

2016年06月06日
证券研究报告·调研报告

高科石化(002778) 化工

增持(首次)
当前价: 43.65元
目标价: ——元



工业润滑油巨头，布局高品质产品

投资要点

- **润滑油细分领域巨头，下游需求有望回升。**公司从事各类工业润滑油与车用润滑油产品的研发、生产和销售，是国内领先的工业润滑油产品生产商之一，产品包括变压器油、液压油、内燃机油、特种溶剂等13个类别、200余种规格型号。2015年变压器油、液压油营收分别占总营收的42.7%和16.9%，是公司主要工业润滑油产品，且公司在变压器油、液压油等工业润滑油细分市场优势明显，2014年销售变压器油4.7万吨，市场占有率为11.1%。近年来随着国家宏观经济形势的下滑，公司业绩受到一定冲击，但未来几年随着“十三五规划”的实施，电力和制造业有望企稳回升，将带动变压器油和液压油需求的回升。
- **高毛利车用润滑油未来发展空间广阔。**车用润滑油需求量的提升已经成为润滑油总需求增长的主要来源，2014年国内车用润滑油需求量为327.2万吨，占比达53%。内燃机油是车用润滑油的核心品种，随着汽车工业的稳步发展，我国对内燃机油的需求也在逐渐提升。公司近年来不断加强高毛利产品内燃机油的建设，2015年实现营业收入9812万元，自2011至2015年占营收比从4.7%提升至18.1%，且2015年内燃机油毛利率达23.9%，比变压器油高15.1个百分点。公司今后还将继续加强内燃机油的投入，我们认为产品结构的优化会为公司带来新一轮的增长。
- **布局高品质润滑油，挖掘新的利润增长点。**近年我国高品质润滑油需求量逐渐提升，已占据行业总需求的26%。公司将高品质润滑油的生产、销售和品牌建设提升到了战略高度，作为公司未来的拳头产品重点经营。15年公司募集资金用于“年产6万吨高品质润滑油剂项目”、“研发中心建设项目”和“营销售后服务网点建设项目”。项目完全投产后，公司润滑油品的整体产能由目前的12.2万吨提升至16.9万吨，且新增产能集中于高品质润滑油剂产品，符合行业发展趋势，将显著提升公司盈利能力。我们预计随着募投项目的推进及产品布局的改善，未来公司业绩将大幅提高。
- **盈利预测与投资建议。**预计16-18年EPS分别为0.51元、0.73元和0.99元，对应的动态PE分别为86倍、60倍和44倍，我们看好公司未来发展，首次给予“增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动的风险；下游需求持续低迷的风险；募投项目进展不及预期的风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	577.02	631.81	833.22	1102.15
增长率	-36.20%	9.50%	31.88%	32.28%
归属母公司净利润(百万元)	35.36	45.42	64.66	87.93
增长率	0.95%	28.44%	42.36%	35.97%
每股收益EPS(元)	0.40	0.51	0.73	0.99
净资产收益率ROE	6.22%	7.49%	9.76%	11.93%
PE	110	86	60	44
PB	6.84	6.41	5.87	5.28

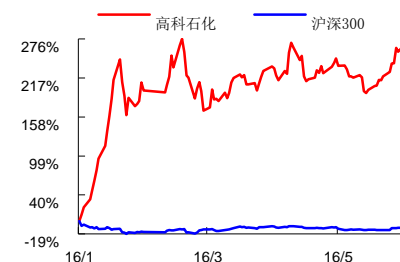
数据来源: Wind, 西南证券

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

联系人: 张汪强
电话: 021-68415687
邮箱: zwwq@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)	0.89
流通A股(亿股)	0.89
52周内股价区间(元)	12.24-46.04
总市值(亿元)	38.90
总资产(亿元)	7.04
每股净资产(元)	6.49

相关研究

1. 高科石化(002778): 国内领先的工业润滑油生产商 (2015-12-25)

目 录

1. 公司概况：润滑油细分领域巨头	1
2. 投资要点	3
2.1 工业润滑油业务全国领先，下游需求有望提升	3
2.2 产品结构优化，高毛利车用润滑油发展空间广阔	5
2.3 布局高利润高品质润滑油，顺应行业发展趋势	7
3. 盈利预测与估值	10
4. 风险提示	10

图 目 录

图 1：润滑油行业与上下游行业之间的关联情况	1
图 2：公司 2011 年以来营业收入及增速	1
图 3：公司 2011 年以来净利润及增速	1
图 4：2015 年公司主营业务收入构成	2
图 5：2015 年公司毛利构成	2
图 6：2011 年以来公司毛利率和净利率变化	2
图 7：2011 年以来公司三费率变化	2
图 8：公司股权结构图	2
图 9：2005~2015 年我国变压器行业产量情况	3
图 10：2005~2014 年我国变压器油行业需求情况	3
图 11：2011~2015 年公司液压油营业收入变化	4
图 12：公司液压油营业收入构成	4
图 13：2005~2015 年液压油需求量变化	4
图 14：2011~2015 年制造业产值变化	4
图 15：2005-2014 年车用润滑油和工业润滑油需求变化情况	5
图 16：2014 年我国工业润滑油和车用润滑油需求占比	5
图 17：2005~2014 年车用润滑油和内燃机油需求变化情况	5
图 18：2005~2015 年我国汽车产量变化情况	5
图 19：2011~2015 年公司变压器油和内燃机油营收及增速	6
图 20：2011~2015 年公司产品营业收入结构	6
图 21：2011~2015 年公司各业务毛利率变化	6
图 22：2011~2015 年公司各业务毛利构成	6
图 23：全球基础油供应量分布情况	7
图 24：国内基础油产能分布情况	7
图 25：2009~2015 年我国基础油进口量和进口依赖度变化	8
图 26：2002~2015 年我国润滑油进口量和进口依赖度变化	8
图 27：募投项目投产前后公司产品结构（万吨）	9
图 28：2012 年至募投项目投产后散装油和包装油结构（万吨）	9

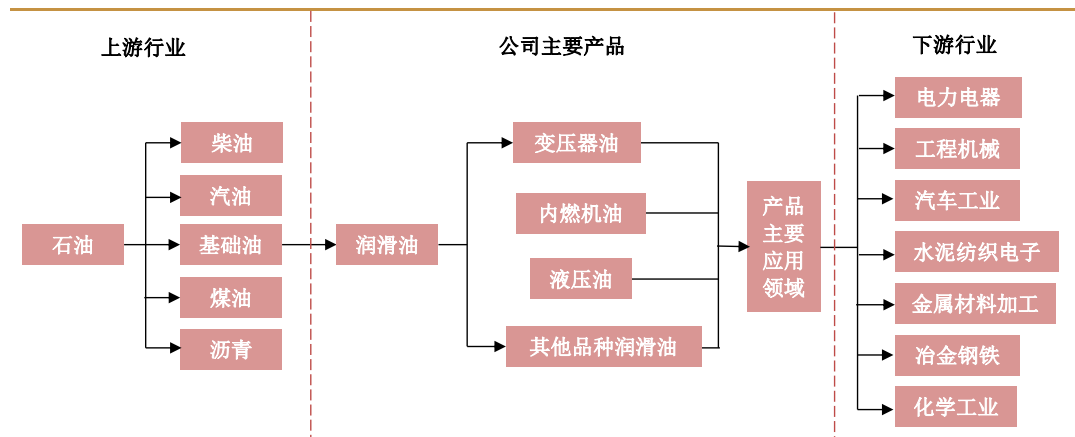
表 目 录

表 1：公司润滑油下游主要客户	3
表 2：2014 年公司产品销售结构与我国润滑油产品需求结构比较	6
表 3：润滑油产品需求及获利能力关系	7
表 4：公司募投项目	8
表 5：企业研发中心建设项目	9
表 6：分业务收入及毛利率	10
附表：财务预测与估值	11

1. 公司概况：润滑油细分领域巨头

公司主要从事各类工业润滑油与车用润滑油产品的研发、生产和销售，是国内领先的工业润滑油产品生产商之一，产品包括变压器油、液压油、内燃机油、齿轮油、金属加工油、特种溶剂等 13 个类别、200 余种规格型号，广泛应用于电力电器设备、工程机械、工业机械设备、冶金和交通运输等领域。

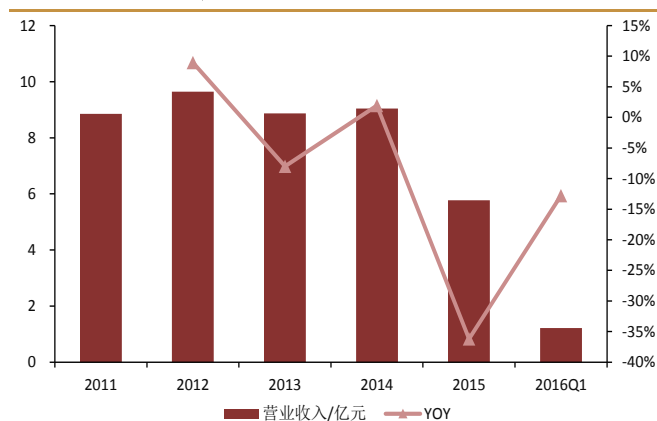
图 1：润滑油行业与上下游行业之间的关联情况



数据来源：公司公告，西南证券

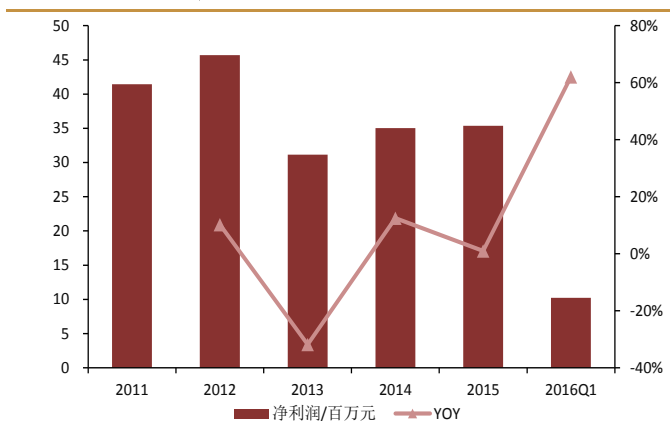
2011-2014 年，公司年营业收入保持在 9 亿元左右，2015 年因油价下跌导致产品单价下降，公司营业收入为 5.8 亿元，同比下降 36.2%。但因为成本同向降低，公司 2015 年公司实现净利润为 3536 万元，同比小幅增长 1%。2016 年一季度公司实现营业收入 1.2 亿元，净利润 1021 万元，分别同比下降 12.8%和增长 62.1%（扣非净利润增长率为 7.2%）。

图 2：公司 2011 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券

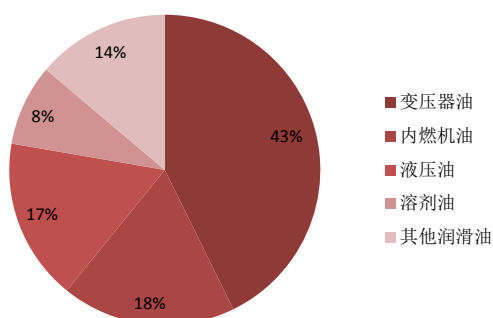
图 3：公司 2011 年以来净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券

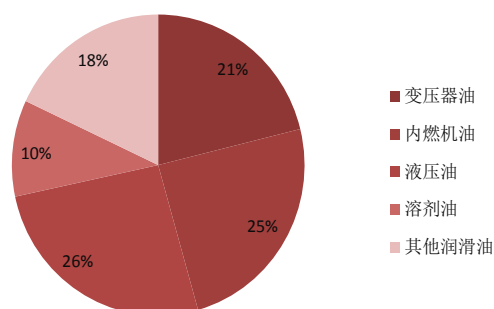
从产品结构来看，变压器油是公司营业收入的主要来源，但其毛利率为 8.8%，远低于公司其他产品。因此，2015 年变压器油营收占比达 43%，仅贡献了 21%的毛利。内燃机油和液压油具有较高的毛利率，贡献了公司一半左右的毛利。

图 4：2015 年公司主营业务收入构成



数据来源：公司公告，西南证券

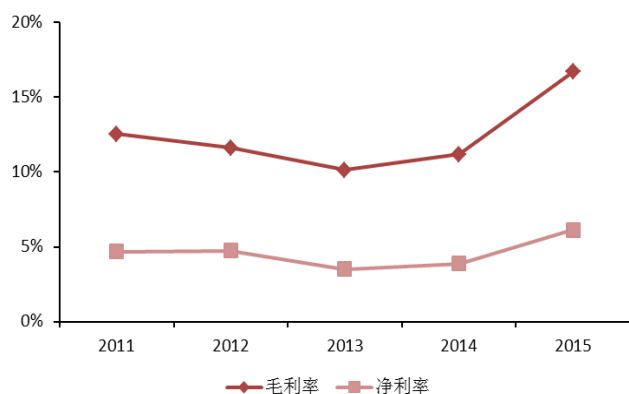
图 5：2015 年公司毛利构成



数据来源：公司公告，西南证券

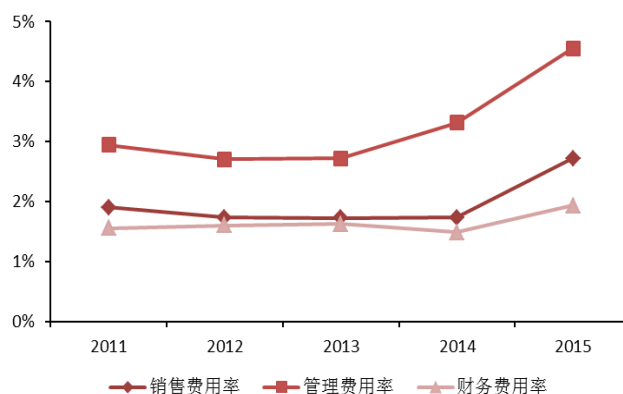
2015 年公司进一步优化产品结构，提升高品质工业润滑油和车用油的销量，使得公司综合毛利率和净利率显著提升，较 2014 年同期分别增加 6 个百分点和 2 个百分点。2015 年公司三费率提升明显，主要是因为公司营业收入降低导致。随着公司产品结构的优化，高品质工业润滑油和车用油销量的增长，公司业绩有望进一步提升。

图 6：2011 年以来公司毛利率和净利率变化



数据来源：公司公告，西南证券

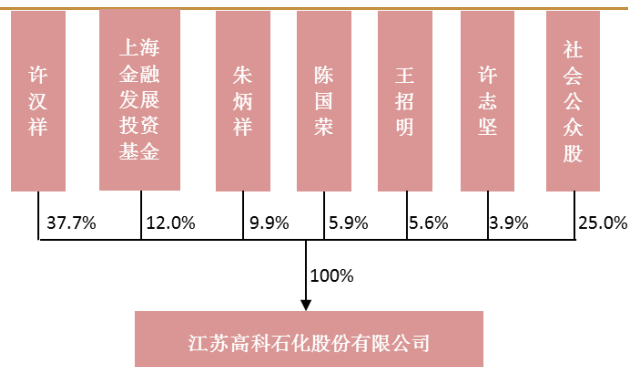
图 7：2011 年以来公司三费率变化



数据来源：公司公告，西南证券

公司实际控制人为董事长许汉祥先生，持有公司股份 3357 万股，持股比例为 37.7%。

图 8：公司股权结构图



数据来源：公司公告，西南证券

2. 投资要点

2.1 工业润滑油业务全国领先，下游需求有望提升

工业润滑油作为重要的工业消耗性材料，主要应用于电力设备、工业机械设备和工程机械等领域，终端用户基本为各类制造类企业和工程机械用户，该类客户具有采购量大、采购品种多等特征。

表 1：公司润滑油下游主要客户

润滑油种类	下游主要客户	客户类型
变压器油	天威五洲、钱江电气、卧龙东源、长城电器、申达电气	国内著名变压器生产企业
内燃机油、液压油、齿轮油	徐工集团、中联重科、华菱钢管、宝钢集团、沙钢集团	国内著名的工业制造企业
特种溶剂	瓦克化学、道康宁、南通迪爱生色料有限公司、上海 DIC 油墨有限公司	著名跨国企业

数据来源：招股说明书，西南证券

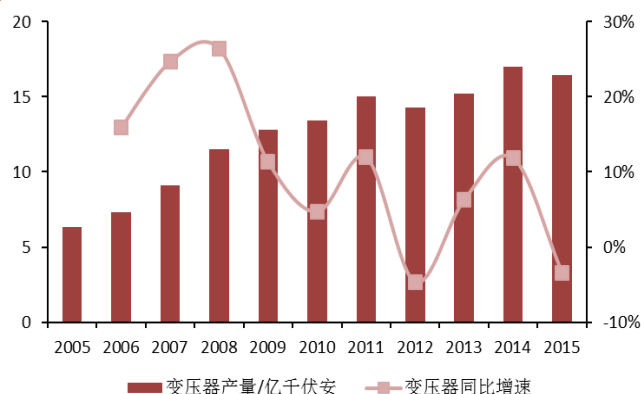
公司在变压器油、液压油等工业润滑油细分市场优势明显，2012 年、2013 年及 2014 年公司变压器油销售量为 6.3 万吨、4.6 万吨和 4.7 万吨，市场占有率为 14.3%、11.2%和 11.1%，是天威五洲、钱江电气等国内大型变压器生产企业的重要配套供应商。2015 年公司变压器油、液压油营收分别占总营收的 42.7%和 16.9%，综合占比达 59.6%，是公司主要工业润滑油产品。

变压器油

变压器油是电器绝缘油中最重要的一种润滑油，其需求量占电器绝缘油总需求量的 98%以上，主要作为变压器的绝缘和导热介质，起到绝缘保护、散热冷却和灭弧的作用。

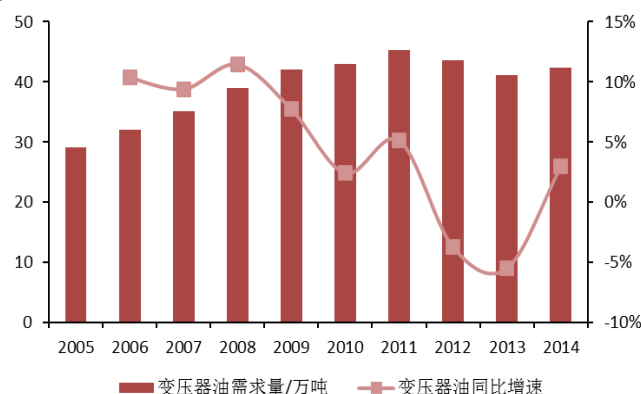
变压器油需求量与变压器等行业发展息息相关，二者增速同步变化。2005-2015 年，我国变压器累计产量为 138.3 亿千伏安，年复合增长率达 10.1%。我国变压器制造业现已成为年产值超过 600 亿元、年产量超过 17 亿千伏安的大产业，带动了变压器油行业的发展。2005-2014 年变压器油行业总需求量达 392.1 万吨，年复合增长率达 4.3%。

图 9：2005~2015 年我国变压器行业产量情况



数据来源：国家统计局，西南证券

图 10：2005~2014 年我国变压器油行业需求情况



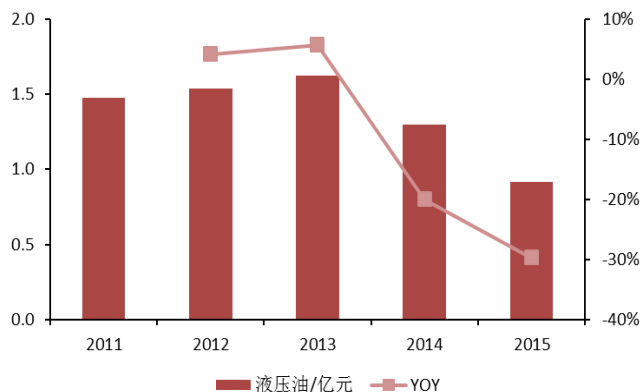
数据来源：招股说明书，西南证券

作为电网建设的重要组成部分，变压器行业受益于电网投资的规划。十三五期间我国将重点加快特高压骨干网架和配电网建设，国家电网今年将新建充电站 2450 座、充电桩 2.8 万个，特高压建设线路长度和变电（换流）容量将分别达到 8.9 万公里和 7.8 亿千伏安。预计未来 10 年用电量将维持 3%-5% 的速度增长，电力类基础设施的大规模建设会带动变压器需求的增长，进一步带动变压器油需求的增长。

液压油

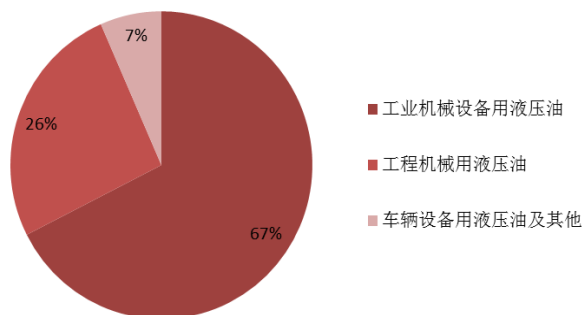
公司目前拥有种类齐全的液压油品种，包括清洁抗磨液压油、千斤顶专用液压油、稠化液压油、低凝液压油等品种，其中全气候型减震器油、低粘度抗冻千斤顶油、高性能抗磨铁路机车专用减震器油被江苏省科技厅评为高新技术产品。2015 年，面对工程机械及工业机械制造业严峻的市场形势，公司液压油仍实现销售量 1.1 万吨，实现营收 9150 万元。

图 11：2011~2015 年公司液压油营业收入变化



数据来源：公司公告，西南证券

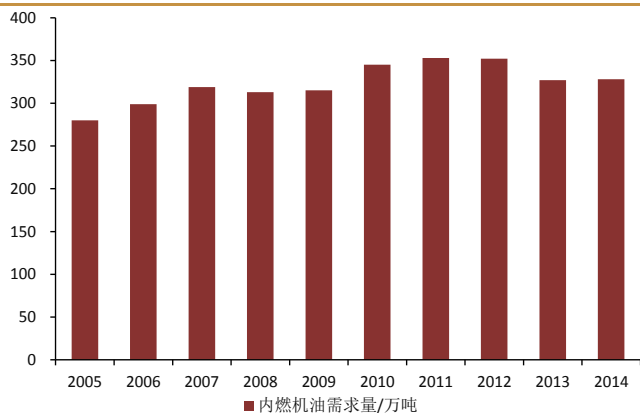
图 12：公司液压油营业收入构成



数据来源：公司公告，西南证券

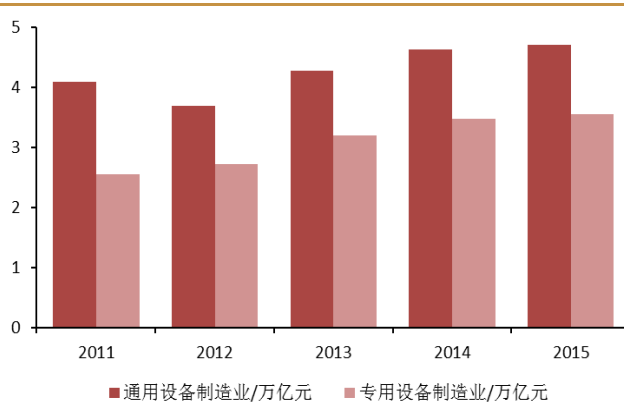
液压油是工业润滑油中用量最大的品种，2014 年总需求量约 121 万吨，约占工业润滑油需求量的 49.8%。液压油属于机械设备运转过程中的刚性消耗品，其需求量与制造业的景气程度高度正相关，设备制造业的发展也将带动液压油需求的提升。2015 年通用设备制造业及专用设备制造业产值增速有所放缓，增幅分别为 2.9% 和 3.4%。

图 13：2005~2015 年液压油需求量变化



数据来源：招股说明书，西南证券

图 14：2011~2015 年制造业产值变化



数据来源：国家统计局，西南证券

2016 年是“十三五规划”的开局之年，未来几年我国工业建设有望全面展开。以公司所在地江苏省为例，预计到 2020 年，全省装备制造业实现销售收入 8.7 万亿元，年均增长 8% 以上，开发并应用 500 个首台（套）重大装备及关键零部件，其中填补国内空白比例占 50%。预计未来下游制造业增速的回升有望带动液压油需求的增长。

2.2 产品结构优化，高毛利车用润滑油发展空间广阔

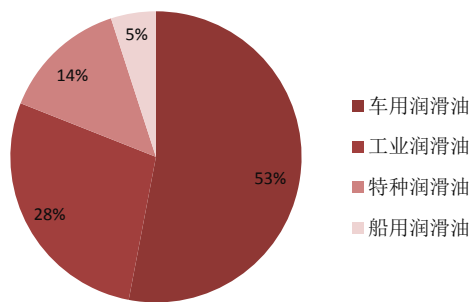
车用润滑油长期占据润滑油需求的主要部分，2014 年国内车用润滑油需求量为 327.2 万吨，占比为 53%，工业润滑油需求量为 242.8 万吨，占比为 28%。2012 年以来由于国内工程机械、电力设备等行业的持续低迷，工业润滑油需求增速有所下滑，同期汽车工业发展相对稳定，车用润滑油保持稳定增长，成为拉动润滑油消费的主要动力。

图 15：2005-2014 年车用润滑油和工业润滑油需求变化情况



数据来源：招股说明书，西南证券

图 16：2014 年我国工业润滑油和车用润滑油需求占比



数据来源：隆众石化，西南证券

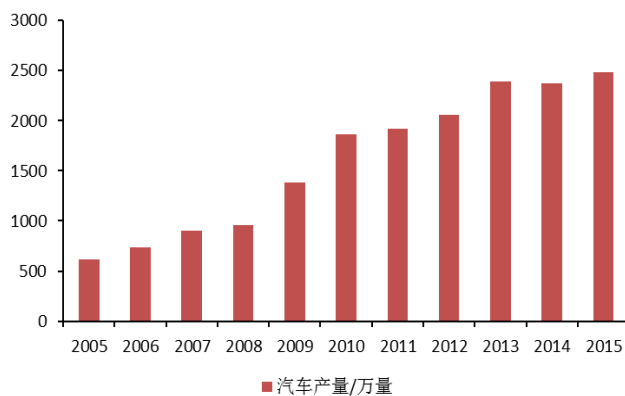
内燃机润滑油是车用润滑油核心品种，主要应用于汽车、铁路机车、船舶和其他工业机械设备的固定式发动机中。汽车工业的快速发展和庞大基数是内燃机油发展的重要保障，近年来中国汽车产量逐年增长，2015 年总产量达 2484 万辆，创历史新高，预计随着汽车工业的稳步发展，内燃机润滑油的需求也将保持增长。

图 17：2005~2014 年车用润滑油和内燃机油需求变化情况



数据来源：国家统计局，西南证券

图 18：2005~2015 年我国汽车产量变化情况



数据来源：国家统计局，西南证券

目前公司产品销售结构与我国润滑油产品需求结构不匹配。产品结构中，需求最大的内燃机油销售比例最小，而需求仅占 7.4% 的变压器油却占公司产品销售比例达 51%。

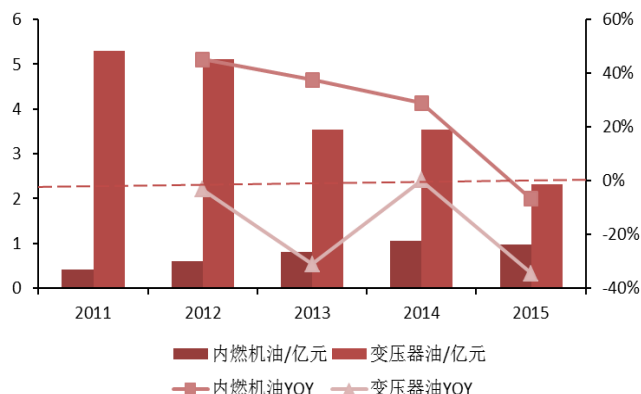
表 2：2014 年公司产品销售结构与我国润滑油产品需求结构比较

润滑油种类	我国需求结构	公司产品销售结构
内燃机油	57.6%	10.8%
变压器油	7.4%	51.0%
液压油	21.2%	15.6%
其他品种润滑油	13.8%	13.6%

数据来源：招股说明书，西南证券

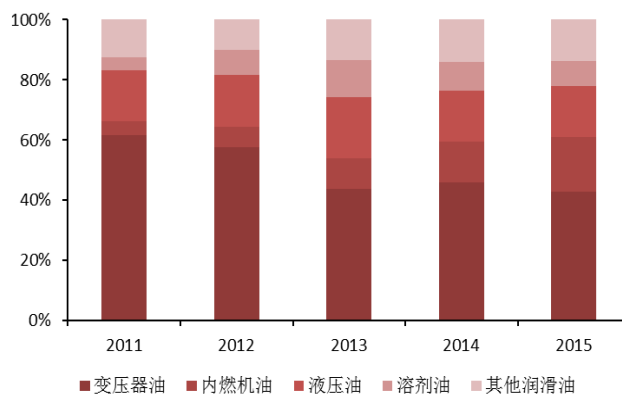
近年来公司不断优化产品结构布局，2012-2014 年内燃机油营收增速保持在 30% 以上，2015 年内燃机油营业收入达 9812 万元，营收占比从 2011 年的 4.7% 提升到 2015 年的 18.1%。同时公司变压器油营业收入逐年下降，营收占比从 2011 年的 61.4% 下降到 2015 年的 42.7%。

图 19：2011~2015 年公司变压器油和内燃机油营收及增速



数据来源：公司公告，西南证券

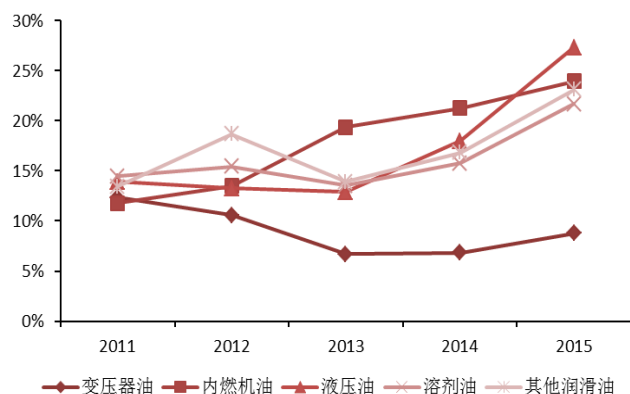
图 20：2011~2015 年公司产品营业收入结构



数据来源：公司公告，西南证券

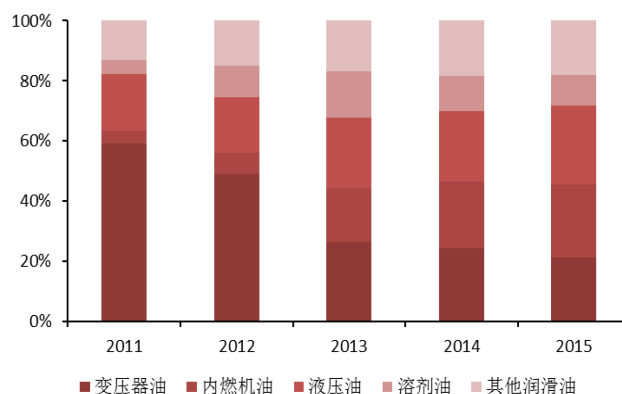
2011-2015 年，公司内燃机油业务毛利率亦保持增长，2015 年内燃机油毛利率达 23.9%，与之对应的是变压器油业务毛利率在不断下滑，15 年毛利率仅为 8.8%。公司将进一步拓展高品质包装内燃机油的服务用油市场，预计内燃机油业务的发展将为公司带来新一轮的增长。

图 21：2011~2015 年公司各业务毛利率变化



数据来源：公司公告，西南证券

图 22：2011~2015 年公司各业务毛利构成



数据来源：公司公告，西南证券

2.3 布局高利润高品质润滑油，顺应行业发展趋势

2.3.1 高品质润滑油需求快速提升

近年来,我国高品质润滑油需求量提升较快,2014 年高端润滑油的需求占比已达 25.9%,中端产品占比为 56.9%,低端产品占比为 17.2%。2005 年以来高端润滑油产品的市场需求占比已提升了 6.1 个百分点,中端产品基本保持稳定,低端产品需求占比则持续降低。

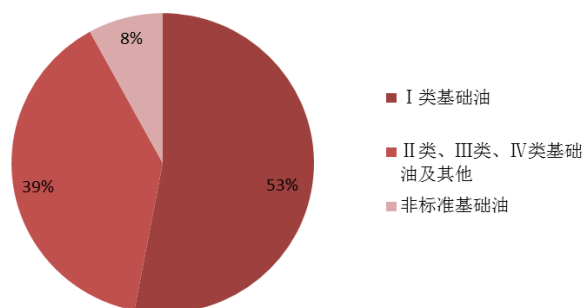
表 3：润滑油产品需求及获利能力关系

项目	需求量占比	利润占比
高端润滑油产品	25.9%	57.7%
中端润滑油产品	56.9%	37.0%
低端润滑油产品	17.2%	5.3%

数据来源：招股说明书，西南证券

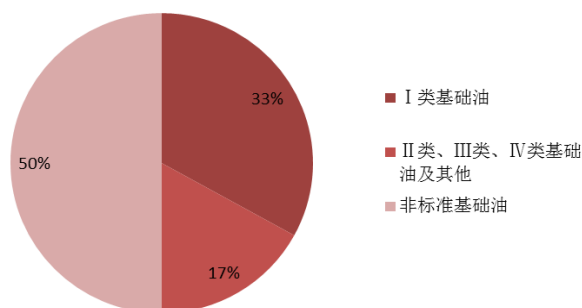
受制于基础油生产加工能力,国产 II 类、III 类基础油尚不能满足国内润滑油生产企业的需求,需要大量进口。目前我国基础油产能主要集中于 I 类基础油及其他基础油,造成了低端基础油供大于求而高端基础油难以有效满足市场需求,进口依赖度较高的局面。

图 23：全球基础油供应量分布情况



数据来源：招股说明书，西南证券

图 24：国内基础油产能分布情况



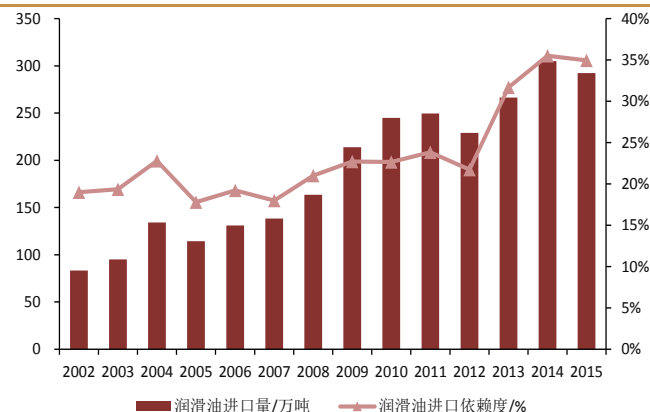
数据来源：招股说明书，西南证券

随着我国大型炼化企业 II 类、III 类基础油生产装置的逐步装备,优质基础油供应量将持续增加,但短期内市场高品质基础油供应情况不能得到有效改观。基于此,高品质润滑油的进口依赖度也较高,2015 年达 34.9%,与基础油进口情况同步变化。

高端润滑油需求量大、进口依赖度高的现状亟待我国润滑油企业研发设计高品质产品,与国际龙头企业竞争,争夺高品质润滑油庞大且高利的市场。

图 25：2009~2015 年我国基础油进口量和进口依赖度变化


数据来源：海关总署，西南证券

图 26：2002~2015 年我国润滑油进口量和进口依赖度变化


数据来源：海关总署，西南证券

2.3.2 公司布局高品质润滑油产品，募投项目稳步实施

目前，公司将高品质车用润滑油（包装油）的生产、销售和品牌建设提升到了战略高度，将其作为公司未来的拳头产品来重点经营。同时，公司在包装车用润滑油及特种溶剂产品上加大了研发投入和营销力度，力图在高毛利的产品市场取得更大的突破。

2012 年公司高品质柴油机油 CH-415W-40、CI-415W-40 获得美国石油协会（API）认证，标志着公司在柴油机油领域取得领先优势。2014 年开始公司业务进一步转型升级，积极拓展车用润滑油及其他高品质包装油市场。2015 年公司上市，首次公开发行股票募集资金用于“年产 6 万吨高品质润滑油剂项目”“企业研发中心建设项目”和“营销及售后服务网点建设项目”的建设。

表 4：公司募投项目

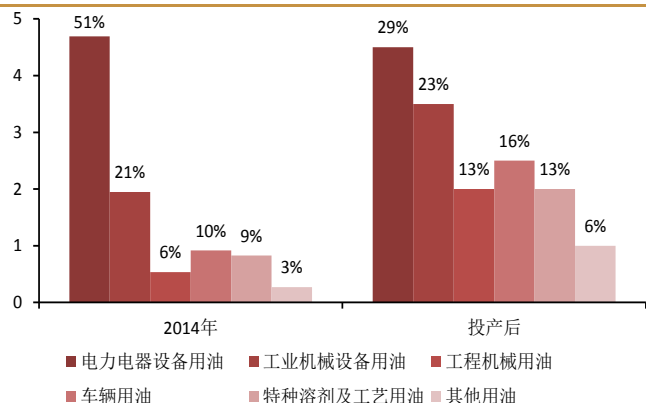
序号	项目名称	总投资（万元）	拟投入募集资金（万元）	已投入募集资金（万元）	项目建设期
1	年产 6 万吨高品质润滑油剂项目	13105.0	13105.0	6426.5	12 个月
2	企业研发中心建设项目	4000.0	836.4	16.2	12 个月
3	营销及售后服务网点建设项目	2663.6	2,663.6	134.4	12 个月
合计		19768.6	16,605.0		

数据来源：Wind，西南证券

6 万吨高品质润滑油剂项目

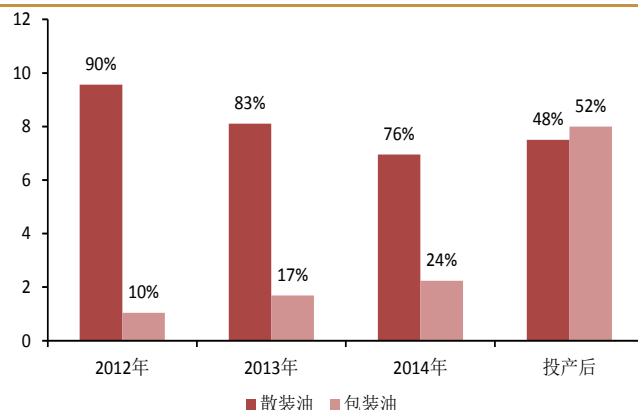
高品质润滑油剂项目是公司现有业务的扩大与提升，并较好的契合了润滑油行业的发展趋势。项目将采用更先进的设备，大幅提高生产效率和产品质量，同时有效地降低单位生产成本，提升公司盈利能力。项目完全投产后，公司润滑油品的整体产能由目前的 12.2 万吨提升至 16.9 万吨。新增产能集中于高品质润滑油剂产品，如柴油机油中的 CF-4、CH-4 等级别，液压油中的 HM 级以上级别，齿轮油中的 GL-5 级等品种。

图 27：募投项目投产前后公司产品结构（万吨）



数据来源：招股说明书，西南证券

图 28：2012 年至募投项目投产后散装油和包装油结构（万吨）



数据来源：招股说明书，西南证券

募投项目将改变公司变压器油占比过高的产品结构和以散装为主的包装形式。一方面，2014 年公司变压器油市场占有率已达 11.1%，进一步提升市场份额的空间有限，且变压器油毛利率明显低于公司其他产品；另一方面，公司散装润滑油毛利率水平相对较低，价格受基础油价格变化影响明显。通过募投项目，公司将向高品质润滑油和包装油两个方向转型。

企业研发中心建设项目

研发中心项目将增强公司核心竞争力。企业研发中心项目集科研实验、产品开发、润滑整体解决方案开发、新产品检验检测和品牌联合实验室于一体，通过引进先进的科研实验设备和优秀的科研人才，提高公司研发、润滑解决方案设计及检验检测能力。

表 5：企业研发中心建设项目

序号	研发方向	主要内容
1	基础油深加工	对基础油进行溶剂精制、加氢精制等试验，使其达到基础油分类标准中的相关指标
2	添加剂方向	针对终端用户需求，对各类复合剂及单剂进行复配优化，来提高产品质量，降低成本
3	生产工艺方向	对现有精馏、调合等生产工艺技术改造，以此来降低能耗，节约成本；同时关注和研究新型生产工艺
4	品牌联合实验室	与大型终端用户深度合作，建立品牌联合实验室，为其开发具有针对性的润滑油产品，维持和巩固优质客户资源
5	其他方向	通过市场调研，进行产品上下延伸，利用润滑油副产品，开展对特种溶剂产品的研发，有效利用资源，实现经济效益最大化

数据来源：招股说明书，西南证券

营销及售后服务网点建设项目

网点建设项目有利于开拓市场渠道，消化新增产能。公司将设立两类不同级别网点，其中，一级网点共 6 个，分别为：无锡、上海、南京、长沙、徐州、昆明；二级网点共 9 个，分别为：苏州、常州、杭州、宁波、广州、成都、重庆、大连、福州。以各网点为中心，加大对周边区域的渗透力度，逐步实现覆盖全国市场。

三个募投项目建设期为 12 个月，达产期为 18 个月，完全达产后，公司每年将新增销售收入 70695 万元，新增净利润 5267 万元，同比 2015 年营收净利增速超 100%，具有良好的经济效益。预计未来几年公司润滑油产品市场占有率将从目前的 1.5% 的提升至 3.0%，公司规模大幅扩张，市场竞争力继续提高。

3. 盈利预测与估值

假设 1：2016 年公司变压器油销量保持稳定，17 和 18 年募投产能释放，营收增速分别为 35%和 15%，变压器业务毛利率提升，预计 16-18 年毛利率分别为 8.5%、10%和 10%；

假设 2：随着公司募投项目建设的推进，预计内燃机油 2016~2018 年营业收入增速分别为 20%，40%，60%，毛利率维持在 24%；

假设 3：公司液压油、溶剂油及其他润滑油业务发展稳定，三费率略微下滑。

基于以上假设，我们预测公司 2016-2018 年分业务收入成本如下表：

表 6：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
变压器油	收入	231.59	231.59	312.65	359.54
	增速	-34.51%	0.00%	35.00%	15.00%
	毛利率	8.77%	8.50%	10.00%	10.00%
内燃机油	收入	98.12	117.74	164.83	263.73
	增速	-6.81%	20.00%	40.00%	60.00%
	毛利率	23.93%	24.00%	24.00%	24.00%
液压油	收入	91.50	105.23	131.54	177.58
	增速	-29.66%	15.00%	25.00%	35.00%
	毛利率	27.31%	20.00%	20.00%	20.00%
溶剂油	收入	45.87	52.75	65.94	89.02
	增速	-38.38%	15.00%	25.00%	35.00%
	毛利率	21.68%	20.00%	20.00%	20.00%
其他润滑油	收入	74.90	86.14	107.67	145.36
	增速	-31.69%	15.00%	25.00%	35.00%
	毛利率	23.08%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	收入	541.98	593.45	782.63	1035.23
	增速	-29.90%	9.50%	31.88%	32.28%
	毛利率	17.71%	16.31%	16.85%	17.55%

数据来源：公司公告，西南证券

根据上述假设，预计公司 2016-2018 年的营业收入分别为 6.3 亿元、8.3 亿元和 11.0 亿元，归母净利润分别为 4542 万元、6466 万元和 8793 万元，16-18 年 EPS 分别为 0.51 元、0.73 元和 0.99 元，对应的动态 PE 分别为 86 倍、60 倍和 44 倍，首次给予“增持”评级。

4. 风险提示

- 1) 原材料价格剧烈波动的风险；
- 2) 下游需求低迷的风险；
- 3) 新建募投项目推进不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	577.02	631.81	833.22	1102.15	净利润	35.36	45.42	64.66	87.93
营业成本	480.64	528.79	692.84	908.76	折旧与摊销	13.34	14.96	17.39	21.71
营业税金及附加	1.10	1.21	1.59	2.10	财务费用	11.14	4.76	3.19	9.70
销售费用	15.66	17.06	22.50	29.76	资产减值损失	2.57	3.00	3.00	3.00
管理费用	26.25	28.75	37.83	49.93	经营营运资本变动	-15.66	0.78	-108.84	-141.09
财务费用	11.14	4.76	3.19	9.70	其他	-12.32	-4.85	0.23	0.85
资产减值损失	2.57	3.00	3.00	3.00	经营活动现金流净额	34.43	64.07	-20.36	-17.91
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-46.02	-59.13	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	31.47	2.57	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-14.55	-56.56	-50.00	-50.00
营业利润	39.65	48.25	72.27	98.90	短期借款	-10.00	-130.00	65.30	117.43
其他非经营损益	0.83	3.74	1.74	1.74	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	40.48	51.99	74.01	100.64	股权融资	166.05	0.00	0.00	0.00
所得税	5.11	6.57	9.35	12.71	支付股利	-7.13	-7.07	-9.08	-12.93
净利润	35.36	45.42	64.66	87.93	其他	6.67	-4.76	-3.19	-9.70
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	155.59	-141.83	53.02	94.80
归属母公司股东净利润	35.36	45.42	64.66	87.93	现金流量净额	175.46	-134.32	-17.34	26.89
资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	234.98	100.66	83.32	110.21	成长能力				
应收和预付款项	201.82	188.13	256.24	342.57	销售收入增长率	-36.20%	9.50%	31.88%	32.28%
存货	142.91	156.96	205.83	270.24	营业利润增长率	4.18%	21.70%	49.79%	36.84%
其他流动资产	2.95	3.23	4.27	5.64	净利润增长率	0.95%	28.44%	42.36%	35.97%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-0.20%	5.99%	36.61%	40.32%
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	103.78	149.59	183.84	213.77	毛利率	16.70%	16.31%	16.85%	17.55%
无形资产和开发支出	39.75	38.85	37.95	37.05	三费率	9.20%	8.00%	7.62%	8.11%
其他非流动资产	9.54	6.23	5.49	4.75	净利率	6.13%	7.19%	7.76%	7.98%
资产总计	735.72	643.65	776.92	984.23	ROE	6.22%	7.49%	9.76%	11.93%
短期借款	130.00	0.00	65.30	182.73	ROA	4.81%	7.06%	8.32%	8.93%
应付和预收款项	29.74	28.80	39.42	51.98	ROIC	8.41%	8.50%	10.15%	11.49%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	11.11%	10.76%	11.14%	11.82%
其他负债	7.70	8.22	9.99	12.31	营运能力				
负债合计	167.44	37.01	114.70	247.02	总资产周转率	0.89	0.92	1.17	1.25
股本	89.11	89.11	89.11	89.11	固定资产周转率	6.06	6.90	7.73	7.64
资本公积	214.36	214.36	214.36	214.36	应收账款周转率	4.41	4.96	5.96	5.77
留存收益	264.82	303.17	358.75	433.74	存货周转率	3.51	3.52	3.81	3.81
归属母公司股东权益	568.29	606.64	662.21	737.21	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	92.89%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	568.29	606.64	662.21	737.21	资产负债率	22.76%	5.75%	14.76%	25.10%
负债和股东权益合计	735.72	643.65	776.92	984.23	带息债务/总负债	77.64%	0.00%	56.93%	73.97%
					流动比率	3.53	13.01	4.90	2.98
					速动比率	2.67	8.46	3.06	1.87
					股利支付率	20.16%	15.57%	14.05%	14.71%
					每股指标				
					每股收益	0.40	0.51	0.73	0.99
					每股净资产	6.38	6.81	7.43	8.27
					每股经营现金	0.39	0.72	-0.23	-0.20
					每股股利	0.08	0.08	0.10	0.15
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	64.13	67.97	92.86	130.30					
PE	109.99	85.63	60.15	44.24					
PB	6.84	6.41	5.87	5.28					
PS	6.74	6.16	4.67	3.53					
EV/EBITDA	58.98	55.71	41.67	30.39					
股息率	0.18%	0.18%	0.23%	0.33%					

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