



## 锂电池电解液溶剂龙头，碳排放减排先驱

- **事件:** 近期我们前往石大胜华调研，并与公司高管交流了主营业务经营情况和未来发展方向。
- **主要生产装置复工，15 年业绩有望企稳。** 公司 2015 年第一季度因生物燃料装置进行了技改以及第二套 20 万吨混合碳四深加工装置停工，产品产量下降，导致营业收入大幅下滑；另外，受油价下跌影响，各主营产品销售价格较上年同期都有不同幅度的降低。目前公司停工装置已经复工，加上国际油价底部企稳，对公司产品价格形成支撑，我们判断公司 Q4 业绩将有所好转，16 年业绩有望重回上升通道。
- **锂离子电池电解液溶剂优势明显，后续将受益于碳交易市场建设。** 公司是目前国内唯一能够同时提供全部五种锂离子电池电解液溶剂的企业，主导产品碳酸二甲酯 (DMC) 产能 10 万吨，后续募投产能 5 万吨将按计划建设。与同行业竞争对手相比，公司碳酸酯类产品产业链一体化优势明显，并能提供 99.99% 的高纯度溶剂，与国内外知名锂离子电池生产厂家形成了良好的合作关系，预计后续碳酸酯类产品将随着我国新能源汽车市场的爆发而保持较快增长。此外，每吨碳酸二甲酯生产过程中可消耗 0.7 吨二氧化碳，按公司现有产能计算，公司每年可消耗约 7-10 万吨二氧化碳，将显著受益于我国全面碳排放交易市场的建设。
- **油品升级促进 MTBE 稳步增长。** MTBE 作为汽油添加剂，可以增加汽油的氧含量，提高其辛烷值，对净化城市空气起到积极作用。我们认为随着国 V 标准的加快实施 (全国供应国 V 标准车用汽柴油的时间提前至 2017 年 1 月)，我国将加快清洁油品生产供应，目前主流无铅汽油添加剂 MTBE 市场需求有望进一步扩大，促进公司相关业务发展。
- **估值与评级:** 我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.34 元、0.60 元和 0.80 元，对应的动态 PE 分别为 83 倍、47 倍和 36 倍。随着油价企稳以及主要生产装置复产，公司明年业绩有望触底反弹，后续随着募投项目 5 万吨碳酸二甲酯的逐步投产，预计公司主业将保持稳定增长态势。首次覆盖给予公司“增持”评级。
- **风险提示:** 原油价格波动的风险，新能源汽车市场需求不及预期的风险，碳交易市场建设不及预期的风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	5129.83	2999.73	4206.13	4854.35
增长率	2.57%	-41.52%	40.22%	15.41%
归属母公司净利润 (百万元)	42.53	69.45	122.62	161.94
增长率	-57.17%	63.29%	76.55%	32.07%
每股收益 EPS (元)	0.21	0.34	0.60	0.80
净资产收益率 ROE	4.95%	5.42%	8.49%	10.29%
PE	136	83	47	36
PB	5.57	4.20	3.87	3.51

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

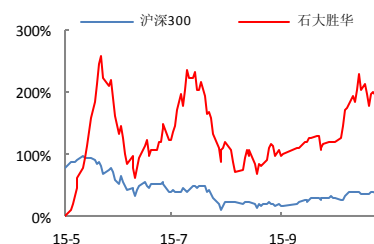
邮箱: lxdi@swsc.com.cn

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)	2.03
流通 A 股(亿股)	0.51
52 周内股价区间(元)	7.81-35.59
总市值(亿元)	57.91
总资产(亿元)	21.60
每股净资产(元)	6.61

### 相关研究

## 目 录

1. 公司概况：锂离子电池电解液溶剂龙头.....	1
2. 投资看点.....	3
2.1 锂离子电池电解液溶剂优势明显，未来或受益于碳排放政策.....	3
2.2 受益于油品升级，MTBE 市场有望扩大.....	6
3. 盈利预测与投资建议.....	7
4. 风险提示.....	8

## 图 目 录

图 1: 石大胜华股权结构 .....	1
图 2: 公司 2011 年以来营业收入（百万元）及同比增速 .....	1
图 3: 公司 2011 年以来净利润（百万元）及同比增速 .....	1
图 4: 公司 2015 年 H1 收入结构 .....	2
图 5: 公司 2015 年 H1 毛利结构 .....	2
图 6: 2012-2015 上半年公司综合毛利率和三费率变化 .....	2
图 7: 公司主要产品市场份额 .....	2
图 8: 公司产业链主要产品 .....	3
图 9: 全球锂电池总量和溶剂需求预计 .....	4
图 10: 我国新能源汽车产量与增长率 .....	4
图 11: 锂离子电池各关键材料成本 .....	4
图 12: 公司碳酸二甲酯出厂价及原油期货价 .....	4
图 13: 全球主要碳排放国家 .....	5

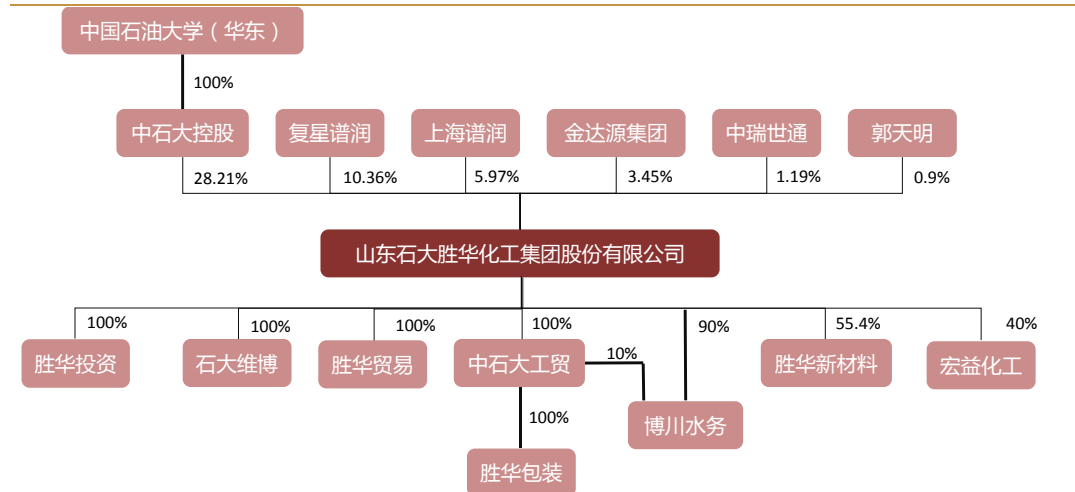
## 表 目 录

表 1: 碳排放相关政策和事项 .....	6
表 2: 国 IV、国 V 标准对比 .....	6
表 3: 分产品业绩预测 .....	7
附表: 财务预测与估值 .....	9

## 1. 公司概况：锂离子电池电解液溶剂龙头

石大胜华是国内生产锂离子电池电解液溶剂的龙头企业，也是国内唯一能够同时提供全部五种碳酸酯类溶剂的公司，下游客户包括新宙邦、天赐材料等知名电解液生产厂家，终端客户包括比亚迪、特斯拉等海内外大型电动车企。公司围绕碳酸酯类产品打造一体化完整的产业链，形成了以碳酸酯系列产品为核心，以 MTBE、混合芳烃和液化气为主的产品结构。

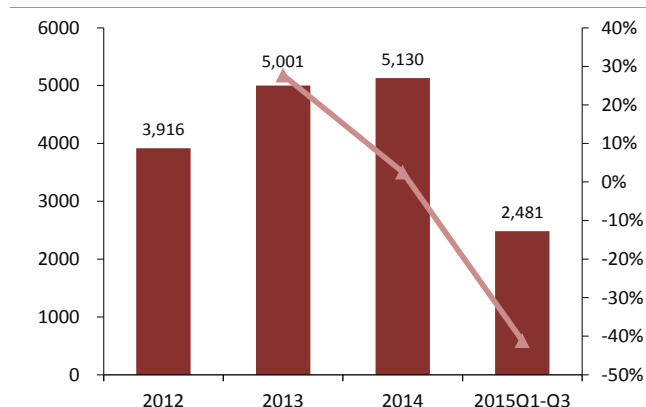
图 1：石大胜华股权结构



数据来源：公司公告，西南证券

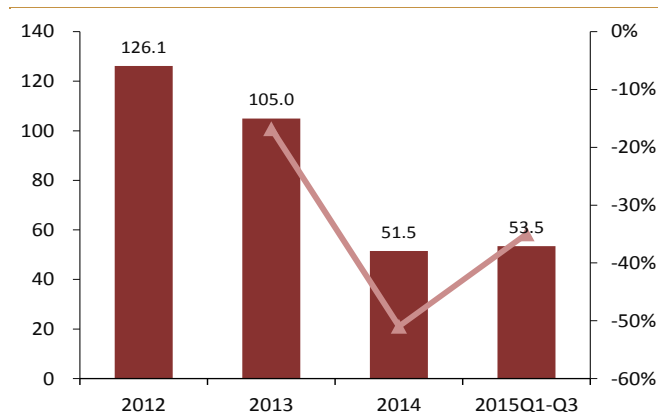
公司实际控制人为中国石油大学（华东），是国家“211 工程”重点建设的高校，拥有约 28.2% 的股权。公司下属 5 个全资子公司并控股 1 家新材料公司，其中石大维博主要生产液化石油气和甲基叔丁基醚（MTBE），中石化工贸主要生产碳酸乙烯酯产品，胜华新材料主要生产碳酸甲乙酯和碳酸二乙酯等产品。

图 2：公司 2011 年以来营业收入（百万元）及同比增速



数据来源：公司公告，西南证券

图 3：公司 2011 年以来净利润（百万元）及同比增速



数据来源：公司公告，西南证券

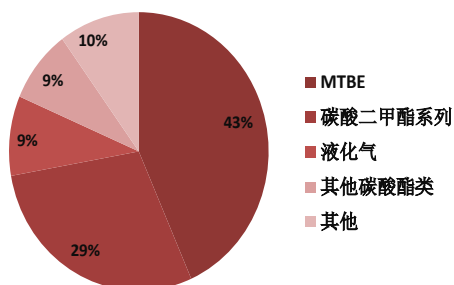
公司 2015 年 Q1-Q3 实现营收 24.8 亿元，同比-41.2%，净利润 5348 万元，同比-35%。公司前三季度营业收入大幅下滑主要由于生物燃料装置进行了技改以及第二套 20 万吨混合碳四深加工装置停工，产量大幅下降；另外，受油价下跌影响，公司各主营产品的销售价格

较上年同期都有不同幅度的降低，导致销售收入较上年同期大幅下降。目前公司停工的装置已经复工，油价底部企稳，我们认为公司明年业绩有望重回上升通道。

公司产品较为丰富，2015 年上半年收入构成中 MTBE 占营业收入的 43%，碳酸二甲酯系列产品占 29%，液化气占 9%，其他碳酸酯类（碳酸甲乙酯等）占 9%，混合芳烃、油类和环氧丙烷系列等产品占余下的 10%。

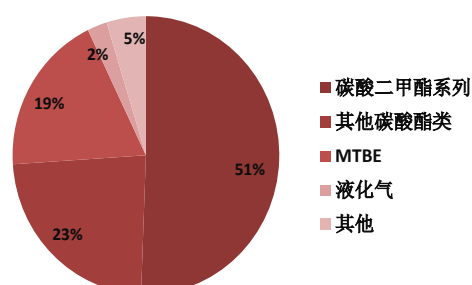
从毛利构成来看，碳酸二甲酯系列产品占 51%，其他碳酸酯类产品占 23%，MTBE 占 19%。碳酸酯系列产品和其他碳酸酯类产品是公司利润贡献的主要来源，两者主要用于锂离子电池电解液溶剂和环保涂料。随着新能源汽车的发展与环保需求的升级，公司主要盈利产品市场需求有望进一步扩大。

图 4：公司 2015 年 H1 收入结构



数据来源：公司公告，西南证券

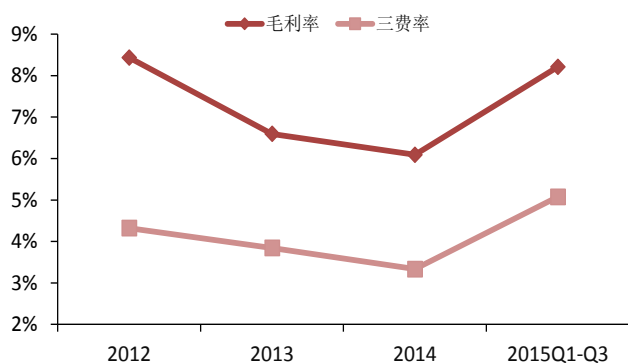
图 5：公司 2015 年 H1 毛利结构



数据来源：公司公告，西南证券

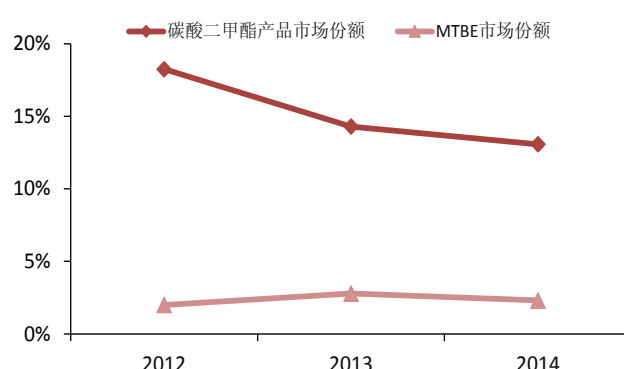
近年来公司综合毛利率持续下跌，15 年重回上升通道，前三季度综合毛利率回到 8.2%。毛利率的提升主要是由于公司产品结构的不断改善，高毛利的碳酸酯系列产品和其他碳酸酯类产品的占比有所提升，拉升公司综合毛利率。同时今年油价底部企稳，也为公司产品价格提供了一定支撑。公司前三季度三费率有所升高，主要是由于装置技改停产导致管理费用率以及销售费用率提高。

图 6：2012-2015 上半年公司综合毛利率和三费率变化



数据来源：公司公告，西南证券

图 7：公司主要产品市场份额



数据来源：公司公告，西南证券

## 2. 投资看点

### 2.1 锂离子电池电解液溶剂优势明显，未来或受益于碳排放政策

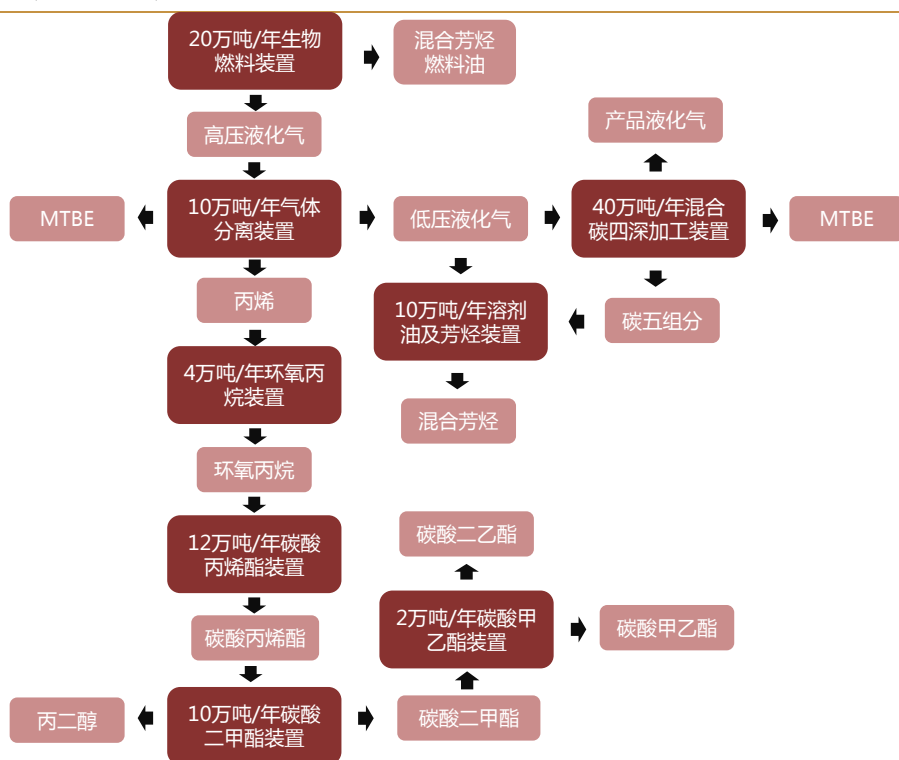
碳酸二甲酯（DMC）作为一种无毒、环保性能优异的化工原料，近年来下游需求稳步增长，其中锂离子电池电解液和油漆涂料行业成为我国目前碳酸二甲酯主要消费市场。

#### 碳酸酯一体化产业链优势明显

采用酯交换法生产碳酸二甲酯的直接原材料为环氧丙烷、甲醇和二氧化碳，其中环氧丙烷的成本直接影响酯交换法碳酸二甲酯生产商的利润水平。近年来，环氧丙烷受国内供求关系和国际原油价格影响，价格波动较为剧烈，新进入该行业的厂商需要控制环氧丙烷成本，减少环氧丙烷价格波动对碳酸二甲酯生产经营的不利影响。

有效降低生产成本的途径是不断延长产业链，实现主要原材料的自供。公司在发展过程中，不断向碳酸二甲酯系列产品产业链上、下游延伸，形成了以碳酸二甲酯系列产品为主导的一体化生产体系，实现了生产过程的整体产业链配置，竞争力得到较大程度的提升，产品成本和质量等均处于同行业领先水平。

图 8：公司产业链主要产品



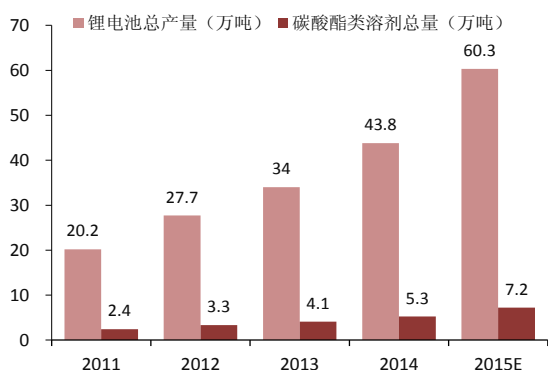
数据来源：西南证券

公司完整的产业链竞争优势，保障了生产各环节原材料供给的稳定性，减少了对外部供应原材料的依赖以及外部原材料价格波动对生产经营造成的不利影响；同时，上下游生产环节互为原料，生产过程中各中间产品被充分利用和转化，提高了资源综合利用效率，使得公司碳酸二甲酯系列产品有较强的竞争优势。

## 新能源汽车爆发增长，碳酸酯类产品产销两旺

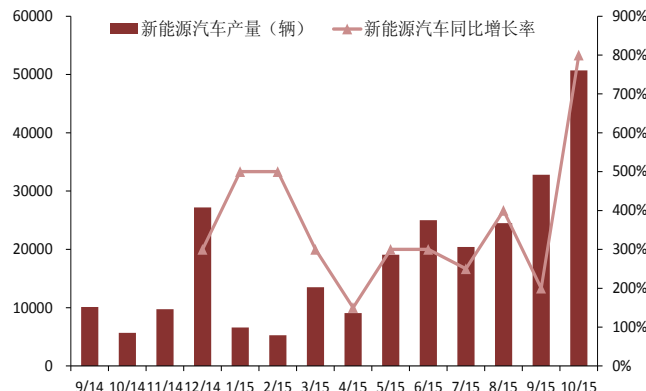
在补贴和推广政策的刺激下，国内新能源汽车销量飞速增长。15年前三季度新能源汽车共生产 15.6 万辆，同比增长 273%，成为市场瞩目的最大亮点之一。新能源汽车的爆发导致对动力电池的需求大大增加，动力电池供不应求。

图 9：全球锂电池总量和溶剂需求预计



数据来源：西南证券

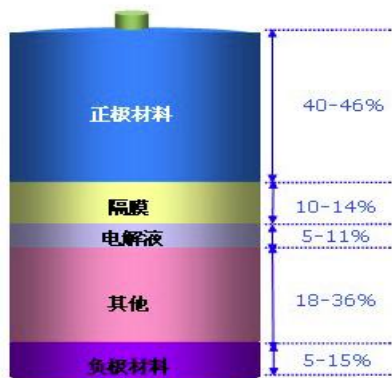
图 10：我国新能源汽车产量与增长率



数据来源：Wind，西南证券

锂离子电池电解液是锂离子电池产业链上的重要组成部分，占锂离子电池成本的 20% 左右。目前应用的电解液溶剂由碳酸二甲酯、碳酸丙烯酯、碳酸甲乙酯、碳酸二乙酯和碳酸乙酯等五种碳酸酯类产品构成，公司目前每种产品的产量及品质视下游客户的需求进行相应调整。公司目前进入锂离子电池电解液的碳酸酯类产品的销量保持逐年 15%-20% 的增长率。

图 11：锂离子电池各关键材料成本



数据来源：当升科技招股书，西南证券

图 12：公司碳酸二甲酯出厂价及原油期货价



数据来源：Wind，西南证券

下游锂离子电池电解液生产厂商选定电池级溶剂供应商的审查程序严格，历时较长，以保证锂离子电池产品性能的稳定。而在通过审查程序后，双方能保持长期而良好的合作关系，所以当一供应商能够同时提供多种电池级溶剂时，则更加具有竞争优势。公司目前已和国内外锂离子电池电解液主流客户形成了良好的合作关系，未来有望持续受益于新能源汽车行业的爆发式增长。

与竞争对手相比，公司具备生产全部 5 种锂离子电池电解液溶剂的能力，是国内唯一能够同时为锂离子电池电解液生产厂商提供 5 种溶剂的企业，而大多数竞争对手仅提供其中



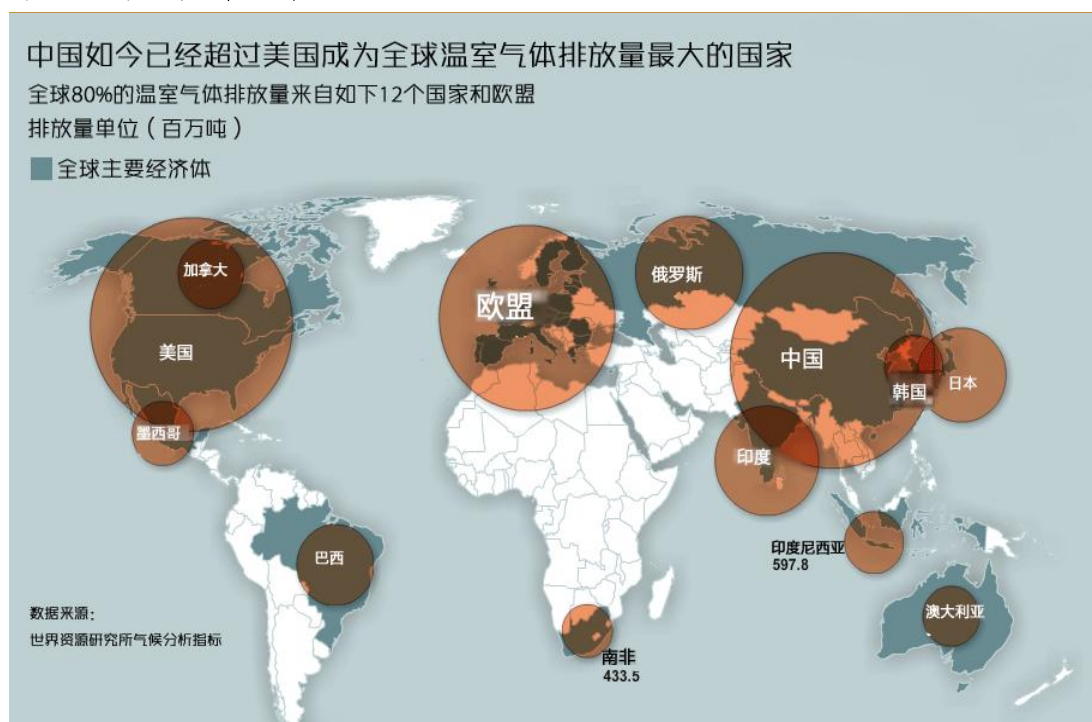
的一种或两种产品。此外，公司提供的 5 种溶剂纯度均能达到 99.99% 以上，技术优势突出，因此公司在锂离子电池电解液溶剂行业具有较强的竞争优势。

2014 年全球锂离子电池的产量为 5500 万千瓦时，使用约 8 万吨锂离子电池电解液，对应约 6.7 万吨锂离子电池电解液溶剂。2015 年全球锂离子电池的产量为 7000 万千瓦时，使用约 9.5 万吨锂离子电池电解液，对应约 8 万吨锂离子电池电解液溶剂，其中 2015 年生产新能源汽车约 20 万台，使用锂离子电池约 1000 万千瓦时，全年新能源汽车需碳酸酯类溶剂预计将达到 1 万吨以上。公司现有碳酸二甲酯产能 10 万吨，另有 5 万吨碳酸二甲酯募投项目产能，作为国内锂离子电池电解液溶剂龙头后续将持续受益。

### 低碳环保，受益于碳排放交易体系建设

2014 年，世界二氧化碳排放总量接近 355 亿吨，中国排放量高达 97.6 亿吨，位居世界第一。全国交易机制全面启动后，将成为全球最重要的碳交易市场。

图 13：全球主要碳排放国家



数据来源：公开资料，西南证券

2015 年 9 月 25 日，中美两国发表《气候变化联合声明》，中国承诺到 2017 年启动全国碳排放交易体系。中国计划 2030 年左右二氧化碳排放达到峰值，并计划到 2030 年非石化能源占一次能源消费比重提高到 20% 左右。

同时，全球气候变化峰会将会在 11 月 30 日至 12 月 11 日在法国召开，其核心依旧是碳排放控制，有望继《联合国气候变化框架公约》、《京都协定书》后达成另外一项抑制全球气候变暖、具有约束力的多边协定。



**表 1：碳排放相关政策和事项**

时间	政策	主要内容
2011 年 10 月 29 日	国家发展改革委办公厅关于开展碳排放权交易试点工作的通知	北京市、天津市、上海市、重庆市、湖北省、广东省及深圳市开展碳排放权交易试点
2011 年 12 月 1 日	国务院关于印发“十二五”控制温室气体排放工作方案的通知	到 2015 年全国单位国内生产总值二氧化碳排放比 2010 年下降 17%
2014 年 11 月 12 日	中美两国共同发表《中美气候变化联合声明》	两国承诺采取大步伐动作抑制温室气体排放，中国计划 2030 年左右二氧化碳排放达到峰值
2015 年 7 月 29 日	发展改革委就《全国碳排放权交易管理条例（草案）》涉及行政许可问题举行听证会	就涉及的碳排放配额分配管理制度和碳交易核查机构资质认定两项新设行政许可作了说明
2015 年 9 月 25 日	中美两国共同发表《气候变化联合声明》	中国将承诺到 2017 年启动全国碳排放交易体系

数据来源：公开资料，西南证券

碳交易是利用市场机制引领低碳经济发展的必由之路。公司现有主导产品碳酸二甲酯是无毒、绿色、环保的化工原料，以碳酸二甲酯为中间体或溶剂的各类产品能有效降低对环境的污染与破坏。随着可持续发展理念和市场环境的日趋完善，以公司为代表的绿色化工企业将逐步替代传统高污染高能耗的化工企业，进而迎来更加广阔的市场发展空间，形成更具市场竞争力的绿色化工企业。

未来碳排放权将会作为商品进行交易，企业通过购买碳排放权实行二氧化碳的排放，而公司在生产碳酸二甲酯的过程中，不仅实现了零排放，而且每吨产品消耗 0.7 吨二氧化碳。随着公司拟新建 5 万吨/碳酸二甲酯扩建项目达产后，公司将形成 15 万吨/年碳酸二甲酯生产能力，将会每年消耗 10 万多吨的二氧化碳。在满足自身对碳排放需求后，还能将多余的碳排放指标进行交易获取收益，进而增强公司的整体竞争力。

## 2.2 受益于油品升级，MTBE 市场有望扩大

MTBE 是一种重要的基础化工原料，其主要用途是作为无铅汽油添加剂和制备高纯异丁烯以生产 MMA、丁基橡胶等。

MTBE 作为汽油添加剂，不仅可以增加汽油的氧含量，提高其辛烷值。车用汽油加入 MTBE 后，汽油在气缸中燃烧将更彻底，汽车尾气不含铅，一氧化碳排放量减少 30%，对净化城市空气、保护人类健康起到积极作用。各国对汽油升级换代的要求促进了 MTBE 产业的发展，其消费量居各种汽油辛烷值改进剂之首。目前约有 95% 的 MTBE 用作辛烷值提高剂和汽油中含氧剂。

我国汽车的尾气排放标准及油品标准基本上都参照欧洲标准制定，随着我国汽油质量标准的提升将大大推动 MTBE 需求量的增长。随着国内高标号汽油使用的增多以及国 IV、国 V 标准的实施，MTBE 需求亦将保持高速同步增长。

**表 2：国 IV、国 V 标准对比**

	第四阶段	第五阶段	改进目的
硫含量指标限值	50ppm	10ppm（降低 80%）	为提高汽车尾气净化系统能力，减少汽车污染物排放
锰含量指标限值	8mg/L	2mg/L（降低 75%）	为减低锰对人体健康潜在风险和对车辆排放控制系统不利影响
车用汽油牌号	90、93、97 号	89 号、92 号、95 号	考虑到第五阶段车用汽油由于将硫、禁锰引起的辛烷值减少，

	第四阶段	第五阶段	改进目的
			我国辛烷值资源不足
冬季蒸汽压下限	42kpa	45kpa	为防止冬季蒸汽压过低影响汽车发动机冷启动性能，导致燃烧不充分、排放增加。为降低夏季汽油中挥发性有机物质排放，减少污染
夏季蒸汽压下限	68kpa	64kpa（广东、广西和海南全年执行夏季蒸汽压）	
烯烃含量	28%	24%	为进一步降低汽油蒸发排放造成的光化学污染，减少汽车发动机进气系统沉淀物
密度指标数值(首次规定)	--	720-775kg/m3（20℃）	为进一步保证车辆燃油经济性相对稳定

数据来源：相关网站，西南证券

国务院总理李克强 2015 年 4 月 28 日主持召开国务院常务会议，确定加快成品油质量升级措施，推动大气污染防治和企业技术升级。会议确定，加快清洁油品生产供应，力争提前完成成品油质量升级任务。一是将 2016 年 1 月起供应国五标准车用汽柴油的区域，从原定的京津冀、长三角、珠三角等区域内重点城市扩大到整个东部地区 11 个省市全境。二是将全国供应国五标准车用汽柴油的时间由原定的 2018 年 1 月，提前至 2017 年 1 月。三是增加高标准普通柴油供应，分别从 2017 年 7 月和 2018 年 1 月起，在全国全面供应国 IV、国 V 标准普通柴油。

我们认为国 V 标准的加快实施，体现出整个社会对于环保的逐渐重视，也使目前主流无铅汽油添加剂 MTBE 市场需求进一步扩大，促进公司相关业务发展。

### 3. 盈利预测与投资建议

假设 1: MTBE 受益于油品升级需求缓步增长，毛利率逐渐升高，15-17 年分别为 2.2%、2.7%、2.9%。

假设 2: 碳酸二甲酯类和其他碳酸酯类产品随着新能源汽车的放量，16-17 年销量保持 25%和 20%左右的较快速度增长，毛利率也随着公司的产品结构调整略有上升。

假设 3: 混合芳烃和油类产品随着公司主要生产装置复产，16 年销量恢复至 2014 年水平，毛利率小幅下滑。

根据以上假设，我们预测公司分产品收入成本如下：

表 3: 分产品业绩预测

		2014A	2015E	2016E	2017E
MTBE	收入(百万元)	1,889.75	1,133.85	1,870.85	2,151.48
	yoy	4.65%	-40.00%	65.00%	15.00%
	成本(百万元)	1,857.05	1,108.91	1,820.34	2,089.09
	毛利率(%)	1.73%	2.20%	2.70%	2.90%
碳酸二甲酯	收入(百万元)	1,454.59	1,090.94	1,363.67	1,636.41
	yoy	14.54%	-25.00%	25.00%	20.00%
	成本(百万元)	1,175.26	916.39	1,118.21	1,341.86
	毛利率(%)	19.20%	16.00%	18.00%	18.00%

		2014A	2015E	2016E	2017E
液化气	收入(百万元)	668.84	234.09	244.63	256.86
	yoy	10.92%	-65.00%	4.50%	5.00%
	成本(百万元)	654.38	229.18	239.24	251.21
	毛利率(%)	2.16%	2.10%	2.20%	2.20%
其他碳酸酯类	收入(百万元)	-	251.00	288.65	317.52
	yoy	-	-	15.00%	10.00%
	成本(百万元)	-	183.23	209.27	229.88
	毛利率(%)	-	27.00%	27.50%	27.60%
混合芳烃	收入(百万元)	522.41	78.36	129.30	142.22
	yoy	-28.73%	-85.00%	65.00%	10.00%
	成本(百万元)	544.15	76.09	126.19	139.52
	毛利率(%)	-4.16%	2.90%	2.40%	1.90%
油类	收入(百万元)	369.32	92.33	147.73	162.50
	yoy	-22.33%	-75.00%	60.00%	10.00%
	成本(百万元)	383.21	90.30	144.63	159.25
	毛利率(%)	-3.76%	2.20%	2.10%	2.00%
环氧丙烷系列	收入(百万元)	103.31	51.66	64.57	74.26
	yoy	46.24%	-50.00%	25.00%	15.00%
	成本(百万元)	85.90	42.36	53.27	61.63
	毛利率(%)	16.85%	18.00%	17.50%	17.00%
其他	收入(百万元)	42.68	21.34	32.01	38.41
	yoy	52.45%	-50.00%	50.00%	20.00%
	成本(百万元)	40.31	20.63	30.98	37.22
	毛利率(%)	5.55%	3.30%	3.20%	3.10%

数据来源：公司公告，西南证券

我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.34 元、0.60 元和 0.80 元，对应的动态 PE 分别为 83 倍、47 倍和 36 倍。随着油价逐步企稳以及主要生产装置复产，公司明年业绩将触底反弹，后续随着募投项目 5 万吨碳酸二甲酯的逐步投产，公司主业将保持稳定增长态势，首次覆盖给予公司“增持”评级。

## 4. 风险提示

- 1) 原油价格波动的风险；
- 2) 新能源汽车市场需求不及预期的风险；
- 3) 碳交易市场建设不及预期的风险。

**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	5129.83	2999.73	4206.13	4854.35	净利润	51.47	74.85	127.12	169.54
营业成本	4817.34	2708.76	3800.63	4377.01	折旧与摊销	160.58	123.52	139.70	157.28
营业税金及附加	11.13	11.10	14.72	15.53	财务费用	62.92	35.99	46.06	56.06
销售费用	57.42	56.09	77.81	84.95	资产减值损失	67.16	12.50	10.00	9.00
管理费用	50.70	80.99	96.74	97.09	经营营运资本变动	66.66	202.39	-91.99	-46.56
财务费用	62.92	35.99	46.06	56.06	其他	8.87	-34.95	-6.23	-7.11
资产减值损失	67.16	12.50	10.00	9.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>417.64</b>	<b>414.31</b>	<b>224.65</b>	<b>338.22</b>
投资收益	0.93	0.00	0.00	0.00	资本支出	26.39	-300.00	-300.00	-300.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-197.66	4.38	-5.83	-5.18
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>	<b>-171.27</b>	<b>-295.62</b>	<b>-305.83</b>	<b>-305.18</b>
<b>营业利润</b>	<b>64.09</b>	<b>94.28</b>	<b>160.17</b>	<b>214.71</b>	短期借款	-82.30	95.41	255.81	106.61
其他非经营损益	1.70	1.40	2.33	2.02	长期借款	-265.18	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>65.79</b>	<b>95.68</b>	<b>162.50</b>	<b>216.73</b>	股权融资	0.00	329.93	0.00	0.00
所得税	14.32	20.83	35.38	47.19	支付股利	0.00	-4.25	-9.03	-19.62
净利润	51.47	74.85	127.12	169.54	其他	100.00	-341.95	-44.96	-55.20
少数股东损益	8.93	5.40	4.50	7.60	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-247.49</b>	<b>79.14</b>	<b>201.81</b>	<b>31.79</b>
归属母公司股东净利润	42.53	69.45	122.62	161.94	<b>现金流量净额</b>	<b>-1.12</b>	<b>197.82</b>	<b>120.64</b>	<b>64.82</b>
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	102.15	299.97	420.61	485.44	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	261.15	140.53	199.14	231.66	销售收入增长率	2.57%	-41.52%	40.22%	15.41%
存货	350.79	199.42	285.69	331.32	营业利润增长率	-47.89%	47.12%	69.87%	34.05%
其他流动资产	0.12	0.07	0.09	0.11	净利润增长率	-50.96%	45.44%	69.83%	33.37%
长期股权投资	2.17	2.17	2.17	2.17	EBITDA 增长率	-17.46%	-11.75%	36.30%	23.74%
投资性房地产	28.67	20.89	22.32	22.90	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1256.82	1435.53	1598.06	1743.01	毛利率	6.09%	9.70%	9.64%	9.83%
无形资产和开发支出	95.25	93.02	90.79	88.57	三费率	3.33%	5.77%	5.25%	4.90%
其他非流动资产	7.37	10.76	15.16	19.75	净利率	1.00%	2.50%	3.02%	3.49%
<b>资产总计</b>	<b>2104.47</b>	<b>2202.36</b>	<b>2634.04</b>	<b>2924.92</b>	ROE	4.95%	5.42%	8.49%	10.29%
短期借款	537.70	633.11	888.92	995.53	ROA	2.45%	3.40%	4.83%	5.80%
应付和预收款项	236.61	152.52	205.06	236.37	ROIC	4.36%	4.84%	7.39%	8.50%
长期借款	18.86	18.86	18.86	18.86	EBITDA/销售收入	5.61%	8.46%	8.22%	8.82%
其他负债	271.48	17.99	23.24	26.28	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1064.65</b>	<b>822.48</b>	<b>1136.08</b>	<b>1277.04</b>	总资产周转率	2.37	1.39	1.74	1.75
股本	152.00	202.68	202.68	202.68	固定资产周转率	4.22	2.43	3.09	3.25
资本公积	176.66	455.90	455.90	455.90	应收账款周转率	38.70	25.91	44.29	39.94
留存收益	600.58	665.78	779.36	921.69	存货周转率	10.65	8.73	14.17	12.99
归属母公司股东权益	989.71	1324.36	1437.95	1580.27	销售商品/劳务收到的现金/营业收入	113.71%	—	—	—
少数股东权益	50.12	55.52	60.02	67.62	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1039.83</b>	<b>1379.88</b>	<b>1497.96</b>	<b>1647.88</b>	资产负债率	50.59%	37.35%	43.13%	43.66%
负债和股东权益合计	2104.47	2202.36	2634.04	2924.92	带息债务/总负债	52.28%	79.27%	79.90%	79.43%
					流动比率	0.69	0.80	0.82	0.84
					速动比率	0.35	0.55	0.56	0.57
					股利支付率	0.00%	6.12%	7.36%	12.11%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	287.58	253.80	345.92	428.05	每股收益	0.21	0.34	0.60	0.80
PE	136.15	83.38	47.23	35.76	每股净资产	5.13	6.81	7.39	8.13
PB	5.57	4.20	3.87	3.51	每股经营现金	2.06	2.04	1.11	1.67
PS	1.13	1.93	1.38	1.19	每股股利	0.00	0.02	0.04	0.10
EV/EBITDA	17.21	23.91	17.91	14.56					
股息率	0.00%	0.07%	0.16%	0.34%					

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](mailto: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

蒋诗峰（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

[jsf@swsc.com.cn](mailto:jsf@swsc.com.cn)

罗月江

021-68413856

13632421656

[lyj@swsc.com.cn](mailto:lyj@swsc.com.cn)

赵慧妍

021-68411030

13681828682

[zhhy@swsc.com.cn](mailto:zhhy@swsc.com.cn)

### 北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

[zjia@swsc.com.cn](mailto:zjia@swsc.com.cn)

陆铂锡

010-57631175

13520109430

[lbx@swsc.com.cn](mailto:lbx@swsc.com.cn)

曾毅

010-57631077

15810333856

[zengyi@swsc.com.cn](mailto:zengyi@swsc.com.cn)

### 深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

[liuj@swsc.com.cn](mailto:liuj@swsc.com.cn)

张婷

0755-26673231

13530267171

[zhangt@swsc.com.cn](mailto:zhangt@swsc.com.cn)

罗聪

0755-26892557

15219509150

[luoc@swsc.com.cn](mailto:luoc@swsc.com.cn)

傅友

0755-26833581

13691651380

[fuy@swsc.com.cn](mailto:fuy@swsc.com.cn)