b>  |
| （一）滤料专家转型净化工厂的环保综合服务商         | 4         |
| （二）管理层换血、控制权变更，提示短期交易性机会      | 6         |
| （三）并购推动公司业绩增速提升               | 7         |
| <b>二、收购洛卡环保——完善工厂净化后端服务链条</b> | <b>8</b>  |
| （一）烟气治理产业链趋于完善                | 8         |
| （二）公司业绩得以增厚                   | 10        |
| <b>三、收购厦门珀挺——切入工厂净化前端服务链条</b> | <b>10</b> |
| <b>四、盈利预测</b>                 | <b>12</b> |
| <b>五、风险提示</b>                 | <b>12</b> |

## 图表目录

|                           |    |
|---------------------------|----|
| 图 1：向净化工厂、烟气岛治理的环保综合服务商转型 | 4  |
| 图 2：公司滤毡（上）和滤袋（下）系列产品     | 5  |
| 图 3：高温滤袋应用场景-袋式除尘器内部结构示意图 | 5  |
| 图 4：公司滤料生产量（万平方米）         | 5  |
| 图 5：以火电行业为例的公司产业链布局示意图    | 5  |
| 图 6：公司管理层变动细节             | 6  |
| 图 7：公司股权结构（2016 年三季报数据）   | 6  |
| 图 8：公司营业收入变动情况            | 7  |
| 图 9：公司归母净利润变动情况           | 7  |
| 图 10：公司营业收入构成情况           | 8  |
| 图 11：公司毛利构成情况             | 8  |
| 图 12：公司整体毛利率变动情况          | 8  |
| 图 13：洛卡环保已承接或完成的项目地域布局    | 9  |
| 图 14：火力发电燃煤机组烟尘治理系统示例     | 9  |
| 图 15：洛卡环保各项设备销量状况（台）      | 9  |
| 图 16：洛卡环保营业收入变动情况         | 10 |
| 图 17：洛卡环保净利润变动情况          | 10 |
| 图 18：厦门珀挺营业收入状况           | 12 |
| 图 19：厦门珀挺净利润状况            | 12 |
| 表 1：十大股东明细（2016 年三季报）     | 6  |
| 表 2：厦门珀挺核心技术              | 11 |

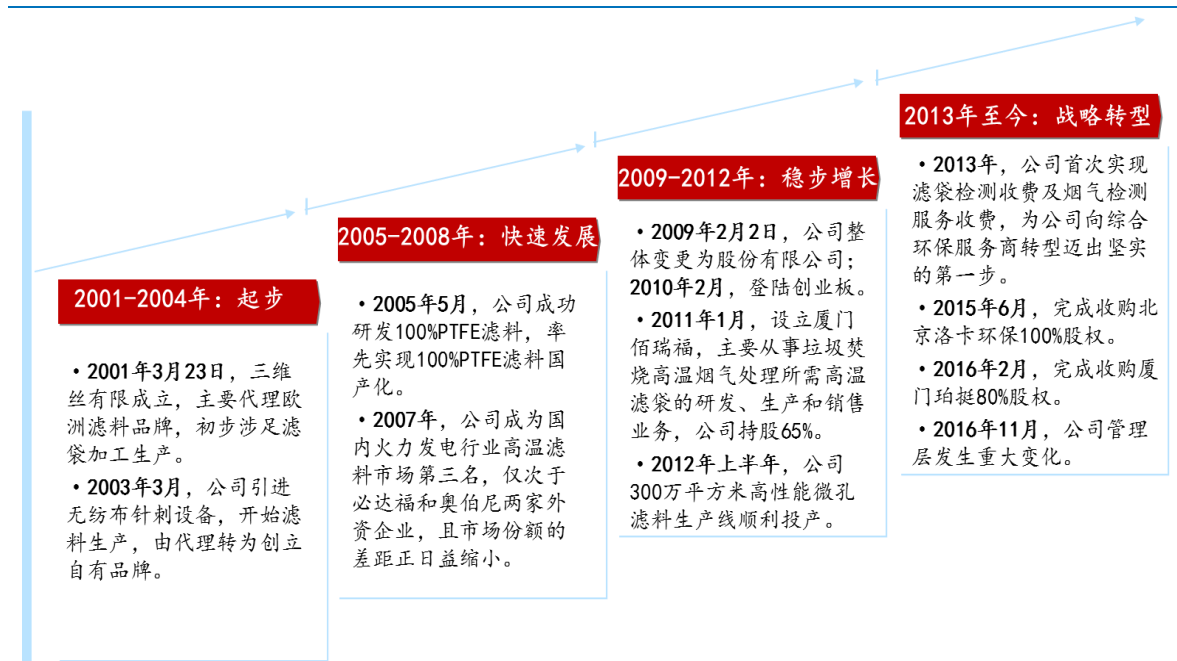
## 一、三维丝：净化工厂的环保综合服务商

### （一）滤料专家转型净化工厂的环保综合服务商

厦门三维丝环保股份有限公司是一家袋式除尘器核心部件高温滤料的专业供应商，自 2013 年起通过内外并举的发展战略向净化工厂、烟气岛治理的环保综合服务商转型，成为专注治理 PM<sub>2.5</sub>、PM<sub>10</sub> 以及散物料智能输储的骨干企业。公司业务范围已覆盖烟气除尘、脱硝、环保节能、散物料智能输储等领域。

公司前身三维丝有限成立于 2001 年 3 月，成立之初主要代理欧洲滤料品牌，初步涉足滤袋加工生产；2003 年 3 月公司引进无纺布针刺设备，开始由代理转为自主研发生产滤料；2005 年公司成功研发 100%PTFE 滤料，率先实现 100%PTFE 滤料国产化，开启公司高成长序幕；至 2007 年公司已成为国内火力发电行业高温滤料市场第三名，仅次于必达福和奥伯尼两家外资企业，市场份额差距日益缩小。公司除专注从事高温滤料业务外，还通过收购北京洛卡环保技术有限公司（以下简称“洛卡环保”）进入烟气脱硝核心部件业务；收购珀挺机械工业（厦门）有限公司（以下简称“厦门珀挺”）为客户提供前端散物料输储系统服务；增资文安县众鑫生物质供热有限公司，注重热电、生物质等节能环保领域的发展。

图 1：向净化工厂、烟气岛治理的环保综合服务商转型



资料来源：公司官网、公司公告、华金证券研究所

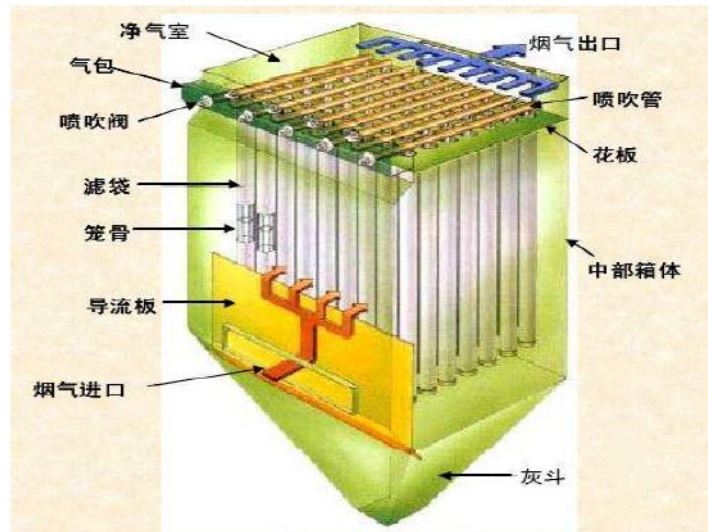
公司主要产品包括以各种高温合成化学纤维为原料，经非织造生产工艺制造，并经特殊后整理工序处理和各种高温滤料，包括滤毡系列和滤袋系列。作为袋式除尘器的核心部件，公司产品主要应用于火力发电燃煤锅炉尾气、水泥窑头窑尾烟尘、垃圾焚烧烟气、钢铁高炉煤气、沥青搅拌烟气、化工烟气等高温烟气除尘过滤。

图 2：公司滤毡（上）和滤袋（下）系列产品



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

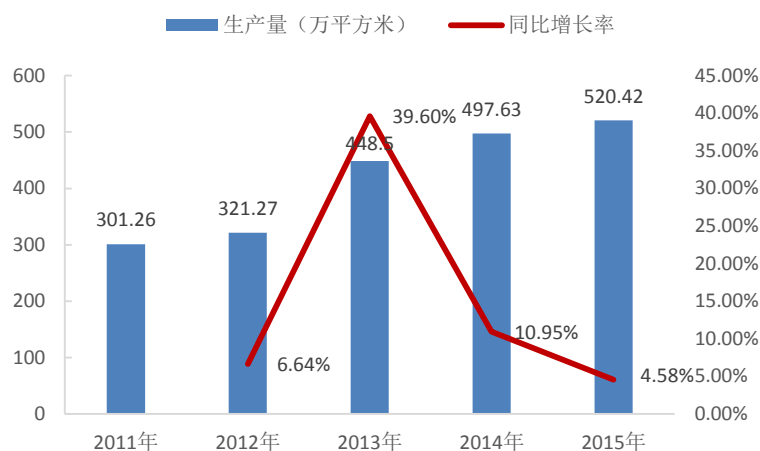
图 3：高温滤袋应用场景-袋式除尘器内部结构示意图



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

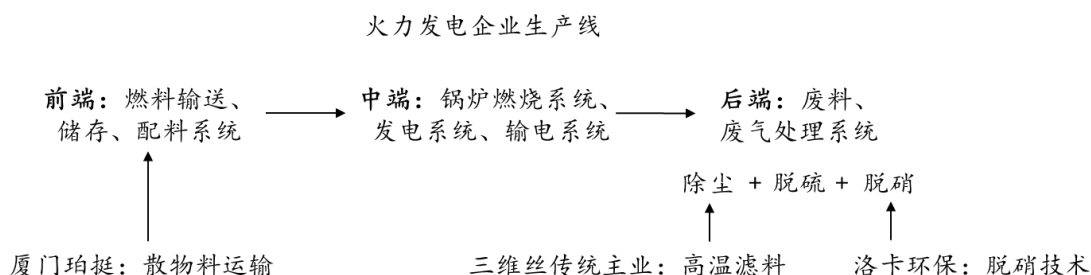
公司 300 万平方米高性能微孔滤料生产线 2012 年上半年顺利投产，公司产能增幅较大，随着产能逐步释放，公司 2013 年滤料生产量达 448.6 万平方米，同比增长 39.6%。自 2014 年起公司滤料生产量增速放缓，着手通过外延式并购向净化工厂、烟气岛治理的环保综合服务商转型。

图 4：公司滤料生产量（万平方米）



资料来源：公司年报，华金证券研究所

图 5：以火电行业为例的公司产业链布局示意图

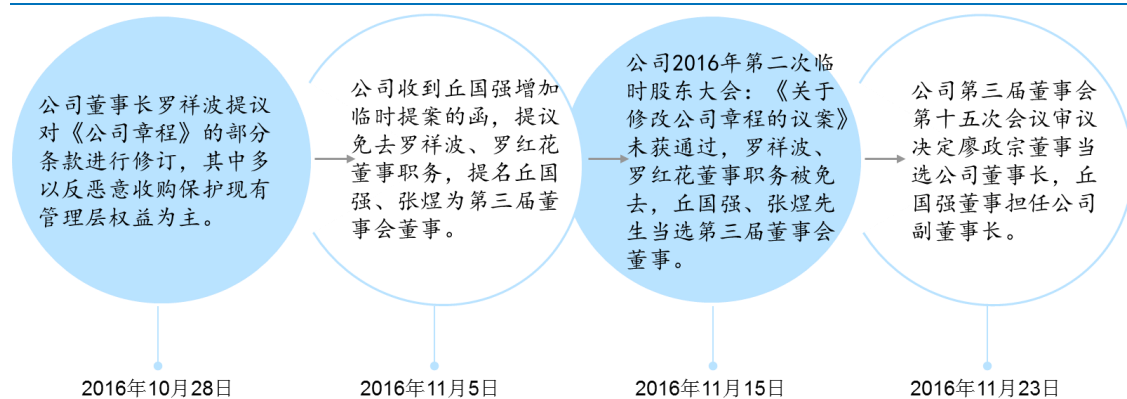


资料来源：华金证券研究所整理

## （二）管理层换血、控制权变更，提示短期交易性机会

近期公司管理层发生较大变动，实际控制人罗氏夫妇被免去公司董事职务，罗祥波总经理职务被解聘，公司第三大股东丘国强携张煜当选第三届董事会董事，同时廖政宗董事当选公司董事长、丘国强董事当选公司副董事长。

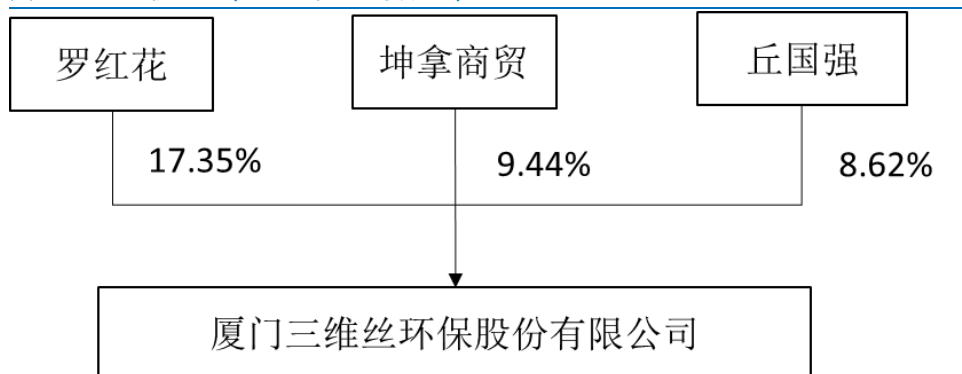
图 6：公司管理层变动细节



资料来源：公司公告汇总，华金证券研究所

经上述管理层变动，公司实际控制人变更不确定性增大。截至目前，公司第一大股东仍为罗红花女士，持有公司 17.35%的股权，第三大股东丘国强持有 8.62%的公司股票。公司 11 月 29 日公告第三大股东丘国强增持公司股票的计划，半年内拟增持金额不超过 1 亿元人民币，预期其将在公司经营管理中更具话语权。同时，第三大股东的增持行为将加强公司股票的交易性机会，建议积极关注。

图 7：公司股权结构（2016 年三季报数据）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

表 1：十大股东明细（2016 年三季报）

| 排名 | 股东名称                              | 持股数量（股）    | 占总股本比例（%） |
|----|-----------------------------------|------------|-----------|
| 1  | 罗红花                               | 64,940,942 | 17.35%    |
| 2  | 厦门坤拿商贸有限公司                        | 35,318,146 | 9.44%     |
| 3  | 丘国强                               | 32,247,632 | 8.62%     |
| 4  | 全国社保基金一一八组合                       | 15,779,910 | 4.22%     |
| 5  | 厦门上越投资咨询有限公司                      | 9,556,353  | 2.55%     |
| 6  | 刘明辉                               | 9,190,804  | 2.46%     |
| 7  | 中国人寿保险股份有限公司-分红-个人分红-005L-FH002 深 | 9,170,872  | 2.45%     |

|    |                                 |             |        |
|----|---------------------------------|-------------|--------|
| 8  | 厦门三维丝环保股份有限公司-第一期员工持股计划         | 8,278,580   | 2.21%  |
| 9  | 中国工商银行股份有限公司-华商新常态灵活配置混合型证券投资基金 | 5,946,051   | 1.59%  |
| 10 | 彭娜                              | 4,814,000   | 1.29%  |
|    | 其他                              | 178,954,099 | 47.82% |
|    | 总股本                             | 374,197,389 | 100%   |

资料来源：公司公告，华金证券研究所

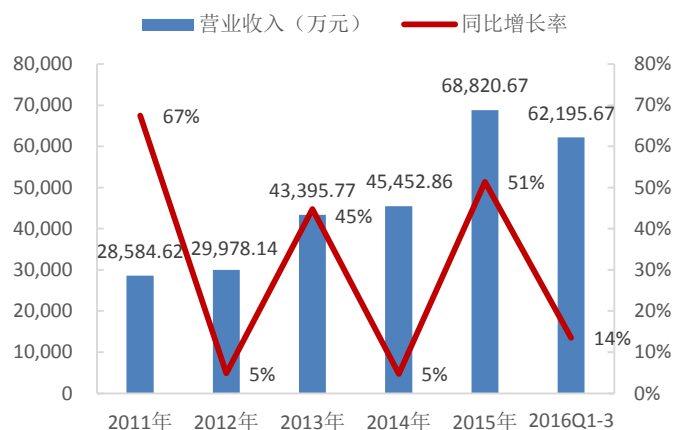
此次新入董事丘国强为公司发起人之一，截至目前持有公司 8.62%的股权。丘国强于 2003 年 8 月至 2015 年 7 月在公司任职，长期担任副董事长、副总经理职务，2015 年 7 月 25 日离任。2015 年 7 月至今丘国强担任中龙杭川股权投资基金管理有限公司董事长，兼具实业、资本运作经验。新入董事张煜现任上海涌铨投资管理部副总经理、万里石董事。**专业投资人的加入将提升公司资本运作效率，有望推动公司通过收购兼并增强环境综合治理能力。**

### （三）并购推动公司业绩增速提升

2015 年公司实现营业收入 6.88 亿元，归母净利润 6,887.32 万元，分别同比增长 51%和 17%，主要由于洛卡环保并表，公司实现环保设备销售收入 10,333 万元，同时控股子公司厦门洛卡实现环保工程收入 14,905 万元。

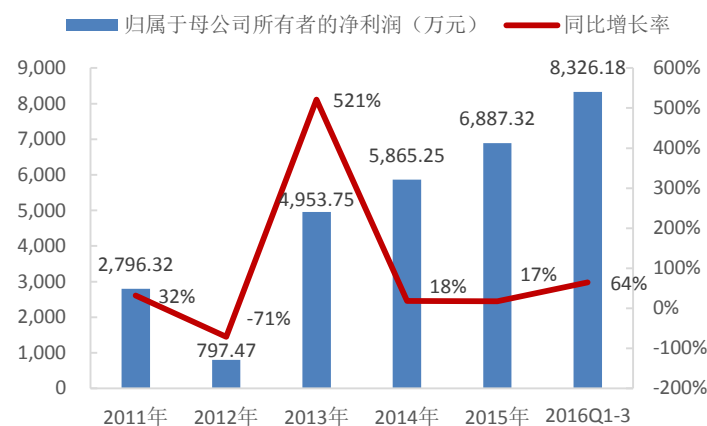
2016 年前三季度公司实现营业收入 6.22 亿元，归母净利润 8,326.18 万元，分别同比增长 14%和 64%，主要由于 2016 年上半年公司完成收购厦门珀挺 80%股权，厦门珀挺积极拓展了海外市场散物料输储系统设计和集成业务，有效提升了公司营业收入、利润增长速度。

图 8：公司营业收入变动情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

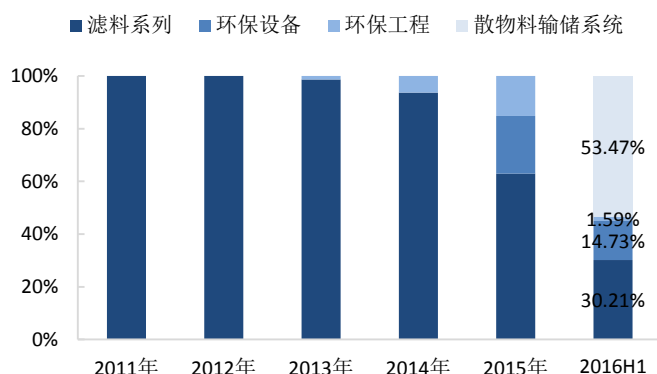
图 9：公司归母净利润变动情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

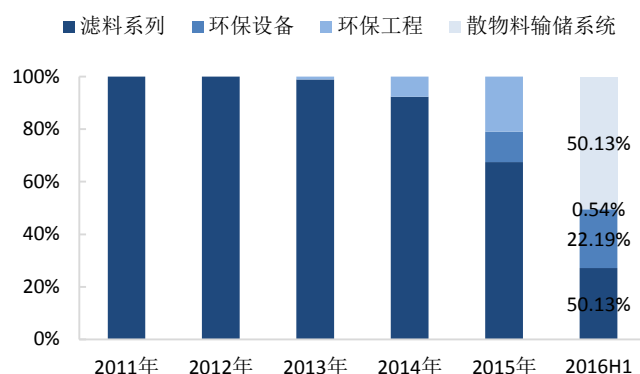
从营业收入构成看，2016 年上半年厦门珀挺的并表，为公司带来散物料输储系统营业收入，公司滤料产品、环保设备、环保工程、散物料输储系统收入分别占比 30.21%、14.73%、1.59%和 53.47%，公司服务链条进一步延伸。

图 10：公司营业收入构成情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

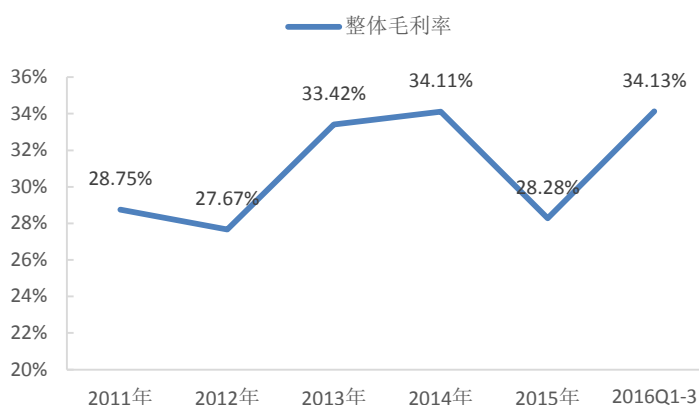
图 11：公司毛利构成情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

2016 年前三季度公司整体毛利率水平由 2015 年的 28.28% 提升至 34.13%。公司滤料系列、环保设备、环保工程和散物料输储系统 2016 年上半年毛利率依次为 29.06%、48.75%、11.09% 和 30.35%，其中环保设备销售业务毛利率大幅上升，由 2015 年的 14.97% 上升至 48.75%。

图 12：公司整体毛利率变动情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

## 二、收购洛卡环保——完善工厂净化后端服务链条

2015 年 6 月 19 日，公司以交易对价 25,200 万元完成对洛卡环保 100% 股权的收购事项。本次交易中公司向刘明辉等 11 名交易对方非公开发行股份 10,762,155 股，同时支付现金 8,820 万元；此外向鑫众-三维丝蓝天 1 号计划发行 4,139,290 股公司股票，募集配套资金 6,300 万元。

### （一）烟气治理产业链趋于完善

北京洛卡环保技术有限公司成立于 2010 年 6 月 25 日，是提供烟气脱硝技术、关键设备、成套设备的专业环保公司。洛卡环保已自主掌握 SCR 脱硝技术（包括尿素热解制氨技术）、SNCR/SCR 混合法脱硝技术、SNCR 脱硝技术等核心技术，主要业务包括脱硝关键设备销售、SNCR 脱硝一体化设备、脱硝成套设备，其技术和产品可应用于火电、城市供热、水泥炉窑、钢铁、垃圾焚烧等领域，目前主要应用于火电领域的烟气脱硝。

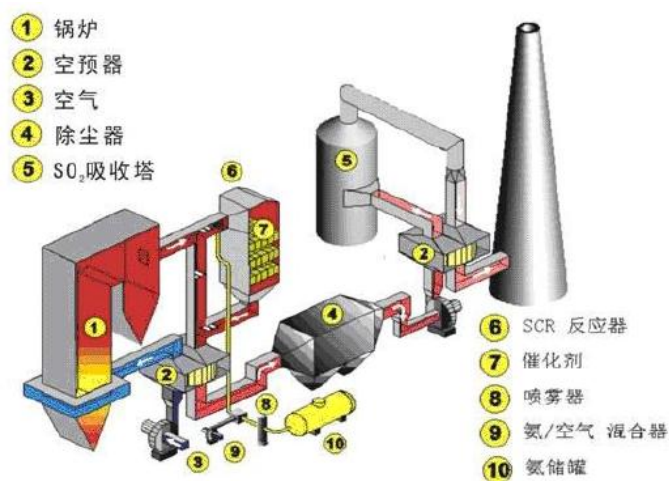
SCR 技术是我国脱硝设施采用的主流技术路线，约占总脱硝设施的 80%，尿素热解 SCR 技术及关键设备尿素热解设备是洛卡环保 2011 年以来重点推广的产品。典型的 SCR 系统，包括还原剂系统、催化反应系统、公用系统和辅助系统，还原剂系统负责向烟气通道中输送  $\text{NH}_3$  作为还原剂，并根据烟气通道中的  $\text{NO}_x$  浓度调节还原剂的喷射量，是 SCR 系统的核心组成部分。

图 13：洛卡环保已承接或完成的项目地域布局



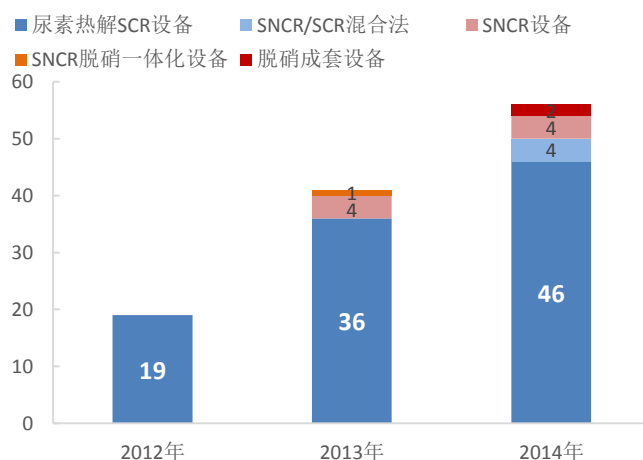
资料来源：关联交易报告书，华金证券研究所

图 14：火力发电燃煤机组烟尘治理系统示例



资料来源：关联交易报告书，华金证券研究所

图 15：洛卡环保各项设备销量状况（台）



资料来源：关联交易报告书，华金证券研究所

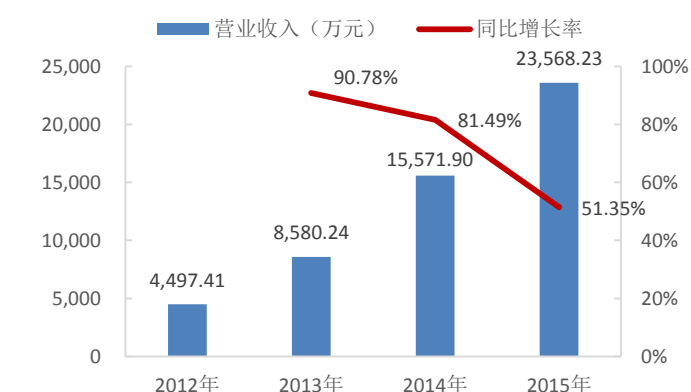
通过收购洛卡环保，公司成功进入烟气脱硝领域，向兼具除尘+脱硝+脱硫能力的烟气治理综合服务商更进一步。2016 年 8 月公司分别与邹平齐星开发区热电有限公司、山东齐星长山热电有限公司签署脱硫除尘超低排放系统建设合同，金额分别为 2,313.98 万元和 1,699.59 万元，

公司在脱硫治理方面实现突破；同时，由于公司已掌握净化系统核心设备的设计、研发、生产以及系统的优化、调试、运行等技术，因此更有优势承接运营维护服务，未来运营维护服务有望为公司带来附加价值。

## （二）公司业绩得以增厚

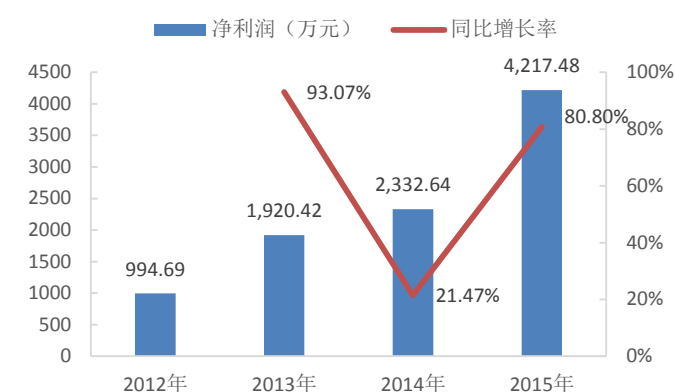
洛卡环保在 2012-2015 年间保持高成长态势，营业收入年复合增长率 73.70%，净利润年复合增长率 61.85%。**本次收购事项中交易对方承诺洛卡环保 2014、2015、2016 年实现扣非净利润依次为 2,650 万元、3,313 万元和 4,141 万元**，分别占公司 2015 年经审计扣非归母净利润的 44.2%、55.2%和 69.0%。洛卡环保业务高增长势头将为公司业绩带来增长动力。

图 16：洛卡环保营业收入变动情况



资料来源：关联交易报告书，华金证券研究所

图 17：洛卡环保净利润变动情况



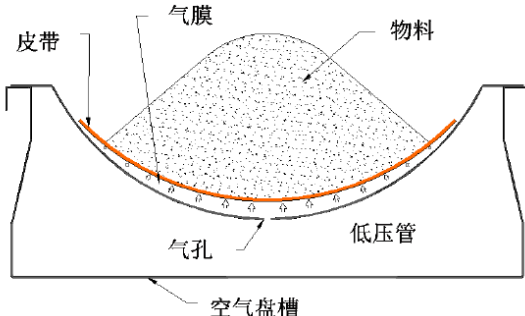
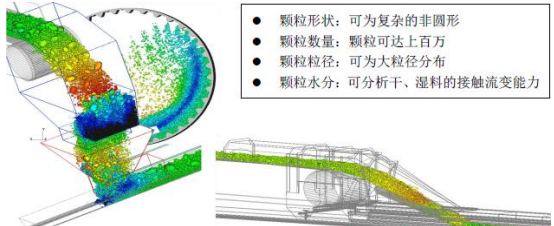
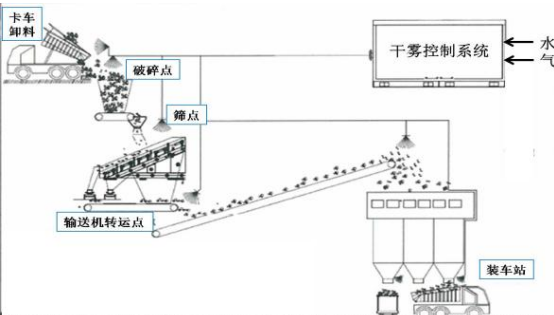
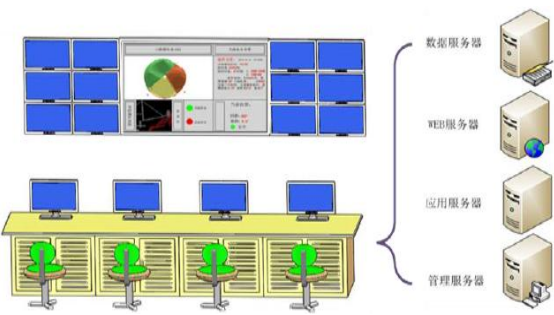
资料来源：关联交易报告书，华金证券研究所

## 三、收购厦门珀挺——切入工厂净化前端服务链条

2016 年 3 月，公司以交易对价 70,048 万元完成对珀挺机械工业（厦门）有限公司 80% 股权的收购，包括向交易对方支付 44,874,499 股股份及 12,608.64 万元现金。交易完成后，厦门珀挺成为公司全资子公司。

**厦门珀挺成立于 2001 年 6 月 5 日，主要从事散物料输送系统研发、设计、集成，其大部分终端客户所处行业与三维丝相同，包括火电、钢铁冶炼等。**厦门珀挺自成立以来始终致力于推动散物料系统及物流仓储系统向智能化、更环保、更节能、投资及运营成本更低方向发展。厦门珀挺已自主掌握高效节能带式输送技术、气垫带式输送技术、曲线落煤管技术、干雾抑尘系统及数字化料场管理系统技术等一批行业领先的核心技术，截至目前拥有 25 项国家专利，并已获得“高新技术企业”资质认定。

表 2：厦门珀挺核心技术

| 技术名称        | 内容                                                                                                                                                                                         | 示例                                                                                   |
|-------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|
| 高效节能带式输送技术  | 该项技术是一种以低阻胶带为核心的长距离带式节能输送技术。在项目实际运用中，通过选用低阻胶带有效降低带式输送系统运行时胶带与托辊之间的压陷阻力，从而降低马达驱动功率；根据输送系统实际运行环境对托辊布置间距、机架和桁架等进行优化，并采用智能化控制及驱动装置、结合曲线落煤管技术，有效降低了电耗、减少粉尘污染，且大幅度延长了输送系统使用寿命。                   |    |
| 气垫带式输送技术    | 该项技术是用薄气膜支撑输送带的带式输送。它用沿输送系统运行方向布置的盘槽（带孔气室）代替通用带式输送系统的托辊，当气源向气室内提供具有一定压力和流量的空气后，气室内的空气经盘槽上的小孔溢出，在输送带与盘槽之间形成一层具有一定压力的气膜（气垫）来支撑输送带及其上的物料。从原理上，气垫带式输送系统变滚动摩擦为气动摩擦，降低摩擦系数 50%~70%，因此可带来一系列的优越性。 |    |
| 曲线落煤管技术     | 曲线落煤管技术结合了颗粒流体力学、粉尘力学及岩石力学等专业理论知识，并使用智能软件进行模拟分析，使得设计出的输送系统中的落煤管更符合物料运动轨迹，从而达到减少粉尘、噪音、减少输送功率，避免堵料、减少溢料、并能增加皮带寿命及输送能力。                                                                       |   |
| 干雾抑尘系统      | 干雾抑尘是利用压缩空气将水以<10μm 水雾颗粒的形式喷洒出去，形成雾化效果，水雾颗粒与粉尘碰撞、结合、沉降，起到抑尘的作用。                                                                                                                            |  |
| 数字化料场管理系统技术 | 数字化料场管理系统技术是通过对料场物料的量、质、形、位、价的实时掌握，结合计算机技术的数据采集处理以及现代化企业经营管理方法，形成一套独特的料场管理智能系统，从而实现物料从入厂到使用的全周期监控管理。                                                                                       |  |

资料来源：关联交易报告书，华金证券研究所

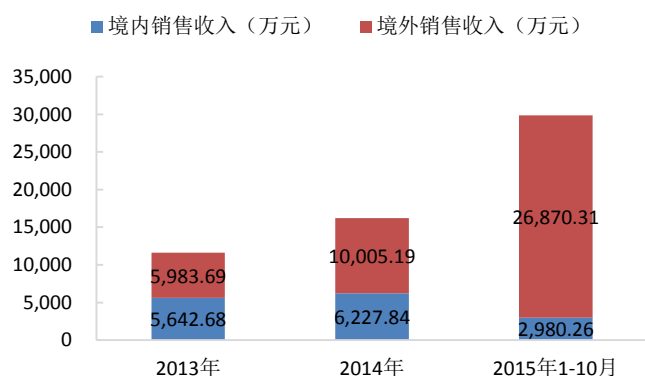
完成对厦门珀挺的收购交易后，三维丝不仅可为客户提供后端烟气治理的除尘、脱硝等综合环保服务，还可为客户提供前端散物料输储系统的设计、集成和维修保养等服务，公司的服务链条得以大幅延伸，节能环保综合服务能力进一步提升。就火电行业而言，其整个生产流程大致可

分为三大部分，包括前端的燃料输送、储存、配料系统，中端的锅炉燃烧系统、发电系统、输电系统，及后端的废料、废气处理系统等。前端的燃料输送、储存、配料系统及后端的废料、废气处理系统等对其实现节能降耗、绿色生产、智能管理具有至关重要的作用。

**客户资源互补，充分发挥协同效应。**厦门珀挺的业务主要集中在菲律宾、越南、印尼、台湾等海外国家和地区，2015 年 1-10 月境外销售收入在其营业总收入中的占比达 90%，而三维丝客户主要为中国大陆地区火电、水泥、垃圾焚烧及其他工业企业，本次并购整合可推动各项业务在更广阔的地域范围得以发展。此外，厦门珀挺客户集中度较高，2015 年 1-10 月其前 5 名客户销售额占比达 92.94%，此次并入三维丝后，厦门珀挺的客户结构将有望持续改善，客户集中度可得到下降，客户集中度较高的风险降低。

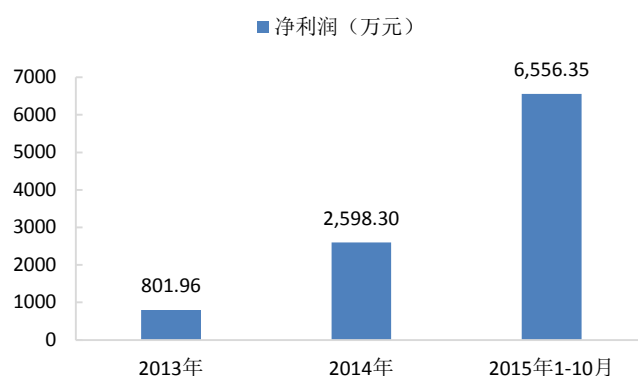
**截至 2016 年 2 月，厦门珀挺在手项目金额 8.03 亿元，净利润快速增长有望增厚公司业绩。**本次收购事项中交易对方承诺厦门珀挺 2015、2016、2017 年实现扣除非经常性损益的净利润不低于 7,200 万元、9,720 万元和 13,122 万元，依次为公司 2015 年经审计扣非归母净利润的 1.2、1.6 和 2.2 倍。

图 18：厦门珀挺营业收入状况



资料来源：关联交易报告书，华金证券研究所

图 19：厦门珀挺净利润状况



资料来源：关联交易报告书，华金证券研究所

## 四、盈利预测

2017 年是“气十条”各项目考核年，考虑到大气治理行业景气度的提升，厦门珀挺业绩承诺的大概率完成，以及近期股权变动带来的交易性机会，我们预测公司 2016 年至 2018 年每股收益依次为 0.48、0.62 和 0.77 元，我们给予公司增持-A 评级，6 个月目标价为 24.23 元，相当于 2017 年 39 倍的动态市盈率。

## 五、风险提示

竞争加剧风险、企业整合风险

## 财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表        |       |         |         |         |         | 财务指标        |       |         |        |        |        |
|------------|-------|---------|---------|---------|---------|-------------|-------|---------|--------|--------|--------|
| (百万元)      | 2014  | 2015    | 2016E   | 2017E   | 2018E   | (百万元)       | 2014  | 2015    | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
| 营业收入       | 454.5 | 688.2   | 1,159.0 | 1,582.3 | 2,017.8 | 年增长率        |       |         |        |        |        |
| 减:营业成本     | 299.5 | 493.5   | 765.7   | 1,074.2 | 1,393.4 | 营业收入增长率     | 4.7%  | 51.4%   | 68.4%  | 36.5%  | 27.5%  |
| 营业税费       | 2.6   | 4.9     | 7.7     | 10.3    | 13.7    | 营业利润增长率     | 27.6% | 11.4%   | 186.4% | 31.2%  | 23.8%  |
| 销售费用       | 35.3  | 42.2    | 59.6    | 65.5    | 73.4    | 净利润增长率      | 18.4% | 17.4%   | 158.7% | 31.1%  | 23.0%  |
| 管理费用       | 49.0  | 65.2    | 116.8   | 160.0   | 199.5   | EBITDA 增长率  | 15.6% | 15.6%   | 115.4% | 27.6%  | 21.7%  |
| 财务费用       | 5.1   | 10.7    | -       | -       | -       | EBIT 增长率    | 21.9% | 18.6%   | 149.6% | 31.2%  | 23.8%  |
| 资产减值损失     | 2.4   | 13.8    | 7.9     | 8.0     | 9.9     | NOPLAT 增长率  | 23.1% | 22.1%   | 144.0% | 33.5%  | 23.3%  |
| 加:公允价值变动收益 | -     | -       | -       | -       | -       | 投资资本增长率     | 11.5% | 71.7%   | 41.8%  | -1.6%  | 28.5%  |
| 投资和汇兑收益    | 4.5   | 14.9    | 6.6     | 8.7     | 10.1    | 净资产增长率      | 9.9%  | 59.8%   | 22.9%  | 18.9%  | 19.2%  |
| 营业利润       | 65.2  | 72.6    | 208.1   | 273.0   | 338.0   |             |       |         |        |        |        |
| 加:营业外净收支   | 7.9   | 10.0    | 8.9     | 8.9     | 9.3     | 盈利能力        |       |         |        |        |        |
| 利润总额       | 73.1  | 82.6    | 216.9   | 281.9   | 347.2   | 毛利率         | 34.1% | 28.3%   | 33.9%  | 32.1%  | 30.9%  |
| 减:所得税      | 12.0  | 11.5    | 34.4    | 40.6    | 51.1    | 营业利润率       | 14.3% | 10.6%   | 18.0%  | 17.3%  | 16.7%  |
| 净利润        | 58.7  | 68.9    | 178.2   | 233.7   | 287.5   | 净利润率        | 12.9% | 10.0%   | 15.4%  | 14.8%  | 14.2%  |
|            |       |         |         |         |         | EBITDA/营业收入 | 20.8% | 15.9%   | 20.3%  | 19.0%  | 18.1%  |
|            |       |         |         |         |         | EBIT/营业收入   | 15.5% | 12.1%   | 18.0%  | 17.3%  | 16.7%  |
|            |       |         |         |         |         | 偿债能力        |       |         |        |        |        |
|            |       |         |         |         |         | 资产负债率       | 45.7% | 50.7%   | 52.2%  | 50.5%  | 51.4%  |
|            |       |         |         |         |         | 负债权益比       | 84.2% | 102.6%  | 109.3% | 102.2% | 105.9% |
|            |       |         |         |         |         | 流动比率        | 1.49  | 1.39    | 1.61   | 1.56   | 1.72   |
|            |       |         |         |         |         | 速动比率        | 1.22  | 1.16    | 1.31   | 1.28   | 1.40   |
|            |       |         |         |         |         | 利息保障倍数      | 13.74 | 7.78    |        |        |        |
|            |       |         |         |         |         | 营运能力        |       |         |        |        |        |
|            |       |         |         |         |         | 固定资产周转天数    | 177   | 106     | 57     | 36     | 24     |
|            |       |         |         |         |         | 流动营业资本周转天数  | 159   | 144     | 164    | 162    | 159    |
|            |       |         |         |         |         | 流动资产周转天数    | 403   | 381     | 360    | 357    | 350    |
|            |       |         |         |         |         | 应收帐款周转天数    | 188   | 167     | 171    | 175    | 171    |
|            |       |         |         |         |         | 存货周转天数      | 69    | 64      | 64     | 66     | 65     |
|            |       |         |         |         |         | 总资产周转天数     | 628   | 627     | 539    | 474    | 440    |
|            |       |         |         |         |         | 投资资本周转天数    | 352   | 333     | 302    | 258    | 229    |
|            |       |         |         |         |         | 费用率         |       |         |        |        |        |
|            |       |         |         |         |         | 销售费用率       | 7.8%  | 6.1%    | 5.1%   | 4.1%   | 3.6%   |
|            |       |         |         |         |         | 管理费用率       | 10.8% | 9.5%    | 10.1%  | 10.1%  | 9.9%   |
|            |       |         |         |         |         | 财务费用率       | 1.1%  | 1.6%    | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   |
|            |       |         |         |         |         | 三费/营业收入     | 19.7% | 17.2%   | 15.2%  | 14.2%  | 13.5%  |
|            |       |         |         |         |         | 投资回报率       |       |         |        |        |        |
|            |       |         |         |         |         | ROE         | 12.7% | 9.3%    | 19.6%  | 21.7%  | 22.4%  |
|            |       |         |         |         |         | ROA         | 7.0%  | 4.7%    | 9.4%   | 10.8%  | 10.9%  |
|            |       |         |         |         |         | ROIC        | 14.0% | 15.3%   | 21.8%  | 20.5%  | 25.7%  |
|            |       |         |         |         |         | 分红指标        |       |         |        |        |        |
|            |       |         |         |         |         | DPS(元)      | 0.04  | 0.05    | 0.15   | 0.18   | 0.22   |
|            |       |         |         |         |         | 分红比率        | 25.5% | 28.7%   | 30.7%  | 28.3%  | 29.2%  |
|            |       |         |         |         |         | 股息收益率       | 0.2%  | 0.3%    | 0.7%   | 0.9%   | 1.1%   |
|            |       |         |         |         |         |             |       |         |        |        |        |
| 资产负债表      |       |         |         |         |         | 业绩和估值指标     |       |         |        |        |        |
|            | 2014  | 2015    | 2016E   | 2017E   | 2018E   |             | 2014  | 2015    | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
| 货币资金       | 60.0  | 131.9   | 92.7    | 126.6   | 161.4   | EPS(元)      | 0.16  | 0.18    | 0.48   | 0.62   | 0.77   |
| 交易性金融资产    | -     | -       | -       | -       | -       | BVPS(元)     | 1.24  | 1.98    | 2.43   | 2.88   | 3.43   |
| 应收帐款       | 248.8 | 390.6   | 710.3   | 832.4   | 1,087.1 | PE(X)       | 131.8 | 112.2   | 43.4   | 33.1   | 26.9   |
| 应收票据       | 138.8 | 163.0   | 319.8   | 393.8   | 484.6   | PB(X)       | 16.7  | 10.4    | 8.5    | 7.2    | 6.0    |
| 预付帐款       | 7.4   | 12.7    | 12.7    | 25.7    | 25.2    | P/FCF       | 332.8 | 1,290.9 | -58.4  | 71.1   | 58.4   |
| 存货         | 99.1  | 147.4   | 263.2   | 316.3   | 415.3   | P/S         | 17.0  | 11.2    | 6.7    | 4.9    | 3.8    |
| 其他流动资产     | 0.8   | 56.0    | 19.1    | 25.3    | 33.5    | EV/EBITDA   | 32.8  | 62.9    | 33.9   | 25.9   | 21.6   |
| 可供出售金融资产   | -     | 0.2     | 0.1     | 0.1     | 0.1     | CAGR(%)     | 58.1% | 60.9%   | 54.5%  | 58.1%  | 60.9%  |
| 持有至到期投资    | -     | -       | -       | -       | -       | PEG         | 2.3   | 1.8     | 0.8    | 0.6    | 0.4    |
| 长期股权投资     | 59.3  | 71.8    | 71.8    | 71.8    | 71.8    | ROIC/WACC   | 1.4   | 1.5     | 2.2    | 2.0    | 2.6    |
| 投资性房地产     | 17.7  | 16.8    | 16.8    | 16.8    | 16.8    |             |       |         |        |        |        |
| 固定资产       | 207.9 | 196.1   | 171.2   | 146.3   | 121.5   |             |       |         |        |        |        |
| 在建工程       | 8.4   | 25.1    | 25.1    | 25.1    | 25.1    |             |       |         |        |        |        |
| 无形资产       | 13.3  | 23.6    | 21.6    | 19.6    | 17.6    |             |       |         |        |        |        |
| 其他非流动资产    | 7.5   | 293.1   | 215.0   | 227.9   | 245.1   |             |       |         |        |        |        |
| 资产总额       | 869.1 | 1,528.3 | 1,939.2 | 2,227.6 | 2,704.9 |             |       |         |        |        |        |
| 短期债务       | 81.9  | 218.6   | 263.4   | 220.4   | 298.6   |             |       |         |        |        |        |
| 应付帐款       | 72.0  | 160.8   | 177.7   | 310.3   | 325.0   |             |       |         |        |        |        |
| 应付票据       | 148.0 | 126.2   | 291.8   | 369.3   | 428.1   |             |       |         |        |        |        |
| 其他流动负债     | 71.6  | 144.0   | 149.8   | 200.0   | 231.9   |             |       |         |        |        |        |
| 长期借款       | -     | 96.3    | 104.3   | -       | 81.1    |             |       |         |        |        |        |
| 其他非流动负债    | 23.7  | 28.2    | 25.8    | 25.9    | 26.6    |             |       |         |        |        |        |
| 负债总额       | 397.2 | 774.1   | 1,012.6 | 1,125.9 | 1,391.3 |             |       |         |        |        |        |
| 少数股东权益     | 8.4   | 11.8    | 15.9    | 23.5    | 31.9    |             |       |         |        |        |        |
| 股本         | 149.8 | 329.3   | 374.2   | 374.2   | 374.2   |             |       |         |        |        |        |
| 留存收益       | 313.8 | 413.0   | 536.5   | 704.0   | 907.5   |             |       |         |        |        |        |
| 股东权益       | 471.9 | 754.1   | 926.6   | 1,101.7 | 1,313.6 |             |       |         |        |        |        |
|            |       |         |         |         |         |             |       |         |        |        |        |
| 现金流量表      |       |         |         |         |         |             |       |         |        |        |        |
|            | 2014  | 2015    | 2016E   | 2017E   | 2018E   |             |       |         |        |        |        |
| 净利润        | 61.1  | 71.1    | 178.2   | 233.7   | 287.5   |             |       |         |        |        |        |
| 加:折旧和摊销    | 24.2  | 25.9    | 26.9    | 26.9    | 26.9    |             |       |         |        |        |        |
| 资产减值准备     | 2.4   | 13.8    | -       | -       | -       |             |       |         |        |        |        |
| 公允价值变动损失   | -     | -       | -       | -       | -       |             |       |         |        |        |        |
| 财务费用       | 6.4   | 16.3    | -       | -       | -       |             |       |         |        |        |        |
| 投资损失       | -4.5  | -14.9   | -6.6    | -8.7    | -10.1   |             |       |         |        |        |        |
| 少数股东损益     | 2.5   | 2.2     | 4.3     | 7.7     | 8.6     |             |       |         |        |        |        |
| 营运资金的变动    | -11.1 | -358.0  | -285.4  | -21.9   | -364.6  |             |       |         |        |        |        |
| 经营活动产生现金流量 | 74.4  | -114.2  | -82.5   | 237.7   | -51.7   |             |       |         |        |        |        |
| 投资活动产生现金流量 | -74.6 | -109.9  | 27.5    | 5.2     | 5.4     |             |       |         |        |        |        |
| 融资活动产生现金流量 | -8.4  | 293.9   | 15.9    | -209.0  | 81.1    |             |       |         |        |        |        |

资料来源：贝格数据华金证券研究所

**公司评级体系**

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

**分析师声明**

徐曼声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

**本公司具备证券投资咨询业务资格的说明**

华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

**免责声明：**

本报告仅供华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**风险提示：**

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn