

## 核心优势保增长, 集团助力展未来

### 投资要点

- **事件:** 近日我们对平高电气进行了调研, 与管理层就公司运营情况和发展战略进行了交流。
- **产品线完善, 在手订单充足, 主营保持高速增长。** 1. 公司收购平芝后极大完善了产品线, 增强了公司竞争力: 平芝产品优质, 毛利率较高, 尤其在 550kV 具有核心优势。2. 天津智能真空开关产业园落地, 中低压业绩将释放: 平高总投资 25 亿元成立天津真空开关科技产业园, 如今项目已经落地, 年底有望扭亏为盈, 为公司贡献业绩。3. 公司在手订单充足: 从国家电网公布的中标结果来看, “两交一直” 已经中标 20 亿元, 占去年营收的 43%。随着特高压建设的推进, 公司在手订单充足, 主营业务将保持快速增长。当前距离预定的“六交八直” 还有一定的距离。随着“十二五” 最后一年的临近, 剩下的特高压建设可能加速。以平高电气目前的中标率来看, 平高的在手订单会使得公司迎来业绩爆发的 2016 和 2017 年。
- **发力海外, 集团优质资产注入助腾飞。** 母公司平高集团有多年海外项目储备及经验。今年, 公司已启动了非公开发行工作, 拟募集资金不超过人民币 50 亿元, 用于收购平高集团部分经营性资产、海外 EPC 建设项目配套、海外建设工厂等。平高集团目前拥有 5 家分公司, 14 家直属子公司, 其中不仅有专门承揽国际工程的公司, 还有集团直接承接的项目。预计这部分优质资产将超过 30 亿。有集团相助, 平高电气将持续加大海外投入。以公司产品的高性价比和稳定性, 平高在海外颇有竞争力, 相信受益于“一带一路”, 公司很快能在海外业务上一展雄姿。
- **估值与评级:** 估算 2015 年、2016 年和 2017 年每股收益为 0.82 元 (27 倍)、1.01 元 (22 倍) 和 1.34 元 (16 倍)。我们认为平高电气将以高压、超高压、特高压开关产品为主营业务, 保持高速增长; 以天津真空开关公司打开中低压配电领域, 享受配电爆发带来的红利; 以集团的优质海外资产为助力, 开拓国际市场, 在“一带一路” 的大背景下成长为综合性的、电压等级齐全的高端装备及工程公司。首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 特高压建设不达预期、原材料价格大幅波动等风险。

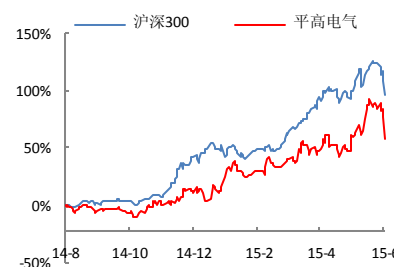
指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	4605.83	6370.25	8522.29	11189.70
增长率	20.62%	38.31%	33.78%	31.30%
归属母公司净利润(百万元)	693.22	929.00	1152.39	1528.02
增长率	73.91%	34.01%	24.05%	32.60%
每股收益 EPS(元)	0.61	0.82	1.01	1.34
净资产收益率 ROE	11.55%	13.60%	14.67%	16.57%
PE	36	27	22	16
PB	4.12	3.62	3.15	2.68

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉  
执业证号: S1250514080002  
电话: 023-63786278  
邮箱: xiongli@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

### 基础数据

总股本(亿股)	11.37
流通 A 股(亿股)	8.19
52 周内股价区间(元)	12.32-27.67
总市值(亿元)	256.84
总资产(亿元)	108.89
每股净资产(元)	5.42

### 相关研究

## 目 录

1. 特高压建设最受益的电气设备公司 .....	1
2. 特高压建设正在提速.....	2
2.1 兼具经济、技术优势，特高压建设意义重大 .....	2
2.2 “十三五”规划明确，特高压建设有序进行.....	3
3. 核心优势保增长，集团助力展未来.....	4
3.1 产品线完善，在手订单充足，主营保持高增长.....	4
3.2 天津智能真空开关园落地，中低压业绩将释放.....	5
3.3 发力海外、集团优质资产注入助腾飞.....	6
4. 盈利预测与估值.....	7
5. 风险提示.....	7

## 图 目 录

图 1: 2014 主营产品收入构成.....	1
图 2: 2014 年各主营业务毛利率 .....	1
图 3: 2012-2015 半年营业收入及增速(单位: 亿元) .....	1
图 4: 2012-2015 半年净利润及增速(单位: 亿元) .....	1
图 5: “十三五”特高压规划.....	3
图 6: 2000 年以来我国机电设备占出口总额很大比重 .....	6
图 7: 平高电气的海外收入占比稍低.....	6

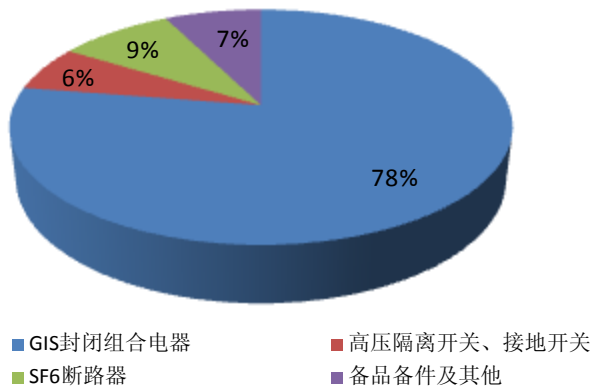
## 表 目 录

表 1: 1100kV 特高压和 500kV 超高压设备成本比较 .....	2
表 2: 交直流应用场合 .....	3
表 3: 特高压项目推进表.....	4
表 4: 2015 年规划的“六交八直”特高压线路及目前公司中标情况.....	5
附表: 财务预测与估值 .....	8

## 1. 特高压建设最受益的电气设备公司

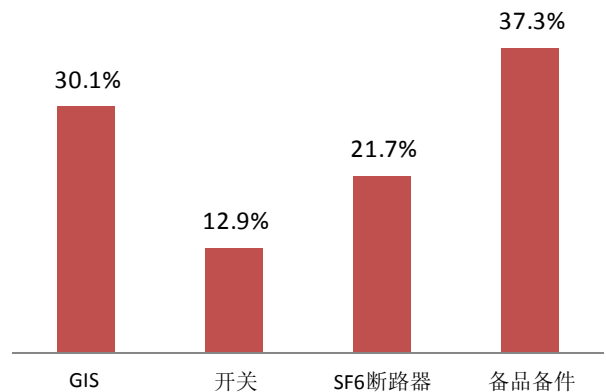
平高电气主营业务构成非常稳定, GIS 组合电器一直占据 75%以上的营收比重, 开关、SF6 断路器和备品备件比重持平, 每年随着订单数量的不同略有差异。GIS 组合电器的单价非常高, 一个间隔约 1 亿元, 断路器单稍低, 开关更低。从毛利率上来说, 电压等级越高毛利率越好, 特高压、超高压毛利率可以达到 40%以上, 而高压毛利率大概只有 25%左右, 中低压就更低。虽然 2014 年的开关毛利率低于断路器, 但就单个产品来说开关和断路器毛利率并无很大差别, 但是 2014 年断路器的高压等级产品销量更大, 所以毛利率有所提升。

图 1: 2014 主营产品收入构成



数据来源: 公司公告, 西南证券

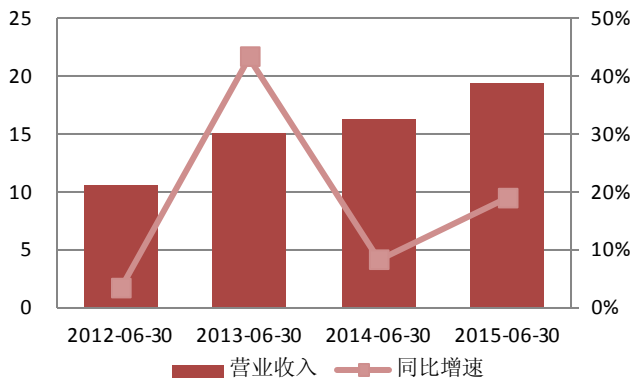
图 2: 2014 年各主营业务毛利率



数据来源: 公司公告, 西南证券

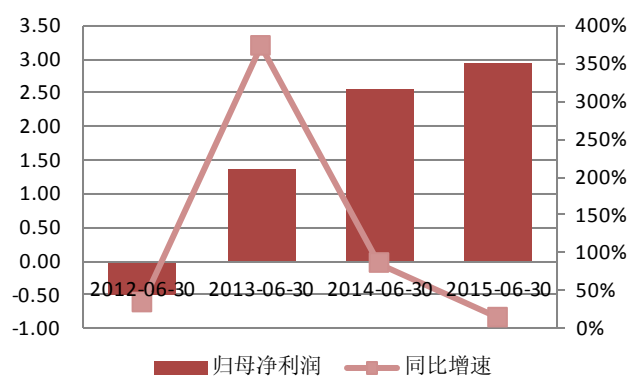
公司的营收比较稳定, 一般会有 25%的年增长。自从 2013 年调整了营销策略以来, 公司中标率有所提高。由于高端产品占比的提升, 毛利率也在提高, 所以 2012-2014 年公司的营收增速很快, 毛利率也在提升, 净利率暴增。2015 上半年营收同比增加 18%, 归母净利润同比增加 14%, 这主要是由平芝公司并表带来的增长; 年底会有一大批设备交货确认收入所以 2015 年全年营收及净利润仍然会保持高速的增长。

图 3: 2012-2015 半年营业收入及增速 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 4: 2012-2015 半年净利润及增速 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告, 西南证券

## 2. 特高压建设正在提速

### 2.1 兼具经济、技术优势，特高压建设意义重大

特高压的优点是可以长距离、大容量、低损耗输送电力。1000kV 交流特高压输电线路输电能力超过 5GW，而 500kV 超高压输电线路输电能力为 1GW，特高压为超高压的 5 倍。 $\pm 800\text{kV}$  直流特高压的输电能力达到 7GW，为  $\pm 500\text{kV}$  直流特高压的输电能力的 2.4 倍。

从技术层面来说它具备以下优点：

- 输送容量大，距离远；
- 限制系统短路电流：研究表明，当特高压电网发展到足够强大时，可通过 500kV 解环运行来有效降低系统短路电流；
- 线损低：特高压比起高压的线损大大降低，1000kV 交流线损为 500kV 的 1/4； $\pm 800\text{kV}$  直流线损为  $\pm 500\text{kV}$  直流线损的 39%。

从经济层面来说它具备以下优点：

- 节约线路走廊和变电所占地成本：一回 1000kV 输电线路的输电能力=5 回普通 500kV 线路。1000kV 特高压输电线路按照环境要求走廊宽度为 90m，5 回 500kV 线路走廊宽度为 300m，所以特高压走廊成本仅为超高压的 1/3；
- 节约输电成本：当输电距离和容量达到一定数量时，采用特高压比其他电压等级更经济，具体如下表。

表 1: 1100kV 特高压和 500kV 超高压设备成本比较

设备	容量系数	成本比	单位容量成本比
输电线路	4.3-6.1	2.9-3.4	0.6-0.7
断路器及其架构	4.3-6.1	2.9-3.1	0.5-0.7
并联电抗器	5.0	4.3-4.6	0.9
发电机升压变压器	1.0	1.4-1.5	1.4-1.5
升压或降压自耦变压器	2.0-3.0	2.1-3.0	1.0

数据来源：《特高压交直流电网》，西南证券

采用特高压交直流输电线路对于我国意义重大，因为我国是全世界唯一的既要发展特高压交流又要发展特高压直流的国家。随着经济的发展我国电网面临一系列的挑战和问题：

(1) 沿海经济发达的地区已经出现输电走廊布置困难、短路电流难以控制等技术难题，其中亟待解决的是提高输电走廊的利用率问题。特高压交流输电可以实现中距离大容量或超大容量输电，满足受端电容内大电厂输电的需要。

(2) 我国西南部水电和西北部煤电基地形成，电力系统呈现“西电东送”，“北电南送”的主要格局，大多数的输电距离为 800-3000 公里，输送容量为 4000-20000MW，特征就是输电距离远，容量大。此时采用特高压直流输电，就具有明显经济优势。但同时，一些大容量的特高压输电线路需要再多个地方落点，以促进特高压联网，所以只好选用特高压交流输

电，直流输电中途落点分电的代价非常高昂。特高压交直流适用于不同的场合，所以需结合当地情况合理规划。

表 2: 交直流应用场合

输电方式	应用场合
1000kV 交流输电	中距离、大容量或超大容量输电 远距离、大容量、多落点输电 区域电网主网架
800kV 直流输电	远距离、大容量输电 大区电网异步互联

数据来源:《特高压交直流电网》，西南证券

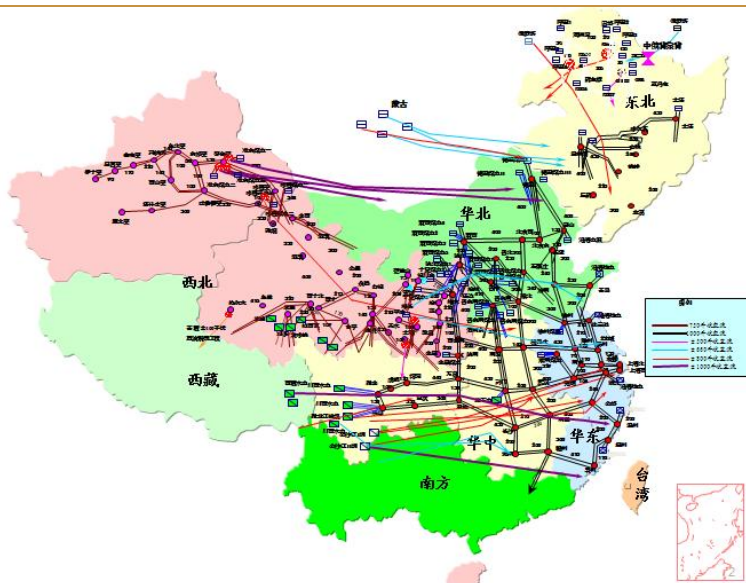
## 2.2 “十三五”规划明确，特高压建设有序进行

国家电网在“十三五”规划中提出到 2020 年，我国将建设联接大型能源基地与主要负荷中心的建成的以“三华”电网为核心，通过直流和东北、西北、南方电网互联，联接各大煤电基地、大水电基地、大核电基地、大可再生能源基地和主要负荷中心的统一坚强智能电网。

东北特高压交流电网形成两个送端和一个受端双环网的坚强主网架。西北形成统一坚强的 750 千伏电网，主要负荷中心形成 750 千伏环网或链状结构。国家电网形成“强交流、强直流”输电格局。

要求到 2020 年实现 110 千伏及以上线路超过 130 万公里、变电容量 79 亿千伏安，其中特高压交流线路超过 4.7 万公里、变电容量 5.7 亿千伏安；电网优化配置资源能力超过 4 亿千瓦，其中特高压电网超过 3 亿千瓦；电网接入风电规模超过 1 亿千瓦、光伏发电 2000 万千瓦、抽水蓄能 3200 万千瓦；电动汽车充电站达到万座规模；智能电表覆盖率达 100%。

图 5: “十三五”特高压规划



数据来源: 索比太阳能光伏网，西南证券



从 2009 年第一条特高压晋东南-南阳-荆门开始, 规划中的特高压在有条不紊地推进。目前已经有九条交直流线路顺利投运。主要方向还是将西部的水电、煤电输送到东部负荷中心, 这些特高压的运行极大改善了部分地区的供需不平衡情况。

**表 3: 特高压项目推进表**

项目工程名称	状态	变电换流容量 (10MVA/10MW)	公里
晋东南—南阳—荆门 1000 千伏特高压交流试验示范工程	已投运	1800	654
向家坝—上海 ± 800 千伏特高压直流输电示范工程	已投运	1280	1907
锦屏—苏南 ± 800 千伏特高压直流输电工程	已投运	1440	2059
云南—广东 ± 800 千伏特高压直流输电工程	已投运	500	1413
云南普洱—广东江门 ± 800 千伏特高压直流输电工程	已投运	500	1451
皖电东送 1000 千伏特高压交流示范工程	已投运	2100	2*648.7
哈密南—郑州 ± 800 千伏特高压直流输电工程	已投运	1600	2192
溪洛渡左岸—浙江金华 ± 800 千伏特高压直流输电工程	已投运	1600	1680
浙北—福州 1000 千伏特高压交流输变电工程	已投运	1800	2*603
宁夏宁东—浙江绍兴 ± 800 千伏特高压直流输电工程	正在建设	1600	1720
淮南—南京—上海 1000 千伏特高压交流输电工程	正在建设	1200	2*780
锡盟—山东 1000 千伏特高压交流输电工程	正在建设	1500	2*730
蒙西—天津南 1000 千伏特高压交流输变电工程	正在建设	240	2*608
榆横—潍坊 1000 千伏特高压交流输电工程	正在建设	1500	2*1049
酒泉—湖南 ± 800 千伏特高压直流输电工程	正在建设	800	2413
雅安—武汉 1000 千伏特高压交流输电工程	获得路条	2550	1296

数据来源: 国家电网。西南证券

### 3. 核心优势保增长, 集团助力展未来

#### 3.1 产品线完善, 在手订单充足, 主营保持高增长

公司已经完成了对平芝公司的并表, 现在控股 75%。平芝公司主要生产 72.5-550KV 的 GIS, HGIS 和 TGCB 等产品。由于平芝是由平高和东芝合资成立的公司, 所以平芝引进了东芝的 GIS 设计、制造技术和管理体系。平芝的产品优质, 毛利率较高, 收购平芝公司完善了公司产品线, 增强了公司在 550KV 的产品竞争力, 并有望带动整体毛利率的提升。目前公司的开关类产品电压等级从 10KV 到 1100KV 电压等级实现全部覆盖, 有助于进一步提升公司中标率。

公司在手订单充足。从国家电网公布的中标结果来看, 酒泉—湖南 ± 800kV 特高压直流输电工程和山西晋北—江苏南京 ± 800kV 特高压直流输电工程第一批设备招标中公司中标 6.2 亿元。在榆横—潍坊 1000 千伏特高压交流工程第一批设备招标中中标 11.47 亿元。8 月 25 日公告中标 2.5 亿元, 重大合同合计中标 20 亿元, 占去年营收的 43%。目前国家电网在酒泉—湖南的特高压直流的和榆横—潍坊特高压交流的隔离开关、接地开关、开关柜等还在评标之中, 预计陆续会有中标结果公布。随着特高压建设的推进, 公司在手订单充足, 主营业务将保持快速增长。

2015年初,国家电网计划核准开工建设的“六交八直”合计14条线路,从具体计划来看,一季度核准开工蒙西-天津南、榆横-潍坊交流以及酒泉-湖南直流等“两交一直”工程;二季度核准开工“三交”工程,为锡盟-江苏、晋北-江苏、上海庙-山东。下半年计划核准开工“四交四直”工程,分别为蒙西-长沙、荆门-武汉、长沙-南昌交流,张北-南昌、晋东南-豫北、南阳-驻马店交流,南京-徐州-连云港-泰州交流,济南-枣庄-临沂-潍坊交流;以及呼盟-青州、蒙西-武汉、准东-成都、准东-皖南直流工程。

当前“两交两直”在建,距离预定的“六交八直”还有一定的距离。随着“十二五”最后一年的临近,剩下的特高压建设可能加速。以平高电气目前的中标率来看,平高的订单会使得公司迎来业绩爆发的2016和2017年。

表4: 2015年规划的“六交八直”特高压线路及目前公司中标情况

特高压线路	状态	公司目前中标情况
<b>交流</b>		
蒙西-天津南 1000 千伏特高压交流输电工程	正在招标	GIS: 17*1100KV 及其他
榆横-潍坊 1000 千伏特高压交流输电工程	正在招标	GIS: 12*1100KV 及其他
蒙西-长沙,荆门-武汉,长沙-南昌 1000 千伏特高压交流输电工程	未招标	
张北-南昌,南昌-赣州,晋东南-豫北 (陇彬-豫北),南阳-驻马店 1000 千伏特高压交流输电工程	未招标	
南京-徐州-连云港-泰州 1000 千伏特高压交流输电工程	未招标	
济南-枣庄-临沂-潍坊 1000 千伏特高压交流输电工程	未招标	
<b>直流</b>		
酒泉-湖南 ± 800 千伏特高压直流输电工程	正在招标	接地开关、隔离开关
锡盟-江苏泰州 ± 800 千伏特高压直流输电工程	未招标	
上海庙-山东 ± 800 千伏特高压直流输电工程	未招标	
晋北 (山西) -江苏 ± 800 千伏特高压直流输电工程	正在招标	接地开关、隔离开关
呼盟-山东青州 ± 800 千伏特高压直流输电工程	未招标	
蒙西-湖北武汉 ± 800 千伏特高压直流输电工程	未招标	
准东-四川成都 ± 800 千伏特高压直流输电工程	未招标	
陕北-江西 ± 800 千伏特高压直流输电工程	未招标	

数据来源: 西南证券

### 3.2 天津智能真空开关园落地, 中低压业绩将释放

我国的电网正向智能化方向发展,而智能真空开关在智能组成功能一体化、绝缘介质环保化等方面均符合智能电网建设的需求,是实现智能电网的重要环节,也是未来国内高压开关产品的发展方向。为了顺应这样的方向,平高总投资 25 亿元成立天津真空开关科技产业园。目标是将其建成中低压产品,进一步完善公司产业链。

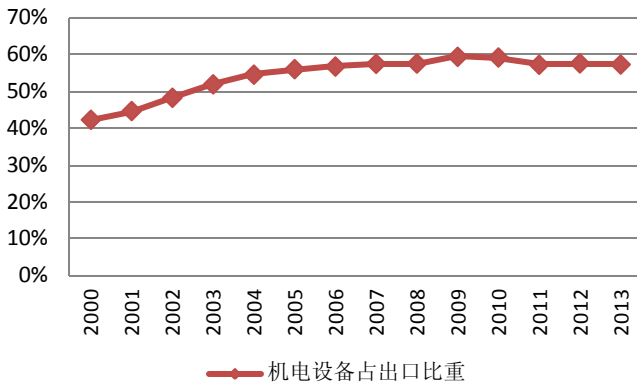
随着天津产能的逐步释放,公司有望在配电端开拓新的营收来源。2014 年以来,有多个地方开始配电网改造。此外,国家发展改革委、国家能源局近日启动实施了今年新增农村电网改造升级项目,在 2015 年初已安排超过 900 亿元的农网投资规模的基础上,新增农网改造升级工程投资 673.8 亿元,全年农网改造升级投资将达到近 1600 亿元,投资规模创历史新高,配电端投资正处于爆发的前夕。目前公司天津项目已经落地,今年年底有望扭亏为盈,为公司贡献业绩。



### 3.3 发力海外、集团优质资产注入助腾飞

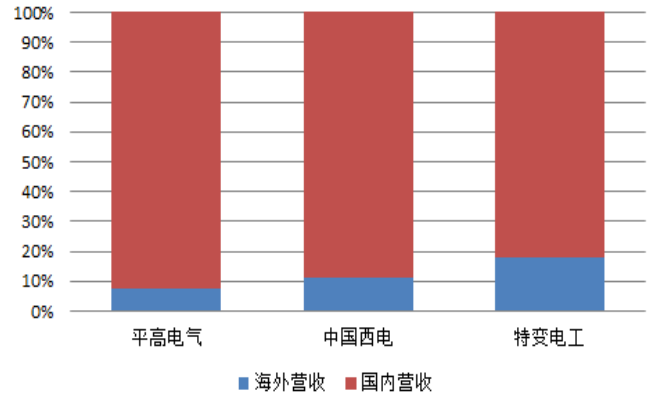
平高电气自上市以来海外市场业绩没有单独列出来，直到今年中报单独将 5400 万的营收列出，占今年营收的 3%。电气设备一直是我国重要的出口单机设备，而我国高压开关的性价比、安全性和稳定性在国际市场上也有一定的竞争力。现在几大高压开关厂都开始积极布局海外，中国西电、特变电工等企业海外收入一直在总营收占比的 10% 以上。

图 6: 2000 年以来我国机电设备占出口总额很大比重



数据来源: wind, 西南证券

图 7: 平高电气的海外收入占比稍低



数据来源: 公司公告, 西南证券

需要注意的是，母公司平高集团很早就开始承接海外项目，已经验收的重点项目市场有伊拉克、印度、泰国、叙利亚、阿尔巴尼亚、巴西等。集团在波兰设立了分公司、印度子公司、巴基斯坦办事处、南非联络处、老挝联络处。近年受益于“一带一路”，集团在海外投入增加，由平高集团承建的国家电网公司第一个海外 EPC 750kV 超高压变电站一次送电成功，是我国首个 750kV 超高压 GIS 变电站海外 EPC 正式投运项目。

今年，公司已启动了非公开发行工作，拟募集资金不超过人民币 50 亿元，用于收购平高集团部分经营性资产、海外 EPC 建设项目配套、海外建设工厂等。平高集团目前拥有 5 家分公司，14 家直属子公司，其中不仅有专门承揽国际工程的公司，还有集团直接承接的项目。预计这部分优质资产将超过 30 亿。

今后平高电气将以高压、超高压、特高压开关产品为主营业务，保持高速增长；以天津真空开关公司打开中低压配电领域，享受配电爆发带来的红利；以集团的优质海外资产为助力，开拓国际市场，在“一带一路”的大背景下成长为综合性的、电压等级齐全的高端装备及工程公司。

## 4. 盈利预测与估值

### 关键假设:

(1) 由于公司主营当中 75% 是 GIS 组合电气带来的, 而特高压占整个高压部分营收的 1/2 到 1/3, 所以我们主要通过中标以及正在招标的项目来估算公司在 16 年、17 年的订单情况, 从而对 GIS 部分进行预测。2015 年在手订单 20 个 GIS 间隔, 对应合同额为 18-19 亿, 可确认收入 17 亿。2016 年目前中标 29 个 GIS 1100kV 间隔, 还有隔离开关、断路器正在评标当中, 16 年的营收可做较为准确的预测。假设 2016 年特高压保持近两年的开工速度, 那么 2015-2017 年 GIS 营收增长率将保持 25%。由于特高压占比的提高以及平芝并表带来的品质提升, 我们假设毛利率提高一个点。

(2) 隔离开关、接地开关及 SF6 断路器业务: 由于 220kV 以下的产品竞争激烈, 且 SF6 断路器面临逐步被取代的风险, 所以假设这块营业收入增速为 16%, 毛利率与 2014 年持平。

(3) 天津平高中低压业务: 按照其投资规模, 假设今年底产生营收 2 亿。

(4) 海外业务: 按照目前披露情况以平高电气在印度 765kV 变电站的投资规模和收入确认时点来测算年底的营收。对于集团资产的注入情况暂时不做预测。

我们预计公司 2015-2017 年实现的收入分别为 63 亿元、85 亿元和 112 亿元, EPS 分别为 0.82 元、1.01 元和 1.34 元。对应当前股价的 PE 为 27 倍、21 倍和 16 倍, 目前申万电气设备板块整体 PE 为 47 倍, 平高电气的估值已经进入合理范围, 中长期给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

特高压建设不达预期、原材料价格大幅波动等风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	4605.83	6370.25	8522.29	11189.70	净利润	703.39	942.62	1169.30	1550.44
营业成本	3276.08	4420.18	5881.46	7778.82	折旧与摊销	184.36	274.24	296.89	317.67
营业税金及附加	35.97	45.73	63.71	83.17	财务费用	18.36	3.95	2.42	-6.33
销售费用	189.62	329.07	427.58	550.16	资产减值损失	49.99	30.00	32.00	35.00
管理费用	293.20	389.29	528.04	690.14	经营营运资本变动	-1201.12	-422.85	-1354.54	-1533.16
财务费用	18.36	3.95	2.42	-6.33	其他	521.03	-29.80	-30.03	-30.02
资产减值损失	49.99	30.00	32.00	35.00	<b>经营活动现金流净额</b>	276.01	988.78	578.12	412.99
投资收益	50.19	30.00	32.00	35.00	资本支出	-1005.53	-188.00	-227.60	-280.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	311.69	0.00	0.00	0.00
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>	-693.85	-66.00	-69.60	-77.00
<b>营业利润</b>	792.80	1078.03	1336.61	1777.33	短期借款	-203.00	-377.96	-22.04	0.00
其他非经营损益	16.27	11.70	12.89	13.06	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	809.07	1089.73	1349.50	1790.39	股权融资	2004.62	0.00	0.00	0.00
所得税	105.68	147.11	180.20	239.95	支付股利	-56.87	-98.91	-132.55	-164.43
净利润	703.39	942.62	1169.30	1550.44	其他	-1056.20	-403.36	-2.42	6.33
少数股东损益	10.17	13.63	16.91	22.42	<b>筹资活动现金流净额</b>	688.55	-880.23	-157.01	-158.09
归属母公司股东净利润	693.22	929.00	1152.39	1528.02	<b>现金流量净额</b>	266.31	42.55	351.51	177.90
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	557.99	600.54	952.05	1129.95	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	4632.95	5661.73	7807.61	10319.56	销售收入增长率	20.62%	38.31%	33.78%	31.30%
存货	1308.87	1488.91	1977.93	2699.47	营业利润增长率	74.51%	35.98%	23.99%	32.97%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	77.03%	34.01%	24.05%	32.60%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	55.15%	35.94%	20.13%	27.22%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2124.47	2118.85	2131.34	2174.06	毛利率	28.87%	30.61%	30.99%	30.48%
无形资产和开发支出	934.15	853.60	771.90	691.59	三费率	10.88%	11.34%	11.25%	11.02%
其他非流动资产	353.11	363.03	374.95	389.87	净利率	15.27%	15.70%	15.96%	15.79%
<b>资产总计</b>	9911.54	10550.68	12362.48	15336.29	ROE	11.55%	13.60%	14.67%	16.57%
短期借款	400.00	22.04	0.00	0.00	ROA	7.10%	8.93%	9.46%	10.11%
应付和预收款项	2967.23	3737.18	4996.80	6670.23	ROIC	13.49%	14.35%	16.57%	18.87%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	21.61%	22.54%	22.20%	21.06%
其他负债	455.42	68.72	81.57	106.75	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	3822.65	3618.08	4393.13	5980.93	总资产周转率	0.57	0.59	0.64	0.71
股本	1137.49	1137.49	1137.49	1137.49	固定资产周转率	3.38	3.63	4.52	5.69
资本公积	3023.55	3023.55	3023.55	3023.55	应收账款周转率	1.31	1.37	1.40	1.37
留存收益	1707.81	2537.89	3557.73	4921.32	存货周转率	3.45	3.16	3.39	3.33
归属母公司股东权益	5868.84	6698.92	7718.76	9082.36	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	83.50%	—	—	—
少数股东权益	220.05	233.68	250.58	273.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	6088.89	6932.60	7969.35	9355.36	资产负债率	38.57%	34.29%	35.54%	39.00%
负债和股东权益合计	9911.54	10550.68	12362.48	15336.29	带息债务/总负债	10.46%	0.61%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.70	2.04	2.14	2.10
					速动比率	1.36	1.65	1.75	1.71
					股利支付率	8.20%	10.65%	11.50%	10.76%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.61	0.82	1.01	1.34
					每股净资产	5.35	6.09	7.01	8.22
					每股经营现金	0.24	0.87	0.51	0.36
					每股股利	0.05	0.09	0.12	0.14
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E					
EBITDA	995.52	1353.32	1625.74	2068.21					
PE	36.23	27.04	21.79	16.44					
PB	4.12	3.62	3.15	2.68					
PS	5.45	3.94	2.95	2.24					
EV/EBITDA	25.12	17.87	14.65	11.43					
股息率	0.23%	0.39%	0.53%	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

邮箱：research@swsc.com.cn

### 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

### 上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn