

**投资评级：强烈推荐（维持）**
**分析师**

杨超 0755-83663214

Email:yichao@cgws.com

执业证书编号:S1070512070001

**联系人（研究助理）：**

竺艺 0755-83753659

Email:yizhu@cgws.com

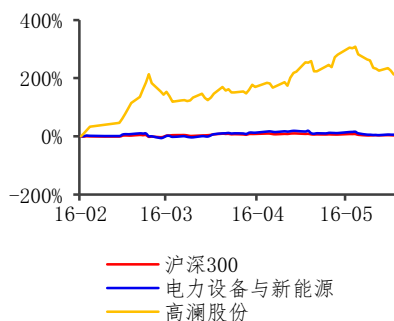
从业证书编号:S1070115060007

**市场数据**

目前股价	69.85
总市值（亿元）	46.57
流通市值（亿元）	11.64
总股本（万股）	6,667
流通股本（万股）	1,667
12个月最高/最低	94.98/15.52

**盈利预测**

	2015	2016E	2017E
营业收入	354.6	514.1	694.1
(+/-%)	25.0%	45.0%	35.0%
净利润	52.2	90.1	122.9
(+/-%)	9.5%	72.7%	36.4%
摊薄 EPS	0.78	1.35	1.84
PE	89	51	38

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

## 水冷主业前景分析

### ——高澜股份（300499）公司深度报告

**投资建议**

预计公司 2016、2017 年 EPS 分别为 1.35 元、1.84 元，对应 PE 为 51 倍、38 倍。年报和一季报显示公司当前经营状况良好。充电桩设备及运营业务发展空间广阔。直流水冷与新能源水冷业务将实现稳定增长。维持强烈推荐评级。

**投资要点**

- **年报、一季报反映公司经营状况良好：** 16 年 Q1 收入为 8927 万元，15 年 Q1 14129 万元，同比大增 116.19%。归属上市公司股东净利-347 万元，相比 15 年 Q1 的-469 万元，同比增加 25.87%。净利未能与收入同步大幅提升，与一季度上市费用有一定的关系。存货的巨额增量值得关注。
- **充电桩设备及运营发展空间广阔：** 公司增资全资子公司智网信息 4000 万元，智网信息的注册资本由 1000 万元增加到了 5000 万元，并同时扩大了经营范围，新增了充电运营、充电桩销售、汽车租赁以及零部件出售等一系列新能源汽车运营相关的项目，体现了公司发展的方向与决心。
- **直流水冷与新能源水冷增长稳定：** 直流水冷与新能源水冷业务当前进入壁垒高、增速较快、毛利率高、下游客户稳定质量高，这两项业务目前还存在进军海外预期，是公司未来发展坚定的支柱产业。
- **风险提示：** 特高压建设不达预期；水冷设备毛利下降；充电桩业务拓展受阻。

## 目录

1. 公司年报、一季报点评.....	4
2. 公司水冷主业覆盖范围广、空间大.....	5
3. 直流换流阀水冷设备介绍.....	6
3.1 直流换流阀是什么?.....	6
3.2 直流换流阀水冷设备是什么?.....	7
3.3 高澜股份在直流换流阀水冷领域积淀深厚.....	9
3.4 直流换流阀水冷系统市场空间.....	10
3.5 直流换流阀水冷系统行业格局.....	10
3.6 直流换流阀水冷业务分析.....	11
3.7 直流水冷业务的新增长点.....	13
4. 新能源水冷业务介绍.....	14
4.1 新能源水冷业务增速快.....	14
4.2 市场空间及当前占比预估.....	15
5. 切入涉核水冷领域凸显技术实力.....	16
6. 风险提示.....	18
附: 盈利预测表.....	19

## 图表目录

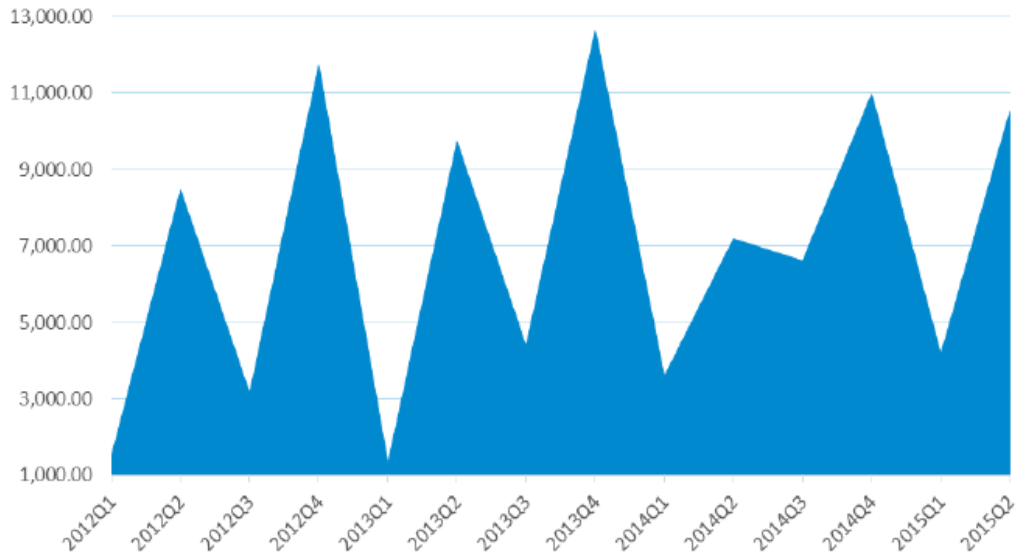
图 1:	公司分季度营收情况.....	4
图 2:	高澜股份水冷主业涉及领域.....	5
图 3:	直流换流过程.....	6
图 4:	直流换流阀.....	7
图 5:	直流换流阀水冷系统图.....	8
图 6:	直流换流阀水冷系统简图.....	8
图 7:	此处录入标题.....	14
图 8:	配套中科院聚变装置水冷系统.....	16
图 9:	中标 CAP1400 主泵变频器水冷设备.....	17
表 1:	公司主要营收项与毛利率情况.....	6
表 2:	典型直流换流阀水冷系统构成.....	9
表 3:	直流线路水冷系统需求量.....	10
表 4:	行业竞争对手.....	10
表 5:	新能源水冷业务发展情况.....	14

# 1. 公司年报、一季报点评

## ■ 无惧一季报亏损

下图所示，公司历年一季度的营收都明显偏低。16年Q1收入为8927万元，15年Q1为14129万元，同比大增116.19%。归属上市公司股东净利-347万元，相比15年Q1的-469万元，同比增加25.87%。净利未能与收入同步提升，与一季度上市费用有一定的关系。

图 1: 公司分季度营收情况



资料来源：招股说明书

## ■ 存货增幅巨大，值得重点关注

一季报显示，截止2016年Q1公司存货为1.55亿元，相较于15年Q1的0.55亿元，增加了181.58%，有了巨幅的攀升。考虑到公司主要产品的毛利率维持在40%-50%之间，存货的巨额增量值得关注。

## ■ 增资智网信息，经营范围新增充电桩销售及运营内容

公司增资全资子公司智网信息4000万元，智网信息的注册资本由1000万元增加到了5000万元，并同时扩大了经营范围，新增了充电运营、充电桩销售，以及汽车租赁等一系列新能源汽车运营相关的项目，体现了公司发展的方向与决心。

## ■ 产业基金成立助力外延式发展

公司与华夏君悦投资有限公司成立了产业基金，拟订规模2.43亿人民币，其中高澜出资5000万，占20.58%，作为劣后级有限合伙人；其他投资人出资3000万，占12.35%，作为劣后级有限合伙人。并购基金将从事与高澜主营及现有业务相关的方向并购，为公司上市后的外延并购与产业整合增加了潜力。

## 2. 公司水冷主业覆盖范围广、空间大

公司的水冷主业贡献了大量的净利，已经以及未来将涵盖输发配用等各类环节，前景广阔。当前主要的赢利点集中在风力发电水冷设备及直流输电水冷设备，未来将向核电、配电、船舶以及大型 IT 服务器水冷领域进发。国内纯水冷却设备产业处于快速成长的阶段，未来几年行业集中度将进一步提高。

图 2: 高澜股份水冷主业涉及领域



资料来源：公司招股说明书

未来纯水冷却设备将呈现一下趋势：

- ✓ 冷却对象大功率化、高功率密度的发展趋势
- ✓ 国产设备逐步替代进口设备的发展趋势
- ✓ 纯水冷却设备应用该领域及适用性不断拓展
- ✓ 国际化发展趋势

### 3. 直流换流阀水冷设备介绍

在高澜股份的财报中，其主业直流换流阀水冷设备近年毛利率持续高企，贡献大量营收和毛利。因此本报告将首先解析什么是直流换流阀，什么是直流换流阀水冷设备。

表 1: 公司主要营收项与毛利率情况

	2015 年报	2014 年报	2013 年报	2012 年报	2011 年报
<b>新能源发电水冷产品</b>					
营业收入(亿)	1.67	0.88	0.91	0.69	1.03
营业收入占比(%)	47.2%	31.07%	32.39%	27.75%	48.37%
毛利率(%)	38.77%	30.19%	26.74%	25.81%	30.33%
<b>直流水冷产品</b>					
营业收入(亿)	1.27	1.42	1.36	1.35	0.60
营业收入占比(%)	35.9%	50.08%	48.5%	54.22%	28.14%
毛利率(%)	50.16%	59.51%	59.94%	55.6%	56.31%

资料来源: iFind

#### 3.1 直流换流阀是什么？

##### ■ 直流换流阀的作用

高压直流输电将三相交流电通过换流站转换为直流电，然后通过高压直流输电线路送往另一个换流站，重新还原为三相交流电。换流站的设备需求占据整个直流输电投资规模的一半左右，而换流阀是其核心部件，占到了总投资的 10%左右。换流阀内的可控硅元件等对冷却系统的要求非常严格，而冷却效果对换流性能影响很大。

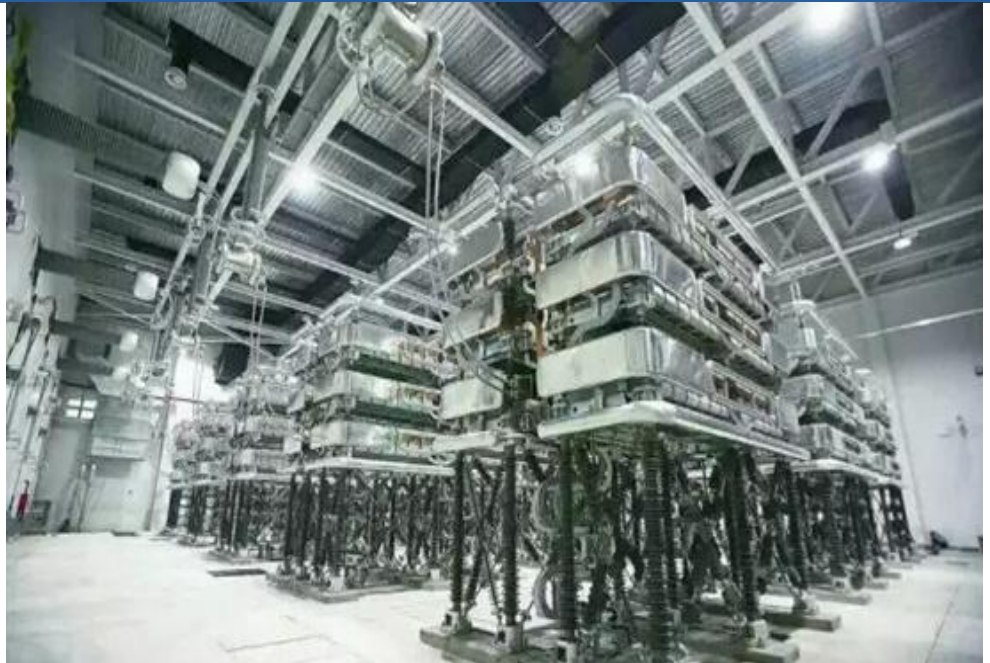
图 3: 直流换流过程



资料来源: 长城证券研究所



图 4: 直流换流阀



资料来源：公开资料

#### ■ 直流换流阀的组成

换流阀由晶闸管、阻尼电容、均压电容、阻尼电阻、均压电阻、饱和电抗器、晶闸管控制单元等零部件组成，是电力电子器件的结合。其中，晶闸管是换流阀的核心部件，它决定了换流阀的通流能力。

#### ■ 直流换流阀在国内的行业格局

直流输电技术在我国起步较晚，直流工程核心装备此前一直被国外跨国公司所垄断。从 2006 年起，特高压直流换流阀项目立项，国家电网公司开始不断加大科技投入。

国外换流阀生产厂家主要是 ABB 和西门子、阿海珐。

目前换流阀的生产能力是：中电普瑞、许继集团、西电、南瑞继保。从切入直流换流阀的时间来看，中电普瑞、西电、许继以及南瑞继保依次逐渐切入到了直流换流阀的领域，基本完成了进口替代。

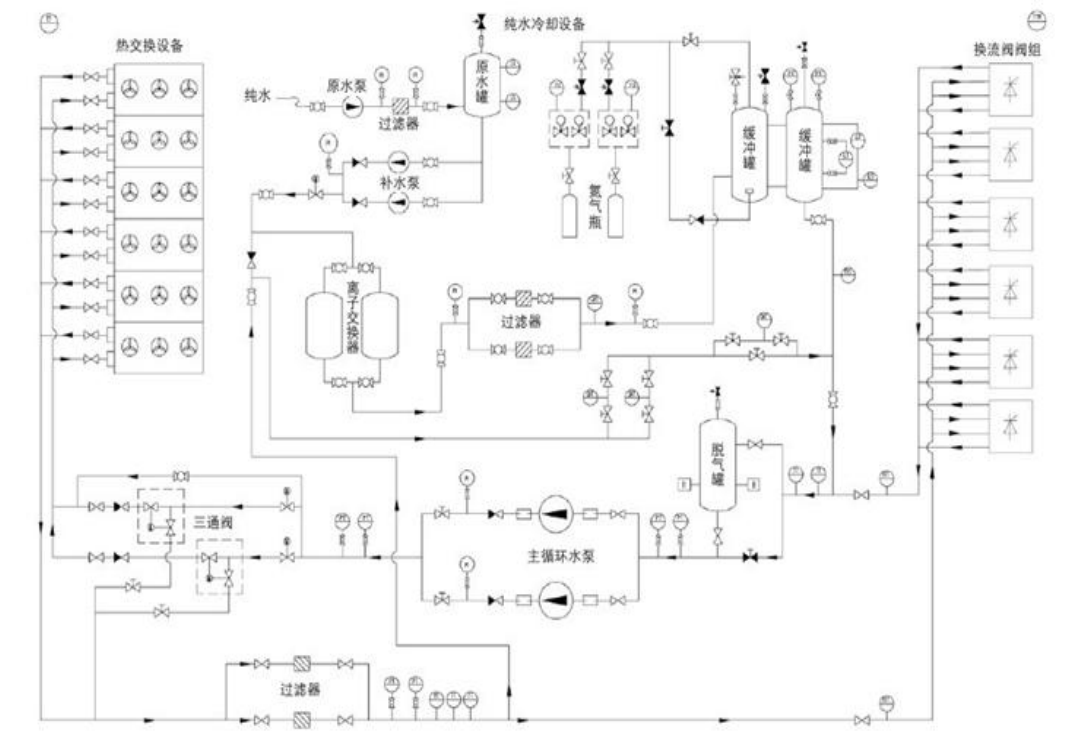
### 3.2 直流换流阀水冷设备是什么？

主要由电力电子元器件构成的直流换流阀在工作中释放出大量热量，其中的关键部件可控硅的温度不能超过 80 度，因此需要配备安全可靠的密闭式循环纯水冷却系统，对冷却水温度、流量、水质等指标精确调控，实现系统的控制与保护及通讯功能。

此外水冷系统还需要充当结构件承压，还需导电，和终身的质保。

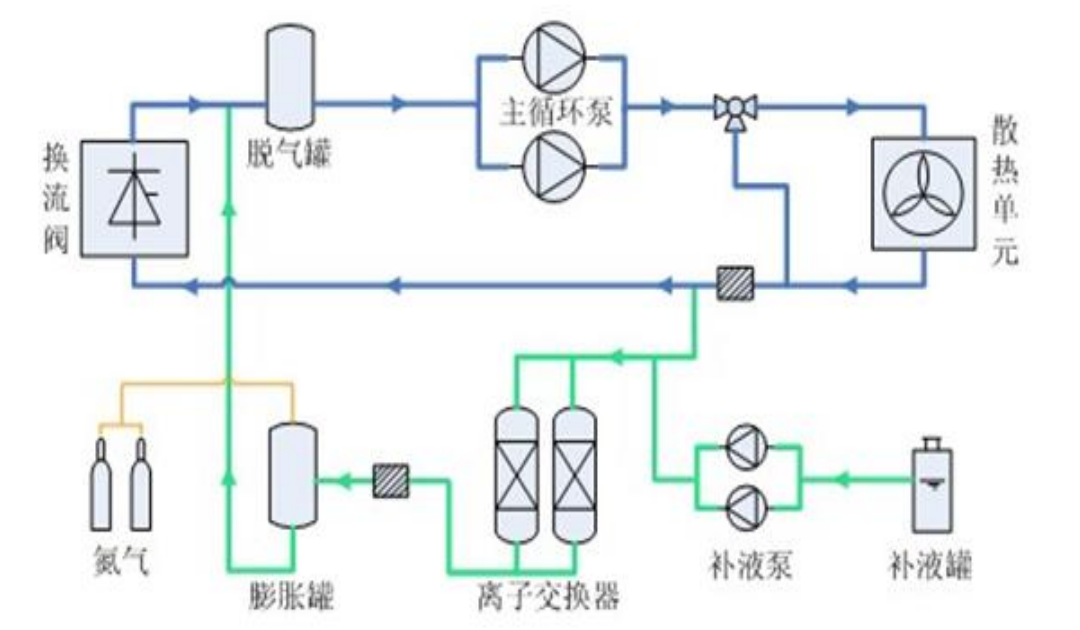
因此，直流换流阀水冷设备并不是一个设备，而是一整套设备构成的系统，因此单套价格接近 2000 万，同时要求相关厂家有极高的关键技术能力及成套设备整合能力。

图 5: 直流换流阀水冷系统图



资料来源: 公司网站

图 6: 直流换流阀水冷系统简图



资料来源: 长城证券研究所整理

冷却介质（主要为纯水）经主循环泵升压后，通过管道系统进入室外散热单元（空气冷却器或闭式冷却塔），与室外空气或水等冷媒进行热交换后进入换流阀，带出换流阀高功率密度器件热量，温升冷却介质流经脱气罐，回到主循环泵入口，形成密闭式循环冷却回路。部分冷却介质经离子交换器，膨胀缓冲罐，形成去离子提纯及稳压回路，保持冷却介质绝缘性和系统压力稳定。补液泵根据膨胀缓冲罐液位自动进行补水。与膨胀缓冲罐连接的氮气稳压系统保持系统管路压力的恒定和冷却介质的充满。



纯水冷却设备控制单元中的 PLC 对各机电单元及传感器进行自动控制与监测，并与客户控制中心进行即时通讯，实现冷却设备与主机的无缝接合。

一个直流换流阀水冷系统的组成成分有：

**表 2: 典型直流换流阀水冷系统构成**

站点	肇庆站（单级）	穗东站（单阀组）
主循环泵	共 2 台，1 台运行，1 台备用	
过滤器	4 个过滤器，2 台离子交换器，1 台主过滤器，1 台接补水泵	10 个过滤器，6 台离子交换器，1 台主过滤器，1 台换补水泵，1 台接源水进水,1 台接水池滤砂回路
离子交换器	配置 2 个离子交换器，同时在线运行	配置 3 个离子交换器，同时在线运行
冷却塔	4 台冷却塔	3 台冷却塔
补水泵	共 2 台，补充内冷水损失	
喷淋泵	4 台	3 台
阀冷控制系统	2 套 SIMATIC85 系统，1 套运行，1 套备用	2 套 SIMATIC85 系统，1 套运行，1 套备用
电源	两回三相 400V 交流电源进线，两回 110V 直流电源进线	两回三相 400V 交流电源进线，两回 220V 直流电源进线
外冷水加药装置	无	1 套

资料来源：公开资料

### 3.3 高澜股份在直流换流阀水冷领域积淀深厚

在 2010 年以后，在电科院、许继、西电等公司的努力下，直流换流阀逐渐开始了国产化进程，并从 2011 年起开始逐步实现了国产化。

从表 1 的数据中可以看到公司的直流水冷设备在 2011 年的营收是 0.6 亿，2012 年的营收是 1.35 亿，有了非常高的提升，与国内直流换流阀国产替代的进程同步。

高澜股份 2001 年成立，一直专注于水冷设备的研发、生产。从成立起就参与了多项技术标准的起草或修订，体现了公司在该领域的绝对实力。具体如下：

- ✓ 《高压静止无功补偿装置第 5 部分：密闭式水冷却装置》(2006 年 9 月发布)
- ✓ 《电力变流器用水冷却装置》(2013 年 4 月发布)
- ✓ 《高压直流输电晶闸管阀设计导则》(2013 年 12 月发布)
- ✓ 《高压直流输电换流阀水冷却设备》(2013 年 12 月发布)
- ✓ 《静止无功补偿装置水冷却设备》(2013 年 7 月发布)
- ✓ 《电气装置安装工程电力变流设备施工及验收规范》(2014 年 1 月发布)

截止至 2014 年，高澜股份参加起草或修订的标准已经有六项，其中四条国家标准，两条行业标准。

### 3.4 直流换流阀水冷系统市场空间

高压直流输电时，每一条直流输电线路两端都各需要一个换流站进行交直流转换。由于线路的输电电压差别较大，因此不同的电压需要配套不同数量的纯水冷却设备，一般需要配置 2-8 套纯水冷却设备。具体说来：

**表 3: 直流线路水冷系统需求量**

直流线路	输电电压	配套水冷设备(套)	备注
高压	<500kv	4	极 1 和极 2 各 1 套，起落两个站共 4 套
特高压	660kv	4	极 1 和极 2 各 1 套，起落两个站共 4 套
	>800kv	8	极 1 和极 2 各 2 套，起落两个站共 4 套
背靠背	背靠背换流站	2	单元 1、2 各 1 套
柔性直流	并网点	2	每个站点至少 1 套

资料来源：公司招股说明书

从高澜股份的招股说明书中看到，一套设备的价值在 1700 万左右，电压较低的价格更便宜一些。

2014 年国网招标了 3 条特高压，2015 年 5 条，预计 2016-2018 年将年均招标 3 条左右特高压线直流（2016 年国网的年初工作会议中强调将加快推进五交八直特高压工程，计划 2016 年 - 2017 年，五交八直开始建设；2018 年下半年：九交九直搭好主网架）。

基于以上假设，认为 2016-2020 年年均需要超过 30-40 套直流换流阀水冷系统，折合国内市场空间 5-7 亿左右。

### 3.5 直流换流阀水冷系统行业格局

此前，作为要害配套设备的纯水冷却设备被国外厂商把持在手中，其配套纯水冷却设备也大多把握如瑞典 SwedeWater 等国外公司手中，随着国产化的进展，直流换流阀水冷系统的技术及订单已经逐渐被国内厂商掌握了。

在招股说明书中，高澜股份锁定竞争对手包括 SwedeWater（隶属于 ABB 集团）、上海贺德克、许继晶锐、国电富通、上海敏泰、上海海鼎、和三河同飞等，具体的业务覆盖情况如下表所示。可以看到，在直流换流阀水冷领域，高澜股份的主要竞争对手是瑞典 Swede Water 公司、许继晶锐以及国电富通（国网北京电力建设研究院主体控股的股份制企业），近期国电南瑞的下属子公司也逐渐切入到了直流水冷换流阀的相关领域。

**表 4: 行业竞争对手**

企业名称	直流输电换流阀纯水冷却设备	新能源发电变流器纯水冷却设备	柔性交流输电配电网管阀纯水冷却设备	大功率电气传动变频器纯水冷却设备
高澜股份	√	√	√	√
Swede Water	√		√	√
上海贺德克		√		
许继晶锐	√	√	√	√

企业名称	直流输电换流阀纯水冷却设备	新能源发电变流器纯水冷却设备	柔性交流输配电晶闸管阀纯水冷却设备	大功率电气传动变频器纯水冷却设备
国电富通	√		√	
上海敏泰		√		
上海海鼎			√	√
众业达		√		
三河同飞		√	√	√

资料来源：招股说明书

据招股说明书介绍，截至招股说明书签署日，公司在手订单 4 亿元，均在 2016-2017 年度交付，相对于公司在 2015 年的直流水冷系统收入 1.27 亿元，将有较大幅度的提升，公司主业业绩将得到可持续性发展。

### 3.6 直流换流阀水冷业务分析

高澜股份的直流换流阀水冷设备当前的客户主要为中电普瑞、西安西电，已完成如下所示的项目或招标

- ✓ 酒泉—湖南 ± 800 千伏特高压直流工程（2015 年年底，2016 年初）
- ✓ 糯扎渡-广东 ± 800kV 直流输电普洱换流站工程（应用于国内自主化 ± 800kV 特高压直流输电工程）；
- ✓ 青海格尔木--西藏拉萨 ± 400kV 直流联网格尔木换流站工程（应用于世界上海拔高达 3800 米的直流输电工程）；
- ✓ 东北-华北联网高岭背靠背换流站工程（应用于大容量背靠背联网换流站工程）；
- ✓ 韩国济州岛直流输电示范工程（应用于直流输电出口示范项目）；
- ✓ 呼伦贝尔--辽宁 ± 500kV 直流输电工程（应用于 ± 500kV 超高压长距离直流输电工程）；
- ✓ 上海书柔--南汇柔性直流输电工程（应用于柔性直流输电示范工程）；
- ✓ 中俄联网黑河背靠背换流站工程（应用于高电压等级、-45℃ 高寒环境的直流跨国联网工程）；
- ✓ 西北--华中联网灵宝背靠背换流站工程（应用于国产化背靠背直流联网工程）。

从招股说明书中看，高澜股份在直流换流阀水冷领域，实质的竞争对手有 SwedeWater（隶属于 ABB 集团）、许继晶锐、国电富通。以下将以许继晶锐为例，查看它的完成订单情况。

**许继晶锐：**

- ✓  $\pm 800\text{kV}$  溪洛渡左岸-浙江金华特高压直流输电工程换流阀冷却系统,世界上第二条运行电流高达 5000A 的直流输电工程;
- ✓  $\pm 800\text{kV}$  哈密南-郑州高压直流输电工程换流阀冷却系统,目前世界上首条运行电流高达 5000A 的直流输电工程;
- ✓ 舟山多端柔性直流输电示范工程换流阀冷却系统,世界首条五端柔性直流输电工程;
- ✓  $\pm 800\text{kV}$  锦屏-苏南特高压直流输电工程换流阀冷却系统,目前已投运的输送电压最大,输送距离最远,输送容量最大的特高压直流工程,也是目前世界上换流阀厂家最多的直流输电工程;
- ✓  $\pm 400\text{kV}$  青海格尔木-西藏拉萨直流联网工程换流阀冷却系统,目前世界上应用海拔高度最高的阀冷却系统;
- ✓  $\pm 800\text{kV}$  糯扎渡电站—广东直流输电工程换流阀纯水冷却系统,首次由国内厂家供货水冷系统的南网直流工程;
- ✓  $\pm 660\text{kV}$  宁东-山东直流输电工程换流阀冷却系统,世界首条  $\pm 660\text{kV}$  直流输电工程;
- ✓  $\pm 500\text{kV}$  溪洛渡右岸电站—广东双回直流输电工程换流阀纯水冷却系统,世界上首次采用两回  $\pm 500\text{kV}$  直流线路同塔双回架设,两个  $\pm 500\text{kV}$  换流站同期同址合建,两回直流共用接地极的直流输电工程;
- ✓  $\pm 500\text{kV}$  三沪 II 回直流输电工程换流阀冷却系统;
- ✓  $\pm 500\text{kV}$  西北—华中(四川)德阳换流站换流阀水冷系统,国内第一套国产化换流阀水冷系统;
- ✓  $\pm 500\text{kV}$  葛洲坝—南桥直流综合改造设备项目葛洲坝站阀冷系统改造,国内首套水冷系统改造工程,供货周期最短的工程(3个月)
- ✓  $\pm 167\text{kV}$  西北-华中灵宝背靠背换流阀水冷系统,世界上首次使用 6 英寸 4500A 晶闸管的直流工程;

从两个公司完成项目对比可以看出,公司的竞争对手实力强大,但也必须正视行业存在的较高技术、品牌及资金壁垒。

此外,可以看到高澜股份当前只做过酒泉—湖南  $\pm 800$  千伏特高压直流工程(2015年年底,2016年初)以及糯扎渡-广东  $\pm 800\text{kV}$  直流输电普洱换流站工程,与许继晶锐相比,在该领域还有深入拓展的空间。

### 3.7 直流水冷业务的新增长点

#### ■ 备品备件及技改服务

备品备件业务 15 年占公司的营收比例已经由 14 年的 5% 上升到了 10% 左右。随着我国特高压建设陆续达到规模，预计将备品备件技改服务将增长迅速，且服务类业务毛利高、轻资产，对公司未来的经营发展十分有利。

#### ■ 特高压海外拓展

公司直流水冷业务已经进入巴西，预期未来随着国外需求的上升，将出现一定增长，增厚公司直流水冷主业业绩，提供新的增长点。

未来还将陆续拓展印度、巴基斯坦等中南亚国家，美国、加拿大等美洲国家及欧洲市场。

## 4. 新能源水冷业务介绍

### 4.1 新能源水冷业务增速快

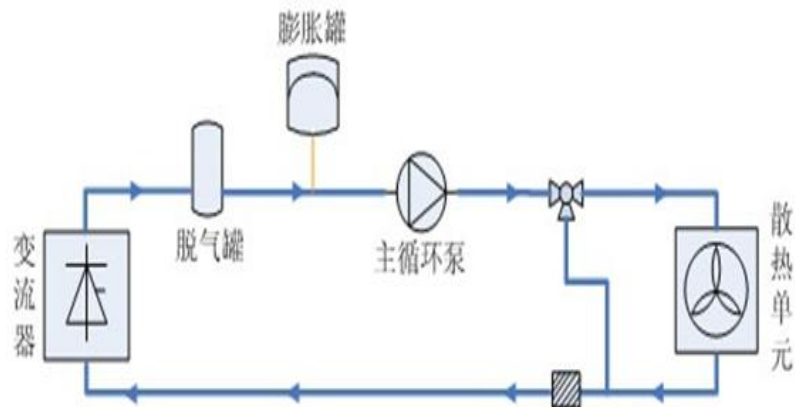
结合 2015 年我国风电装机量大增,公司的新能源水冷业务出现了接近 100%的营收增长。此外由于岳阳工厂开工以及规模效应,新能源水冷产品的毛利率也出现了显著的提升,从百分之二十多上升到了接近百分之四十。高澜国内新能源水冷的客户主要是金风科技、湘电风能和江苏远景,国外新能源水冷的客户主要是 GE。典型的应用有 1.5MW-5MW 的风电、光伏变流器纯水冷却设备。未来在海上风电领域有很大的增长空间。

表 5: 新能源水冷业务发展情况

	2015 年报	2014 年报	2013 年报	2012 年报	2011 年报
新能源发电水冷产品					
营业收入(亿)	1.67	0.88	0.91	0.69	1.03
营业收入占比(%)	47.2%	31.07%	32.39%	27.75%	48.37%
毛利率(%)	38.77%	30.19%	26.74%	25.81%	30.33%

资料来源:

图 7: 新能源水冷示意图



资料来源: 公司官网

公司新能源水冷销售收入中金风科技占到 70%左右。高澜股份近日又与金风科技签订了 2016 年的供货合同,新能源发电水冷业务的下游客户稳定。

此外,2016 年初高澜股份取得了与英国 Burbo Bank 和 ROW01 两个海上风电场项目,为开拓国际市场打开突破口,提供了新的增长点。

典型应用:

- ✓ 1.5MW 直驱变流器纯水冷却设备
- ✓ 2MW 变频器纯水冷却设备



- ✓ 2.5MW 变频器和发电机纯水冷却设备
- ✓ 3MW 直驱变流器纯水冷却设备
- ✓ 1MW 光伏逆变器纯水冷却设备
- ✓ 4MW 风电变流器纯水冷却设备
- ✓ 5MW 海上风电变流器纯水冷却设备

## 4.2 市场空间及当前占比预估

按公司招股说明书中测算十三五期间，如果每年新增 11GW 风机装机量，按 2011 年平均单机容量 1.5MW 直流全功率变流器耗散热 47kW 为标准值，则市场空间为 6.5 亿元左右。

考虑到当前风机水冷设备价格下降较快，以配套 1.5MW 直流全功率风电变流器的耗散热为 47kW 的水冷设备为例，价格以由 9 万元下降到 6 万元左右，而全国风机的装机规模也有 10GW 每年上升到了大概 30GW 每年，因此估测风电市场空间大约在 9 亿元。再考虑到光伏等设备的水冷需求，国内整体新能源水冷的市场空间估测在 10 亿元以上。

## 5. 切入涉核水冷领域凸显技术实力

在 2013 年，公司为合肥中科院 EAST “人造小太阳” 实验装置提供了水冷设施。该系统稳态运行的核聚变堆产生能量的方式和太阳相同，都是在超高温条件下氢（或氢的同位素）的原子核聚变产生巨大能量。

EAST 辅助加热 - 低杂波系统是一个功耗高达 13MW 以上的系统，功耗密度极高，公司最终中标了此水冷却系统的研制，该冷却系统额定冷却容量：13.12MW，额定流量：1410m<sup>3</sup>/h，凸显了公司优秀的水冷技术实力。

图 8：配套中科院聚变装置水冷系统



资料来源：公司官网

同时，2015 年 10 月 24 日，中国机械工业联合会在沈阳组织召开了“CAP1400 主泵变频器样机科技成果鉴定会”，高澜股份作为国际领先的电力电子装置用水冷设备供应商，为该项目提供全部的水冷设备。CAP1400 主泵变频器样机最终通过了技术成果鉴定。

图 9: 中标 CAP1400 主泵变频器水冷设备



资料来源: 公司官网

## 6. 风险提示

特高压建设不达预期；水冷设备毛利下降；充电桩业务拓展受阻。

## 附：盈利预测表

利润表 ( 百万 )	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	280	284	355	514	694	<b>成长性</b>					
营业成本	153	150	195	262	354	营业收入增长	12.9%	1.2%	25.0%	45.0%	35.0%
销售费用	25	27	31	45	62	营业成本增长	9.4%	-2.5%	30.3%	34.5%	35.0%
管理费用	51	50	61	89	120	营业利润增长	23.5%	10.6%	18.7%	77.7%	37.8%
财务费用	2	2	0	4	2	利润总额增长	24.2%	11.8%	15.1%	72.7%	36.4%
投资净收益	0	0	0	0	0	净利润增长	18.1%	14.0%	9.5%	72.7%	36.4%
营业利润	45	50	59	105	144	<b>盈利能力</b>					
营业外收支	4	5	4	4	4	毛利率	45.3%	47.2%	45.0%	49.0%	49.0%
利润总额	49	55	63	109	148	销售净利率	14.8%	16.7%	14.7%	17.5%	17.7%
所得税	8	8	11	18	25	ROE	18.6%	17.5%	15.9%	21.6%	22.8%
少数股东损益	0	0	0	0	0	ROIC	26.4%	24.6%	22.5%	24.6%	26.3%
净利润	42	48	52	90	123	<b>营运效率</b>					
资产负债表	( 百万 )					销售费用/营业收入	8.9%	9.4%	8.8%	8.8%	9.0%
流动资产	347	387	409	535	624	管理费用/营业收入	18.1%	17.7%	17.2%	17.2%	17.2%
货币资金	78	104	58	54	44	财务费用/营业收入	0.5%	0.7%	0.1%	0.7%	0.3%
应收账款	209	233	274	369	448	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	11	7	16	15	27	所得税/利润总额	16.2%	14.6%	17.0%	17.0%	17.0%
存货	47	40	58	92	99	应收账款周转率	1.34	1.22	1.30	1.39	1.55
非流动资产	87	145	120	198	166	存货周转率	3.26	3.75	3.38	2.84	3.57
固定资产	49	106	88	170	142	流动资产周转率	0.72	0.58	0.83	0.85	1.00
资产总计	434	532	529	733	790	总资产周转率	0.65	0.53	0.67	0.70	0.88
流动负债	168	209	215	329	343	<b>偿债能力</b>					
短期借款	30	35	80	80	80	资产负债率	48.2%	48.8%	42.7%	46.3%	44.7%
应付款项	129	130	130	220	252	流动比率	2.06	1.86	1.90	1.63	1.82
非流动负债	41	51	10	10	10	速动比率	1.78	1.66	1.63	1.34	1.53
长期借款	0	10	10	10	10	<b>每股指标 ( 元 )</b>					
负债合计	209	260	226	339	353	EPS	0.63	0.71	0.78	1.35	1.84
股东权益	225	273	327	418	540	每股净资产	3.37	4.09	4.55	5.90	6.55
股本	50	50	67	67	67	每股经营现金流	0.03	0.41	-0.70	-0.06	-0.15
留存收益	117	165	217	307	430	每股经营现金/EPS	0.04	0.57	-0.89	-0.05	-0.08
少数股东权益	0	0	0	0	0	<b>估值</b>	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债和权益总计	434	532	553	757	894	PE	110	98	89	51	38
现金流量表	( 百万 )					PEG	3.35	2.31	3.13	1.01	0.95
经营活动现金流	30	71	-18	96	68	PB	18.19	15.01	12.50	9.80	7.57
其中营运资本减少	41	0	16	12	75	EV/EBITDA	14.59	14.42	11.54	7.96	5.89
投资活动现金流	-15	-61	3	-97	3	EV/SALES	50.95	45.75	51.42	32.03	23.46
其中资本支出	7	25	0	100	0	EV/IC	10.78	10.62	11.69	8.08	6.00
融资活动现金流	-13	17	-32	-3	-81	ROIC/WACC	16.84	13.92	11.41	9.04	7.01
净现金总变化	2	27	-46	-4	-10	REP	0.26	0.25	0.21	0.24	0.26

**研究员介绍及承诺**

**杨超:** 2006-2012 年任职于鹏华基金, 从事化工行业研究。2012 年加入长城证券, 任化工行业分析师。

**竺艺:** 2010-2012 年就职于中广核研究院。新加坡国立大学应用经济学硕士, 西安交通大学核工程与核技术学士。2015 年加入长城证券, 任电力设备与新能源行业分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

**免责声明**

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明**

**公司评级:** 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;

推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;

中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;

回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

**行业评级:** 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券销售交易部****深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com  
李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com  
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com  
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com  
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

**北京联系人**

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com  
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com  
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com  
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com  
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

**上海联系人**

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xiew@cgws.com  
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com  
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

**长城证券研究所**

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编: 518034 传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼

邮编: 200135 传真: 021-61680357

网址: <http://www.cgws.com>