



新能源汽车动力总成业绩超预期

投资要点

- **上海海能、杭州德沃仕收购事项获通过。**预计今年年底完成收购标的交割,上海海能专注于汽车电子控制类产业领域,具有研发周期长、技术门槛高以及附加值高的特点,核心产品包括柴油机控制类、气体机控制类以及新能源动力总成,ECU、GCU和AMT产品位居自主品牌龙头地位;杭州德沃仕驱动电机产品系列丰富,可配套微型车、乘用车、商用车及物流、环卫等专用车,目前是国内电动车主力军众泰汽车的驱动电机供应商,与国内客车龙头企业宇通客车签署排他性轮边电机合作协议。
- **上海海能——新能源汽车动力总成业绩超预期。**上海海能具备强大的电控开发实力,是国内较少具备新能源汽车动力系统集成能力的第三方供应商之一。自主开发的AMT系统大大提升了系统竞争力,预计明年新能源动力总成系统销量达到2000套,贡献营业收入1.5亿元,ECU、GCU龙头地位继续稳固。
- **德沃仕——配套车型多点开花。**德沃仕今年主要配套众泰云100车型,预计全年销量超1万台,明年新增3个众泰配套车型,全年销量轻松突破2万台。绑定宇通客车排他性轮边电机项目,长期战略合作实现持续快速发展。东风、广汽吉奥、新时空、泓源合作有望带来惊喜。
- **高科润控制技术提升传统电机业务盈利能力。**公司收购高科润后,充分发挥其控制技术优势,与公司传统微特电机、座椅电机、雨刮电机等进行集成,实现电机与控制模块产品一体化,大大提高了产品附加值及竞争优势。
- **估值与评级:**受益于新能源汽车高速增长,公司本部及收购标的业绩将明显提升,上海海能及杭州德沃仕收购事项已获证监会通过,假设收购标的于2016年开始并表,我们上调业绩预测,预计公司2015-2017年EPS分别为0.2元、0.72元和0.99元,以11月4日收盘价29.4元为基准,对应动态市盈率分别为148倍、41倍和30倍,可比公司2016年平均PE为43倍,市值均超过100亿元,但公司目前市值只有52亿元,远小于可比公司的市值,具有较大弹性,2016年给予50倍PE,目标价36元,上调至“买入”评级。
- **风险提示:**收购标的资源整合进度或不及预期;新能源汽车发展增速或不及预期的风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	622.48	874.65	1576.88	2034.47
增长率	27.76%	40.51%	80.29%	29.02%
归属母公司净利润(百万元)	10.19	35.50	191.04	262.99
增长率	87.32%	248.54%	438.06%	37.66%
每股收益EPS(元)	0.06	0.20	0.72	0.99
净资产收益率ROE	1.25%	4.26%	8.34%	12.97%
PE	516	148	41	30
PB	6.43	6.30	3.40	3.84

数据来源: Wind, 西南证券, 2016-2017年EPS按增发后摊薄处理

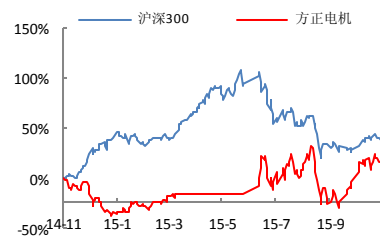
西南证券研究发展中心

分析师: 高翔
执业证号: S1250515030001
电话: 023-67898841
邮箱: gaox@swsc.com.cn

分析师: 简洁
执业证号: S1250515090001
电话: 0755-23605294
邮箱: jjie@swsc.com.cn

联系人: 张荫先
电话: 0755-23617478
邮箱: zyx@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)	1.79
流通A股(亿股)	0.9
52周内股价区间(元)	14.35-31.74
总市值(亿元)	47.79
总资产(亿元)	12.50
每股净资产(元)	4.93

相关研究

1. 方正电机(002196): 收购即将完成, 业绩持续高增长 (2015-10-21)
2. 方正电机(002196): 向新能源汽车核心零部件供应商转型 (2015-09-08)

目 录

1 上海海能——新能源汽车动力总成业绩超预期	1
1.1 新能源动力总成重铸辉煌.....	1
1.2 柴油机控制器享受排放标准升级及进口替代红利.....	3
1.3 气体机控制器与国际巨头形成寡头竞争.....	4
2 德沃仕——配套车型多点开花	5
3 盈利预测与投资建议	6
4 风险提示	7

图 目 录

图 1: 上海海能主要产品	1
图 2: 新能源客车产量分布 (辆)	2
图 3: 城市客车、长途客车销量情况表 (辆)	2
图 4: 上海海能插电式并联混合动力系统	2
图 5: 汽车柴油发动机产量 (万台)	3
图 6: 众泰云 100 销量 (辆)	5
图 7: 众泰芝麻 E30 车型	5

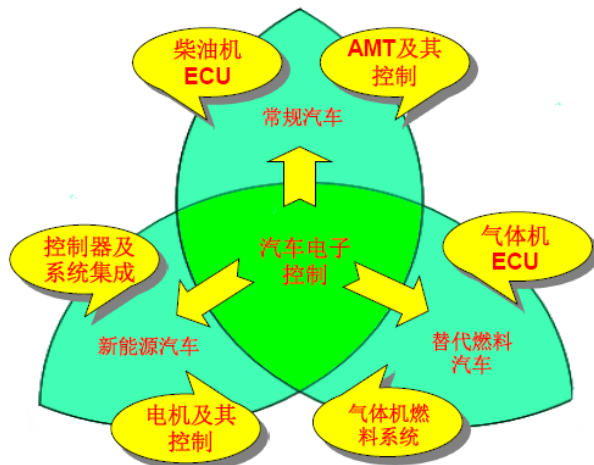
表 目 录

表 1: 上海海能新能源动力总成系统性能指标	2
表 2: 上海海能 2016 年动力总成系统业绩预测	3
表 3: 德沃仕 2016 年销售收入预测	5
表 4: 分业务收入及毛利率	6
表 5: 可比公司对比	7
附表: 财务预测与估值	8

1 上海海能——新能源汽车动力总成业绩超预期

上海海能专注于汽车电子控制类产业领域，具有研发周期长、技术门槛高以及附加值高的特点，经过多年研发、测试、验证及应用，公司从汽车电子控制衍生出三类主打产品，包括柴油机控制类、气体机控制类以及新能源动力总成，其中气体机控制类和柴油机控制类产品的品质及销量均处在国内自主品牌榜首位置，AMT产品也处在国内前列。

图 1: 上海海能主要产品



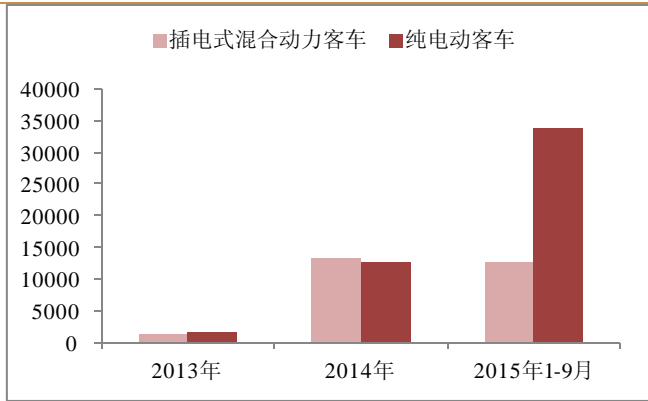
数据来源: 公司网站, 西南证券

1.1 新能源动力总成重铸辉煌

公交车自动变速箱普及率低。我国城市公交车运营过程中，存在拥堵、乘客数量多、红绿灯限制等多种不利因素，一辆公交大巴司机一天的手动换挡次数超过 1000 次，大幅提高了司机的驾驶疲劳，容易引发交通事故；而混合动力汽车包含传统发动机和电机，属于多动力源总成系统，为了更好地匹配和控制发动机、电机、变速箱，一般也需要采用自动变速箱。因此自动变速箱在客车行业，尤其是城市公交中的应用将会逐步得到普及，据不完全统计，目前我国公交车自动变速箱普及率还非常低，大概在 10-15% 区间内，相较于欧洲公交车装配率接近 100%，美国、加拿大 80%、日本 60% 左右的水平，还有非常大的市场推广空间。

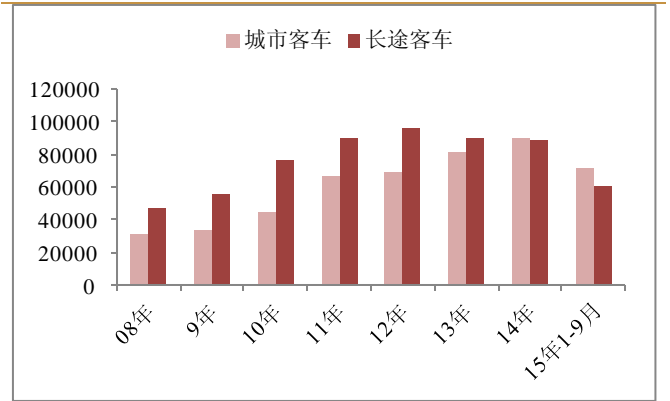
自动变速箱市场空间广阔。今年前三季度我国新能源客车产量 46521 辆，预计全年生产 7 万辆，其中插电式混合动力 2 万辆，如果按照 70% 的自动变速箱渗透率计算，约 1.4 万套需求。2014 年我国城市客车销量 89272 辆，如果按照 40% 的自动变速箱渗透率计算，约有 3.5 万套需求；同时考虑城市客车及长途客车，两者合计接近 20 万辆，假设渗透率为 30-40%，那么自动变速箱需求量在 6-8 万套左右。

图 2: 新能源客车产量分布 (辆)



数据来源: 中国汽车工业协会, 西南证券

图 3: 城市客车、长途客车销量情况表 (辆)



数据来源: 中国汽车工业协会, 西南证券

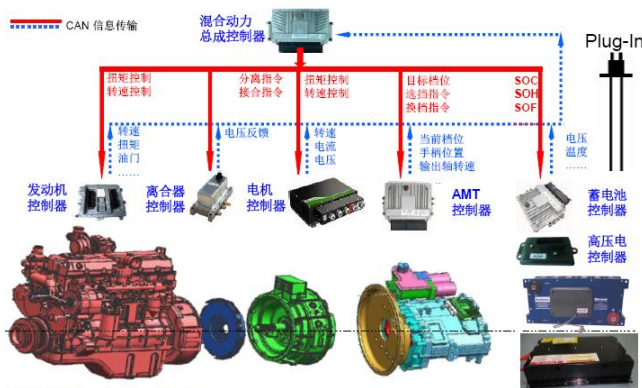
第三方动力系统集成供应商。上海海能基于强大的电控基础, 先后开发并推广了动力总成控制器、整车控制器、离合器控制器、电动附件控制器及相应的执行机构等新能源汽车控制类产品, 覆盖纯电动汽车、混合动力汽车等新能源车型, 是国内较少具备新能源汽车动力系统集成能力的第三方供应商之一, 现在产品已发展至第三代, 其插电式混合动力方案可实现 50% 以上的节油率, 纯电动方案 Ekg (单位载质量能量消耗量) 小于 0.3Wh/km·kg。

表 1: 上海海能新能源动力总成系统性能指标

产品	电机功率配置 (kW)	效果	
第一代 混合动力系统	40/60	节油率>20%	
第二代 插电式并联混合动力系统	50/100	节油率>40%	
第三代	插电式并联混合动力系统	70/120	节油率>50%
	插电式混联混合动力系统	105/205	节油率>50%
纯电动系统	105/205	Ekg<0.3Wh/km·kg	

数据来源: 公司网站, 西南证券

图 4: 上海海能插电式并联混合动力系统



数据来源: 公司网站, 西南证券

AMT 优势提升动力系统竞争力。上海海能是国内少数成功自主研发 AMT (电控机械自动变速箱) 并已获推广应用的内资企业。相较于传统的 AT (液力变矩器式自动变速箱)、CVT (无级变速器), AMT 具有传动效率高、结构紧凑、成本低 (大幅低于 AT、CVT)、省油等

优点，适合于大、中巴与载重车应用，尤其适合我国混合动力城市公交车使用。截至 2015 年 10 月，上海海能混合动力系统市场累计投放超 3200 套，投放城市包括上海、广州、武汉、苏州、重庆等，客户包括玉柴、广汽、厦门金龙、苏州金龙、重庆恒通、桂林大宇等。

2016 年实现 2000 套动力总成系统销售。明年实施新的补贴政策，插电式混动客车平均补贴下滑 10%，纯电动客车补贴平均下滑 26-38%，预计插电式混动客车占比将有望提升，实现 3 万辆的销售。此外，目前国内客车厂研发实力有限，因此具备提供一整套插电式混合动力系统能力的集成商将更容易获得订单。我们预计上海海能插电式混合动力系统可实现 1500 套的销售。此外海能也在开拓纯电动驱动系统市场，保守估计可实现 500 套的销售。

一般商用车电机+电控价格在 3.5-5 万元左右，海能 AMT 变速箱价格在 3.5-5 万元左右，因此每套插电式混合动力系统销售价格 7-10 万元，根据公司公告，海能一季度新能源汽车控制类产品、自动变速箱类产品的毛利率在 28%和 61%，可推测插电式混合动力系统毛利率为 40-45%，纯电动驱动系统毛利率 28%。按照明年 1500 套插电式混合动力系统及 500 套纯电动驱动系统计算，上海海能明年可实现营业收入 1.23 至 1.75 亿元。

表 2: 上海海能 2016 年动力总成系统业绩预测

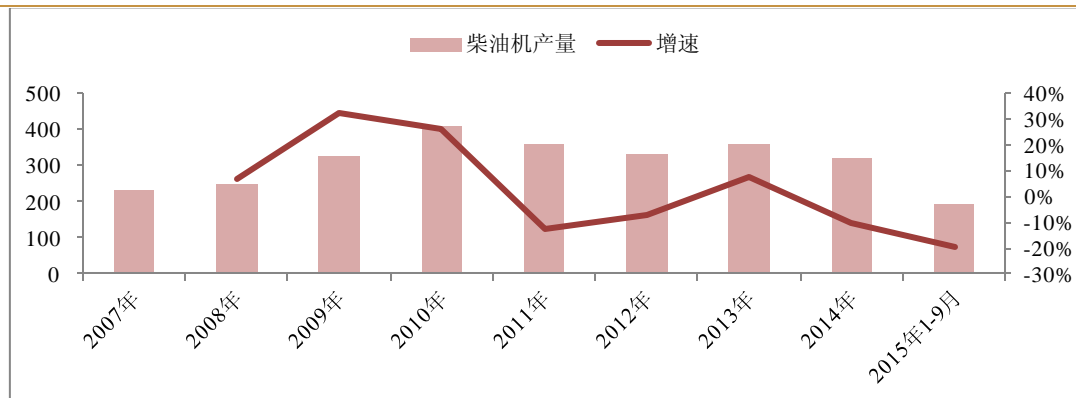
	销量(套)	单价(万元)	营业收入(万元)	毛利率
插电式混合动力系统	1500	7-10	10500-15000	40-45%
纯电动驱动系统	500	3.5-5	1750-2500	28%
合计	2000	-	12250-17500	-

数据来源: 西南证券

1.2 柴油机控制器享受排放标准升级及进口替代红利

我国汽车柴油发动机产销逐渐稳定。为了应对 08 年国际金融危机爆发后国内经济增速回落，经济面临硬着陆的风险，国家推出 4 万亿的刺激计划，国内汽车柴油发动机产量从 08 年的 246 万台快速在 2010 年达到 410 万台的顶峰，经历两年快速增长后产销量开始下滑，今年前三季度汽车柴油机生产 1921446 台。今年起我国经济逐步进入“新常态”发展阶段，汽车柴油机经过几年下滑回调后逐步趋于平衡，此外在“一路一带”的战略投资项目出去走的背景下，我们预计汽车柴油机近两年基本维持在 270-300 万台的水平。

图 5: 汽车柴油发动机产量(万台)



数据来源: 公司网站, 西南证券

柴油发动机排放物是大气污染重要源头。据不完全统计,2014年底北京市机动车保有量已达559万辆,年排放各项污染物70万吨左右。其中一氧化碳、氮氧化物、挥发性有机物分别占大气排放总量的86%、56%和32%。PM2.5贡献中机动车占本地排放源的31.1%位居首位;如果按照燃油类型划分,柴油车排放氮氧化物占机动车排放的64%,汽油车排放挥发性有机物占机动车排放的87%;按照排放标准划分,国III及以下排放标准车辆的排放,氮氧化物占机动车排放的90%,挥发性有机物占机动车排放的77%。可见柴油发动机排放物中的氮氧化物和颗粒物是我国大气污染的重要源头。

排放标准升级扩大控制器空间。根据工业和信息化部2014年第27号公告,2015年1月1日起,在全国强制执行柴油车国IV排放标准,低于国IV排放标准的商用车将不能生产和销售。虽然国IV已经开始实施,但由于排放法规执行力度不足、低成本趋利等原因,我国商用车中充斥着大量的“假国IV”产品(黄标车等),大面积采用机械式控制喷射系统,难以严格满足国IV标准要求,采用电子控制ECU(柴油发动机控制器)的产品占比不足50%,近期德国大众汽车的排放造假丑闻震惊世界,因此汽车排放问题关注度陡然提升,我国柴油机行业进行标准升级、限制排放等措施刻不容缓,而且现有柴油机90%的ECU市场份额也被博世等跨国公司把控。因此,我们预计柴油机ECU及DCU(柴油发动机尾气系统处理控制器)未来存在广阔的市场空间及进口替代逻辑。

ECU&DCU自主品牌市场占有率第一。上海海能现有DCU产品已经成熟应用于SCR尾气处理系统,同时也是第一家实现ECU产业化及国内最大ECU自主品牌供应商,根据收购公告书,海能已累计生产和配套应用ECU超过7万套,DCU超过10万套,自主品牌中市场占有率第一。因此,上海海能将显著受益于国IV标准升级带来的产品推广升级,同时海能产品成本只是外资品牌的70-80%,进口替代逻辑明显。我们预计2016年海能柴油机控制器产品实现1.1亿元的营业收入,毛利率水平在35-40%左右。

1.3 气体机控制器与国际巨头形成寡头竞争

天然气汽车相对于柴油机汽车,具有成本低、清洁燃烧等显著优势,是我国替代柴油车、实现节能减排的重要选择之一。截至2014年年底,我国天然气汽车保有量已达459.5万辆,加气站近7000座。天然气汽车保有量以及加气站数量均居世界第一。

上海海能气体发动机控制类产品(GCU)主要包括天然气喷射总成、混合器和控制器等,是国内市场占有率最大的气体发动机控制器自主品牌供应商,适用于压缩天然气(CNG)及液化天然气(LNG)汽车,其中GCU产品与国际知名企业在国内市场形成寡头竞争格局。

受到国际原油价格大幅下跌以及国内油气价格联动机制不健全,天然气汽车优势削弱,因此今年上海海能气体发动机控制类产品业绩受到影响,但基于我国节能减排背景、能源结构优化需求、天然气价格改革下的成本优势、天然气产业化基础成熟等驱动因素,未来我国天然气汽车也有望维持增长,上海海能为气体发动机所配套的GCU产销规模也将得到增长。

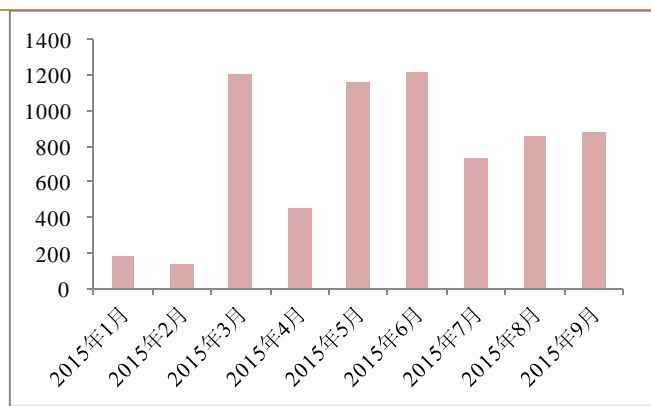
基于谨慎原则,相较于2014年GCU产品1.2亿元收入,我们预计2015-2016年营业收入下降至8400万元、7800万。

2 德沃仕——配套车型多点开花

德沃仕专注于新能源汽车驱动电机的研发、生产及销售业务，产品主要覆盖 7.5KW 至 45KW 等多种功率电机，可应用于微型电动乘用车、小型电动乘用车、中小型商用车及采用轮边电机的电动大巴等多种类型的新能源汽车。

德沃仕产品目前主要配套众泰汽车，众泰云 100 车型全部由德沃仕供应驱动电机，该车型今年前三季度累计销量 6815 辆，预计全年销量超过 1 万辆，明年云 100 车型为了满足双“100 要求”还将配置更高功率的德沃仕电机产品，功率提升也将带动盈利水平提高；另外一款由德沃仕配套的众泰芝麻 E30 车型预计明年年初上市，该车在今年上海车展中亮相并得到非常高的评价，加上 V10 物流车，我们预计明年众泰单一客户就有 2 万台驱动电机的订单，贡献 0.8 亿元的营业收入。

图 6: 众泰云 100 销量 (辆)



数据来源: 中国汽车工业协会, 西南证券

图 7: 众泰芝麻 E30 车型



数据来源: 汽车之家, 西南证券

在客车方面，德沃仕与国内客车行业龙头企业宇通客车签署了新能源汽车轮边电机的排他性战略合作协议，项目目前处于路试阶段，预计明年下半年开始量产。今年国内新能源客车销售有望突破 5 万辆，宇通目前是国内新能源客车的龙头，前 8 个月新能源客车累计产量达到 9010 辆，全年有望突破 1.5 万辆，明年虽然补贴有所下降，但我们保守估计明年搭配轮边电机的宇通新能源客车销量 1500 辆左右，每辆车配置 4 个轮边电机，因此可完成 6000 台轮边电机的销售，假设轮边电机价格按 1.5 万元/台左右计算，宇通项目可贡献 9000 万元左右的营业收入。

除了众泰和宇通外，德沃仕与东风汽车、广汽吉奥、杭州新时空电动汽车有限公司、杭州泓源电动汽车有限公司等开展了深入合作，其中为东风汽车配套电机的厢式货车、环卫车已获得工信部公告并开始对外销售。我们预计明年以上厂家以及新拓展的客户可以为公司带来 1 至 1.5 万台驱动电机的销售。

综上，德沃仕明年驱动电机出货量大约在 3.5-4 万台水平，预计实现营业收入 2.4 亿元。

表 3: 德沃仕 2016 年销售收入预测

项目	2016 年销量 (台)	预计单价 (元)	营业收入 (亿元)
众泰车型	20000	4000	0.8
宇通客车	6000	15000	0.9
东风、吉奥、新时空、泓源等	10000	6500	0.65
合计	3.6	-	2.35

数据来源: 西南证券

3 盈利预测与投资建议

关键假设

上海海能: 假设收购成功, 上海海能成为公司利润贡献主力, 我们认为海能新能源动力总成系统集成能力和成本优势非常明显; 柴油机控制器受益于排放标准升级带来的市场容量扩大以及进口替代, 因此预计上海海能 2016-2017 年营业收入达到 3.6、4.3 亿元。

杭州德沃仕: 杭州德沃仕正处在快速发展阶段, 明年客户从单一众泰扩展至宇通、东风、广汽吉奥, 车型覆盖微型车、客车、物流车、环卫车等, 明年业绩可以快速释放, 预计 2016-2017 年营业收入达到 2.4、4 亿元。

缝纫机应用类产品: 受到服装行业整体产能转移及需求不足影响, 我们预计 2015-2017 年营业收入增速分别为 -15%、-9% 和 -1%。

智能控制器类产品: 公司收购智能控制器业务后, 与微特电机整合成模块, 实现无刷电机一体化, 大大提高了控制器及电机模块单品盈利能力, 我们预计 2015-2017 年营业收入增速分别为 23%、20% 和 20%。

汽车应用类产品: 公司座椅电机产品一方面逐步从后提升电机拓展至前提升、水平及调角电机, 此外与公司控制器结合成为模块, 大大提高产品附加值; 母公司新能源汽车驱动系统订单快速增长。我们预计公司汽车应用类产品 2015-2017 年营业收入增速分别为 146%、45% 和 44%。

表 4: 分业务收入及毛利率

百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
合计				
营业收入	622.5	874.7	1,576.9	2,034.5
增速	27.76%	40.51%	80.29%	29.02%
毛利率	16.08%	17.09%	26.49%	27.19%
缝纫机应用类				
营业收入	410.1	348.4	318.3	315.6
增速	3.72%	-15.04%	-8.63%	-0.85%
毛利率	12.92%	15.88%	15.68%	15.53%
智能控制器类				
营业收入	87.7	327.7	393.2	471.8
增速	-	23.00%	20.00%	20.00%
毛利率	19.13%	17.00%	19.00%	21.00%
汽车应用类				
营业收入	67.2	165.2	239.6	344.0
增速	25.1%	145.7%	45.0%	43.6%
毛利率	22.0%	18.4%	21.5%	22.8%
上海海能				
营业收入	-	-	357.38	429.59
增速	-	-	-	20.2%

百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
毛利率	-	-	43.67%	42.57%
杭州德沃仕				
营业收入	-	-	235.00	440.00
增速	-	-	-	87.23%
毛利率	-	-	32.53%	30.91%

注：2014 年智能控制器类业务并表 4 个月，假设上海海能与德沃仕 2016 年并表。

数据来源：西南证券

受益于新能源汽车高速增长，公司本部及收购标的业绩将明显提升，上海海能及杭州德沃仕收购事项已获证监会通过，假设收购标的于 2016 年开始并表，我们上调业绩预测，预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.2 元、0.72 元和 0.99 元，以 11 月 4 日收盘价 29.4 元为基准，对应动态市盈率分别为 148 倍、41 倍和 30 倍，可比公司 2016 年平均 PE 为 43 倍，市值均超过 100 亿元，但公司市值只有 52 亿元，远小于可比公司的市值，具有较大弹性，2016 年给予 50 倍 PE，目标价 36 元，上调至“买入”评级。

表 5: 可比公司对比

证券代码	证券简称	PE (TTM)	2016 年预计 PE	最新总市值 (百万元)
002249.SZ	大洋电机	69	43	21,501
300224.SZ	正海磁材	81	45	13,561
600580.SH	卧龙电气	39	26	18,179
002176.SZ	江特电机	330	181	13,305
002664.SZ	信质电机	56	36	11,165
平均值		115	66	-
中位数		69	43	-
002196.SZ	方正电机	228	41	5,257

数据来源：Wind, 西南证券

4 风险提示

收购标的资源整合进度或不及预期；新能源汽车发展增速或不及预期的风险。

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	622.48	874.65	1576.88	2034.47	净利润	10.19	35.50	191.04	262.99
营业成本	522.41	725.16	1159.14	1481.28	折旧与摊销	25.25	47.33	47.33	47.33
营业税金及附加	2.75	3.53	6.57	8.14	财务费用	7.50	4.18	5.85	10.78
销售费用	17.12	20.12	34.69	42.72	资产减值损失	3.71	2.30	2.51	2.99
管理费用	69.94	91.84	165.57	203.45	经营营运资本变动	-62.88	-146.50	-273.97	-189.96
财务费用	7.50	4.18	5.85	10.78	其他	86.14	-4.78	-6.22	-6.86
资产减值损失	3.71	2.30	2.51	2.99	经营活动现金流净额	69.92	-61.96	-33.45	127.28
投资收益	5.58	3.18	3.63	3.79	资本支出	-82.21	0.00	-1132.13	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-12.14	39.09	1.24	1.48
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-94.36	39.09	-1130.89	1.48
营业利润	4.63	30.70	206.17	288.90	短期借款	39.37	-49.92	40.00	346.32
其他非经营损益	7.74	9.03	8.91	8.86	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	12.37	39.72	215.08	297.77	股权融资	194.47	8.00	1362.00	0.00
所得税	2.18	4.22	24.04	34.78	支付股利	-14.93	-27.96	-97.47	-524.44
净利润	10.19	35.50	191.04	262.99	其他	-210.63	-1.82	-4.58	-9.40
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	8.29	-71.71	1299.96	-187.52
归属母公司股东净利润	10.19	35.50	191.04	262.99	现金流量净额	-17.53	-94.57	135.62	-58.77
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	221.17	126.60	262.21	203.45	成长能力				
应收和预付款项	222.11	289.62	519.07	677.88	销售收入增长率	27.76%	40.51%	80.29%	29.02%
存货	247.88	343.38	549.37	702.31	营业利润增长率	5.76%	563.46%	571.65%	40.13%
其他流动资产	54.44	76.49	137.90	177.91	净利润增长率	87.32%	248.54%	438.06%	37.66%
长期股权投资	0.36	0.36	0.36	0.36	EBITDA 增长率	35.84%	119.95%	215.46%	33.80%
投资性房地产	54.78	18.86	21.34	23.40	获利能力				
固定资产和在建工程	294.48	257.61	220.74	183.87	毛利率	16.08%	17.09%	26.49%	27.19%
无形资产和开发支出	164.63	154.63	1276.76	1266.76	三费率	15.19%	13.28%	13.07%	12.63%
其他非流动资产	11.72	11.27	10.71	10.50	净利率	1.64%	4.06%	12.12%	12.93%
资产总计	1271.57	1278.81	2998.46	3246.44	ROE	1.25%	4.26%	8.34%	12.97%
短期借款	149.92	100.00	140.00	486.32	ROA	0.80%	2.78%	6.37%	8.10%
应付和预收款项	278.88	315.18	531.66	688.68	ROIC	1.56%	3.86%	11.90%	11.07%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	6.00%	9.40%	16.45%	17.06%
其他负债	25.74	29.59	37.20	43.28	营运能力				
负债合计	454.55	444.77	708.86	1218.28	总资产周转率	0.57	0.69	0.74	0.65
股本	170.79	178.79	264.75	264.75	固定资产周转率	2.22	3.33	6.99	10.78
资本公积	545.23	545.23	1821.27	1821.27	应收账款周转率	4.17	4.12	4.70	4.08
留存收益	91.72	99.26	192.83	-68.62	存货周转率	2.37	2.45	2.59	2.36
归属母公司股东权益	806.26	823.28	2278.85	2017.40	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	105.48%	—	—	—
少数股东权益	10.76	10.76	10.76	10.76	资本结构				
股东权益合计	817.02	834.04	2289.61	2028.16	资产负债率	35.75%	34.78%	23.64%	37.53%
负债和股东权益合计	1271.57	1278.81	2998.46	3246.44	带息债务/总负债	32.98%	22.48%	19.75%	39.92%
					流动比率	1.71	1.96	2.13	1.47
					速动比率	1.14	1.16	1.33	0.89
					股利支付率	146.55%	78.76%	51.02%	199.41%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	37.38	82.21	259.36	347.02	每股收益	0.06	0.20	0.72	0.99
PE	516.02	148.05	40.74	29.60	每股净资产	4.57	4.66	8.65	7.66
PB	6.43	6.30	3.40	3.84	每股经营现金	0.39	-0.35	-0.13	0.48
PS	8.44	6.01	4.94	3.83	每股股利	0.08	0.16	0.37	1.98
EV/EBITDA	127.84	62.84	29.27	23.02					
股息率	0.28%	0.53%	1.25%	6.74%					

数据来源: Wind, 西南证券, 2016-2017 年 EPS 按增发后摊薄处理

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