

转型坚决, 多品种有机硅产品正在发酵

- **事件:** 公司 2015 年前三季度实现营业收入 4.1 亿元, 同比增长 11.1%。归属于上市公司股东的净利润 6229 万元, 同比增长 5.5%。三季度实现营业收入 1.6 亿元, 同比增加 3.5%, 环比增加 2%。归属于上市公司普通股股东的净利润 2913 万元, 同比增加 1.4%, 环比增加 36.2%。
- **增速放缓, 部分工业胶产品表现亮眼:** 公司业绩短期承压, 三季度营业收入增速放缓, 净利润同比略有增长。得益于部分工业胶产品销量大增, 公司综合毛利率较上半年提升 1.5 个百分点, 三费率基本保持不变。建筑胶领域通过调整产品结构、加大对大客户的拓展力度以及对经销商的支持力度, 保持稳定增长。工业胶领域防腐胶推进不及预期, 汽车胶、电子电器产品销量大增, 表现靓丽。
- **转型综合环保用胶服务商。** 大气污染治理力度进一步加大, 电力防腐产品的市场需求有望实现爆发式增长。公司防腐材料前景广阔, 且拟以自有资金出资人民币 800 万元成立全资子公司硅宝防腐科技有限公司, 将单纯材料供给延伸为工程设计承包, 由防腐材料供应商转型综合环保用胶服务商。而后公司将以电力防腐为核心, 逐步延伸至水处理和海洋工程防腐领域, 重新构架天花板。
- **进军施胶设备, 发力工业 4.0。** 硅宝拥有全世界最先进的立式自动化生产线和智能化控制系统, 也是国内唯一既生产密封胶又生产制胶设备的企业。制胶设备公司已从设备制造商转型为设备工程整体解决方案提供商, 并逐步向智能化施胶应用设备等领域发展, 发力工业 4.0。我们认为设备工程将与工业胶产生协同效应, 为客户提供从设计、材料、设备等一体化服务, 市场空间广阔。
- **多品种胶持续推进。** 公司的锂电安全综合解决方案有效解决了锂电池意外事项导致的人身安全问题, 相关业务在 2015 年前三季度实现销售收入约 3000 万元, 较去年同期增长近一倍, 后续市场空间广阔。在汽车用胶领域, 部分合资企业已开始采购或试用公司车灯胶产品, 进口替代已成趋势。此外, LED 封装用胶、新能源胶等产品持续推进, 我们认为公司多品种有机硅胶潜力巨大。
- **盈利预测与评级:** 预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.26 元、0.40 元和 0.56 元, 对应动态 PE 为 46 倍、29 倍和 21 倍, 我们看好公司转型业务的发展前景, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 防腐服务商转型不及预期的风险; 多品种工业用胶放量不及预期的风险; 下游市场需求低迷的风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	549.50	625.27	909.17	1197.78
增长率	18.26%	13.79%	45.40%	31.74%
归属母公司净利润(百万元)	80.07	84.45	131.89	184.18
增长率	14.22%	5.48%	56.17%	39.65%
每股收益 EPS(元)	0.25	0.26	0.40	0.56
净资产收益率 ROE	13.15%	12.92%	17.64%	21.10%
PE	48	46	29	21
PB	6.39	5.91	5.16	4.42

数据来源: wind, 西南证券

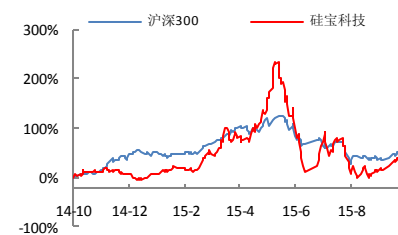
西南证券研究发展中心

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

分析师: 李晓迪
执业证号: S1250514120001
电话: 010-57631196
邮箱: lxdi@swsc.com.cn

联系人: 张汪强
电话: 021-68415687
邮箱: zwq@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)	3.26
流通 A 股(亿股)	2.16
52 周内股价区间(元)	6.20-27.86
总市值(亿元)	45.04
总资产(亿元)	8.17
每股净资产(元)	1.80

相关研究

1. 硅宝科技(300019): 积极布局转型应用服务提供商 (2015-03-23)
2. 硅宝科技(300019): 建筑胶业务平稳增长, 看好电力防腐应用拓展
3. 硅宝科技(300019): 建筑胶增速放缓, 工业胶增速高于预期 (2014-08-11)
4. 硅宝科技(300019): 建筑胶继续保持快速增长 (2014-03-07)
5. 硅宝科技(300019): 业绩继续稳健增长, 维持买入评级 (2014-01-27)

目 录

1. 业绩短期承压，待转型发声	1
2. 坚定转型，由材料到服务	1
2.1 环保防腐综合服务商	2
2.2 制胶转施胶，发力工业 4.0	3
3. 多品种工业用胶持续推进	4
4. 盈利预测	6
5. 风险提示	7

图 目 录

图 1: 季度营业收入（百万）及增速.....	1
图 2: 季度净利润（百万）及增速.....	1
图 3: 年火电装机总量（万 KW）及增速.....	2
图 4: 年新增火电装机量（万 KW）.....	2
图 5: 制胶设备客户全球分布.....	3
图 6: 制胶设备产品.....	3
图 7: LED 封装环节.....	4
图 8: 汽车保有量及其增速（万辆）.....	5
图 9: 汽车产量及其增速（万辆）.....	5
图 10: 全球主要车灯企业市场份额.....	6
图 11: LED 产值及增速（亿元）.....	6

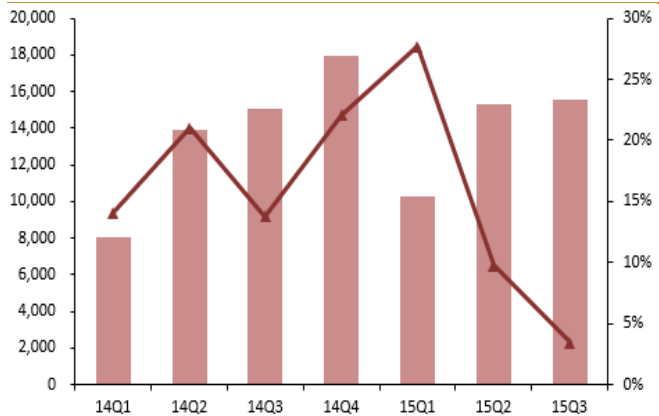
表 目 录

表 1: 火电厂大气污染物排放标准对比.....	2
表 2: 分产品收入成本预测（百万元）.....	6
附表: 财务预测与估值.....	8

1. 业绩短期承压，待转型发声

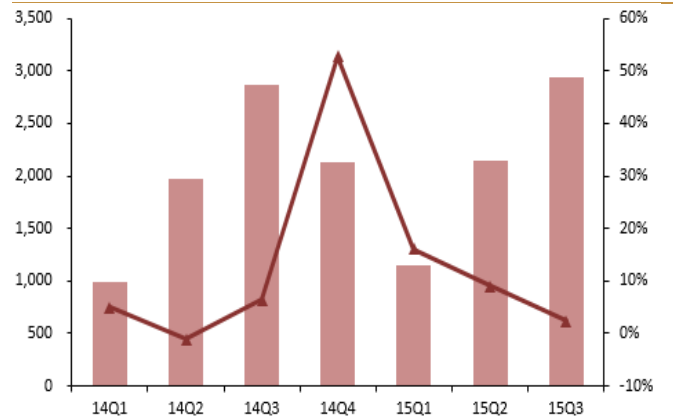
2015年前三季度实现营业收入4.1亿元，同比增长11.1%。归属于上市公司普通股股东的净利润6229万元，同比增长5.5%。三季度实现营业收入1.6亿元，同比增加3.5%，环比增加2%。归属于上市公司普通股股东的净利润2913万元，同比增加1.4%，环比增加36.2%。

图 1: 季度营业收入（百万）及增速



数据来源：公司公告，西南证券

图 2: 季度净利润（百万）及增速



数据来源：公司公告，西南证券

业绩短期承压，季度营业收入同比增长率放缓，季度净利润同比略有增长，预计 2015 年度业绩表现一般。但公司大部分工业胶产品与转型储备预期于 2016 年度发力，看好公司的近期发展。

从具体产品表现上看，建筑用胶虽然受到房地产行业趋稳影响，但公司通过调整产品结构、加大对大客户的拓展工作及经销商的支持力度，在巩固和提升现有产品市场占有率的基础上，加大民用装饰市场的推广力度，实现了建筑类用胶产品的持续稳定增长。

工业用胶领域，由于汽车、环保、电子以及新能源产品性能提升以及加大该类产品市场推广力度，相关产品销售较去年同期实现较快增长，特别是电子电器胶表现亮眼，原因在于锂电安全性综合解决方案的成功研发，使电子电器胶在 2015 年前三季度实现销售收入约 3000 万元，较去年同期增长近一倍，成为公司业绩增长的亮点。

同时，公司报告期内积极开拓海外市场，海外销售较去年同期实现快速增长，公司产品已在澳大利亚、新加坡、印度等 10 余个国家和地区实现批量销售。

2. 坚定转型，由材料到服务

硅宝科技技术实力领先，产品性能卓越，门槛较高，而下游服务常常依存于产品，空间更广门槛却更低。硅宝科技深耕产品市场，坚定转型，产业链延伸至下游，由材料制造商变为综合服务提供商，将产品优势转换为产业链优势。

2.1 环保防腐综合服务商

大气污染严重，特别是雾霾天气对环境和人们生活的影响越来越明显。其中二氧化硫是主要的大气污染物之一，电力行业普遍都有脱硫脱硝的需求。公司耐酸耐温产品主要用于衬里层“砖加胶”方案，该方案具有耐高温、耐酸性、施工周期短、造价成本相对较低等优势赢得业主和设计院的认可，在脱硫防腐行业得到广泛运用。

目前我国火电厂主要是燃煤电厂，而火电厂烟尘排放是直接导致雾霾天气的主要因素。火电厂大气污染物排放标准是环保法和标准化法规定的国家强制性标准。2012 年国家环保部会同相关部门对 GB13223-2003 进行修订，颁布了《火电厂大气污染物 2011 年排放标准》(GB13223-2011)，并明确要求 2014 年 7 月 1 日起全国火电厂必须强制性执行。

表 1: 火电厂大气污染物排放标准对比

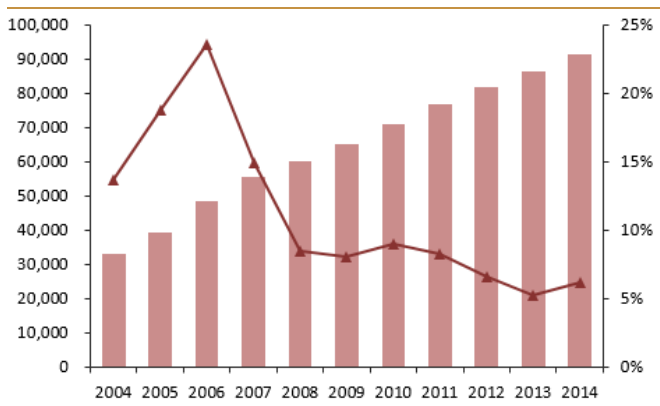
污染物	适用条件	GB13223-2011	GB13223-2003
		限值(mg/m3)	限值(mg/m3)
烟尘	全部	30	50
	重点区域	20	
二氧化硫	新建锅炉	100	400
	现有锅炉	200	
	重点区域	50	
氮氧化物(以 NO ₂ 计)	全部	100	450
汞及其化合物	全部	0.03	-

数据来源: 公开资料整理, 西南证券

随着国家对大气污染治理力度的加大，未来将严控火力发电厂和大型石油企业的排放指标，随着相关政策的出台，电力防腐产品的市场需求有望实现爆发式增长。据 2013 年的环保产业政策报告与服务业发展研讨会上透露：2013-2017 年间，我国将投入 1.7 万亿元进行大气污染治理。

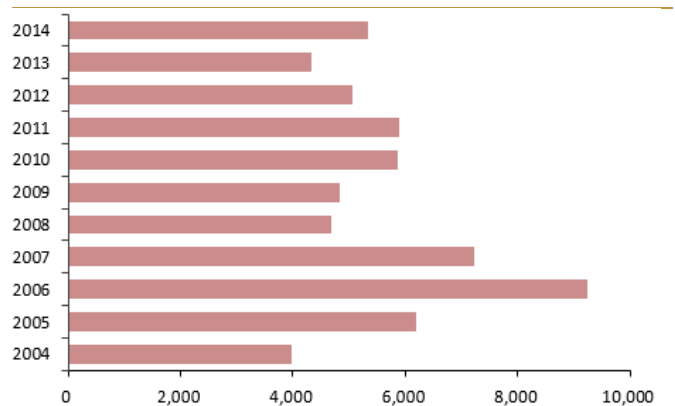
根据我国经济形势的发展，2014 年新增火电装机容量约 4729 万 KW。2014 年底全国发电装机容量达到 13.6 亿 KW，同比增长 8.7%，其中水电 3.0 亿 KW，火电 9.2 亿 KW，核电 2010 万 KW，并网风电 9581 万 KW。在全国电力工业继续较快增长的势头下，近年来火电年新增装机量则保持相对稳定。

图 3: 年火电装机总量 (万 KW) 及增速



数据来源: 西南证券

图 4: 年新增火电装机量 (万 KW)



数据来源: 西南证券

“十二五”火电行业脱硫需求依然旺盛，根据《电力工业“十二五”规划研究报告》，到2015年火电装机容量将达到9.6亿KW。按每25万KW一台烟囱计算，2015年底全国需要进行防腐的烟囱约3852个，按平均每台烟囱防腐投资1000万元算，仅国内烟囱防腐潜在市场容量就达385亿元左右。按每年1/4的烟囱需要进行防腐（包括维修改造）计算，到2015年防腐市场容量将达100亿元。

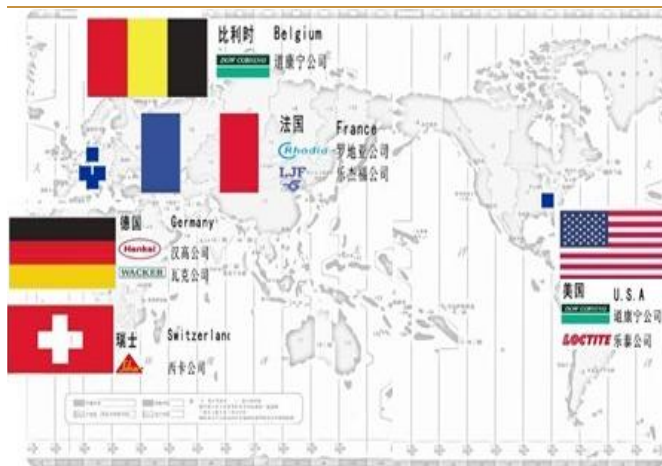
2015年8月，公司公告拟出资以自有资金出资人民币800万元成立全资子公司**硅宝防腐科技有限公司**，主要从事防腐领域材料生产、销售及工程承包等业务。我们预计，公司掌握核心产品，组建自己专业团队，成立子公司，转型综合服务商前景广阔。若转型成功，仅在原有客户的基础上从卖胶到提供方案业绩就会有4倍的增幅，后续烟囱防腐市场不断扩大，跨越式发展可期。而后公司将以电力防腐为核心，逐步延伸至水处理和海洋工程防腐领域，重新构架天花板。

2.2 制胶转施胶，发力工业4.0

硅宝公司拥有全世界最先进的立式自动化生产线和智能化控制系统。其生产线是全世界最先进的密封胶全自动化生产线，公司也是国内唯一既生产密封胶又生产特种密封胶制胶设备的企业。

硅宝科技设计制造的密封胶专用设备，不仅受到国内知名密封胶厂家的青睐，也为业内著名的多家跨国公司所选用，包括美国道康宁、乐泰、德国汉高、瓦克、法国罗地亚、瑞士西卡等。2014年硅宝科技成立控股公司成都硅特自动化设备有限公司，专门从事设备制造业。制胶设备公司从单机业务设备制造商转型为设备工程整体解决方案提供商，市场竞争力得到提升，销售业绩较2013年翻番。

图 5：制胶设备客户全球分布



数据来源：公司主页，西南证券

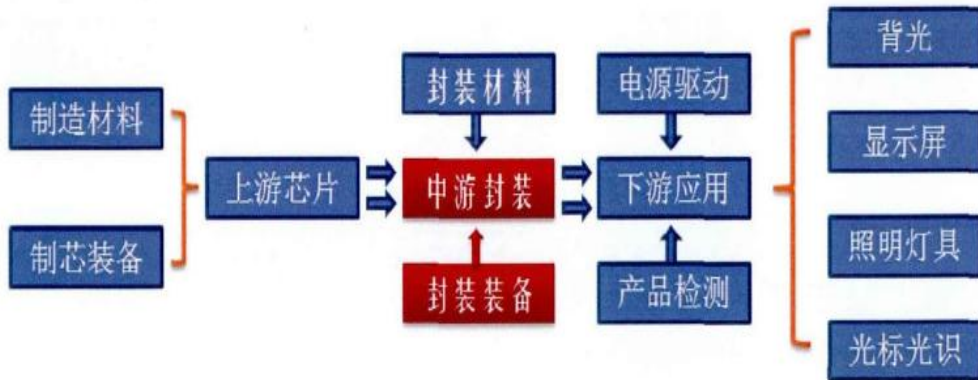
图 6：制胶设备产品



数据来源：公司主页，西南证券

胶设备主要分为两块，一块是制胶设备，另一块则是施胶设备。设备公司已从单机业务设备制造商转型为设备工程整体解决方案提供商，并逐步向智能化应用设备等领域发展，市场空间广阔。随着工业自动化时代的到来，转型精准施胶、自动化施胶也已成为工业4.0题中应有之义。

图 7: LED 封装环节



数据来源：公开资料，西南证券

以 LED 封装施胶为例。胶及胶滴的成型质量对于电子产品的品质有着巨大的影响。出胶量的一致性和胶滴位置的准确与否会直接影响到元件的定位，在器件经过烘烤固胶以后，芯片内部的应力分布会发生变化，严重的情况下甚至会引起引线短路。为了保证高性能 LED 的制造品质，在点胶过程中务必要保证胶量一致性、荧光粉分散均匀性、点胶位置准确性。而这些都对施胶设备提出了要求，可以说在某些方面，施胶设备甚至比胶材料本身对客户来说更具吸引力。

公司着力研发电子电器封装的精密智能机器人，进军施胶设备供应商市场潜力巨大。若业务延伸成功，施胶设备与工业用胶的协同效应，更是促使硅宝科技有望从胶材料提供商，变身为一体化方案综合服务商，于蓝海工业胶市场构筑超高竞争壁垒。

3. 多品种工业用胶持续推进

锂电安全综合解决方案成功研发

2015 年 7 月，我国新能源汽车生产 2 万辆，同比增长 2.5 倍。2015 年 1-7 月，新能源汽车累计生产 9.9 万辆，同比增长 3 倍。近两年来，涉及到产业和地方各环节的细化政策都在密集加速出台，政策推动的确定性保证了新能源汽车产业的高速发展。

然而锂电池安全性一直是国内新能源汽车令人担忧的地方。2013 年特斯拉电池起火，但及时的预警以及对爆炸的控制，使车主及时逃离。特斯拉独特的电池排列，优异的防火材料，保证锂电池遇到意外情况时，能将爆炸控制在部分区域，同时争取充分的逃生时间，保障人身安全。

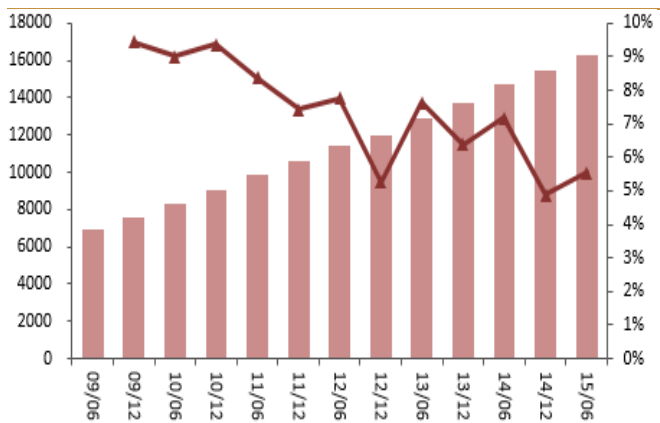
公司的锂电安全综合解决方案与特斯拉电池设计原理类似，有效解决了锂电池意外事项导致的人身安全问题，在市场上获得了良好的反响。相关业务在 2015 年前三季度实现销售收入约为 3000 万元，较去年同期增长近一倍，后续市场空间广阔。

汽车用胶进口替代

在汽车用胶领域，公司产品继续保持中国车灯胶第一品牌的地位。公司汽车用胶产品已通过了 TS16949 质量体系认证，部分合资企业已开始采购或试用公司车灯胶产品，进口替代已成趋势。公司目前已经进入大众的配件采购体系，预计公司在合资品牌车领域的汽车用胶增长较快。

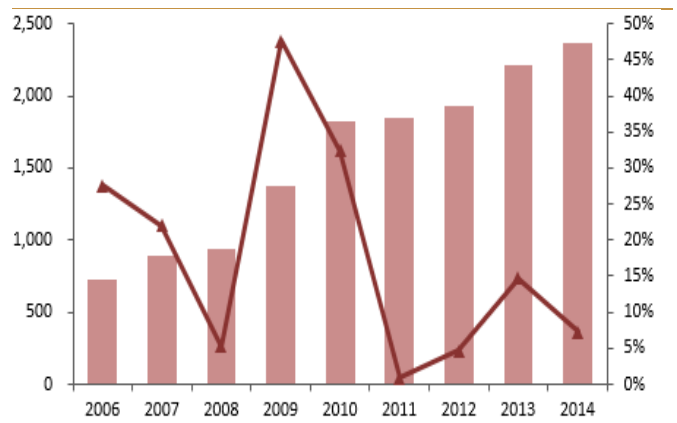
此外，公司加大对汽车发动机免垫片、挡风玻璃用胶等领域的研发力度，汽车发动机免垫胶、挡风玻璃用胶均得到客户认可并实现销售。公司预计汽车需求已开始上升，如在巩固现有市场份额的基础上成功进入合资企业新车型领域，汽车胶产品将可能实现大幅增长。

图 8: 汽车保有量及其增速 (万辆)



数据来源: Wind, 西南证券

图 9: 汽车产量及其增速 (万辆)



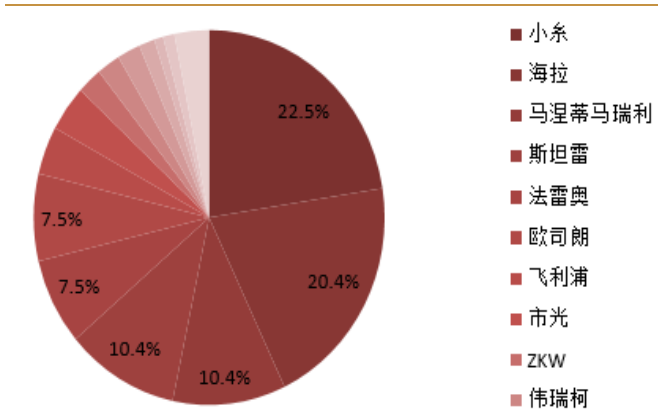
数据来源: Wind, 西南证券

公司车用胶产品主要通过全球知名品牌小系车灯以及海拉车灯等企业进入合资品牌汽车采购体系。上海小系车灯有限公司和长春海拉车灯有限公司分别是小系制作所和海拉在华的中外合资企业。由于一些外资或合资整车厂在车灯配套体系中有比较稳定的系统内供应商，这些供应商就是进入合资车的入口，也只有通过配套供应商才能实现产品的配套。

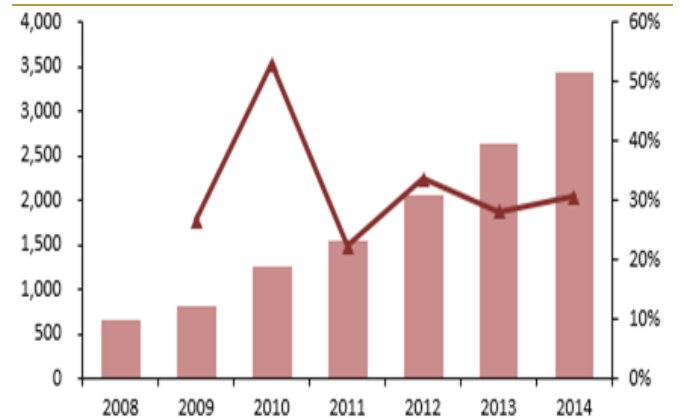
在全球车灯市场中，小系和海拉基本占据半壁江山，而在国内更是如此，上海小系产品在全国乘用车灯具市场占有率达 40% 以上，加上长春海拉，国内市场占有率达到 60% 左右。

硅宝科技产品具有粘接性能好和流水线作业配套性能高等优点，得到了包括星宇车灯在内的国内主要车灯生产商的广泛认可，已经树立起了行业的领导者地位，其市场份额已经占据了国内品牌车灯市场的半成之数。随着产品运用于小系和海拉车灯，进入合资汽车采购体系，将完全打开国内车灯市场空间。2015 年上半年，汽车胶产品实现快速增长，产品与合资品牌配套的优势开始显现，销售同比增长 50% 以上。

据测算，整辆车用车灯密封胶大概在 400g 左右，按每公斤 100 元计算，2014 年我国汽车产量为 2372 万辆，仅在新增产车上市场空间就在 10 亿元左右。我国的胶粘剂和密封胶的生产虽有较大发展，但汽车工业用胶的状况仍处于一般水平，而且以普通型为主。目前我国轿车每车用胶约 20kg，重型车约 22kg。2014 年我国汽车产量为 2372 万辆，车用胶需求量达到 47.4 万吨左右，未来几年车用胶市场将保持 15% 的增速。进口替代为公司汽车胶产品进一步放量奠定基础。

图 10: 全球主要车灯企业市场份额


数据来源: 西南证券

图 11: LED 产值及增速 (亿元)


数据来源: 西南证券

有机硅材料是 LED 封装用胶理想选择

有机硅材料是 LED 的理想封装材料。传统的 LED 环氧树脂封装材料存在内应力大、耐热性差、容易老化等缺陷, 不能满足 LED 封装材料性能上日益发展的需求, 正逐步被有机硅材料或者有机硅改性材料取代。有机硅材料是一种具有高耐紫外线和高耐老化能力、低应力的材料, 成为 LED 封装材料的理想选择。

2008-2014 年 LED 行业复合增速达到 32%。随着我国 LED 封装规模特别是白光 LED 封装规模的迅速扩大, 中国 LED 封装硅胶的使用量也急剧上升。据 GLII 预计, 到 2015 年, 中国 LED 封装硅胶销量将达到 1400 吨, 市场规模达到 16 亿元人民币。加之 LED 产品的逐步民用化, 未来几年我国 LED 显示市场还将保持较快的增速, LED 有机硅封装材料未来将保持 20% 的增速, 促进公司电子电器类有机硅产品放量。

4. 盈利预测

预计公司建筑胶保持稳定增长, 防腐用胶转型综合防腐服务商 4 倍增厚业绩, 汽车用胶大幅增长, 电子电器用胶收入翻番。我们预测公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.26 元、0.40 元和 0.56 元, 对应动态 PE 为 46 倍、29 倍和 21 倍。我们持续看好公司多品种有机硅胶的发展, 外延并购、转型值得期待, 维持“买入”评级。

表 2: 分产品收入成本预测 (百万元)

		2014A	2015E	2016E	2017E
建筑类用胶	收入	383.20	434.55	570.13	686.43
	yoy	13.85%	13.40%	31.20%	20.40%
	成本	262.74	298.54	393.96	479.82
	毛利率	31.44%	31.30%	30.90%	30.10%
工业类用胶	收入	93.66	103.49	228.72	371.67
	yoy	45.16%	10.50%	121.00%	62.50%
	成本	45.51	51.64	118.71	195.13
	毛利率	51.41%	50.10%	48.10%	47.50%

		2014A	2015E	2016E	2017E
偶联剂	收入	45.55	54.80	66.30	81.69
	yoy	-3.33%	20.30%	21.00%	23.20%
	成本	39.01	46.80	56.16	67.15
	毛利率	14.36%	14.60%	15.30%	17.80%
设备	收入	22.61	27.36	36.71	48.43
	yoy	109.74%	21.00%	34.20%	31.90%
	成本	18.80	22.30	29.63	37.97
	毛利率	16.85%	18.50%	19.30%	21.60%
其他	收入	0.18	0.18	0.18	0.19
	yoy	-18.18%	1.00%	0.90%	1.20%
	成本	0.09	0.14	0.12	0.13
	毛利率	50.00%	25.00%	25.00%	25.00%
合计	收入	545.20	620.38	902.05	1,188.41
	yoy	18.72%	13.79%	45.40%	31.74%
	成本	366.15	419.41	598.57	780.19
	毛利率	32.84%	32.39%	33.64%	34.35%

数据来源: 公司公告, 西南证券

5. 风险提示

- 1) 防腐服务商转型不及预期的风险;
- 2) 多品种工业用胶放量不及预期的风险;
- 3) 下游市场需求低迷的风险。

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	549.50	625.27	909.17	1197.78	净利润	79.59	84.54	132.12	184.52
营业成本	370.28	422.72	603.29	786.34	折旧与摊销	16.68	18.06	23.66	27.47
营业税金及附加	4.98	5.56	8.18	10.90	财务费用	-8.08	0.71	1.03	1.36
销售费用	42.04	47.52	70.01	91.63	资产减值损失	2.88	0.16	-0.04	-0.01
管理费用	53.64	59.59	81.92	101.33	经营营运资本变动	0.74	-21.67	-72.51	-77.92
财务费用	-8.08	0.71	1.03	1.36	其他	-46.54	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	2.88	0.16	-0.04	-0.01	经营活动现金流净额	45.26	81.81	84.26	135.43
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-106.45	-27.00	-33.00	-35.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-0.60	-7.00	-10.00	-9.00
其他经营损益	-0.01	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-107.05	-34.00	-43.00	-44.00
营业利润	83.75	89.01	144.77	206.22	短期借款	4.30	-4.00	1.00	1.00
其他非经营损益	8.67	9.16	8.65	8.05	长期借款	60.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	92.42	98.17	153.42	214.28	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	12.84	13.63	21.31	29.76	支付股利	-32.64	-35.13	-37.47	-58.78
净利润	79.59	84.54	132.12	184.52	其他	8.97	0.72	1.97	2.64
少数股东损益	-0.48	0.09	0.23	0.34	筹资活动现金流净额	40.63	-38.40	-34.50	-55.14
归属母公司股东净利润	80.07	84.45	131.89	184.18	现金流量净额	-21.16	9.40	6.75	36.28
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	148.26	157.67	164.42	200.70	成长能力				
应收和预付款项	169.25	187.71	271.67	361.39	销售收入增长率	18.26%	13.79%	45.40%	31.74%
存货	70.77	80.63	115.18	150.17	营业利润增长率	10.51%	6.28%	62.65%	42.45%
其他流动资产	15.71	17.87	25.99	34.23	净利润增长率	13.34%	6.22%	56.28%	39.66%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	11.33%	16.71%	57.23%	38.71%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	341.74	349.77	357.26	362.02	毛利率	32.62%	32.39%	33.64%	34.35%
无形资产和开发支出	53.21	54.12	55.97	58.74	三费率	15.94%	17.24%	16.82%	16.22%
其他非流动资产	15.46	22.46	32.46	41.46	净利率	14.48%	13.52%	14.53%	15.41%
资产总计	814.40	870.23	1022.95	1208.73	ROE	13.15%	12.92%	17.64%	21.10%
短期借款	14.00	10.00	11.00	12.00	ROA	9.77%	9.71%	12.92%	15.27%
应付和预收款项	110.98	119.78	173.23	227.62	ROIC	12.89%	13.12%	19.01%	23.24%
长期借款	60.00	60.00	60.00	60.00	EBITDA/销售收入	16.81%	17.24%	18.64%	19.62%
其他负债	24.00	26.18	29.81	34.45	营运能力				
负债合计	208.98	215.96	274.04	334.08	总资产周转率	0.74	0.74	0.96	1.07
股本	163.20	326.40	326.40	326.40	固定资产周转率	3.31	3.00	3.29	3.86
资本公积	175.22	12.02	12.02	12.02	应收账款周转率	5.52	5.20	6.00	5.70
留存收益	249.54	298.86	393.28	518.67	存货周转率	5.75	5.58	6.15	5.92
归属母公司股东权益	588.52	637.28	731.70	857.09	销售毛利率	62.14%	—	—	—
少数股东权益	16.90	16.99	17.22	17.56	资本结构				
股东权益合计	605.42	654.27	748.91	874.65	资产负债率	25.66%	24.82%	26.79%	27.64%
负债和股东权益合计	814.40	870.23	1022.95	1208.73	带息债务/总负债	35.41%	32.41%	25.91%	21.55%
					流动比率	3.20	3.38	3.10	3.08
					速动比率	2.64	2.77	2.48	2.46
					股利支付率	40.77%	41.59%	28.41%	31.92%
					每股指标				
					每股收益	0.25	0.26	0.40	0.56
					每股净资产	1.85	2.00	2.29	2.68
					每股经营现金	0.14	0.25	0.26	0.41
					每股股利	0.10	0.11	0.11	0.18
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E					
EBITDA	92.35	107.78	169.46	235.06					
PE	48.31	45.80	29.33	21.00					
PB	6.39	5.91	5.16	4.42					
PS	7.04	6.19	4.25	3.23					
EV/EBITDA	19.97	34.86	22.08	15.73					
股息率	0.84%	0.91%	0.97%	1.52%					

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