



2016 年 12 月 12 日

## 买入(首次评级)

当前价: 6.41 元  
目标价: 9.24 - 元

电力设备与新能源行业研究组

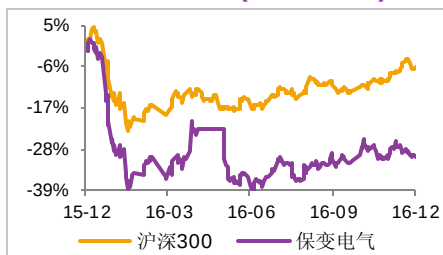
分析师: 王风华

执业编号: S0300516060001  
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 夏春秋

电话: 15000812117  
邮箱: xiachunqiu@lxsec.com

## 股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

## 盈利预测

| 百万元    | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|--------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入   | 4027  | 3959  | 5232  | 6559  |
| (+/-)  | 3%    | -2%   | 32%   | 25%   |
| 净利润    | 91    | 92    | 216   | 396   |
| (+/-)  | 34%   | 1%    | 135%  | 83%   |
| EPS(元) | 0.06  | 0.06  | 0.14  | 0.26  |
| P/E    | 110   | 108   | 46    | 25    |

资料来源: 联讯证券研究院

保变电气(600550.SH)

## 专注变压器主业, 迎来业绩修复期

## 投资要点

## ✧ 兵装集团入主, 回归主业业绩修复空间巨大

中国兵器装备集团通过参与非公开发行认购, 直接持股比例提升至 33.47%, 正式成为公司第一大股东。强大股东支持下, 公司回归输变电主业, 剥离亏损资产, 2014 年当年公司经营面即显著改善: 输变电板块实现净利润 7.64 亿元, 同比增长 119.94%, 产品毛利率增长至 20.31%, 同比增长 151.36%。经营面改善, 业绩修复, 公司价值有待重估。

## ✧ 关注公司核电变压器业务突破

在核电行业持续景气上升背景下, 公司自身核电变压器在市场内独树一帜, 国内市场占有率保守估计在 50%以上, 品牌优势明显, 看好行业景气下公司核电变压器带来的业绩增量。同时, 公司在海外核电变压器市场也是独树一帜, 公司成功研发并交付了 ITER 项目法国电变压器项目, 公司产品获得国际认可。

## ✧ 关键假设

国内特高压建设持续加快推进, “十三五”期间国内开工核电机组数达到 30 台以上。

## ✧ 股价催化剂

按照我国的核电中长期发展规划, 到 2020 年, 我国运行核电装机容量将达到 5800 万千瓦, 在建 3000 万千瓦左右。目前, 核电发电量仅占全国发电总量的 3%, 而在全球范围内, 核电发电量在总发电量中的占比超过了 10%, 其中全球共有超过 10 个国家的核电发电量占总发电量比重超过 20%。我国核电还有较大发展空间。

## ✧ 投资评级

我们预计 2016~2018 年, 公司 EPS 分别为 0.06 元、0.14 元和 0.26 元, 对应动态 PE 分别为 108 倍、46 倍和 25 倍。利用绝对估值法, 我们给予目标价 9.24 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

## ✧ 风险提示

公司财务状况持续恶化风险, 变压器订单不达预期风险, 核电变电器行业竞争加剧压缩公司市场份额风险, 海外核电变压器业务推进不达预期风险。



## 目 录

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 一、保变电气——技术领先的变压器行业龙头 .....                   | 3  |
| 二、兵装集团入主，回归主业业绩修复空间巨大 .....                  | 3  |
| （一）新能源产业布局失利，公司经历较长低迷期 .....                 | 3  |
| （二）兵装集团强势入主，带领公司凤凰涅槃 .....                   | 4  |
| （三）定增预案公布：兵装输变电资产注入兑现，债务结构改善带来业绩修复空间巨大 ..... | 7  |
| 三、核电行业长期景气，关注公司海内外核电变压器业务突破 .....            | 8  |
| （一）政策推动下，核电板块将长期景气向上 .....                   | 8  |
| （二）公司核电变压器在海内外市场内独树一帜，期待业绩爆发 .....           | 10 |
| 四、盈利预测与估值 .....                              | 11 |
| 五、风险提示 .....                                 | 11 |

## 图表目录

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 图表 1： 世界首台商业运行 1000MVA/1000kV 变压器 ..... | 3  |
| 图表 2： 保变电气研制的我国最大容量换交流变压器 .....         | 3  |
| 图表 3： 2010-2013 公司新能源板块营收情况 .....       | 4  |
| 图表 4： 2012 年公司新能源产品毛利急剧下滑 .....         | 4  |
| 图表 5： 公司前十大股东明细 .....                   | 5  |
| 图表 6： 兵装集团成员单位 .....                    | 5  |
| 图表 7： 保变电气新能源资产与天威集团输变电资产置换细节 .....     | 6  |
| 图表 8： 2014 年输配电业务降本增效效果显著 .....         | 6  |
| 图表 9： 2013 年以来输配电业务同比增速上升 .....         | 6  |
| 图表 10： 兵装集团输变电资产注入上市公司平台 .....          | 7  |
| 图表 11： 同行业公司资产负债率对比 .....               | 7  |
| 图表 12： 同行业公司财务费用率对比 .....               | 7  |
| 图表 13： 中国核电消费量提升空间巨大 .....              | 8  |
| 图表 14： 中国核电站分布图 .....                   | 9  |
| 图表 15： 核电近来重要政策规划 .....                 | 9  |
| 图表 16： ITER 项目介绍 .....                  | 11 |
| 附录： 公司财务预测表 .....                       | 12 |



## 一、保变电气——技术领先的变压器行业龙头

保变电气是我国大型高端变压器行业龙头企业，业务覆盖输变电变压器、电抗器、核电机组变压器、水电机组变压器、大型变压器等设备制造及零部件与销售，

输变电业务为公司传统优势业务，公司在 220kV-1000kV 超高压变压器、大容器变压器制造领域持续投入研发力量，深耕该领域的技术开发、技术引进、技术改造，目前高端变压器产品技术已经处于国际领先地位，今年上半年多次中标英法等国海外输变电项目，表现抢眼，与国内同行业公司相比更是拥有显著的技术优势。

值得强调的是，公司研发的输变电设备技术先进，屡次填补国内空白：

今年 10 月 20 日，公司为榆横—潍坊 1000kV 特高压交流工程，自主研发的世界首台投入商业运行 1000MVA/1000kV 变压器，在国家电网公司晋中 1000kV 变电站顺利完成现场组装，一次通过现场验收试验，标志着公司站上了特高压交流变压器领域的行业顶峰。

今年 10 月 31 日，公司为上海庙-临沂±800kV 特高压直流输电工程上海庙换流站研制的首台±200kV 换流变压器(ZZDFPZ-509.3MVA /500-200kV 换流变压器)，一次性通过试验，各项性能指标完全满足国家标准、IEC 标准及产品技术协议要求。产品容量 509.3MVA，是目前我国直流输电工程中容量最大的换流变压器。

图表1：世界首台商业运行 1000MVA/1000kV 变压器



资料来源：Wind，联讯证券

图表2：保变电气研制的我国最大容量换交流变压器



资料来源：网络公开资料，联讯证券

## 二、兵装集团入主，回归主业业绩修复空间巨大

公司始建于 1958 年，由原保定变压器厂改制而成，是我国大型输变电一次设备老牌制造企业，在输变电一次设备领域具有雄厚的技术研发与大型高端设备制造实力。公司于 2001 年上交所上市，公司原第一控股股东天威集团于 2008 年 3 月被中国兵器装备集团重组，天威集团成为兵装集团全资子公司，公司实际控制人由保定国资委变更为兵装集团。

### （一）新能源产业布局失利，公司经历较长低迷期

公司上市伊始即改变经营策略，变更募集资金用途用于参股英利新能源，加大光伏产业投资。此后，公司数次增资光伏资产并通过定增加码风电业务，力求进一步扩大新

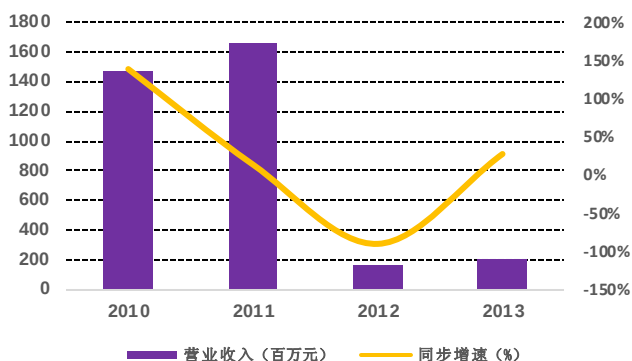


能源产业规模，运营风险聚集。

2012 年，新能源尤其是光伏产业遭遇滑铁卢，行业整体风险暴露，一方面由于光伏产业发展过热，行业竞争加剧抑制了产品利润率，需求相对弱势；另一方面光伏产业国际环境恶化，美国反倾销、反补贴“双反风波”严重影响了国内光伏企业经营，产品价格暴跌，而风电产业本身存在并网困难问题，行业发展存在困境。

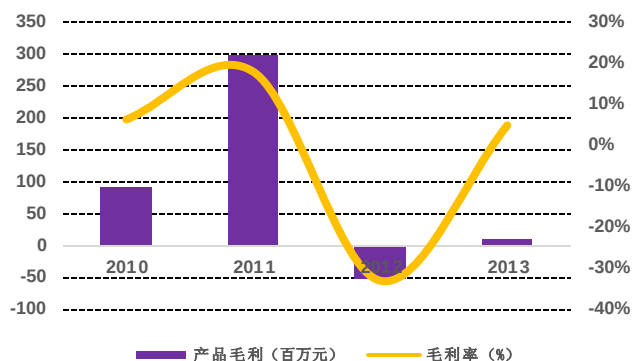
新能源行业风险爆发直接导致公司在 2012 年遭遇巨大困境，2012 年，公司新能源板块营业收入仅 1.62 亿元，同比下滑-90.29%，板块业务亏损 5340 万元；新能源产品毛利率更是由 2011 的 17.94%急剧降至 2012 年的-33.03%。

图表3： 2010-2013 公司新能源板块营收情况



资料来源: Wind, 联讯证券

图表4： 2012 年公司新能源产品毛利急剧下滑



资料来源: Wind, 联讯证券

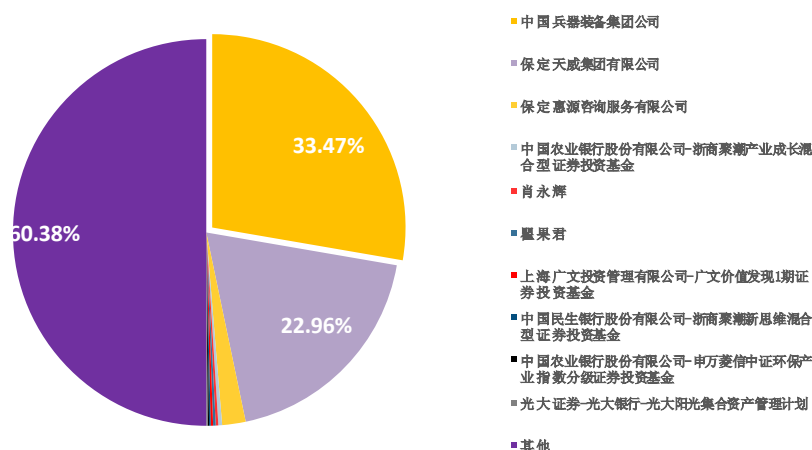
受新能源业务严重拖累，公司彼时第一大股东天威集团 2014 年巨亏 101.4 亿元，并于 2015 年发生未能按期兑付天威集团 2011 年第二期中期票据应付利息，发生实质性债券违约事件，上市公司 2012-2013 连续两年利润净亏损被“ST”警示，公司面临巨大挑战。

## （二）兵装集团强势入主，带领公司凤凰涅槃

公司于 2013 年 12 月公布非公开发行预案，募集 7.91 亿元全部用于补充流动资金，兵装集团作为公司实际控制人认购全部定增股份，“输血”意图明显。参与本次增发后，兵装集团直接持股比例提升至 33.47%，正式成为公司第一大股东。



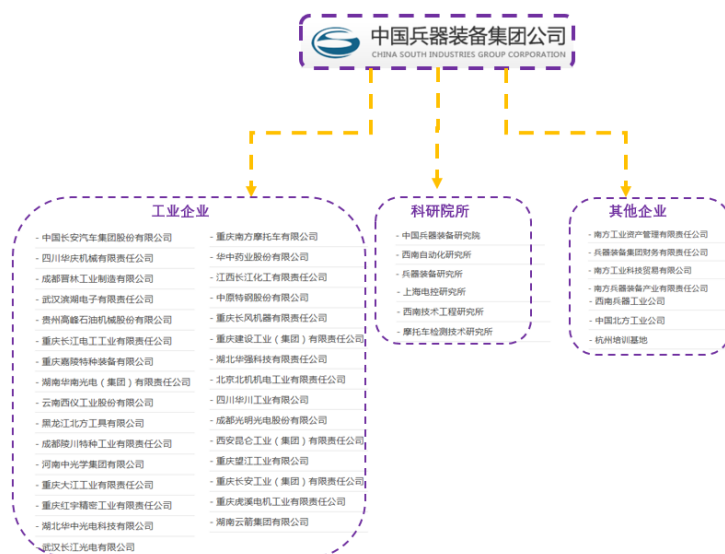
图表5： 公司前十大股东明细



资料来源：公司公告，联讯证券

中国兵器装备集团是中央直接管理的特大型国有企业，是国家授权的投资机构，在国家财政和国家计划中实行单列。兵装集团旗下拥有长安汽车、中国嘉陵、中原特钢等 40 余家工业企业，多家科研院所与研发中心，2015 年兵装集团营收收入高达 4404.17 亿元，实现净利润 221.72 亿元，背景实力雄厚。

图表6： 兵装集团成员单位



资料来源：兵装集团官网，联讯证券

强大国企股东兵装集团入主，利好公司几个逻辑：

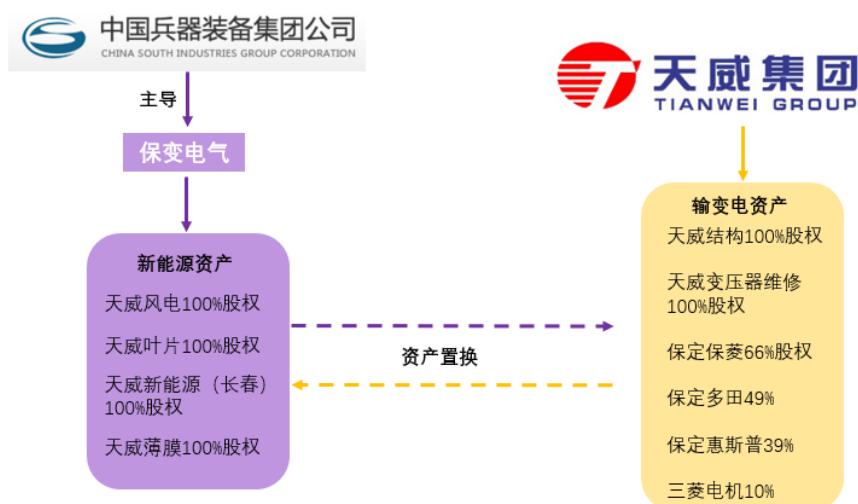
(1) 清理新能源业务，聚焦输变电主业。在兵装集团直接干预下，公司迅速改变经营策略，聚焦输变电主业，剥离亏损严重的新能源业务：

2013 年 10 月 18 日，公司决议将旗下新能源板块参股公司（三家风电公司与一家薄膜公司）与天威集团旗下六家输变电公司进行资产置换；





图表7： 保变电气新能源资产与天威集团输变电资产置换细节



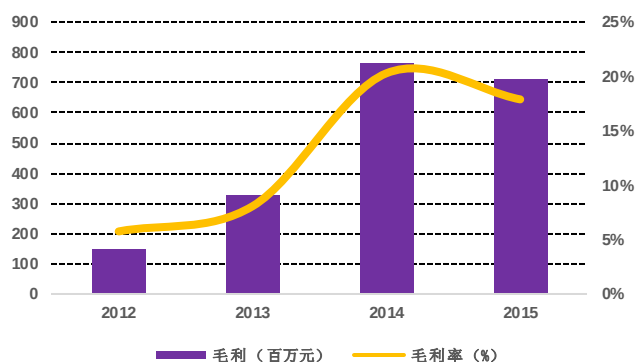
资料来源：公司公告，联讯证券

2013 年 10 月 28 日，公司决议收购线材制造 100%股权；

2014 年 1 月 8 日，公司公告向天威集团转让上市公司持有的保定天威英利新能源 7%股权，交易作价 3.87 亿元。

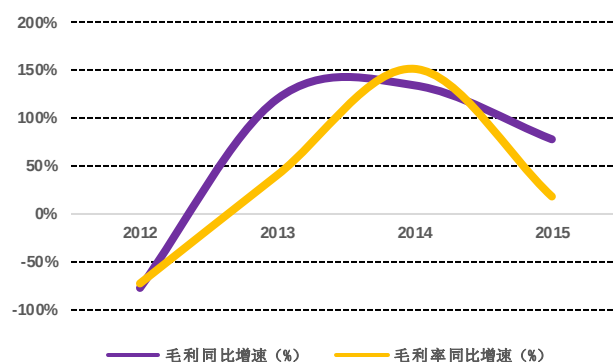
**（2）科学管理降本增效，产品毛利显著提高。**2014 年，兵装集团正式入主保变，下派管理专家团队对公司进行指导与管理诊断，并在公司推进集约化、效益化改革，加强价值创造和降本增效工作，2014 年全年公司累计降本 1.85 亿元，经营面显著改善。2014 年公司输变电板块毛利 7.64 亿，同比增长 119.94%，产品毛利率增长至 20.31%，同比增长 151.36%。

图表8： 2014 年输配电业务降本增效效果显著



资料来源：Wind，联讯证券

图表9： 2013 年以来输配电业务同比增速上升



资料来源：Wind，联讯证券

**（3）整合输变电资产，兵装集团优质资产注入上市公司预期充分。**兵装集团作为产业规模庞大的巨型国企，旗下有一部分输变电资产与公司存在未来同业竞争风险与关联交易关系，兵装集团 2014 年参与定增作出承诺：1）保变电气是集团唯一输变电业务平台；2）针对集团控制的其他输变电资产，集团承诺：符合注入上市公司条件的资产将于定增完成后 12 个月内提出注入方案，暂不符合注入上市公司条件的资产兵装集团将持续整改，最迟于 24 个月内提出注入方案。

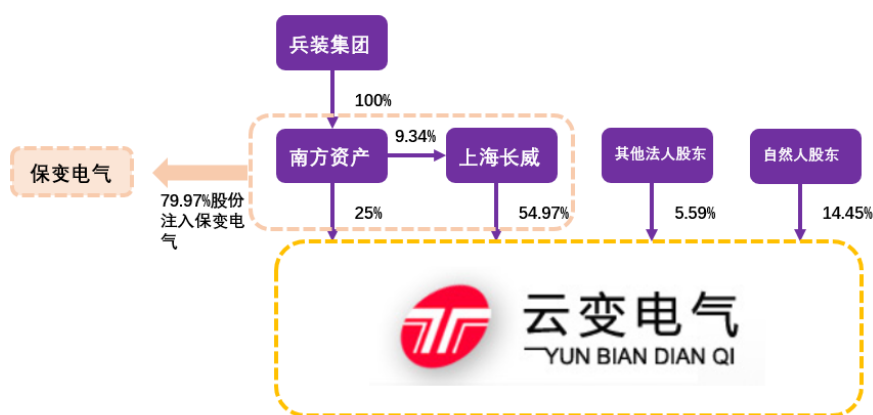


### (三) 定增预案公布：兵装输变电资产注入兑现，债务结构改善带来业绩修复空间巨大

**兵装集团资产注入兑现：**2016 年 5 月公司发布新一轮募集总额为 16 亿元的定增预案，兵装集团继续增持，拟出资 11.25 亿元认购发行股份。我们关注到新一轮定增募集资金用途除了偿还贷款、补充流动资金改善公司负债结构外，将划分 4.76 亿元用于收购云变电气 79.97% 股份。云变电气属兵装集团旗下资产，主营铁道牵引变压器业务，与保变存在一定同业竞争与关联交易问题。云意电气生产的电气化铁道牵引变压器与高原电力变压器是其拳头产品，在相关领域处于行业龙头地位，近年来公司经营面良好，公司 2015 年实现营业收入 7.47 亿元，归属母公司净利润 3938.19 万元，我们计算，按照 2015 年业绩表现保守计算（“十三五”铁路投资回暖，铁路变压器业务或超预期景气），收购完成后，云意电气预计将为公司带来 3150.5 万元利润增量。

公司本次收购是兵装集团开启输变电资产注入公司的第一步，云变电气在铁道牵引变压器研发生产领域具备优势，业务整合可帮助上市公司进一步优化输变电产业结构。

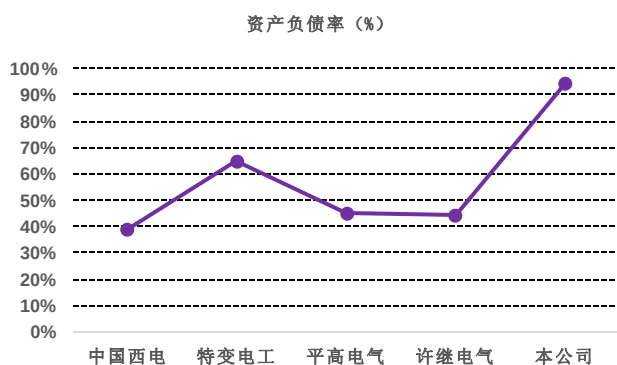
图表10： 兵装集团输变电资产注入上市公司平台



资料来源：公司公告，联讯证券

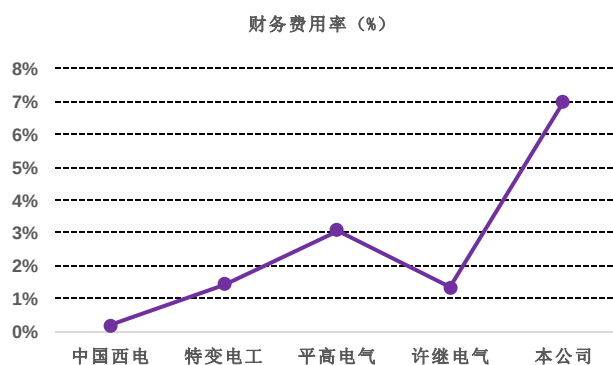
**债务结构改善，看好公司业绩修复：**由于历史原因，公司资产负债率高达 93.97%，净资产规模仅为 5.26 亿元，截止 2016 年 Q1，公司有息债务总额 54.59 亿元，短期借款占一半以上，2016 年 Q1 公司财务费用率高达 7%，远超同行业公司，利息负担过重严重影响了公司利润与长期发展。

图表11： 同行业公司资产负债率对比



资料来源：Wind，联讯证券

图表12： 同行业公司财务费用率对比



资料来源：Wind，联讯证券



公司新一轮定增计划募集资金拟将其中 6 亿元用于偿还金融机构贷款，若发行成功，公司债务结构将得到很大改善，利于公司资金周转以及信用增强，长期看，利于公司未来融资能力提升。按照一年期贷款基准利率计算，6 亿元债务偿还还将为公司每年节省超过 2500 万元财务费用。

此外，定增计划还公布将募集 5.25 亿元用于缓解公司流动资金压力，我们认为输变电行业本身属于周转期较长行业，前期现金流投入规模大，企业流动资金短缺将严重制约项目开展与业务扩大，公司定增募集资金补充流动资金将很大程度上改善公司流动性风险，叠加公司在输变电行业的技术优势，看好未来公司业绩获得进一步修复。

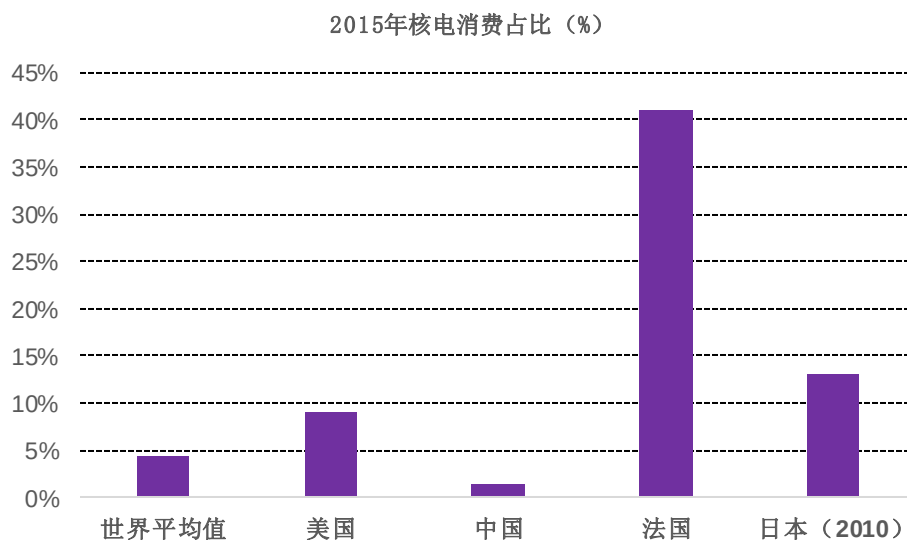
### 三、核电行业长期景气，关注公司海内外核电变压器业务突破

#### （一）政策推动下，核电板块将长期景气向上

我国能源结构一直以煤炭为主，伴随经济快速发展，社会能源消耗对煤炭形成长期依赖，导致颗粒粉尘、高碳排放对我国环境造成巨大危害，核电作为一种高效清洁能源，发展意义重大。

对比世界各国核电发电量占比，我们发现，2015 年核电消费占比仅为 1.3%，距离世界核电消费占比 4.4%提升空间巨大。与世界主要发达国家对比，美国 2015 年核电消费占比为 9%，日本福岛核电事故未发生前为 13%(2010 年)，法国核电消费占比为 41.1%位居第一。

图表13： 中国核电消费量提升空间巨大



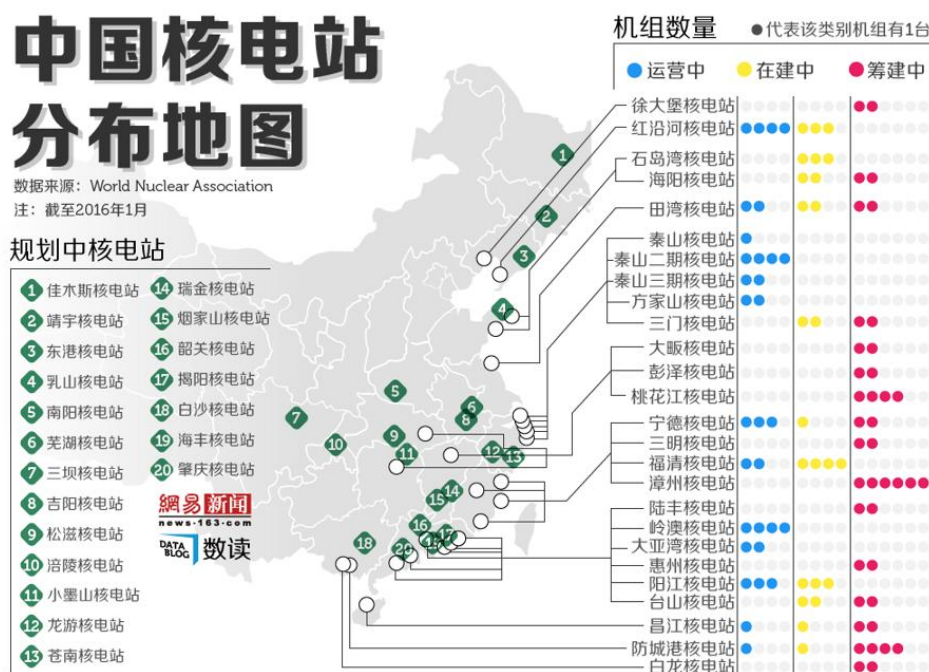
资料来源: Wind, 联讯证券

受日本福岛核事故影响，我国自 2011 年暂停了新核电项目的审批，核电发展经过一段时间论证考验后，我国于 2015 年重启核电审批以来，核电行业发展超出预期。2015 年，全国新开工建设了 6 台核电机组，远超往年数据，截止 2015 年年底，我国核电发电量为 1612 亿千瓦时，同比增长 30.21%。目前我国并网运行核电机组为 35 台，正在建设 20 台，在建核电机组数量为世界第一。





图表14： 中国核电站分布图



资料来源: 网易新闻, 联讯证券

政策规划持续颁布, 为核电行业发展保驾护航。我国 2006 年发布了核工业“十一五”发展规划, 明确提出积极推进核电发展, 重点提升核电自主化能力。最近, 国家能源局于 11 月 7 日公布了《电力发展“十三五”规划》, 要求我国非化石能源消费占比要达 15%以上, 对于核电来讲, 《规划》具体要求“十三五”期间, 全国核电新增投产 3000 万千瓦, 开工 3000 万千瓦以上, 2020 年装机达 5800 万千瓦。我们对比 2015 年全国核电装机总量 2608 万千瓦, 2020 年之前, 我国核电行业至少还有当前一倍以上的发展空间。

图表15: 核电近来重要政策规划

| 颁布时间   | 政策方向               | 政策概览                                                                                                                               |
|--------|--------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2006 年 | 核工业“十一五”发展规划       | 2006 年, 《核工业“十一五”发展规划》中表示, 积极推进核电发展, 大幅提升核电自主化能力, 提高核燃烧循环生产能力和技术水平。实行“转型升级”战略, 《规划》的范围面向全社会, 规划核工业的发展。规划期为 2006-2010 年。            |
| 2007 年 | 成立国家核电技术公司         | 2007 年, 成立国家核电技术公司, 并引进第三代核电 AP1000 技术。国家核电技术公司的主要任务是在引进先进的三代核电技术基础上, 组织进行关键技术攻关和研发创新, 走出一条核电自主化发展道路。                              |
| 2009 年 | 能源局定调“大力发展核电”      | 2009 年, 能源局将“积极发展核电”定调为“大力发展核电”, 并规划到 2020 年装机容量预计调整为 7000 万千瓦。同年国家还提出依托核电建设后节能减排的新目标, 到 2020 年我国单位国内生产总值二氧化碳排放比 2005 年下降 40%-45%。 |
| 2010 年 | 十二五电力规划强调大规模投资清洁能源 | 2010 年, “十二五”规划草案出台, 其中电力行业规划中, 强调了对水电、核电等清洁能源进行大规模投资, 火电将大举让路, 清洁能源装机将超过 30%。核电设备行业则以其高门槛和巨大的市场空间, 成为最具潜力的投资方向。                   |
| 2011 年 | 多项行业规范出台           | 2011 年-2012 年两年中, 国家出台《核动力厂环境辐射防护规定》、                                                                                              |



| 颁布时间   | 政策方向       | 政策概览                                                                                                                  |
|--------|------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|        |            | 《福岛核事故后核电厂改进行动通用技术要求（试行）》解决目前我国核电厂在实施福岛后改进措施过程中所采用技术的统一性问题。                                                           |
| 2014 年 | 核电项目审批望再启动 | 《2014 年能源工作指导意见》指出 2014 年将新增核电装机 864 万千瓦，适时启动核电重点项目审批，稳步推进沿海核电建设，做好内陆核电厂址保护。业内认为今年核电发展加快的重大信号。“十二五”期间重点项目投资需求约 798 亿。 |
| 2016 年 | 电力行业十三五规划  | 。“十三五”期间我国能源消费非化石能源消费比重则提高到 15% 以上，并且明确提出放缓风电、光伏发展节奏，要求到 2020 年全国核电新增投产 3000 万千瓦，开工 3000 万千瓦以上，2020 年装机达 5800 万千瓦。    |

### 对核电行业未来发展新趋势的思考：

**内陆核电项目放开：**2016 年 11 月份出台的《电力行业十三五规划》对核电行业做出了明确的发展要求，中心仍是推进沿海核电项目，市场普遍预期的内部核电项目放开并未出现，规划指明内陆核电项目继续研究论证，做好厂址资源保护工作。我们认为，随着国产核电技术发展，核电安全保障系数进一步提高，以及国家对核电清洁能源的需求加大，中长期看，内陆核电项目放开也是“弓在弦上”。

**核电走出国门，进军海外：**我国核电技术坚持自主创新发展，目前我国已经成为继美、法、俄之后独立掌握“第三代”核电技术国家，“华龙一号”核电机组国产化率达 85%。在中国经济发展“新常态”，出台乏力，高精尖产业出口成为拉动我国经济发展的重要一环。“一带一路”战略实施及全球低碳清洁能源缺口背景下，我国核电出海前景广阔。目前我国已经与巴基斯坦、阿根廷、英国等签订投资协议，看好海外核电市场的进一步开拓。

### （二）公司核电变压器在海内外市场独树一帜，期待业绩爆发

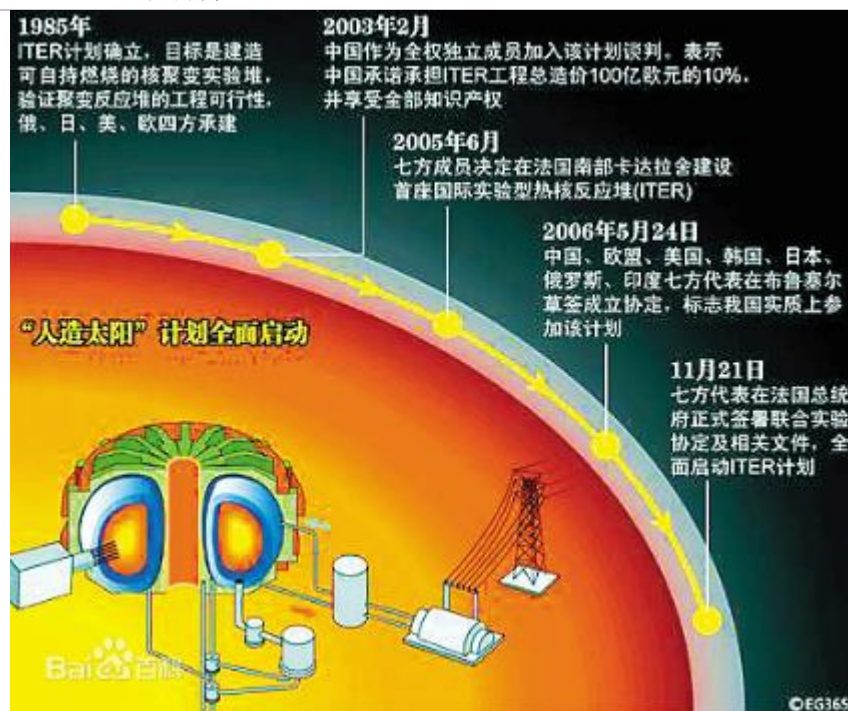
公司核电变压器在该领域具有突出优势，市场占有率保守估计在 50% 以上。在多年业务发展中，公司中标秦山核电站一期二期核电变压器，福建宁德核电站、福清核电一期等多个核电项目，完成制造 140 多台核电配套变压器设备，市场口碑优异，项目经验丰富。

除了国内核电行业景气带来的增量业务外，我们重点关注公司在海外核电配套变压器业务实力：

**ITER 项目中标并成功研发交付。**2016 年 5 月，公司自主研发制造的欧盟“国际热核聚变实验堆(ITER)计划”项目法国核变电站用 3 台 300 兆伏安/400 千伏主变压器全部一次试验成功，并完成首台设备交付，公司也成为我国首个出口欧盟 400Kv 级变压器制造公司。ITER 项目是目前全球规模最大、影响最深远的国际科研合作项目之一，总投资额 50 亿美元，由中国、欧盟、印度、日本、韩国、俄罗斯和美国七方共同参与，ITER 项目核电变压器成功研制并交付将为公司核电变压器在国际市场上树立口碑，对未来公司海外核电变压器市场开拓影响深远。



图表16: ITER 项目介绍



资料来源：网络公开资料，联讯证券

我们认为，伴随我国核电技术出口战略持续推进，海外核电项目的陆续签订及落地建设，公司依靠在海外核电配套变电器领域已有行业口碑以及成功中标项目经验优势，抓住“核电出海”良机，进一步扩大核电变压器板块业务体量，新的业绩爆发点值得期待。

#### 四、盈利预测与估值

我们预计 2016~2018 年，公司 EPS 分别为 0.06 元、0.14 元和 0.26 元，对应动态 PE 分别为 108 倍、46 倍和 25 倍。利用绝对估值法，我们给予目标价 9.24 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

#### 五、风险提示

公司财务状况持续恶化，变压器订单不达预期，核电变电器行业竞争加剧压缩公司市场份额，海外核电变压器业务推进不达预期。



## 附录：公司财务预测表

| 资产负债表     | 2015     | 2016E    | 2017E    | 2018E    | 现金流量表     | 2015    | 2016E     | 2017E     | 2018E   |
|-----------|----------|----------|----------|----------|-----------|---------|-----------|-----------|---------|
| 流动资产      | 5,062.75 | 4,861.98 | 6,140.56 | 7,166.97 | 经营活动现金流   | 147.91  | -189.37   | 658.26    | 3.41    |
| 现金        | 1,194.66 | 39.59    | 74.98    | 65.59    | 净利润       | -653.06 | 99.97     | 233.76    | 429.31  |
| 应收账款      | 2,082.46 | 2,316.39 | 2,915.78 | 3,046.99 | 折旧摊销      | 194.79  | 301.91    | 301.91    | 299.14  |
| 其它应收款     | 180.08   | 226.17   | 310.74   | 362.33   | 财务费用      | 316.92  | 214.61    | 152.29    | 99.33   |
| 预付账款      | 321.98   | 585.19   | 610.58   | 1,003.95 | 投资损失      | 582.80  | 10.00     | 9.80      | 8.50    |
| 存货        | 1,279.52 | 1,690.60 | 2,224.43 | 2,684.06 | 营运资金变动    | -254.13 | -404.78   | 494.32    | -373.23 |
| 其他        | 4.05     | 4.05     | 4.05     | 4.05     | 其它        | -4.57   | 0.00      | 0.00      | 0.00    |
| 非流动资产     | 2,709.56 | 2,397.65 | 2,085.94 | 1,778.29 | 投资活动现金流   | 380.61  | 0.00      | 0.00      | 0.00    |
| 长期投资      | 105.91   | 105.91   | 105.91   | 105.91   | 资本支出      | 0.00    | 0.00      | 0.00      | 0.00    |
| 固定资产      | 1,068.18 | 1,016.87 | 795.32   | 575.07   | 长期投资      | 276.68  | 0.00      | 0.00      | 0.00    |
| 无形资产      | 612.89   | 547.02   | 462.75   | 378.48   | 其他        | 103.93  | 0.00      | 0.00      | 0.00    |
| 其他        | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 筹资活动现金流   | -601.93 | -965.70   | -622.87   | -12.80  |
| 资产总计      | 7,772.31 | 7,259.63 | 8,226.49 | 8,945.26 | 短期借款      | -701.05 | -751.08   | -2,070.57 | 86.52   |
| 流动负债      | 5,256.97 | 4,644.32 | 3,777.42 | 4,066.87 | 长期借款      | 99.22   | 0.00      | 0.00      | 0.00    |
| 短期借款      | 2,821.66 | 2,070.57 | 0.00     | 86.52    | 其他        | 0.00    | 0.00      | 0.00      | 0.00    |
| 应付账款      | 1,442.84 | 1,254.72 | 2,301.04 | 2,157.02 | 现金净增加额    | -67.38  | -1,155.07 | 35.39     | -9.39   |
| 其他        | 78.24    | 78.24    | 78.24    | 78.24    |           |         |           |           |         |
| 非流动负债     | 2,000.64 | 2,000.64 | 2,000.64 | 2,000.64 | 主要财务比率    | 2015    | 2016E     | 2017E     | 2018E   |
| 长期借款      | 1,711.97 | 1,711.97 | 1,711.97 | 1,711.97 | 成长能力      |         |           |           |         |
| 其他        | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 营业收入      | 4027.43 | 3958.97   | 5232.17   | 6559.05 |
| 负债合计      | 7,257.60 | 6,644.96 | 5,778.06 | 6,067.51 | 营业利润      | 73.49   | 117.61    | 275.02    | 505.07  |
| 少数股东权益    | 214.41   | 222.08   | 240.03   | 272.98   | 归属母公司净利润  | 90.65   | 92.30     | 215.82    | 396.36  |
| 归属母公司股东权益 | 300.30   | 392.59   | 2,208.41 | 2,604.77 | 获利能力      |         |           |           |         |
| 负债和股东权益   | 7,772.31 | 7,259.63 | 8,226.49 | 8,945.26 | 毛利率       | 18.06%  | 19.80%    | 20.01%    | 20.00%  |
|           |          |          |          |          | 净利率       | 2.29%   | 2.53%     | 4.47%     | 6.55%   |
| 利润表       | 2015     | 2016E    | 2017E    | 2018E    | ROE       | 30.19%  | 23.51%    | 9.77%     | 15.22%  |
| 营业收入      | 4027.43  | 3958.97  | 5232.17  | 6559.05  | ROIC      | 8.24%   | 8.82%     | 9.80%     | 14.91%  |
| 营业成本      | 3300.14  | 3175.09  | 4185.21  | 5247.24  | 偿债能力      |         |           |           |         |
| 营业税金及附加   | 22.10    | 17.44    | 23.05    | 28.89    | 资产负债率     | 93.38%  | 91.53%    | 70.24%    | 67.83%  |
| 营业费用      | 169.98   | 138.56   | 183.13   | 196.77   | 净负债比率     | 880.82% | 615.37%   | 69.92%    | 62.50%  |
| 管理费用      | 338.27   | 277.13   | 392.41   | 459.13   | 流动比率      | 0.96    | 1.05      | 1.63      | 1.76    |
| 财务费用      | 287.90   | 223.13   | 163.55   | 113.44   | 速动比率      | 0.72    | 0.68      | 1.04      | 1.10    |
| 资产减值损失    | 582.80   | 10.00    | 9.80     | 8.50     | 营运能力      |         |           |           |         |
| 公允价值变动收益  | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 总资产周转率    | 0.52    | 0.55      | 0.64      | 0.73    |
| 投资净收益     | 747.26   | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 应收帐款周转率   | 1.93    | 1.71      | 1.79      | 2.15    |
| 营业利润      | 73.49    | 117.61   | 275.02   | 505.07   | 应付帐款周转率   | 1.74    | 1.44      | 1.60      | 1.76    |
| 营业外收入     | 26.89    | 26.89    | 26.89    | 26.89    | 每股指标(元)   |         |           |           |         |
| 营业外支出     | 4.70     | 4.70     | 4.70     | 4.70     | 每股收益      | 0.059   | 0.060     | 0.141     | 0.258   |
| 利润总额      | 95.68    | 117.61   | 275.02   | 505.07   | 每股经营现金    | 67.54   | -52.75    | 15.18     | 2929.72 |
| 所得税       | 3.32     | 17.64    | 41.25    | 75.76    | 每股净资产     | 0.196   | 0.256     | 1.439     | 1.697   |
| 净利润       | 92.36    | 99.97    | 233.76   | 429.31   | 估值比率      |         |           |           |         |
| 少数股东损益    | 1.71     | 7.67     | 17.94    | 32.95    | P/E       | 110.21  | 108.24    | 46.29     | 25.21   |
| 归属母公司净利润  | 90.65    | 92.30    | 215.82   | 396.36   | P/B       | 33.27   | 25.45     | 4.52      | 3.84    |
| EBITDA    | 583.72   | 634.14   | 729.22   | 903.54   | EV/EBITDA | 22.09   | 20.98     | 29.68     | 24.11   |
| EPS (元)   | 0.059    | 0.060    | 0.141    | 0.258    |           |         |           |           |         |

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院





## 分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 19 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

## 研究院销售团队

|    |     |              |             |                       |
|----|-----|--------------|-------------|-----------------------|
| 北京 | 周之音 | 010-64408926 | 13901308141 | zhouzhiyin@lxsec.com  |
| 北京 | 林接钦 | 010-64408662 | 18612979796 | linjieqin@lxsec.com   |
| 上海 | 杨志勇 | 021-51782335 | 13816013064 | yangzhiyong@lxsec.com |
| 深圳 | 刘啸天 |              | 15889583386 | liuxiaotian@lxsec.com |

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。





## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)