

产能释放+外延布局, “泵”发新活力

投资要点

- **推荐逻辑:** 公司主业经营扎实, 水泵、排气歧管产品国内市占率分别位居第一、第二; **毛利率水平快速提升**, 未来几年高端产品如离合器电子开关水泵、涡轮增压器壳体等占比进一步提升, 良品率提升、规模效应发挥将显著提升公司毛利率水平; **产能充足, 利用率提升迅速释放业绩**, 公司各类产品产能充足, 后续几年无须大的资本开支, 产品上量迅速提升盈利能力; **外延布局渐行渐近, 业绩与估值齐飞**, 公司上市以来未实施过增发股权收购资产, 我们预计公司有望通过成立产业并购基金或外延并购方式来寻求升级转型, 实现业绩及估值齐飞。
- **主业扎实, 客户优质, 产品升级持续提供发展动力。**公司以汽车水泵、排气歧管以及涡轮壳等汽车零配件为主要产品, 其中汽车水泵和排气歧管目前的产能分别超过 1100 万只和 500 万只, 国内市场占有率分别位居第一、第二, 客户包括戴姆勒、沃尔沃、一汽大众、上海大众、上汽通用、德国道依茨、意大利菲亚特、康明斯、博格华纳、福特等知名企业。随着汽车节能减排要求不断提高和新能源汽车的放量, 公司电子水泵、离合器电子开关水泵等附加值高的新产品将持续放量, 产品升级为公司持续提供发展动力。
- **良品率及规模效应迅速提升涡轮产品盈利能力。**2015 年我国涡轮增压器乘用车车型渗透率约 20%, 预计 2020 年渗透率超过 50%, 结合乘用车销量增速, 涡轮增压器十三五期间复合增速将达 30%。公司涡轮产品已配套全球第二、第三大涡轮增压器总成商 (博格华纳、三菱重工), 根据现有开发进展及订单, 预计 2017-2018 年涡轮产量将达到 100 万只和 140 万只, 涡轮产品随着良品率提升及规模效应, 将成为公司业绩增长助推器。
- **外延汽车电子实现业绩、估值齐飞。**公司 2011 年上市以来, 至今没有实施过增发股权收购资产, 而公司现有水泵产品中, 核心部件如温控模块、电子控制模块、热管理系统等电子系统均为外购, 限制公司盈利能力进一步提升, 因此我们预计公司有望通过成立产业并购基金或外延并购方式来寻求升级转型, 实现业绩及估值齐飞。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.31 元、0.43 元、0.56 元, 对应动态市盈率为 47 倍、33 倍和 25 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 涡轮增压器壳体增速及毛利率提升或不及预期; 外延进展或不及预期; 传统水泵类业务或继续下滑的风险。

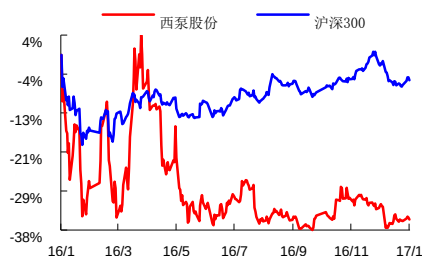
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	1914.84	2050.48	2357.68	2674.89
增长率	18.59%	7.08%	14.98%	13.45%
归属母公司净利润 (百万元)	57.14	101.82	143.80	188.57
增长率	41.36%	78.19%	41.22%	31.13%
每股收益 EPS (元)	0.17	0.31	0.43	0.56
净资产收益率 ROE	3.28%	5.61%	7.56%	9.36%
PE	83	47	33	25
PB	2.69	2.58	2.46	2.33

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: gaoyx@swsc.com.cn
 联系人: 张荫先
 电话: 0755-23617478
 邮箱: zyx@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)	3.34
流通 A 股(亿股)	3.04
52 周内股价区间(元)	13.7-67.12
总市值(亿元)	47.60
总资产(亿元)	27.59
每股净资产(元)	5.43

相关研究

目 录

1 公司概况：飞龙腾跃，“泵”发活力	1
2 产品市场分析：夯实行业龙头，力求转型突破.....	3
2.1 水泵：巩固传统优势，翘首电子水泵	3
2.2 排气歧管：引进高镍材料，未来提升毛利	3
2.3 涡轮增压器壳体：加大投资促发展，创造未来新增长.....	4
3 外延汽车电子实现业绩、估值齐飞.....	5
4 盈利预测与投资建议	6
5 风险提示	7

图 目 录

图 1：西泵股份股权结构	1
图 2：公司 2010 年以来营业收入及增速	1
图 3：公司 2010 年以来净利润及增速	1
图 4：公司 2016 年上半年主营业务结构占比	2
图 5：公司主要产品毛利率情况	2
图 6：公司近年来海内外销售情况	2
图 7：公司近年来海内外销售毛利率情况	2
图 8：公司涡壳营业收入及增速情况	4
图 9：公司涡壳产量	4
图 10：中国乘用车产量预测	5
图 11：中国涡轮增压器市场规模预测	5

表 目 录

表 1：传统汽车水泵与新型水泵对比	3
表 2：分业务收入及毛利率	6
附表：财务预测与估值	8

1 公司概况：飞龙腾跃，“泵”发活力

西泵股份是国内最大的汽车水泵生产商，有六十余年生产历史。公司以汽车水泵、排气歧管以及涡轮壳等汽车零配件为主要产品，其中汽车水泵和排气歧管目前的产能分别超过1100万只和500万只，国内市场占有率分别位居第一、第二。西泵股份连续多年是中国汽车水泵行业的排头兵企业。

股权结构：公司第一大股东为河南省宛西控股股份有限公司，持股比例为33.36%；第二大股东为总经理孙耀忠，持股比例达5.56%。公司的实际控制人为孙耀志和孙耀忠。

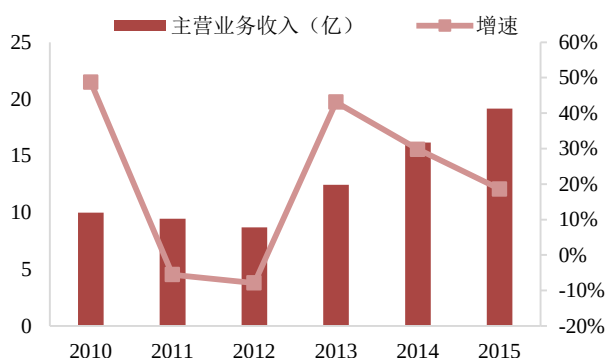
图1：西泵股份股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

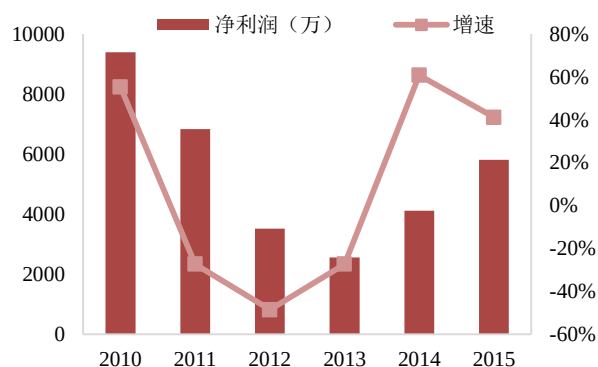
公司业绩状况：自2010年来，公司营业收入持续上涨，2016年前三季度达到14.6亿元，同比增长5.4%。尽管2012年由于企业处于转型阵痛期，营业收入出现小幅下降，2010-2015年的复合增长率仍然达到14%。2016年前三季度净利润增速为48%，达到7993万元。公司经过持续几年的战略调整，市场结构和产品结构得到进一步优化，**高端产品如离合器电子开关水泵、涡轮增压器壳体等产品的比例增加，利润明显增长**；非公开项目投资完成后，公司的规模投资将持续减少，固定费用无明显增加，单个产品利润率回升；同时财务费用降低，利润增加；原材料价格相对低位徘徊，也是利润增长的重要原因。

图2：公司2010年以来营业收入及增速



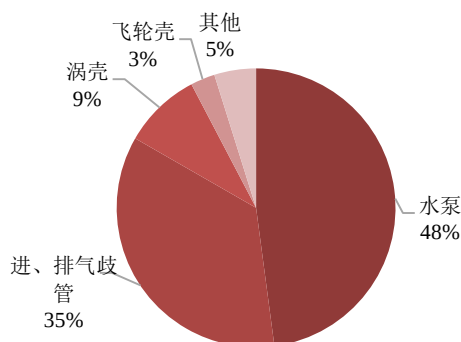
数据来源：公司公告，西南证券整理

图3：公司2010年以来净利润及增速

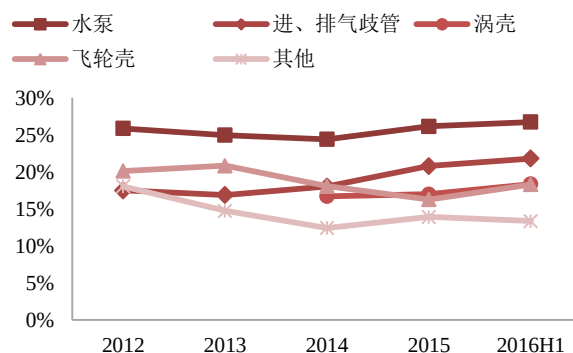


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务结构：2016 年上半年，公司营业收入主要来自汽车水泵，占比 48%；其次是排气歧管，占比为 35%；涡壳收入同比增速高达 30%，成为公司的又一收入增长点。水泵的毛利率近年来稳定在 25%左右，作为国内汽车水泵龙头企业，随着高附加值的电子水泵、离合器电子开关水泵在新能源汽车、豪华车型的加速推广，预计未来整体水泵毛利率还将进一步提升。公司排气歧管的生产技术较为成熟，毛利水平逐渐上升。涡壳作为公司的新产品，前期投入大，毛利率低，但发展势头很快。公司近年来加大研发支出，未来有望看到涡壳毛利率的提升。

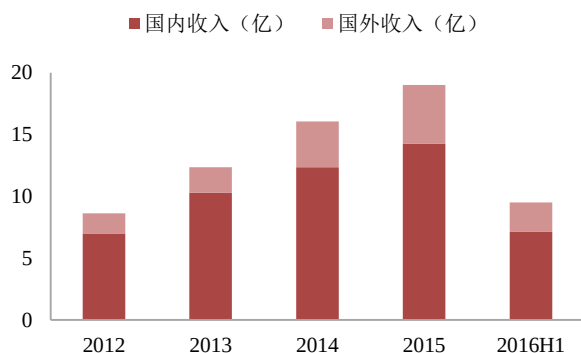
图 4：公司 2016 年上半年主营业务结构占比


数据来源：公司中报，西南证券整理

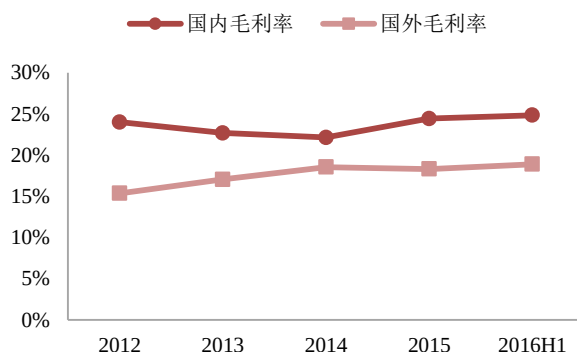
图 5：公司主要产品毛利率情况


数据来源：公司中报，西南证券整理

公司海内外销售状况：近四年来，西泵股份的海外销售收入占比持续扩大，2016 年上半年海外营业收入占比达 25%，增长率达到 17%。近期人民币贬值对国外市场的扩大有一定促进作用。近四年来，海外毛利率持续增长，2016 年上半年公司海外毛利率达到 19%，逐渐缩小了与国内毛利水平的差距。但海外毛利率一直低于 20%，主要是由于公司出口以排气歧管为主，随着水泵的出口量增多，毛利率将有进一步提升的空间。

图 6：公司近年来海内外销售情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：公司近年来海内外销售毛利率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 产品市场分析：夯实行业龙头，力求转型突破

作为汽车零部件的重要供应商，西泵股份具有多样化的产品结构和高品质的质量保证。公司生产的“飞龙”牌汽车水泵有重、中、轻、轿、微五大系列 1000 多个品种，具有排气管及涡壳 800 多个品种，与国内外众多大型汽车企业配套。

2.1 水泵：巩固传统优势，翘首电子水泵

西泵股份采用先进的汽车水泵装配线、在线气密检漏仪、在线防错技术，运用自动喷漆和烘干生产线，使水泵装配技术在国内处于领先水平，实现了多品种、大批量生产。

传统机械水泵：水泵是汽车发动机冷却系统的重要组成部分之一，水泵的作用是通过冷却液进行加压，保证其在冷却系中循环流动，加速热量的散发。

电子水泵：通过电流控制，不受发动机转速影响的都叫电子水泵。电子水泵是在电机的驱动下，通过机械装置使水泵内部的隔膜做往复运动，从而压缩、拉伸泵腔(固定容积)内的空气。电子水泵是很多新能源汽车、房车等特种车辆的重要零配件。

离合器电子开关水泵：装备有 ECU 控制模块，冷车启动时水泵驱动摩擦离合轮与水泵摩擦轮和皮带轮脱开，水泵停止工作，以实现发动机快速暖机，缩短热车时间，节约油耗；在发动机到达一定温度后，水泵驱动摩擦离合轮、水泵摩擦轮和皮带轮结合，水泵开始正常运转。

表 1：传统汽车水泵与新型水泵对比

	传统水泵	电子水泵	离合器电子开关水泵
特点	发动机在低速大负荷工况下工作时，会出现较低转速，从而降低发动机冷却效果。	体积小，不泄露，使用寿命长，减轻发动机动力功耗，精确控制冷却效果。	实现发动机快速暖机，缩短热车时间，节约油耗。
公司产能	1100 万只	与离合器电子开关水泵共计 50 万只	与电子水泵共计 50 万只
产品单价	约 110 元	约 300 元	约 300 元
应用前景	中低档车	新能源汽车、高端车	节能汽车、高端车
主要客户	大部分汽车企业	北汽新能源、航天三菱	五菱、江淮、上汽通用、戴姆勒-奔驰

数据来源：西南证券整理

随着汽车节能减排要求不断提高和新能源汽车的放量，电子水泵（包括离合器电子开关水泵）将逐渐取代传统水泵，成为汽车零配件的关键部分。西泵股份的智能水泵、电子水泵在节能环保大趋势下收入也将高速增长。同样受益于节能减排大趋势，在传统水泵领域出现了智能化趋势，而新能源汽车则需装配电子水泵，由于智能水泵和电子水泵的单价均在传统水泵的 2 倍以上，技术门槛也提高，西泵股份作为汽车水泵的龙头企业，有望在业绩上获得较大增长。

2.2 排气歧管：引进高镍材料，未来提升毛利

排气歧管是将各缸的排气集中起来导入排气总管的。排气歧管需要承受的温度在 500 摄氏度以上，最高可达 750 摄氏度，而进气歧管一般要求承受温度不到 200 摄氏度。

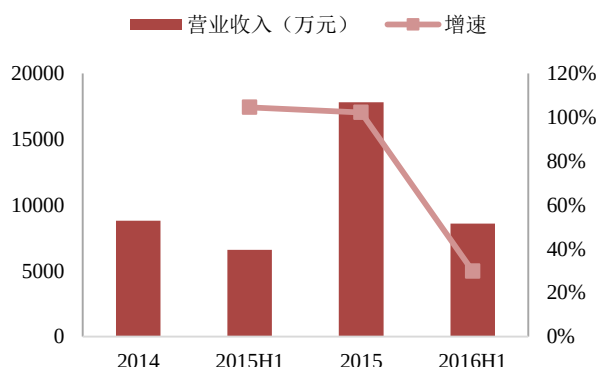
西泵股份的排气歧管产能达到 500 万只，最大客户为 Cummins（康明斯）。目前，公司积极引进高镍材料，提升产品单价，预计未来排气歧管毛利率有一定增长。

2.3 涡轮增压器壳体：加大投资促发展，创造未来新增长

国家对乘用车燃料消耗量已提出明确要求，而涡轮增压技术的节能减排效果相对突出。盖世汽车网与霍尼韦尔的联合调研表明，采用涡轮增压技术是目前降低内燃机油耗和减少废气排放最有效的技术措施。近年来，上市新车纷纷配置小型化涡轮增压发动机，涡轮增压发动机将成为传统内燃机产业发展趋势。

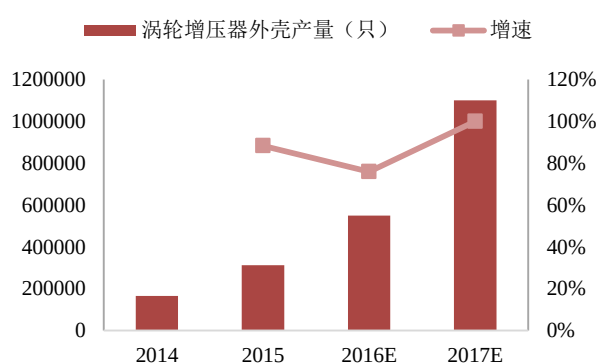
公司涡轮壳生产情况：西泵股份于 2013 年开始投资生产涡轮增压器壳体，较早占领我国快速发展的汽车涡轮增压器壳体市场。2013 年生产涡轮壳 2 万只，2015 年生产 31 万只，同比增长 113%。涡轮壳营业收入实现 1.7 亿元，成为公司业绩的又一增长点。2015 年，公司首次再融资 5.5 亿元，其中 2.5 亿元投资于南阳飞龙汽车零部件有限公司 150 万只涡轮增压外壳的生产。公司预计 2016 年将实现涡轮壳产量 55 万只，2017 年完成 110 万只，迅速扩大的涡轮壳产量将满足日益增长的市场需求，同时规模效应将显著提升产品毛利率，我们预计 2017 年涡轮壳产品毛利率水平将由此前的 18% 提升至 24% 左右，成为公司业绩增量的主力。

图 8：公司涡轮壳营业收入及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：公司涡轮壳产量

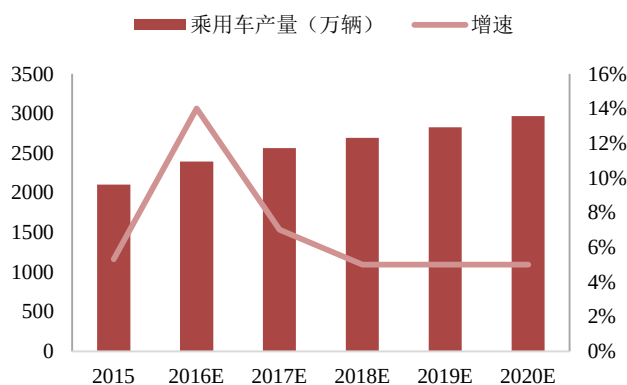


数据来源：公司公告，西南证券

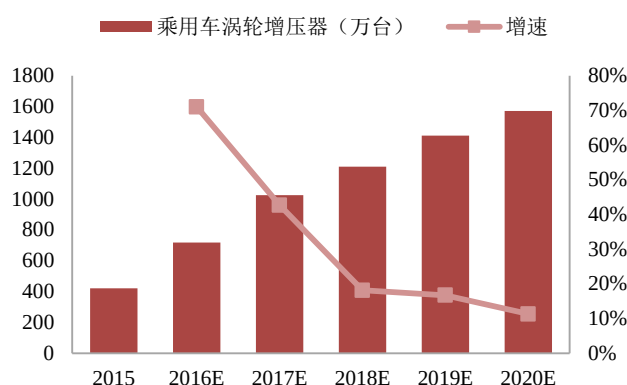
主要客户：全球最主要的涡轮增压器生产商有博格华纳、霍尼韦尔和三菱重工。三家总市场份额可达到 70% 以上。目前这三家巨头均已在国内投资建设涡轮增压器生产厂。2012 年 5 月，西泵股份就和博格华纳汽车零部件（宁波）有限公司签订了涡轮增压器壳体开发及供货协议。公司在 2013 年-2016 年，按照博格华纳下达的生产订单和协议约定的年度价格在新建的年产 300 万只涡轮增压排气歧管项目基地为其批量生产涡轮增压器壳体产品。2014 年起，西泵股份为三菱重工开发配套通用 1.3T 发动机涡轮增压壳体。

涡轮壳市场规模预算：全球涡轮增压器行业发展迅速。根据霍尼韦尔发布“全球涡轮增压器市场预测”报告预计，未来五年（2016-2020 年）全球将合计生产超过 2 亿台涡轮增压器，预计全球年销量将从 2015 年的 3400 万台增长到 2020 年的 5200 万台，复合增长率约为 9%。中国作为全球涡轮增压市场的领头羊，涡轮增压器在中国新销售车辆的渗透率将极大地提升，2015 年我国涡轮增压器乘用车车型渗透率约 20%，根据盖世汽车网预测，预计到 2017 年汽油机涡轮增压渗透率会上升到 40%，受节能减排及驾驶性能驱动，我们预计 2020 年渗透率将会超过 50% 以上。

预计十三五期间国内乘用车销量复合增速 7%，2020 年国内乘用车销量 2965 万辆，涡轮增压器外壳需求也将相应增加。每个涡轮增压器有一个外壳，因此我们预计 2016 年国内涡轮壳需求 700 万只左右，2020 年需求量超过 1500 万只，十三五期间年复合增速 30%。涡轮增压器外壳单价大约为 500-700 元，若 600 元/只计算，到 2020 年，我国涡轮增压器外壳市场容量将达到 90 亿元。

图 10：中国乘用车产量预测


数据来源：中国汽车工业协会，西南证券

图 11：中国涡轮增压器市场规模预测


数据来源：西南证券

西泵涡轮打破原有垄断格局。国内乘用车涡轮增压器壳体之前一直被台湾美达工业股份有限公司（通过其子公司**天津新伟祥**，简称 NWS）所垄断，主要客户有霍尼韦尔、博格华纳、三菱重工、康明斯动力、珀金斯动力、福特、卡特彼勒、标致等。目前**无锡烨隆**、**西泵股份**已经打破 NWS 的垄断地位，无锡烨隆主要客户是霍尼韦尔，西泵股份主要客户是博格华纳、三菱重工。这两家公司能够打破 NWS 垄断的主要原因是通过多年铸造生产经验的积累，研发生产技术水平已经能够达到生产乘用车涡轮壳的要求，同时拥有较大的价格优势。结合公司披露的涡轮壳产销数据、我国涡轮增压器车型销量数据，公司 2014-2015 年市场份额分别为 3.3%、5.3%，我们预计 2016-2017 年公司涡轮壳产品销量达到 55 万只、110 万只，因此市场份额有望快速提升至 8.1%和 13.4%，经过 2013-2015 三年积累，涡轮壳产品将成为公司业绩增长助推器。

3 外延汽车电子实现业绩、估值齐飞

公司水泵、排气歧管国内市场占有率分别位居第一、第二，涡轮壳体经过 3 年积累进入业绩快速释放期，产品规模体量上升后，公司积极寻求汽车电子控制模块、温控模块等附加值高的关联产品进行整合。

2016 年 9 月公司在上海投资设立**上海飞龙新能源汽车部件有限公司**，主要开展新能源汽车电子和汽车发动机热管理系统的技术研发工作，加快公司在新能源汽车领域内的业务布局 and 拓展，公司现有电子水泵已成为国内主流新能源汽车厂家的供应商。

公司 2011 年上市以来，只是在 2012 年用超募资金收购了重庆江利圣特机械制造有限公司股权，至今尚未进行增发股权收购资产，而公司现有水泵产品中，核心部件如温控模块、微特电机等电子系统均为外购，因此我们预计公司会充分利用资本市场平台，适时成立产业并购基金或增发外延收购汽车电子类公司，实现业绩及估值齐飞。

4 盈利预测与投资建议

关键假设：

假设 1：水泵业务，公司水泵 2014-2015 年产销量 770 万只左右，国内市场份额第一，2016 年上半年传统水泵受价格竞争影响，收入同比下滑 14%，我们预计随着电子水泵、离合器电子开关水泵出货量增加，全年整体水泵销量下滑收窄至 4%左右，预计 2016-2018 年水泵产量分别为 740 万只、720 万只、740 万只，毛利率水平 27%、27.5%和 27.5%。

假设 2：排气歧管业务，受益于高镍类排气歧管占比上升实现产品结构升级，2016 年上半年公司排气歧管业务收入增长 13%，我们预计 2016-2018 年排气歧管产量分别为 330 万只、360 万只、390 万只，毛利率水平 22%、22%和 23%。

假设 3：涡轮增压器壳体业务，公司自 2013 年开展涡壳业务，经过 3 年发展，涡壳业务迅速提升，2015 年生产涡壳 31 万只，同比增长 114%，我们预计 2016-2018 年涡壳产品产量分别为 55 万只、100 万只、140 万只，随着良品率、规模效应提升，毛利率水平 20%、24%和 27%。

我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.31 元、0.43 元、0.56 元，对应动态市盈率为 47 倍、33 倍和 25 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：分业务收入及毛利率

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
合计				
营业收入	1,914.84	2,050.48	2,357.68	2,674.89
增速	18.59%	7.08%	14.98%	13.45%
营业成本	1,478.01	1,564.94	1,782.78	1,993.51
毛利率	22.81%	23.68%	24.38%	25.47%
水泵类				
营业收入	1,016.28	965.47	965.47	1,004.08
增速	13.68%	-5.0%	0.0%	4.0%
营业成本	750.38	704.79	699.96	727.96
毛利率	26.16%	27.00%	27.50%	27.50%
排气歧管类				
营业收入	573.14	650.51	715.57	787.12
增速	10.98%	13.50%	10.00%	10.00%
营业成本	454.04	507.40	558.14	606.08
毛利率	20.78%	22.00%	22.00%	23.00%
涡壳类				
营业收入	178.05	302.69	544.83	751.87
增速	102.21%	70.0%	80.0%	38.0%
营业成本	147.80	242.15	414.07	548.86
毛利率	16.99%	20.00%	24.00%	27.00%
飞轮壳类				

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	55.18	52.42	52.42	52.42
增速	15.71%	-5.0%	0.0%	0.0%
营业成本	46.21	42.72	42.72	42.72
毛利率	16.26%	18.50%	18.50%	18.50%
其他				
营业收入	79.39	79.39	79.39	79.39
增速	34.31%	0.0%	0.0%	0.0%
营业成本	68.35	67.88	67.88	67.88
毛利率	13.91%	14.50%	14.50%	14.50%

数据来源：西南证券

5 风险提示

涡轮增压器壳体增速及毛利率提升或不及预期；外延进展或不及预期；传统水泵类业务或继续下滑的风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1914.84	2050.48	2357.68	2674.89	净利润	58.08	103.49	146.16	191.66
营业成本	1478.01	1564.94	1782.78	1993.52	折旧与摊销	116.07	174.30	174.30	174.30
营业税金及附加	5.75	6.34	7.20	8.18	财务费用	25.92	9.97	5.28	4.19
销售费用	68.32	71.77	81.34	92.28	资产减值损失	25.62	0.00	0.00	0.00
管理费用	257.67	294.24	330.08	374.49	经营营运资本变动	-222.46	-7.01	-71.51	-100.03
财务费用	25.92	9.97	5.28	4.19	其他	80.87	-2.02	0.26	0.21
资产减值损失	25.62	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	84.11	278.74	254.49	270.34
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-84.21	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-65.86	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-150.07	0.00	0.00	0.00
营业利润	53.55	103.21	151.00	202.24	短期借款	-198.41	-194.00	0.00	0.00
其他非经营损益	11.89	12.52	12.56	12.44	长期借款	-30.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	65.44	115.73	163.56	214.67	股权融资	534.43	0.00	0.00	0.00
所得税	7.36	12.24	17.40	23.01	支付股利	-22.25	-31.46	-56.06	-79.17
净利润	58.08	103.49	146.16	191.66	其他	38.58	-58.81	-5.28	-4.19
少数股东损益	0.94	1.67	2.36	3.09	筹资活动现金流净额	322.35	-284.27	-61.34	-83.36
归属母公司股东净利润	57.14	101.82	143.80	188.57	现金流量净额	256.38	-5.53	193.15	186.98
资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	402.33	396.80	589.95	776.93	成长能力				
应收和预付款项	669.71	699.01	792.25	907.01	销售收入增长率	18.59%	7.08%	14.98%	13.45%
存货	472.13	557.33	618.04	688.98	营业利润增长率	70.05%	92.74%	46.30%	33.93%
其他流动资产	26.63	33.05	39.87	43.19	净利润增长率	41.17%	78.19%	41.22%	31.13%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	13.51%	47.02%	14.99%	15.17%
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	1149.99	994.79	839.59	684.39	毛利率	22.81%	23.68%	24.38%	25.47%
无形资产和开发支出	178.05	159.40	140.76	122.11	三费率	18.38%	18.34%	17.67%	17.61%
其他非流动资产	86.70	86.25	85.79	85.34	净利率	3.03%	5.05%	6.20%	7.17%
资产总计	2985.54	2926.63	3106.25	3307.95	ROE	3.28%	5.61%	7.56%	9.36%
短期借款	344.00	150.00	150.00	150.00	ROA	1.95%	3.54%	4.71%	5.79%
应付和预收款项	607.13	702.73	791.62	877.71	ROIC	3.99%	5.63%	8.29%	11.32%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.21%	14.02%	14.02%	14.23%
其他负债	262.30	229.75	230.38	233.49	营运能力				
负债合计	1213.43	1082.48	1172.00	1261.20	总资产周转率	0.70	0.69	0.78	0.83
股本	111.27	333.81	333.81	333.81	固定资产周转率	1.75	1.91	2.57	3.51
资本公积	1318.07	1095.53	1095.53	1095.53	应收账款周转率	5.13	4.76	4.98	4.95
留存收益	326.45	396.81	484.56	593.96	存货周转率	3.12	3.02	3.02	3.04
归属母公司股东权益	1755.79	1826.16	1913.90	2023.30	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.60%	—	—	—
少数股东权益	16.32	17.99	20.35	23.44	资本结构				
股东权益合计	1772.11	1844.15	1934.25	2046.74	资产负债率	40.64%	36.99%	37.73%	38.13%
负债和股东权益合计	2985.54	2926.63	3106.25	3307.95	带息债务/总负债	28.35%	13.86%	12.80%	11.89%
					流动比率	1.54	1.90	2.09	2.27
					速动比率	1.08	1.27	1.46	1.62
					股利支付率	38.94%	30.90%	38.98%	41.98%
					每股指标				
					每股收益	0.17	0.31	0.43	0.56
					每股净资产	5.31	5.52	5.79	6.13
					每股经营现金	0.25	0.84	0.76	0.81
					每股股利	0.07	0.09	0.17	0.24
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	195.55	287.49	330.58	380.73					
PE	83.30	46.75	33.10	25.24					
PB	2.69	2.58	2.46	2.33					
PS	2.49	2.32	2.02	1.78					
EV/EBITDA	7.65	15.41	12.82	10.64					
股息率	0.47%	0.66%	1.18%	1.66%					

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
	任晓	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