

主业结构升级, 打造新能源示范企业

投资要点

- **公司为微车行业前三, 未来战略为新能源汽车。**小康股份已形成包括微客、微卡、紧凑型MPV在内的微车整车、发动机及零部件的生产、销售服务在内的完整的产业链, 公司于2016年6月登陆A股市场, 传统主业步入快车道。目前公司旗下拥有重庆瑞驰实业有限公司100%股权, 瑞驰2015年新能源物流车产量排名第二, 产业已积累良好口碑。后续公司将持续加大新能源产业链的投入。
- **微车地位稳固, MPV和SUV势头正盛。**国内微车市场销售集中度较高, 呈现五菱、长安和东风小康“三足鼎立”之势, 公司2010年以来一直维持10%左右的市场份额, 位居行业第三。目前公司已将产品重心放在了风光系列MPV和SUV产品上, 2016年上半年风光系列产品增速超过70%, 其中风光580为7座SUV车型, 8月份单月销量已经超过1万辆, 后续CVT自动挡版本上市, 销量有望再创新高。
- **瑞驰物流车为短期爆发点, 重金布局新能源乘用车产业链。**2015年瑞驰新能源物流车产量为4726辆, 主力车型为EK05、EK05A、EV25A和EC35。公司技术实力优异, 产品性价比高, 市场口碑良好, 截至目前公司已有超过85款新能源汽车进入汽车生产目录。今年新能源汽车行业受行业监管推进不及预期, 新能源物流车需求受到压制, 2017年有望出现井喷行情。此外, 公司拟投入25亿用于纯电动乘用车建设项目, 预计到2018年形成年产新能源乘用车5万台, 设计电驱动及电池系统6万套的能力。公司重金打造新能源核心零部件产业, 有助于公司在行业洗牌和产品升级中立足于不败之地。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司2016-2018年EPS分别为0.59元、0.73元、0.9元, 对应PE分别为45倍、36倍、30倍。公司为次新股, 估值偏高, 首次给予“增持”评级。
- **风险提示:**微车行业竞争或加剧、新能源物流车推广或不及预期、纯电动乘用车生产资质审批或不及预期等风险。

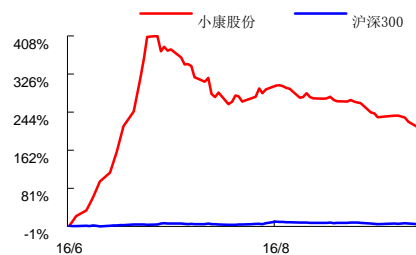
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	10554.48	15919.61	18940.04	21552.71
增长率	12.07%	50.83%	18.97%	13.79%
归属母公司净利润(百万元)	372.37	524.16	654.22	801.59
增长率	23.93%	40.76%	24.81%	22.53%
每股收益EPS(元)	0.42	0.59	0.73	0.90
净资产收益率ROE	12.16%	14.60%	15.41%	15.88%
PE	64	45	36	30
PB	7.40	6.31	5.34	4.49

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 高翔
执业证号: S1250515030001
电话: 023-67898841
邮箱: gaox@swsc.com.cn
联系人: 石川
电话: 023-67898871
邮箱: sc@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)	8.92
流通A股(亿股)	1.42
52周内股价区间(元)	8.37-42.49
总市值(亿元)	232.32
总资产(亿元)	151.94
每股净资产(元)	3.96

相关研究

目 录

1 夯实微车主业，打造新能源汽车示范企业	1
2 产品结构持续优化，MPV 和 SUV 产品势头正盛	2
2.1 微车市场地位稳固，顺应 MPV 替代趋势，打造 SUV 品牌	2
2.2 零部件业务为公司保持长期竞争优势的关键	5
3 瑞驰物流车成为短期看点，新能源战略明确	6
3.1 瑞驰新能源车型完备，轻松应对补贴调整	6
3.2 新能源战略明确，投资新能源乘用车产业链	7
4 盈利预测与估值	7
5 风险提示	8

图 目 录

图 1：公司股权结构图	1
图 2：2011-2016H1 公司营业收入及同比增速	1
图 3：2011-2016H1 公司归母净利润及同比增速	1
图 4：2016H1 公司各业务板块收入占比	2
图 5：2011-2016H1 公司销售毛利率及销售净利率情况	2
图 6：2011-2015 微车市场前三企业国内市值份额	3
图 7：2010-2015 微车销售结构	3
图 8：公司风光系列车型销量季度数据	4
图 9：瑞驰新能源车型图片	6
图 10：2015 年瑞驰新能源车产量结构	6

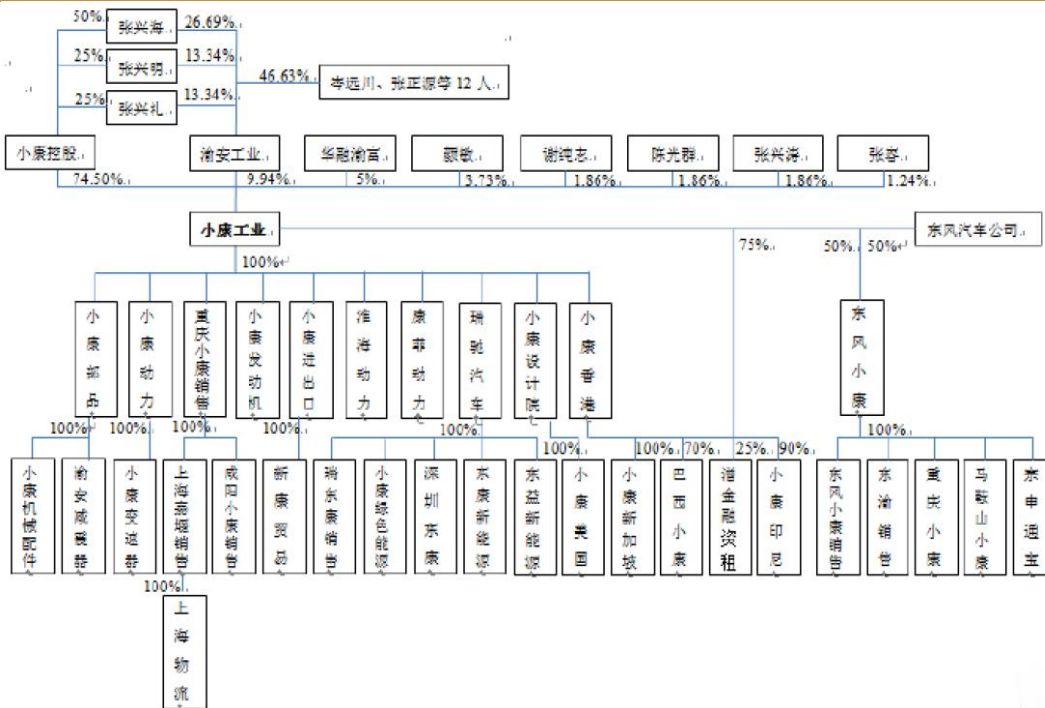
表 目 录

表 1：公司主要车型分类	3
表 2：公司发动机产品	5
表 3：新能源物流车主要产品对比	6
表 4：纯电动乘用车投资项目	7
表 5：公司各业务板块拆分及预测（万元）	8
附表：财务预测与估值	9

1 夯实微车主业，打造新能源汽车示范企业

小康股份是集汽车整车制造及销售于一体的制造型企业，已形成包括微客、微卡、紧凑型 MPV 在内的微车整车、发动机及零部件的生产、销售服务在内的完整的产业链。公司于 2016 年 6 月登陆 A 股市场，已进入高速发展的快车道。

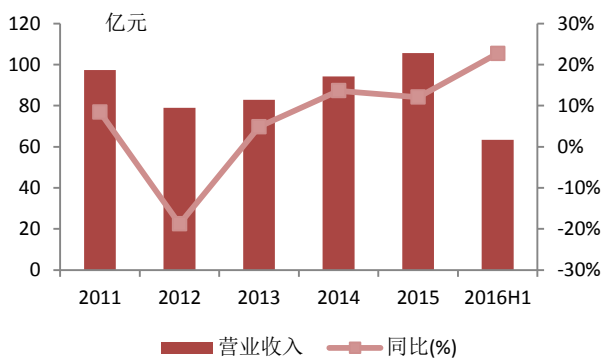
图 1：公司股权结构图



数据来源：公司公告，西南证券整理

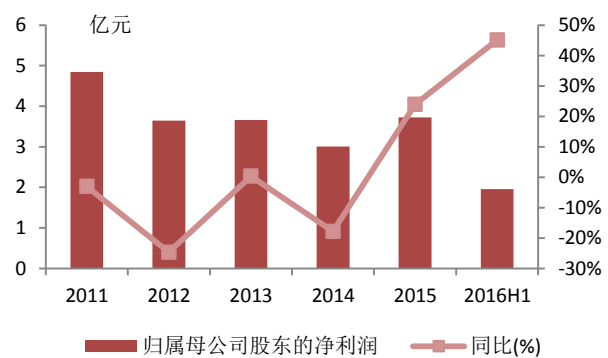
公司前身为重庆渝安控股有限公司，于 2011 年整体变更为股份有限公司。控股股东为小康控股，发行前直接持有公司 74.50% 的股份，处于绝对控股地位。实际控制人张兴海先生为小康工业董事长兼总裁，持有小康控股 50% 股权，间接持有小康工业 70% 以上表决权。上市公开发行后，目前公司总股本 8.93 亿股，小康控股持股比例为 62.6%，仍为公司控股股东。

图 2：2011-2016H1 公司营业收入及同比增速



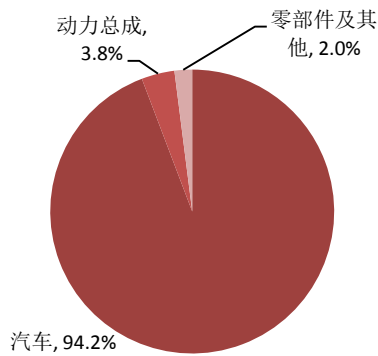
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：2011-2016H1 公司归母净利润及同比增速

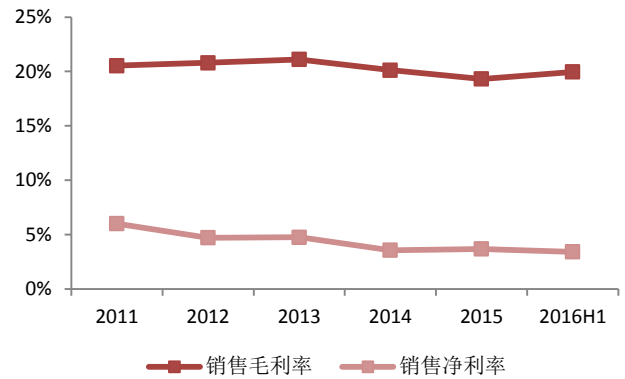


数据来源：公司公告，西南证券整理

2013年以来，公司业务持续增长，净利润情况改善。2016年上半年，公司实现营业收入63.4亿元，同比增长22.7%，实现归母净利润1.96亿元，同比增长45.1%，上半年累计销售车辆171820辆，同比增长23.7%。公司产品结构持续优化，MPV及SUV产品销售占比提升，净利润增速超过销量增速和收入增速。

图4：2016H1公司各业务板块收入占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

图5：2011-2016H1公司销售毛利率及销售净利率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

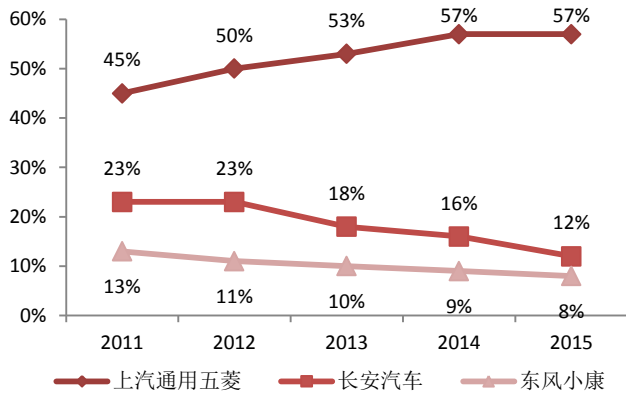
目前公司收入来源仍以汽车生产制造和销售为主，毛利率和净利率较为稳定。目前产品主要以燃油车为主，老产品可分为K、V、C三大系列，新产品主要以风光系列MPV和SUV为主。公司风光系列产品热销及后续新车型推出有望提升平均单车售价，从而优化公司盈利能力。

公司持续加码新能源汽车产业投入。目前公司持有重庆瑞驰实业有限公司100%股权，2015年瑞驰生产新能源物流车4726辆，市占率约为11%，排名第二，产品已积累良好口碑。此外，公司拟投资25亿元用于纯电动乘用车建设项目，预计到2018年形成年产新能源乘用车5万台，设计电驱动及电池系统6万套的能力。

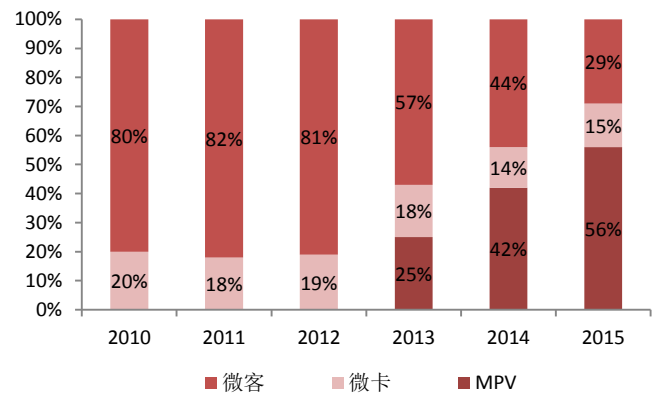
2 产品结构持续优化，MPV和SUV产品势头正盛

2.1 微车市场地位稳固，顺应MPV替代趋势，打造SUV品牌

公司传统车型主要以微车为主，狭义上通常包括微型客车、微型货车（含微型卡车）。根据中汽协的统计数据，国内微车市场销售集中度较高，呈现五菱、长安和东风小康“三足鼎立”之势，在三大龙头中，五菱的领先优势较为明显，2015年五菱的市场份额超过55%，长安作为第二份额厂商，近几年销售比重呈现下滑态势，2015年市占率为12%。东风小康自2010年销量首次超过哈飞汽车以来，一直保持10%左右的市场份额，位居行业第三。

图 6: 2011-2015 微车市场前三企业国内市值份额


数据来源: 中汽协, 西南证券




图 7: 2010-2015 微车销售结构


数据来源: 中国汽车工业协会, 西南证券整理

海外微车市场方面, 公司 2015 年仍维持 30% 左右的市场份额, 随着力帆、一汽、奇瑞等汽车品牌陆续开始进军海外微车市场, 未来海外市场竞争将更加激烈。

2013 年汽车工业协会将以五菱宏光、长安欧诺、东风小康风光为代表的“新型微车”纳入 MPV。紧凑型 MPV 由于具备可家用可商用的特性, 相比于传统微车性价比优势明显, 2013-2015 年, 该车型受到消费者热捧, 销售逐年快速提升。

表 1: 公司主要车型分类

分类	车型	车型外观	排量	上市日期
SUV 车型	风光 580		1.5T、1.8L	2016 年 6 月
MPV 车型	风光 330		1.24L-1.5L	2014 年 6 月
	风光 360		1.3L-1.5L	2014 年 10 月
	风光 370		1.5L、1.3L 柴油版	2015 年 10 月

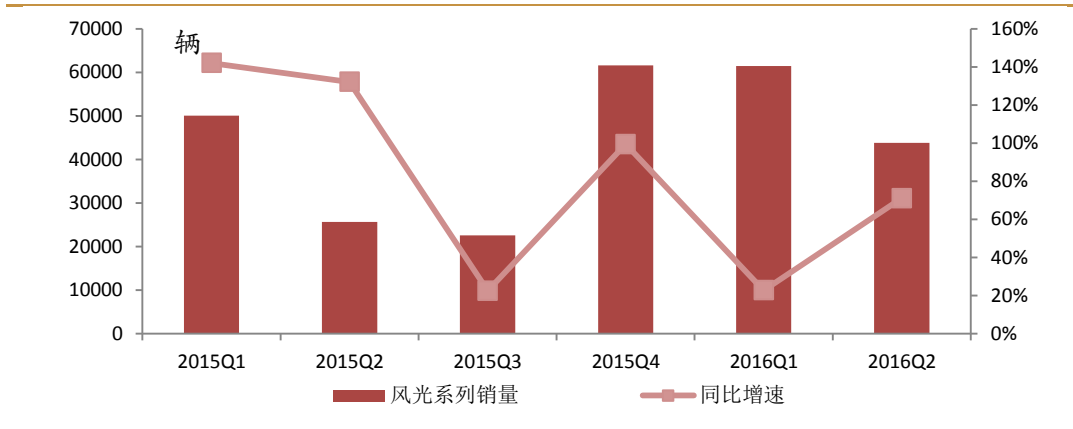
分类	车型	车型外观	排量	上市日期
交叉型乘用车	东风小康 K07S、K27、V07S、V29、C37、C36、C31、C32 等	     	1.0L-1.5L	东风小康 K07S、K27 为 2014 年上市, V07S 为 2011 年上市, V29、C37 为 2012 年上市, C36 为 2013 年上市, C31、C32 为 2014 年上市
商用车	东风小康 K01H、K01 (S)、V21、V22 等	   	1.0L-1.3L	K01H 为 2013 年上市, K01 (S) 为 2014 年上市, V21、V22 为 2011 年推出

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

目前, 公司产品构架包括紧凑型 MPV、SUV、交叉型乘用车和商用车。交叉型乘用车为 K 系列、V 系列和 C 系列的微客, 商用车为 K 系列和 V 系列的微货。

近年来, 公司顺应消费升级趋势, 工作重心已逐步转移到 MPV 和 SUV 车型上。MPV 代表车型为风光系列, 包括风光 330, 风光 360 及风光 370。SUV 车型目前虽然只有风光 580 手动挡版本, 但售价仅 7.29 万起的 7 座配置已经在市场中崭露头角, 8 月单月销量已经超过 1 万辆, 预计今年底上市的 CVT 自动版将成为经济型 SUV 的杀手级产品, 月均销量有望再翻一番。

图 8: 公司风光系列车型销量季度数据



数据来源: Autoinfo、西南证券整理

从风光系列产品整体来看, 2015 年以来保持了高速增长。2016 年二季度由于风光 580 的热销, 风光系列产品增速超过 70%, 随着四季度汽车行业旺季的来临, MPV 和 SUV 将成为公司业绩的中流砥柱。从半年情况来看, 公司实现汽车销售 171,820 辆, 同比增长 23.71%, 我们预计全年完成 30 万辆的销售目标为大概率事件。

2.2 零部件业务为公司保持长期竞争优势的关键

微车发动机是小康工业的重要业务板块，公司全资子公司小康动力主要从事节能、环保、高性能的小排量汽车动力总成的研发、制造、销售及服务等业务。产品主要以 AF、BG、DK、SFD 系列发动机为主，拥有行业领先的缸体、缸盖、曲轴、曲轴箱的铸造和机械加工生产线，同时还拥有发动机及变速器总装生产线。

表 2：公司发动机产品

发动机系列	具体细节
AF 系列	排量包括 0.943L、0.997L、1L、1.012L、1.05L（油/气两用燃料发动机）、1.05L。功率范围 33~47kW，扭矩范围 67~91N.m。其中 AF11-05 为 2012 年新推出的国 IV 发动机，功率 47kW，扭矩 91N.m，在该系列发动机当中性能最优，并且该机型扩展了国 V 机型
BG 系列	BG10 系列：排量包括 0.997LL、1.012L，功率范围 51kW，扭矩范围 88N.m。2013 年量产，有国 IV 和国 V 两种机型
	BG13 系列：排量包括 1.3L、1.3L（油/气两用燃料发动机），最大功率范围 51.5~60.5kW，最大扭矩范围 86.7~102N.m。2011 年公司加强新能源发动机的研发，开成功了独立 ECU 控制的汽油与天然气两用燃料发动机
DK 系列	DK12 系列：2009 年开始同时推出国 III/国 IV 发动机，排量包括 1.206L、1.22L，最大功率范围 63~65kW，最大扭矩范围 108~115N.m。国 V 发动机在 2015 年量产。
	DK13 系列：排量包括 1.3L、1.372L、1.375L，最大功率范围 69~74kW，最大扭矩范围 110~124N.m。2011 年公司在 DK13 系列产品上开发推出含 VVT 技术的发动机，2013 年开始生产国 V 发动机。
	DK15 系列：排量现有 1.498L，最大功率范围 77~82kW，最大扭矩范围 138~147.5N.m。此系列产品同时应用双 VVT 技术和 VGIS 技术（可变进气长度），2013 年推出国 IV 和国 V 发动机。
SFD 柴油机系列	排量 1.3L，最大功率范围 55-70kW，最大扭矩范围 190-210N.m。此系列产品是从菲亚特引进技术，改型开发，目前包括卧式中置后驱、立式前置前驱和立式前置后驱三款机型。应用当前最先进的高压共轨系统、涡轮增压中冷、EGR+DOC、液压滚子摇臂、双顶置凸轮轴（DOHC）、单缸 4 气门机构，以及轻量化技术，排放达到欧四水平具备欧五潜力。

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司目前发动机产品主要是供给东风小康配套车型，公司发动机零部件目前产能为 7.5 万套/年。公司拟投入上市募集资金中的 4 亿元（项目投资总额 6 亿元）用于发动机零部件项目，拟达到年产微车发动机零部件 35 万套的生产目标。项目将逐步形成发动机零部件的规模化、系列化生产，满足未来公司主机的配套需求，确保与主机的同步发展。

3 瑞驰物流车成为短期看点，新能源战略明确

3.1 瑞驰新能源车型完备，轻松应对补贴调整

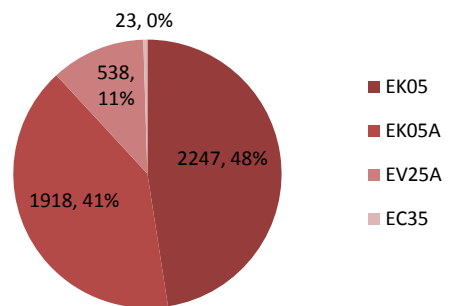
重庆瑞驰汽车实业有限公司成立于 2003 年 9 月，目前为公司全资子公司，是首批具有国家纯电动整车生产资质的企业。公司拥有装备先进的冲压、焊装、涂装、总装车间以及电驱动系统检测线。瑞驰产品涉及物流车、专用车等领域，产品目前已销往 30 多个国家和地区。2015 年瑞驰共生产新能源物流车 4726 辆，产量位居市场第二。

图 9：瑞驰新能源车型图片



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 10：2015 年瑞驰新能源车产量结构



数据来源：第一电动，西南证券整理

2015 年生产的车型主要为：EK05、EK05A、EV25A 和 EC35，其中主要以 EK05 的纯电动厢式物流车和 EK05A 的纯电动售货车为主。

新能源物流车具有三大优势：1 不限牌、不限购、不限行的路权优势；2 维护费用低，运营费用低的经济优势；3 采购成本优势。虽然 2016 年国家全面进行“骗补”核查，新能源汽车行业整体推广不及预期，但我们预计国家将在第四季度发放 2015 年补贴并公布补贴新政策，行业将会再次启动。新能源汽车为国家中长期战略，瑞驰新能源物流车已在市场中积累良好口碑，将长期受益。

表 3：新能源物流车主要产品对比

上市时间	生产企业	车型	分类	续航里程	电池容量	充电时间	补贴前售价	补贴后售价
2014.1.8	福建新龙马汽车	启腾 M70	微面	190 公里	32kwh	7 小时	3.59-4.59 万元	-
2014.3	东风御风	EQ6640CLBEV	轻客	180 公里	61kwh	2.5 小时	-	16.5 万元
2014.9	北汽	威旺 307EV	微面	140 公里	36.8kwh	快充 1.5 小时； 慢充 12 小时	21 万元	6.575 万元
2014.11.20	上汽大通	EV80	轻客	170 公里	75kwh	大功率充电桩 2.5 小时	长轴中顶版 80.9 万元	17.9-20.9 万元
2015.4.20	南京金龙	开沃 D11 电动版	轻客	200 公里	88kwh	快充 2 小时； 慢充 7-8 小时	75.8 万元	17-18 万元
2015.4	重庆瑞驰	EK05、EK05A、 EV25A、EC35	厢货	150 公里	25.9kwh	慢充 10-15 小时	-	4.69-6.89 万元
2015.10.27	陕西通家	电牛 1 号	微面	210 公里	35.7kwh	快充 6-8 小时	21.5 万元	5.28 万元

数据来源：西南证券整理

公司主力车型续航里程在 150 公里左右，针对市内物流客户，售价在 4.69 万元-6.89 万元，相比竞争对手具有更好的针对性和经济性。目前公司已有超过 85 款新能源汽车进入汽车生产目录，车型结构完备，能够更加轻松地应对新补贴政策的调整动作。

3.2 新能源战略明确，投资新能源乘用车产业链

2016 年 7 月 11 日公司发布公告，公司拟投资 25 亿元用于纯电动乘用车建设项目，预计到 2018 年形成年产新能源乘用车 5 万台，设计电驱动及电池系统 6 万套的能力。

表 4：纯电动乘用车投资项目

投向		金额
固定资产投资	建安费用	39564 万元
	基础构筑物	4296 万元
	设备及器具	141132 万元
	公用动力设备	4358 万元
	其他费用	35345 万元
流动资金		26028 万元

数据来源：公司公告，西南证券整理

保守预测，未来 5 年新能源乘用车销量空间有望超过 260 万辆，市场容量将超过 4000 亿元，为新能源汽车行业最大市场。而物流车销量空间在 100 万辆左右，市场空间仅 1000 亿元。虽然该项目电驱动和电池系统项目在 2018 年才能完全达产，但是公司立足长远，布局新能源汽车核心零部件产业链，在第一代新能源产品洗牌过程中，有助于公司在未来取得技术优势和成本优势，公司致力于打造高端新能源制造示范工厂。

4 盈利预测与估值

关键假设：

传统微车：2016 年 MPV 行业更新换代需求强烈，SUV 行业维持高增长，公司传统微车主要增长点为风光系列 MPV 和 SUV 车型，我们预计该业务增速较快且公司新款 SUV 车型放量将带动整体毛利率提升，预计 2016-2018 年销售毛利率分别为 18.9%、18.9%、18.9%。

微车动力总成：公司动力总成业务主要配套东风小康对应车型，我们预计该业务增速跟随微车业务增速，预计 2016-2018 年销售毛利率分别为 20.5%、20.5%、20.5%。

汽车零部件业务：该业务占比较低，增速相对较为稳定。预计 2016-2018 年销售毛利率分别为 30%、30%、30%。

新能源汽车业务：新能源汽车业务为公司重要战略，16 年受到国家政策影响，行业推进不及预期，但该业务有望在 17-18 年快速放量。预计 2016-2018 年销售毛利率分别为 23.2%、21.2%、26.5%。

表 5: 公司各业务板块拆分及预测 (万元)

项目		2015A	2016E	2017E	2018E
传统微车	收入	935,910.21	1,448,090.64	1,685,364.05	1,904,573.88
	yoy	7.4%	54.7%	16.4%	13.0%
	成本	759,939.38	1,174,980.75	1,367,504.39	1,545,371.24
	毛利率	18.8%	18.9%	18.9%	18.9%
微车动力总成	收入	33,174.79	46,444.71	58,055.88	66,764.26
	yoy	29.2%	40.0%	25.0%	15.0%
	成本	26,351.55	36,923.54	46,154.43	53,077.59
	毛利率	20.6%	20.5%	20.5%	20.5%
汽车零部件及其他	收入	18,070.36	20,148.45	22,465.52	25,049.06
	yoy	11.9%	11.5%	11.5%	11.5%
	成本	12,549.49	14,103.92	15,725.87	17,534.34
	毛利率	30.6%	30.0%	30.0%	30.0%
新能源汽车	收入	40,466.25	48,060.00	97,440.00	126,672.00
	yoy	939.7%	18.8%	102.7%	30.0%
	成本	32,303.04	36,900.00	76,800.00	93,080.00
	毛利率	20.2%	23.2%	21.2%	26.5%
其他	收入	27,825.94	29,217.23	30,678.10	32,212.00
	yoy	11.1%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	20,449.37	21,912.93	23,008.57	24,159.00
	毛利率	26.5%	25.0%	25.0%	25.0%
合计	收入	1,055,447.55	1,591,961.04	1,894,003.55	2,155,271.20
	yoy	12.1%	50.8%	19.0%	13.8%
	成本	851,592.83	1,284,821.13	1,529,193.25	1,733,222.18
	毛利率	19.3%	19.3%	19.3%	19.6%

数据来源: 西南证券

我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.59 元、0.73 元、0.9 元, 对应 PE 分别为 45 倍、36 倍、30 倍。公司为次新股, 估值倍数偏高, 首次给予“增持”评级。

5 风险提示

微车行业竞争或加剧、新能源物流车推广或不及预期、纯电动乘用车生产资质审批或不及预期等风险。

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	10554.48	15919.61	18940.04	21552.71	净利润	388.77	547.25	683.03	836.89
营业成本	8515.93	12848.21	15291.93	17332.22	折旧与摊销	515.49	390.32	437.36	476.72
营业税金及附加	270.70	366.99	448.10	512.70	财务费用	69.01	64.87	23.14	7.36
销售费用	677.94	1045.20	1234.53	1408.23	资产减值损失	8.86	-1.14	0.00	0.00
管理费用	680.46	1034.94	1227.90	1398.57	经营营运资本变动	-178.22	949.74	455.05	313.53
财务费用	69.01	64.87	23.14	7.36	其他	-412.29	-15.50	-19.70	-21.11
资产减值损失	8.86	-1.14	0.00	0.00	经营活动现金流净额	391.63	1935.54	1578.89	1613.39
投资收益	26.82	16.63	19.70	21.11	资本支出	-442.16	-1000.00	-600.00	-400.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	24.72	16.63	19.70	21.11
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-417.44	-983.37	-580.30	-378.89
营业利润	358.39	577.17	734.14	914.73	短期借款	359.94	-1020.77	-554.17	0.00
其他非经营损益	97.22	80.92	83.99	85.33	长期借款	254.87	0.00	0.00	0.00
利润总额	455.62	658.09	818.12	1000.06	股权融资	80.09	0.00	0.00	0.00
所得税	66.85	110.84	135.09	163.17	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	388.77	547.25	683.03	836.89	其他	-387.37	-64.92	-23.14	-7.36
少数股东损益	16.40	23.09	28.81	35.31	筹资活动现金流净额	307.53	-1085.69	-577.31	-7.36
归属母公司股东净利润	372.37	524.16	654.22	801.59	现金流量净额	282.58	-133.51	421.28	1227.14
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	1725.48	1591.96	2013.24	3240.38	成长能力				
应收和预付款项	4303.71	6278.69	7480.61	8552.34	销售收入增长率	12.07%	50.83%	18.97%	13.79%
存货	718.24	1185.22	1370.34	1568.41	营业利润增长率	2.10%	61.04%	27.20%	24.60%
其他流动资产	51.46	75.38	90.57	102.73	净利润增长率	15.56%	40.76%	24.81%	22.53%
长期股权投资	82.34	82.34	82.34	82.34	EBITDA 增长率	9.55%	9.49%	15.72%	17.09%
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	3837.46	4497.39	4710.27	4683.80	毛利率	19.31%	19.29%	19.26%	19.58%
无形资产和开发支出	1404.35	1354.36	1304.38	1254.39	三费率	13.52%	13.47%	13.12%	13.06%
其他非流动资产	315.70	315.44	315.18	314.92	净利率	3.68%	3.44%	3.61%	3.88%
资产总计	12438.73	15380.78	17366.92	19799.29	ROE	12.16%	14.60%	15.41%	15.88%
短期借款	1574.94	554.17	0.00	0.00	ROA	3.13%	3.56%	3.93%	4.23%
应付和预收款项	6425.86	9497.03	11271.56	12798.58	ROIC	9.44%	12.52%	14.47%	17.91%
长期借款	454.87	454.87	454.87	454.87	EBITDA/销售收入	8.93%	6.48%	6.31%	6.49%
其他负债	786.24	1125.69	1208.45	1276.90	营运能力				
负债合计	9241.91	11631.76	12934.88	14530.35	总资产周转率	0.90	1.14	1.16	1.16
股本	750.00	892.50	892.50	892.50	固定资产周转率	3.28	4.57	4.91	5.29
资本公积	483.88	341.38	341.38	341.38	应收账款周转率	38.04	43.69	44.24	41.61
留存收益	1366.63	1890.79	2545.01	3346.60	存货周转率	11.12	13.50	11.97	11.80
归属母公司股东权益	2595.57	3124.68	3778.89	4580.48	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	75.75%	—	—	—
少数股东权益	601.26	624.34	653.16	688.46	资本结构				
股东权益合计	3196.82	3749.02	4432.05	5268.94	资产负债率	74.30%	75.63%	74.48%	73.39%
负债和股东权益合计	12438.73	15380.78	17366.92	19799.29	带息债务/总负债	21.96%	8.67%	3.52%	3.13%
					流动比率	0.82	0.86	0.91	0.99
					速动比率	0.73	0.74	0.80	0.88
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.42	0.59	0.73	0.90
					每股净资产	3.58	4.20	4.97	5.90
					每股经营现金	0.44	2.17	1.77	1.81
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
EBITDA	942.89	1032.36	1194.64	1398.81					
PE	63.56	45.16	36.18	29.53					
PB	7.40	6.31	5.34	4.49					
PS	2.24	1.49	1.25	1.10					
EV/EBITDA	21.09	22.06	18.25	14.71					
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