

鼎汉技术 (300011.SZ)

定增基本完成, 发行价 14.91 元/股

评级: 买入(维持)

市场价格: 14.10

目标价格: 20-22

分析师: 王华君

执业证书编号: S0740517020002

电话: 01059013814

Email: wanghj@r.qlzq.com.cn

联系人: 于文博

Email: yuwb@r.qlzq.com.cn

联系人: 范炜

Email: fanwei@r.qlzq.com.cn

联系人: 朱荣华

Email: zhurh@r.qlzq.com.cn

基本状况

| | |
|-----------|-------|
| 总股本(百万股) | 531 |
| 流通股本(百万股) | 423 |
| 市价(元) | 14.10 |
| 市值(百万元) | 7487 |
| 流通市值(百万元) | 5964 |

股价与行业-市场走势对比

相关报告

《鼎汉技术(300011): 打造“国际一流轨交装备供应商”, 业绩重回快车道》2017.6.1

《鼎汉技术(300011): 2017年业绩有望重回快车道; 看好公司海外战略》2017.4.21

《鼎汉技术(300011): 收购 SMA RT100%股权, “从国内到国外”迈出实质性步伐; 2017年业绩有望大幅增长, 看好公司持续海外并购》2017.4.6

公司盈利预测及估值

| 指标 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|----------|---------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 1,144.58 | 953.99 | 1,056.97 | 1,382.07 | 1,741.47 |
| 增长率 yoy% | 43.84% | -16.65% | 10.80% | 30.76% | 26.00% |
| 净利润 | 262.85 | 111.22 | 249.26 | 353.83 | 452.31 |
| 增长率 yoy% | 50.44% | -57.69% | 124.11% | 41.95% | 27.83% |
| 每股收益(元) | 0.50 | 0.21 | 0.47 | 0.67 | 0.85 |
| 每股现金流量 | 0.18 | 0.11 | 0.62 | 0.48 | 0.60 |
| 净资产收益率 | 12.68% | 5.13% | 11.87% | 14.42% | 15.57% |
| P/E | 60 | 99 | 33 | 23 | 18 |
| PEG | 1.18 | — | 0.27 | 0.56 | 0.66 |
| P/B | 7.58 | 5.07 | 3.96 | 3.39 | 2.86 |

投资要点
3年期定增发行价确定为 14.91 元每股; 公司高管认购, 彰显对公司信心

公司发布公告: 确定 7 月 18 日为定增发行期首日, 为提振投资者对公司的信心, 确定发行价为 14.91 元每股。发行数量为 2760 万股, 共募集资金 4.1 亿元。目前资金已到位, 将全部用于补充公司流动资金。

本次非公开发行的发行对象为顾庆伟、侯文奇、张霞和幸建平, 均为公司或合作伙伴公司高管, 彰显对公司信心。

拟投资 6 亿元设立南宁鼎汉, 持续推进国际化战略

公司公告与南宁市青秀区政府签署《轨道交通高端装备项目投资协议书》, 拟投资 6 亿元, 于广西南宁设立南宁鼎汉, 打造轨道交通高端装备研发、生产基地。我们认为公司设立南宁鼎汉, 是对国际化战略的持续践行, 有助于抓住中国面向东盟开放合作和建设“一带一路”海上丝绸之路的契机, 同时有望进一步拓展西南地区轨交市场。

定位“国际一流轨交装备供应商”; 收购 SMA RT 迈出国际化第一步

公司定位于“国际一流的轨道交通高端装备供应商”, 战略聚焦轨道交通领域。从收入结构看, 公司车辆产品实现的收入稳步提升, 已经从 2014 年的 38.76% 提升至 2016 年的 64.45%。公司“从地面到车辆”战略持续推进。

公司从 2014 年开始积极探索国际化道路, 2017 年 3 月通过香港鼎汉收购 SMA RT100% 股权, 迈出国际化第一步。

在手订单较为充足+新产品开发, 保障“内生”持续增长

截止 2016 年底, 公司在手待执行订单为 14.32 亿元, 在手订单较为充足, 受动车招标影响同比略有下降。公司通过 IRIS (国际铁路行业标准) 认证、积极开发拓展新产品, 保障“内生”持续增长。

行业景气度向上: 标动有望加快动车招标恢复, 城轨地铁增长有望加速

日前, 中国标动“复兴号”已在京沪高铁首发, 标动性能全面提升, 能够互联互通。我们认为标动有望加快动车招标恢复。随着高铁投产新线触底反弹, 2017-2020 年均招标有望稳定在 350 列左右。

城轨地铁先行指标: 中国中车 2017 年 1 季度城轨与城市基础设施业务收入同比大幅增长 42.16%; 中国通号 2016 年城轨市场实现收入 59.2 亿元, 同比大幅增长 50.7%。中国中铁和中国铁建 2016 年合计新签城轨地铁订单合同额 4236 亿元, 同比大幅增长 78.5%。我们认为城轨地铁增长有望加速。

投资建议: 公司“从国内到国外”战略迈出实质性步伐, 看好公司持续海外并购。在手订单较为充足+新产品开发, 保障“内生”持续增长; 行业景气度向上: 公司有望重回业绩增长快车道。暂不考虑增发摊薄, 预计公司 2017-2019 年业绩为 2.5 亿、3.5 亿、4.5 亿元, 对应 PE 为 33/23/18 倍, 维持“买入”评级。
风险提示: 标动采购大幅下滑风险, 铁路投资下滑风险; 新产品低于预期

一、为提振投资者对公司的信心，定增发行价确定为 14.91 元每股

- 公司确定 7 月 18 日为定增发行期首日，为提振投资者对公司的信心，确定发行价为 14.91 元每股。目前资金已存入募集资金专用账户。
- 本次定增发行数量为 2760 万股，共募集资金 4.1 亿元，将全部用于补充公司流动资金。本次非公开发行的发行对象为顾庆伟、侯文奇、张霞和幸建平，均为公司或合作伙伴公司高管，彰显对公司信心。

图表 1：本次非公开发行认购对象均为公司或合作伙伴公司高管，彰显对公司信心

| 认购对象 | 认购金额 | 认购对象简介 |
|------|----------|---|
| 顾庆伟 | 16,650 万 | 公司控股股东、实际控制人，担任公司董事长 |
| 侯文奇 | 20,000 万 | 奇辉集团董事长 |
| 张霞 | 2,500 万 | 鼎汉电气的总裁，其直接持有公司 4,178,784 股股份，占公司总股本的 0.79% |
| 幸建平 | 2,000 万 | 公司审计监察部督导，直接持有公司 4,580,000 股股份，占公司总股本的 0.86%。 |

资料来源：公司公告、中泰证券研究所

二、拟投资 6 亿元设立南宁鼎汉，持续推进国际化战略

- 公司公告与南宁市青秀区政府签署《轨道交通高端装备项目投资协议书》，拟投资 6 亿元，于广西南宁设立南宁鼎汉，打造轨道交通高端装备研发、生产基地。
- 南宁是我国西南进入东盟的门户，也是海上丝绸之路和丝绸之路经济带重要节点，目前南宁已成功举办了 13 届中国—东盟博览会、中国—东盟商务与投资峰会。我们认为公司设立南宁鼎汉，是对国际化战略的持续践行，有助于抓住中国面向东盟开放合作和建设“一带一路”海上丝绸之路的契机，同时有望进一步拓展西南地区轨交市场。

三、定位“国际一流轨交装备供应商”；收购 SMA RT 迈出国际化第一步

- 公司定位于“国际一流的轨道交通高端装备供应商”，战略聚焦轨道交通领域。从收入结构看，公司车辆产品实现的收入稳步提升，已经从 2014 年的 38.76% 提升至 2016 年的 64.45%。公司“从地面到车辆”战略持续推进。
- 公司从 2014 年开始积极探索国际化道路，2017 年 3 月通过香港鼎汉收购 SMA RT 100% 股权，迈出国际化第一步。我们认为公司有望持续推进海外轨交资产并购重组，迈向“国际一流的轨道交通高端装备供应商”。

四、在手订单较为充足+新产品开发，保障“内生”持续增长

- 截止 2016 年底，公司在手待执行订单为 14.32 亿元，在手订单较为充足，受动车招标影响同比略有下降。公司通过 IRIS（国际铁路行业标准）认证、积极开发拓展新产品，保障“内生”持续增长。
- 公司 2017 年第一季度实现营收 1.84 亿元，同比上升 15.69%；归母净利 404.08 万元，较去年同期增长 198.85%（去年同期-408 万元）。全资子公司广州中车已于 2016 年内完成生产基地搬迁工作，2017 年一季度与搬迁相关的一次性费用将不再计提。

图表 2：公司在“内生”方面进展显著：通过 IRIS 认证并有一系列新产品研发和市场开拓取得进展

| “内生”项目 | “内生”进展 |
|--------------|---|
| 动车组车载电源 | 2015 年完成了样机的开发，2016 年末已开始装车试用，公司将全力保障试用考核顺利完成，及早获取技术审查合格证书，具备市场拓展资质。 |
| 地铁制动储能系统 | 在 2015 年完成了产品样机开发，具备了投标资格，2016 年获得了产品试用机会，公司已成立地铁制动储能系统交付项目工作组，保障该产品顺利交付，力争尽快取得客户使用报告，参与市场推广。 |
| 高铁空调系统 | 中车有限高铁空调系统已经通过了部分动车车型的技术鉴定和上道试验，部分已实现小规模销售 |
| 车辆特种电缆产品 | 海兴电缆部分车辆特种电缆产品进入了我国具有完全自主知识产权、时速 350 公里的“中国标准”动车组的样车应用 |
| 屏蔽门系统 | 中标贵阳轨道交通 1 号线，中标金额 6292.14 万元，使公司突破了屏蔽门产品的应用业绩障碍 |
| 鼎汉检测 | 鼎汉检测轨道检测产品实现了多个重点项目交付，检测精度国内领先；积极向城轨电客车弓网检测、铁路机车弓网检测、城轨车辆段地面检测等领域拓展。2016 年，鼎汉检测与沈阳铁路局西部铁路电气化工程建设指挥部签署了《接触网悬挂状态检查监测装置 4C 物资采购合同》，合同金额合计为 1,043.40 万元。本次合同的签署是公司车载安全检测产品单个项目千万级订单的首次突破， |
| 轨道交通服务平台 | 公司成立北京鼎汉机电设备服务有限公司，打造轨道交通服务平台；存量业务如地面电源服务销售、DC600V 电源大修、大铁空调大修等产品和服务销售 2015 年获得近 3 亿订单 |
| 通过 IRIS 体系认证 | 公司产品通过 IRIS 认证，一方面与世界先进管理方法及理念接轨，有效提高公司管理水平；另一方面将提高公司产品质量、降低生产成本，提高公司经济效益；同时公司的证书将被发布到全球 IRIS 数据库及国际权威网站，被全球范围内的客户所认识，为公司带来更多参与国际竞争的机会，促进公司的国际化 |

资料来源：Wind，中泰证券研究所

五、行业景气度向上：动车招标有望逐步恢复，城轨地铁增长有望加速

中国标动“复兴号”已在京沪高铁首发；性能全面提升

- 2017 年 6 月 25 日,中国高铁有了新成员。由中国铁路总公司牵头组织研制、具有完全自主知识产权的中国标准动车组被命名为“复兴号”。“复兴号”将于 6 月 26 日率先在京沪高铁两端的北京南站和上海虹桥站双向首发，分别担当 G123 次和 G124 次高速列车。“复兴号”动车组目前有两种型号，分别为“CR400AF”和“CR400BF”，前者是四方生产的“蓝海豚”，后者是长客生产的“金凤凰”。
- 中国标准动车组的“标准”，意味着动车能够实现互联互通：速度等级相同的动车，无论出品工厂和平台，都能连挂运营，不同速度等级的车也能相互救援。
- “复兴号”试验速度可达 400km/h 及以上，持续运行速度为 350km/h。相对于和谐号，复兴号整车性能全面提升；寿命更长、能耗降低、空间更大、舒适度提升、安全性更佳。

“复兴号”具完全自主知识产权，有望加速“高铁出海”

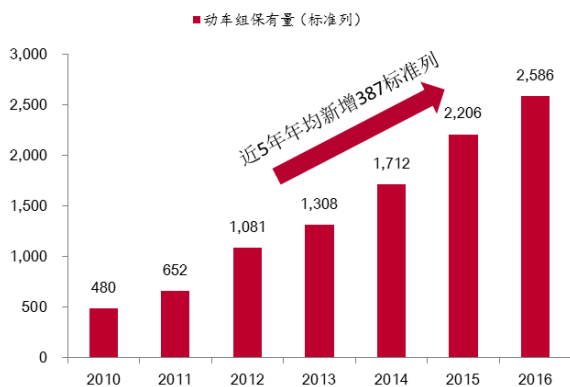
- “复兴号”是中国高速铁路动车组自主化、标准化和系列化的成果，将成为今后中国高铁“走出去”的主力军，具有完全自主知识产权的中国标准动车组将在印尼高铁项目中使用。

- 中国标动诞生于“引进吸收消化再创新”的道路上，“兼收并蓄”，集各家之长。标动在性能上的全面提升，有望加速“高铁出海”，实现中国标准在全球高铁市场的加速拓展。

动车组：标动有望加快动车招标节奏，年招标有望稳定在 350 列左右

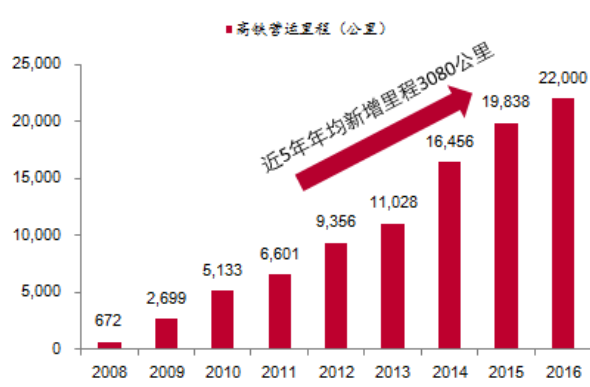
- 截至 2016 年年底，我国共有动车组 2586 标准列、20688 辆，比上年增加 380 列、3040 辆。2015 年铁总正式招标 418 列动车组，总价近 800 亿元，达到历史最高水平，其中 350 公里动车组仍保持超过 60% 的较高比例。2016 年铁总正式招标 116 列动车组，与 2015 年相比大幅下滑。
- 从 2016 年 12 月 13 日到 2017 年 1 月 19 日，铁总陆续招标 160 标准列动车组。中铁投 2017 年 1 月 18 日公告，采购 350 公里动车组（长编）15 列，250 公里动车组 20 列；2016 年 12 月 13 日招标 250 公里动车组 70 列，2016 年 12 月 15 日招标 250 公里动车组（高寒）20 列，250 公里动车组（长编）10 列。
- 我们认为标动有望加快动车招标节奏，中铁总招标有望逐步恢复正常。动车组招标呈现“多批量、小批次”特点，同时不排除标动大规模集中招标可能。近 5 年动车组保有量年均增长 387 标准列，高铁运营里程年均增长 3080 公里，随着高铁投产新线触底反弹，2017-2020 年均招标有望稳定在 350 列左右。

图表 3：动车组保有量保持增长趋势



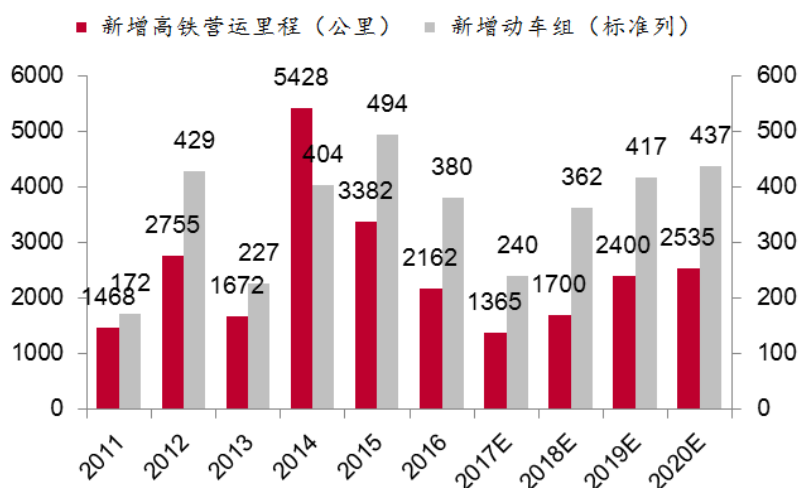
资料来源：国家铁路局，中泰证券研究所（2010、2011 年为按组计）

图表 4：高铁运营里程稳健增长



资料来源：国家铁路局，中国铁路总公司，中泰证券研究所

图表 5: 新增动车组有望随通车高铁运营里程触底反弹



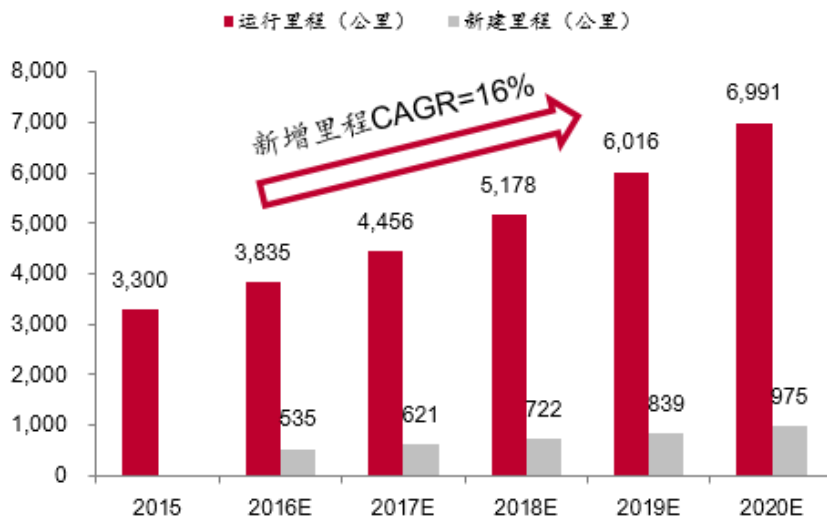
资料来源：国家铁路局，中泰证券研究所（2010、2011 年为按组计）

备注：新增动车组=当年年终动车组保有量-上年年终动车组保有量

城轨地铁增长有望加速

- 2012 年至 2015 年，城市轨道交通运营线路总长度增速分别为 21.15%、17.01%、16.95%、13.47%，体现出稳步增长的态势。截至 2016 年末，我国累计 30 个城市建成投运城轨交通线路 134 条，运营线路 4153 公里，新增 18 条运营线路 535 公里，同比增长 20.2%，创历史新高。2016 年新增福州、东莞、南宁、合肥 4 个运营城市。
- 2017 年 2 月 3 日，国务院印发的《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》提出，到 2020 年，城市轨道交通运营里程达到 6000 公里，每年完成 600 公里以上。国家领导人在今年的政府工作报告中也强调要继续加强轨道交通等重大项目建设。
- 我们预计“十三五”期间城市轨道交通建设速度有望超预期，到 2020 年城市轨道交通实际新建里程有望达到 4000 公里，年复合增速有望超过 16%。

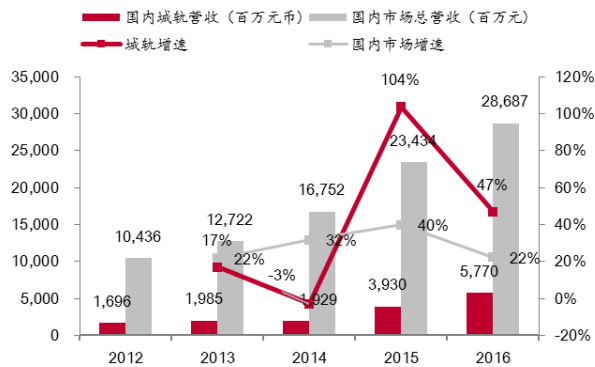
图表 6: 预计“十三五”期间我国城市轨道交通新建里程有望达到 4000 公里, 年复合增速超过 16%



来源: 中国铁路总公司, 中泰证券研究所

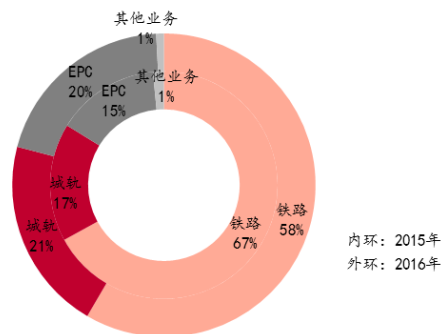
- **先行指标: 中国中车、中国通号城轨业务高增长**
- 据中国中车公告, 2016 年中车实现城轨地铁销售 4962 辆, 同比增长 23.3%, 2017 年 1 季度, 由于交付的城市轨道交通车辆同比增加, 城轨与城市基础设施业务收入同比大幅增长 42.16%。
- 据中国通号公告 2016 年城轨市场实现收入 59.2 亿元, 同比大幅增长 50.7%, 中国通号的交通通信信号采购一般早于车辆交付 2 年, 我们认为城轨地铁车辆已经开启高增长, 而且未来增速将不断加速。

图表 7: 中国通号城轨业务近两年呈现高增长



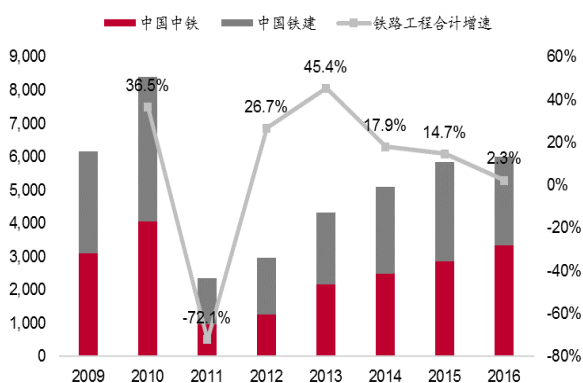
资料来源: 中国通号, 中泰证券研究所

图表 8: 通号国内市场中, 城轨业务占比连续提高

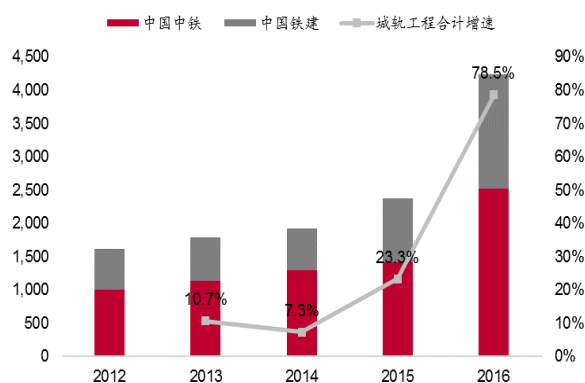


资料来源: 中国通号, 中泰证券研究所

- 2012-2015 年, 中国中铁和中国铁建合计新签铁路工程合同额呈现加速上升趋势, 2016 年新签铁路工程合同额 4236 亿元, 同比大幅增长 78.5%。我们认为城轨地铁未来 5 年有望维持高景气度。

图表 9: 中国中铁、中国铁建铁路工程新签合同(亿元)保持稳健增长


资料来源: 中国中铁公告, 中国铁建公告, 中泰证券研究所

图表 10: 中国中铁、中国铁建城轨工程新签合同(亿元)增长加速


资料来源: 中国中铁公告, 中国铁建公告, 中泰证券研究所

六、核心团队来自华为公司; 管理团队战略执行能力强

- 公司 6 名董事其中 3 名曾在华为公司任职, 1 名来自金沙江创投。我们认为公司董事会、管理团队优秀, 富有活力, 战略执行能力强。

图表 11: 公司 6 名董事其中 3 名曾在华为公司任职; 1 名来自金沙江创投

| 姓名 | 职务 | 年龄 | 个人简历 |
|-----|--------|----|---|
| 顾庆伟 | 董事长、董事 | 45 | 1996 年-1999 年任华为技术有限公司财经管理部部门主管; 1999 年-2000 年任华为公司山东华为财务总监; 2000 年-2003 年任华为公司北方华为财务总监。 |
| 黎东荣 | 董事、总裁 | 45 | 1997 年-2001 年任华为技术有限公司产品部门主管, 2001 年-2005 年任港湾网络有限公司产品部总经理, 市场部副总等职务; 2006-2010 年任华为中东北非片区战略和 Marketing 总监。 |
| 张雁冰 | 董事、副总裁 | 52 | 1987 年 7 月-1995 年 5 月任甘肃省友谊公司主管会计, 第二经营部副经理。1995 年 5 月--2010 年 2 月历任华为技术有限公司财务经理, 山东华为副总经理, 河北华为副总经理, 乌克兰华为财经管理部长等职务。 |
| 潘晓峰 | 董事 | 51 | 1995 年-2003 年任北电网络(中国有限公司)高级经理; 2003 年-2004 年任亚洲无线(中国)有限公司副总裁; 2004 年至今, 任金沙江创业投资管理有限公司董事, 总经理。 |
| 万卿 | 董事、副总裁 | 39 | 清华大学本科学历。2011 年至今历任公司产品部总经理, 副总裁, 董事会秘书; 现任第四届董事会董事, 副总裁, 战略及投资管理部总经理。 |
| 王生堂 | 董事 | 44 | 2010 年至 2014 年历任公司副总裁, 市场部总经理; 现任本公司副总裁。 |

资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

七、投资建议: 预计公司重回增长快车道, 维持“买入”评级

预计公司重回增长快车道, 看好持续并购

- 公司“从国内到国外”战略迈出实质性步伐, 看好公司持续海外并购。在手订单较为充足+新产品开发, 保障“内生”持续增长; 行业景气度向上: 公司有望重回业绩增长快车道。暂不考虑增发摊薄, 预计公司 2017-2019 年业绩为 2.5 亿、3.5 亿、4.5 亿元, 对应 PE 为 33/23/18 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 铁路投资下滑风险；公司新产品开拓低于预期

图表 12：鼎汉技术三张表预测

| 损益表（人民币千元） | | | | | | |
|--------------|----------|-----------|----------|-----------|-----------|------------|
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 营业总收入 | 795,723 | 1,144,578 | 953,988 | 1,056,973 | 1,382,072 | 1,741,474 |
| 增长率 | 76.14% | 43.8% | -16.7% | 10.8% | 30.8% | 26.0% |
| 营业成本 | -472,686 | -653,268 | -583,298 | -642,162 | -814,111 | -1,007,700 |
| % 销售收入 | 59.4% | 57.1% | 61.1% | 60.8% | 58.9% | 57.9% |
| 毛利 | 323,037 | 491,310 | 370,690 | 414,811 | 567,961 | 733,774 |
| % 销售收入 | 40.6% | 42.9% | 38.9% | 39.2% | 41.1% | 42.1% |
| 营业税金及附加 | -6,573 | -9,282 | -13,027 | -12,789 | -17,440 | -21,674 |
| % 销售收入 | 0.8% | 0.8% | 1.4% | 1.2% | 1.3% | 1.2% |
| 营业费用 | -57,634 | -89,189 | -123,725 | -81,387 | -105,037 | -132,352 |
| % 销售收入 | 7.2% | 7.8% | 13.0% | 7.7% | 7.6% | 7.6% |
| 管理费用 | -63,069 | -120,971 | -157,771 | -116,267 | -143,736 | -177,630 |
| % 销售收入 | 7.9% | 10.6% | 16.5% | 11.0% | 10.4% | 10.2% |
| 息税前利润 (EBIT) | 195,761 | 271,867 | 76,168 | 204,368 | 301,749 | 402,118 |
| % 销售收入 | 24.6% | 23.8% | 8.0% | 19.3% | 21.8% | 23.1% |
| 财务费用 | -3,871 | -29,482 | -30,622 | -13,623 | -10,977 | -10,176 |
| % 销售收入 | 0.5% | 2.6% | 3.2% | 1.3% | 0.8% | 0.6% |
| 资产减值损失 | -6,590 | -15,523 | -33,507 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | -646 | 14,387 | 13,225 | 11,301 | 12,457 | 12,199 |
| % 税前利润 | - | 4.9% | 11.8% | 4.3% | 3.3% | 2.6% |
| 营业利润 | 184,653 | 241,250 | 25,265 | 202,045 | 303,229 | 404,141 |
| 营业利润率 | 23.2% | 21.1% | 2.6% | 19.1% | 21.9% | 23.2% |
| 营业外收支 | 18,650 | 49,416 | 86,969 | 63,065 | 68,758 | 69,896 |
| 税前利润 | 203,303 | 290,666 | 112,234 | 265,110 | 371,987 | 474,037 |
| 利润率 | 25.5% | 25.4% | 11.8% | 25.1% | 26.9% | 27.2% |
| 所得税 | -28,595 | -28,248 | -1,011 | -15,996 | -18,364 | -21,947 |
| 所得税率 | 14.1% | 9.7% | 0.9% | 6.0% | 4.9% | 4.6% |
| 净利润 | 174,708 | 262,417 | 111,223 | 249,114 | 353,623 | 452,090 |
| 少数股东损益 | -16 | -434 | -1 | -151 | -209 | -224 |
| 归属于母公司的净利润 | 174,724 | 262,851 | 111,224 | 249,265 | 353,832 | 452,314 |
| 净利率 | 22.0% | 23.0% | 11.7% | 23.6% | 25.6% | 26.0% |

| 资产负债表（人民币千元） | | | | | | |
|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 货币资金 | 371,809 | 171,902 | 250,583 | 258,481 | 141,754 | 403,848 |
| 应收款项 | 584,085 | 1,009,934 | 1,007,489 | 885,521 | 1,074,074 | 1,326,559 |
| 存货 | 145,966 | 257,824 | 271,848 | 262,143 | 327,875 | 397,559 |
| 其他流动资产 | 31,253 | 51,076 | 69,498 | 75,969 | 86,433 | 99,723 |
| 流动资产 | 1,133,112 | 1,490,737 | 1,599,417 | 1,482,114 | 1,630,135 | 2,227,688 |
| % 总资产 | 53.3% | 47.9% | 48.4% | 45.1% | 46.7% | 53.8% |
| 长期投资 | 49,801 | 135,038 | 173,341 | 173,341 | 173,341 | 173,341 |
| 固定资产 | 189,339 | 509,106 | 530,546 | 618,014 | 671,008 | 718,563 |
| % 总资产 | 8.9% | 16.4% | 16.1% | 18.8% | 19.2% | 17.3% |
| 无形资产 | 740,634 | 953,891 | 976,158 | 984,511 | 992,021 | 998,755 |
| 非流动资产 | 994,479 | 1,618,377 | 1,705,386 | 1,801,207 | 1,861,711 | 1,916,000 |
| % 总资产 | 46.7% | 52.1% | 51.6% | 54.9% | 53.3% | 46.2% |
| 资产总计 | 2,127,591 | 3,109,114 | 3,304,803 | 3,283,321 | 3,491,846 | 4,143,688 |
| 短期借款 | 0 | 203,951 | 214,654 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 103,595 | 383,276 | 508,879 | 459,679 | 611,354 | 787,961 |
| 其他流动负债 | 61,631 | 88,666 | 79,374 | 391,176 | 94,404 | 117,549 |
| 流动负债 | 165,226 | 675,893 | 802,907 | 850,855 | 705,758 | 905,510 |
| 长期贷款 | 0 | 247,770 | 226,000 | 226,000 | 226,000 | 226,000 |
| 其他长期负债 | 142,751 | 110,632 | 105,328 | 105,328 | 105,328 | 105,328 |
| 负债 | 307,977 | 1,034,295 | 1,134,235 | 1,182,183 | 1,037,086 | 1,236,838 |
| 普通股股东权益 | 1,820,057 | 2,073,060 | 2,168,810 | 2,099,530 | 2,453,362 | 2,905,676 |
| 少数股东权益 | -443 | 1,759 | 1,758 | 1,607 | 1,398 | 1,174 |
| 负债股东权益合计 | 2,127,591 | 3,109,114 | 3,304,803 | 3,283,321 | 3,491,846 | 4,143,688 |

| 比率分析 | | | | | | |
|------------|---------|--------|---------|---------|--------|--------|
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益(元) | 0.334 | 0.499 | 0.209 | 0.470 | 0.666 | 0.852 |
| 每股净资产(元) | 3.480 | 3.933 | 4.085 | 3.955 | 4.621 | 5.473 |
| 每股经营现金流(元) | 0.282 | 0.180 | 0.111 | 0.618 | 0.485 | 0.600 |
| 每股股利(元) | 0.000 | 0.000 | 0.030 | 0.600 | 0.000 | 0.000 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 9.60% | 12.68% | 5.13% | 11.87% | 14.42% | 15.57% |
| 总资产收益率 | 8.22% | 8.45% | 3.36% | 7.59% | 10.13% | 10.91% |
| 投入资本收益率 | 11.97% | 11.01% | 3.29% | 9.60% | 11.61% | 14.41% |
| 增长率 | | | | | | |
| 营业总收入增长率 | 76.14% | 43.84% | -16.65% | 10.80% | 30.76% | 26.00% |
| EBIT增长率 | 180.98% | 38.88% | -71.98% | 168.31% | 47.65% | 33.26% |
| 净利润增长率 | 206.83% | 50.44% | -57.69% | 124.11% | 41.95% | 27.83% |
| 总资产增长率 | 123.18% | 46.28% | 6.32% | -0.65% | 6.35% | 18.67% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 194.5 | 213.3 | 314.4 | 238.0 | 214.0 | 209.0 |
| 存货周转天数 | 76.1 | 112.8 | 165.7 | 149.0 | 147.0 | 144.0 |
| 应付账款周转天数 | 45.2 | 88.0 | 142.7 | 122.0 | 123.0 | 124.0 |
| 固定资产周转天数 | 66.7 | 107.5 | 193.6 | 197.1 | 169.0 | 145.2 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -20.43% | 13.49% | 13.25% | 3.10% | 7.41% | -2.76% |
| EBIT利息保障倍数 | 50.6 | 9.2 | 2.5 | 15.0 | 27.5 | 39.5 |
| 资产负债率 | 14.40% | 33.27% | 34.35% | 36.03% | 29.73% | 29.87% |

| 现金流量表（人民币千元） | | | | | | |
|--------------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 净利润 | 174,708 | 262,417 | 111,223 | 249,114 | 353,623 | 452,090 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | -151 | -209 | -224 |
| 非现金支出 | 26,456 | 52,204 | 80,435 | 55,476 | 62,800 | 70,901 |
| 非经营收益 | 2,047 | 14,221 | 8,389 | -57,333 | -67,655 | -68,535 |
| 营运资金变动 | -55,832 | -234,122 | -140,878 | 80,960 | -91,302 | -135,706 |
| 经营活动现金净流 | 147,380 | 94,721 | 59,169 | 328,065 | 257,257 | 318,526 |
| 资本开支 | 36,394 | 142,278 | 56,732 | 88,232 | 54,546 | 55,295 |
| 投资 | -13,500 | -172,891 | -25,816 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 24,047 | -980 | -18,011 | 11,301 | 12,457 | 12,199 |
| 投资活动现金净流 | -25,847 | -316,150 | -100,558 | -76,931 | -42,089 | -43,095 |
| 股权募资 | 124,639 | 15,523 | 21,489 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | -93,980 | 87,721 | 143,107 | -214,654 | 0 | 0 |
| 其他 | -53,587 | -98,494 | -59,645 | -28,732 | -332,105 | -13,560 |
| 筹资活动现金净流 | -22,927 | 4,751 | 104,951 | -243,386 | -332,105 | -13,560 |
| 现金净流量 | 98,606 | -216,678 | 63,563 | 7,748 | -116,937 | 261,870 |

资料来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

| | 评级 | 说明 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。