


 废弃资源综合利用业  
万容科技(833311)

## 技术领先的固废处理全产业链公司

### 投资评级 买入

目标价格: 13.00

报告日期	2016/4/29
上市/挂牌日期	2015-08-20
转让方式	做市转让
总股本(百万股)	65.00
流通股本(百万股)	41.39

#### 九州证券新三板研究团队

##### 林红垒

证书编号: S1350515120002

Email: linhonglei@jzsec.com

##### 熊波

证书编号: S1350115080055

Email: xiongbo@jzsec.com

##### 王朗其

证书编号: S1350515070001

Email: wanglq@jzsec.com

##### 徐曼

证书编号: S1350115090051

Email: xuman@jzsec.com

##### 夏利

证书编号: S1350115110031

Email: xiali@jzsec.com

##### 汪晓波

证书编号: S1350115120021

Email: wangxb@jzsec.com

##### 朱艺泓

证书编号: S1350116030011

Email: zhuyihong@jzsec.com

#### 公司简况

公司主营业务为固体废物的回收、处理和再利用,主要包括生活垃圾、工业固体废物和危险物的回收、处理、资源利用和无害化处置等。

#### 定位固废处理,发展全产业链布局

公司定位于固体废物的环保处置与资源化利用产业,依托自有的环保装备研发制造核心能力,构建集“废旧电器及报废汽车回收拆解”、“产业废弃物、危险废物回收处理”、“生活垃圾资源化利用”于一体的产业体系,从处理设备、工程、运营实现全产业链布局。

#### 技术领先,未来业绩有望大幅增长

公司环保装备事业部每年开发产品十余种,年申报专利三十余项,目前已形成系列“城市矿产”开发专用设备,其中多项成果鉴定为“填补国内空白,达到世界先进水平”。危废业务增加了技术含量,并逐步投产,产能预计16年以后将翻倍,将成为公司未来业绩快速增长的一大利润来源。

#### 再生资源行业空间大、高增长

15年资源循环产业目标总产值将达到1.8万亿,占整体节能环保产业的40%,成为最重要的组成部分;其中再生资源产值达到1.2万亿。目前工业、农业废弃物综合利用率较低,拆解利用潜力巨大,行业发展尚属于早期阶段。随着经济工业的腾飞,大量产品成为现在的废弃物,废弃物产生高增长期到来。

#### 盈利预测与估值

公司2015年净利润1532万左右,同比2014年的2247万元下滑明显,但剔除2014年1400万左右的处置股权产生的投资收益,实际经营利润同比有大幅增长。预计2016年公司净利润将达到4100万左右,同比大幅增长。对应2016年估值为15倍左右,估值优势明显,建议关注。

#### 风险提示

若宏观经济恶化,致下游需求下滑的风险。

#### 财务和估值数据摘要

单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	330.52	291.41	461.00	576.00	633.00
增长率(%)	78.64%	-11.83%	58.19%	24.95%	9.90%
归属母公司股东净利润	24.49	11.17	41.29	45.03	51.88
增长率	1.81	-0.54	2.70	0.09	0.15
每股收益(EPS)	0.38	0.17	0.64	0.69	0.80
市盈率(P/E)	25.42	55.73	15.08	13.83	12.00
市净率(P/B)	2.48	2.08	1.83	1.62	1.42
EV/EBITDA	14.75	20.69	10.75	8.70	8.58

数据来源:wind资讯,九州证券



## 目录

一、公司概况.....	3
二、公司现有业务分析.....	4
三、业绩预测及估值.....	8
四、风险提示.....	9

## 图目录

图 1：2015 年公司各业务毛利率.....	3
图 2：2015 年公司收入结构（万元）.....	3
图 3：2015 年公司毛利构成（万元）.....	3

## 表格目录

表 1：公司股权结构.....	4
表 2：公司环保装备一览.....	4
表 3：公司装备业务经营情况（万元）.....	5
表 4：危险废物经营许可资质.....	6
表 5：公司各子公司为废处理能力.....	6
表 6：公司危废处理业务经营情况.....	7
表 7：公司电子、汽车处理业务盈利情况（万元）.....	7
表 8：同类公司比较.....	9
表 9：财务报表预测（百万元）.....	10



## 一、公司概况

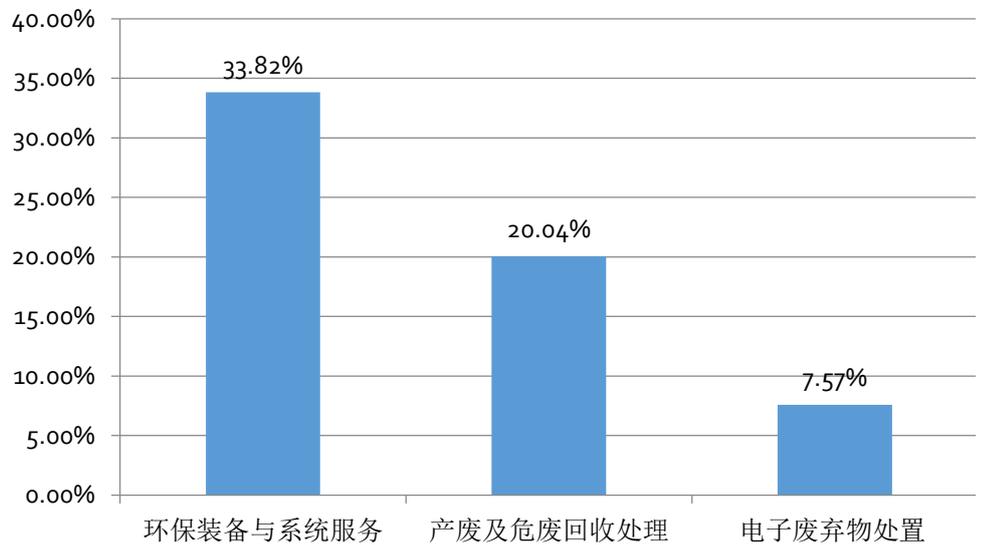
公司主营业务为固体废物的回收、处理和再利用，主要包括生活垃圾、工业固体废物和危险物的回收、处理、资源利用和无害化处置等。

公司定位于固体废物的环保处置与资源化利用产业，依托自有的环保装备研发制造核心能力，逐步构建集“废旧电器及报废汽车回收拆解”、“产业废弃物、危险废物及生活垃圾资源化利用”于一体的循环经济产业体系。

公司主要业务为环保装备与系统服务、产废及危废回收处理及电子废弃物处置三块业务。

其中，环保装备的销售与系统服务毛利率最高，为 33.82%；电子废弃物处置毛利率为 7.57%；产废及危废回收处理毛利率为 20.04%。

图 1：2015 年公司各业务毛利率



数据来源：公司公告

图 2：2015 年公司收入结构（万元）

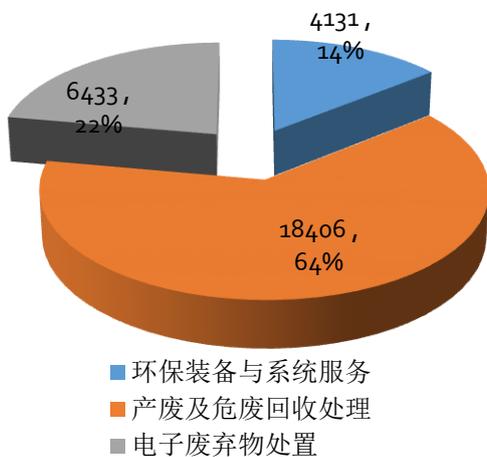
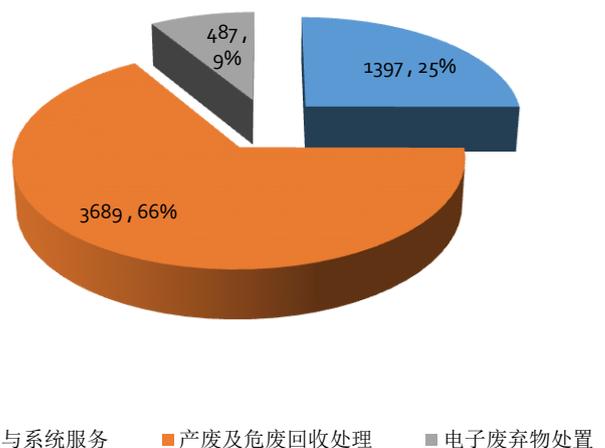


图 3：2015 年公司毛利构成（万元）



数据来源：万容科技

2015 年，公司主营收入 2.90 亿元，其中收入主要来自产废及危废回收处理，为 1.84 亿元，占 64%；电子废弃物处置为 0.64 亿元，占比 22%；环保装



备与系统服务收入 0.41 亿元，占比 14%。从毛利占比来看，产废及危废回收处理、电子废弃物处置及环保装备与系统服务毛利占比分别为 66%、25%及 9%。

明果英先生担任公司董事长、法定代表人，直接持有公司 4.62%的股权，持有控股股东湖南万容包装有限公司 47.50%的股权，持有公司股东湖南绿金时代股权投资管理合伙企业 44.44%的股权（有限合伙人），共计实际持有公司 49.85%的股权，为公司的法定代表人。

表 1：公司股权结构

股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
湖南万容包装有限公司	29,400,000	45.2300
康佳集团股份有限公司	6,760,940	10.4000
湖南金科投资担保有限公司	6,000,000	9.2300
上海力鼎投资管理有限公司	5,841,000	8.9900
湖南绿金时代股权投资管理合伙企业(有限合伙)	4,150,000	6.3800
宁波智度德成股权投资中心(有限合伙)	3,009,000	4.6300
明果英	3,000,000	4.6200
周军	1,050,000	1.6200
肖波	900,000	1.3800
陈德湘	850,000	1.3100
合计	60,960,940	93.79

数据来源：公司公告

## 二、公司现有业务分析

公司定位于固体废物的环保处置与资源化利用产业，依托自有的环保装备研发制造核心能力，构建集“废旧电器及报废汽车回收拆解”、“产业废弃物、危险废物回收处理”、“生活垃圾资源化利用”于一体的产业体系，从处理设备、工程、运营实现全产业链布局。

### （一）环保装备制造业务

#### 1、公司主要产品

公司环保装备事业部每年开发产品十余种，年申报专利三十余项，目前已形成系列“城市矿产”开发专用设备，其中“废旧冰箱无害化处理及资源回收设备”、“报废汽车车身整体破碎及综合回收设备”、“废印制电路板粉碎分离设备”三项产品均通过工业和信息化部组织的科技成果鉴定，鉴定结论为“填补国内空白，达到世界先进水平”。公司目前主要环保系列设备如下：

表 2：公司环保装备一览

系列	设备	用途
废弃电器电子产品拆解设备	废旧线路板处理设备	主要适用于废旧电视、电脑、洗衣机等拆解下来的线路板进行分选处理回收的一体化自动设备。
	废旧冰箱无害化处理及资源回收设备	废旧冰箱无害化处理及资源回收设备，是废旧冰箱、冰柜等含制冷剂家电产品的拆解处理成套装备。包括预处理工位、抽氟工位、一次整机破碎、二次粉碎分离、资源分类回收装置等。
	废旧手机拆解生产线	该生产线专用于废旧手机的无害化处理及资源回收。
	电视、电脑拆解生产线	电视、电脑拆解生产线是针对废旧电视、电脑、显示器等进行拆解、物料分类回收的专用设备。设备采用智能物流输送及人工辅助拆解的工艺，将整机拆解为五金材料、塑料、线缆、CRT、电路板等再生物料。
	液晶面板拆解工作台	液晶面板拆解工作台是用于废旧液晶电视、电脑、小家电等电器电子设备的防尘、防有害气体外溢的专业拆解设备。



	CRT 屏锥玻璃分离设备	CRT 处理线是废旧电视、电脑 CRT 的拆解处理成套设备。该设备集成 CRT 防爆带切除、绝缘胶削除和屏、锥玻璃分离、屏内荧光粉收集等工序，实现一体化处理操作，环保、安全、高效。
报废汽车拆解设备	报废汽车一站式预处理/精细化拆解平台	本平台既可做报废汽车预处理同时也可做报废汽车精细化拆解，减少报废汽车预处理拆解运转成本。配备悬臂吊、分类储油罐及工具柜，摆脱以往报废汽车拆解现场凌乱不堪的困扰，使用更安全高效。
	汽车翻转平台	汽车翻转平台适用于 2.5 吨以下的报废小型货车、报废轿车的翻转作业。
	汽车升降平台	升降平台适用于 2.5 吨以下的报废小型货车、报废轿车的升降作业。
	电力型/柴油型—报废汽车快速解体机	报废汽车快速解体机主要用于无零部件再制造价值报废汽车的快速解体，处理过程全部实现机械化，可对汽车车身、轮胎、发动机和其他部件作快速拆除，为车身破碎分选、废钢加工和其他资源再生利用提供原料。
	车架剪切机	废钢大力剪主要应用于中大型报废汽车、报废钢材、报废厂房的移动式快速剪断拆解。
	报废汽车车身破碎分选与废钢加工一体化设备	世界首创的报废汽车车身破碎分选与废钢加工一体化设备，仅需 3 到 5 分钟，一辆报废汽车历经多道工序，就可以直接产生钢铁、有色金属、电线、塑料、橡胶等多种再生资源。
废钢加工系列设备	大、中型废钢破碎分选加工生产线	世界首创的大型废钢破碎分选加工生产线，采用多级破碎和分选技术，可实现各类轻薄型废钢、中型废钢的破碎分选，产品为入炉精料。
	小型废钢破碎线	主要应用于薄壁容器破碎加工。
	废钢大力剪	主要应用于大型机械设备、报废钢材、报废厂房的移动式快速剪断拆解。

数据来源：公司公告

公司设备工程安装案例丰富，包括：武汉荆门格林美、江西格林美电子废弃物处理工厂、江西中再生废旧家电回收拆解处理厂、河南恒昌区域性大型再生资源回收利用基地、中国玉成（凤阳）报废汽车循环经济产业园、兰州市利源报废汽车回收中心等。

## 2、2015 年业绩暂时低迷，16 年新产能新产品投放，业绩迎来反转

2015 年装备板块收入略有下滑，但毛利率有所回升。

表 3：公司装备业务经营情况（万元）

	收入	毛利	毛利率
2013 年	2,456.28	926.87	37.70%
2014 年	4,174.17	1,197.57	28.69%
2015 年	4131	1397	33.82%

数据来源：公司公告

2016 年环保装备和系统服务业务方面，预计原有产品销售将新增国际市场订单。投资额 1.5 亿的长沙环保装备制造基地 2016 年迎来投产。新推出的生活垃圾项目 EPC 总包和 RDF（Refuse Derived Fuel 废弃物衍生燃料，是一种把可燃性垃圾进行固体燃料化，加工成热值更高、更稳定的燃料的垃圾处理方法）制备成套设备等新品市场也将迎来爆发式增长，预计 EPC 项目将签订 5 个订单。将成为公司 2016 年业绩最大的贡献点。

目前垃圾处理主要是焚烧，如维尔利等纷纷在大城市布局。但公司的处理途径是分解利用，适用于广大中心城镇（小城镇日处理垃圾 500 吨以下，焚烧发电不经济），且可以避免填埋场建设投资，未来前景更为广阔。公司技术已经研发 3-4 年，目前中试效果良好，成为国内率先产业化的企业。公司今年签订的 5 个 EPC 工程公司不仅提供工程服务及设备销售，还将参股参与后续的经营，以期获得稳定的利润回报。



## (二) 产业废弃物、危险废物处置

产废及危废回收处理业务是指公司对复杂危险废弃物和工业废水进行无害化处理和资源化利用，提取回收铜、锡等金属资源转卖给制铅企业、钢铁制造企业，从而获得利润。

公司开创“企业资源环境管理服务”模式，与机械、电器、通讯产品制造企业及集中工业园区合作开展产业废弃物、危险废弃物回收处置服务，先后建成东莞、深圳、无锡、长沙等专业处置基地。

表 4：危险废物经营许可资质

可处置危险废物类别	危险废物来源	废物处置方法	资源化利用
HW08 废矿物油类	废矿物油、含油污泥、含油抹布手套等、石蜡油脂类、油水分离设施产生的污泥等	含油污泥中含有大量的苯系物、酚类、萘、芘等有恶臭的有毒物质，进行收集贮存	协同技术成熟企业进行此类危险废弃物的处理
HW09 废乳化液类	水压机定期更换及使用切削液进行机械加工过程中产生的油/水、烃/水混合物或乳化液	油水分离，油水分离后的水生化处理后满足废水纳管标准	与产生废乳化液的企业签订处理协议，收取处理费用，利用自身技术使对方企业废乳化液达到排放标准，创造经济效益、环境效益
HW22 含铜废物类	铜矿采选过程中集尘装置产生的粉尘、使用酸或三氯化铁进行蚀刻产生的废蚀刻液及废水处理污泥废蚀铜液、铜气化处理产生的废液及废水、污泥	提取废蚀刻液中金属资源，使废水中重金属减少	提取的金属资源作为原料销售。含镍污泥提取出的镍可用于电镀行业\电池行业等
HW49 其他废物类	废活性炭；机化工生产过程中收集的烟尘；有或直接沾染危险废物的包装物、容器、清洗杂物；在工业生产、生活和其他活动中产生的废电子电器产品、电子电气设备；铅酸电池、镉镍电池、阴极射线管等；废弃印刷电路板；离子交换装置再生过程中产生的废液和污泥	以油漆桶为例，桶进入废钢线揉碎成废钢，桶内油漆废渣进行热解变成能提供热值的燃料，经热解后危害大大降低，阴极射线管提取含铅资源；废印制电路板进入废印制电路板设备回收铜、锡等金属	公司可获得处置费用，金属资源作为原料转卖给制铅企业、钢铁制造企业，金属资源纯度高

数据资料：公司公告

公司目前设有长沙、汨罗、郴州、东莞四个专业危险废弃物处置基地，拥有环保部门核准的 HW08 废矿物油类、HW09 废乳化液类、HW22 含铜废物类、HW49 其他废物类等十余类危险废物经营许可资质，在产业园区和企事业单位有多年的从业经验，目前各类危废处理能力 5 万吨左右，预计 16 年以后将达到 10 万吨处理能力。

表 5：公司各子公司为废处理能力

子公司	处理范围	处理能力
汨罗万容	HW49	20000 吨/年
郴州万容	HW49	10000 吨/年
东莞万荣	HW49	10500 吨/年
汨罗绿岩	HW17、HW34	1500 吨/季度
电废中心	HW08、HW22、HW49	1000 吨/季度

数据来源：公司公告

2015 年，公司危废业务收入达到 1.84 亿元，同比增长 42%，毛利率由 2014



年的 12.73%大幅提升至 20.04%，主要原因是公司布局的危废项目在下半年逐步投产，产能增加，且增加了技术含量高、毛利率较高的业务，如热解处理高分子危废等。

表 6：公司危废处理业务经营情况

	收入	毛利	毛利率
2015 年	18406	3689	20.04%
2014 年	12,940.16	1,647.68	12.73%
2013 年	9,079.23	710.54	7.80%

热解是指在缺氧或少量氧气存在条件下，将有机物质加热至一定温度下（一般为 350 至 900℃）使之分解，转化成有用的燃料或化工原料的基本热化学过程。采用热解技术处理危废，不仅能回收危废中的金属，同时也能实现树脂、玻璃纤维等非金属成分的资源化回收。

危废业务将成为公司未来业绩快速增长的另一大利润来源。公司新投产的 4 万吨处理产能集中于高分子危废处理（废塑料、废轮胎、有机树脂废物等），毛利可达到 40-70%，远高于此前金属处理不到 20%的毛利率。估算，2015 年公司高分子危废产品不足 10%，随着新产能的释放高盈利能力的业务占比将快速提升。

### （三）废弃电器电子产品及报废汽车回收拆解

公司将废弃家电、报废汽车拆解为有色金属、废钢、塑料、橡胶、玻璃、电子元器件、危险废弃物等产物，作为相关生产企业的原料，实现循环利用。公司拆解产物的下游客户包括有色金属冶炼企业、塑料制品企业、钢铁企业等。

在废弃电器电子产品及报废汽车回收拆解方面，公司在湖南郴州、汨罗、长沙投资建设了三个加工处理基地，并建立相应的回收网络体系。其中“汨罗万容电子废弃物处理有限公司”获得“废弃电器电子产品基金补贴定点企业”，年拆解量稳定在 100 万台以上。“汨罗市三雄报废汽车回收拆解有限公司”是国内较早建成的报废汽车机械化拆解示范基地及湖南省第一个废钢铁加工配送中心，产能 2 万吨/年。

公司目前的废弃电器电子产品规范拆解量位居湖南省第二位。省内主要同类企业有同力电子（已被启迪桑德收购，年处理能力 235.9 万台）、湖南绿色再生资源（年处理能力 188 万台）、汨罗万容（年处理能力 180 万台）、株洲凯天环保（年处理能力 120 万台）。2014 年上半年公司在湖南省的拆解市场占有率为 30.08%，在全国 107 家拆解企业中排名前二十。公司家电拆解按《废弃电器电子产品处理基金征收使用管理办法》的拆解标准及补贴标准进行拆解及补贴申报工作。

表 7：公司电子、汽车处理业务盈利情况（万元）

	收入	毛利	毛利率
2013 年	6,363.99	1,056.57	16.60%
2014 年	15,678.19	2,943.27	18.77%
2015 年	6433	487	7.57%

数据来源：公司公告

2014 年度电子废弃物处置的毛利较 2013 年度略有上升，主要是由于废旧电器电子产品拆解基金补贴政策的出台，促进了废旧电器电子产品拆解行业的发展，公司废弃电器电子产品回收拆解数量增加，补贴基金收入增加。与



此同时，报告期内拆解材料回收成本基本保持稳定，故电子废弃物处置业务毛利率略有上升。

根据《废弃电器电子产品处理基金征收使用管理办法》中基金补贴标准确认的单台收入（基金补贴标准为：电视机 85 元/台、电冰箱 80 元/台、洗衣机 35 元/台、房间空调器 35 元/台、微型计算机 85 元/台），按省级环保部门审核后确定可申请基金补贴的废弃电器电子产品的拆解数量乘以对应的各品类单台次补贴标准作为相应收入确认数值。

2015 年公司该板块收入较上年减少、毛利率大幅下降的主要原因是：

- 1) 公司在上半年融资到位前，因国家基金补贴到位较晚，资金压力较大，为减少资金占用，主动减少了回收拆解量；
- 2) 公司改变回收策略，减少向“黄牛党”收货，导致短期回收数量降低，通过设立直营回收网点 34 个，每月回收数量已达 6 万台，且回收质量得到了保证；
- 3) 公司调整报废家电回收结构，减少了毛利较低的电视机品种回收数量，增加了毛利较高的冰箱等产品的回收数量。

未来公司该业务将反转，主要在于 2016 年国家基金补贴的个别标准大幅提升，且废弃电器电子产品从 5 类（“四机一脑”）增加至 14 类，将促使废弃电器电子产品处理行业回暖；随着公司自建网点回收渠道的增加和稳定（争取实现自营回收网点回收比例达到 30% 以上），公司回收能力将大幅提升；增加一条冰箱处置生产线，处置产能将增加 1 倍以上。

2015 年 11 月 26 日，为合理引导废弃电器电子产品回收处理，加快提升行业技术水平和整体效率，根据废弃电器电子产品回收处理成本和收益变化情况，财政部、环境保护部、国家发展和改革委员会、工业和信息化部四部委发布新版废弃电器电子产品处理基金补贴标准。新标准已于 2016 年 1 月 1 日起正式施行。

此次新版补贴标准调整主要是：电视机和电脑的补贴标准根据不同型号从 85 元/台下降到 60 元/台或 70 元/台；洗衣机大部分型号上调 10 元至 45 元/台；对空调的补贴则由原来的 35 元/台大幅上调至 130 元/台。

另外，已确定 2016 年 3 月 1 日将被纳入废弃电器电子产品处理基金征收范围的吸油烟机、电热水器、燃气热水器等。

#### （四）生活垃圾处理

利用 RDF 制备和热解等核心技术切入生活垃圾处理，公司已签署县级生活垃圾综合处理项目，并正与国内生活垃圾处理运营商开展技术服务、运营服务等深度合作。

第三代生活垃圾生态处置技术。该技术是继填埋和焚烧后的第三代垃圾处理技术，该技术以城乡生活垃圾、工业废弃物和农林废弃物为三大来源，以垃圾衍生燃料为产品形式，以能源化转换为主要途径，是真正实现变废为宝，化害为利的资源化利用与综合处置模式。该技术适用于各种规模的垃圾处理，并可就近处理，在环保和运营成本方面都有显著优势。

### 三、业绩预测及估值

公司 2015 年净利润 1532 万左右，同比 2014 年的 2247 万元下滑明显，但剔除 2014 年 1400 万左右的处置股权产生的投资收益，实际经营利润同比有大幅增长。

综合之前我们对公司各板块的盈利测算，预计 2016 年公司净利润将达到



4100 万左右，同比大幅增长。对应 2016 年估值为 15 倍左右，估值优势明显，建议关注。

表 8：同类公司比较（2015 年，百万元）

证券代码	证券简称	收入	归属净利润	ROE(加权)	ROIC	PE(TTM)	PB(LF)	预测 PE2016
002672.SZ	东江环保	2,403	333	12.8	7.4	43.2	5.2	32.2
300190.SZ	维尔利	961	121	7.9	6.5	55.7	4.5	33.8
002340.SZ	格林美	5,117	154	3.4	1.3	103.6	2.4	41.3
000826.SZ	启迪桑德	6,341	931	16.5	10.9	27.5	3.8	23.1

数据来源：wind 资讯

#### 四、风险提示

宏观经济恶化的风险。



表9：财务报表预测（百万元）

利润表						现金流量表					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	330.5	291.4	461.0	576.0	633.0	经营性现金净流	-16.97	63.10	-94.91	138.58	-34.22
减：营业成本	272.4	235.8	311.0	402.0	441.0	投资性现金净流	20.38	-17.70	0.00	0.00	0.00
营业税金及附加	1.52	1.27	2.02	2.52	2.77	筹资性现金净流	-10.62	-15.57	76.47	-137.4	34.79
营业费用	11.31	10.79	17.06	21.32	23.43	<b>现金流量净额</b>	<b>-7.21</b>	<b>29.83</b>	<b>-18.44</b>	<b>1.15</b>	<b>0.57</b>
管理费用	30.80	32.39	43.80	54.72	60.14	财务分析					
财务费用	10.22	8.52	20.51	22.79	21.96		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
资产减值损失	4.66	2.07	0.00	0.00	0.00	<b>收益率</b>					
加：投资收益	14.12	-0.29	0.00	0.00	0.00	毛利率	17.56%	19.07%	32.54%	30.21%	30.33%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	三费/销售收入	15.83%	17.74%	17.65%	17.16%	16.67%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT/销售收入	10.71%	5.66%	15.98%	13.65%	13.77%
<b>营业利润</b>	<b>13.66</b>	<b>0.23</b>	<b>66.62</b>	<b>72.65</b>	<b>83.71</b>	EBITDA/销售收	15.21%	11.75%	16.70%	14.23%	14.19%
加：其他非经营损益	11.76	16.27	0.00	0.00	0.00	销售净利率	6.80%	5.26%	12.28%	10.72%	11.24%
<b>利润总额</b>	<b>25.42</b>	<b>16.50</b>	<b>66.62</b>	<b>72.65</b>	<b>83.71</b>	<b>资产获利率</b>					
减：所得税	2.94	1.17	9.99	10.90	12.56	ROE	9.75%	3.73%	12.13%	11.68%	11.86%
<b>净利润</b>	<b>22.47</b>	<b>15.32</b>	<b>56.63</b>	<b>61.76</b>	<b>71.15</b>	ROA	6.56%	3.09%	9.97%	11.65%	10.75%
减：少数股东损益	-2.02	4.15	15.34	16.73	19.27	ROIC	5.00%	-0.23%	16.26%	12.25%	15.58%
<b>归属母公司股东净利</b>	<b>24.49</b>	<b>11.17</b>	<b>41.29</b>	<b>45.03</b>	<b>51.88</b>	<b>增长率</b>					
资产负债表						销售收入增长率	78.64%	-11.83	58.19%	24.95%	9.90%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	EBIT 增长率	131.30	-53.38	346.46	6.73%	10.89%
货币资金	-0.53	23.05	4.61	5.76	6.33	EBITDA 增长率	68.14%	-31.90	124.89	6.43%	9.57%
应收和预付款项	147.1	95.15	270.3	190.1	315.6	净利润增长率	164.37	-31.81	269.54	9.06%	15.22%
存货	88.64	94.52	147.0	165.1	177.2	总资产增长率	1.04%	-1.16%	38.61%	-8.68%	20.08%
其他流动资产	0.89	0.69	0.69	0.69	0.69	股东权益增长率	10.85%	19.14%	13.80%	13.22%	13.46%
长期股权投资	17.09	16.83	16.83	16.83	16.83	<b>资本结构</b>					
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	52.38%	42.02%	50.51%	36.66%	38.47%
固定资产和在建工程	174.4	186.0	184.8	183.5	182.3	带息债务/总负	56.88%	42.84%	48.08%	19.41%	27.67%
无形资产和开发支出	105.4	115.4	114.0	112.7	111.3	流动比率	91.63%	97.86%	115.06	149.88	163.50
其他非流动资产	6.32	1.44	0.72	0.00	0.00	速动比率	56.89%	54.20%	74.85%	81.16%	105.30
<b>资产总计</b>	<b>539.4</b>	<b>533.2</b>	<b>739.0</b>	<b>674.9</b>	<b>810.4</b>	<b>资产管理效率</b>					
短期借款	135.9	90.00	173.5	42.03	80.27	总资产周转率	0.61	0.55	0.62	0.85	0.78
应付和预收款项	105.0	109.2	175.0	180.5	206.7	固定资产周转率	2.52	1.68	2.49	3.14	3.47
长期借款	24.80	6.00	6.00	6.00	6.00	应收账款周转率	3.53	5.41	2.57	5.14	3.04
其他负债	16.80	18.80	18.80	18.80	18.80	存货周转率	3.07	2.50	2.12	2.43	2.49
<b>负债合计</b>	<b>282.5</b>	<b>224.0</b>	<b>373.3</b>	<b>247.4</b>	<b>311.8</b>	业绩和估值指标					
股本	60.00	65.00	65.00	65.00	65.00		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
资本公积	105.5	137.4	137.4	137.4	137.4	EBITDA	50.27	34.24	77.00	81.95	89.79
留存收益	85.60	96.77	138.0	183.0	234.9	PE	25.42	55.73	15.08	13.83	12.00
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>251.1</b>	<b>299.1</b>	<b>340.4</b>	<b>385.5</b>	<b>437.3</b>	PEG	1.13	0.83	0.06	1.53	0.79
少数股东权益	5.81	9.96	25.30	42.03	61.30	PB	2.48	2.08	1.83	1.62	1.42
<b>股东权益合计</b>	<b>256.9</b>	<b>309.1</b>	<b>365.7</b>	<b>427.5</b>	<b>498.6</b>	EV/EBITDA	14.75	20.69	10.75	8.70	8.58
负债和股东权益合计	539.4	533.2	739.0	674.9	810.4	股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：wind 资讯，九州证券



### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

九州证券研究中心秉承九鼎集团 PE 基因，坚守价值投资理念，从整体上聚焦新三板，对三板股票覆盖面广，是国内三板研究力量最多的券商之一，目前三板团队成员包括：

**熊波**西南财经大学金融学硕士，9 年金融监管和证券从业经验，现任战略和研究中心负责人。

**林红垒**工学学士，经济学硕士，7 年证券从业经验，先后供职于广发证券研发中心、民生证券研究院、渤海海胜股权基金管理公司。三板研究领域：能源、化工、环保。

**王朗其**美国阿拉巴马大学商学院硕士，5 年证券从业经验，2010-2014 年在方正证券研究所任社会服务业分析师。三板研究领域：文化传媒及社会服务业。

**汪晓波**北京大学管理学硕士，信息技术与金融复合专业背景，曾任职于全球 100 强企业、亚太区知名金融研究机构。三板研究领域：TMT。

**徐曼英**属哥伦比亚大学经济学硕士，沈阳药科大学药事管理硕士，拥有全球 500 强医药企业从业经验。三板研究领域：医药生物。

**夏利**工学、金融学双硕士，曾先后任职于央企研究院、央企资产管理公司。三板研究领域：材料。

**朱艺泓**约翰·霍普金斯大学国际经济学硕士，中国人民大学国际政治经济学学士。三板研究领域：消费。



## 投资评级体系

类别	评级	说明
股票评级	买入	相对中标 300 指数涨幅 20%以上;
	增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间;
	持有	相对中标 300 指数涨幅介于 -10%~5%之间;
	卖出	相对中标 300 指数跌幅 10%以上;
行业评级	强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10%以上;
	中性	相对中标 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间;
	弱于大市	相对中标 300 指数跌幅 10%以上;

## 法律声明

本报告由九州证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作，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。

本报告所载内容，均基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性和完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测，仅供客户作参考之用，不构成对所述证券买卖的出价或征价。

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。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。

在任何情况下，本报告所刊载信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司或关联机构将来可能会寻求持有本报告中所提及的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会，还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。

根据法律法规要求，我公司各部门及分支机构之间已建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券并进行证券交易（**万容科技为九州证券做市股票**）。由此可能因利益冲突，产生管理风险或道德风险，请客户了解并关注相关风险，自主审慎做出投资决策并自行承担投资后果。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 联系方式

#### 机构销售：

李哲 座机 010-5767-2102 手机 13810325959

#### 研究中心：

孙霖 座机 010-5665-8738 手机 18701299522