

雨霁虹出，防水行业中的成长股

投资要点

- **事件:** 2016年9月12日, 东方雨虹发布公告, 公司全资子公司天鼎丰非织造布有限公司与安徽滁州经济技术开发区管委会签订《天鼎丰非织造布研发及生产基地项目投资协议书》, 协议约定天鼎丰公司拟以自筹资金 11.8 亿元在滁州经济技术开发区内投资建设非织造布研发及生产基地项目。
- **防水市场需求持续增长, 公司作为行业龙头, 业绩远超行业平均水平。** 2015 年全国防水行业市场规模约为 2000 亿元, 并仍处于快速发展阶段, 但行业集中度低, 有待进一步整合。公司作为行业内唯一一年收入超 50 亿元的企业, 按行业规模企业 2015 年总营收 923 亿元的水平计算, 市场占有率也只有不足 6%。公司技术优势明显, 近年来营收和利润率都远高于行业平均水平, 我们预计未来几年公司将占有更大的防水材料、施工市场份额。
- **保温市场方兴未艾, 建材更新催生持续市场需求。** 据估算, 全国保温市场规模超千亿元, 尤其随着绿色节能建筑的推进, 将带动更多的建筑保温材料需求。公司拥有全国最大的建筑保温板生产基地, 但目前市场占有率不足 1%, 仍有很大拓展空间。另外防水建材每十年的更新要求也为公司带来了持续的业务需求。
- **内部股权激励, 外部合伙人计划牢牢把控销售渠道, 通过经销门店和网络 O2O 平台进军家装防水市场。** 2016 年 7 月, 公司完成第二期员工股权激励计划, 考核条件为未来四年年复合增长率超过 25%, 彰显公司发展信心。同时公司对代理商推出了“合伙人计划”, 为其提供技术、资金、品牌等方面的支持。另外针对日益发展的家装市场需求, 公司通过各地经销门店和网络平台线上线下结合的方式, 为客户提供从设计、施工到后期维护的一体化“防水系统服务”。
- **原材料价格下跌, 生产工艺改进带动公司近年来利润率持续增长。**
- **盈利预测与投资建议。** 按上市公司当前 8.31 亿的总股本计算, 预计 2016-2018 年 EPS 分别为 1.11 元、1.34 元和 1.68 元, 对应 PE 分别为 22 倍、18 倍和 14 倍。首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 防水建材行业相关规范出台不到位, 部分企业以次充好、压价竞争的风险; 保温市场发展不及预期的风险; 原材料价格回升、蚕食公司利润空间的风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	5303.99	6793.18	8581.35	11000.60
增长率	5.95%	28.08%	26.32%	28.19%
归属母公司净利润(百万元)	729.72	918.44	1115.64	1394.12
增长率	26.57%	25.86%	21.47%	24.96%
每股收益 EPS(元)	0.88	1.11	1.34	1.68
净资产收益率 ROE	17.91%	19.12%	19.37%	20.02%
PE	27	22	18	14
PB	4.93	4.13	3.45	2.86

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

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.31
流通 A 股(亿股)	5.72
52 周内股价区间(元)	12.91-25.0
总市值(亿元)	202.69
总资产(亿元)	78.54
每股净资产(元)	5.07

相关研究

目 录

1 公司概况：国内防水行业唯一上市企业	1
2 服务为本：扩张防水、保温市场份额，进军家装防水	3
2.1 固主业：防水行业整合大势所趋，龙头企业扩张产能.....	3
2.2 辟疆土：保温行业前景广阔，抢占市场一马当先.....	4
2.3 产业链延伸：建材维护催生需求，打造防水工程一体服务.....	5
3 渠道为王：股权激励+合伙人计划+经销门店+网络 O2O	5
3.1 内部股权激励，外部合伙人计划，打造可靠直销网络.....	5
3.2 发展经销门店，互联网时代 O2O 打造“防水系统服务商”.....	5
4 原材料价格下跌，生产工艺改进，带来利润率持续提升	6
4.1 原材料价格下行，防水产品利润率上升.....	6
4.2 加强研发，适应不断变化的市场需求.....	7
5 盈利预测与估值	7
6 风险提示	8

图 目 录

图 1: 公司近年主营业务收入结构变化	1
图 2: 公司近年各分项业务毛利率变化	1
图 3: 公司 2013 年以来营业收入及增速	2
图 4: 公司 2013 年以来净利润及增速	2
图 5: 公司近年三费占比变化	2
图 6: 公司近年总体毛利率、净利率变化情况	2
图 7: 各类防水材料市场占比	3
图 8: 全国固定资产投资与防水市场累计主营业务收入对比	3
图 9: 公司毛利率走势与原油价格走势对比	6
图 10: 公司毛利率走势与沥青价格走势对比	7

表 目 录

表 1: 分项业务收入预测表	8
附表: 财务预测与估值	9

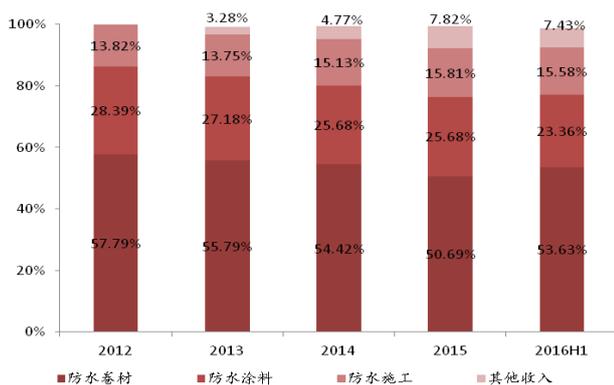
1 公司概况：国内防水行业唯一上市企业

东方雨虹是一家集防水材料研发、制造、销售及施工服务于一体的中国防水行业龙头企业，于 2008 年在深交所上市，是国家高新技术企业、防水行业唯一上市公司，拥有业内首家国家级企业技术中心和博士后科研工作站。公司注重产品品质和新材料研发，与德国、美国等多个国家的企业及科研机构建立了合作关系。

公司主营业务结构：公司以防水工程为主要业务，由防水卷材销售、防水涂料销售和工程施工三大板块组成，2016 年上半年占比分别为 53.6%、23.4%和 15.6%，近年来，收入结构相对稳定。防水业务之外的其他业务占比有所上升，主要是公司建筑保温业务发展迅速。

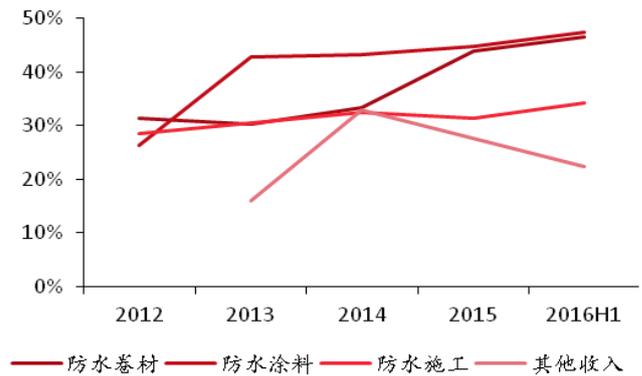
近年来，公司各主营分项业务的毛利率都有所上升，防水卷材的毛利率从 2012 年的 31.5% 上升到 46.5%，防水涂料和防水施工毛利率分别从 2012 年的 26.4%、28.6% 上升到 2016 年的 47.5% 和 34.2%。毛利率的上升，一方面是公司生产工艺的改进，并且通过产能扩张形成规模效应，生产成本更低，产品竞争力及议价能力更强，另一方面也是受益于上游主要原材料沥青、聚酯胎基、SBS 改性剂、乳液等的价格下跌。

图 1：公司近年主营业务收入结构变化



数据来源：Wind, 西南证券整理

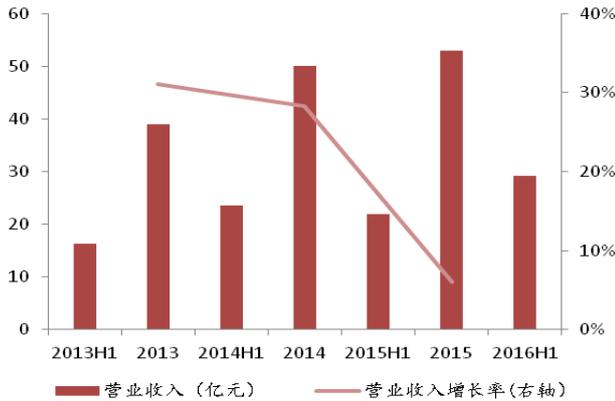
图 2：公司近年各分项业务毛利率变化



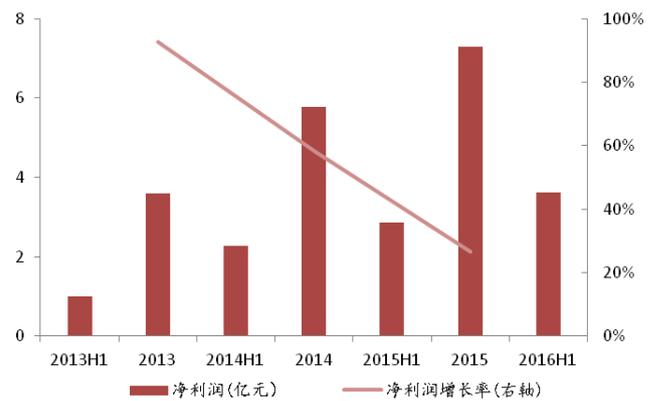
数据来源：Wind, 西南证券整理

公司经营状况：公司近年来营业收入保持增长，但营业收入增速于 2015 年出现大幅度放缓，从 2014 年的 28.3% 下滑至 6%，主要是受下游房地产开工量增长放缓的影响。公司净利润呈增长状态，但近期净利润增长率相比 2013 年有较大的下降，主要是 2013 年前后是国家建设投入的高峰期，公司受益于建筑市场向好的大环境获得了较快的利润增长。2016 年上半年公司营业收入为 29.2 亿元，同比增长 33%，扣非后归母净利润 3.56 亿元，同比增长 59.4%，高于行业平均水平，显示了良好的盈利能力和成长潜力。

公司近几年经营性净现金流保持流入状态，但今年上半年公司经营净现金流为负，主要因为公司将在加拿大投资的土地归为“存货”，导致经营现金流出多了 3 亿。除去这一因素，公司上半年经营现金流净流入较去年同期有显著增长。

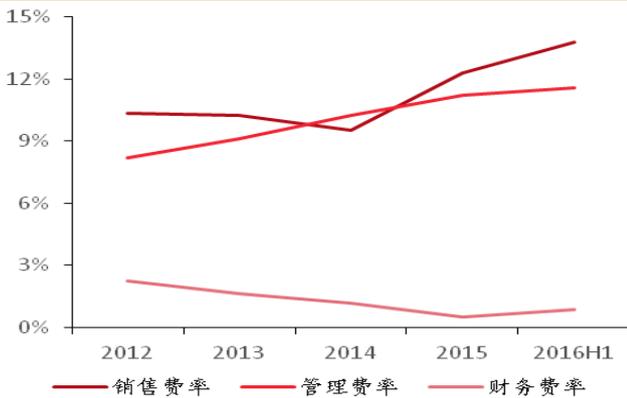
图 3: 公司 2013 年以来营业收入及增速


数据来源: Wind, 西南证券整理

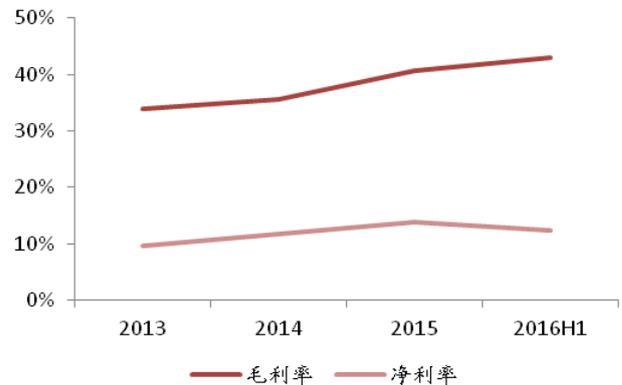
图 4: 公司 2013 年以来净利润及增速


数据来源: Wind, 西南证券整理

公司三费支出中, 财务费用占比较少, 主要是销售费用和管理费用支出。近年来这两项支出占比持续升高, 2016 年上半年的销售费率和管理费率分别从 2012 年的 10.3% 和 8.2% 上升到 13.8% 和 11.6%。销售费用的增加是公司人工、运输装卸费和广告费用支出增加所致, 而管理费用的增加则主要因为人员费用和研发费用的增加。

图 5: 公司近年三费占比变化


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 6: 公司近年总体毛利率、净利率变化情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

公司股权结构: 公司目前总股本为 8.3 亿股, 其中流通 A 股共 5.7 亿股, 占比 68.9%, 流通受限股共 2.6 亿股, 占比 31.1%。公司第一大股东李卫国任公司董事长, 长期持股在 30% 以上, 保证了对公司的实际控制, 公司政策具有连续性。

2 服务为本：扩张防水、保温市场份额，进军家装防水

2.1 固主业：防水行业整合大势所趋，龙头企业扩张产能

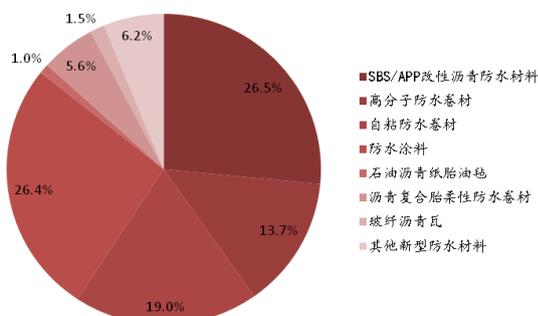
目前我国建筑防水材料产品主要有六大类，即：防水卷材、防水涂料、防水密封、刚性防水材料、瓦类防水材料和混凝土堵漏止水材料，其中防水卷材和防水涂料的使用占全部防水材料的 85.7%。按照中国建筑防水协会统计，2015 年行业内有 2000 万以上规模企业 456 家，全行业收入 923 亿元，同比增长 2%。但按照行业经验数据，规模以上企业收入只占整个行业收入的一半，所以实际防水企业有 3000 家左右，整个行业规模达 2000 亿元。

2010 年至 2015 年，全国防水材料产量平均增长 12.3%，固定资产投资平均增长 33%，主营业务收入平均增长 14.8%，利润总额平均增长 18.1%。今年 1~5 月，规模以上企业生产的沥青类防水卷材产量同比增长 2.9%，主营业务收入同比增长 8.8%，利润总额同比增长 4.9%，销售利润率为 6.5%，比去年同期下降 0.2 个百分点，防水行业成长性显著高于建材行业平均水平。

然而，防水行业由于生产门槛较低，行业格局仍处于一个产业集中度低、市场竞争不规范的欠成熟阶段。据之前中国建筑防水协会与北京零点市场调查与分析公司联合发布的报告，调研样本中建筑屋面渗漏率达 95.33%；地下建筑渗漏率达 57.51%；住户室内渗漏率达 37.48%。这主要是因为行业内仍存在许多产品品质低下、施工技术落后的企业。作为行业唯一一家营收超过 50 亿元的企业，东方雨虹 2015 年收入 53 亿元，按规模以上企业统计数据来看，市占率也仅在 6% 左右，全国前 50 的企业只占到 20% 左右的份额，从国外防水行业的发展历史和行业的规模效应考虑，行业集中度亟待提高。

由图 8 可见，防水市场规模与全国固定资产投资呈高度正相关。市场上普遍担心在房地产去库存的背景下，防水行业将受到较大冲击。但我们认为这恰恰是行业龙头企业的机会。建设项目的防水成本仅占整个建筑工程土建、安装支出的 1%-3%，但防水系统的改进给用户带来的居住体验提升是巨大的。随着房产市场的竞争日趋激烈，房地产开发商将更愿意与高质量的建筑防水供应商合作，提升工程项目的整体品质，这将会加快行业过剩产能的淘汰、落后企业的退出和行业龙头市场占有率的提升，促进行业健康发展。

图 7：各类防水材料市场占比



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：全国固定资产投资与防水市场累计主营业务收入对比



数据来源：Wind，西南证券整理

东方雨虹一直明确以提升市场占有率为公司经营的目标之一。2011年前,公司业务主要面向高铁轨交领域,在铁路基建防水领域的市场占有率一度达到50%。2011年受动车事故影响,高铁投资放缓,公司迅速将战略重心转移至民用建筑防水领域,也体现了公司管理层对市场的敏锐洞察力。目前公司与多家大型房地产开发商建立了密切合作关系,更成为万科的唯一防水材料供应商。随着公司与更多地产开发商开展进一步的合作,以及“十三五”期间高铁、高速公路、城市轨交投资的复苏,我们预计公司业务仍有较大增长空间。

受建筑材料运输半径的限制,建材公司要加快市场开发,必须加大全国布局。目前公司在华北、华东、东北、华中、华南、西北、西南等地区已建立15大生产基地,另有咸阳、唐山、岳阳、芜湖、昆明、锦州、徐州等多个生产基地在建,全国布局初具规模。2015年,防水行业整体开工率不足60%,而公司各条生产线开工率都在80%以上,甚至个别生产线开工率接近满载,充分说明公司产品与同行相比的竞争优势。去年公司防水卷材的产能为1.35亿 m^2 ,防水涂料产能为22.5万吨,今年公司预计咸阳、唐山两个生产基地可以投产,将新增防水卷材产能2000万 m^2 ,防水涂料产能8万吨,很好地配合了公司产品销售的增长。

2.2 辟疆土: 保温行业前景广阔, 抢占市场一马当先

在发展建筑防水材料主业外,公司也在积极拓展相关建筑材料领域业务。今年上半年公司除防水材料生产、施工之外的业务已占公司总业务量的6%以上,主要由建筑保温材料、特种砂浆、无纺布等业务构成,而建筑保温材料的生产销售与施工占其中较大份额。

保温材料在实现建筑节能方面有着重要用途。我国现行建筑大多为高能耗建筑,单位面积能耗比气候条件接近的发达国家高出2-5倍,绿色建筑是当前政府的主推方向,也是未来建筑业的发展方向之一。据统计,按我国每年新增建筑面积16亿-20亿平方米计算,外墙新增面积将达40亿-50亿平方米/年,如果对这其中40%的外墙面积进行保温节能处理,且每平米投入按“十二五规划”50%的节能标准计150元,将创造每年2400亿-3000亿元的市场规模。加上“十三五”期间,将被纳入住建部公共建筑节能改造重点城市的数量会较“十二五”期间的40座有所增加,既有建筑节能改造也将催生每年数千亿的建筑保温市场规模。

目前我国建筑用保温材料,特别是外墙外保温用材料以有机材料为主,防火性能存在一定问题。根据2014年9月住建部发布的《建筑设计防火规范》规定,高度大于24m的幕墙建筑、高度大于100m的住宅建筑和高度大于50m的公共建筑的外墙外保温均要采用A级材料,这就要求企业要开发出适于外墙外保温的新一代不燃和难燃保温材料。目前墙体保温市场上防火性能达到B1级的企业寥寥无几,达到A级的企业更是屈指可数,大部分是国外企业,所以拥有技术优势的公司将在越来越严格的保温市场竞争中占有更大优势。

作为涉足保温领域较早的企业,前期东方雨虹在建筑保温领域主要以施工为主,而现在公司积极向保温材料研发、生产领域进军。目前,公司旗下的江苏卧牛山保温防水技术有限公司是全国最大的建筑保温板生产企业,其开发的WPU-103聚氨酯复合板外墙外保温系统及WRP-105岩棉外墙外保温系统可以达到A级防火等级。但由于行业产能分散的特点,公司在保温市场的占有率不足1%,公司仍在寻求提升产能、扩大市场份额的途径。

由于保温业务在公司总体营收中占比较少,市场对这一块并未给予足够的关注,但我们认为近几年公司该部分业务的迅猛发展已充分证明了建筑保温市场的广阔空间和公司的优势地位。随着国家关于保温市场更多规范的出台,建筑保温与防火要求越来越高,公司将更有机会巩固和扩大自己的优势地位。目前来看,保温业务的毛利率相较于防水业务稍低,我

们认为随着公司市场占有率的提升，形成建筑保温材料生产、施工方面的规模效应，保温业务在数量和盈利水平两方面都仍将有所提升。

2.3 产业链延伸：建材维护催生需求，打造防水工程一体服务

建筑防水材料长期受风吹日晒，雨水侵蚀，设计使用寿命一般在 5 年，实际使用寿命不超过 10 年。这意味着既有建筑每十年就会有防水材料的更新需求，催生出巨大的市场。未来新建建筑增速会逐渐放缓，既有建筑更新改造将成为建筑建材行业公司争夺的重点领域。针对这一市场，公司在与各大房地产商合作时，尝试更多地参与进施工和后期维护，而不是仅仅做材料供应商，这样既能保证为房地产开发商提供专业的建筑防水服务，又可以让公司参与进后期材料维护、更新的市场中。

考虑到目前防水、保温行业集中度低，尚有待进一步整合、规范现状，以及建筑材料定期更新所催生的持续的市场需求，我们认为虽然公司处在传统意义上认为已饱和的建材行业，却是一家极具成长潜力的优质标的。

3 渠道为王：股权激励+合伙人计划+经销门店+网络 O2O

3.1 内部股权激励，外部合伙人计划，打造可靠直销网络

公司作为防水材料领域的龙头企业，拥有完善的营销网络。公司的直营业务主要面向大的地产开发商，通过在一二线城市设立子公司、分公司，在三四线城市寻找合伙代理商的方式，将自己的直销网络延伸至全国大部分地区。

今年 7 月，公司公告了第二期股权激励计划，拟向包括董事、高管、部分中层管理人员、子公司主要管理人员及核心技术人员在内的 1112 人授予限制性股票 6504.4 万股，授予价格 8.24 元/股，考核条件为以 2015 年为基数，2016-2019 年净利润复合增长 25%，且加权 ROE 均不低于 13.5%。2012 年公司制定了首期股权激励计划，解锁条件为 2015 年净利润相比 2012 年增长 95%，这一目标顺利达成，股权激励取得了良好效果。本次股权激励计划将骨干员工利益与公司的发展绑定，彰显了公司对于未来成长的信心。

在与外部代理商的合作中，公司推出了“合伙人”计划，公司与代理商共同出资建立平台公司，代理商凭借过往的业绩获得不同比例的股权。公司会以代理商的出资额为限对其实行授信，并授权代理商参与工程竞标。公司在加盟条件、利润分配方面给予代理商许多优惠，但代理商只能代理东方雨虹的产品。通过“合伙人”计划，实现了公司与直营代理商的双赢，也使得公司在较小投入下获取了可靠的三四线城市直销渠道，并在未来市场形势发生变化时具有更大的政策收缩度。

3.2 发展经销门店，互联网时代 O2O 打造“防水系统服务商”

在与房地产开发商建立密切合作的同时，公司还大力发展经销网络，通过在各地设立加盟门店，针对蓬勃发展的家装市场和既有建筑防水更新、升级需求，向更多企业和家庭直接提供设计、施工、维护一体的“防水系统服务”。公司成立了民用建材分公司，专业从事民用建筑防水及装饰材料的研发、生产、销售和施工，以行业唯一国家认定企业技术中心为依

托，通过设立在全国各处的 14 大现代化生产及物流基地，构成了覆盖全国的渠道网络，与数千家家装和工装公司建立了合作关系，向家居市场渗透。

互联网时代，公司充分发挥网上平台的功能，个人客户既可以在各实体门面店体验雨虹的产品和服务，也可以通过“雨虹家”官方微信一键预约雨虹家装的设计、施工、建材采购、维护服务，通过雨虹天猫旗舰店购买雨虹的产品。

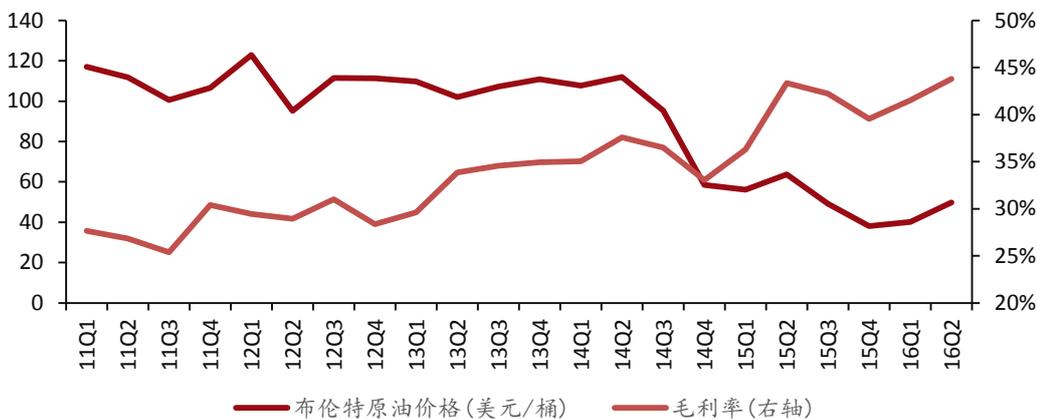
另外，公司通过建立会员制的“虹哥汇”，对加盟成为会员的家装一线的工长和工人进行培训，传授施工方法，推送产品信息，使之成为东方雨虹产品最得力的推广者。目前“虹哥汇”会员超 10 万，按每人带公司带来五千元产品销售收入保守估计，仅这些家装第一线的工人每年为公司带来的营收就达 5 亿元。

4 原材料价格下跌，生产工艺改进，带来利润率持续提升

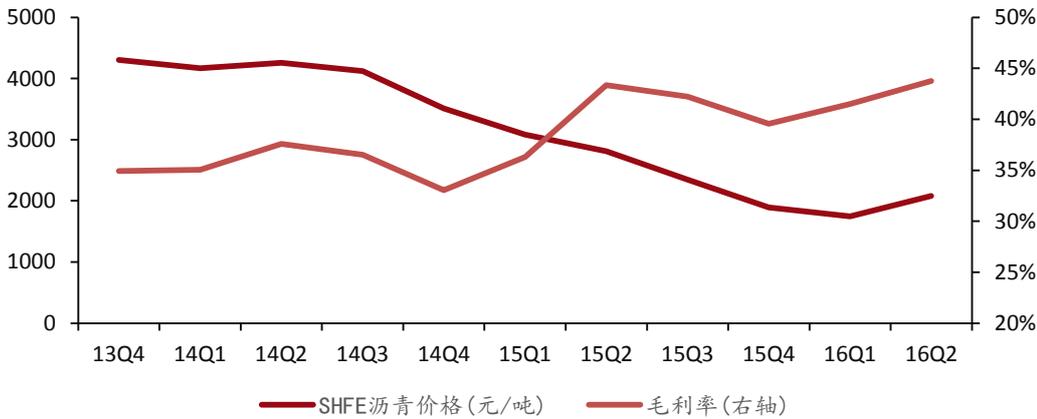
4.1 原材料价格下行，防水产品利润率上升

防水卷材和防水涂料的主要原材料分别为沥青和丙烯酸，生产成本中大部分为原材料成本。沥青和丙烯酸都是石油化工产业的产品，受国际原油价格影响较大。由图 9 和图 10 可见，2014 年以来国际原油价格明显下跌，布伦特原油从 14 年二季度的 111.95 美元/桶持续下跌至 16 年二季度的 49.74 美元/桶，上海期货所的沥青期货价格随之从 13 年四季度的 4304 元/吨下跌至 16 年二季度的 2082 元/吨。得益于原材料价格的持续下降，公司的毛利率稳步提升。原油价格受页岩气等冲击预计仍将下行，未来公司毛利率还有上升空间。

图 9：公司毛利率走势与原油价格走势对比



数据来源：Wind，西南证券整理

图 10: 公司毛利率走势与沥青价格走势对比


数据来源: Wind, 西南证券整理

4.2 加强研发, 适应不断变化的市场需求

面对市场对防水工程的新需求和不断提高的防水标准, 公司通过加大研发, 巩固技术优势。近年来公司研发投入占营业收入的比例已超过 4%。公司防水技术研究所 2009 年 11 月获批成为“国家认定企业技术中心”, 是国内防水行业第一家国家级企业技术中心。此外, 公司还获批建设特种功能防水材料国家重点实验室, 拥有院士专家工作站、博士后科研工作站等, 并与世界防水工业最为发达的北美、德国地区的高校及科研机构联合开展了研究合作。

据估算, 去年生产工艺的提升为公司带来了 1% 的毛利率增长。以建筑种植屋面所必需铺设的耐根穿刺防水卷材为例, 公司相继研发出两种型号的热塑性聚烯烃 (TPO) 耐根穿刺防水卷材, 满足种植屋面的防水要求, 在种植屋面越来越受建筑师青睐的今天有广阔的市场应用前景。随着公司研发投入的加大, 新产品的陆续推出, 公司在不断变化的市场中将长期继续竞争力。

5 盈利预测与估值

假设 1: 公司凭借自身技术、销售渠道优势, 进一步整合市场资源, 未来几年市场占有率较现在的不足 6% (按规模企业年营收水平计算) 将稳步提升;

假设 2: 绿色节能建筑稳步推进, 催生每年千亿以上的保温市场新需求, 更严格的全国性建筑保温材料防火标准出台, 建筑保温市场得到进一步规范, 利于行业龙头对行业的整合;

假设 3: 国际原油价格保持低位, 公司产能扩张带来规模效应收益, 防水业务毛利率保持在 40% 以上。

表 1: 分项业务收入预测表

单位: 百万元		2015A	2016E		2017E	2018E
			2016H1A	2016H2E		
防水卷材	收入	5275.82	6757.10		8535.77	10942.17
			2884.70	3872.40		
	增速	5.95%	28.08%		26.32%	28.19%
	成本	3115.00	3974.13		5064.92	6601.80
		1663.00	2311.13			
毛利率	40.96%	41.19%		40.66%	39.67%	
防水涂料	收入	1362.17	1457.52		1530.40	1606.92
			686.00	771.52		
	增速	5.9%	7.00%		5.00%	5.00%
	成本	751.00	801.64		841.72	883.80
		358.00	443.64			
毛利率	44.87%	45.00%		45.00%	45.00%	
工程施工	收入	838.00	1089.40		1307.28	1568.74
			455.00	634.40		
	增速	10.6%	30.00%		20.00%	20.00%
	成本	575.00	740.79		915.10	1098.12
		299.00	441.79			
毛利率	31.38%	32.00%		30.00%	30.00%	
其他	收入	387.00	580.50		1161.00	2322.00
			177.00	403.50		
	增速	90.2%	50.00%		100.00%	100.00%
	成本	284.00	435.38		812.70	1625.40
		138.00	297.38			
毛利率	26.61%	25.00%		30.00%	30.00%	

数据来源: 西南证券

按上市公司当前 8.31 亿的总股本计算, 预计 2016-2018 年 EPS 分别为 1.11 元、1.34 元和 1.68 元, 对应 PE 分别为 22 倍、18 倍和 14 倍。首次覆盖, 给予“增持”评级。

6 风险提示

防水建材行业相关规范出台不到位, 部分企业以次充好、压价竞争的风险; 保温市场发展不及预期的风险; 原材料价格回升、蚕食公司利润空间的风险。

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	5303.99	6793.18	8581.35	11000.60	净利润	728.81	927.79	1125.95	1404.07
营业成本	3141.97	3995.35	5091.96	6637.05	折旧与摊销	99.15	112.65	126.11	138.84
营业税金及附加	90.80	107.12	137.39	177.27	财务费用	27.07	61.80	75.07	70.79
销售费用	653.02	773.52	1003.60	1275.23	资产减值损失	68.54	70.00	60.00	40.00
管理费用	595.13	762.23	962.87	1234.32	经营营运资本变动	-402.47	-343.65	-665.94	-867.86
财务费用	27.07	61.80	75.07	70.79	其他	-99.79	-67.92	-62.05	-41.99
资产减值损失	68.54	70.00	60.00	40.00	经营活动现金流净额	421.32	760.67	659.14	743.85
投资收益	0.64	-2.00	2.00	2.00	资本支出	-487.85	-500.00	-440.00	-480.00
公允价值变动损益	-0.03	0.01	0.01	0.00	其他	-107.05	-61.99	-7.99	-8.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-594.90	-561.99	-447.99	-488.00
营业利润	728.07	1021.17	1252.47	1567.94	短期借款	62.62	1377.18	-800.00	600.00
其他非经营损益	109.16	45.87	48.45	51.96	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	837.23	1067.04	1300.91	1619.90	股权融资	-32.31	0.00	0.00	0.00
所得税	108.42	139.25	174.96	215.83	支付股利	-83.07	-144.99	-165.64	-201.28
净利润	728.81	927.79	1125.95	1404.07	其他	-85.45	-51.80	-65.07	-60.79
少数股东损益	-0.90	9.35	10.32	9.95	筹资活动现金流净额	-138.21	1180.39	-1030.71	337.93
归属母公司股东净利润	729.72	918.44	1115.64	1394.12	现金流量净额	-307.55	1379.07	-819.56	593.78
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	624.21	2003.29	1183.73	1777.50	成长能力				
应收和预付款项	2642.03	2997.03	3872.83	5016.85	销售收入增长率	5.95%	28.08%	26.32%	28.19%
存货	636.28	789.69	1011.90	1320.79	营业利润增长率	16.71%	40.26%	22.65%	25.19%
其他流动资产	41.39	49.28	61.97	80.63	净利润增长率	25.10%	27.30%	21.36%	24.70%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	12.15%	39.96%	21.58%	22.28%
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	1478.59	1674.85	1757.65	1827.72	毛利率	40.76%	41.19%	40.66%	39.67%
无形资产和开发支出	441.46	633.10	864.74	1136.38	三费率	24.04%	23.52%	23.79%	23.46%
其他非流动资产	220.09	279.54	289.00	298.45	净利率	13.74%	13.66%	13.12%	12.76%
资产总计	6084.06	8426.79	9041.83	11458.33	ROE	17.91%	19.12%	19.37%	20.02%
短期借款	622.82	2000.00	1200.00	1800.00	ROA	11.98%	11.01%	12.45%	12.25%
应付和预收款项	933.21	1134.15	1443.47	1879.42	ROIC	18.77%	21.43%	21.72%	22.06%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	16.11%	17.60%	16.94%	16.16%
其他负债	459.61	441.41	586.81	764.58	营运能力				
负债合计	2015.63	3575.56	3230.28	4444.00	总资产周转率	0.95	0.94	0.98	1.07
股本	830.69	830.69	830.69	830.69	固定资产周转率	4.79	4.93	5.75	6.96
资本公积	1364.79	1364.79	1364.79	1364.79	应收账款周转率	2.93	3.04	3.15	3.12
留存收益	1924.37	2697.82	3647.82	4840.65	存货周转率	4.98	5.60	5.65	5.69
归属母公司股东权益	4066.41	4839.86	5789.86	6982.69	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.37%	—	—	—
少数股东权益	2.02	11.37	21.69	31.64	资本结构				
股东权益合计	4068.43	4851.23	5811.54	7014.33	资产负债率	33.13%	42.43%	35.73%	38.78%
负债和股东权益合计	6084.06	8426.79	9041.83	11458.33	带息债务/总负债	30.90%	55.94%	37.15%	40.50%
					流动比率	2.02	1.67	1.95	1.88
					速动比率	1.69	1.44	1.63	1.58
					股利支付率	11.38%	15.79%	14.85%	14.44%
					每股指标				
					每股收益	0.88	1.11	1.34	1.68
					每股净资产	4.90	5.84	7.00	8.44
					每股经营现金	0.51	0.92	0.79	0.90
					每股股利	0.10	0.17	0.20	0.24
业绩和估值指标									
EBITDA	854.29	1195.62	1453.64	1777.57					
PE	27.47	21.82	17.97	14.38					
PB	4.93	4.13	3.45	2.86					
PS	3.78	2.95	2.34	1.82					
EV/EBITDA	23.21	16.53	13.60	11.12					
股息率	0.41%	0.72%	0.83%	1.00%					

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