

## 开能环保 (300272)

### 一 “净水+细胞存储” 大健康在提速

投资评级 买入 评级调整 首次推荐 收盘价 12.95 元

#### 投资要点:

#### ※ “净水+细胞存储” 大健康在提速

公司主营全屋净水设备及核心零部件, 真火壁炉、空气净化器等健康生活家电产品, 公司从健康用水的角度出发, 不仅关注人们的饮用水更是从饮用到全家用安全为出发点的全屋水处理解决方案。同时, 公司还从人们长期健康管理为出发, 布局原能细胞业务; 公司的业务未来以提供健康“产品+服务” 的大健康布局在提速。

#### ※ 推荐逻辑及投资建议

消费升级大趋势下, 净水产业链年均增长 25%以上; 细胞业务 2017 年商业化有望提速, 全自动细胞存储库年底验收; 公司 2016 年定增方案已过会, 目前价格倒挂 20%多, 我们认为, 公司具有较强的业绩安全垫, 以及较强的股价安全垫; 同时又有原能细胞业务提速的催化剂; 我们预测公司 2016/2017/2018 年将实现基本每股收益分别为 0.29/0.39/0.53 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	457	575	723	910
营业收入增长率	22%	26%	26%	26%
净利润 (百万元)	76	95	130	177
净利润增长率	18%	25%	37%	37%
EPS (元)	0.23	0.29	0.39	0.53
ROE	12.5%	13.8%	16.5%	19.2%
P/E	64.17	51.51	37.64	27.53
P/B	8.01	7.12	6.21	5.28
EV/EBITDA	51	37	28	22

发布时间: 2017 年 2 月 9 日

#### 主要数据

52 周最高/最低价(元)	27.50/13.98
上证指数/深圳成指	3199.65/10779.77
50 日均成交额(百万元)	47.35
市净率(倍)	8.45
股息率	0.45%

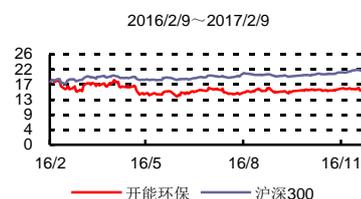
#### 基础数据

流通股(百万股)	202.20
总股本(百万股)	331.82
流通市值(百万元)	3134.10
总市值(百万元)	5143.23
每股净资产(元)	1.83
净资产负债率	61.49%

#### 股东信息

大股东名称	翟建国
持股比例	38.48%
国元持仓情况	

#### 52 周行情图



#### 相关研究报告

#### 联系方式

研究员: 邹翠利  
 执业证书编号: S0020511030012  
 电话: 021-51097188-1922  
 电邮: zoucuili@gyzq.com.cn  
 研究员: 金红  
 执业证书编号: S0020515090001  
 电话: 51097188-1815  
 电邮: jinhong@gyzq.com.cn  
 地址: 中国安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 (230000)

## 目 录

公司业务布局 .....	4
消费升级，净水产业需求稳步上升 .....	5
健康需求上升，净水产业有望保持稳步高增长 .....	5
公司是净水器行业龙头企业，掌握净水产业核心技术 .....	7
以全屋净水切入不一样的健康服务产业 .....	7
众多海外内知名商用用户，提升品牌价值 .....	10
公司上市以来的经营情况及盈利预测 .....	10
原能细胞商业化即将提速 .....	13
原能细胞建设情况 .....	13
原能细胞的应用前景及收入预测 .....	14
国际上有关免疫细胞治疗的研究情况 .....	15

## 图表目录

图 1 一张图看公司的业务布局 .....	4
图 2 净水器的历史 .....	5
图 3 净水器销量持续增长 .....	6
图 4 公司产品一览表 .....	7
图 5 全屋净水示意图 .....	7
图 6 公司终端净水产品大全 .....	8
图 7 公司知名商用客户 .....	10
图 8 公司上市以来的营收情况 .....	11
图 9 原能细胞业务应用前景和盈利模式 .....	14

表 1 控股参司子公司情况.....	4
表 2 公司不同产品的销售方式.....	9
表 3 营收入成本假设.....	11
表 4 盈利预测表.....	错误! 未定义书签。
表 5 与公司相近的上市公司估值比较.....	12
表 6 公司细胞存储业务的情况.....	14
表 7 财务估值报表.....	16

## 公司业务布局

公司主营全屋净水设备及核心零部件，真火壁炉、空气净化器等健康生活家电产品，公司从健康用水的角度出发，不仅关注人们的饮用水更是从饮用到全家用水安全为出发点的全屋水处理解决方案。同时，公司还从人们长期健康管理为出发，布局原能细胞业务；公司的业务未来以提供健康“产品+服务”的大健康布局在提速。

公司主要业务包括两块：水处理整体设备和水处理核心部件，从目前的利润构成来看，水处理整体设备仍然是公司的主要利润来源，占15年全年毛利收入的56.49%。原能细胞2014年由开能环保及其控股人，瞿建国共同出资设立，首期投资12-15亿人民币，上市公司开能环保50%控股。根据最新的年报数据，2015年原能细胞营业收入为269万元，目前处于亏损状态，亏损-1666.41元。2017年原能细胞的商业化有望提速，-196℃全自动细胞存储库有望在2017年实现竣工验收。

图1 一张图看公司的业务布局



资料来源：WIND 国元证券研究中心

公司紧紧围绕净水和原能细胞两大业务聚焦产业布局，根据WIND统计2015年报显示，公司控股参股公司的情况来看，净水业务目前是公业务收入和利润的主要来源，目前处于净水业务反哺原能业务，但未来原能细胞业务的将不仅为公司带来收入和利润的贡献，更能有效提升公司的估值水平。

表1 控股参司子公司情况

子公司名称	投资金额	业务性质	持股比例		取得方式
			直接	间接	
上海奔泰水处理设备有限公司	500万	制造业	100.00%		设立
上海开能净水机器人制造有限公司	500万	制造业	100.00%		设立
上海开能壁炉产品有限公司	100万	制造业	75.00%		设立
上海开能家用设备销售有限公司	1000万	贸易	100.00%		设立
上海开能水与火环保设备服务有限公司	100万	服务	100.00%		设立
上海正业水质检测技术有限公司	200万	服务	100.00%		设立
上海开能实业投资有限公司	6500万	暂无业务	100.00%		设立
上海信川投资管理有限公司	10450万	投资管理	100.00%		购买
上海开能净化饮水设备有限公司	500万	制造业	100.00%		设立
上海开能旅行社有限公司	100万	服务	100.00%		设立
浙江润鑫电器有限公司	1.65亿	制造业	52.38%		购买
原能细胞科技集团有限公司	50000万	细胞存储等服务	50.00%		设立
上海增靓生物科技有限公司	10465万	暂无业务		100.00%	购买
上海原能细胞医学技术有限公司	1亿	细胞存储等服务		100.00%	设立
北京原能细胞医学研究院有限公司	1亿	细胞存储等服务		100.00%	设立
上海惠元医院有限公司	600万	医疗服务		60.00%	购买
上海海泰药业有限公司	22916万	细胞存储等服务		57%	购买
上海原能健康管理有限公司	1000万	健康会员等服务		100.00%	设立

资料来源：WIND 国元证券研究中心

## 消费升级，净水产业需求稳步上升

### 健康需求上升，净水产业有望保持稳步高增长

近几年雾霾令空气污染问题倍受关注，导致每到冬季，空气净化器卖断货，因为污染的空气大家看得见，然而工业排放污染的不仅仅是空气，还有水，健康安全的饮用水对人的健康影响跟空气一样，有着至关重要的作用。随着人们消费水平的不断提升，净水器市场也将会成为未来健康家电领域不可缺少的一部分。

图2 净水器的历史

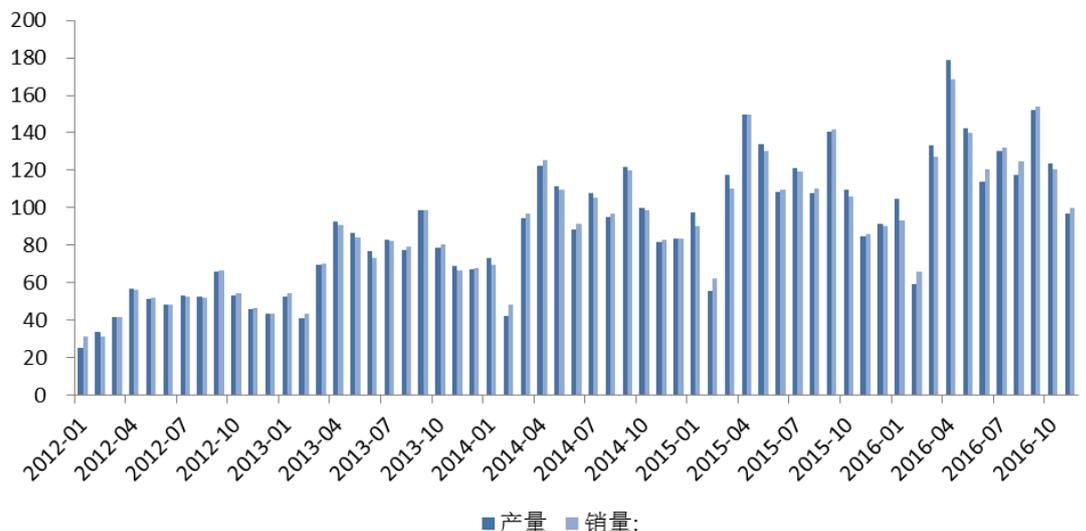


资料来源：智研资讯 国元证券研究中心

前瞻产业研究院《中国净水器行业产销需求与投资预测分析报告》数据显示：欧美、日韩净水器的市场渗透率达到 60%—90%，但我国净水产品整体普及率不到 5%，北上广深等一线城市仅为 15%左右，市场空间仍然很大，净水行业可观的市场前景和增长速度，吸引了数以千计的企业涌入。据不完全统计，我国生产净水器的企业约有三千多家，每年新增企业约 40%，但净水产品参差不齐。

目前净水器市场渗透率不足两位数，主要是由于净水器进入国内市场较晚、定价较高，但是随着消费者收入的提高、对健康问题的关注提升以及水质问题的日益严峻，净水器市场可望持续高速增长。根据智研咨询的预测，在中性假设下，到 2020 年，净水器市场在城镇家庭中的渗透率可望达到 35%，对应 9379 万台保有量，未来 5 年 CAGR 有望达到 11%。

图 3 净水器销量持续增长



资料来源:产业在线 国元证券研究中心

我们认为，净水器未来将与大家电一样，成为家电产品标配，未来净水器的市场规模随着渗透率的不断提升而越发可观。目前净水器普及率仅仅在一二线城市相对较高，未来随着三四线城市的不断普及，以及下乡需求的持续释放，我们认为未来净水器市场仍有望保持两位数的增长。

### 公司是净水器行业龙头企业，掌握净水产业核心技术

公司属于净水器行业龙头企业,市场占有率较高。相对于国内主要竞争对手美的、青岛海尔、九阳股份、澳柯玛等，开能环保是国内为数不多掌握核心技术的企业。截至 2015 年 12 月 31 日，公司累计获得专利一百八十多项(含浙江润鑫专利 51 项)，核心技术力量得到进一步巩固和发展。从全屋软、净水设备生产到核心零部件均可以完成综合配套，致使公司成本端更具竞争力。相对竞争对手，公司成本优势明显。

公司与一般的净水器厂商还是有一定的不同，首先，从产品上来说，公司的净水业务主要是以开能品牌为主的全屋净水设备，也有以奔泰品牌为主的 RO 机，同时，还生产烧天然气的真火壁炉，以及一些商用机及商用客户的整体水处理解决方案。同时，公司有 40%以上的净水器核心零部件，出口欧美等发达国家。

**图 4 公司产品一览表**

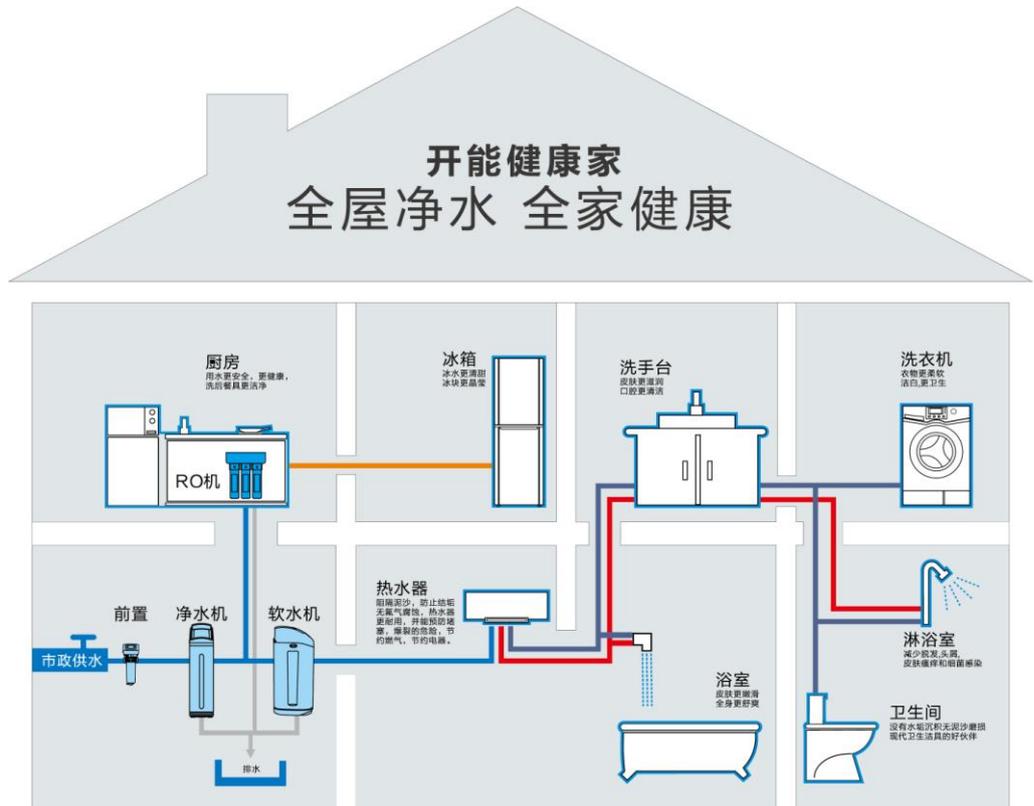
开能产品 (按类别)			开能产品 (按品牌)		解决方案
<b>水处理核心部件</b>	<b>商用水处理</b>	<b>真火壁炉系列</b>	<b>开能旗下品牌</b>		<b>民用解决方案</b>
多路控制阀	MTS系统	独立式燃气壁炉	Canature DSR服务营销		公寓型家庭水质解决方案
复合材料压力容器	商用净化饮水机	嵌入式燃气壁炉	Canature奔泰		别墅型家庭水质解决方案
盐箱、盐阀、盐井		独立式燃木壁炉	Canature机器人		居家壁炉采暖解决方案
	<b>特殊水处理</b>	嵌入式燃木壁炉	Canature真火壁炉		企事业单位公共饮水解决方案
<b>家用水处理</b>	除铁、锰器	木颗粒壁炉	Canature Global		<b>商用解决方案</b>
中央净水机			Canature生态科技		商业中央净水系统
中央软水机	<b>污水处理</b>	<b>空气净化</b>	富阳梅伊韦尔		商业中央软水系统
终端净水机	全水回用负排放	空气净化机			全水回用负排放系统
终端软水机					

资料来源:公司网站 国元证券研究中心

### 以全屋净水切入不一样的健康服务产业

公司主营业务最大的一块，是全屋净水设备，全屋净水设备通过 DSR 的销售模式，不同于一般的终端产品销售，公司不仅销售产品给客户，更采取会员制的形式，目前全屋净水设备在上海地区的就有 6 万的会员，定期给客户做滤网更换，以及随时的上门服务，并以每月赶集的方式，向会员传达健康的资讯及食品等方式，强大的会员基础，也将为公司未来原能细胞的客户提供了坚实的基础。同时，公司的全屋净水设备每年的虑芯等易耗品更换，大约占到公司净水器售价约 10%-12%，因此，随着公司会员数的不断增长，公司的服务收入将会是非常可观的，所以，我们认为，公司以及未来的原能细胞，将不仅仅是简单的终端销售企业，更是健康理念的传播者和健康服务的提供者。

**图 5 全屋净水示意图**



资料来源：公司资料 国元证券研究中心

除了全屋净水设备，公司在终端产品的布局也是全方面的，除 RO 膜净水器外，中央净  
水机、软水机，净水器核心零部件，以及真火壁炉、空气净化器等全面丰富的产品品类。

图 6 公司终端净水产品大全



资料来源：公司资料 国元证券研究中心

对不同的产品有不同的销售方式，出口主要以多路控制阀和玻璃滤料钢筒等零部件为主；奔泰品牌 RO 机，主要通过经销模式，在全国各地销售，奔泰品牌继续发展以地级市、县级市和县（或镇）级为中心的独立经销商网络建设，其国内经销商数量已经达四千多家。开能品牌主要以 DSR 形式，重点在上海北京等一线城市，以会员制的形式，给客户提供门对门的及时服务，每年的定期更换滤芯，以及赶集等会员增值服务。与普通的终端销售厂商相比，公司与客户的互动将会更多。

表 2 公司不同产品的销售方式

营销模式	销售产品	目标客户	销售区域	服务
国外经销	专业部件产品为主	海外富有经验的销售企业	欧美地区为主的世界各地	经销商自行负责
国内经销	“奔泰牌”水处理设备	县级以上城市的中端消费家庭用户	全国各地	公司为经销商进行服务培训，由经销商向终端用户提供后续服务

<b>国内直销 DSR</b>	“开能牌”水处理设备	中国一线城市的中高端消费的家庭用户	目前已在上海、北京、东莞、南京等地推广	由公司直接向终端用户提供高品质后续服务(上门服务+整体解决方案+滤料返厂保养升级)
<b>ODM</b>	定制产品	具有品牌影响力或销售渠道的产品定制企业	以国内为主	产品订制商自行负责

资料来源：公司公告 国元证券研究中心

### 众多海外内知名商用用户，提升品牌价值

公司商用净水业务解决方案，中标国内众多重要活动场所饮用水业务项目，并于 2016 年成为上海迪斯尼园区饮用净水器项目的指定供应商。迪斯尼乐园对园内为游客提供的直饮水水质要求极高，公司凭借水处理方面的技术及实力，在拥有众多国际竞争对手的世界舞台上，获得了与迪斯尼乐园深度合作的项目机会。与迪斯尼的合作过程中共有 25 个主题景点的直饮水全部由开能提供实时的水质监控，公司可随时掌握净水设备的运作、水质状况及维护需求。公司的其他知名客户还有永达汽车、交大昂立、工商银行等。

图 7 公司知名商用客户

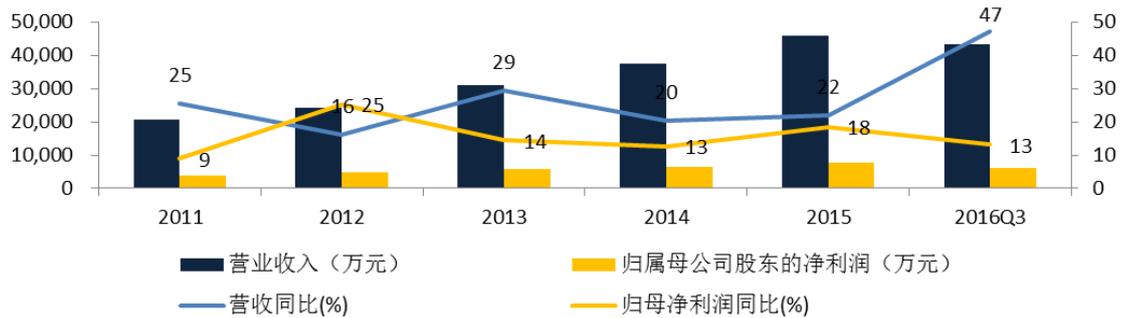


资料来源：公司资料 国元证券研究中心

### 公司上市以来的经营情况及盈利预测

公司从 2011 年上市以来，营业收入和归母净利润稳步增长，2015 年营业收入达到 4.57 亿元，同比增长 21.91%，归母净利润达到 7601.26 万元，同比增长 18.33%。2016 年 1-9 月，公司营业收入为 43,366.86 万元，比上年同期增加 13,919.48 万元，增幅为 47.27%。归母净利润同比增长 13%，同时，公司近期发布 2016 年业绩预告，公告称公司 2016 年净利润同比增幅约为 15%-25%。

图 8 公司上市以来的营收情况



资料来源: WIND 国元证券研究中心

2016 年公司营业收入大幅增长，主要源于润鑫电器并表的影响，而净利润同比增幅小于收入增幅，主要原因受原能细胞的投入的影响。若 2017 年原能细胞全自动细胞存储能实现应用，对公司 2017 年业绩释放将起到重要积极的作用。

公司目前净水业务稳步增长，是公司营收和利润的主要来源，原能细胞业务未来前景广阔，但对公司业绩的影响仍比较小，暂不考虑因此，我们基于一些假设的基础上对公司做一个简单的盈利预测。

- 1、假设未来几年，其他业务仍能保持两位数的增长
- 2、公司 2013 年实施股权将在 2017 年实施完毕，2017 对降费用起到积极作用；
- 3、2017 年原能细胞商业化提速，带来收入对于原能细胞减亏将起到积极作用（暂不考虑原能细胞业务对公司业绩的贡献）
- 4、暂不考虑增发后股本的增加

表 3 营业收入成本假设

2015A	2016E	2017E	2018E
-------	-------	-------	-------

一、营业收入		574.58	722.94	909.97
壁炉	18.32	23.82	30.97	40.26
水处理整体设备	245.63	307.04	383.80	479.75
水处理核心部件	166.79	208.49	260.61	325.76
服务收入及其他	26.09	35.23	47.56	64.20
二、营业成本		337.51	417.95	517.62
壁炉	11.42	14.73	19.01	24.52
水处理整体设备	141.54	175.50	217.63	269.86
水处理核心部件	105.22	129.42	159.19	195.81
服务收入及其他	14.39	17.85	22.13	27.44

资料来源：国元证券研究中心

根据我们的假设，我们预测公司 2016/2017/2018 年将实现基本每股收益分别为 0.29/0.39/0.53 元，2016/2017/2018 年动态 PE 分别为 52/38/28 倍。

我们的选取了与公司收入规模接近，从事家电细分领域的上市公司的估值比较，我们认为，与相近上市公司的估值水平处于相对合理的水平。净水产业的营收和利润情况是公司投资安全垫，而未来原能细胞业务将为公司带来更大的业绩释放弹性空间。若原能细胞在 2017 年的商业化能提速，公司未来三年的业绩超预期可能性非常大。同时，公司 2016 年增发已过会，增发价格 16.26 元，价格倒挂 20% 左右，公司目前股价具有较强的安全垫，给予公司“买入”投资评级。

表 4 与公司相近的上市公司估值比较

证券代码	证券简称	2016E	2017E	2018E
300247.SZ	乐金健康	81	48	41
002614.SZ	蒙发利	34	27	32

002677.SZ	浙江美大	36	28	21
300272.SZ	开能环保	52	38	28
	算术平均	52	35	30

资料来源：WIND 国元证券研究中心

## 原能细胞商业化即将提速

### 原能细胞建设情况

原能细胞 2014 年由开能环保及其控股人，瞿建国共同出资设立，首期投资 12-15 亿人民币，上市公司开能环保 50%控股。原能细胞与军事医学科学院、美国华盛顿大学、长征医院、中山医院、上海市细胞生物学学会、等数十家权威科研、临床成功签订合作协议。同时拥有一支由国际低温生物学专家、中科院上海巴斯德研究所成员、加州大学遗传学专家教授、美国新泽西医学博士后等权威专家领衔的国际级专家组建的开放式权威技术平台。

2016 年前公司分别以资金 1200 万元收购北京原能惠康生物科技有限公司 60%股权，以自有资金 2550 万元收购信诺佰世医疗投资（北京）有限公司 51%的股权，以自有资金 2826.67 万元和 940 万元通过股权受让及增资的形式分别参股北京吉源生物科技有限公司和北京翰洁吉源医院，分别持有吉源生物和吉源医院 40%的股权，以自有资金 22916 万元收购上海海泰药业有限公司 57%股权项目，以巩固和拓展整个细胞应用的产业链。细胞存储、细胞应用作为一个仍在不断发展中的朝阳行业，国内外科技界、医学界对其应用前景十分看好；但目前国内在细胞存储方面亦无明确的政策监管要求，行业的发展亟需建立相关的行业标准。公司从一开始的商业模式设计中，即以规模化、标准化、国际化建立高端品牌，确保公司提供的技术、产品和服务在行业内具备领先的水准和地位，占领高端市场，形成大规模、高标准、低成本独特的竞争优势地位。

表 5 公司细胞存储业务的情况

布局	运营情况
细胞银行建设	上海、北京试运行的细胞库在存储客户的健康评估、细胞采集等环节已经建设完成，按国际标准打造的运营流程、质控流程、硬件设施已经开始运营使用
研发	正围绕着深低温生物冷冻自动化技术、免疫细胞治疗肿瘤的第四代 CAR-T 技术、基于免疫细胞的 iPS 技术积极开展研发工作
临床应用	长征—原能生物样本库”建设进展顺利，已经于 2016 年 12 月正式验收，“中山原能细胞治疗中心” GMP 级超净实验室以及细胞采集室等建设已经完成
科研合作	与军事医学科学院合作的第一实验室设备和第二实验室都已经建成并在北京运行，还将与上海健康医学院在抗衰老、临床研究与治疗服务、搭建健康产业综合体等方面展开深入的合作
项目投资	参与投资了美国 APPLIED STEM CELL 公司，将继续通过参股、控股等方式，投资国内外成熟的细胞技术、精准医疗相关的项目和企业，深入合作，分享发展成果

资料来源:公司定期报告、国元证券研究中心

上世纪中叶，科学家们发现，当免疫细胞被保存于-196℃的环境下，所有的新陈代谢将停止，状态会定格于最佳时刻。所以，趁着我们的免疫细胞还在健康的状态下，通过自动化设备从外周血把免疫细胞采集出来，存放于-196℃的细胞库中。等需要的时候，可以将之取出复苏，进行定向培养，扩增后用于改善免疫力，甚至可以用于某些疾病的治疗。这便是原能细胞创立的初衷。

原能细胞银行打造千万份级超大规模-196℃细胞存储库，可以满足约 20 万客户的存储需求，将是全中国最大的细胞库，预计 2017 年年底实现竣工验收。目前半自动化运行存储库上海已达到 20 万份，北京 36 万份规模，

### 原能细胞的应用前景及收入预测

根据相关科研资料显示，免疫细胞的具有改善亚健康，抗衰老、肿瘤治疗，定制高活性美容液产品，以及诱导成多能干细胞等作用。公司原能细胞存储的运作，包括咨询、体检、采集、制备、冻存的流程等全过程，在这个存储的过程中，会产生两部分费用，一块是存储前的评估检测和提取费用，另一块是每年的储存费用，对公司贡献营收和利润。从健康管理角度出发，正常人需要存储 50-100 份免疫细胞，目前评估检测和细胞提取的费用为 2 万元，单支的存储费用为 100 元，每年的存储费用为 5000-10000 元。

图 9 原能细胞业务应用前景和盈利模式



资料来源：调研访谈，国元证券研究中心

根据我们的假设，假设 2020 年，存储能达到 5000 人，当年对公司的营收贡献就能达到 5500 万元。公司目前开能会员有 6 万人，细胞库的规模是 20 万人，公司的客户基础是庞大的，存储空间也非常充裕。我们认为，细胞存储业务未来超预期的可能还是非常大的。若有一天能达到数万人的规模，那将是一个庞大的生物样本库，他给公司带来的价值可能远超当前盈利模式带来的，随着样本库的不断成长，更多的商业化模式将可以有更多的探索。

### 国际上有关免疫细胞治疗的研究情况

免疫细胞最重要的应用途径之一就是免疫细胞疗法，但免疫细胞疗法在临床的应用病例非常少，大多仍在研究阶段，因此，我们梳理了国内关于一些免疫治疗方面的权威学术论文，供参考。

- 1) 韩国发布 CIK 免疫细胞疗法最新成果 可延长癌症患者生存期 1.5 倍》**2016-10-18**：韩国首尔--以“以韩国人中最新确诊的胶质母细胞瘤患者为对象，并用标准疗法和基于 CIK 诱导杀伤细胞的细胞免疫治疗法的第三期随机临床试验(Phase III randomized trial of autologous cytokine-induced killer cell immunotherapy for newly diagnosed glioblastoma in korea)”为题，在肿瘤学领域的权威国际学术期刊《Oncotarget》网络版刊登了论文。
- 2) 《人体健康免疫细胞可长期储存与复苏，有望“助力免疫治疗”》**2016-06-26**：日前，由中国工程院院士杨宝峰工作室与黑龙江天晴干细胞股份有限公司联合完成的“长期储存与复苏培养免疫细胞技术”项目通过成果鉴定，专家组一致认为该项研究成果中的细胞冻存、复苏曲线的建立、细胞冻存液的自主研究等关键技术，已达到同类研究的国际先进水平，多项技术填补国内空白，建议进一步在国内外加强推广应用。专家组认为该项目的技术转化在自体肿瘤免疫治疗、亚健康人群的免疫提高、抗衰老等方面具有广阔前景。
- 3) 《TED | 未来，我们将运用细胞治疗疾病》**2016-04-20**：讲者 Siddhartha Mukherjee 是一名癌症医生，同时也是一名作家。他认为抗生素的引入是个重大变革，服用之后它会遍布至你的全身，找到它的目标，然后锁定目标——一种微生物或者它的一部分——通过非常精巧和特别的手段，关闭目标的某一个功能。但我们所有的化学药物加起来也只是占据了一个小小边角。  
直到近 10 年前左右，我们开始考虑利用自身的免疫系统，毕竟癌细胞并不是长在真空里的。癌细胞确实是长在人体器官里的，你可以用器官自身的机制来防御。所以能够借用人类自身的免疫系统去攻击癌细胞。事实上这个思维转变诞生了一些非常令人瞩目的新药物

表 6 财务估值报表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	445	495	631	823	营业收入	457	575	723	910
现金	77	78	149	261	营业成本	273	338	418	518
应收账款	146	136	172	216	营业税金及附加	2	3	4	6
其他应收款	18	23	29	36	营业费用	42	53	67	85
预付账款	9	10	13	16	管理费用	67	80	94	109
存货	70	88	109	135	财务费用	-6	0	-1	-3
其他流动资产	125	160	160	160	资产减值损失	5	5	5	5
非流动资产	824	813	797	778	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	23	20	20	20	投资净收益	8	9	9	9
固定资产	221	279	295	290	营业利润	82	104	144	199
无形资产	181	176	171	166	营业外收入	5	5	5	5
其他非流动资产	398	337	310	302	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1268	1308	1428	1601	利润总额	87	109	149	204
流动负债	334	304	321	356	所得税	11	14	19	26

短期借款	18	11	0	0	净利润	76	95	130	177
应付账款	70	84	104	129	少数股东损益	-0	0	0	0
其他流动负债	246	209	216	226	归属母公司净利润	76	95	130	177
非流动负债	40	35	36	36	EBITDA	99	135	178	233
长期借款	33	33	33	33	EPS (元)	0.23	0.29	0.39	0.53
其他非流动负债	7	2	3	4	<b>主要财务比率</b>				
负债合计	374	338	356	392	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
少数股东权益	285	285	285	285	成长能力				
股本	332	332	332	332	营业收入	21.9%	25.8%	25.8%	25.9%
资本公积	135	135	135	135	营业利润	4.8%	26.8%	38.5%	37.9%
留存收益	146	218	319	457	归属于母公司净利润	18.3%	24.6%	36.8%	36.7%
归属母公司股东权益	609	685	786	924	获利能力				
负债和股东权益	1268	1308	1428	1601	毛利率(%)	40.3%	41.3%	42.2%	43.1%
<b>现金流量表</b>					净利率(%)	16.6%	16.5%	17.9%	19.5%
					ROE(%)	12.5%	13.8%	16.5%	19.2%
					ROIC(%)	8.3%	10.3%	13.7%	18.0%
					偿债能力				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率(%)	29.5%	25.9%	25.0%	24.5%
经营活动现金流	80	26	107	145	净负债比率(%)	13.50%	12.76%	9.16%	8.33%
净利润	76	95	130	177	流动比率	1.33	1.63	1.97	2.32
折旧摊销	23	30	35	37	速动比率	1.11	1.34	1.63	1.94
财务费用	-6	0	-1	-3	营运能力				
投资损失	-8	-9	-9	-9	总资产周转率	0.43	0.45	0.53	0.60
营运资金变动	-12	-80	-50	-60	应收账款周转率	4	4	4	4
其他经营现金流	7	-10	3	4	应付账款周转率	5.80	4.37	4.43	4.43
投资活动现金流	-147	1	2	2	每股指标 (元)				
资本支出	162	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.23	0.29	0.39	0.53
长期投资	208	-3	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.24	0.08	0.32	0.44
其他投资现金流	223	-2	2	2	每股净资产(最新摊薄)	1.83	2.06	2.37	2.79
筹资活动现金流	77	-26	-38	-36	估值比率				
短期借款	18	-7	-11	0	P/E	64.17	51.51	37.64	27.53
长期借款	33	0	0	0	P/B	8.01	7.12	6.21	5.28
普通股增加	77	0	0	0	EV/EBITDA	51	37	28	22
资本公积增加	-13	0	0	0					
其他筹资现金流	-37	-19	-28	-36					
现金净增加额	10	1	71	111					

资料来源：国元证券研究中心

## 国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级		
买入	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
持有	预计未来6个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上
卖出	预计未来6个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

### 分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

### 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责声明：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址:www.gyzq.com.cn