

**投资评级：增持（首次）**

收盘价	11.05
目标价	13.00
上次目标价	

**研究员**

**王传晓** 执业证书编号：  
 分析师 S1100113050008  
 8621-68416988-209  
 wangchuanxiao@cczq.com

**黄超** 执业证书编号：  
 联系人 S1100115080002  
 8621-68416988-210  
 huangchao@cczq.com

**川财证券研究所**

成都：  
 交子大道 177 号中海国际 B 座 17  
 楼，610041  
 总机：(028) 86583000  
 传真：(028) 86583002

## 三维通信：业绩具备多重推动力

### 核心观点

- 海外市场为第一重推动力：**海外市场特别是发达国家市场是蓝海市场，毛利率高同时进入的门槛也高，三维通信在 2015 年已成功进入日本市场获得过亿的订单，现阶段在澳大利亚、欧美和东南亚也开始获得了小规模订单。
- 智能屏蔽系统为第二重推动：**智能屏蔽系统相对传统屏蔽系统有很多优点，最重要就是发射功率小，对人体健康影响小，智能屏蔽系统在监狱、军队、重大会议场所所有广阔的应用前景，目前国内能提供智能屏蔽系统的公司很少且三维通信是该领域领先的厂商，三维通信已获得北京 13 个监狱的 5 年期服务合同。
- 5G 为第三重推动：**我国将来分配给 5G 室内系统的频段很大概率将高于现有室内分布式系统可支持的最高频率 2.5Ghz；5G 相对 2G、3G、4G 室内系统需要更多的天线支路；5G 室外系统很大概率工作频段会高于 3.5Ghz，高工作频率会提高空中传播损耗，从而导致更多的室内场景需要建设室内分布式天线系统，这三点会提升运营商对室内分布式天线系统的需求。
- 更多看点：**中国联通 2017 年要发力 4G 室内建设、GSM-R 有大的机会、公司的房产价值可观、管理层推出的合伙人计划及股权激励、未来可能的外延式扩张等都对提升公司的估值有益。
- 估值及投资建议：**以我们的假设测算，三维通信 2016-2018 年每股收益分别为 0.02/0.14/0.21 元。考虑公司有价值可观的房产、海外市场有爆发的可能、智能屏蔽系统前景广阔、5G 未来存大大机会，以 13.00 元为第一目标价，后续根据海外市场进展进行调整，首次给予三维通信增持评级。

### 财务和估值数据摘要

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万）	865.02	965.00	1265.00	1415.00
归属母公司股东净利润（百万）	18.99	9.73	57.60	87.03
每股收益（元）	0.05	0.02	0.14	0.21
PE	242.27	472.57	79.85	52.85

## 1. 概述

三维通信是国内领先的网络优化覆盖设备及解决方案供应商，网络优化覆盖设备及解决方案整个行业目前在国内竞争激烈，这是三维通信目前市值不大的主要原因，但站在现在这个时间点，我们能看到对三维通信来说一些有利的变化正在出现。

首先，三维通信在 2015 年海外市场的营收过亿元，海外的网络优化覆盖设备市场是一片蓝海，海外市场毛利率高且有较多的门槛；其次，三维通信从 2014 年启动了智能屏蔽系统的产品开发，并于 2016 年 1 月签订了北京监狱的合同，该系统有望拓展到更多的监狱、军队和重要会议场所；然后，5G 系统有望在 2020 年开始商用，我国 5G 系统室内频段极高概率会高于 3.5Ghz，而目前运营商所建的室内分布式系统可支持的工作频段都不高于 2.5Ghz 且 5G 系统要支持大于 10G 的峰值速率需要更多的天线支路，5G 会大幅增加室内分布系统需求，三维通信是国内领先的室内分布系统供应商有望从 5G 的发展中受益。

海外市场、专用区域信息安全与通信指挥系统和 5G 是比较明确且作用力较大的三重业绩推动力；同时网络优化覆盖设备国内的供应商的数目已由前几的 100 多家减少到目前的 20 多家，行业的集中度在提高，后续可能会有更多竞争者退出这个行业，行业的竞争的激烈程度有望下降，随着移动通信网络的发展对网络优化覆盖设备的需求只会增加不会减少，三维通信是国内网络优化覆盖设备的前三，其研发费用多年一直远超 A 股中其它的网络优化覆盖设备商，公司有望从行业集中度进一步提高的趋势中受益；中国联通 2017 年要发力 4G 室内建设，铁路系统十万公里的存量的 GSM-R 模拟直放站要更换为数字直放站的需要以及我国在 2016-2020 年会建设超过 1.1 万公里的高铁，而三维通信是国内目前唯一能提供 GSM-R 350km/h 成熟产品的供应商，公司的房产价值可观，管理层在近期推动的合伙人计划及股权激励，未来可能的外延式扩张等都对提升公司的估值有益。

## 2. 第一重推动力：海外市场

海外市场特别是发达国家市场对通信设备商来说是蓝海市场，这与运营商招标时考虑的重点有关，国内运营商在招标时会考虑商务标与技术标，有时给商务标的权重很高，商务标中最重要的部分就是价格，而欧美发达地区的运营商更看重技术标，他们希望选出技术领先质量可靠的设备商结成合作伙伴的关系来保障自己网络的质量，所以海外市场特别是发达国家的毛利率远高于国内但同时进入的门槛更高。

三维通信 2015 年年报显示国内的毛利率为 26.31%，境外的毛利率为 55.89%，2016 半年报显示国内的毛利率为 19.93%，境外的毛利率为 59.32%，2015 年年报和 2016

半年报的数据都表明国内与海外毛利的巨大差异。

国内的厂商要进入海外市场，门槛远高于国内市场：首先海外运营商对质量的要求更高，需要满足的技术指标更多，这样只有在国内的技术领先的公司才有可能进入海外市场；其次，拓展海外市场本身对公司的整体素质就有较高要求，需要懂国际贸易规则、熟悉海外法律、熟悉海外合同谈判与签订、具备对海外市场的支持能力，由于海外市场运营商众多且运营商之间的技术要求差别较大，比如移动通信网络工作频段各国区别就较大，从技术体制来看以往的 2G 有 GSM 和 CDMA 之分，3G 系统有 WCDMA 和 CDMA2000 之分，这就需要设备商要有一支强大的技术团队按客户需求进行订制，海外拓展周期较长，投入也大，这对公司的财力也提出了较高要求。高门槛是海外市场毛利远高于国内的保证。

移动通信进入 3G 时代之后，70%以上通信发生在室内，海外运营商与国内运营商一样具有大量的室内建设的需求，同时从他们自身利益考虑非常需要引入中国的设备商以压低海外供应商的价格同时给其制造压力更好地为运营商服务，华为现在已是通信主设备领导厂商，产品质量在很多方面还胜于国际同行，但在早期产品竞争力弱于国际同行时，仍能进入欧洲发达地区的 top10 的运营商，有时就与运营商希望通过引入华为来给爱立信、诺基亚形成压力有关。

三维通信在 2015 年拿到日本的光纤式分布系统的商用合同，成功在日本市场运行给三维通信光纤式分布系统去拓展其它海外市场提供了很好样板，今年已开始进入澳大利亚、欧美、东南亚，这些国家运营商选择供应商均有个流程，一般会遵循实验室测试、外场测试、小规模应用、大规模批量应用，现在澳大利亚、欧美、东南亚已进入了小规模应用阶段，考虑到三维通信在中国移动 2015 年光纤分布式室内系统的招标中位列第一，中国移动目前是全球 TOP1 的运营商，下属的中国移动研究院和设计院技术实力都很强，我们有理由相信三维通信的光纤式分布系统在技术指标上和质量可靠性方面与国际同行相比有足够的竞争力，在 2016 年半年报中海外市场营收仅为 1647 万，这与公司的客户是运营商，运营商合同签订有个周期有关，我们可以对后续持乐观态度，对三维通信 2016-2018 年的海外市场营收预测如表 1：

表 1：三维通信海外市场营收预测

	2015	2016	2017	2018
营收（亿元）	1.3	1.5	3	5
毛利	55.89%	45%	42%	40%

资料来源：川财证券研究所

### 3. 第二重推动力：智能屏蔽系统

三维通信从 2014 年启动了智能屏蔽系统的产品开发，在一些特殊的场所比如监狱、军队、考场、重大会议场所都有保密的需求，为了防止泄密，传统的屏蔽方式是用大功率无线电信号来压制可能的通信信号，传统的屏蔽系统与三维通信开发的智能屏蔽系统的对比如图 1：

图 1：智能屏蔽系统与传统屏蔽系统的对比

屏蔽方式		“蓝盾”分布式智能屏蔽系统	传统屏蔽器的屏蔽方式
		基于信令级信号干扰 分布式、小功率、多点发射	以高功率压制方式实施信号干扰
屏蔽效果	发射功率	传统屏蔽方式是分布式智能屏蔽对抗功率的300倍以上	
	屏蔽成功率	100%	公网信号高于-50dBm时屏蔽失效
	屏蔽精度	信号控制精度5m	干扰信号难以控制，信号泄露严重影响周边网络
	自适应能力	可实时监测公网的网络信号状况，并自适应调整干扰参数	不支持实时监测，公网基站功率、方位角的调整及新建基站极大地影响屏蔽效果；
制式演进	支持4G屏蔽的平滑升级演进	需替换设备实现4G屏蔽，投资无法得到保障	
电磁辐射		30毫瓦发射，辐射低于手机	发射功率超过10W，高辐射
系统可靠性		采用无源分布式架构设计，具有网管功能，系统可靠性高	有源设备数量过多，系统故障率高

资料来源：三维通信、川财证券研究所

智能屏蔽系统相对传统屏蔽系统有很多优点，最重要的一点就功率小，当功率较大时电磁幅射会对身体造成不良影响，具体从哪个等级的功率开始会对身体产生较明显的影响尚不清楚，因为没有任何组织敢拿人体来做相关测试，但功率越小对身体不良影响越小这点是确定的，我们可以通过移动通信网的一些标准来推测各种屏蔽系统的功率是否是身体健康可接受的。我国在室内分布式天线系统的设计规范中明确要求，天线口的发射功率不可超过 15dbm,三维通信的智能屏蔽系统的发射功率是 30 毫瓦即 14.7dbm 刚好满足要求，而传统的屏蔽系统的发射功率要起到压制通信的作用必须高功率发射其发射功率均超过 10w 即大于 40dbm，从我国室内分布式天线系统的设计规范来推测传统的屏蔽系统很可能对人体产生不良影响，对于监狱、保密级别高的部分军队场所由于屏蔽必须每天坚持，对长期工作在其中的工作人员来说传统屏蔽方式带来的健康压力是较大的。

三维通信已于 2016 年 1 月签订下北京 13 所监狱的合同，十一届全国人大常委会第二十六次会议上司法部部长吴爱英公布当时我国有监狱 681 所，仅监狱系统还有很大的可拓展空间，同时军队、重大会议场所均有相同的需求。三维通信北京 13 所监狱的合同是 5 年服务期，总金额为 2650 万元，目前能提供智能屏蔽系统的厂家极少，三维通信处于领先地位，我们假设 2016 年-2018 全年智能屏蔽系统的营收分别为北京监狱每年营收的 2 倍、10 倍和 20 倍。智能屏蔽系统的毛利是商业机密，暂时无

法获知，考虑到目前能提供智能屏蔽系统的厂家极少，系统主要功能是进行了信令的相关处理，再参考三维通信海外市场的毛利率，我们可以假设智能屏蔽系统的毛利率为 50%，智能屏蔽系统的营收预测如表 2 所示：

表 2：三维通信智能屏蔽系统营收预测

	2016	2017	2018
营收（亿元）	0.11	0.825	1.65
毛利	50%	50%	50%

资料来源：川财证券研究所

智能屏蔽系统是由三维通信子公司在进行产品的研发和销售，三维通信占该子公司 65% 的股份。

## 4. 第三重推动力：5G

5G 系统预计全球将从 2020 年开始商用，5G 的标准现仍在讨论中，我国 5G 的工作频段现尚无定论，我国 3Ghz 以下所有无线频率已分配做它用或已规划做它用但尚未分配。也存在将来国家把 3Ghz 以下部分频率重新协调给 5G 系统使用的可能，但一方面协调难度极大，小灵通的所用频率后分配给 TD LTE 使用的例子就很有说明问题，工信部在 2009 年 1 月曾下文要求在 2011 年底之前完成小灵通清频退网，所用频率无条件收回，但实际上到目前小灵通的频率仍未清理掉，这导致中国移动无法在 1900-1920Mhz 频段进行 TD LTE 的全网布站，提高了建站成本以及网络规划和优化的难度；另一方面即使能协调下来将 3Ghz 以下的部分频段改为 5G 系统使用，因为频率越低传播效果越好，故移动通信中会将低频段优先给室外基站使用以获得更好全网覆盖效果，我国有三家基础运营商，国家在频谱分配时会按基本公平的原则进行，5G 系统要获得远超 4G 系统的速率一个重要因素就是使用的频率带宽很宽，故即便国家能将 3Ghz 以下的部分频段协调下来给 5G 系统使用也只会给室外基站使用，5G 室内系统可能使用频段非常大的概率将超过 3Ghz，从目前我国的频谱资源情况来看我国用于 5G 室内系统的最低工作频段应为 3.5Ghz，3.5Ghz 还有很大可能仅能供室外系统使用的。

目前我国运营商所建的室内分布式系统可支持的工作频段都不高于 2.5Ghz，这意味着在 5G 时代，所有室内分布式系统都必须改造才可能支持 5G 系统；同时 2G 和 3G 系统室内分布式天线系统都是单天线支路，4G 系统部分室内是单天线支路系统工作在 SISO 模式，另一部分是双天线支路工作可支持 2X2 MIMO 模式，5G 系统为了提供更高的下载速率，可以预测在较多比例的室内站点会增加天线支路到 4 路甚至 8

路；另外由于 5G 室外系统有很大可能工作在 3.5Ghz 及更高频率，3.5Ghz 信号在空中传播的损耗比起工作在 2Ghz 频段信号会多 8db 以上，会有更多的室内场景因为室外基站覆盖变差需要建设室内分布式系统；上述三点综合的结果将提升运营商对室内分布式系统的需求，同时 5G 系统室内系统工作在高频段以及带宽可能会达到数百兆 hz 会极大提高室内分布式天线系统研发难度，尤其是光纤式分布天线系统还需要针对数百兆 hz 带宽信号进行电信号转光信号和光信号转电信号，技术难度远高于 3G 和 4G 系统，这有助于进一步提高行业的集中度，对三维通信这样长期以高研发投入的公司有利。

## 5. 更多看点

中国联通董事长王晓初先生在 2016 年中业绩推介会上提到了在 2017 年将加大 4G 室内建设的力度，这对室内覆盖设备整个行业来说是利好，三维通信是中国移动 2015 光纤式分布系统招标的第一中标人、中国移动 2015 干放及无源器件招标的第三中标人、中国移动 2015 数字直放站招标的第一中标人，光纤式分布系统、干放及无源器件、数字直放站是室内覆盖建设主要的技术手段特别是前两者，可以从中国移动的招标结果合理推测在明年联通的 4G 室内建设中三维通信也能有较好表现。

三维通信长期坚持高研发投入，还有更多产品可能在将来带来公司业绩的提升。

三维通信是目前唯一能提供 GSM-R 350km/h 成熟商用产品参与高铁沿线网络建设的国内厂商，国内可能提供 GSM-R 产品的公司很多，但三维通信是现在国内唯一能提供 GSM-R 350km/h 成熟商用产品的厂商这一点说明了其技术实力在 GSM-R 这个领域是领先其国内同行的，我国存在十万公里铁路沿线 GSM-R 设备从模拟设备更换为数字设备的需求，公司未对 GSM-R 具体的营收数值进行过披露，2015 年这块营收在 1000-3000 万之间；李克强总理在 2016 年《政府工作报告》中指出到 2020 年高铁营业里程将达到 3 万公里，截至 2015 年底国内高铁营运里程已经达到 1.9 万公里，2016-2020 年我国将新建超过 1.1 万公里高铁，三维通信做为国内目前唯一能提供 GSM-R 350km/h 成熟商用产品的厂商有望从高铁建设中获益。

三维通信子公司从事智慧停车项目也有成功的可能，由于三维通信从事网优工程累积了 30 多万栋项目资源且每年新增万栋以上的楼宇，项目资源对公司推动智慧停车的谈判和建设有利，目前公司在该子公司所占的股权比例在 30%-40%之间，智慧停车已在杭州开始测试。

三维通信在杭州滨江区火炬大道正在使用的办公楼及正在建设生产基地二期有 7 万

平方米,生产基地二期在 2016 半年报中披露已完成工程进度的 97%,在杭州余杭区高教路下正建设中的物联网基地的面积有 3.3 万平方米,规划建设地上建筑面积 76,750 平方米,地下建筑面积 29840 平方米,在 2016 半年报中披露已完成工程进度的 60%。在安居客网站中杭州滨江区火炬大道所处的区域目前的写字楼价格如图 2:

图 2: 三维通信杭州滨江区火炬大道办公楼区域写字楼网上价格

	滨江区政府一线江景5A级办公,喜来登酒店配套,现房超低价格 228平米   中区楼层 银泰国际 [滨江-长河 闻涛路和江虹路交汇处] 余科	<b>380 万</b> 1.67万/m <sup>2</sup>
	一线360度江景,现房写字楼出售,银泰鼎力之作,无遮挡免佣金 288平米   中区楼层 银泰国际 [滨江-长河 闻涛路和江虹路交汇处] 余科	<b>488 万</b> 1.69万/m <sup>2</sup>
	滨江区政府一线江景5A级办公,喜来登酒店配套,现房超低价格 288平米   中区楼层 银泰国际 [滨江-长河 闻涛路和江虹路交汇处] 余科	<b>480 万</b> 1.67万/m <sup>2</sup>

资料来源:安居客网站、川财证券研究所

从安居客网站查到公司所处区域办公楼的价格在 1.6 万/平方米左右,网上价格均是江景办公楼价格,非江景的价格咨询房产中介在 1.4 万-1.5 万/平方米之间,物联网基地在网上未查到附近办公楼的价格,咨询房产中介获知因为地铁将修到该地块且边上有阿里巴巴淘宝城与规划中的中国移动杭州研发及培训中心项目,目前附近的办公楼的价格在 1.4 万/平方米左右,上述的价格均是周边商业地产价格,公司土地不是商业用地会导致公司的房产估值时需进行一定折扣,考虑到公司在使用的办公楼、正在建设生产基地二期及物联网基地地上建筑面积三者之和在 15 万平方米左右,公司房产的价值非常可观,为公司的估值提供了一定支撑。

在 2015 年报中首次“提到内部进行体制机制改革,在各经营单元尝试合伙人计划”,并在 2016 年对骨干员工进行了股权激励,我们认为合伙人计划和股权激励有利于提高公司做为一个整体的战斗力,目前海外市场正处于爆发的前夜、5G 将为行业的领先企业提供大的机会,这些激励是必要的。

三维通信到目前为止外延式扩张做得较少,在这几年的年报中均有提及“充分利用资本市场把握产业并购机会”,2015 年向从事开发和销售全 IP 融合通信系统平台及应用的 Helix Network Technologies 进行了投资,2015 年还曾一度停牌准备收购一家

从事移动互联网业务的公司的股权，后因双方在核心交易条款上未能达成一致收购终止，此次收购虽未成功，但从实际行动表明了公司有愿意进行外延式扩张，未来或能找到优质资产成功并购有提升公司估值的可能。

## 6. 盈利预期与估值

中国移动在 2015 年底首次进行了大规模集采招标光纤式分布系统，这次集采招标的光纤式分布系统预计会在两年内完成建设任务，另外三维通信在 2016 年 7 月 19 日发布股票激励草案中规定的业绩考核目标之一是以 2015 年营业收入的 8.65 亿为基数 2016 年营业收入增长率不低于 10%，公司管理团队对公司各个项目进展情况最为熟悉，我们相信管理团队设定的 2016 年的业绩考核目标完成的概率非常大，参考这两个因素，我们预测 2016 年境内业务相对 2015 年增长 0.8 亿但毛利率下降 1%，境外业务相对 2015 年增长 0.2 亿但毛利率下降到 50%。

2017 年因为联通将加大室内建设力度，境内业务在 2016 年基础上网优覆盖业务营收预测增加 1 亿但毛利率降 1%，智能屏蔽业务归属上市公司营收预测为 0.54 亿且毛利率为 50%，境外业务营收相对 2016 年增加 1.5 亿但毛利率下降到 45%。

2018 年预测境内网优覆盖业务营收相对 2017 年减少 1 亿且毛利率下降 1%，智能屏蔽归属上市公司营收预测为 1.07 亿且毛利率为 50%，境外业务营收相对 2016 年增加 2 亿但毛利率下降到 40%。

上述对营收的预测主要基于对现在的主营业务网优覆盖产品和智能屏蔽产品的增长的预测，出于审慎，对于 GSM-R 产品可能出现大幅增长、智慧停车项目和公司开发的其它产品如 small cell 可能获取较大收入、2018 年底前公司并购到优质资产这些因素暂时没有考虑。

根据上述假设可得表3预测结果：

**表 3：预测结果**

	2015	2016	2017	2018
归属母公司股东净利润(百万)	18.99	9.73	57.60	87.03
每股收益(元)	0.05	0.02	0.14	0.21
每股净资产(元)	2.25	2.27	2.42	2.64
PE	242.27	472.57	79.85	52.85
PB	4.92	4.87	4.57	4.19

资料来源：川财证券研究所



5G 会确定性地推动三维通信业绩增长，但目前 5G 的标准尚未确定，室内将采用那个频段组网、天线支路未来主流是多少路、目前剩余的 20 多家网优覆盖产品厂商到 2020 年之后还有多少家继续在这一行业供货、small cell 小基站的成本能降到多少等等都有很大不确定性，另外三维通信在何时能实现外延式扩张、能并购到什么标的都是不确定的，这些不确定性降低了用绝对估值法的可靠性，故本文采用相对估值法对三维通信估值，选择主营业务与三维通信相同邦讯技术、奥维通信和三元达做参考，由于前两家公司的 PE 都是负的，以他们 PB 来做参考，如表 4：

表 4：网优覆盖类公司 PB

	邦讯技术	奥维通信	三元达	三家公司均值	剔除最高 PB 后均值
PB	6.37	7.14	12.80	8.77	6.76

资料来源：川财证券研究所

按三者均值估值三维通信的股票价格应为 19.91 元，剔除三者中的最大值用剩余二者的均值估值三维通信的股票价格应为 15.33 元。三元达与三维通信净资产差异较大，出于审慎取 15.33 元为合理估价，由于我们估值建立在三维通信能成功拓展海外市场的预测上，先取 13 元为第一目标价，后续根据海外市场进展调整目标价，首次覆盖给予增持评级。

## 7. 风险提示

- **海外市场拓展可能不及预期：**海外市场拓展存在日本之外的海外市场一直拿不到较大规模的商用合同和日本市场拿不新的规模较大的商用合同的可能性。
- **境内同行竞争可能更加惨烈：**A 股几家从事网络优化覆盖设备及解决方案的厂商 2016 年上半年均亏损，在境内后期的竞争中，可能存在同行进一步大幅杀价的可能
- **股市可能出现系统风险：**股市可能因某些原因出现整体大幅下跌。

财务和估值数据摘要				
单位:百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	865.02	965.00	1265.00	1415.00
增长率(%)	-0.04	0.12	0.31	0.12
归属母公司股东净利润	18.99	9.73	57.60	87.03
增长率(%)	0.36	-0.49	4.92	0.51
每股收益(EPS)	0.05	0.02	0.14	0.21
每股股利(DPS)	0.00	0.00	-0.01	-0.01
每股经营现金流	0.58	-1.28	0.83	-0.59
销售毛利率	0.31	0.29	0.30	0.31
销售净利率	0.02	0.01	0.05	0.06
净资产收益率(ROE)	0.02	0.01	0.06	0.08
投入资本回报率(ROIC)	0.03	0.02	0.05	0.07
市盈率(P/E)	242.27	472.57	79.85	52.85
市净率(P/B)	4.92	4.87	4.57	4.19
报表预测				
利润表	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	865.02	965.00	1265.00	1415.00
减: 营业成本	599.00	683.72	884.36	978.52
营业税金及附加	12.37	13.80	18.10	20.24
营业费用	80.99	88.75	116.33	130.13
管理费用	150.32	150.32	150.32	150.32
财务费用	22.29	16.84	27.43	32.35
资产减值损失	10.49	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	17.69	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	7.25	11.57	68.46	103.44
加: 其他非经营损益	11.73	0.00	0.00	0.00
利润总额	18.98	11.57	68.46	103.44
减: 所得税	-0.21	1.74	10.27	15.52
净利润	19.18	9.83	58.19	87.92
减: 少数股东损益	0.19	0.10	0.59	0.89
归属母公司股东净利润	18.99	9.73	57.60	87.03
资产负债表	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	317.61	9.65	12.65	14.15
应收和预付款项	484.50	906.09	916.48	1121.91
存货	413.12	603.61	711.47	743.63
其他流动资产	213.16	213.16	213.16	213.16
长期股权投资	22.08	22.08	22.08	22.08
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00

固定资产和在建工程	362.87	457.78	658.50	630.58
无形资产和开发支出	94.14	82.73	71.33	59.92
其他非流动资产	81.18	76.13	71.09	71.09
资产总计	1988.64	2371.23	2676.75	2876.52
短期借款	10.00	367.86	279.74	555.01
应付和预收款项	599.51	613.88	946.20	778.06
长期借款	403.40	403.40	403.40	403.40
其他负债	6.00	6.00	6.00	6.00
负债合计	1018.91	1391.14	1635.34	1742.47
股本	410.69	410.69	410.69	410.69
资本公积	247.11	247.11	247.11	247.11
留存收益	277.05	287.31	348.03	439.79
归属母公司股东权益	934.85	945.11	1005.83	1097.58
少数股东权益	34.89	34.99	35.58	36.47
股东权益合计	969.73	980.10	1041.41	1134.05
负债和股东权益合计	1988.64	2371.23	2676.75	2876.52
现金流量表	2015A	2016E	2017E	2018E
经营性现金净流量	241.76	-534.30	344.06	-246.14
投资性现金净流量	-171.06	-115.20	-228.64	0.00
筹资性现金净流量	-24.29	341.55	-112.42	247.64
现金流量净额	47.80	-307.96	3.00	1.50
财务分析和估值指标汇总				
	2015A	2016E	2017E	2018E
收益率				
毛利率	0.31	0.29	0.30	0.31
三费/销售收入	0.29	0.27	0.23	0.22
EBIT/销售收入	0.05	0.03	0.08	0.10
EBITDA/销售收入	0.08	0.07	0.11	0.12
销售净利率	0.02	0.01	0.05	0.06
资产获利率				
ROE	0.02	0.01	0.06	0.08
ROA	0.02	0.01	0.04	0.05
ROIC	0.03	0.02	0.05	0.07
增长率				
销售收入增长率	-0.04	0.12	0.31	0.12
EBIT 增长率	0.18	-0.33	2.38	0.42
EBITDA 增长率	0.13	-0.11	1.15	0.25
净利润增长率	0.30	-0.49	4.92	0.51
总资产增长率	0.02	0.19	0.13	0.07
股东权益增长率	0.02	0.01	0.06	0.09
经营营运资本增长率	-0.30	1.15	-0.19	0.45

资本结构				
资产负债率	0.51	0.59	0.61	0.61
投资资本/总资产	0.50	0.71	0.62	0.70
带息债务/总负债	0.41	0.55	0.42	0.55
流动比率	2.34	1.76	1.51	1.57
速动比率	1.32	0.93	0.76	0.85
股利支付率	0.00	-0.05	-0.05	-0.05
收益留存率	1.00	1.05	1.05	1.05
资产管理效率				
总资产周转率	0.43	0.41	0.47	0.49
固定资产周转率	5.48	2.11	1.92	2.24
应收账款周转率	2.06	1.18	1.57	1.40
存货周转率	1.45	1.13	1.24	1.32
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E
EBIT	42.59	28.41	95.89	135.79
EBITDA	72.91	65.15	140.26	175.11
净利润	18.99	9.73	57.60	87.03
EPS	0.05	0.02	0.14	0.21
BPS	2.25	2.27	2.42	2.64
PE	242.27	472.57	79.85	52.85
PB	4.92	4.87	4.57	4.19
PS	5.32	4.77	3.64	3.25

## 分析师承诺

本人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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 投资评级说明

证券投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。

买入：20%以上；

增持：5%-20%；

中性：-5%-5%；

减持：-5%以下。

行业投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。

超配：高于 5%；

标配：介于-5%到 5%；

低配：低于-5%。

## 免责声明

本报告由川财证券有限责任公司(已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格)制作。本报告仅供川财证券有限责任公司(以下简称“本公司”)客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前,系本公司机密材料,如非本公司客户接收到本报告,请及时退回并删除,并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制,但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断,该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期,本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时,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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士(包括但不限于销售人员、交易人员)根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现,发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点,本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正,但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用,并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素,必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确,也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果,本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内,与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下,本公司及其所属关联机构可能会持有

报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：11080000。