

2016年08月18日

证券研究报告·动态跟踪报告

智慧能源 (600869) 电气设备

买入 (首次)

当前价: 9.84元

目标价: ——元



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 着力发展三元锂，打造智慧能源平台

### 投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 拟发行不超过 4.5 亿股, 募集不超过 31.1 亿元用于投资子公司远东福斯特年产 3GWh 的高能量密度动力储能锂电池研发及产业化项目和补充流动资金。锂电池项目规划建设 6 条全进口动力电芯生产线, 3 条 PACK 生产线, 建成年产 13 万套全自动化 PACK 生产线; 4 条进口钢壳和 20 条进口盖帽生产线等配套设备, 实现年产 3G 瓦时的动力及储能锂电池的产量。
- **积极打造智慧能源大平台:** 经过有序剥离医药板块资产, 现公司已形成了以电线电缆、电子商务、能源系统、智能系统四大业务板块为核心的智慧能源格局, 智慧能源大平台初现。
- **三元锂电应用将迎来爆发式增长:** 随着电池技术升级与成本下降、充电桩建设普及、广大城乡地区充电方便, 以及政策支持, 新能源汽车产销将持续高速增长, 从而拉动上游锂电池需求的持续增长。相比于钴酸锂、锰酸锂和磷酸铁锂, 三元锂电池的综合性能最强, 我们认为未来三元材料的占比将逐步提升。
- **收购加扩产, 打造三元锂电池绝对龙头:** 远东福斯特为国内 18650 锂电池龙头, 18650 电池是最早、最成熟、最稳定的锂离子电池, 广泛应用于电子产品中, 也是美国新能源车龙头特斯拉选用的唯一的动力电池。公司锂电池产量全球排名第三, 仅次于三星和松下, 国内排名第一。2015 年 12 月公司以 12 亿元完成对远东福斯特的全资收购之后先后两次增资, 增资总额为 2.5 亿元。远东福斯特目前产能 1.7GWh, 此次非公开发行若成功, 将进一步巩固三元锂电的龙头地位; 同时远东福斯特此前的锂电产品部分用于 3C 产品, 此次投资 3GWh 高能量密度动力储能锂电池研发及产业化项目将提升远东福斯特动力电池性能, 推动远东福斯特动力电池组产品升级发展, 扩大公司电动汽车电池组的产品比例, 将充分享受新能源汽车行业爆发式增长的红利。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计, 公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.33 元、0.43 元、0.52 元, 对应 PE 分别为 30X、23X、19X。电工电网行业平均 PE 在 45 倍左右, 公司积极布局锂动力电池, 我们认为合理估值在 50 倍左右, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 非公开发行或不顺利、并购企业业绩实现或不及承诺等风险。

| 指标/年度         | 2015A    | 2016E    | 2017E    | 2018E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 11711.00 | 14331.10 | 16043.86 | 18408.38 |
| 增长率           | 3.16%    | 22.37%   | 11.95%   | 14.74%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 422.28   | 731.55   | 955.71   | 1154.10  |
| 增长率           | 131.11%  | 73.24%   | 30.64%   | 20.76%   |
| 每股收益 EPS(元)   | 0.19     | 0.33     | 0.43     | 0.52     |
| 净资产收益率 ROE    | 10.36%   | 13.20%   | 10.17%   | 10.94%   |
| PE            | 51       | 30       | 23       | 19       |
| PB            | 4.98     | 3.66     | 2.16     | 1.92     |

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 黄仕川  
 执业证号: S1250512040001  
 电话: 023-63725713  
 邮箱: hsc@swsc.com.cn

联系人: 谭菁  
 电话: 010-57631196  
 邮箱: tanj@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

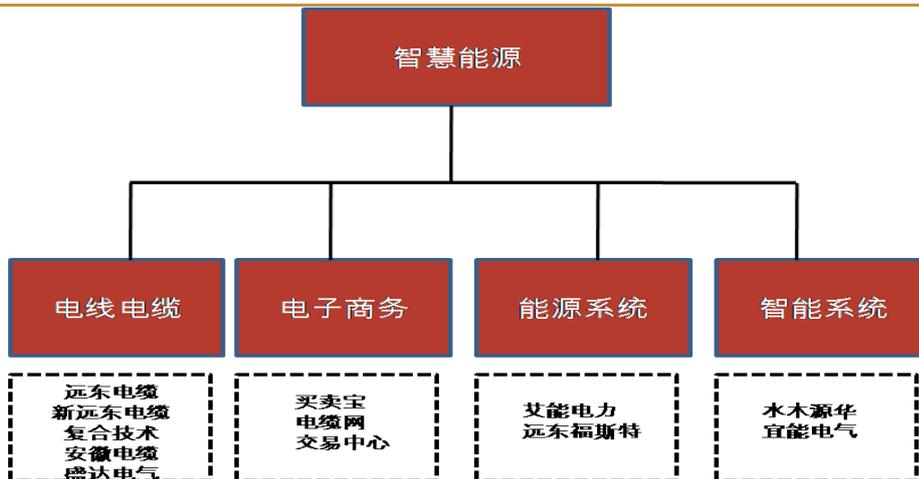
|              |           |
|--------------|-----------|
| 总股本(亿股)      | 22.19     |
| 流通 A 股(亿股)   | 19.80     |
| 52 周内股价区间(元) | 6.0-20.41 |
| 总市值(亿元)      | 218.38    |
| 总资产(亿元)      | 127.79    |
| 每股净资产(元)     | 2.04      |

### 相关研究

## 1 积极打造智慧能源大平台

公司基础主业是输电端的电线电缆的生产与销售，2014 年公司确立了“智慧能源、智慧城市系统服务商”的发展战略，积极打造智慧能源大平台，围绕战略目标控股了艾能电力和水木源华，介入发电端和配电端，布局输配电全产业链。2015 年，公司进一步在电商、供应链金融、能源互联网等领域通过并购打造智慧能源生态圈：与快钱建立战略合作关系，布局第三方支付体系；增资随时融，打造供应链金融平台；收购远东福斯特，切入新能源汽车产业链，进一步完善公司能源互联网的全产业链布局；设立远东材料交易中心，丰富和完善电商业务产品线，进一步打通线上从原材料端到制造端再到最终用户端的全产业链生态平台；投资晶众智慧交通，卡位智慧城市，布局大数据应用；收购宜能电气，进入成套电力设备领域，加强配电端布局；投资中翔腾航无人机业务，加强公司在运维监测、终端能效管控环节的业务布局，一系列举措完善能源互联网产业布局。经过有序剥离医药板块资产，现公司已形成了以电线电缆、电子商务、能源系统、智能系统四大业务板块为核心的智慧能源格局，智慧能源大平台初现。

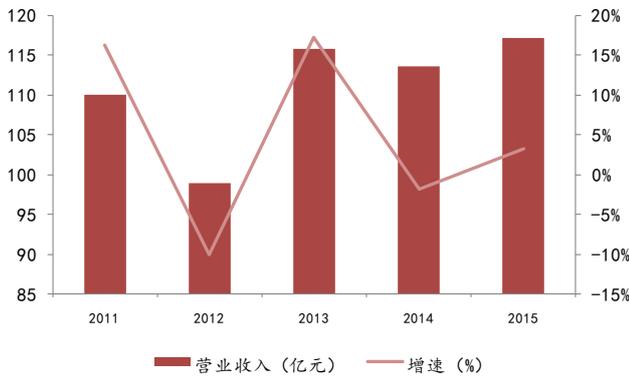
图 1：公司四大业务板块



数据来源：公司公告，西南证券

公司 11 年至 15 年营收较为波动，12 年和 14 年分别出现了-10.1%和-1.9%的同比负增长，但总体仍处于上升趋势。线缆是公司最大的收入来源，11 至 15 年，营收占比均在 90% 以上，是公司重要的现金流及利润保障，但随着公司积极培育新的业务增长点，线缆业务占比正在逐年下降，从 11 年的 97.5% 降至 15 年的 91.8%，16 年一季度线缆业务营业收入占比降至 85.1%。公司持续完善电子商务板块业务布局，2015 年买卖宝新增四条产品业务线，远东材料中心的成立已获得江苏省金融办正式批准，未来电子商务业务将进一步扩大，对公司电缆的销售提供较大支持，协同效应明显。

公司智慧能源业务起步于 14 年，包含能源系统、智能设备、储能设备这三大子板块，14 年营收 1.3 亿元，15 年营收 6.6 亿元，虽营收占比仍然较小，但同比增幅高达 407.7%，随着公司在这一领域的持续投入，智慧能源业务将维持较高的增速，持续为公司贡献新增业绩。

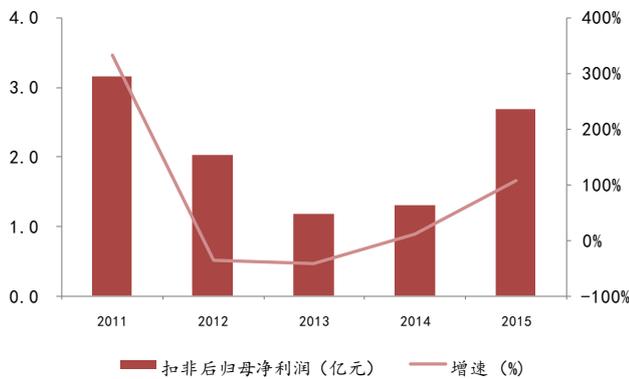
**图 2: 11 年至今公司营业收入震荡上行**


数据来源: 公司公告, 西南证券

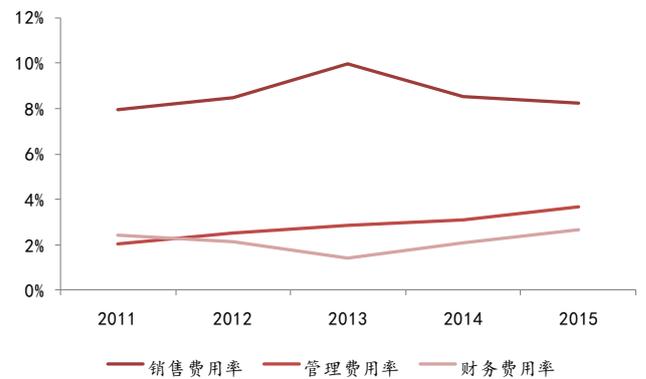
**图 3: 11 年至今公司收入结构图**


数据来源: 公司公告, 西南证券

公司归母净利润在 12 年和 13 年分别出现了-35.6%和-42.1%的同比负增长, 12 年负增长的主要原因是由于铜期货、套期保值平仓及交割收益亏损所致; 13 年出现负增长主要是由于销售费用、管理费用、所得税费用同比增幅较大。14 年之后, 公司业绩开始逐步回升, 15 年实现扣非归母净利润 2.7 亿元, 同比增长 106.3%。11 年至今, 公司三费率略有上浮, 但幅度不大, 销售费用率在 13 年达到高点 10.0%后, 通过管理层有效控制, 14、15 年逐步回落至 8%左右的水平。

**图 4: 11 年至今公司归母净利 (扣非) 企稳回升**


数据来源: 公司公告, 西南证券

**图 5: 11 年至今公司三费率略有上浮**


数据来源: 公司公告, 西南证券

## 2 收购加扩产, 打造三元锂电池龙头

远东福斯特为国内 18650 锂电池龙头, 18650 电池是最早、最成熟、最稳定的锂离子电池, 广泛应用在电子产品中, 也是美国新能源车龙头特斯拉选用的唯一的动力电池。主打产品是三元体系、容量为 2.2-2.6Ah 的 18650 型圆柱电池, 产量全球排名第三, 仅次于三星和松下, 国内排名第一, 下游用途主要分为数码电子类、电动汽车电池组以及动力电芯 (小型电动车) 这三大类。**入选第四批目录, 产品得到有力认可:** 今年 6 月 20 日, 远东福斯特入选工信部《汽车动力蓄电池行业规范条件》企业目录 (第四批), 研发实力、产品品质得到强有力的认可, 为公司进一步拓展优质客户资源奠定了基础。公司 2015 年动力电池主要客户为长沙众泰汽车工业有限公司、陕西通家汽车股份有限公司、赣州恒致电气有限公司、山东凯马汽车制造有限公司等。由于电动汽车对电池的一致性、安全性要求非常高, 电池供应

商一般会趋于稳定，故远东福斯特在已实现合作的客户中较其他电池生产厂商形成了竞争优势。

**图 6：远东福斯特 2015 年主要下游客户**



数据来源：公司官网、西南证券

2015 年 12 月，智慧能源以 12 亿元完成对远东福斯特的全资收购，切入新能源汽车产业链，进一步完善公司能源互联网的全产业链布局。公司完成收购至今仅半年时间，多次增资助力远东福斯特扩产能：(1) 公司今年 1 月份对远东福斯特增资 1 亿元，增资后，注册资本金达到 1.5 亿元；(2) 公司今年 6 月份对远东福斯特增资 1.5 亿元，增资后，注册资本金达到 3 亿元，进一步扩大 18650 动力锂电池的产能，推动 BMS（电池管理系统）、电池云以及电站储能业务的发展；(3) 公司 8 月 11 日发布非公开发行预案，拟发行不超过 4.5 亿股，募集不超过 31.1 亿元用于投资子公司远东福斯特年产 3GWh 的高能量密度动力储能锂电池研发及产业化项目和补充流动资金。锂电池项目规划建设 6 条全进口动力电芯生产线，3 条 PACK 生产线，建成年产 13 万套全自动化 PACK 生产线；4 条进口钢壳和 20 条进口盖帽生产线等配套设备，实现年产 3GWh 的动力及储能锂电池的产量。

**表 1：定增 31.1 亿元用途一览表**

| 序号 | 项目名称                                     | 项目投资总额 (亿元) | 募集资金投入额 (亿元) |
|----|--|-------------|--------------|
| 1  | 远东福斯特新能源有限公司年产 3GWh 高能量密度动力储能锂电池研发及产业化项目 | 38.9        | 25.1         |
| 2  | 补充流动资金                                   | 6.0         | 6.0          |
|    | 合计                                       | 44.9        | 31.1         |

数据来源：公司公告，西南证券

**远东福斯特有效增厚公司业绩：**远东福斯特承诺 2015-2017 年净利润不低于 7500 万，9500 万和 1.3 亿。远东福斯特 15 年营收达到 10.8 亿元，净利润 1.14 亿元，是承诺业绩的 1.5 倍，并表贡献利润 2215 万元，占公司总净利润的 8.2%。

**表 2：远东福斯特动力锂电池产能及业绩预测**

|               | 15A  | 16E  | 17E  |
|---------------|------|------|------|
| 动力锂电池产能 (GWh) | 0.60 | 1.70 | 4.50 |
| 承诺净利 (亿元)     | 0.75 | 0.95 | 1.30 |
| 实现净利 (亿元)     | 1.14 | 1.71 | 2.40 |
| 并表利润 (亿元)     | 0.22 | 1.71 | 2.40 |

数据来源：公司公告，西南证券

### 3 盈利预测与估值

#### 关键假设:

**假设 1:** 十三五期间, 我国规划高铁营业里程达到 3 万公里, 而截止到 2015 年底, 我国高铁总里程 1.9 万公里, 即未来五年我国高铁新增总里程 1.1 万公里以上; 同时控股子公司安徽电缆是国内唯一一家通过了“华龙一号严酷环境”下核电电缆鉴定的企业, 随着安徽电缆的电缆制造技术进一步提升, 将充分受益于核电规划建设 (中国核电 2016 年拟投资总额为 314 亿元, 用于核电建设项目)。因此我们保守估计 16-18 年公司的电缆业务将维持 10% 的营收增长。15 年至今, 公司还积极向电缆业务上游拓展, 涉足上游电缆用绝缘橡塑材料和线缆上游相关应用型材料, 将进一步提升公司电缆业务毛利率, 预计 16-18 年电缆电线毛利率为 17%、18%、18%。

**假设 2:** 远东福斯特承诺 2015-2017 年净利润不低于 7500 万、9500 万和 1.3 亿。远东福斯特 15 年营收达到 10.76 亿元, 净利润 1.14 亿元, 是承诺业绩的 1.5 倍。随着下游新能源汽车行业的持续高增长需求放量以及募投项目稳步推进产能扩张, 我们认为未来两年将大概率超额完成业绩承诺。

**假设 3:** 水木源华承诺 2014 年度至 2016 年度, 每年度净利润分别不低于 4560 万元、5472 万元、6570 万元。宜能电气承诺 2015 年度至 2017 年度, 每年度净利润分别不低于 750 万元、1000 万元、1350 万元。艾能电力承诺 2014 年度、2015 年度和 2016 年度分别实现净利润不低于人民币 3000 万元、3600 万元、4320 万元。预计这三家控股子公司将维持小幅超业绩承诺。

**假设 4:** 公司通过整合 14 年至今并购的多家公司, 管理费用率将略有下降, 若非公开发行成功, 将有 6 亿元用于补充流动资金, 财务费用率将有所下降, 销售费用率无明显变化。

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 3: 分业务盈利预测

| 亿元           | 2013A  | 2014A  | 2015A  | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>合计</b>    |        |        |        |        |        |        |
| 营业收入         | 115.74 | 113.52 | 117.11 | 143.31 | 160.44 | 184.08 |
| yoy          |        | -1.92% | 3.16%  | 22.37% | 11.95% | 14.74% |
| 营业成本         | 96.01  | 94.31  | 100.20 | 115.66 | 127.78 | 145.79 |
| 毛利率          | 17.05% | 16.92% | 14.44% | 19.29% | 20.36% | 20.80% |
| <b>电缆</b>    |        |        |        |        |        |        |
| 收入           | 107.80 | 109.30 | 107.50 | 118.25 | 130.08 | 143.08 |
| yoy          |        | 1.40%  | -1.60% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 成本           | 89.66  | 90.94  | 89.40  | 98.15  | 106.66 | 117.33 |
| 毛利率          | 16.83% | 16.80% | 16.84% | 17.00% | 18.00% | 18.00% |
| <b>远东福斯特</b> |        |        |        |        |        |        |
| 并表收入         |        |        | 2.07   | 16.14  | 22.60  | 29.37  |
| 收入           |        |        | 10.76  | 15.06  | 19.58  | 29.37  |
| yoy          |        |        |        | 40.00% | 30.00% | 30.00% |

| 亿元               | 2013A  | 2014A  | 2015A  | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 成本               |        |        | 7.50   | 10.54  | 13.71  | 20.56  |
| 毛利率              |        |        | 30.27% | 30.00% | 30.00% | 30.00% |
| <b>水木源华+宜能电气</b> |        |        |        |        |        |        |
| 收入               |        |        | 1.66   | 1.91   | 2.10   | 2.31   |
| yoy              |        |        |        | 15%    | 10%    | 10%    |
| 成本               |        |        |        | 0.76   | 0.80   | 0.81   |
| 毛利率              |        |        | 57.21% | 60%    | 62%    | 65%    |
| <b>艾能电力</b>      |        |        |        |        |        |        |
| 收入               |        |        | 3.42   | 3.76   | 4.14   | 4.55   |
| yoy              |        |        |        | 20.00% | 15.00% | 10.00% |
| 成本               |        |        |        | 2.75   | 2.98   | 3.28   |
| 毛利率              |        |        | 25.33% | 27.00% | 28.00% | 28.00% |
| <b>其他</b>        |        |        |        |        |        |        |
| 收入               | 7.94   | 4.22   | 4.12   | 4.33   | 4.54   | 4.77   |
| yoy              |        | -46.9% | -2.4%  | 5.00%  | 5.00%  | 5.00%  |
| 成本               | 6.35   | 3.37   | 3.29   | 3.46   | 3.63   | 3.82   |
| 毛利率              | 20.00% | 20.00% | 20.00% | 20.00% | 20.00% | 20.00% |

数据来源：西南证券

我们预计，公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.33 元、0.43 元、0.52 元，对应 PE 分别为 30X、23X、19X。电工电网行业平均 PE 在 45 倍左右，公司积极布局锂动力电池，我们认为合理估值在 50 倍左右，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 4 风险提示

非公开发行或不顺利，并购企业业绩实现或不及承诺等风险。

**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          | 11711.00        | 14331.10        | 16043.86        | 18408.38        | 净利润               | 451.29          | 781.82          | 1021.38        | 1233.39        |
| 营业成本          | 9447.65         | 11566.29        | 12778.10        | 14578.81        | 折旧与摊销             | 215.12          | 357.01          | 368.01         | 380.64         |
| 营业税金及附加       | 40.28           | 45.71           | 51.63           | 59.74           | 财务费用              | 311.28          | 85.99           | 96.26          | 110.45         |
| 销售费用          | 967.36          | 1237.88         | 1363.25         | 1565.53         | 资产减值损失            | 209.06          | 80.00           | 80.00          | 80.00          |
| 管理费用          | 430.57          | 573.24          | 641.75          | 736.34          | 经营营运资本变动          | 890.25          | -652.02         | -227.32        | -455.97        |
| 财务费用          | 311.28          | 85.99           | 96.26           | 110.45          | 其他                | -695.49         | -42.10          | -224.45        | -159.20        |
| 资产减值损失        | 209.06          | 80.00           | 80.00           | 80.00           | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>1381.51</b>  | <b>610.70</b>   | <b>1113.88</b> | <b>1189.31</b> |
| 投资收益          | 135.33          | 80.00           | 90.00           | 100.00          | 资本支出              | -963.20         | -150.00         | -150.00        | -150.00        |
| 公允价值变动损益      | 3.55            | 1.36            | 1.82            | 1.95            | 其他                | 1012.74         | -718.64         | -708.18        | -698.05        |
| 其他经营损益        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>49.55</b>    | <b>-868.64</b>  | <b>-858.18</b> | <b>-848.05</b> |
| <b>营业利润</b>   | <b>443.68</b>   | <b>823.34</b>   | <b>1124.68</b>  | <b>1379.47</b>  | 短期借款              | -1638.39        | -1395.26        | -2230.02       | 0.00           |
| 其他非经营损益       | 105.07          | 121.90          | 110.98          | 113.64          | 长期借款              | -51.60          | 0.00            | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>   | <b>548.75</b>   | <b>945.24</b>   | <b>1235.66</b>  | <b>1493.10</b>  | 股权融资              | 622.10          | 785.00          | 3100.00        | 0.00           |
| 所得税           | 97.46           | 163.43          | 214.28          | 259.71          | 支付股利              | 0.00            | 0.00            | 0.00           | 0.00           |
| 净利润           | 451.29          | 781.82          | 1021.38         | 1233.39         | 其他                | -517.46         | -196.54         | -6.26          | -20.45         |
| 少数股东损益        | 29.01           | 50.26           | 65.66           | 79.30           | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-1585.36</b> | <b>-806.81</b>  | <b>863.72</b>  | <b>-20.45</b>  |
| 归属母公司股东净利润    | 422.28          | 731.55          | 955.71          | 1154.10         | <b>现金流量净额</b>     | <b>-154.30</b>  | <b>-1064.75</b> | <b>1119.41</b> | <b>320.81</b>  |
|               |                 |                 |                 |                 |                   |                 |                 |                |                |
| 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          | 2497.86         | 1433.11         | 2552.52         | 2873.34         | <b>成长能力</b>       |                 |                 |                |                |
| 应收和预付款项       | 4913.42         | 5702.59         | 6456.28         | 7441.20         | 销售收入增长率           | 3.16%           | 22.37%          | 11.95%         | 14.74%         |
| 存货            | 1133.39         | 1384.29         | 1531.30         | 1747.05         | 营业利润增长率           | 197.42%         | 85.57%          | 36.60%         | 22.65%         |
| 其他流动资产        | 23.10           | 27.53           | 30.42           | 34.42           | 净利润增长率            | 126.39%         | 73.24%          | 30.64%         | 20.76%         |
| 长期股权投资        | 17.94           | 17.94           | 17.94           | 17.94           | EBITDA 增长率        | 74.54%          | 30.54%          | 25.48%         | 17.72%         |
| 投资性房地产        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>获利能力</b>       |                 |                 |                |                |
| 固定资产和在建工程     | 2199.47         | 2045.83         | 1881.20         | 1703.93         | 毛利率               | 19.33%          | 19.29%          | 20.36%         | 20.80%         |
| 无形资产和开发支出     | 1821.00         | 1767.77         | 1714.54         | 1661.31         | 三费率               | 14.59%          | 13.24%          | 13.10%         | 13.10%         |
| 其他非流动资产       | 556.25          | 1356.10         | 2155.96         | 2955.82         | 净利率               | 3.85%           | 5.46%           | 6.37%          | 6.70%          |
| <b>资产总计</b>   | <b>13162.42</b> | <b>13735.17</b> | <b>16340.17</b> | <b>18435.01</b> | ROE               | 10.36%          | 13.20%          | 10.17%         | 10.94%         |
| 短期借款          | 3625.29         | 2230.02         | 0.00            | 0.00            | ROA               | 3.43%           | 5.69%           | 6.25%          | 6.69%          |
| 应付和预收款项       | 2930.93         | 3176.97         | 3648.63         | 4194.24         | ROIC              | 9.79%           | 11.22%          | 14.36%         | 16.92%         |
| 长期借款          | 177.40          | 177.40          | 177.40          | 177.40          | EBITDA/销售收入       | 8.28%           | 8.84%           | 9.90%          | 10.16%         |
| 其他负债          | 2072.73         | 2227.88         | 2469.86         | 2785.70         | <b>营运能力</b>       |                 |                 |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>8806.34</b>  | <b>7812.27</b>  | <b>6295.89</b>  | <b>7157.34</b>  | 总资产周转率            | 0.92            | 1.07            | 1.07           | 1.06           |
| 股本            | 2082.99         | 2239.04         | 2584.24         | 2584.24         | 固定资产周转率           | 5.58            | 7.02            | 8.68           | 11.09          |
| 资本公积          | 1036.44         | 1665.39         | 4420.19         | 4420.19         | 应收账款周转率           | 3.20            | 3.37            | 3.32           | 3.33           |
| 留存收益          | 1039.08         | 1770.63         | 2726.35         | 3880.44         | 存货周转率             | 9.21            | 9.18            | 8.75           | 8.88           |
| 归属母公司股东权益     | 4158.51         | 5675.06         | 9730.77         | 10884.87        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 120.71%         | —               | —              | —              |
| 少数股东权益        | 197.57          | 247.84          | 313.50          | 392.80          | <b>资本结构</b>       |                 |                 |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>4356.08</b>  | <b>5922.90</b>  | <b>10044.27</b> | <b>11277.67</b> | 资产负债率             | 66.91%          | 56.88%          | 38.53%         | 38.82%         |
| 负债和股东权益合计     | 13162.42        | 13735.17        | 16340.17        | 18435.01        | 带息债务/总负债          | 43.18%          | 30.82%          | 2.82%          | 2.48%          |
|               |                 |                 |                 |                 | 流动比率              | 1.08            | 1.25            | 2.01           | 2.01           |
|               |                 |                 |                 |                 | 速动比率              | 0.94            | 1.04            | 1.72           | 1.72           |
|               |                 |                 |                 |                 | 股利支付率             | 0.00%           | 0.00%           | 0.00%          | 0.00%          |
|               |                 |                 |                 |                 | <b>每股指标</b>       |                 |                 |                |                |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股收益              | 0.19            | 0.33            | 0.43           | 0.52           |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股净资产             | 1.95            | 2.65            | 4.49           | 5.04           |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股经营现金            | 0.62            | 0.27            | 0.50           | 0.53           |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股股利              | 0.00            | 0.00            | 0.00           | 0.00           |
|               |                 |                 |                 |                 |                   |                 |                 |                |                |
| 业绩和估值指标       |                 |                 |                 |                 |                   |                 |                 |                |                |
|               | 2015A           | 2016E           | 2017E           | 2018E           |                   |                 |                 |                |                |
| EBITDA        | 970.08          | 1266.33         | 1588.96         | 1870.56         |                   |                 |                 |                |                |
| PE            | 51.38           | 29.66           | 22.70           | 18.80           |                   |                 |                 |                |                |
| PB            | 4.98            | 3.66            | 2.16            | 1.92            |                   |                 |                 |                |                |
| PS            | 1.85            | 1.51            | 1.35            | 1.18            |                   |                 |                 |                |                |
| EV/EBITDA     | 21.78           | 16.83           | 12.91           | 10.36           |                   |                 |                 |                |                |
| 股息率           | 0.00%           | 0.00%           | 0.00%           | 0.00%           |                   |                 |                 |                |                |

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

### 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

| 区域 | 姓名  | 职务     | 座机            | 手机          | 邮箱                    |
|----|-----|--------|---------------|-------------|-----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn       |
|    | 张方毅 | 机构销售   | 021-68413959  | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn      |
|    | 邵亚杰 | 机构销售   | 02168416206   | 15067116612 | syj@swsc.com.cn       |
|    | 沈怡蓉 | 机构销售   | 021-68415897  | 18351306226 | syrong@swsc.com.cn    |
|    | 郎珈艺 | 机构销售   | 021-68416921  | 18801762801 | langjiayi@swsc.com.cn |
|    | 赵晨阳 | 机构销售   | 021-68416926  | 15821921712 | zcy@swsc.com.cn       |
|    | 黄丽娟 | 机构销售   | 021-68411030  | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn       |
| 北京 | 赵佳  | 地区销售总监 | 010-57631179  | 18611796242 | zjia@swsc.com.cn      |
|    | 王雨珩 | 机构销售   | 010-88091748  | 18811181031 | wyheng@swsc.com.cn    |
| 广深 | 刘娟  | 地区销售总监 | 0755-26675724 | 18665815531 | liuj@swsc.com.cn      |
|    | 刘宁  | 机构销售   | 0755-26676257 | 18688956684 | liun@swsc.com.cn      |
|    | 张婷  | 机构销售   | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn    |
|    | 罗聪  | 机构销售   | 0755-26892557 | 15219509150 | luoc@swsc.com.cn      |
|    | 任骁  | 机构销售   | 0755-26820395 | 18682101747 | rxiao@swsc.com.cn     |
|    | 刘予鑫 | 机构销售   | 0755-26833581 | 13720220576 | lyxin@swsc.com.cn     |