

红相股份 (300427)

证券研究报告

2019年04月20日

电力设备检测监测领先设备商，军工+铁路轨交协同发展

一、电力设备检测监测领导厂商，外延布局军工+铁路轨交

公司是国内领先的电力设备检测监测厂商。主要产品包括电力设备状态检测、监测产品和电能表两大类。产品可广泛应用于电力系统发电、输电、变电、配电、用电的各个环节，客户主要以国家电网公司和南方电网公司为主，还有一部分销往发电企业、电气化铁路、石油、化工、冶金等具有内部电网管理需求的企业。

公司通过收购银川卧龙和星波通信股权实施了外延式战略部署，在原有电力业务的基础上，实现在军工和铁路与轨道交通领域的业务布局，目前公司的业务主要涉及电力、军工、铁路与轨道交通等三大领域。

公司 2011 年营业收入 2.07 亿元，归属母公司净利润 0.47 亿元。公司 2018 年实现营业收入 13.12 亿元，归属母公司净利润 2.31 亿元。历史上公司收入和净利润均实现复合高增长。从最新的 2018 年上半年业务结构来看，公司已经形成了电力设备检测监测产品、铁路与轨道交通装备和军工电子三大业务体系，占整体营收比例分别为 52.33%、12.22%和 9.59%。新能源 EPC 业务 2018 年上半年占收入比例为 24.87%。

二、星波通信：军工通信领域微波集成电路供应商

公司 2016 年公告以发行股份及支付现金方式收购星波通信 67.54%股份，转让价格为 5.23 亿元。星波通信 2017-2019 年业绩承诺不低于 4300 万元、5160 万元、6192 万元。2017 年 11 月，公司公告以 2.51 亿元收购星波通信剩余 32.46%股权，收购后公司持有星波通信 100%股权。

星波通信产品大类主要为微波器件、组件及子系统，频率范围覆盖了 DC 至 40GHz，是国内为数不多的具备完全军工资质，且能为高、精、尖重点武器系统及军用通信系统进行定向研制和配套生产的民营军工企业之一。产品广泛应用于军用雷达、通信、电子对抗及遥感遥测等设备中，同时在民用无线通信系统及民用雷达（气象雷达、成象雷达、探测雷达等）中亦有广泛的应用前景。

三、银川卧龙：铁路轨交变压器领先厂商

公司 2016 年公告以发行股份及支付现金方式购买银川卧龙 100%股权，整体作价 11.7 亿元。银川卧龙承诺 2017-2019 年归属母公司净利润分别为 9000 万、10600 万元和 12000 万元。

银川卧龙致力于铁路牵引变压器、电力变压器以及特种变压器和箱式变电站的研发、设计、生产和销售。其主要产品为铁路牵引变压器，同时生产电力变压器、特种变压器和箱式变电站等产品。银川卧龙是国内最早进入电气化铁路市场的牵引变压器生产厂家之一，也是原铁道部牵引变压器科技创新的重要合作单位之一，在国内铁路牵引变压器市场拥有较高且稳定的市场份额。

四、盈利预测及估值

看好公司在电气检测监测领域深耕，同时协同发展军工+铁路轨交。预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.65、0.79 和 0.95 元，对应估值 27、22 和 18 倍，首次覆盖，给予“增持”评级，目标价 24.86 元。

风险提示：电气设备投资不及预期；收购不及业绩承诺；

投资评级

行业	电气设备/电气自动化设备
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	18.85 元
目标价格	24.86 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	358.34
流通 A 股股本(百万股)	246.49
A 股总市值(百万元)	6,754.72
流通 A 股市值(百万元)	4,646.31
每股净资产(元)	5.72
资产负债率(%)	33.98
一年内最高/最低(元)	18.85/9.37

作者

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

杨藻 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517060001
yangzao@tfzq.com

王俊贤 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080002
wangjunxian@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	410.56	743.86	1,310.56	1,595.76	1,931.12
增长率(%)	34.50	81.18	76.18	21.76	21.02
EBITDA(百万元)	96.86	159.03	304.77	346.55	405.00
净利润(百万元)	73.82	117.95	231.40	283.23	338.92
增长率(%)	4.06	59.79	96.18	22.40	19.66
EPS(元/股)	0.21	0.33	0.65	0.79	0.95
市盈率(P/E)	83.21	52.07	26.54	21.69	18.12
市净率(P/B)	9.89	3.28	2.91	2.57	2.25
市销率(P/S)	14.96	8.26	4.69	3.85	3.18
EV/EBITDA	50.11	30.25	19.12	15.98	13.42

资料来源: wind, 天风证券研究所

内容目录

1. 电力设备检测监测领先厂商，外延布局军工+铁路轨交	4
1.1. 电力设备检测商，收购星波通信、银川卧龙布局军工+铁路轨交	4
1.2. 业绩快速增长，电力、军工、铁路轨交三大业务共同发展	5
2. 星波通信：军工通信领域微波集成电路供应商	7
3. 银川卧龙：铁路轨交变压器领先厂商	9
4. 盈利预测及估值	10
4.1. 盈利预测	10
4.2. 估值对比	11
风险提示：电气设备投资不及预期；收购不及业绩承诺	11

图表目录

图 1：公司产品用途	4
图 2：公司业务战略布局	5
图 3：公司历年营收和净利润情况	6
图 4：公司 2014-2017 年分项业务收入	6
图 5：公司 2018H1 营收结构	6
图 6：公司 2014-2017 年分项业务收入	7
图 7：公司 2018H1 毛利率净利率	7
图 8：星波通信滤波器产品	7
图 9：星波通信净利润	8
图 10：银川卧龙- 110KV 铁路牵引变压器	9
图 11：银川卧龙- 220kV 铁路牵引变压器	9
图 12：全国铁路营业里程	10
图 13：银川卧龙 2014-2017 年净利润	10
图 14：银川卧龙 2016Q3 业务结构	10

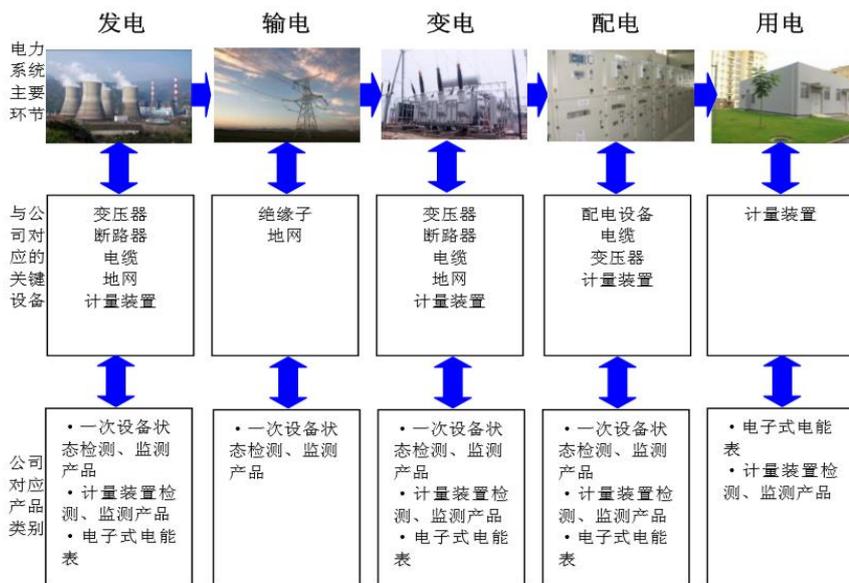
1. 电力设备检测监测领先厂商，外延布局军工+铁路轨交

1.1. 电力设备检测商，收购星波通信、银川卧龙布局军工+铁路轨交

公司是国内领先的电力设备检测监测厂商。主要产品包括电力设备状态检测、监测产品和电能表两大类。其中电力设备状态检测、监测产品主要包括一次设备状态检测、监测产品和计量装置检测、监测产品；电能表主要为三相电子式电能表，并以 0.2S 级电子式多功能电能表为主。

公司产品可广泛应用于电力系统发电、输电、变电、配电、用电的各个环节，客户主要以国家电网公司和南方电网公司为主，还有一部分销往发电企业、电气化铁路、石油、化工、冶金等具有内部电网管理需求的企业。

图 1：公司产品用途



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司 2015 年公告以现金方式增资 5492.56 万元获得浙江涵普电力 51% 的股权，同时在满足一定业绩条件的情况下承诺未来收购部分剩余股权。2019 年 3 月，公司公告以 21895.36 万元收购涵普电力剩余的 49% 股权。涵普电力 2017、2018 年分别实现扣非净利润 2960.96 万元和 3153.16 万元。

涵普电力主营业务是电测标准装置、配电智能产品和配电自动化终端产品的研发、设计、生产和销售及相关服务。公司在技术研发方面，与涵普电力在相关行业多年形成的技术优势形成协同效应。另一方面，在客户资源方面，公司将在涵普电力现有行业内分布广泛的客户基础上特别是发电厂客户开拓新的市场领域，涵普电力也能通过公司在国家电网公司、南方电网公司等电网系统企业客户拓展产品销售渠道。本次投资完成后将促进双方的市场拓展。

另外，公司还通过收购银川卧龙和星波通信股权实施了外延式战略部署，在原有电力业务的基础上，实现在军工和铁路与轨道交通领域的业务布局，目前公司的业务主要涉及电力、军工、铁路与轨道交通等三大领域。

1、电力：

公司与收购的涵普电力协同拓展电力市场。电力领域的主要业务包括电力状态检测、监测产品、电测产品、智能配网及其他电力设备等，涵盖电力领域中发电、输电、变电、配电、用电的各个环节，主要客户为国家电网和南方电网及其下属成员企业、发电企业、石油石化冶金等大型电力用户。

2、军工：

公司 2016 年公告收购星波通信 67.54%股权，2017 年 9 月并表。2018 年 8 月公司完成收购星波通信剩余 32.46%股权。星波通信专业从事射频/微波器件、组件、子系统及其混合集成电路模块的研发、生产、销售和服务。微波混合集成电路广泛应用于军用通信、雷达、电子对抗系统中，是国防信息化、数字化、现代化建设的重要基础。星波通信一直致力于微波混合集成电路相关技术在机载、弹载、舰载等多种武器平台上的应用，产品主要为雷达、通信和电子对抗系统提供配套，主要客户为军工科研院所和军事装备生产企业。

3、铁路与轨道交通领域：

公司 2016 年公告收购银川卧龙 100%股权，2017 年 9 月并表。银川卧龙是国内最早进入电气化铁路市场的牵引变压器生产厂家之一，也是原铁道部牵引变压器科技创新的重要合作单位之一，在国内铁路牵引变压器市场拥有较高且稳定的市场份额。银川卧龙的铁路牵引变压器覆盖了我国电气化铁路上 27.5kV 至 330kV 的全部电压等级，具备多个铁路局的运行业绩证明，主要客户包括中国铁建、中国中铁、阿尔斯通等铁路建设单位，以及铁路总公司及其下属的多个铁路局。

图 2：公司业务战略布局



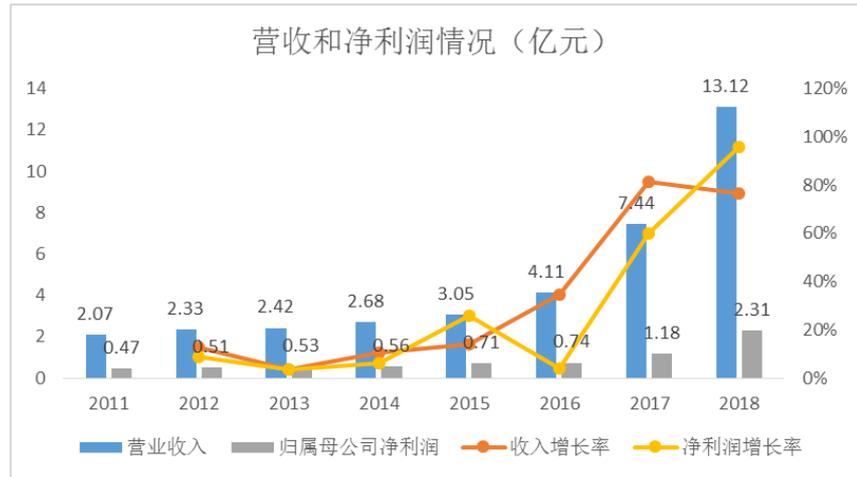
资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 业绩快速增长，电力、军工、铁路轨交三大业务共同发展

公司 2011 年营业收入 2.07 亿元，归属母公司净利润 0.47 亿元。根据公司 2018 年业绩快报，公司实现营业收入 13.12 亿元，归属母公司净利润 2.31 亿元。收入和净利润均实现复合高增长。

公司 2017 年实现收入 7.44 亿元，归属母公司净利润 1.18 亿元，较 2016 年分别同比增长 81.18%和 59.79%，增速显著提升。主要是由于公司 2017 年收购的子公司卧龙电气和星波通信于 9 月份开始并表。

图 3：公司历年营收和净利润情况

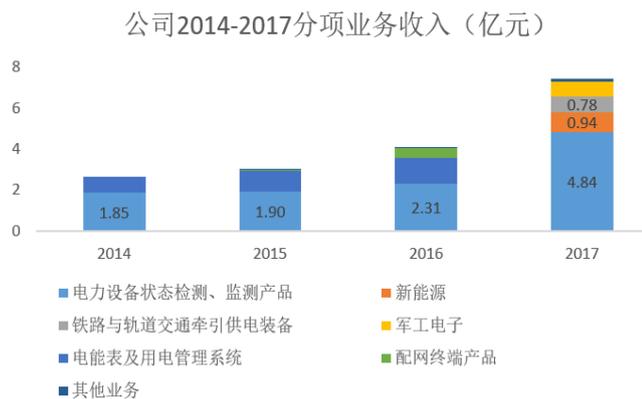


资料来源：wind，天风证券研究所

从收入构成来看：电力设备检测、监测产品历史上一直是公司主要业务，其次是电能表及用电管理系统。2016 年公司收购涵普电力增加智能配网终端产品，2017 年由于收购银川卧龙增加了铁路与轨道交通设备牵引供电装备业务及新能源 EPC 业务，收购星波通信增加了军工通信业务。

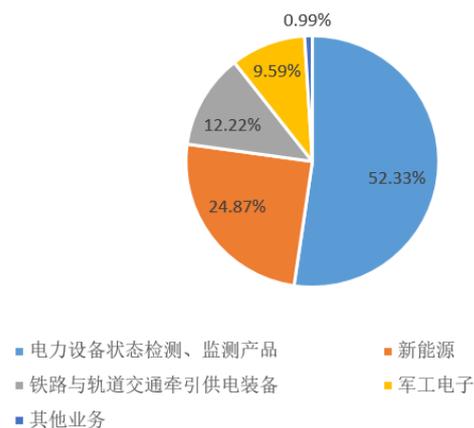
从最新的 2018 年上半年业务结构来看，公司已经形成了电力设备检测监测产品、铁路与轨道交通装备和军工电子三大业务体系，占整体营收比例分别为 52.33%、12.22%和 9.59%。新能源 EPC 业务 2018 年上半年占收入比例为 24.87%。银川卧龙子公司中宁新能源于 2018 年 8 月与金风科技签订了《中宁县新堡 100MW 风电项目风力发电机组及附属设备采购合同》，合同总价为 3.66 亿元。

图 4：公司 2014-2017 年分项业务收入



资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：公司 2018H1 营收结构

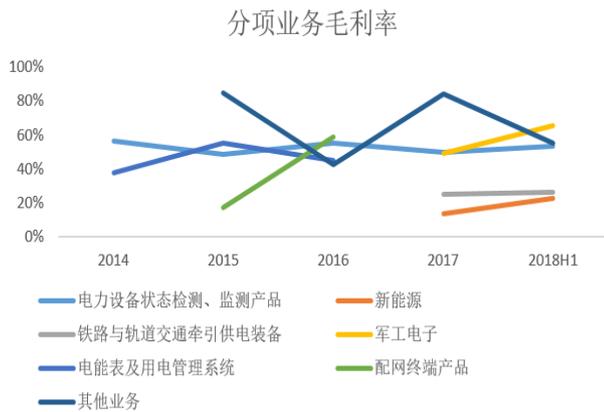


资料来源：wind，天风证券研究所

从整体盈利能力来看，公司 2017 年传统的电力业务毛利率保持在 50%以上，由于新增的铁路轨交及新能源业务毛利率相对较低，公司 2018 年上半年毛利率下降到 43.65%，2108 Q3 毛利率为 44.68%。由于期间费用率控制较好，2018 年上半年净利率从 2017 年底的 18.53% 提升到 21.85%，2018Q3 净利率为 21.8%。整体保持良好的盈利能力。

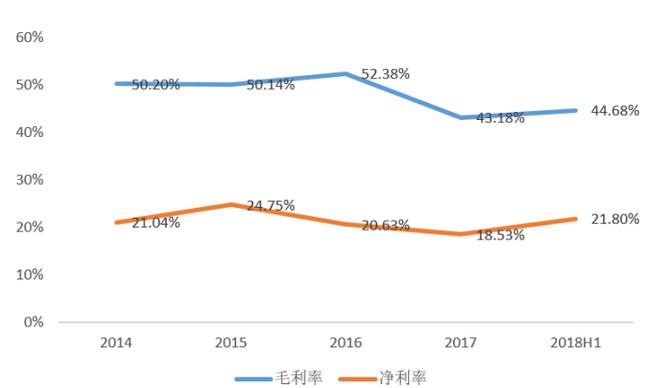
从分项业务的毛利率来看，电力设备检测监测产品、军工电子毛利率相对较高，两项业务均达到了 50%以上。2018 年上半年分别达到了 53.48%、65.58%。新能源及铁路轨交装备业务毛利率相对较低，2018 年上半年分别为 22.7%和 26.04%。

图 6：公司 2014-2017 年分项业务收入



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：公司 2018H1 毛利率净利率



资料来源：wind，天风证券研究所

2. 星波通信：军工通信领域微波集成电路供应商

公司 2016 年公告以发行股份及支付现金方式星波通信 67.54% 股份，转让价格为 5.23 亿元。星波通信 2017-2019 年业绩承诺不低于 4300 万元、5160 万元、6192 万元。2017 年 11 月，公司公告以 2.51 亿元收购星波通信剩余 32.46% 股权，收购后公司持有星波通信 100% 股权。

星波通信自设立以来持续开展了对射频滤波技术、混合集成电路设计技术等关键技术的深入研究，针对军方客户需求，承担了大量的科研任务和军品生产任务。经过十余年的发展，星波通信成为国内微波混合集成电路领域的优质、成长型企业。目前产品广泛应用于军用雷达、通信、电子对抗及遥感遥测等设备中，同时在民用无线通信系统及民用雷达（气象雷达、成象雷达、探测雷达等）中亦有广泛的应用前景。星波通信客户主要为国内军工科研院所、军工厂、军事院校等。

星波通信产品大类主要为微波器件、组件及子系统，频率范围覆盖了 DC 至 40GHz，是国内为数不多的具备完全军工资质，且能为高、精、尖重点武器系统及军用通信系统进行定向研制和配套生产的民营军工企业之一。

微波器件是指工作在射频、微波与毫米波波段，具备独立功能及性能指标、由多个电路元件构成、具备独立封装结构的电路单元。星波通信对外销售的器件级产品主要为滤波器，其它产品基本不单独对外销售，而是应用于微波组件及子系统产品中整体对外销售。星波通信以滤波器起家，是国内设计、生产军用 LC 滤波器、介质滤波器及微波毫米波腔体滤波器的著名厂家。

图 8：星波通信滤波器产品

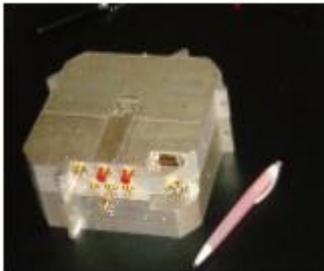


资料来源：公司公告，天风证券研究所

微波组件是由多种电路元件（电容、电阻、电感）、微波器件、微波电路、电源及控制电

路组装而成，以同轴或波导形式与外部电路相连，在分系统中具备独立完整功能的电路集成组合。微波子系统则是由多种功能的微波电路组件（或组合）组成，具备某种或多种完整功能的分系统级设备。相比于微波器件，微波组件及子系统集成度和复杂度更高。

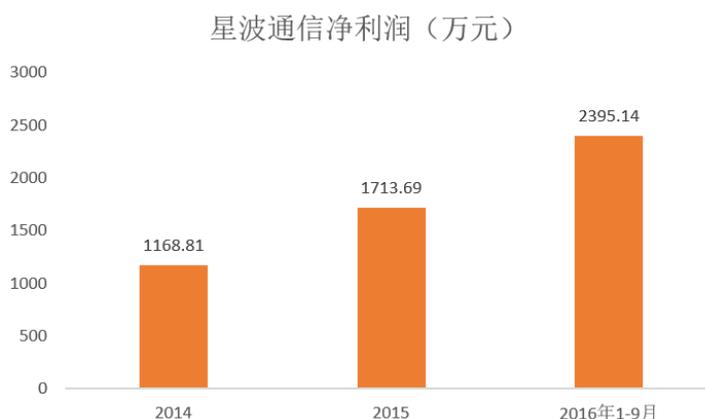
表 1、星波通信微波组件及子系统产品

产品	图片	介绍
X 波段频率综合器		一款机载频率综合器，工作于 X 波段。内置高性能恒温晶振，采用频率合成技术，结合数字直接频率合成技术(DDS)、高选择性滤波技术、高隔离高速开关技术、微组装技术、减振技术，能在战机飞行强振动环境下产生快速跳频、低相噪、低杂散的高质量本振及发射激励信号，并为火控雷达系统提供相参时钟基准信号。曾获得军队科技进步三等奖。
Ku 波段频率综合器		一款机载直接合成频率综合器，工作于 Ku 波段。产品内置高性能恒温晶振，采用高性能全数字双环锁相技术，结合模拟直接频率合成技术、高选择性滤波技术、高隔离高速开关技术、微组装技术、减振技术，能在战机飞行强振动环境下产生快速跳频、低相噪、低杂散的高质量本振及发射激励信号，并为火控雷达系统提供相参时钟基准信号
毫米波频综及接收前端		一款弹载接收前端及频率综合器，工作于毫米波段。包含内部集成的本振与发射信号产生电路、接收前端（包含收发双工器、接收输入限幅保护、低噪放、AGC、滤波、混频、中频放大等电路）。该产品完成目标反射信号的接收，其内置频综抗振性能好，能够在导弹大机动飞行时强振动环境下提供高频谱纯度的发射激励信号与本振信

资料来源：公司公告，天风证券研究

星波通信 2014-2016 年 1-9 月份年扣非后归属于母公司所有者的净利润分别为 1168.81 万元、1713.69 万元、2395.14 万元，维持快速增长态势。

图 9：星波通信净利润



资料来源：公司公告，天风证券研究所

星波通信各项军工资质齐全。已获得国防科工局、总装备部等部门颁发的《武器装备科研生产许可证》、《武器装备质量体系认证证书》、《装备承制单位注册证书》及《二级保密资格单位证书》等生产经营资质。

3. 银川卧龙：铁路轨交变压器领先厂商

公司 2016 年公告以发行股份及支付现金方式购买银川卧龙 100%股权，整体作价 11.7 亿元。银川卧龙承诺 2017-2019 年归属母公司净利润分别为 9000 万、10600 万元和 12000 万元。

银川卧龙自成立以来，一直致力于铁路牵引变压器、电力变压器以及特种变压器和箱式变电站的研发、设计、生产和销售。其主要产品为铁路牵引变压器，同时生产电力变压器、特种变压器和箱式变电站等产品。银川卧龙是国内最早进入电气化铁路市场的牵引变压器生产厂家之一，也是原铁道部牵引变压器科技创新的重要合作单位之一，在国内铁路牵引变压器市场拥有较高且稳定的市场份额。

铁路牵引变压器是专用于电气化铁路及客专高速铁路牵引变电所的变压器，电力变压器则指的是主要用于电网、发电厂或其他用电单位在输电及配电中的电压转换的变压器。

图 10：银川卧龙- 110KV 铁路牵引变压器



资料来源：公司公告，天风证券研究所

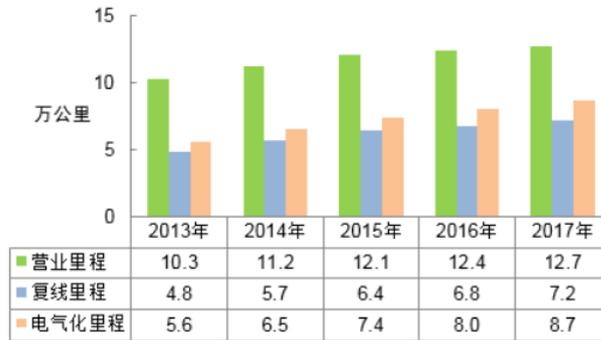
图 11：银川卧龙- 220kV 铁路牵引变压器



资料来源：公司公告，天风证券研究所

全国铁路营业里程持续增长，带来铁路电气设备需求不断增加。2017 年全国铁路营业里程达到 12.7 万公里，同比增长 2.4%，其中高铁营业里程 2.5 万公里。随着国内铁路建设的持续进行，铁路建设和设备投资在未来五年将持续增长。同时随着“一带一路”战略的实施，高铁走出国门，也为我国的牵引变压器产品提供了走出国门的机遇。

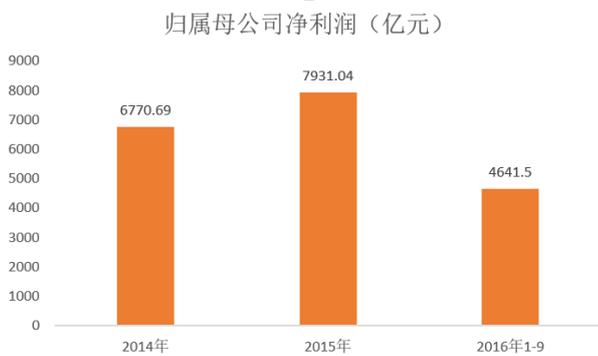
图 12：全国铁路营业里程



资料来源：交通运输部，天风证券研究所

银川卧龙历史上业绩稳定增长。受益于铁路投资建设的持续增长以及公司市场份额的稳定，公司自 2014 年以来业绩稳定上升。2014 年度、2015 年、2016 年 1-9 月归属于母公司所有者的净利润分别为 6,770.69 万、7931.0 万元和 4641.5 万元。

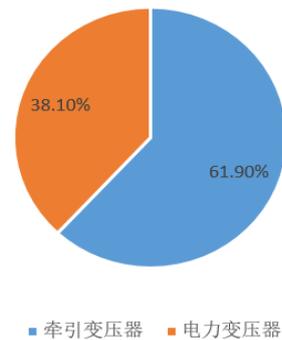
图 13：银川卧龙 2014-2017 年净利润



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 14：银川卧龙 2016Q3 业务结构

银川卧龙业务结构占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司收购银川卧龙具有较强的协同性：

1) 产品与市场渠道协同

公司在国内电力设备状态检测领域具有较高的覆盖率和知名度，目前的客户主要以国家电网公司和南方电网公司为主。而公司的电力检测监测产品能够广泛应用于铁路供电系统、轨道交通供电系统、发电企业、军工、石油、化工、冶金等领域，这些领域是公司的目标市场，借助银川卧龙的渠道有望进入上述市场。

2) 产业协同

银川卧龙拥有电力工程施工总承包叁级、承装（修、试）叁级资质。公司将通过银川卧龙快速进入电力运维市场，促进公司在电力运维市场的产业布局。

4. 盈利预测及估值

4.1. 盈利预测

表 2、公司业务拆分预测

产品	2016	2017	2018E	2019E	2020E
电力检测检 业务收入 (亿元)	2.31	4.84	7.80	9.36	11.23

测设备	同比增长率 (%)	21.58%	109.52%	61%	20.0%	20%
	毛利率 (%)	55.34%	49.74%	3.74	4.68	5.73
	业务收入 (亿元)		0.94	2.91	3.64	4.55
新能源 EPC	同比增长率 (%)			210.00%	25.00%	25.00%
	毛利率 (%)		13.68%	20.00%	18.00%	17.00%
	业务收入 (亿元)		0.78	1.05	1.37	1.64
铁路轨交设备	同比增长率 (%)			35.00%	30.00%	20.00%
	毛利率 (%)		24.68%	26.00%	24.00%	23.00%
	业务收入 (亿元)		0.73	1.24	1.49	1.79
军工电子	同比增长率 (%)			70.00%	20.00%	20.00%
	毛利率 (%)		48.94%	65.00%	60.00%	59.00%
	业务收入 (亿元)	0.01	0.15	0.10	0.10	0.10
其他业务	同比增长率 (%)	-66.67%	1400.00%	-33.33%	0.00%	0.00%
	毛利率 (%)	42.67%	84.30%	65.00%	65.00%	65.00%
	业务收入 (亿元)	2.32	7.44	13.11	15.96	19.31
合计	收入增速 (%)	0.80%	220.69%	76.18%	21.76%	21.02%
	毛利率 (%)	55.29%	66.99%	44.05%	41.43%	40.20%
	成本 (亿元)	1.04	2.46	7.33	9.35	11.55

资料来源: wind, 天风证券研究所

4.2. 估值对比

由于公司有电气设备和军工两块业务, 我们分别选取电气和军工行业的相关标的进行估值对比。

电气设备领域我们选取了双杰电气、国电南瑞和四方股份, 对应 2019 年 PE 平均 28 倍; 军工通信领域选取了海格通信和国睿科技, 对应 2018 年 PE 平均为 44 倍。

看好公司在电气检测监测领域深耕, 同时协同发展军工+铁路轨交。预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.65、0.79 和 0.95 元, 对应估值 27、22 和 18 倍和同行的电气设备及军工业务比较, 公司估值均较可比公司平均估值水平低, 同时预计公司未来增速和估值相对匹配。

从分部估值看, 我们对公司的电气设备业务选用可比公司平均 28 倍, 军工业务选用可比公司平均 44 倍。预计 2019 年电气设备业务净利润 2.21 亿元, 对应估值 62 亿元; 军工业务 0.62 亿元, 对应估值 27 亿; 总估值为 89 亿元, 对应股价为 24.86 元。

综上, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

表 3、可比公司估值

公司	EPS (元)			PE (倍)		
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
双杰电气	0.32	0.32	0.31	34	34	35
国电南瑞	0.77	0.85	1.01	28	25	21
四方股份	0.29	0.27		25	27	
海格通信	0.13	0.19	0.25	78	54	41
国睿科技	0.35	0.06	0.39	53	307	47

资料来源: wind, 天风证券研究所; 注: 预测为 wind 一致预期, 日期: 2019.4.18

风险提示: 电气设备投资不及预期; 收购不及业绩承诺

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	439.66	539.54	369.96	674.50	790.37
应收账款	274.14	685.63	770.54	1,002.53	1,143.17
预付账款	10.95	14.99	46.12	31.77	64.47
存货	60.55	170.11	237.24	281.99	359.56
其他	11.70	265.03	100.54	344.32	193.70
流动资产合计	797.00	1,675.30	1,524.40	2,335.11	2,551.25
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	58.31	226.81	223.89	220.98	218.06
在建工程	0.54	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	3.14	71.81	67.36	62.91	58.46
其他	35.12	1,219.15	1,190.36	1,190.04	1,189.72
非流动资产合计	97.11	1,517.77	1,481.62	1,473.93	1,466.24
资产总计	894.12	3,193.08	3,006.02	3,809.04	4,017.50
短期借款	3.00	200.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	129.03	748.69	473.37	1,084.32	840.32
其他	69.07	190.57	241.69	135.63	238.69
流动负债合计	201.10	1,139.26	715.06	1,219.95	1,079.00
长期借款	0.48	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2.52	33.39	4.00	4.00	4.00
非流动负债合计	3.00	33.39	4.00	4.00	4.00
负债合计	204.10	1,172.66	719.06	1,223.95	1,083.00
少数股东权益	69.08	147.77	176.37	191.28	201.76
股本	283.74	352.59	358.34	358.34	358.34
资本公积	4.45	1,082.12	1,082.12	1,082.12	1,082.12
留存收益	338.01	1,520.86	1,752.25	2,035.48	2,374.40
其他	(5.26)	(1,082.91)	(1,082.12)	(1,082.12)	(1,082.12)
股东权益合计	690.02	2,020.42	2,286.96	2,585.09	2,934.49
负债和股东权益总	894.12	3,193.08	3,006.02	3,809.04	4,017.50

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	84.72	137.81	231.40	283.23	338.92
折旧摊销	8.48	18.04	7.36	7.36	7.36
财务费用	0.51	4.41	0.25	0.24	0.23
投资损失	(0.70)	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	60.23	171.26	(234.02)	(3.19)	(242.30)
其它	(22.70)	(38.21)	28.60	14.91	10.48
经营活动现金流	130.54	293.32	33.59	302.55	114.69
资本支出	7.52	1,289.01	29.39	0.00	(0.00)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(15.08)	(1,328.23)	(30.19)	(0.00)	0.00
投资活动现金流	(7.56)	(39.23)	(0.80)	0.00	0.00
债权融资	6.35	200.77	0.77	0.77	0.77
股权融资	5.74	1,162.84	12.98	8.68	10.09
其他	15.56	(1,534.54)	(216.13)	(7.46)	(9.69)
筹资活动现金流	27.66	(170.94)	(202.38)	1.99	1.17
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	150.64	83.16	(169.59)	304.54	115.87

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	410.56	743.86	1,310.56	1,595.76	1,931.12
营业成本	195.53	422.65	733.24	934.62	1,154.78
营业税金及附加	5.26	7.35	3.93	4.79	5.79
营业费用	54.78	67.18	112.71	135.64	164.15
管理费用	61.12	99.06	157.27	175.53	202.77
财务费用	(1.08)	(0.95)	0.25	0.24	0.23
资产减值损失	5.75	6.26	6.00	6.00	6.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.70	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1.41)	(15.21)	0.00	0.00	0.00
营业利润	89.90	157.53	297.16	338.95	397.41
营业外收入	10.97	0.21	0.00	1.00	1.00
营业外支出	0.09	0.69	0.70	0.00	0.00
利润总额	100.79	157.05	296.46	339.95	398.41
所得税	16.07	19.24	36.46	41.81	49.00
净利润	84.72	137.81	259.99	298.13	349.40
少数股东损益	10.90	19.86	28.60	14.91	10.48
归属于母公司净利润	73.82	117.95	231.40	283.23	338.92
每股收益(元)	0.21	0.33	0.65	0.79	0.95

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	34.50%	81.18%	76.18%	21.76%	21.02%
营业利润	25.47%	75.23%	88.63%	14.06%	17.25%
归属于母公司净利润	4.06%	59.79%	96.18%	22.40%	19.66%
获利能力					
毛利率	52.38%	43.18%	44.05%	41.43%	40.20%
净利率	17.98%	15.86%	17.66%	17.75%	17.55%
ROE	11.89%	6.30%	10.96%	11.83%	12.40%
ROIC	21.36%	60.88%	17.02%	16.56%	19.48%
偿债能力					
资产负债率	22.83%	36.72%	23.92%	32.13%	26.96%
净负债率	-26.23%	-11.97%	18.90%	13.47%	18.70%
流动比率	3.96	1.47	2.13	1.91	2.36
速动比率	3.66	1.32	1.80	1.68	2.03
营运能力					
应收账款周转率	1.49	1.55	1.80	1.80	1.80
存货周转率	6.89	6.45	6.43	6.15	6.02
总资产周转率	0.50	0.36	0.42	0.47	0.49
每股指标(元)					
每股收益	0.21	0.33	0.65	0.79	0.95
每股经营现金流	0.36	0.82	0.09	0.84	0.32
每股净资产	1.73	5.23	5.89	6.68	7.63
估值比率					
市盈率	83.21	52.07	26.54	21.69	18.12
市净率	9.89	3.28	2.91	2.57	2.25
EV/EBITDA	50.11	30.25	19.12	15.98	13.42
EV/EBIT	54.65	34.03	19.59	16.33	13.66

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com