

# 永太科技 (002326) 精细化工

## —内生增长和外延扩张助实现 3 年 14 亿利润

投资评级 买入 评级调整 收盘价 17.68 元

### 投资要点:

1. 公司实际控制人承诺 2016-2018 年公司 3 年实现利润 12 亿。在 2015 年公司年报中公司披露: 基于公司战略布局的稳步推进和经营的持续增长, 公司实际控制人王莺妹女士、何人宝先生在与本报告同日披露的《关于发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金摊薄即期回报及采取填补措施的公告》中公开承诺, “若公司 2016 年-2018 年度累计实现净利润 (不含本次交易目标公司业绩) 不足 12 亿元, 公司控股股东、实际控制人浙江永太控股有限公司、王莺妹、何人宝将在承诺期 2018 年度审计报告披露结束后 10 个工作日内以现金方式补足差额部分。” 如果加上交易中承诺的盈利, 公司 2016-2018 年累计实现净利润要达到 14 亿元。
2. 内生增长和外延扩张并举助实现业绩承诺。内生增长方面, 我们认为公司的最大核心竞争力是其创新能力, 公司产品的生产是从源头原材料开始的一体化生产, 生产的一体化使得互补型产品较多, 公司可以依据市场需求状况灵活调整产品结构, 并且一直都有新产品面世; 外延扩张方面, 公司的战略是沿着产业链延伸 (纵向) 和往优势市场延伸 (横向), 产业链延伸以医药产品为例, 公司正在打通中间体、原料药到制剂的产业链上下游, 往优势市场延伸主要是指公司从起初的液晶化学品延伸到 CF 光刻胶的生产, 并且未来可能继续在电子化学品中找寻优势市场项目。我们认为通过内生增长和外延扩张, 公司实现 3 年 14 亿利润是可期的。
3. 盈利预测: 预计公司 2016-2018 年 EPS 为 0.34、0.60、0.70 元, 给予“买入”评级。
4. 风险提示: 公司外延扩张之前主要依赖银行借款, 财务费用增加较快, 有一定的债务风险; 公司推出新产品, 有一定的市场风险; 公司并购企业, 整合过程有一定的管理风险。

|            | 2015   | 2016E  | 2017E | 2018E |
|------------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 1542   | 2028   | 2880  | 3811  |
| 营业收入增长率    | 45.3%  | 31.5%  | 42.0% | 32.3% |
| 净利润 (百万元)  | 144    | 289    | 515   | 599   |
| 净利润增长率     | 73.1%  | 100.6% | 78.0% | 16.3% |
| EPS (元)    | 0.18   | 0.34   | 0.60  | 0.70  |
| ROE        | 7.7%   | 12.9%  | 18.7% | 17.9% |
| P/E        | 104.77 | 52.22  | 29.33 | 25.22 |
| P/B        | 8.07   | 6.76   | 5.50  | 4.52  |

发布时间: 2016 年 05 月 29 日

### 主要数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 52 周最高/最低价(元) | 38.90/11.07 |
| 上证指数/深圳成指     |             |
| 50 日均成交额(百万元) |             |
| 市净率(倍)        | 7.39        |
| 股息率           |             |

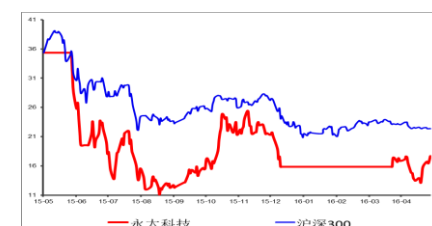
### 基础数据

|           |       |
|-----------|-------|
| 流通股(百万股)  | 532   |
| 总股本(百万股)  | 799   |
| 流通市值(百万元) |       |
| 总市值(百万元)  | 14119 |
| 每股净资产(元)  | 2.39  |
| 净资产负债率    |       |

### 股东信息

|        |        |
|--------|--------|
| 大股东名称  | 王莺妹    |
| 持股比例   | 23.83% |
| 国元持仓情况 |        |

### 52 周行情图



### 相关研究报告

### 联系方式

|         |                                                                            |
|---------|----------------------------------------------------------------------------|
| 研究员:    | 李朝松                                                                        |
| 执业证书编号: | S0020512080005                                                             |
| 电 话:    | 021-51097188-1929                                                          |
| 电 邮:    | <a href="mailto:lichao.song@gyzq.com.cn">lichao.song@gyzq.com.cn</a>       |
| 地 址:    | 中国安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券                                           |
| 研究助理:   | 陈冠雄                                                                        |
| 执业证书编号: | S0020115080009                                                             |
| 电 话:    | 021-51097188-1953                                                          |
| 电 邮:    | <a href="mailto:chenguan.xiong@gyzq.com.cn">chenguan.xiong@gyzq.com.cn</a> |
| 地 址:    | 中国安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券                                           |

目 录

第 1 部分 公司未来 3 年业绩承诺 .....3

第 2 部分 内生增长和外延扩张 .....4

2.1 医药化学品的内生增长和外延扩张.....4

2.2 农药化学品的内生增长和外延扩张.....6

2.3 电子化学品的内生增长和外延扩张.....7

第 3 部分 估值分析 .....8

第 4 部分 风险提示 .....8

附录： .....9

图表：

图 1 公司 IPO 时的产品结构.....3

图 2 公司营业收入和增长率 .....4

图 3 公司净利润和增长率 .....4

表 1 市场上主要的含氟医药中间体 .....5

表 2 市场上主要的含氟农药中间体 .....7

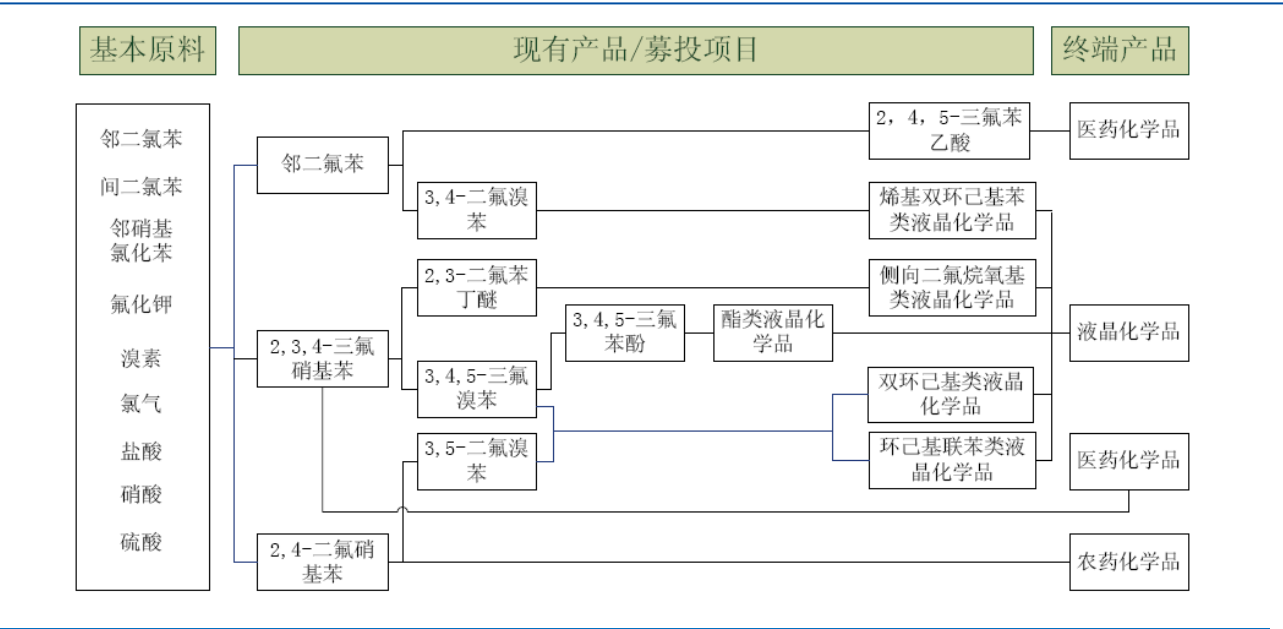
表 3 市场上主要的含氟液晶中间体 .....8

# 第 1 部分 公司未来 3 年业绩承诺

在 2015 年公司年报中公司披露：基于公司战略布局的稳步推进和经营的持续增长，公司实际控制人王莺妹女士、何人宝先生在与本报告同日披露的《关于发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金摊薄即期回报及采取填补措施的公告》中公开承诺，“若公司 2016 年-2018 年度累计实现净利润（不含本次交易目标公司业绩）不足 12 亿元，公司控股股东、实际控制人浙江永太控股有限公司、王莺妹、何人宝将在承诺期 2018 年度审计报告披露结束后 10 个工作日内以现金方式补足差额部分。”其中提及的“发行股份及支付现金购买资产”指的是总作价 7 亿元收购浙江手心 100%股权和佛山手心 90%股权，这次交易的承诺业绩是 3 年盈利数合计不低于人民币 22,480 万元，也就是说**如果本次交易顺利完成，公司 2016-2018 年累计实现净利润要达到 14 亿元。**

公司是行业内产品链最完善，产能最大的苯系列氟精细化学品的生产商之一，经过多年发展，产品结构包含二氟、三氟、五氟、邻氟和对氟等五大产品系列近百个产品，主要产品可分类为医药化学品、电子化学品、农药化学品等（图 1）：医药化学品产品主要有心血管类药物、糖尿病类药物、精神类药物、抗感染类药物及抗病毒类等医药的含氟中间体；电子化学品产品主要有含氟单晶中间体、单晶及平板显示彩色滤光膜材料（CF 光刻胶）等；农药化学品产品主要有含氟类除草剂、杀菌剂、杀虫剂中间体的生产和销售，以及农药原药和制剂的批发零售。

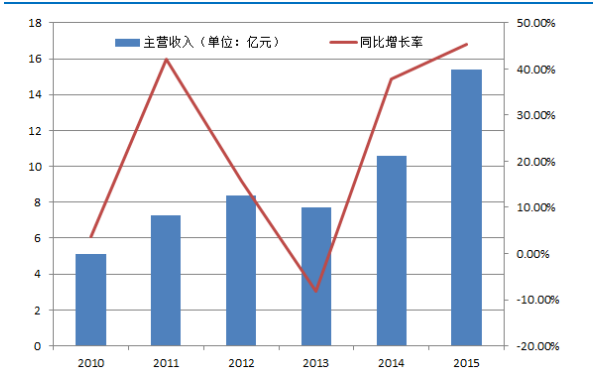
图 1 公司 IPO 时的产品结构



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心整理

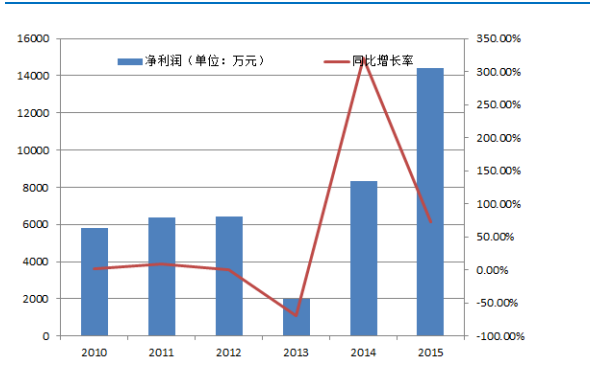
公司近年来主营业务状况良好，特别是从 2014 年以来，营业收入和净利润都保持了较快速增长（图 2、图 3）。我们相信通过内生增长和外延扩张，公司未来三年 14 亿利润的实现是可期的。

图 2 公司营业收入和增长率



数据来源：Wind，国元证券研究中心

图 3 公司净利润和增长率



数据来源：Wind，国元证券研究中心

## 第 2 部分 内生增长和外延扩张

我们认为公司的内生增长和外延扩张将为实现未来三年累计 14 亿利润提供强有力的支持：内生增长方面，我们认为公司的最大核心竞争力是其创新能力，公司产品的生产是从源头原材料开始的一体化生产，生产的一体化使得互补型产品较多，公司可以依据市场需求状况灵活调整产品结构，并且一直都有新产品面世；外延扩张方面，公司的战略是沿着产业链延伸（纵向）和往优势市场延伸（横向），产业链延伸以医药产品为例，公司正在打通中间体、原料药到制剂的产业链上下游，往优势市场延伸主要是指公司从起初的液晶化学品延伸到 CF 光刻胶的生产，并且未来可能继续在电子化学品中找寻优势市场项目。我们认为通过内生增长和外延扩张，公司实现 3 年 14 亿利润是可期的。

### 2.1 医药化学品的内生增长和外延扩张

公司之前主要从事医药中间体的生产（表 1），主要产品有西他列汀系列、莫西沙星系列等。公司在医药化学品业务的内生增长主要体现在西他列汀系列、莫西沙星系列等老产品目前销售稳定，而新产品索非布韦关键中间体（五氟苯酚以及另一关键中间体）有望随着索非布韦防制药在非规范市场的销量增长而呈现爆发式增长。

索非布韦是美国吉利德科学公司（Gilead Sciences, Inc. 以下简称“吉利德”）研发的抗丙肝专利药物，该产品于 2013 年 12 月得到美国食品药品监督管理局 (FDA) 的批准，于 2014 年 1 月获得欧盟批准，是首个获批可用于丙型肝炎全口服治疗方案的药物，索非布韦被视为治疗丙肝的突破性药物，其治愈率超过 90%。根据世界卫生组织 2014 年 4 月发布的《丙肝筛查治疗指南》，据估计全球目前约有 1.85 亿人感染了丙肝，每年大约有 35 万人因此死亡，每年新增丙肝患者约 350 万人。

表 1 市场上主要的含氟医药中间体

| 产品名称            | 主要用途                       |
|-----------------|----------------------------|
| 2,3,4-三氟硝基苯     | 氧氟沙星，左氧氟沙星（喹诺酮类抗菌素）        |
| 2,3,4,5-四氟苯甲酰氯  | 左氧氟沙星（喹诺酮类抗菌素）             |
| 2,3,4,5,6-五氟苯甲酸 | 司帕沙星（喹诺酮类抗菌素）              |
| 2,4-二氯-5-氟苯乙酮   | 环丙沙星（喹诺酮类抗菌素）              |
| 3-氯-4-氟苯胺       | 诺氟沙星（喹诺酮类抗菌素）              |
| 2,4,5-三氟苯乙酸     | 西他列汀（糖尿病药）                 |
| 对氟苯酚            | 硫印酸（消炎抗风湿类药）、索比尼尔（醛糖还原酶制剂） |
| 对氟苯甲酰氯          | 有氟伐他汀（心脑血管类药）              |
| 4-溴-2-氟苯胺       | 布洛芬（消炎药）                   |
| 1,3-二氟苯         | 氟康唑（抗真菌类药）                 |

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心整理

在欧美等规范市场索非布韦的销售价格昂贵，一个疗程需要 84000 美元，并且这部分市场的丙肝感染人数占比也不是很大，据统计，美国大约有 400 万的慢性丙肝患者，加拿大大约有 25 万丙肝患者，欧洲大约有 900 万的丙肝患者，**因此未来索非布韦的主要增长点非规范市场如印度**，在非规范市场一个疗程只需要 6000 人民币左右，考虑到这些，2014 年 9 月 15 日，吉利德宣布和 7 家印度仿制药生产商签署了非独占特许权协议，允许其生产索非布韦片并出售给超过 91 个发展中国家（不包含中国），惠及占据全球丙肝患者数量的 54%。

粗略测算，如果我们就按目前 1.85 亿丙肝患者计算，不考虑新增量，假设其中 60%的人会选择索非布韦，而一个疗程需要 84 片，每片含有 400mg 的剂量（粗略计算就按需要 400mg 的五氟苯酚），并且公司供应了吉利德 80%的五氟苯酚，**粗略计算下来需要五氟苯酚约 3000 吨左右，按每吨价格 100-150 万，就有 30 亿-45 亿的市场空间。**

在外延扩张上，公司近 2 年在医药化学品业务上意图已经非常明显，那就是要打通从**中间体到原料药、制剂的垂直一体化产业链**。公司在医药中间体的生产上已经积累多年，一旦下游原料药、制剂的专利保护到期，公司就可以比较轻易的进入下游原料药、制剂的生产（以西他列汀为例，一旦其专利保护到期，公司就可以从事西他列汀的生产，从

而打通从中间体到制剂的整个产业链)。

从医药中间体的生产到原料药、制剂的生产，虽然有一定工艺上的壁垒，但最主要的壁垒是认证壁垒、管理壁垒等软件层面上的，因此公司一直都在积极布局。首先公司的募投项目“永太药业制剂国际化发展能力建设项目”已经进入尾声，按着规划公司设立了“永太科技（美国）有限公司”（美国永太）和“浙江永太药业有限公司”（永太药业），其中美国永太主要负责药品申报（ANDA 等申报）、研发和销售而永太药业主要负责制剂的生产，目前永太药业正在建设中，预计今年内就可建设完成。

其次为了加快从中间体到原料药、制剂整个垂直一体化产业链打通的进程，公司拟以现金和发行股份的方式购买浙江手心制药有限公司（浙江手心）100%的股权和佛山手心制药有限公司（佛山手心）90%的股权，浙江手心的主要产品是原料药，加巴喷丁、甲基多巴和卡比多巴三种原料药占营收比重 95%左右，加巴喷丁主要用于治疗难治的不全性癫痫，抗抑郁、同时有治疗神经痛的作用，卡比多巴主要用于帕金森病和帕金森综合症；佛山手心的主要产品是医药制剂，包括硬胶囊、软胶囊、片剂、口服液等，其核心产品盐酸雷尼替丁胶囊。在收购协议中公司与浙江手心和佛山手心的控股股东签署了盈利补偿协议，约定浙江手心和佛山手心 2016 年度至 2018 年度经审计的承诺盈利数合计不低于人民币 22,480 万元，否则将启动相关补偿机制。

美国永太是公司未来制剂在美国销售的主体，佛山手心将是公司在国内销售的主要渠道，如收购完成公司可以佛山手心的销售渠道为基础构建国内制剂销售渠道。除此之外，公司增资了上海科瓴医疗科技有限公司 19%的股权，可借鉴其积累的互联网医药销售渠道和经验。目前收购浙江手心和佛山手心的提案已经上交证监会，预计年内可完成收购。

## 2.2 农药化学品的内生增长和外延扩张

在农药化学品业务上，公司主要从事含氟农药中间体的生产（表 2），以定制加工订单为主要模式。农药化学品的内生增长主要体现在公司的**多个农药中间体定制产品的订单开始稳定供货，而明年还会有新产品订单。**

在外延扩张上，可以预期公司将会像在医药化学品上一样规划：打通垂直一体化产业链。但目前公司主要还是在进行渠道的扩张。公司收购了上海浓辉化工有限公司 100%的股权，上海浓辉主要从事除草剂、杀菌剂、杀虫剂以及医药中间体的海外贸易业务，现已构建起涵盖全球 60 余个国家的销售网络，并成为拥有海外农药登记证书最多的国内植保产品出口商之一。上海浓辉主要面向亚非、拉美及欧洲农药市场，而永太科技自身主要客户为巴斯夫、先正达、住友、陶氏、杜邦等国际农药巨头，因此双方渠道有一定的互补性。

**未来几年，农药化学品这一块业务将是公司业绩稳定增长的主要贡献者，将会为公司外延扩张提供资金支持。**

表 2 市场上主要的含氟农药中间体

| 产品名称                    | 主要用途     |
|-------------------------|----------|
| 2,4-二氟硝基苯               | 丙炔氟草胺除草剂 |
| 2,4-二氟苯胺                | 吡氟草胺除草剂  |
| 3,5-二氟苯胺                | 氨基脲类除草剂  |
| 邻氟苯胺                    | 三唑酮草酯除草剂 |
| 对氟苯酚                    | 环戊恶草酮,   |
| 2, 3-二氯-5-三氟甲基吡啶        | 定虫隆杀虫剂   |
| 2, 6-二氟苯甲酰胺、3, 4-二氯三氟甲苯 | 氟虫脲杀虫剂   |
| 2,4-二氟-3,5 二氯苯胺         | 伏虫隆杀虫剂   |
| 4-三氟甲基苯胺                | 氟虫脲杀虫剂   |
| 3-三氟甲基吡啶                | 氟啶胺杀虫剂   |

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心整理

## 2.3 电子化学品的内生增长和外延扩张

电子化学品的内生增长主要体现在液晶单体产品上，公司从最初的含氟液晶中间体的生产（表 3）过渡到了含氟液晶单体的生产，目前已有多个产品进入了国内外客户供应商名录，预计 2016 年会销售 10-20 吨，而销售价格在 600-1200 万/吨。

在外延扩张上，公司在电子化学品上的规划不同于医药化学品和农药化学品的纵向扩张，而是采取向优势市场扩张的横向扩张战略，经过多年认证考察，公司选择了平板显示彩色滤光膜材料项目——CF 光刻胶。CF 光刻胶主要是用来生产彩色滤光片的，而彩色滤光片是显示面板的关键组件，是让每个像素产生三原色的必需器件，不仅现在的液晶面板需要，未来的 OLED 面板（白光+彩色滤光片解决方案）也需要。

据统计，到 2015 年底中国已经建成投产的液晶面板生产线有 25 条（8.5 代线 8 条，6 代线以下中小尺寸世代线 17 条），还有多条正在建设中或者规划中的产线（15 条），**预计到 2017 年国内需求的 CF 光刻胶为 1500 吨/月**。彩色光刻胶的技术壁垒较高，目前主要是日本、韩国、台湾等地区的企业在生产（JSR、LG 化学、CHEIL、TOYO INK、住友化学、奇美、三菱化学等占全球产量的逾 90%）。国内目前主要依靠进口，公司与华星光电签署技术合作协议，合作开展大尺寸 OLED 和 TFT-LCD 用 CF 光刻胶的技术研发，目前中试线上产品已经通过验证，规划建设产能 1500 吨/年，预计 2017 年建设完成。

表 3 市场上主要的含氟液晶中间体

| 产品名称       | 主要用途                 |
|------------|----------------------|
| 3,4,5-三氟溴苯 | 用于手机、电脑显示屏的正性液晶材料    |
| 3,4,5-三氟苯酚 | 用于手机、电脑、电视显示屏的正性或负性液 |
| 2,3-二氟苯乙醚  | 用于电视显示屏的负性液晶材料       |
| 2,3-二氟苯丁醚  | 用于电视显示屏的负性液晶材料       |
| 3,4-二氟溴苯   | 用于手机、电脑显示屏的正性液晶材料    |
| 3,5-二氟溴苯   | 用于手机、电脑显示屏的正性液晶材料    |

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心整理

## 第 3 部分 估值分析

关键假设：

1. 医药化学品版块，今年完成对浙江手心和佛山手心的收购，假设并表 1-2 个月；索非布韦的关键中间体的非规范市场开拓达到预期。
2. 农药化学品版块，定制产品订单情况稳定，明年新品推出顺利。
3. 电子化学品版本，含氟液晶单体今年销售 10-20 吨，CF 光刻胶项目明年顺利投产。

预计公司 2016-2018 年 EPS 为 0.34、0.60、0.70 元，给予“买入”评级。

## 第 4 部分 风险提示

1. 公司外延扩张所需资金主要来自银行贷款，2015 年短期借款 7.26 亿，相较于 2014 年的 2.7 亿大幅增加，财务费用支出比较大；
2. 公司外延扩张进入新的领域，新产品的推出有一定的市场风险；
3. 公司并购企业，整合过程存在一定的管理风险；

## 附录:

| 资产负债表        |      |       |       |       | 单位: 百万元       |        |        |        |        |
|--------------|------|-------|-------|-------|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 会计年度         | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |               |        |        |        |        |
| 流动资产         | 1447 | 2045  | 2954  | 4001  |               |        |        |        |        |
| 现金           | 423  | 592   | 988   | 1415  |               |        |        |        |        |
| 应收账款         | 436  | 567   | 824   | 1078  |               |        |        |        |        |
| 其他应收款        | 11   | 15    | 21    | 28    |               |        |        |        |        |
| 预付账款         | 45   | 47    | 68    | 96    |               |        |        |        |        |
| 存货           | 478  | 749   | 961   | 1286  |               |        |        |        |        |
| 其他流动资产       | 55   | 75    | 91    | 98    |               |        |        |        |        |
| 非流动资产        | 1990 | 1635  | 1548  | 1415  |               |        |        |        |        |
| 长期投资         | 211  | 160   | 185   | 173   |               |        |        |        |        |
| 固定资产         | 921  | 885   | 800   | 692   |               |        |        |        |        |
| 无形资产         | 245  | 267   | 276   | 285   |               |        |        |        |        |
| 其他非流动资产      | 613  | 323   | 286   | 265   |               |        |        |        |        |
| 资产总计         | 3437 | 3680  | 4502  | 5416  |               |        |        |        |        |
| 流动负债         | 1403 | 1335  | 1638  | 1948  |               |        |        |        |        |
| 短期借款         | 727  | 539   | 557   | 579   |               |        |        |        |        |
| 应付账款         | 240  | 328   | 447   | 600   |               |        |        |        |        |
| 其他流动负债       | 436  | 468   | 634   | 769   |               |        |        |        |        |
| 非流动负债        | 122  | 76    | 90    | 105   |               |        |        |        |        |
| 长期借款         | 35   | 46    | 56    | 67    |               |        |        |        |        |
| 其他非流动负债      | 87   | 31    | 34    | 38    |               |        |        |        |        |
| 负债合计         | 1525 | 1411  | 1728  | 2053  |               |        |        |        |        |
| 少数股东权益       | 39   | 34    | 29    | 23    |               |        |        |        |        |
| 股本           | 799  | 855   | 855   | 855   |               |        |        |        |        |
| 资本公积         | 616  | 616   | 616   | 616   |               |        |        |        |        |
| 留存收益         | 475  | 765   | 1281  | 1880  |               |        |        |        |        |
| 归属母公司股东权益    | 1872 | 2236  | 2750  | 3345  |               |        |        |        |        |
| 负债和股东权益      | 3437 | 3681  | 4507  | 5420  |               |        |        |        |        |
| <b>现金流量表</b> |      |       |       |       | 单位: 百万元       |        |        |        |        |
| 会计年度         | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |               |        |        |        |        |
| 经营活动现金流      | 66   | 90    | 398   | 370   |               |        |        |        |        |
| 净利润          | 143  | 284   | 511   | 593   |               |        |        |        |        |
| 折旧摊销         | 121  | 121   | 128   | 132   |               |        |        |        |        |
| 财务费用         | 7    | 33    | 16    | 1     |               |        |        |        |        |
| 投资损失         | -24  | -23   | -24   | -23   |               |        |        |        |        |
| 营运资金变动       | -221 | -324  | -252  | -353  |               |        |        |        |        |
| 其他经营现金流      | 40   | -0    | 19    | 21    |               |        |        |        |        |
| 投资活动现金流      | -528 | 234   | -18   | 25    |               |        |        |        |        |
| 筹资活动现金流      | 530  | -155  | 16    | 31    |               |        |        |        |        |
| 现金净增加额       | 78   | 170   | 396   | 426   |               |        |        |        |        |
|              |      |       |       |       | <b>利润表</b>    |        |        |        |        |
|              |      |       |       |       | 会计年度          | 2015   | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|              |      |       |       |       | 营业收入          | 1542   | 2028   | 2880   | 3811   |
|              |      |       |       |       | 营业成本          | 1174   | 1486   | 2071   | 2806   |
|              |      |       |       |       | 营业税金及附加       | 7      | 10     | 14     | 18     |
|              |      |       |       |       | 营业费用          | 22     | 29     | 42     | 55     |
|              |      |       |       |       | 管理费用          | 167    | 181    | 202    | 305    |
|              |      |       |       |       | 财务费用          | 7      | 33     | 16     | 1      |
|              |      |       |       |       | 资产减值损失        | 12     | 8      | 10     | 10     |
|              |      |       |       |       | 公允价值变动收益      | -8     | -1     | -4     | -5     |
|              |      |       |       |       | 投资净收益         | 24     | 23     | 24     | 23     |
|              |      |       |       |       | 营业利润          | 168    | 303    | 546    | 635    |
|              |      |       |       |       | 营业外收入         | 15     | 14     | 14     | 14     |
|              |      |       |       |       | 营业外支出         | 5      | 4      | 5      | 5      |
|              |      |       |       |       | 利润总额          | 179    | 313    | 555    | 644    |
|              |      |       |       |       | 所得税           | 36     | 28     | 44     | 52     |
|              |      |       |       |       | 净利润           | 143    | 284    | 511    | 593    |
|              |      |       |       |       | 少数股东损益        | -1     | -5     | -5     | -7     |
|              |      |       |       |       | 归属母公司净利润      | 144    | 289    | 515    | 599    |
|              |      |       |       |       | EBITDA        | 296    | 457    | 690    | 768    |
|              |      |       |       |       | EPS（元）        | 0.18   | 0.34   | 0.60   | 0.70   |
|              |      |       |       |       | <b>主要财务比率</b> |        |        |        |        |
|              |      |       |       |       | 会计年度          | 2015   | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|              |      |       |       |       | 成长能力          |        |        |        |        |
|              |      |       |       |       | 营业收入          | 45.3%  | 31.5%  | 42.0%  | 32.3%  |
|              |      |       |       |       | 营业利润          | 98.4%  | 80.4%  | 79.8%  | 16.3%  |
|              |      |       |       |       | 归属于母公司净利润     | 73.1%  | 100.6% | 78.0%  | 16.3%  |
|              |      |       |       |       | 获利能力          |        |        |        |        |
|              |      |       |       |       | 毛利率(%)        | 23.8%  | 26.7%  | 28.1%  | 26.4%  |
|              |      |       |       |       | 净利率(%)        | 9.4%   | 14.3%  | 17.9%  | 15.7%  |
|              |      |       |       |       | ROE(%)        | 7.7%   | 12.9%  | 18.7%  | 17.9%  |
|              |      |       |       |       | ROIC(%)       | 7.3%   | 15.6%  | 24.8%  | 25.5%  |
|              |      |       |       |       | 偿债能力          |        |        |        |        |
|              |      |       |       |       | 资产负债率(%)      | 44.4%  | 38.3%  | 38.3%  | 37.9%  |
|              |      |       |       |       | 净负债比率(%)      | 53.00% | 43.86% | 37.69% | 33.29% |
|              |      |       |       |       | 流动比率          | 1.03   | 1.53   | 1.80   | 2.05   |
|              |      |       |       |       | 速动比率          | 0.69   | 0.97   | 1.21   | 1.39   |
|              |      |       |       |       | 营运能力          |        |        |        |        |
|              |      |       |       |       | 总资产周转率        | 0.52   | 0.57   | 0.70   | 0.77   |
|              |      |       |       |       | 每股收益(最新摊薄)    | 0.17   | 0.34   | 0.60   | 0.70   |
|              |      |       |       |       | EV/EBITDA     | 48     | 31     | 20     | 18     |

国元证券投资评级体系：

| (1) 公司评级定义 |                                | (2) 行业评级定义 |                                         |
|------------|--------------------------------|------------|-----------------------------------------|
|            | 二级市场评级                         |            |                                         |
| 买入         | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上   | 推荐         | 行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上    |
| 增持         | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间 | 中性         | 行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内 |
| 持有         | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间    | 回避         | 行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上    |
| 卖出         | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上    |            |                                         |

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或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn

