

外延式推进快速, 全产业链布局不断完善

投资要点

- **搭乘政策春风, 黑臭水体治理业务成内生盈利增长点。**近期黑臭水体治理被国家提升至环境治理重点领域之一,“水十条”中首次明确提出了我国黑臭水体的治理目标,相关文件也明确了整治技术及评估方法等。目前公司正大力拓展黑臭水体治理业务,力图打造成为黑臭水体治理领域专业服务商,公司典型项目分散于珠三角、长三角、京津冀等地区的一线城市,并且近期连续中标了深圳市前海片区(4271万元)与茅洲河流域(5520万元)等项目大单。2015年公司拥有约20万吨/日的运营量,我们预计2016年公司黑臭水体治理业务有望实现2-3倍的增长,实现运营业务快速发展,成为内生盈利主要增长点。
- **收购四通环境与道源环境,完善产业链布局,增强核心竞争力。**近期拟通过发行股份及支付现金的方式收购四通环境65%股权和道源环境100%股权,四通承诺2016-2018年扣非净利润为1700、2500和2800万元,三年累计不低于7000万元,我们测算2016-2018年对应的收购PE为19、13和12倍。收购四通环境将助力公司获得成熟水处理团队和合计约15万吨/日的水处理能力,增强公司承接市政污水处理项目能力,收购道源环境将增强公司项目前期咨询、设计评估能力。此次收购可进一步完善公司水处理产业链,为公司未来推进合同环境服务、工程总包、PPP、BOT等业务带来强劲竞争力。
- **磁分离水体净化技术成熟,公司产品竞争力强。**公司核心产品磁/超磁分离水体净化设备已被广泛应用于冶金浊环水和煤矿矿井水处理等领域,在钢铁浊环水处理领域2013年市占率达19.2%。主要水体净化设备具有效率高、成本低、占地小、见效快和便携可移动等优点,适用于黑臭水体治理领域,竞争优势较大。
- **参与产业基金,外延式发展有望持续推进。**公司已参与首都水环境治理、环能睿泽和禹泽环境三支产业基金,利于整合行业上下游资源,后续外延式发展有望持续推进。同时公司通过产业基金可参与其中部分PPP项目投资,未来有望在黑臭水体治理、海绵城市等项目承接上获得实质拓展。
- **估值与评级:**非公开发行有望年中落地,我们预计公司2016-2018年实现归母净利润为1.03、1.39和1.63亿元,对应摊薄后股本的EPS为0.57、0.77和0.90元,对应PE分别为50、37和32倍。首次覆盖,给予“增持”评级。
- **风险提示:**收购整合风险,黑臭河业务不及预期风险,行业政策不及预期风险,并购企业业绩实现或不及承诺风险。

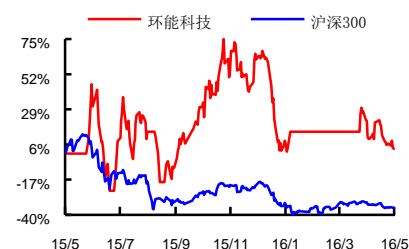
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	329.56	565.82	697.49	870.55
增长率	40.16%	71.69%	23.27%	24.81%
归属母公司净利润(百万元)	52.19	102.61	138.92	162.83
增长率	-3.32%	96.63%	35.38%	17.21%
每股收益EPS(元)	0.30	0.57	0.77	0.90
净资产收益率ROE	4.86%	8.16%	10.21%	10.98%
PE	97.34	50.49	37.30	31.82
PB	4.73	4.12	3.81	3.49

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷
执业证号: S1250515090004
电话: 023-67610701
邮箱: wyting@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.77
流通A股(亿股)	1.77
52周内股价区间(元)	28.2-90.49
总市值(亿元)	50.80
总资产(亿元)	13.56
每股净资产(元)	6.11

相关研究

目录

1 公司概况	1
2 收购四通与道源完善水处理产业链	3
2.1 收购四通环境.....	3
2.2 收购道源环境.....	6
2.3 产业链逐步完善，综合实力进一步提升	7
3 黑臭河治理专家	7
4 积极参与产业基金，布局未来发展	10
5 盈利预测与投资建议	10

图目录

图 1: EMUM 系列车载式应急污水处理成套设备（超磁分离）	1
图 2: 某湖区水环境治理项目设备图	1
图 3: 公司 2011 年以来营业收入及增速	2
图 4: 公司 2012 年以来归母净利润及增速	2
图 5: 公司 2015 年主营业务结构情况	2
图 6: 公司 2011 年以来营业收入情况	2
图 7: 公司 2011 年以来毛利率情况	3
图 8: 公司 2011 年以来期间费用率情况	3
图 9: 收购四通环境方案图	3
图 10: 丹棱县污水处理厂	4
图 11: 南溪县污水处理厂	4
图 12: 收购公司及产业链简介图	7
图 13: 天津北辰区黑臭河治理项目	8
图 14: 北京新西凤渠黑臭河治理运营服务	8
图 15: 2016 年一季度全国已认定黑臭数量分布图	9
图 16: 2016 年一季度分省份已认定黑臭数量分布图	9

表目录

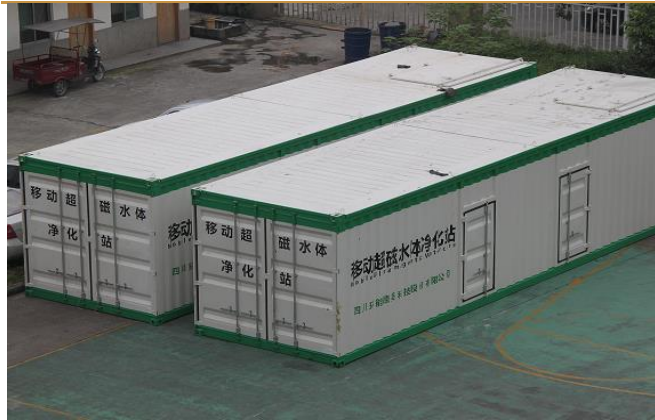
表 1: 支付现金并发行股份收购四通环境 65%股份	3
表 2: 四通环境业绩承诺	4
表 3: 四通环境已运行项目	5
表 4: 四通环境代建、在建、已竣工暂未运营项目	5
表 5: 四通环境主要资质	6
表 6: 道源环境工程设计咨询资质情况	6
表 7: 黑臭水体治理国家政策汇总	8
表 8: 公司部分中标深圳市黑臭水体处理项目简介	9
表 9: 公司参与产业基金情况表	10
表 10: 分业务收入及毛利率	11
附表: 财务预测与估值	12

1 公司概况

公司成立于 2002 年，经过多年不断发展，于 2015 年 2 月登陆创业板。公司专注于环境保护事业的创新发展，主营业务涵盖工业废水处理、市政污水处理、河湖生态保护与修复、污泥处置与资源化等领域，为客户提供环保与水处理领域成套设备、咨询与设计、工程总包、施工建设及运营管理全过程的综合服务。

公司主要产品各类磁分离水体净化设备，目前是国内最大的磁分离水体净化设备制造企业，是国内少数几家掌握磁分离水体净化核心技术的企业之一。磁分离水体净化技术的原理是利用永磁材料的强磁力实现对水体中污染物的吸附分离、打捞净化，具有处理效率高、吨水处理成本低的显著优势，目前在冶金浊环水、煤矿矿井水和水环境治理领域，公司的磁分离水体净化技术都已得到广泛或成功的应用。尤其在冶金领域，截至 2013 年公司钢铁浊环水处理领域的市场占有率达 19.24%，拥有较强的市场地位。

图 1：EMUM 系列车载式应急污水处理成套设备（超磁分离）



数据来源：招股说明书，西南证券整理

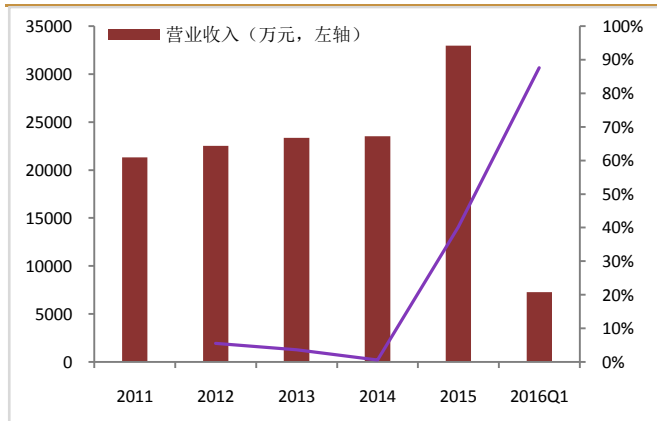
图 2：某湖区水环境治理项目设备图



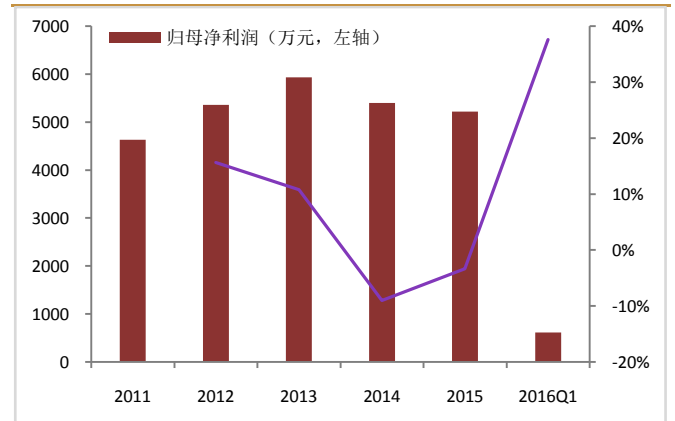
数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司业绩状况：2011-2015 年公司实现营业收入 2.13 亿元、2.25 亿元、2.34 亿元、2.35 亿元和 3.30 亿元，实现净利润 4634 万元、5265 万元、6032 万元、5364 万元和 5078 万元。2015 年公司营业收入同比大幅增长约 40%，主要原因系收购江苏华大并表所致；2015 年净利润同比下降 5.3%，主要系收购江苏华大及拓展黑臭水体治理业务导致期间费用增长较快。

2016 年 Q1 公司实现营业总收入 7283 万元，同比增长 87.6%，实现归母净利润 613 万元，同比增长 37.6%。江苏华大一季度实现营业收入 2883 万元，扣除此项后实现营业收入 4401 万元，同比增长 13.3%，源自公司黑臭河业务发展良好，公司运营服务收入逐步增长。

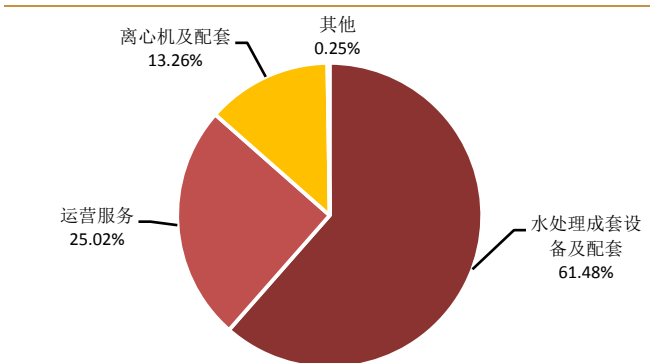
图 3: 公司 2011 年以来营业收入及增速


数据来源: Wind 资讯, 西南证券整理

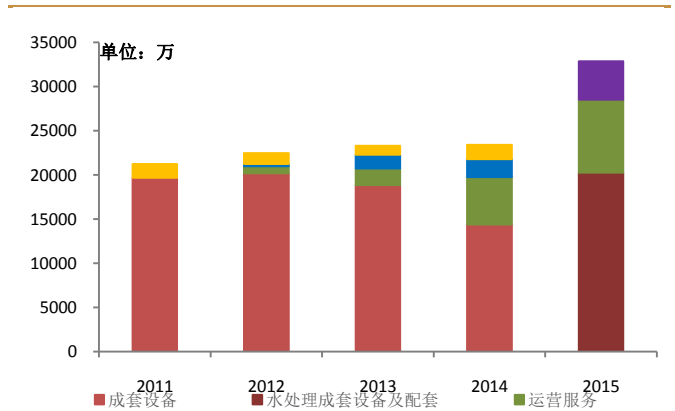
图 4: 公司 2012 年以来归母净利润及增速


数据来源: Wind 资讯, 西南证券整理

公司主营业务结构: 公司主要收入来源于运营服务、成套设备、工程及安装服务和备品备件及其他业务几大部分, 其中成套设备收入占比最大, 超过 60%。2015 年公司收购了江苏华大离心机公司, 业务结构有所调整。目前公司收入主要来自**水处理成套设备及配套**, 2015 年实现营业收入 2.03 亿元, 占公司总营收的 61.5%, 实现毛利 9272 万元, 毛利率 45.8%; 运营服务占公司总营收的 25.0%, 毛利率 56.6%; 离心机及配套占公司总营收的 13.3%, 毛利率 39.8%。

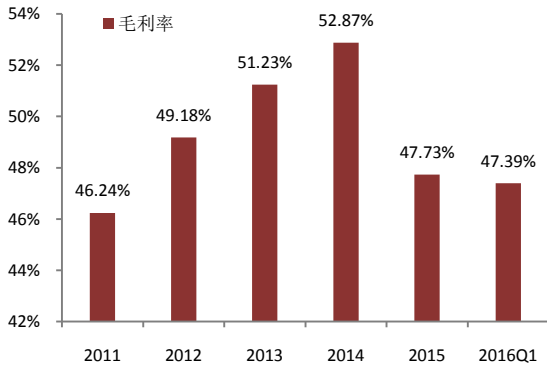
图 5: 公司 2015 年主营业务结构情况


数据来源: Wind 资讯, 西南证券整理

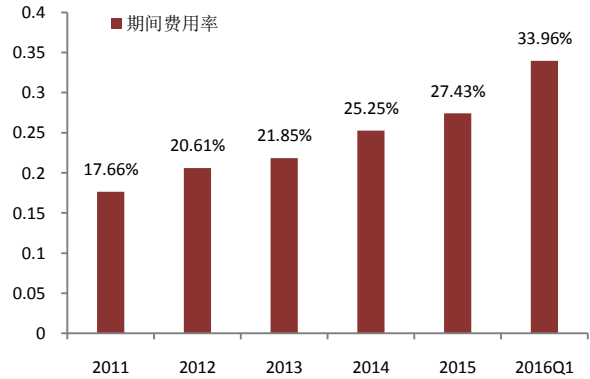
图 6: 公司 2011 年以来营业收入情况


数据来源: Wind 资讯, 西南证券整理

公司毛利率与期间费用率: 公司 2011-2014 年毛利率从 46.2% 上升到 52.9%, 2015 年公司毛利率为 47.7%, 同比下降 5.1 个百分点, 主要原因系收购江苏华大的离心机业务毛利率较低, 拉低了平均水平, 2016 年 Q1 公司毛利率为 47.4%。2015 年公司期间费用率为 27.4%, 同比上升 2.2 个百分点, 主要系开拓市场加大销售投入及引进人才加大研发投入导致销售费用和管理费用增加较快所致。

图 7：公司 2011 年以来毛利率情况


数据来源：Wind 资讯，西南证券整理

图 8：公司 2011 年以来期间费用率情况


数据来源：Wind 资讯，西南证券整理

2 收购四通与道源完善水处理产业链

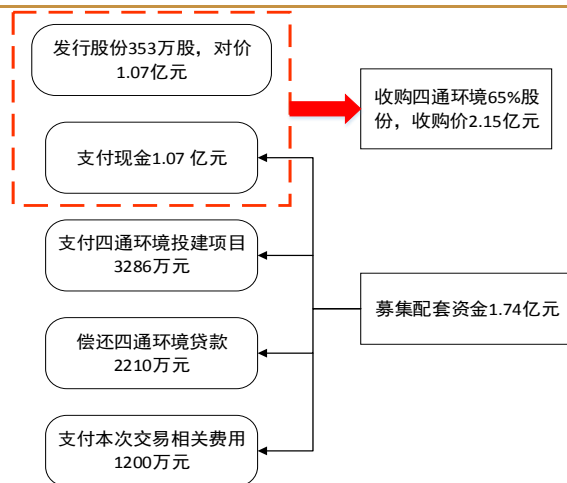
2.1 收购四通环境

近期，公司发布公告拟通过发行股份及支付现金相结合的方式收购四川四通欧美环境工程有限公司的 65% 股权，四通环境 65% 股权的交易价格为 2.15 亿元。其中拟发股 353 万股购买 32.5% 股权，发行价格 30.35 元/股，拟支付现金 1.07 亿元购买 32.5% 股权，并拟向不超过 5 名特定投资者发行股份募集配套资金 1.74 亿元。

表 1：支付现金并发行股份收购四通环境 65% 股份

交易方	支付现金（万元）	发行股份（万股）	股份对价（万元）	股票价格
李华	6354	209	6354	30.35 元/股
胡登燕	4371	144	4371	
合计	10725	353	10725	

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：收购四通环境方案图


数据来源：公司公告，西南证券整理

根据业绩承诺，四通环境承诺 2016-2018 年的扣非净利润为 1700 万元、2500 万元、2800 万元，三年累计不低于 7000 万元，我们测算 2016-2018 年对应的收购 PE 为 19 倍、13 倍和 12 倍。

表 2：四通环境业绩承诺

承诺项目	2016 年度	2017 年度	2018 年度
扣除非经常性损益后归属母公司所有者的净利润	1700 万元	2500 万元	2800 万元
合计	不低于 7000 万元		

数据来源：公司公告，西南证券整理

收购主要利好公司水处理产业链的完善，提升水处理能力和资质基础。四通环境主要从事市政污水处理投资运营和工程总包服务，2006 年较早期进入市政环保领域，目前获得环境污染治理设施运营工业废水和生活污水处理乙级资质、市政公用工程施工总承包贰级资质等，已投运营 BOT 模式运营的污水处理厂日处理能力 3.4 万吨，待建、在建、已竣工未投运营的 BOT 约 10.34 万吨/日，在建、待建的约 5 万吨/日；托管运营有市政污水处理厂 2 座（日处理能力合计 1.6 万吨），生活垃圾处理厂和垃圾渗滤液处理站各 1 座。我们认为收购四通环境主要有利于公司完善水处理产业链，在公司主营业务磁分离设备和离心机等环保设备销售基础上，拓展产业链至中下游的工程建设和项目运营业务，获得收购标的成熟团队和合计约 15 万吨/日的水处理能力，提升其水处理资质和能力，为后续斩获更多项目奠定资质和能力基础。四通环境主要从事市政污水处理投资运营和污水处理工程总包服务，包括市政废水项目的投资运营、工艺设计、工程施工、设备制造、安装、调试及服务。

➤ 拥有污水处理厂建设运营能力

运营方面，四通环境有工业废水和生活污水处理乙级资质，已在四川运营 8 座市政污水处理厂，日污水处理量共计 5 万吨，还拥有多项包括待建、在建及已竣工暂未运营的特许经营水厂项目，日处理量为 15.34 万吨；

图 10：丹棱县污水处理厂



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 11：南溪县污水处理厂



数据来源：公司官网，西南证券整理

表 3：四通环境已运行项目

序号	项目名称	规模（万吨/日）	运营模式	特许经营期
市政污水处理项目				
1	南溪县城市生活污水处理厂一期	1	BOT	30 年
2	南溪县城市生活污水处理厂二期	1	托管运营	
3	南溪县罗龙工业集中区污水处理厂	1	BOT	26 年
4	南溪区仙临镇污水处理厂	0.4	BOT	25 年
5	南溪区大观镇污水处理厂		BOT	25 年
6	南溪区长兴镇污水处理厂		BOT	25 年
7	西充县多扶污水处理厂一期	1	BOT	30 年
8	郫县三道堰镇污水处理厂	0.6	托管运营	
	合计	5		
其他市政环保项目				
1	屏山县城市生活垃圾处理厂	--	托管运营	15 年
2	屏山县垃圾渗滤液处理站	--	托管运营	15 年

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 4：四通环境代建、在建、已竣工暂未运营项目

序号	项目名称	规模（万吨/日）	运营模式	特许经营期
已竣工待验收项目				
1	南溪区九龙食品园区污水处理厂	1	BOT	30 年
2	大邑县污水处理厂一期	4	BOT	25 年
	小计	5		
在建项目				
1	南溪区留宾乡污水处理厂	0.05	BOT	25 年
2	南溪区江南镇污水处理厂	0.05	BOT	25 年
3	南溪区汪家镇污水处理厂	0.06	BOT	25 年
4	南溪区石鼓乡污水处理厂	0.04	BOT	25 年
5	江油市第二城市生活污水处理厂一期	2.5	PPP	30 年
	小计	2.7		
待建项目				
1	南溪区裴石乡污水处理厂	0.1	BOT	25 年
2	南溪区黄沙镇污水处理厂	0.04	BOT	25 年
3	大邑县污水处理厂二期	2	BOT	25 年
4	西充多扶污水处理厂一期第二阶段、二期	3	BOT	30 年
5	江油市第二城市生活污水处理厂二期	2.5	PPP	30 年
	小计	7.64		
合计		15.34		

数据来源：公司公告，西南证券整理

➤ 拥有环保工程总包及施工等各类资质证书

工程方面，公司环保工程及施工等各类资质证书齐全，拥有《市政公用工程施工总承包贰级资质》、《环保工程专业承包贰级资质》、《机电设备安装工程专业承包贰级资质》、《水利水电工程施工总承包叁级资质》、《房屋建筑工程施工总承包叁级资质》、《中国设备维修企业通用类一级资质》等环保工程总包、施工相关资质。

表 5：四通环境主要资质

资质证书	发证单位	有效期至	类别、等级
环境污染治理设施运营资质证书	四川省环保厅	2019.2	生活污水处理乙级
环境污染治理设施运营资质证书	四川省环保厅	2019.2	工业废水处理乙级
建筑业企业资质证书	四川省住建厅	2021.1	市政公用工程施工总承包资质贰级
			环保工程专业承包资质贰级
			建筑机电设备安装工程专业承包资质贰级
建筑业企业资质证书	成都市城乡建设委员会	2020.12	建筑工程施工总承包资质叁级
			水利水电工程施工总承包资质叁级
四川省环境污染防治工程等级确认证书	四川省环境保护产业协会	2016.7	废水、废气甲级
中国设备维修企业资质证书	中国设备管理协会	2017.1	通用类（I类）一级
安全生产许可证	四川省住建厅	2017.11	建筑施工

数据来源：公司公告，西南证券整理

截止 2016 年 1 月 31 日，四通环境共拥有专利技术 32 项，其中实用新型 28 项，发明专利 4 项，均获得证书。

2.2 收购道源环境

同时，公司拟 900 万元价格收购道源环境 100% 股权。

道源环境成立至今曾承接各类工程近二百项，在工程的设计技术、施工服务、运营调试、设备开发等方面具有丰富经验。收购道源环境主要是为了增强工程咨询、设计能力，对以后公司获取项目前期信息，开展项目前期咨询、工程设计提供有力支持，助力公司发展黑臭河治理、海绵城市建设等 PPP 或 EPC 项目。

表 6：道源环境工程设计咨询资质情况

名称	资质等级	许可范围	有效期
工程设计资质证书	市政行业（给水工程、排水工程、环境卫生工程）专业乙级；环境工程（固体废物处理处置工程）专项乙级	获准从事资质证书许可范围内相应的建设工程总承包业务以及项目管理和相关技术与管理服务	2019 年 06 月 18 日
工程设计资质证书	环境工程（水污染防治工程）专项甲级	获准从事资质证书许可范围内相应的建设工程总承包业务以及项目管理和相关的技术与管理服务。根据国家 2007 年《工程设计资质标准》的规定，取得环境工程设计专项资质中“水污染防治工程”甲级资质的企业可以承接市政行业资质中“排水工程”的甲级设计业务。	2020 年 04 月 16 日

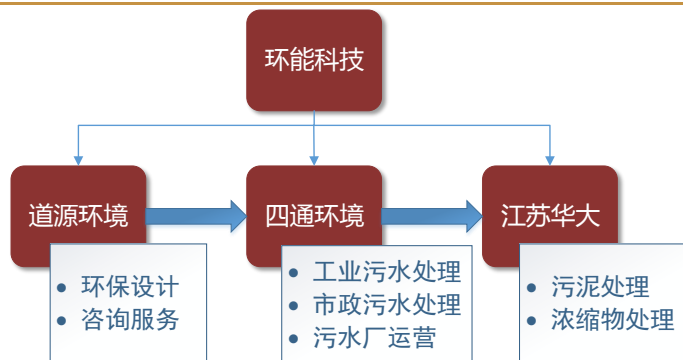
名称	资质等级	许可范围	有效期
工程咨询单位 资格证书	市政公用工程（给排水、环境卫生）、 生态建设和环境工程乙级。	编制项目建议书、编制项目可行性研究报告、项目申请报告、 资金申请报告、生态建设和环境工程。	2019年08月13日

数据来源：公司公告，西南证券整理

2.3 产业链逐步完善，综合实力进一步提升

公司2015年2月上市，约一年时间已快速启动两次外延式扩张，2015年2月公司启动收购江苏华大事项进军污泥治理领域，实现外延式首次扩张。近期公司推进四通环境65%股权和道源环境100%股权的收购，拓展公司承接市政污水处理能力，同时增强公司项目前期咨询、勘察、项目评估、工程设计等能力，从产业链前端的项目咨询设计，到中后段的市政污水、工业污水处理项目的建设运营，至水处理产业链末端的污泥处理，产业链逐步完善，提升公司综合能力。为公司未来推进合同环境服务、工程总包、PPP、BOT等业务带来强劲竞争力。

图 12：收购公司及产业链简介图



数据来源：公司公告，西南证券整理

3 黑臭河治理专家

公司多年来一直致力于黑臭水体治理，以磁分离水体净化技术为依托，同时结合生化处理技术、膜技术等污水处理领域其他适用技术，为客户提供黑臭水体处理整体解决方案。

公司研发的超磁分离水体净化系列成套设备具有处理水量大、占地少、成本较低等技术优势，并且可靶向除磷有效遏制藻华爆发并有效去除水体的异色异味。针对河流等流动水环境，超磁分离水体净化设备可集成设计为移动车载设备，补充固定式污水处理设施的不足。公司该产品与技术在黑臭河水体治理方面有较大优势，随着黑臭水体治理市场的爆发，公司的黑臭水体治理业务将迎来快速增长。

图 13：天津北辰区黑臭河治理项目


数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 14：北京新西凤渠黑臭河治理运营服务


数据来源：招股说明书，西南证券整理

近期黑臭河治理被提升至环境治理重点领域之一，2015 年 4 月在国务院发布的“水十条”中首次明确提出我国黑臭水体的治理目标，紧接着为了落实国务院“水十条”中对黑臭水体治理工作的要求，住建部会同环保部、水利部和农业部共同发布了《城市黑臭水体整治工作指南》。“指南”中对城市黑臭水体进行了定义、规定了识别依据，并明确了各地城市黑臭水体整治方案编制流程、黑臭水体整治技术及整治效果评估等。

表 7：黑臭水体治理国家政策汇总

时间	部门	政策	内容
2015 年 4 月 16 日	国务院	《水污染防治行动计划》（水十条）	出了“到 2020 年，地级及以上城市建成区黑臭水体均控制在 10% 以内；到 2030 年，城市建成区黑臭水体总体得到消除”的控制性目标
2015 年 7 月 9 日	财政部、环保部	《水污染防治专项资金管理办法》	将“城市黑臭水体整治”列入水污染防治专项资金管理办法
2015 年 9 月 11 日	住建部、环保部	《城市黑臭水体整治工作指南》	明确了城市黑臭水体的定义、识别与分级、整治方案编制、整治技术与整治效果评估等实施细则
2015 年 9 月 15 日	环保部	《水污染防治工作简报》	定期编制《水污染防治工作简报》，几乎每期均通报地方城市黑臭水体治理进展

数据来源：政府网站，西南证券整理

根据环保部与住建部发布的《关于公布全国城市黑臭水体排查情况的通知》的数据，截至 2016 年 2 月 16 日，全国共排查出黑臭水体 1861 个。其中，河流 1595 条，占 85.7%；湖、塘 266 个，占 14.3%。从地域分布来看，总体呈南多北少的趋势；从省份来看，60% 的黑臭水体分布在东南沿海、经济相对发达地区。广东黑臭水体数量最多，以 242 个居首，安徽、山东以 217 个、159 个居第二、第三位。

4 积极参与产业基金，布局未来发展

公司 2015 年 9 月至 2016 年 3 月陆续参与了三支产业基金，共出资约 1.1 亿元人民币，参与基金规模合计约 28 亿（首期）。

通过积极参与产业基金，可以优化公司战略布局并且提升公司行业地位，为公司未来整合行业上下游资源创造条件。同时民营企业通过抱团的模式和政府合作 PPP 项目，获得承接大型项目的可能，公司也可参与其中部分 PPP 项目投资，主要投资方向或将集中在“黑臭河治理”与“海绵城市”上。

表 9：公司参与产业基金情况表

时间	基金名称	参与金额	基金投资目标	参与目的
2015 年 9 月 30 日	首都水环境治理技术创新及产业发展基金	基金一期规模 10 亿元，公司出资 5000 万	主要目标为首都水环境治理产业投资，结合国家京津冀一体化发展政策，为首都提供水务支撑，并投资水源保护、生态恢复等生态环保项目	有利于公司开拓京津冀市场，将优势资源进行融合形成协同效应
2015 年 11 月 18 日	环能睿泽（深圳）环境产业基金	基金首期规模为 3 亿元，公司出资 3000 万元	基金主要投资于优质的环境相关产业项目	加快公司战略布局，提升公司行业地位
2016 年 3 月 8 日	禹泽环境产业基金	基金总规模预计 50 亿元，首期规模 15 亿元，公司出资 3000 万	华控赛格中标的“海绵城市”、“黑臭水体”等环保部试点 PPP 项目；为 LP 上市公司并购提供过桥融资；参与环保行业相关上市公司定向增发或大股东减持的大宗交易；环保技术研发、高端设备制造及环境监测评估机构的股权投资；其他经全体合伙人一致同意的环保产业类项目	接入行业领先者的“海绵城市”、“黑臭水体”等 PPP 项目；通过抱团的方式获得承接大型 PPP 项目的可能

数据来源：Wind 资讯，西南证券整理

5 盈利预测与投资建议

目前煤炭、钢铁行业整体业绩下滑，未来新增产能空间有限，预计水处理成套设备及配套业务的增长幅度有限，或将基本保持稳定。

黑臭水体治理项目投运后公司运营服务收入增长较快，成为公司主要内生增量收入。稳定的水处理项目也将为公司带来稳定的现金流。

公司离心机及配套业务目前主要应用于化工、制药、食品、采矿、制盐、污水处理等行业，未来同公司协同发展，以及海绵城市建设项目落地，将保持稳定增长。

假设 1：运营服务业务：在黑臭水体治理业务上，目前公司运营规模约 30-40 万吨/日，我们预计 2016 年公司将做到 60 万吨/天的处理量。我们给予运营服务业务 2016-2018 年增长率为 250%、35%和 35%，运营服务毛利率维持在 51%左右的水平。

假设 2：水处理成套设备及配套：我们给予水处理成套设备及配套业务 2016-2018 年增长率为 8%、6%和 6%，毛利率维持在 45%。

假设 3：离心机及配套：我们给予离心机及配套业务 2016-2018 年增长率维持在 30%，毛利率维持在 40%左右。

表 10: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
水处理成套设备及配套	收入	20260	21881	23194	24585
	增速	-	8%	6%	6%
	毛利率	45.8%	45%	45%	45%
运营服务	收入	8246	28860	38961	52597
	增速	54.1%	250%	35%	35%
	毛利率	56.6%	52%	51%	50%
离心机及配套	收入	4369	5680	7384	9599
	增速	-	30%	30%	30%
	毛利率	39.8%	40%	39%	39%
其他	收入	81	162	211	274
	增速	-99.6%	100%	30%	30%
	毛利率	64.4%	64%	63%	60%
合计	收入	32956	60705	75315	94569
	增速	40.2%	84.2%	24.1%	25.6%
	毛利率	47.7%	48.4%	48.0%	47.6%

数据来源: 公司公告, 西南证券

公司非公开发行有望年中落地, 我们预计公司 2016-2018 年实现归母净利润为 1.03 亿元、1.39 亿元和 1.63 亿元, 对应摊薄后股本的 EPS 为 0.57 元、0.77 元和 0.90 元, 对应 PE 分别为 50、37 和 32 倍。首次覆盖, 给予“增持”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	329.56	565.82	697.49	870.55	净利润	50.78	101.60	138.23	163.65
营业成本	172.25	293.53	364.29	457.85	折旧与摊销	15.12	18.40	28.40	38.40
营业税金及附加	2.78	4.70	5.58	6.96	财务费用	-3.08	-3.63	4.41	15.14
销售费用	44.11	67.90	76.72	97.50	资产减值损失	16.94	8.79	8.79	8.79
管理费用	49.37	82.04	94.16	113.17	经营营运资本变动	-256.77	-101.00	-212.81	-114.51
财务费用	-3.08	-3.63	4.41	15.14	其他	185.25	111.14	48.91	69.17
资产减值损失	16.94	8.79	8.79	8.79	经营活动现金流净额	12.37	135.74	15.93	178.51
投资收益	0.00	6.00	16.25	18.20	资本支出	-47.42	-250.00	-250.00	-250.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-123.90	-0.02	-0.02	-0.02
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-171.32	-250.02	-250.02	-250.02
营业利润	47.19	118.49	159.78	189.34	短期借款	-20.00	113.90	338.44	212.67
其他非经营损益	6.36	-0.02	-0.02	-0.02	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	53.55	118.47	159.76	189.31	股权融资	0.00	3.53	0.00	0.00
所得税	2.77	16.87	21.53	25.67	支付股利	-18.00	-25.71	-34.80	-40.79
净利润	50.78	101.60	138.23	163.65	其他	429.50	107.91	-3.72	-13.83
少数股东损益	-1.41	-1.02	-0.69	0.82	筹资活动现金流净额	391.50	199.63	299.93	158.04
归属母公司股东净利润	52.19	102.61	138.92	162.83	现金流量净额	232.54	85.36	65.83	86.53
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	197.56	282.91	348.74	435.27	成长能力				
应收和预付款项	384.46	365.68	436.43	449.37	销售收入增长率	40.16%	71.69%	23.27%	24.81%
存货	235.44	220.26	345.29	365.50	营业利润增长率	-11.42%	151.10%	34.85%	18.50%
其他流动资产	1.95	1.95	1.95	1.95	净利润增长率	-5.34%	100.07%	36.06%	18.39%
长期股权投资	0.00	6.00	22.25	40.45	EBITDA 增长率	-5.37%	103.65%	44.62%	25.89%
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	240.66	469.15	687.64	896.13	毛利率	47.73%	48.12%	47.77%	47.41%
无形资产和开发支出	215.86	210.26	204.65	199.04	三费率	27.43%	25.86%	25.13%	25.94%
其他非流动资产	27.51	27.44	27.36	27.29	净利率	15.41%	17.96%	19.82%	18.80%
资产总计	1303.44	1583.65	2074.31	2415.02	ROE	4.86%	8.16%	10.21%	10.98%
短期借款	10.00	123.90	462.34	675.01	ROA	3.84%	7.22%	7.88%	8.41%
应付和预收款项	219.69	202.86	251.65	256.84	ROIC	9.48%	9.57%	10.44%	9.77%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	19.77%	23.45%	27.51%	27.75%
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	营运能力				
负债合计	229.69	326.75	713.99	931.84	总资产周转率	0.25	0.36	0.34	0.36
股本	176.62	180.15	180.15	180.15	固定资产周转率	1.51	2.58	1.59	1.35
资本公积	640.71	744.43	744.43	744.43	应收账款周转率	0.94	1.80	1.82	2.33
留存收益	255.68	332.59	436.71	558.74	存货周转率	0.73	1.33	1.06	1.25
归属母公司股东权益	1073.02	1257.17	1361.29	1483.32	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	0.95	—	—	—
少数股东权益	0.74	-0.28	-0.97	-0.15	资本结构				
股东权益合计	1073.75	1256.89	1360.32	1483.17	资产负债率	17.62%	20.63%	34.42%	38.59%
负债和股东权益合计	1303.44	1583.65	2074.31	2415.02	带息债务/总负债	4.35%	37.92%	64.75%	72.44%
					流动比率	3.57	2.67	1.59	1.34
					速动比率	2.53	1.98	1.10	0.95
					股利支付率	34.49%	25.05%	25.05%	25.05%
					每股指标				
					每股收益	0.30	0.57	0.77	0.90
					每股净资产	6.08	6.98	7.56	8.23
					每股经营现金	0.07	0.08	0.09	1.01
					每股股利	0.10	0.15	0.20	0.23
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	65.15	132.67	191.87	241.54					
PE	97.34	50.49	37.30	31.82					
PB	4.73	4.12	3.81	3.49					
PS	15.41	8.98	7.28	5.83					
EV/EBITDA	77.23	39.78	29.27	24.13					
股息率	0.00	0.01	0.01	0.01					

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

北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

赵晨阳（上海办公）

021-68416926

15821921712

zcy@swsc.com.cn