

2017年03月27日

证券研究报告·动态跟踪报告

浙江众成 (002522) 轻工制造

买入 (维持)

当前价: 20.19 元

目标价: 31.00 元 (6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

# 共享单车有望释放TPAE需求 高性能膜拓展公司成长空间

## 投资要点

- **新型热塑性弹性体项目即将落地, 应用领域或率先在共享单车取得突破。**公司新型热塑性弹性体项目主要为TPAE和SBC产品, 通过多年自主+委托研发, 已完成技术储备, 技术水平国际领先。该项目建设期为1.5年, 预计2017年6月可达到使用状态, 目前定增事项已经获得证监会的通过, 项目所需的募集资金有望较快到位。TPAE产品具备耐温、耐磨、高强度、硬度大范围可调、安全等众多优异性能, 且和其他同类产品(比如SEBS)相比, 公司产品性价比更高, 有望广泛用于共享单车、医疗等领域, 且可替代PVC软质材料, 拥有广阔市场空间。我们通过核算, 17年仅共享单车就可贡献的需求量1.56万吨。共享单车有望成为公司TPAE产品的重要需求市场。同时, 公司可通过降低成本进一步扩大产品的应用范围, 有望逐步打开国内其他领域的市场, 逐步实现进口替代。该项目估计2017年6-7月可达到使用状态, 预计可实现年均销售收入29.6亿元, 年均利润总额约10亿元, 将极大地增强公司的盈利能力。
- **投资建设“高性能功能性聚丙烯薄膜试制项目”, 或用于有价证券。**公司拟使用自有资金投资1亿元建设“高性能聚丙烯薄膜试制项目”, 该项目的投产有助于公司进一步升级业务结构, 提供新增利润增长极。目前公司已公布10多项相关专利, 根据我们对于公司专利分析, 此项目用途指向票据、有价证券、印刷品和包装材料, 且与塑料钞票的塑料基材性能相近。今年“两会”期间, 两位央行副行长称我国要发行塑料钞票, 且目前塑料钞票研发进展超前。我们认为塑料钞票的发行已经上升至国家层面, 且我国已完成塑料钞票的技术储备, 塑料钞票的全面发行值得期待。塑料钞票最重要的部分是塑料基材。根据我们核算, 塑料基材需求量高达7.2万吨, 市场空间高达200亿。浙江众成的聚丙烯薄膜或用作塑料基材, 有望成为A股市场唯一受益标的。
- **盈利预测及评级:**考虑增发并购, 预计公司2016-2018年EPS分别为0.12元、0.17元、0.75元, 对应动态PE分别为173倍、117倍、27倍, 维持“买入”评级, 目标价31.00元。
- **风险提示:**下游需求不及预期的风险; 热塑性高弹性体项目进展及毛利率不及预期的风险; 高性能功能性聚丙烯薄膜试制项目不及预期的风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	483.76	538.47	1127.22	2222.80
增长率	-10.68%	11.31%	109.34%	97.19%
归属母公司净利润(百万元)	67.77	105.68	156.93	684.08
增长率	12.56%	55.94%	48.49%	335.93%
每股收益EPS(元)	0.07	0.12	0.17	0.75
净资产收益率ROE	4.65%	7.02%	8.06%	27.61%
PE	270	173	117	27
PB	12.89	12.43	9.33	7.19

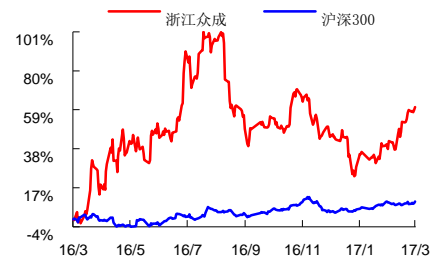
数据来源: Wind, 西南证券

## 西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华  
 执业证号: S1250513070003  
 电话: 021-50755259  
 邮箱: shah@swsc.com.cn

联系人: 李海勇  
 电话: 0755-23617478  
 邮箱: lihaiy@swsc.com.cn

## 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

## 基础数据

总股本(亿股)	8.83
流通A股(亿股)	6.17
52周内股价区间(元)	12.35-25.27
总市值(亿元)	178.33
总资产(亿元)	19.70
每股净资产(元)	1.61

## 相关研究

1. 浙江众成(002522): POF膜老树新花, 新项目落地在即 (2017-02-13)

## 目 录

<b>1 热塑性弹性即将落地，共享单车或打开需求空间</b> .....	<b>1</b>
1.1 定增获批，项目即将落地 .....	1
1.2 新型 TPPE 应用广阔，或率先在共享单车实现突破.....	1
<b>2 高性能聚丙烯薄膜或用于有价证券，独享广阔空间</b> .....	<b>4</b>
2.1 我国塑料钞票技术完备，全面发行翘首以待 .....	4
2.2 聚丙烯薄膜市场空间巨大 .....	4
<b>3 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>5</b>
<b>4 风险提示</b> .....	<b>7</b>

## 图 目 录

图 1：我国单车租赁用户量高速增长 .....	3
图 2：2017 年共享单车投放量将“井喷” .....	3

## 表 目 录

表 1：公司热塑性弹性体定增项目已获证监会批准 .....	1
表 2：新型 TPPE 较其他产品的优势 .....	1
表 3：新型 TPPE 的重要下游应用 .....	2
表 4：共享单车所需热塑性弹性体量核算 .....	3
表 5：我国第五套人民币尺寸及重量 .....	5
表 6：2015 年我国流通的人民币共计 6.98 万亿 .....	5
表 7：流通中的现金 M0+银行金融机构业务库存现金及增长率 .....	5
表 8：分业务收入及毛利率 .....	6
表 9：塑料包装行业可比公司估值比较 .....	6
表 10：热塑性弹性体可比公司估值比较 .....	7
附表：财务预测与估值 .....	8

# 1 热塑性弹性即将落地，共享单车或打开需求空间

## 1.1 定增获批，项目即将落地

公司拟募集资金不超过 4 亿用于投资建设年产 12 万吨热塑性弹性体项目，项目建设期为 1.5 年，预计 2017 年 6 月可达到使用状态。该项目已经于近期获得证监会的通过，项目所需的募集资金有望较快地到位。

表 1：公司热塑性弹性体定增项目已获证监会批准

时间	事件	内容和说明
2015 年 12 月 7 日	非公开发行股票预案	拟募集资金不超过 4 亿用于投资建设年产 12 万吨热塑性弹性体项目，项目建设期为 1.5 年，预计 2017 年 6 月可达到使用状态
2016 年 2 月 2 日	非公开发行股票预案（修订稿）	同上
2016 年 7 月 8 日	收到《中国证监会行政许可项目审查反馈意见通知书》（简称：反馈意见）	就有关问题于 30 日内作出书面说明和解释。
2016 年 8 月 4 日	非公开发行股票预案（二次修订稿）	由于项目已在实施过程中，公司可根据实际情况以其他资金先行投入，募集资金到位后予以置换。
2016 年 8 月 4 日	《反馈意见》的回复	公司就募集资金具体用途、项目建设进度安排，以及募集资金的合理性等问题作出回答
2016 年 9 月 22 日	《反馈意见》的补充回复	公司补充回来了募集资金项目投资构成、设备购置费用等问题
2016 年 11 月 5 日	《反馈意见》的再补充回复	公司再次回答了募集资金的具体投向、募集项目用地的土地性质、募集项目与现有业务的协同效应等问题
2016 年 11 月 10 日	非公开发行股票申请获得发审委通过	公司非公开发行股票获得发审委通过，尚需得到证监会通过。
2017 年 3 月 10 日	非公开发行股票获得证监会通过	公司非公开发行股票获得证监会通过

数据来源：公司公告，西南证券整理

## 1.2 新型 TP AE 应用广阔，或率先在共享单车实现突破

**新型 TP AE 性能优异，大力推广势在必行：**新型聚酰胺热塑性弹性体（新型 TP AE）是热塑性弹性体材料发展的方向，具有耐温、耐磨、高强度、硬度大范围可调、安全、性价比高等众多优异性能。我国在新型 TP AE 的进展较国外起步较晚，国内市场主要被国外企业占据。公司在该领域较国内同业公司进展超前，目前已拥有多项相关专利。同时，公司也是国内独家生产 TP AE 的企业，有望率先抢占国内市场。公司产品较国外公司具备成本优势，有望在实现国产替代的过程中率先受益。

表 2：新型 TP AE 较其他产品的优势

产品	新型 TP AE 的优势
传统 TP AE	可控油，成本低，性价比高，同时硬度可调范围宽。
SBS（苯乙烯类热塑性弹性体）	机械性能好，耐油，耐磨，耐热等
TPO（聚烯烃类热塑性弹性体）	机械性能好，耐油，耐磨，耐热等
TPU（聚酯类热塑性弹性体）	成本低，硬度可调范围宽等
PVC（聚氯乙烯）	生产过程不需对人体有害的增塑剂和添加剂等，且不含卤素，绿色安全环保。

数据来源：西南证券整理

部分市场有望率先实现突破。具体如下：一是最近两年兴起的摩拜等共享单车，其车轮、座垫、把手等均是采用热塑性弹性体材料制成，具有较好的抗老化性能，可以在保证使用舒适性的前提下在日晒雨淋的恶劣使用环境保持较长的使用寿命；二是苹果、华为、三星等的手机数据线、USB 线等线缆的包材的方面的应用；三是医疗方面的应用用途，如医用输液管、医用输液袋等，潜在市场用量均可达十万吨左右；四是可以用作汽车密封件、充电桩线缆护套以及高档运动鞋的鞋材等；另外还可以用作光纤油膏里辅助填充产品、润滑油粘度指数稳定剂等。

**表 3：新型 TP AE 的重要下游应用**

应用	优势	应用实例
共享单车	抗老化性能优异	
医疗方面	抗静电性及对某些化学品的稳定性等	

数据来源：西南证券整理

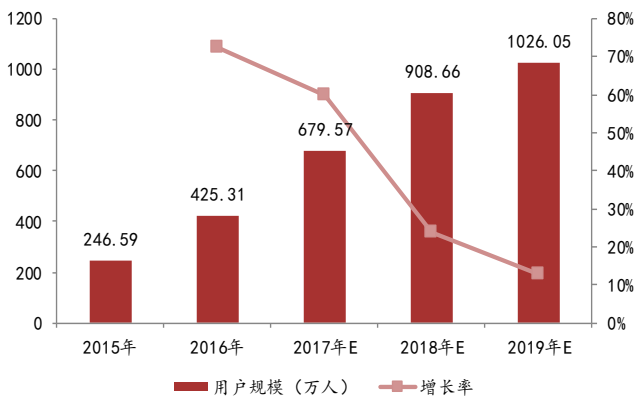
共享单车领域或率先实现突破，成为 TP AE 热塑性弹性体的重要需求点。由于新型 TP AE 具有耐温、耐磨、高强度、硬度大范围可调、安全、性价比高等众多优异性能，所生产的车座、车把手和车胎等产品具备抗老化、成本低、使用年限长、安全、耐温、耐磨等优点，应用在共享单车上可降低单车的故障率，延长其使用寿命，符合共享单车对于车部件的要求。由于公司产品在性价比上较其他同类产品具备明显优势，我们预计公司新型 TP AE 产品有望在共享单车取得率先突破。并且近年来共享单车的高速发展，可快速拉动新型 TAPE 需求的增长。

2016 年开始，共享单车火爆全国，2016 年已注册的共享单车用户数已达 425 万，增速高达 72%。根据腾讯科技的报道，摩拜单车、ofo 两家巨头在 2017 年预计投放总量将“井喷”，产能预计可达到 3000 万辆，而 ofo 和摩拜单车 2016 年市占率合计 91.3%（比达咨询数据）。假设（1）共享单车在 2018 年全部投放；（2）共享单车的更换周期为 2 年，则对应 2017 年和 2018 年的共享单车投放量分别为 1100 万和 2450 万辆。经调研每辆车所需热塑性弹性体的量为 1.5kg，我们预计仅共享单车一项就可为热塑性弹性体贡献需求量在 2017 年和 2018 年分别为 1.65 万吨和 3.68 万吨。据我们调研了解到，目前共享单车所需热塑性弹性供不应求，供需缺口较大。公司的热塑性弹性体项目落地后，可迅速释放需求，极大增强公司盈利能力。

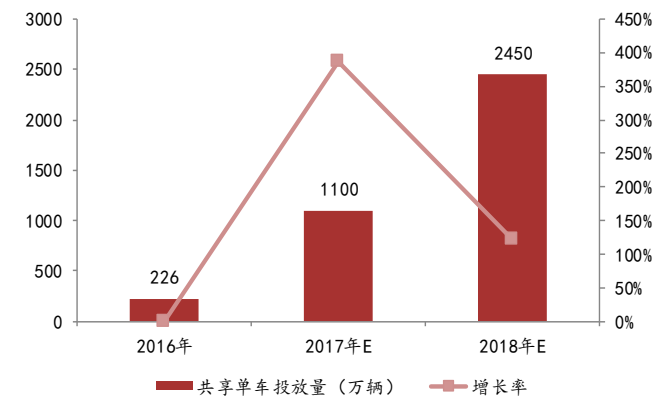
**表 4: 共享单车所需热塑性弹性体量核算**

项目名	计划日期	投放地区	投放数量 (万辆)
ofo	2016	所有运营城市	100
摩拜单车	2016	广州	5
	2016	上海	10
	2017	所有 33 座运营城市	330
小鸣单车	2016	四座城市	40
	2017	所有运营城市	400
优拜单车	2017	所有运营城市	280
快兔出行	2017	所有运营城市	100
小蓝单车	2016	四座城市	20
HelloBike 哈罗单车	2016	宁波	2
1 步单车	2017	成都	5
骑呗单车	2017	杭州	10
永安行	2017	成都	10
CCbike	2016	常州	0.5
	2016	常州	0.5
有你单车	2016	所有运营城市	3
Joybike 悠悠单车	2016	四座城市	10
总计			1326

数据来源: 共享单车网, 西南证券整理

**图 1: 我国单车租赁用户量高速增长**


数据来源: 中商情报网, 西南证券整理

**图 2: 2017 年共享单车投放量将“井喷”**


数据来源: 腾讯科技, 比达咨询, 西南证券整理

**PVC 替代空间广阔。**PVC 软制品需求量高达 600 多万吨。PVC 的生产需要添加剂和增塑剂, 而在 PVC 增塑剂中, 邻苯二甲酸酯 / 盐的使用占主要地位, 它可使 PVC 这种天然硬、脆的材料变得柔软而富有弹性。由于增塑剂不能永久地与 PVC 聚合物键合, 在塑料产品的使用过程中邻苯二甲酸酯 / 盐会释放出来, 对人体造成危害。随着全球对环保要求越来越高, 研发替代 PVC 的环保材料势在必行。由于 TPPE 具备诸多优于 PVC 的特点, 在未来几年, 有望逐步替代 PVC 软制品, 成为市场主流产品。



## 2 高性能聚丙烯薄膜或用于有价证券，独享广阔空间

2015年5月公司公告称拟使用自有资金不超过1亿元投资建设“高性能聚丙烯薄膜试制项目”。我们研究发现，公司目前或已掌握核心技术。公司自2016年4月以来陆续公告了17项与聚丙烯薄膜相关的发明专利，多数专利自2013年开始申请，今年获得批准，有效期均为20年。根据我们对于公司专利分析，此项目用途指向有价证券，或用于塑料钞票的塑料基材。目前我国已具备塑料钞票技术储备，全面发行值得期待。根据我们核算，塑料基材的市场空间高达200亿，而公司或许成为A股市场唯一受益标的。

### 2.1 我国塑料钞票技术完备，全面发行翘首以待

**我国已完成技术储备。**2013年9月，中国人民银行印制科学技术研究所与中科院化学所签署了一个战略合作框架协议，合作内容是共同致力于新技术、新材料在印制技术领域的研发、应用和储备。塑料是化学所的研究范围，双方的合作较大概率是进行塑料钞票的研发。而江苏省昆山市环保局的环评信息显示，2015年7、8月间，昆山钞票纸业公司引进的塑料印刷基材涂布设备技术改造项目通过了环评。相关资料显示，塑料钞票生产过程中主要有4大工序，首先是塑料基材，其次是涂布，即将塑料基材处理成纸一样，使油墨得以印上去，第三道工序是印刷，最后一道工序是防伪处理。上面的环评信息说明，2015年央行就在为塑料钞票的生产做准备了，目前可能已满足了正式生产的条件。

**塑料钞票的发行成为“两会”热点话题。**今年“两会”期间，易纲和潘功胜两位央行副行长发言称我国要发行塑料钞票，且在塑料钞票的研发进展超前。目前我国塑料钞票技术已完备，全面发行值得期待。（1）技术完备、可国产化：央行已有专门部门研发塑料钞票多年，技术已完备。（2）市场空间广阔：根据我们核算，塑料钞票的塑料基材用量每年达7.2万吨，市场空间约200亿。（3）或为一带一路工程：我国完成技术储备，在服务于自身金融发展和金融安全同时，或沿着一带一路惠泽一些发展中国家。**（4）A股上市公司中，浙江众成或为独家受益标的。**

### 2.2 聚丙烯薄膜市场空间巨大

用塑料钞票代替纸币，在防伪反假、健康卫生、耐用性、绿色环保等方面都有着相比纸币更多的优点。而公司高性能功能性聚丙烯薄膜相关专利中描述该产品具有类似的性质，能够满足塑料钞票性能的要求，公司新项目的产品有望被用于塑料基材。

**假设公司的聚丙烯薄膜被用作塑料基材，根据我们对于塑料钞票需求量的核算，全面发行塑料钞票，聚丙烯薄膜需求量高达每年7.2万吨，新钞换旧钞对应聚丙烯薄膜的总需求量高达每年1.6万吨，市场空间或高达200亿。**

**核算方法：**聚丙烯薄膜需求量 = 各面额发行数量 \* 各面额重量 \* 聚丙烯质量分数。假设如下：（1）按照我国第五套人民币尺寸发行；（2）塑料钞票发行货币面额在5元及5元以上；（3）面额大于等于5元的钞票全部替代为塑料钞票，为每年全部替代总需求量；面额大于等于5元的旧钞全部替代为新的塑料钞票，为每年新钞换旧钞总需求量；（4）我国流通中的现钞每5—7年退出流通，并需要印制新钞票来替代，所以每年的新印替代增量大约是M0+银行金融机构业务库现金库存总量的16.7%。（5）塑料基材质量分数为85%（为澳大利亚塑料钞票质量分数）。

**表 5：我国第五套人民币尺寸及重量**

面额	尺寸 (mm)	重量 (g)
100.00	155 × 77 × 0.1	0.83
50.00	150 × 70 × 0.1	0.73
20.00	145 × 70 × 0.1	0.73
10.00	140 × 70 × 0.1	0.72
5.00	135 × 63 × 0.1	0.65

数据来源：维基百科，西南证券整理

**表 6：2015 年我国流通的人民币共计 6.98 万亿**

面额	各币种数量总量 (亿张)
100	609.5
50	62.8
20	60.5
10	191.5
5	176.8
1	592.73

数据来源：中国人民银行，西南证券整理

**表 7：流通中的现金 M0+银行金融机构业务库存现金及增长率**

年份	金额 (亿元)	增长率
2012	60568	
2013	64937	7.21%
2014	67074	3.29%
2015	69808	4.08%
2016E	72600.32	4.00%

数据来源：中国人民银行，西南证券整理

### 3 盈利预测与投资建议

#### 关键假设：

假设 1：POF 交联膜下游需求依然强劲，预计可保持超过 25% 的增速；公司 POF 交联膜毛利率较高，但随着成本的提升，毛利率有逐渐下降的趋势。

假设 2：POF 普通膜和 POF 高性能膜由于市场竞争与行业发展趋势的导向，16 年收入跌幅较大，预计 17-18 年基本维持稳定。随着成本的提升，毛利率有逐渐下降的趋势。

假设 3：随着热塑性弹性体项目的投产，新材料业务驶入快速通道。根据公司公告财务数据，预计该产品完全达产情况下毛利率约 60%，17 预计实现销量 1.2 万吨，但由于生产线调试等因素，毛利率较低，预计为 25%。18 年全年生产，预计实现销量 6 万吨，且随着生产线的调试和改善，预计毛利率将逐步达到 60% 水平，营业收入也大幅提升。

基于以上假设，我们预测公司 16-18 年分业务收入成本如下表：



**表 8: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
POF 交联膜	收入	185.79	250.82	321.05	401.31
	增速	14.1%	35.00%	28.00%	25.00%
	毛利率	41.50%	44.00%	44.00%	43.00%
POF 普通型膜	收入	229.51	187.74	197.13	206.98
	增速	-22.7%	-18.20%	5.00%	5.00%
	毛利率	25.71%	31.00%	31.00%	30.00%
POF 高性能膜	收入	10.52	7.78	7.71	8.09
	增速	-31.2%	-26.0%	-1.0%	5.0%
	毛利率	20.15%	36.00%	35.50%	35.00%
热塑性项目	收入			500.00	1500.00
	增速				200.00%
	毛利率			25.00%	60.00%
其他	收入	57.94	104.29	114.72	120.46
	增速	48.0%	80.00%	10.00%	5.00%
	毛利率	36.98%	45.00%	45.00%	45.00%
合计	收入	483.76	538.47	1,127.22	2,222.80
	增速	-5.9%	11.31%	109.34%	97.19%
	毛利率	33.00%	39.52%	33.33%	53.33%

数据来源: 公司公告, 西南证券

我们采用分部估值对公司进行相对估值, 我们对浙江众成按照塑料包装、热塑性弹性体两块业务进行分别估值。我们估计 2018 年塑料包装业务贡献净利润 1.51 亿, 对应 EPS 0.17 元/股; 热塑性弹性体贡献净利润 5.33 亿, 对应 EPS 0.59 元/股。

在塑料包装行业, 我们选取了 5 家业务领域相同的公司, 2018 年 PE 均值为 45 倍; 热塑性弹性体行业, 我们选取了 5 家国内外热塑性弹性体公司作为参考, 国外 4 家公司 PE(TTM) 较低, 国内道恩股份因为是次新股, 流通股本较小导致 PE 较高, 考虑到公司的 TPAE 热塑性弹性体为新型产品, 市场空间广阔, 我们认为其合理估值在 40 倍。

综合计算, 公司 2018 年合理股价为 31.00 元。

**表 9: 塑料包装行业可比公司估值比较**

公司代码	公司简称	股价 (元) 2017/3/20	市盈率			
			15A	16E	17E	18E
000859.SZ	国风塑业	6.59	519	269	135	68
002014.SZ	永新股份	16.26	30	28	23	19
002243.SZ	通产丽星	13.66	650	190	98	50
002735.SZ	王子新材	47.56	144	103	71	49
002585.SZ	双星新材	11.72	70	53	46	40
002522.SZ	浙江众成	19.89	249	142	-	-

数据来源: Wind, 西南证券整理

**表 10: 热塑性弹性体可比公司估值比较**

代码	名称	产能 (万吨)	PE(TTM)	备注
KRATON	科腾	42.3	8	公司生产 SBC 热塑性弹性体
3407.T	旭化成	5.1	17	公司生产 SEC 热塑性弹性体
3405.T	可乐丽	0.5	17	公司生产 SBC 热塑性弹性体
2013.TW	台橡	6	21	公司生产 SBC 热塑性弹性体
002838.SZ	道恩股份	1.2	79	公司生产 TPV 热塑性弹性体
002522.SZ	浙江众成	12	-	公司所做的是年产 12 万吨 TPAE 新型热塑性弹性体, 17 年 7 月投产, 预计 18 年销量 6 万吨, 贡献净利可超 5 亿元, 公司 18 年 PE 仅 26 倍。

数据来源: Wind, 西南证券整理

我们预计公司的主营业务结构将进一步优化, 且随着产品推广的顺利进行, 高毛利产品 POF 交联膜可保持高增长。同时, 公司的热塑性弹性体项目于 17 年 6-7 月份落地, 为公司增加重点利润增长点, 公司 TAPE 产品有望率先在共享单车领域实现突破。我们持续看好公司的高成长性, 在考虑增发并购下, 预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.12 元、0.17 元、0.75 元, 对应动态 PE 分别为 173 倍、117 倍、27 倍, 维持“买入”评级。

## 4 风险提示

下游需求不及预期的风险; 热塑性高弹性体项目进展及毛利率不及预期的风险; 高性能功能性聚丙烯薄膜试制项目不及预期的风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	483.76	538.47	1127.22	2222.80	净利润	64.30	100.68	153.93	685.08
营业成本	324.11	325.65	751.51	1037.42	折旧与摊销	56.02	62.41	75.80	85.00
营业税金及附加	3.26	3.63	7.60	14.99	财务费用	7.14	4.67	6.99	8.75
销售费用	15.82	17.23	31.00	57.79	资产减值损失	1.67	1.00	1.20	1.50
管理费用	79.63	88.85	169.08	311.19	经营营运资本变动	-15.18	-51.46	-61.10	-84.11
财务费用	7.14	4.67	6.99	8.75	其他	0.74	-20.44	-21.64	-22.94
资产减值损失	1.67	1.00	1.20	1.50	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>114.68</b>	<b>96.86</b>	<b>155.19</b>	<b>673.28</b>
投资收益	22.82	20.00	21.00	22.00	资本支出	19.99	-250.00	-150.00	-10.00
公允价值变动损益	-0.56	-0.56	-0.56	-0.56	其他	-142.56	19.44	20.44	21.44
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-122.58</b>	<b>-230.56</b>	<b>-129.56</b>	<b>11.44</b>
<b>营业利润</b>	<b>74.39</b>	<b>116.88</b>	<b>180.26</b>	<b>812.59</b>	短期借款	91.98	-40.02	-82.63	0.00
其他非经营损益	2.82	2.99	2.98	2.99	长期借款	0.00	100.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>77.21</b>	<b>119.86</b>	<b>183.25</b>	<b>815.57</b>	股权融资	0.00	0.00	400.00	0.00
所得税	12.91	19.18	29.32	130.49	支付股利	-44.16	-49.71	-77.52	-115.11
净利润	64.30	100.68	153.93	685.08	其他	-45.37	-4.53	-6.99	-8.75
少数股东损益	-3.48	-5.00	-3.00	1.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>2.45</b>	<b>5.73</b>	<b>232.86</b>	<b>-123.85</b>
归属母公司股东净利润	67.77	105.68	156.93	684.08	<b>现金流量净额</b>	<b>4.24</b>	<b>-127.97</b>	<b>258.48</b>	<b>560.86</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	181.82	53.85	312.33	873.19	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	59.85	64.16	134.74	265.99	销售收入增长率	-10.68%	11.31%	109.34%	97.19%
存货	127.21	118.60	280.56	389.20	营业利润增长率	11.72%	57.10%	54.24%	350.78%
其他流动资产	491.01	538.47	563.61	555.70	净利润增长率	7.73%	56.59%	52.88%	345.07%
长期股权投资	101.28	101.28	101.28	101.28	EBITDA 增长率	15.37%	33.73%	43.01%	244.53%
投资性房地产	1.68	1.68	1.68	1.68	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	721.84	911.65	988.06	915.28	毛利率	33.00%	39.52%	33.33%	53.33%
无形资产和开发支出	100.19	98.08	95.98	93.87	三费率	21.21%	20.57%	18.37%	16.99%
其他非流动资产	45.26	45.15	45.04	44.92	净利率	13.29%	18.70%	13.66%	30.82%
<b>资产总计</b>	<b>1830.14</b>	<b>1932.91</b>	<b>2523.27</b>	<b>3241.10</b>	ROE	4.65%	7.02%	8.06%	27.61%
短期借款	272.65	232.63	150.00	150.00	ROA	3.51%	5.21%	6.10%	21.14%
应付和预收款项	98.93	94.79	218.16	319.43	ROIC	5.03%	6.82%	9.16%	36.82%
长期借款	0.00	100.00	100.00	100.00	EBITDA/销售收入	28.43%	34.16%	23.34%	40.77%
其他负债	75.16	70.99	144.21	190.80	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>446.74</b>	<b>498.41</b>	<b>612.37</b>	<b>760.22</b>	总资产周转率	0.27	0.29	0.51	0.77
股本	883.28	883.28	907.60	907.60	固定资产周转率	0.68	0.73	1.28	2.34
资本公积	276.19	276.19	651.88	651.88	应收账款周转率	8.78	9.80	12.58	12.34
留存收益	221.20	277.17	356.58	925.56	存货周转率	2.40	2.62	3.74	3.09
归属母公司股东权益	1380.55	1436.65	1916.06	2485.03	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.84%	—	—	—
少数股东权益	2.85	-2.15	-5.15	-4.15	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1383.39</b>	<b>1434.50</b>	<b>1910.91</b>	<b>2480.88</b>	资产负债率	24.41%	25.79%	24.27%	23.46%
负债和股东权益合计	1830.14	1932.91	2523.27	3241.10	带息债务/总负债	61.03%	66.74%	40.83%	32.89%
					流动比率	2.00	2.04	2.61	3.24
					速动比率	1.71	1.72	2.04	2.64
					股利支付率	65.16%	47.04%	49.40%	16.83%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.07	0.12	0.17	0.75
					每股净资产	1.57	1.62	2.16	2.81
					每股经营现金	0.13	0.11	0.18	0.76
					每股股利	0.05	0.06	0.09	0.13
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	137.55	183.95	263.06	906.34					
PE	270.38	173.39	116.77	26.79					
PB	12.89	12.43	9.33	7.19					
PS	36.86	33.12	15.82	8.02					
EV/EBITDA	129.95	98.19	69.23	19.48					
股息率	0.25%	0.28%	0.43%	0.65%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn