

2016年12月29日  
证券研究报告·调研报告

永鼎股份 (600105) 通信

买入 (首次)

当前价: 10.07 元

目标价: 12.5 元 (6 个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 内生外延结构优化，海外 EPC 订单助力业绩成长

### 投资要点

- **光缆需求持续受益宽带中国，量价齐飞带动业务增长。**永鼎股份是国内领先的光纤光缆厂商，已经连续 9 年被评为“中国光纤光缆最具竞争力企业十强”。公司今年在中国移动特种光缆集采中份额位居第二 (22%)，同时在贵州、黑龙江等地相继中标广电的光缆集采。随着光纤拉丝二期项目的投产以及工艺水平的提高，公司的光缆毛利率将会有显著提高。我们认为，在“宽带中国”战略、运营商 4G 持续建设以及国内光纤预制棒供不应求等多重因素的影响下，2017 年我国光纤光缆量价齐升的逻辑依旧，公司光缆业务将持续受益。
- **接连签署海外 EPC 大单，一带一路带来新机遇。**2016 年，公司接连签署了多个海外 EPC 项目合同，合计规模超 100 亿人民币，对公司 2017 年至 2020 年的营收有重大积极影响。目前东南亚、非洲等地区对基础设施建设特别是电力工程建设有着刚性需求，公司承揽项目能力广受认可，国家“一带一路”战略的进一步实施将为公司海外 EPC 业务带来新的机遇。
- **新能源汽车注入活力，线束业务可期。**公司是唯一一家获得沃尔沃、通用和大众线束供应商资质的内资企业，客户资源稳定。今年新能源汽车的兴起为汽车市场注入新的活力，汽车产量的增长带动了公司线束产品的需求，同时公司也开始新能源汽车高压线束的研发工作，为未来线束业务打开新市场，增长可期。
- **布局大数据，力争超导市场产业化突破。**根据当前进度，预计本会计年底将完成对永鼎致远的收购，第四季度业绩有望参与并表，从而增厚公司利润。公司或借助永鼎致远迅速切入大数据领域市场，并在销售资源上进行整合，充分发挥协同作用。在超导材料方面，公司自主研发生产的超导带材的载流能力以及长度等关键技术指标上处于世界领先水平，未来有望快速切入超导市场。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.25 元、0.38 元、0.44 元，对应 PE 分别为 40 倍、27 倍、23 倍。考虑到公司的成长性，以及通信 (申万) 全行业 57.5 倍的估值，首次覆盖，给予“买入”评级，目标价 12.50 元。
- **风险提示：**光通信行业竞争激烈；海外工程承揽不确定性；金亭线束业绩承诺不确定性；超导材料市场不确定性。

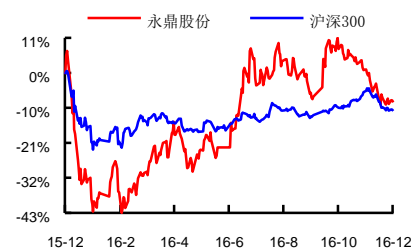
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	2255.62	2547.55	3852.01	4618.97
增长率	16.94%	12.94%	51.20%	19.91%
归属母公司净利润 (百万元)	180.74	237.92	355.61	411.46
增长率	26.00%	31.64%	49.47%	15.70%
每股收益 EPS (元)	0.19	0.25	0.38	0.44
净资产收益率 ROE	8.77%	10.54%	13.90%	14.24%
PE	53	40	27	23
PB	4.22	3.85	3.40	3.01

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 刘言  
执业证号: S1250515070002  
电话: 023-67791663  
邮箱: liuyan@swsc.com.cn  
联系人: 黄弘扬  
电话: 18996272777  
邮箱: hhy@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)	9.45
流通 A 股(亿股)	7.62
52 周内股价区间(元)	8.16-23.72
总市值(亿元)	95.16
总资产(亿元)	35.55
每股净资产(元)	2.47

### 相关研究

## 目 录

1 内生外延，业绩优化 .....	1
2 光缆需求持续受益宽带中国，量价齐飞带动业务增长 .....	1
3 接连签署海外 EPC 大单，一带一路带来新机遇 .....	3
4 新能源汽车注入活力，线束业务可期 .....	4
5 收购永鼎致远，布局大数据 .....	6
6 布局超导，力争行业机会 .....	7
7 盈利预测 .....	8
8 风险提示 .....	9

## 图 目 录

图 1：公司 2016 年 H1 主营业务收入结构.....	1
图 2：公司 2015 年主营业务收入结构.....	1
图 3：国内光缆总长度（万公里）.....	2
图 4：国内 FTTH 占比.....	2
图 5：公司光缆销量（万芯公里）.....	2
图 6：公司<光缆、电缆及通讯设备>业务毛利率.....	2
图 7：国内光纤光缆需求（亿芯公里）.....	3
图 8：国内光纤预制棒产能和需求预测.....	3
图 9：中孟领导人见证永鼎 EPC 签约文本交换仪式.....	3
图 10：我国汽车产量.....	5
图 11：我国新能源汽车需求预测（万辆）.....	5
图 12：永鼎致远主要产品.....	6
图 13：我国移动互联网月均接入流量（万 G）.....	7
图 14：我国移动互联网用户规模（亿）.....	7
图 15：超导行业产业链.....	7
图 16：超导应用.....	8

## 表 目 录

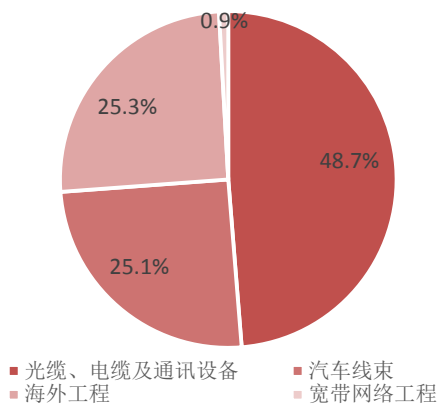
表 1：公司近年来的重大项目合同.....	4
表 2：公司主要客户.....	5
表 3：分业务收入及毛利率.....	9
附表：财务预测与估值.....	10

## 1 内生外延，业绩优化

永鼎股份是国内领先的光纤光缆厂商，已经连续 9 年被评为“中国光通信最具综合竞争力企业十强”和“中国光纤光缆最具竞争力企业十强”。从主营业务结构来看，**光缆、电缆及通讯设备是公司核心业务，2015 年单项业务实现收入 13.43 亿，占比超 60%**；汽车线束业务是 2015 年公司通过收购金亭线束而新增的并表业务，15 年实现收入达 5.45 亿，占比接近 25%；海外工程业务是公司贯彻“走出去”战略的核心业务模式，通过承揽海外基础建设工程来丰富公司业务收入，15 年由于在建工程较少，全年仅实现收入 2.9 亿，占比 13.2%，而在 16 年上半年该项业务就实现收入 2.58 亿，占比 25.3%，随着下半年公司几个累计超百亿的特大合同的签署，未来 17、18 年公司海外工程业务有望实现更大幅度的增长。

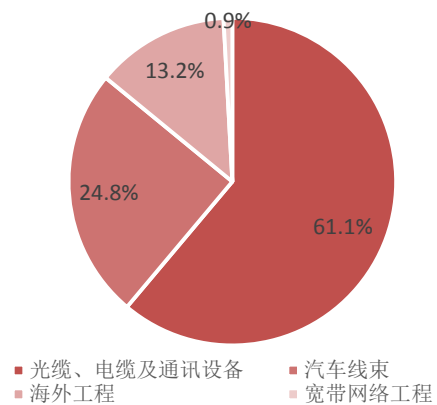
公司计划收购永鼎致远方案已通过董事会决议，公司方面表示年底能完成收购，永鼎致远的第四季度收入将参与公司并表。**随着收购的完成，公司将布局大数据业务，内生外延，进一步优化业务结构。**

图 1：公司 2016 年 H1 主营业务收入结构



数据来源：公司半年报，西南证券整理

图 2：公司 2015 年主营业务收入结构

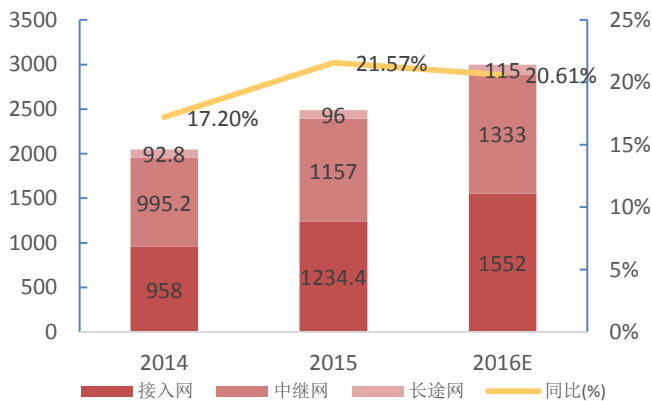


数据来源：公司年报，西南证券整理

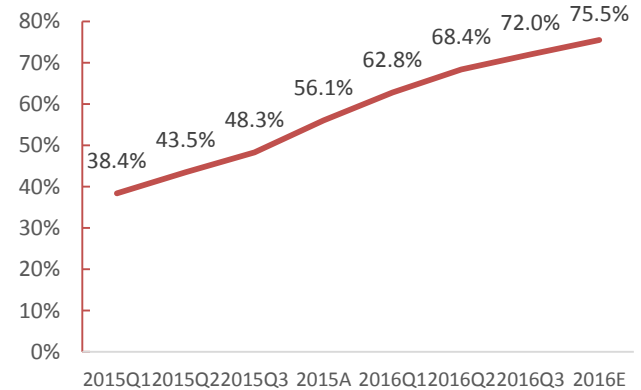
## 2 光缆需求持续受益宽带中国，量价齐飞带动业务增长

今年五月份中国移动进行特种光缆集采，永鼎股份中标份额高达 22%，位列第二，总量高达 325.9 万芯公里。除了三大运营商外，今年中国广电在拿到固网宽带业务的牌照后也在加速进行宽带网络建设，公司在贵州、黑龙江等地均有相应的光缆集采中标。同时因为去年的光棒反倾销以及国内光棒产量不足两大原因，光缆光纤的价格也有比较大幅度的增长。现在各大光纤光缆厂都在加速扩大产能，我们认为，近几年内光纤光缆量价齐飞的逻辑仍存在。

“宽带中国”战略的目的是鼓励投资宽带网络建设，投资升级现有的城域网及接入网，实施光进铜退的改造。根据工信部的统计，随着宽带中国战略的深化，我国 16 年有望实现接入网 FTTH 超过 75% 的光进铜退改造。同时，国内光缆总长度将超过 3000 万公里，同比增速超 20%，其中接入网总长度达 1552 万公里，同比增速 25.7%，于 2015 年超过中继网总长度，占国内光缆总长度的 50% 以上。

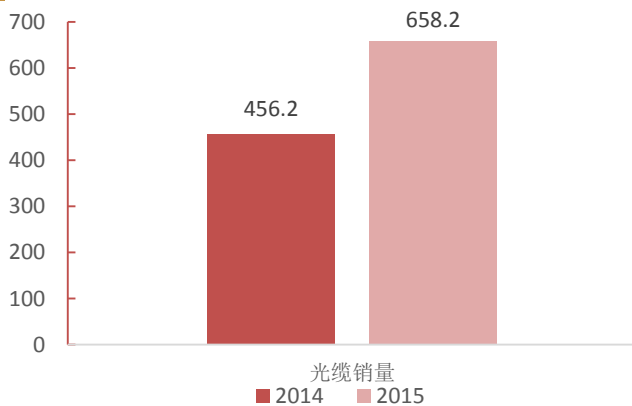
**图 3: 国内光缆总长度 (万公里)**


数据来源: 工信部, 西南证券整理

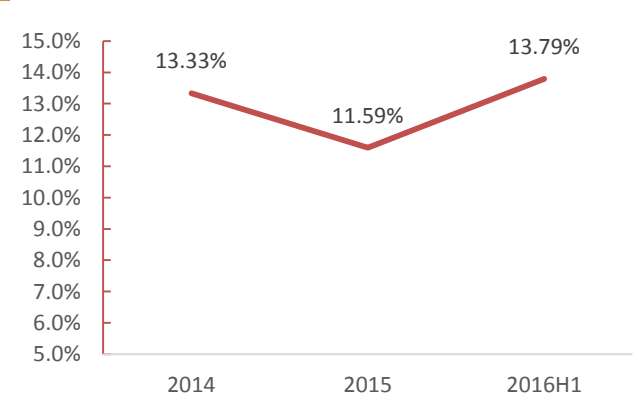
**图 4: 国内 FTTH 占比**


数据来源: 工信部, 西南证券整理

公司在 2015 年启动的光纤二期项目建设, 已于 2016 年 4 月份正式投产, 缓解了光纤供应的紧张局面, 同时提高了光缆业务的毛利率; 2015 年公司投入资金, 对光缆产能进一步扩充和智能化改造, 也在 2016 年一季度全面完成投产, 改造后光缆的新增产能部分, 生产效率更高, 制造成本也更有优势。我们认为, 公司一期光纤拉丝项目的工艺技术尚不成熟导致 15 年公司光缆的毛利率没有明显好转, 随着二期项目的投产以及工艺水平的提高, 光缆业务的毛利率将在未来几年有显著提高。

**图 5: 公司光缆销量 (万芯公里)**


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

**图 6: 公司<光缆、电缆及通讯设备>业务毛利率**


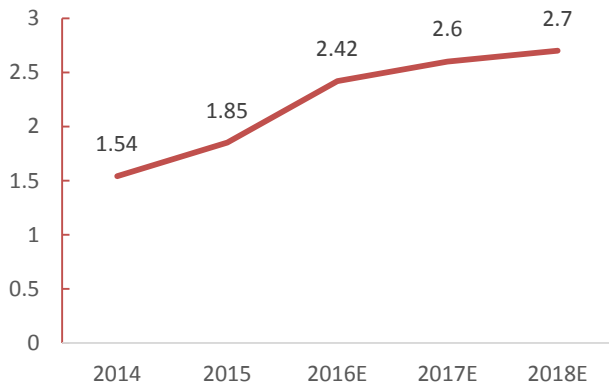
数据来源: 公司年报, 西南证券整理

从光纤光缆的需求端来看, 移动、电信、联通共同贡献中国光缆总需求约 85%, 其中互联网光缆需求占电信行业光缆需求 1/3, 移动通讯网络光缆需求占电信行业光缆需求约 2/3。而中国移动这两年的集采主要是固网宽带建设, 联通及电信的集采主要是 4G 的铺设。4G 基站的建设, 射频与基站的连接, 基站之间的互连, 都对光纤产生了大量的需求。

根据 Freedonia 的预测, 2016 年光纤光缆需求将达到 2.42 亿芯公里, 超过全球光纤光缆总需求的 50%, 17 年将达到 2.6 亿芯公里, 同比增长 7.4%。

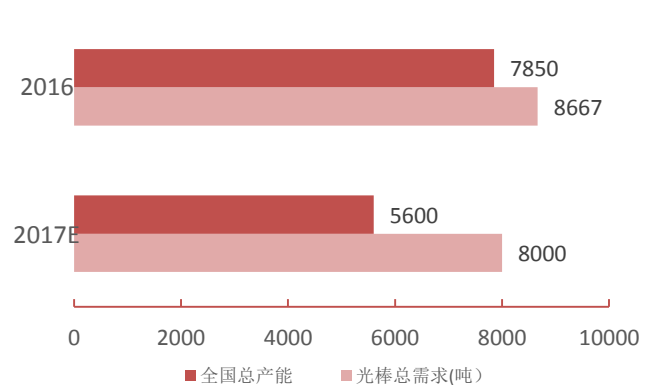
根据我们对全国几大自产光纤预制棒厂商的产能统计, 2017 年光纤预制棒仍处于供不应求的状态, 再加上光棒反倾销的因素, 我们认为, 2017 年光纤光缆量价齐升的逻辑依旧, 公司光缆业务将继续受益。

图 7: 国内光纤光缆需求 (亿芯公里)



数据来源: Freedonia, 西南证券整理

图 8: 国内光纤预制棒产能和需求预测



数据来源: 西南证券整理

### 3 接连签署海外 EPC 大单，一带一路带来新机遇

2016 年下半年，公司相继和孟加拉方签署了两个 EPC 项目合同，合计 14.46 亿美元，核算为人民币高达 100 亿。现在两国政府正在积极对话，协商银行贷款协议等事项，全面推动项目进程。公司方面认为，项目最后有非常大的希望落地实施，流产风险较小。因为海外工程业务的收入主要根据项目进度陆续支付，我们认为这两个 EPC 合同的签订主要会对公司 2017 年至 2020 年的营业收入造成较大的积极影响。

公司自 2007 年开始承揽海外工程项目，团队非常成熟，之前积累的 EPC 项目工程经验使公司工程的综合能力受到外方的普遍认可。从下半年签署的两个海外工程项目来看，永鼎股份是唯一一家进入的民营企业，也足以说明公司项目工程的实力。

图 9: 中孟领导人见证永鼎 EPC 签约文本交换仪式



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

目前国际市场特别是东南亚、非洲等地区的发展中国家对基础设施建设特别是电力工程建设存在着刚性需求, 预计国际工程市场包括电力工程总承包市场依旧会呈现出高速增长的态势, 而随着国家“一带一路”战略的逐步实施以及亚投行的发展, 我们相信中国企业在国际工程市场竞争力将会越来越强, 在未来几年的时间, 将为公司的 EPC 海外电力工程总承包业务的拓展带来更多的机遇。

**表 1: 公司近年来的重大项目合同**

日期	项目名称	合同情况	金额	工期	交付款情况
2016.11	孟加拉国库尔纳 200-300MW 双燃料联合循环电站项目(EPC)	签订	3.05 亿 USD	2.5 年	
2016.10	扩建、改建和升级孟加拉全国电网系统项目	签订	11.41 亿 USD	4.5 年	15%预付款+75%进度款+5%竣工款+5%运营验收款
2016.3	孟加拉国输变电项目(EPC)	中标	0.33 亿 USD	2 年	15%预付款+85%信用证付款
2016.1	老挝电业局输配电系统扩建和升级项目(EPC)	签订	1.18 亿 USD	3 年	25%预付款+65%进度款+5%竣工+5%质保
2015.10	孟加拉国家电网公司建设和完成希库巴哈 230/132kv GIS 变电站项目(EPC)	中标	0.25 亿 USD	2 年	
2015.6	设计、建造及安装 33KV 地下电缆系统项目(EPC)	签订	0.26 亿 USD	1.5 年	

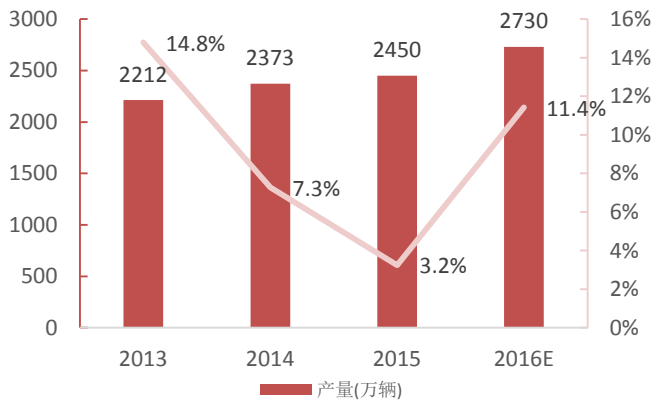
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 4 新能源汽车注入活力, 线束业务可期

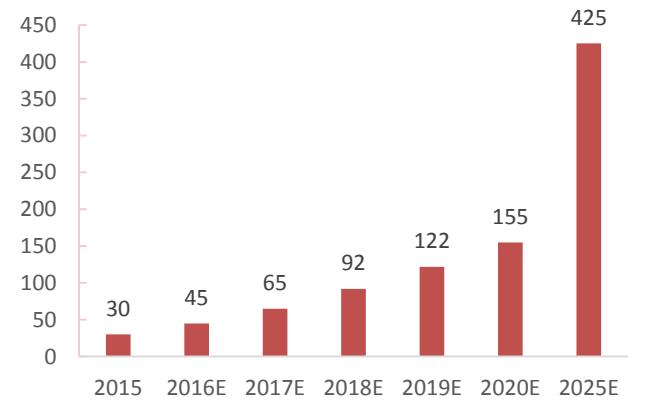
公司于 2015 年 8 月完成收购金亭线束 100%的股权, 收购标的承诺 2015-2017 年扣非净利润不低于 6300 万元、7900 万元和 9100 万元, 并且在 2015 年实现业绩承诺。金亭线束主营汽车线束的研发、生产、检测与销售, 主要客户为上海通用、上海大众、沃尔沃等汽车厂商以及一些汽车零部件厂商。截至 2015 年底, 同时进入大众和通用汽车供应商名录中, 内资企业仅金亭线束一家, 彰显其业务竞争实力; 此外, 金亭线束还是国内唯一一家获得沃尔沃线束供应商资质的内资企业, 并于 2014 年获得“沃尔沃最佳量产供应商”称号。

随着国家将新能源汽车列为战略性新兴产业, 新能源汽车正逐步替代传统的燃料汽车, 公司从未来发展战略出发, 秉承一贯的开拓创新精神, 抓住新能源汽车的发展机遇, 已开始着手新能源汽车高压线束的研发工作, 目前已参与了上汽汽车、乐视汽车、蔚来汽车等多家主机厂新能源车的前期研发工作。而高压化、轻量化、标准化的汽车线束相比普通线束价格和毛利都要高, 这将会给公司的业务注入新的活力。

**汽车产量快速增长和升级, 带动汽车线束需求。**根据汽车行业协会统计, 今年我国汽车产量有望超过 2700 万辆, 同比增速超 10%, 相比于前两年国内汽车销量的放缓, 今年由于新能源汽车需求的增长带动了汽车市场的活力。汽车产量的增长带动了汽车线束的市场需求, 因此我们对公司业绩的增长持乐观态度, 预计今年有很大希望达成业绩承诺。

**图 10: 我国汽车产量**


数据来源: 汽车工业协会, 西南证券整理

**图 11: 我国新能源汽车需求预测 (万辆)**


数据来源: 汽车工业协会, 西南证券整理

**表 2: 公司主要客户**

序号	客户名称	车型	签订时间	量产时间	有效期限
1	上海大众	昕锐	2013	2014	协议的有效期限与汽车车型的寿命周期一致, 一般自新车型面试后的 4-6 年
2	上海大众	明锐	2013	2014	
3	上海大众	波罗	2013	2014	
4	上海大众	野帝	2013	2014	
5	延锋江森	汽车座椅线束	2013	2014	
6	沃尔沃	XC60	2013	2014	
7	上海大众	凌渡	2013	2015	
8	上海大众	朗逸家族	2014	2015	
9	上海大众	晶锐	2014	2015	
10	上海大众	桑塔纳	2014	2015	
11	上海大众	速派	2014	2015	
12	上海通用	迈瑞宝	2013	2015	
13	上海通用	凯越	2013	2015	
14	上海大众	帕萨特	2014	2016	
15	上海大众	途安	2014	2016	
16	上海通用	SGM258 legacy	2013	2016	
17	上海佛吉亚汽车座椅	Omega 座椅线束	2014	2016	
18	康明斯	Badger 6.7L 发动机线束	2015	2016	
19	沃尔沃	SPA L541	2015	2017	
20	沃尔沃	SPA V426	2015	2018	
21	沃尔沃	SPA V431	2015	2018	

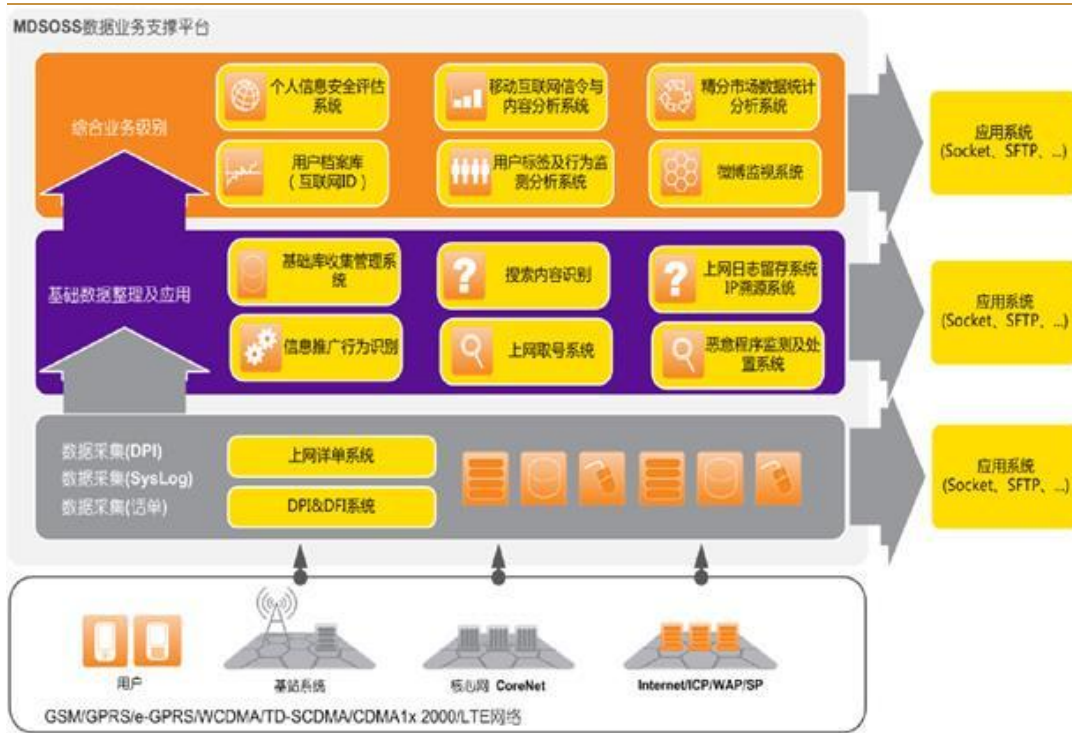
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 5 收购永鼎致远，布局大数据

公司于2016年8月29日发布公告，拟以现金1.197亿元收购永鼎致远21%股权，同时向标的公司增资2.28亿元，收购及增资完成后公司将持有永鼎致远43%的股份，成为其第一大股东，并取得其实际控制权。方案现已通过董事会决议，根据当前进度推算，永鼎致远的第四季度收入有望参与公司并表，从而增厚公司利润。永鼎致远承诺2016-2018年净利润不低于4500万元、5560万元和6550万元。

永鼎致远主营业务为基于运营商移动互联网的信令采集、DPI、网络安全、大数据精准营销等的软件开发、解决方案与服务的提供，其提供的大数据分析独具优势，是中国电信和中国联通的核心合作厂商之一。收购永鼎致远后，公司将迅速切入大数据领域市场，也将在销售资源（运营商客户）上进行整合，充分发挥协同作用。

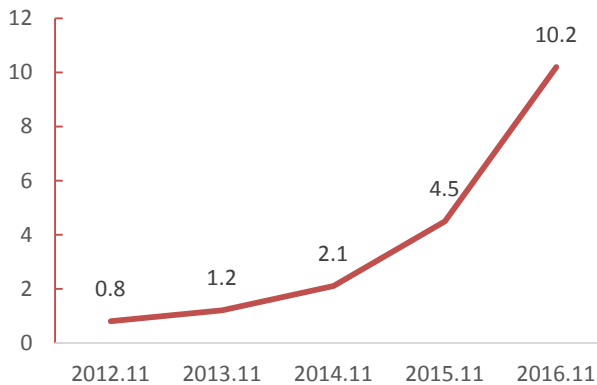
图 12：永鼎致远主要产品



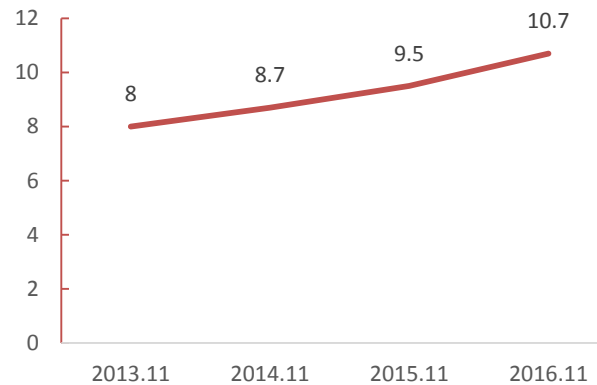
数据来源：公司官网，西南证券整理

根据工信部的统计，16年11月我国移动互联网月均接入流量达到10.2万G，相比去年同比增长126.7%，移动互联网用户规模达到10.7亿，同比增长12.6%。用户数的增加以及人均流量使用的增加同时带动了互联网流量的需求，导致互联网数据呈指数级增长。

上网流量的激增对运营商带来的最直接影响就是相关数据采集系统、分析系统、查询系统的扩容。随着流量的增长带来持续的扩容需求，预计公司未来业绩将有可观的增长。

**图 13: 我国移动互联网月均接入流量 (万 G)**


数据来源: 工信部, 西南证券整理

**图 14: 我国移动互联网用户规模 (亿)**


数据来源: wind, 西南证券整理

## 6 布局超导, 力争行业机会

超导技术被认为是 21 世纪最具国家战略意义的高新技术, 公司作为民营企业, 研发第二代高温超导带材, 开创了民企研发国家战略产品的先例。

目前, 公司第二代高温超导带材成功实现了成品销售, 虽然实现的成品销售收入不大, 但这却是由实验室研发到成品销售的重大突破。公司自主研发生产的超导带材的载流能力以及长度等关键技术指标处于世界领先水平, 国家 863 计划中超导材料的课题也由公司牵头。

2015 年公司完成了江苏省产学研项目的验收、国家 863 项目的中期检查, 并成功申报了包括江苏省成果转化项目、苏州市成果转化项目、海鸥计划等 10 多个项目。

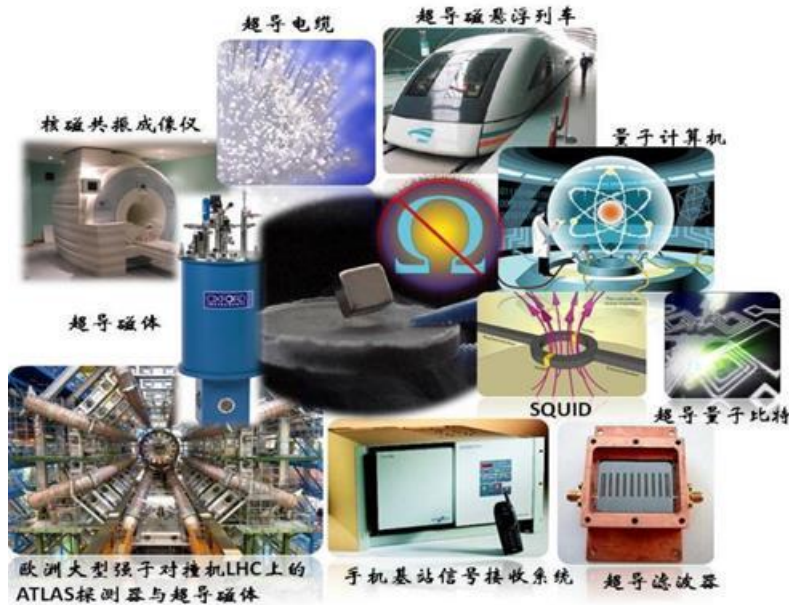
我们认为, 公司在超导材料上有显著的技术优势, 处于超导行业产业链中游, 是技术壁垒最高的一环, 公司方面表示一旦超导市场开启, 将有极大可能性发展下游产业, 拓展产业链。根据 Transparency Market Research 的预测, 到 2020 年, 超导材料的全球市场规模将达到 13 亿美元。

**图 15: 超导行业产业链**


数据来源: 西南证券整理

公司下一步计划一方面切入国内现有超导客户市场，另一方面以新项目拓展新市场，积极推动包括电力、军事、航天和医疗等潜在超导应用部门进行超导项目立项及进行政府采购，争取拓展新的材料市场需求，力争取得产业化的重大突破。

图 16：超导应用



数据来源：西南证券整理

## 7 盈利预测

假设 1：公司签订的海外工程项目能顺利实施并且在工期内完成。

假设 2：公司对永鼎致远的收购能够在年底前顺利完成，同时永鼎致远的第四季度报表参与母公司并表。

假设 3：金亭线束能够顺利完成业绩承诺。

假设 4：公司生产的光缆能够继续中标三大运营商以及广电的集采。

根据以上说明和假设，我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 25.48 亿元、38.52 亿元和 46.19 亿元，归属母公司所有者的净利润分别为 2.38 亿元、3.56 亿元和 4.11 亿元。估算 2016 年、2017 年和 2018 年每股收益分别为 0.25 元、0.38 元和 0.44 元。

**表 3：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
光缆、电缆及通讯设备	收入	1,343.42	1,477.76	1,595.98	1,691.74
	增速	27.97%	10.00%	8.00%	6.00%
	毛利率	11.59%	13.50%	14.00%	14.00%
汽车线束	收入	545.11	610.52	671.58	725.30
	增速	NA	12.00%	10.00%	8.00%
	毛利率	14.85%	14.50%	14.00%	13.50%
海外工程承揽	收入	290.07	406.10	1,421.34	1,989.88
	增速	-64.96%	40.00%	250.00%	40.00%
	毛利率	14.93%	15.00%	15.00%	15.00%
宽带网络工程	收入	18.53	23.16	30.11	39.14
	增速	-16%	25.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	26.88%	25.00%	25.00%	25.00%
移动网络优化、 大数据挖掘	收入	NA	30.00	133.00	172.90
	增速	NA	NA	343%	30%
	毛利率	NA	70.00%	70.00%	70.00%
总营业收入	收入	2,255.62	2,547.55	3,852.01	4,618.97
	增速	16.94%	12.94%	51.20%	19.91%
	毛利率	13.18%	14.75%	16.39%	16.54%

数据来源：公司公告，西南证券

## 8 风险提示

- 光通信市场竞争激烈及过度依赖三大运营商风险
- 海外工程承揽项目不确定性风险
- 金亭线束完成业绩承诺不确定性风险
- 超导新材料面临因市场不确定导致未能实现产业化及规模生产的风险

**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	2255.62	2547.55	3852.01	4618.97	净利润	198.88	261.80	391.30	452.75
营业成本	1958.42	2171.82	3220.73	3854.91	折旧与摊销	54.44	93.05	93.05	93.05
营业税金及附加	4.16	5.05	7.46	9.02	财务费用	-5.06	-8.51	-12.87	-15.43
销售费用	65.65	74.81	112.78	135.37	资产减值损失	10.37	0.00	0.00	0.00
管理费用	137.60	140.84	220.30	261.23	经营营运资本变动	-184.87	-143.21	-190.73	-140.86
财务费用	-5.06	-8.51	-12.87	-15.43	其他	-23.49	-122.51	-99.33	-101.85
资产减值损失	10.37	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>50.27</b>	<b>80.62</b>	<b>181.43</b>	<b>287.67</b>
投资收益	110.47	110.00	110.00	110.00	资本支出	-140.53	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	130.53	110.00	110.00	110.00
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>-9.99</b>	<b>110.00</b>	<b>110.00</b>	<b>110.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>194.95</b>	<b>273.53</b>	<b>413.61</b>	<b>483.87</b>	短期借款	85.00	-135.00	0.00	0.00
其他非经营损益	20.92	26.67	27.61	26.18	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>215.88</b>	<b>300.20</b>	<b>441.22</b>	<b>510.05</b>	股权融资	334.74	0.00	0.00	0.00
所得税	17.00	38.40	49.92	57.30	支付股利	-57.14	-45.18	-59.48	-88.90
净利润	198.88	261.80	391.30	452.75	其他	-415.82	8.51	12.87	15.43
少数股东损益	18.14	23.88	35.69	41.30	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-53.22</b>	<b>-171.68</b>	<b>-46.61</b>	<b>-73.47</b>
归属母公司股东净利润	180.74	237.92	355.61	411.46	<b>现金流量净额</b>	<b>-1.66</b>	<b>18.94</b>	<b>244.82</b>	<b>324.20</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	643.37	662.31	907.13	1231.33	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	822.20	1081.50	1512.20	1837.64	销售收入增长率	16.94%	12.94%	51.20%	19.91%
存货	380.04	424.40	631.04	755.75	营业利润增长率	19.00%	40.31%	51.21%	16.99%
其他流动资产	26.62	30.06	45.45	54.50	净利润增长率	11.05%	31.64%	49.47%	15.70%
长期股权投资	869.91	869.91	869.91	869.91	EBITDA 增长率	21.26%	46.55%	37.90%	13.71%
投资性房地产	4.57	4.57	4.57	4.57	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	504.70	416.32	327.95	239.57	毛利率	13.18%	14.75%	16.39%	16.54%
无形资产和开发支出	79.80	75.50	71.21	66.91	三费率	8.79%	8.13%	8.31%	8.25%
其他非流动资产	49.49	49.10	48.72	48.34	净利率	8.82%	10.28%	10.16%	9.80%
<b>资产总计</b>	<b>3380.69</b>	<b>3613.69</b>	<b>4418.19</b>	<b>5108.54</b>	ROE	8.77%	10.54%	13.90%	14.24%
短期借款	135.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.88%	7.24%	8.86%	8.86%
应付和预收款项	877.62	1023.66	1470.01	1780.59	ROIC	19.13%	20.82%	28.09%	29.03%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.83%	14.06%	12.82%	12.16%
其他负债	101.14	106.50	132.82	148.73	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1113.77</b>	<b>1130.15</b>	<b>1602.83</b>	<b>1929.33</b>	总资产周转率	0.75	0.73	0.96	0.97
股本	472.50	945.00	945.00	945.00	固定资产周转率	5.06	5.78	10.94	17.50
资本公积	778.42	305.92	305.92	305.92	应收账款周转率	3.65	3.31	3.75	3.44
留存收益	938.93	1131.67	1427.80	1750.35	存货周转率	6.66	5.33	6.06	5.53
归属母公司股东权益	2189.86	2382.59	2678.72	3001.28	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.96%	—	—	—
少数股东权益	77.07	100.95	136.64	177.94	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2266.93</b>	<b>2483.54</b>	<b>2815.36</b>	<b>3179.21</b>	资产负债率	32.94%	31.27%	36.28%	37.77%
负债和股东权益合计	3380.69	3613.69	4418.19	5108.54	带息债务/总负债	12.12%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.76	2.04	2.00	2.07
					速动比率	1.41	1.65	1.59	1.66
					股利支付率	31.62%	18.99%	16.73%	21.61%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.19	0.25	0.38	0.44
					每股净资产	2.40	2.63	2.98	3.36
					每股经营现金	0.05	0.09	0.19	0.30
					每股股利	0.06	0.05	0.06	0.09
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	244.34	358.08	493.80	561.49					
PE	52.97	40.24	26.92	23.27					
PB	4.22	3.85	3.40	3.01					
PS	4.24	3.76	2.49	2.07					
EV/EBITDA	17.27	24.72	17.43	14.75					
股息率	0.60%	0.47%	0.62%	0.93%					

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	021-68416922	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
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn