



处于估值洼地的零部件巨头，下游带动高增长

投资要点

- **投资逻辑:** 1) 受下游乘用车 (一汽大众、一汽轿车) 和商用车 (一汽解放) 终端整车销量高速增长带动, 公司 2016 年业绩实现反转, 并可持续; 2) 公司车灯业务已进入盈利期, 该项业务利润水平高, 后续随着产销量提升将为公司业绩打开巨大弹性空间; 3) 公司市值目前仅 68.8 亿, 2017 年预期归母净利润 6.4 亿元, 对应 PE 约 11 倍, 处于估值洼地。
- **下游客户整体销量大幅增加。** 公司客户集中度高, 一汽大众、一汽解放、一汽轿车三家客户占一汽富维总营收超过 90%。一汽大众进入新款车型密集投放期, 2016 年销量增速近 20%, 2017 年有望持续 15% 左右的销量高增速; 一汽解放是 2016 年重卡市场最大的赢家, 销量增速超过 80%, 2017 年销量增速预期在 10%-15%; 一汽轿车 2016 年业绩触底但上半年完成了老旧车型更替, 新款车型下半年在市场得到较好的销量, 2017 年销量增速有望超过 50%。
- **车灯业务进入收益期, 业绩弹性大幅增加。** 车灯业务已度过前期投入期, 产能逐步释放, 2016 年车灯业务全年有望扭亏为盈。随着产品研发步入成熟阶段, 目前公司已配套一汽大众车型包括大众品牌速腾、迈腾、宝来, 奥迪品牌 A3、A6。受益于一汽大众多款车产销量上升及新车型未来密集投放预期影响, 随着产能逐步释放, 2016 年全年收入增速预计达 200%, 2017~2018 预计收入增速 50%、30%, 车灯业务将为公司业绩提供巨大弹性。
- **零部件平台化战略优势凸显, 国企改革预期持续存在。** 公司通过资本运作持续推进零部件平台化战略, 共计合营联营企业多达 11 家。公司 2016 年获得江森自控赠予的富维江森 1% 的股权, 持股比例达到 51%, 实现控股。同时, 公司作为一汽集团公司的第一块“股份制改革的实验田”, 是一汽集团下属核心零部件上市平台, 后续一汽集团零部件资产注入预期持续存在。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司 2016~2018 年 EPS 分别为 1.24 元、1.51 元、1.81 元, 对应 PE 分比为 13 倍、11 倍、9 倍。公司下游客户销量增长预期强烈, 于 2016 年三季度迎来业绩反转, 并有望持续, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 下游客户整车销量增速或不达预期; 下游客户采购成本或不断下降, 上游原材料价格或上升。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	9863.62	11796.43	13170.48	14466.02
增长率	-12.51%	19.60%	11.65%	9.84%
归属母公司净利润 (百万元)	425.08	525.63	640.49	767.65
增长率	-23.10%	23.66%	21.85%	19.85%
每股收益 EPS (元)	1.00	1.24	1.51	1.81
净资产收益率 ROE	10.13%	11.03%	12.00%	12.80%
PE	17	13	11	9
PB	1.57	1.36	1.22	1.08

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

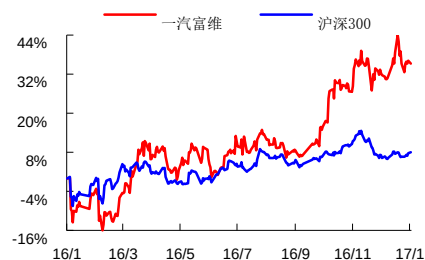
邮箱: gaiox@swsc.com.cn

联系人: 陈怀逸

电话: 021-68415819

邮箱: chy@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)	4.23
流通 A 股(亿股)	4.23
52 周内股价区间(元)	12.33-27.88
总市值(亿元)	70.18
总资产(亿元)	78.68
每股净资产(元)	9.93

相关研究

目 录

1 处于估值洼地的零部件巨头	1
1.1 一汽集团旗下支柱零部件企业	1
1.2 产品结构持续升级，业绩弹性十足	1
1.3 三季度业务大幅超预期，迎业绩反转	2
2 车灯业务持续贡献业绩弹性，投资收益增长可期.....	3
2.1 本部业务升势显著，车灯业务增长空间广阔	3
2.2 零部件平台战略优势凸显，控股参股企业业绩增长可期.....	6
3 盈利预测与投资建议	8
4 风险提示	9

图 目 录

图 1：公司股权架构.....	1
图 2：公司主营业务收入结构（分产品）	2
图 3：公司主营业务毛利润结构（分产品）	2
图 4：一汽富维主要产品客户分布情况	2
图 5：公司 2013 年以来营业收入及增速	3
图 6：公司主要客户构成	3
图 7：公司 2013 年以来归母净利润及增速	3
图 8：公司 2013 年以来毛利率、三费率、净利率变化	3
图 9：2006 年以来我国重卡销量及增速	4
图 10：2016 年一汽解放月度销量及增速	4
图 11：2016 年一汽轿车月度销量及增速	5
图 12：一汽大众 2012 年以来整车销量及增速	6
图 13：合营联营企业投资收益情况及相对营业利润占比变化	7
图 14：富维江森 2009 年至 2016H1 营收及净利润情况	8

表 目 录

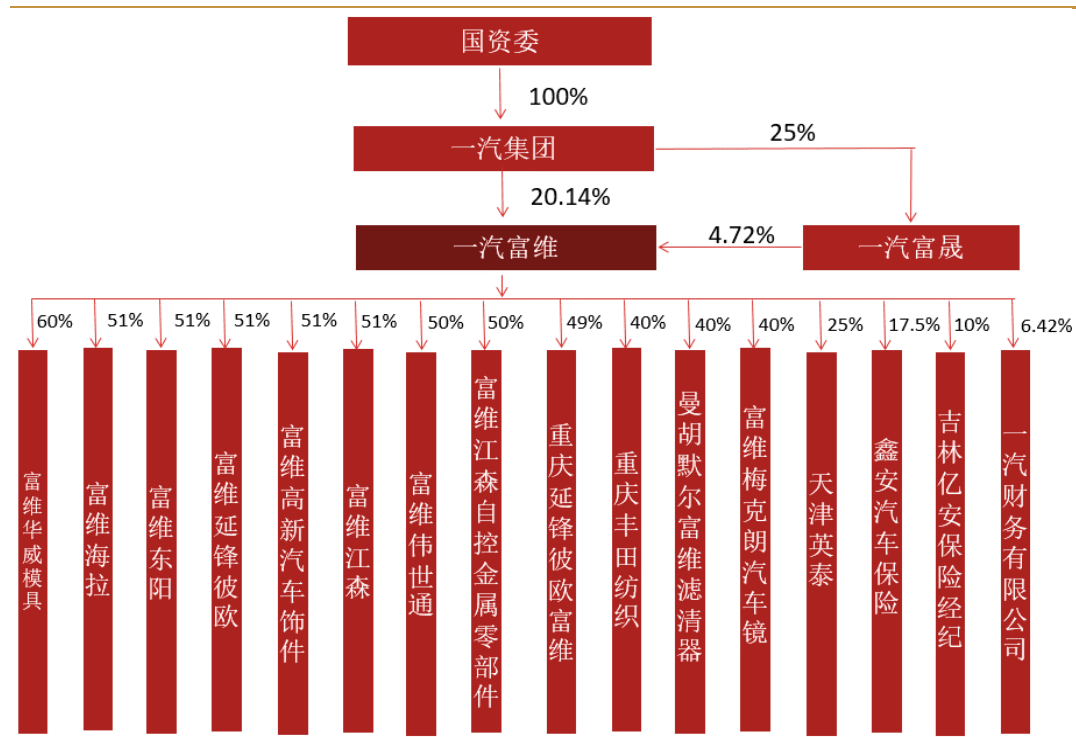
表 1：一汽大众 2016 年~2018 年已投放与将投放车型汇总	6
表 2：公司重要合营联营以及未并表的子公司 2015 年，2016H1 情况	7
表 3：一汽富维股份各项业务收入及毛利率（单位：万元）	8
表 4：可比公司对比	9
附表：财务预测与估值	10

1 处于估值洼地的零部件巨头

1.1 一汽集团旗下支柱零部件企业

一汽富维汽车股份有限公司作为一汽集团公司的第一块“股份制改革的实验田”，于 1993 年 6 月正式运营，1996 年 8 月在上海证券交易所挂牌上市。公司以汽车内饰、汽车外饰、车身电子、车轮四大核心产品为主业，产品主要供应一汽集团公司下属子公司，是相关主机厂核心供应商，是一汽集团公司汽车零部件产品平台上的支柱型企业。公司大股东一汽集团持股比例达到 20.14%。公司旗下控股子公司、合营联营企业共计 16 家。

图 1：公司股权架构

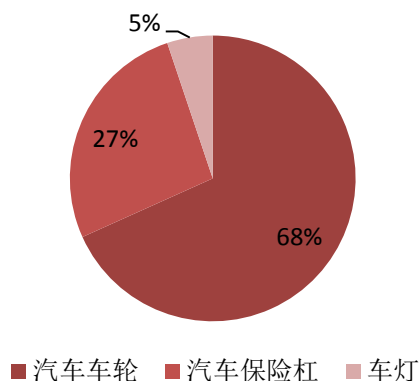


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 产品结构持续升级，业绩弹性十足

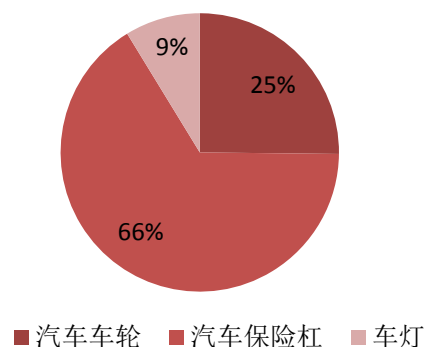
公司产品结构不断优化，车灯业务将贡献未来重要业绩弹性。公司营业收入主要来源是车轮业务、保险杠业务和车灯业务。车轮业务占营收约 68%，毛利率水平较低，约 2%；保险杠业务占营收约 27%，毛利率水平较高，为 13.3%。车灯业务开始于 2012 年，之前一直处于前期投资、研发培育期，2015 年之前一直处于亏损状态，但 2016 年上半年其营业收入大幅增长（+291.38%），车灯业务在 2016 年有望全年实现盈利，也是未来公司重要的业绩增长点。

图 2：公司主营业务收入结构（分产品）



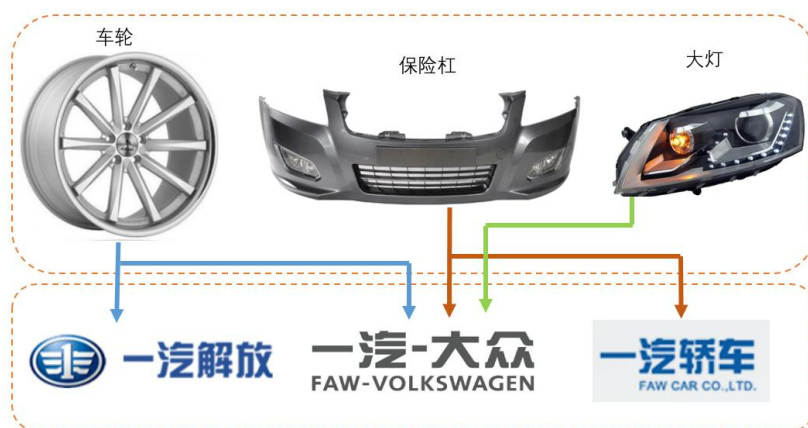
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：公司主营业务毛利润结构（分产品）



数据来源：公司公告，西南证券整理

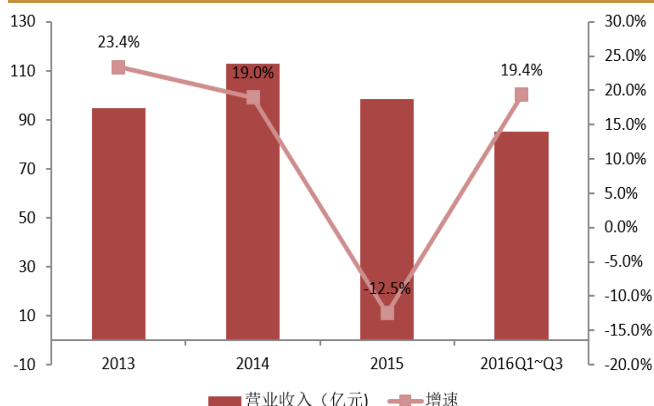
图 4：一汽富维主要产品客户分布情况



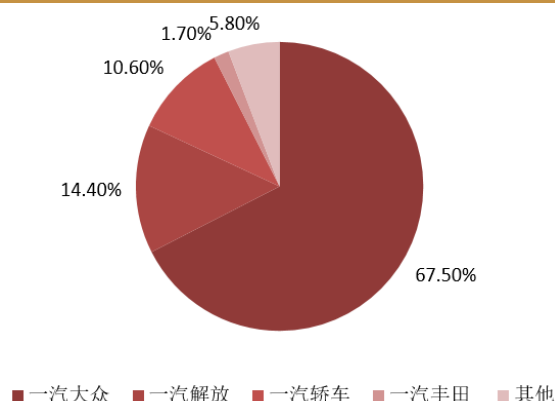
数据来源：公司公告，西南证券

1.3 三季度业务大幅超预期，迎业绩反转

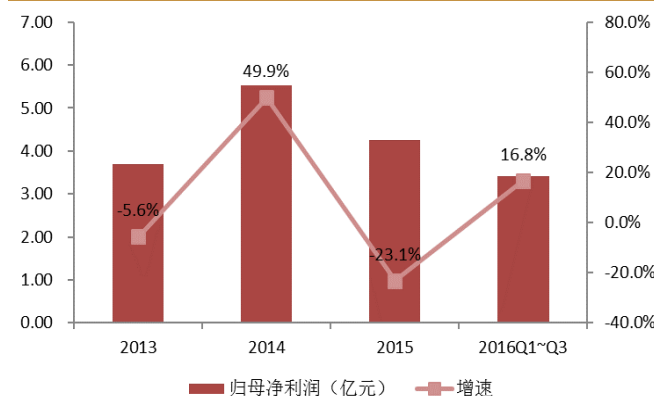
公司三季度业绩增长大幅超预期，毛利率水平显著提升。公司客户基本全部源自一汽集团系统，最重要的三大客户为一汽大众、一汽解放、一汽轿车。公司 2016Q1、2016Q2、2016Q3 单季营业收入同比增速分别为-2.2%、26.4%和 40.67%，在经历了 4 个季度的业绩下滑后，公司从 2016Q2 开始业绩快速增长，增幅不断提升，业绩拐点出现。公司业绩提升主要是由于下游核心三大客户销量在 2016 年不断提升拉动所致，我们判断下游销量增长持续性强，公司业绩反转可持续。同时，公司从 2012 年开始开展车灯业务以来，由于一直处于前期投资阶段，公司毛利率水平一直处于 6% 以下，2016 年车灯业务增速明显，迎来盈利期，不断拉升公司整体毛利润水平，2016Q3 在车灯业务作用下，公司毛利率达到近 5 年来的新高 6.5%。

图 5：公司 2013 年以来营业收入及增速


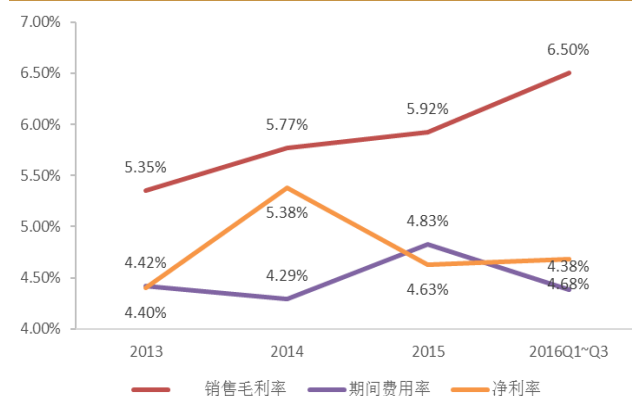
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司主要客户构成


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：公司 2013 年以来归母净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：公司 2013 年以来毛利率、三费率、净利率变化


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 车灯业务持续贡献业绩弹性，投资收益增长可期

2.1 本部业务升势显著，车灯业务增长空间广阔

公司本部业务营收（车轮、保险杠、车灯）显著依赖于下游客户的整车销量。2016 年公司业绩同比出现显著提升，主要受益于下游主要客户一汽大众、一汽解放、一汽轿车产品销售进入上升通道所致，未来公司本部业务上升趋势明显。

2.1.1 车轮产销量稳步提升，产能持续增加

公司车轮业务主要配套客户为一汽解放和一汽大众。2016H1 车轮业务营收 36.5 亿元，增长 3.3%，占总营收 65.5%，主要受益于一汽解放和一汽大众销量增长。

2016 年重卡市场显著放量，一汽解放是最大受益者。2016 年，随着 GB1589-2016 和治超新政的实施，对车辆超载超限标准进一步提升，导致全国大量单车运力下降，进一步刺激物流车的的市场需求，2016 年全年重卡销量达到 73.4 万辆，同比增长 33%。一汽解放是 2016 年重卡行业井喷的最大受益者，牵引车销量快速增长是其核心原因。公司 2016 年 1~11

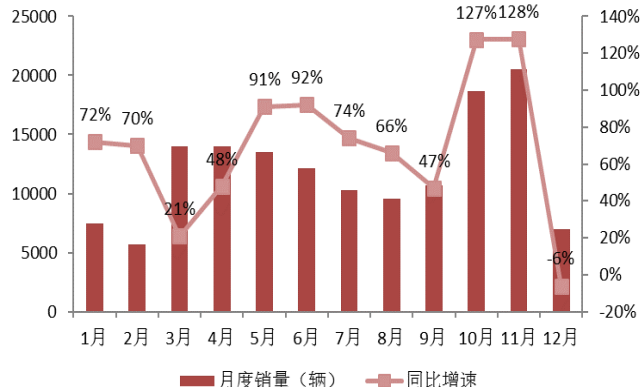
月连续位居销量第一,实现 11 连冠,2016 年全年共累计销售重卡 15.3 万辆,同比增长 78.3%,远远高于市场 31% 的平均增速。公司全年市场占有率达到 20.8%。

图 9: 2006 年以来我国重卡销量及增速



数据来源: 中汽协, 西南证券整理

图 10: 2016 年一汽解放月度销量及增速



数据来源: 中汽协, 西南证券整理

预计 2017 年重卡市场仍将呈增长态势,一汽解放持续增长可期。2017 年商用车发展会呈现出稳中有进的特征。国家节能环保战略和“一带一路”发展战略的推进,给商用车提供了较大的增长空间。2017 年影响商用车市场的政策较多,总体来说会促进需求释放,比如持续专项治理行动、黄标车淘汰、排放升级以及取缔低速货车等。可以预见,2017 年重卡的市场需求将继续有所上升,行业机构预测 2017 年重卡市场整体增速将达 7% 左右,我们预计一汽解放重卡销量增速有望达到 10% 左右。

乘用车车轮配套跟随一汽大众青岛、天津新基地,产能逐步扩大。公司乘用车车轮主要配套一汽大众。公司紧跟一汽大众新厂扩建步伐,将自筹资金投资 4095 万元和 3674.48 万元在天津和青岛设立轮胎配套业务,预计分别在 2019 年和 2020 年达产,后续乘用车车轮业务产销将持续扩大。

2.1.2 保险杠业务营收大幅增长,大幅提升整体毛利润率

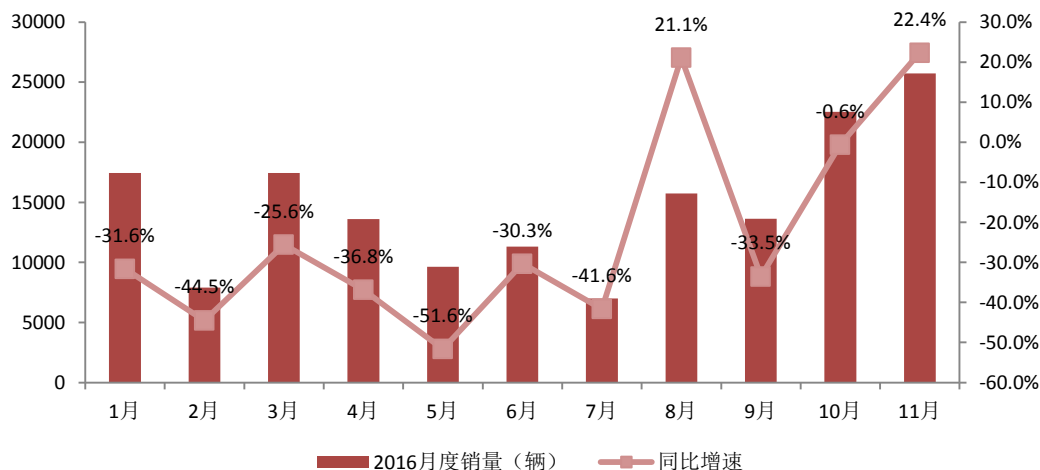
公司保险杠业务主要配套客户为一汽轿车和一汽大众。2016H1 保险杠业务营收 14.2 亿元,同比增长 24.94%,占总营收 25.5%,增长主要受益于一汽大众销量增长。由于保险杠业务毛利润率达到了 13.3%,其营收增长也大幅带动了本部业务整体毛利润率的增长。

富维东阳未来增长确定性强。长春一汽富维东阳汽车塑料零部件有限公司(富维东阳)是公司保险杠业务最重要的子公司,贡献保险杠业务 70% 以上的营业收入。与车轮业务类似,富维东阳为配套一汽大众新增产能,将分别投资 1.96 亿和 1.78 亿在天津和青岛设立工厂,预计分别在 2019 年和 2020 年达产,达产后预计将分别贡献 4124 万元和 3620 万元利润。未来成长确定性强。

一汽轿车产品迭代完成,年末业绩提升。一汽轿车作为富维东阳另一个重要的下游客户,在 2016H1 对原有老旧车型进行集中停产退市处理。但公司在 2016H2 新车型集中上市,包括马自达 CX-4(紧凑 SUV)和全新阿特兹依次上市,完成产品迭代。公司从三季度开始出现同比上涨的情况,并在 10 月、11 月实现销量大幅攀升,11 月实现同比超 20% 的大幅上涨。我们预计,随着 2017 上半年另一款新车奔腾 X40(带有 T-Box 等互联网功能,用户体验将得到显著提升)上市,叠加 2016 年末开始已经上量的 CX-4 和全新阿特兹等车型,

2017 年一汽轿车销量将有望达到 30 万辆以上，其中奔腾系列销量有望贡献 15 万以上的销量，总销量同比增加有望超过 50%。

图 11：2016 年一汽轿车月度销量及增速



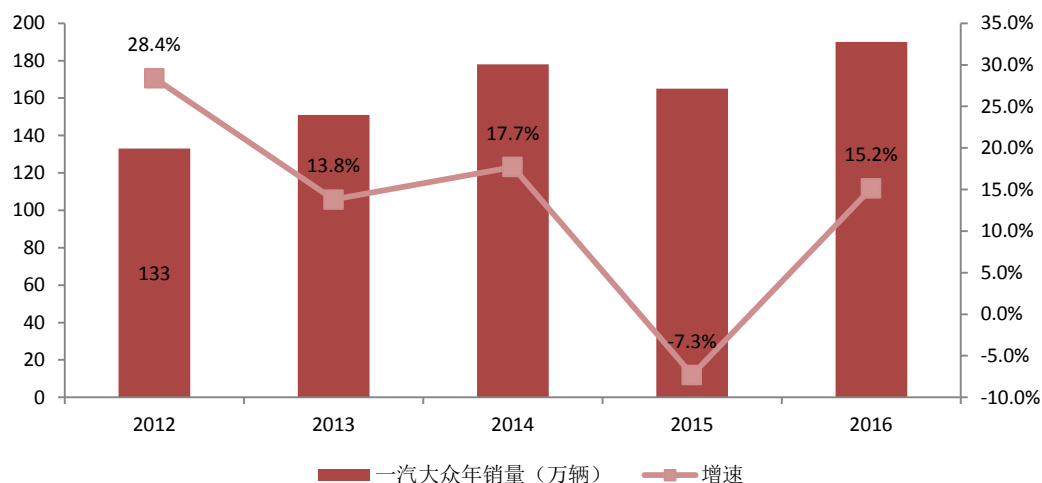
数据来源：公司公告，搜狐汽车，西南证券整理

2.1.3 车灯业务增长空间广阔，迎来高速收益期

车灯业务度过投入期，产品研发完成，迎来收益期。一汽富维自 2012 年开展车灯业务以来，一直处于前期投入阶段，尤其是研发费用在过去几年持续处于较高水平。据了解，公司开发一款车灯，对于高端车型（如 Audi A6）大概研发投入在 5000~6000 万水平，低端车型（速腾，宝来，Audi A3）大灯的研发投入也在 2000 万的水平。相关研发费用已经在过去年份计提完毕。随着产品研发步入成熟阶段，目前公司已配套一汽大众车型包括大众品牌速腾、迈腾、宝来，奥迪品牌 A3、A6。

车灯业务盈利能力强，产能不断释放。2015 年下半年公司车灯业务开始提速，2015H2，2016H1，车灯业务增速分别为 235.6%和 291.4%。公司对于车灯业务共计划投资 12 个亿，建厂两个，计划产能 30 亿（每个厂 15 亿产能），目前公司已实际投入 5 个亿，明年有望释放 8~10 个亿产能。车灯业务本身利润水平高，未来随着下游销量增加及产能持续扩大，该项业务将持续拉升公司毛利润水平，为公司提供巨大的业绩弹性。

一汽大众重拾业绩增速，进入新车密集投放周期。受 2015 年乘用车市场增速下滑及一汽大众新车上市力度不足影响，2015 年一汽大众销量同比下降 7.3%。但 2016 年，随着乘用车市场转暖以及一汽大众全新及改进型车型共计 8 款集中上市的影响，其 1 月至 11 月销量增速大幅回升至 18.4%，共计销售 174 万辆整车，全年有望突破 190 万辆大关。2017 年，伴随着奥迪全新一代 Q5 及 2016 年新车型集中放量，销量增速有望持续在 15%水平。2018 年一汽大众将进入全新车型密集投放周期（奥迪和大众品牌），同时青岛、佛山新工厂产能扩大，销量增速预期将持续增长。

图 12：一汽大众 2012 年以来整车销量及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

表 1：一汽大众 2016 年~2018 年已投放与将投放车型汇总

时间	车型名称
2016.03.	全新宝来
2016.04.	高尔夫嘉旅
2016.04.	速腾 GLI
2016.04.	全新一代奥迪 A4L (B9)
2016.04.	高尔夫嘉旅
2016.10.	2017 款奥迪 Q5 改款
2016.11.	大众跨界旅行车 C-TREK 蔚领
2016.12.	2017 款改款捷达
2017E	全新 Q5 (加长版)
2018E	奥迪全新小型 SUV (佛山工厂)
2018E	大众全新小型 SUV (佛山工厂)
2018E	奥迪 Q3 新款 (天津工厂)
2018E	奥迪 A6 全新一代 (C8, 长春工厂)
2018E	CC 改款 (长春工厂)
2018E	Bora NF (青岛工厂)

数据来源：汽车之家，西南证券整理

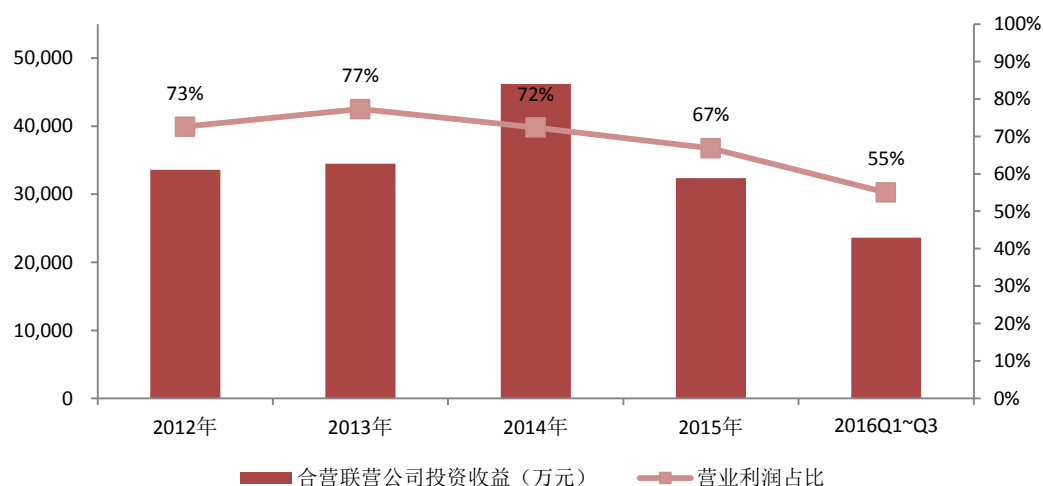
2.2 零部件平台战略优势凸显，控股参股企业业绩增长可期

一汽富维作为一汽集团下的重要零部件支柱企业，持续推进零部件平台战略。2016 年 10 月，公司获得江森自控无偿赠予的富维江森 1% 的股权，持股比例达到 51%，富维江森成为一汽富维的控股子公司，后续有望实现并表。同时，公司旗下合营联营企业所贡献的投资收益长期占营业利润在 70% 左右的水平，2016 年前三季度，由于本部营收大幅增长，该比

例有所下降，但仍达到 55%。从 2016H1 看，公司合营联营企业投资收益贡献额达到 1.47 亿元，其中单富维江森贡献利润就达到了 1.01 亿元，占比 68.7%。

富维江森盈利贡献比重最大，管理水平大幅提升，业绩增长可期。富维江森主要生产汽车座椅、仪表板、门里板、车身电子、发动机电子、饰件产品的开发设计、制造及售后服务，为一汽-大众、一汽轿车、一汽解放、北京-戴姆勒-奔驰、济南重汽及部分海外公司等多家客户提供高质量的产品和优质服务。公司净利润基本保持在 4 亿水平，2016H1 由于其一家合营企业主要客户一汽夏利产销量急剧下滑造成净利润小幅下挫，但 2016 年全年受益于下游客户销量提升以及公司管理能力提升（公司预计 2016 年期间费用会降低近 1%，单采购成本会降低超过 7000 万），2016 年全年净利润仍有望实现 10% 的增速。2017 年，公司计划持续发力内饰、座椅业务，增长可持续。

图 13：合营联营企业投资收益情况及相对营业利润占比变化

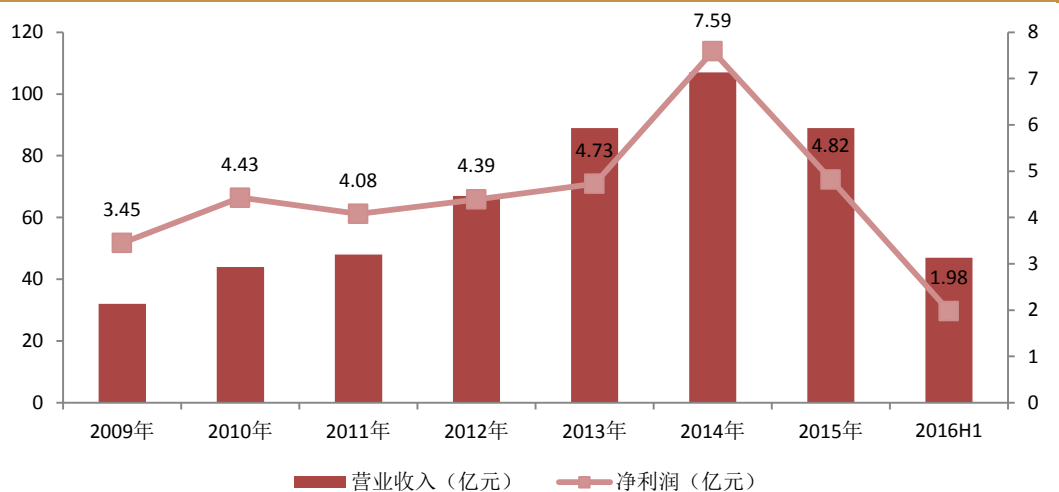


数据来源：公司公告，西南证券整理

表 2：公司重要合营联营以及未并表的子公司 2015 年，2016H1 情况

公司名称	股权关系	持股比例	2016H1 净利润 (万元)	收益贡献
长春富维-江森自控汽车饰件系统有限公司	子公司	51%	19839	10118
长春一汽富维江森自控汽车金属零部件有限公司	合营公司	50%	1572	786
天津英泰汽车饰件有限公司	联营企业	25%	5347	1336
长春富维梅克朗汽车镜有限公司	联营企业	40%	1731	692

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 14: 富维江森 2009 年至 2016H1 营收及净利润情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3 盈利预测与投资建议

关键假设:

根据行业市场整体预期, 结合下游最重要三大客户一汽大众, 一汽解放和一汽轿车产品投放周期情况, 假设这三家下游客户的销量增速在 2017~2018 年的分别为 15%、10%、7%、5%和 50%、15%。

表 3: 一汽富维股份各项业务收入及毛利率 (单位: 万元)

		2015A	2016E	2017E	2018E
合计	营业收入	986,362	1,179,643	1,317,048	1,446,602
	yoy	-12.51%	19.60%	11.65%	9.84%
	成本	927,999	1,103,698	1,224,782	1,334,998
	毛利率	5.92%	6.44%	7.01%	7.71%
汽车车轮	营业收入	657,875	723,663	759,846	797,838
	增速	-18.11%	10.00%	5.00%	5.00%
	成本	644,272	709,190	744,649	781,882
	毛利率	2.07%	2.00%	2.00%	2.00%
汽车保险杠	营业收入	234,166	304,416	365,299	420,094
	增速	1.51%	30.00%	20.00%	15.00%
	成本	199,270	261,798	315,984	363,381
	毛利率	14.90%	14.00%	13.50%	13.50%
车灯类	营业收入	19,717	59,150	88,724	115,342
	yoy	100.00%	200.00%	50.00%	30.00%
	成本	20,100	53,235	75,416	92,273
	毛利率	-1.94%	10.00%	15.00%	20.00%

		2015A	2016E	2017E	2018E
其他	营业收入	74,604	92,414	103,179	113,328
	增速	-20.01%	23.87%	11.65%	9.84%
	成本	64,356	79,476	88,734	97,462
	毛利率	14%	14.00%	14.00%	14.00%

数据来源: wind, 西南证券

我们预计公司 2016~2018 年 EPS 分别为 1.24 元、1.51 元、1.81 元，对应 PE 分比为 13 倍、11 倍、9 倍。公司下游客户销量增长预期强烈，于 2016 年三季度迎来业绩反转，并有望持续。我们认为公司的合理估值为 2017 年对应 15 倍 PE，对应目标价 22.7 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：可比公司对比

股票代码	公司名称	市值 (亿)	最新价格 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
				2015A	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E
000030	富奥股份	104	8.04	0.39	0.59	0.71	0.84	21	14	11	10
600741	华域汽车	497	15.76	1.85	1.72	1.88	2.08	9	9	8	8
002048	宁波华翔	109	20.56	0.3	1.25	1.61	1.85	69	16	13	11
300258	精锻科技	55.9	13.8	0.52	0.46	0.61	0.82	27	30	23	17
平均值								31	17	14	11
600742	一汽富维	68.8	16.58	1	1.24	1.51	1.81	17	13	11	8

数据来源: wind, 西南证券 (可比公司 2016-18 年 EPS 取自 Wind 一致预期)

4 风险提示

- 1) 下游客户整车销量增速或不达预期；
- 2) 下游客户采购成本或不断下降，上游原材料价格或上升。

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	9863.62	11796.43	13170.48	14466.02	净利润	456.39	573.19	695.47	833.14
营业成本	9280.00	11036.98	12247.82	13349.98	折旧与摊销	219.67	240.63	256.81	273.34
营业税金及附加	19.88	24.54	27.20	29.83	财务费用	10.13	8.04	1.83	-4.72
销售费用	51.67	59.07	66.56	73.33	资产减值损失	1.59	0.00	0.00	0.00
管理费用	415.66	470.79	529.20	584.68	经营营运资本变动	-49.16	-131.00	-44.52	-33.12
财务费用	10.13	8.04	1.83	-4.72	其他	-229.15	-418.16	-433.66	-447.18
资产减值损失	1.59	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	409.47	272.70	475.93	621.47
投资收益	399.28	410.98	436.67	449.91	资本支出	-91.01	-200.00	-171.00	-272.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	52.74	61.61	66.34	64.76
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-38.26	-138.39	-104.66	-207.24
营业利润	483.98	607.99	734.54	882.83	短期借款	42.19	25.29	-135.48	-33.50
其他非经营损益	0.05	0.27	-0.07	-0.31	长期借款	148.89	0.00	0.00	0.00
利润总额	484.03	608.26	734.47	882.52	股权融资	0.00	211.52	0.00	0.00
所得税	27.64	35.07	39.00	49.38	支付股利	-101.53	-78.08	-96.55	-117.65
净利润	456.39	573.19	695.47	833.14	其他	-73.12	-25.23	-1.83	4.72
少数股东损益	31.31	47.56	54.98	65.50	筹资活动现金流净额	16.44	133.50	-233.87	-146.43
归属母公司股东净利润	425.08	525.63	640.49	767.65	现金流量净额	387.70	267.82	137.41	267.80
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	911.83	1179.64	1317.05	1584.85	成长能力				
应收和预付款项	1280.67	1471.94	1656.54	1819.87	销售收入增长率	-12.51%	19.60%	11.65%	9.84%
存货	955.72	1136.78	1261.56	1375.14	营业利润增长率	-24.20%	25.62%	20.81%	20.19%
其他流动资产	101.09	61.98	79.69	93.81	净利润增长率	-24.71%	25.59%	21.33%	19.80%
长期股权投资	1598.85	1948.22	2318.55	2703.69	EBITDA 增长率	-16.38%	20.02%	15.94%	15.94%
投资性房地产	176.69	176.69	176.69	176.69	获利能力				
固定资产和在建工程	1673.37	1652.85	1587.15	1605.91	毛利率	5.92%	6.44%	7.01%	7.71%
无形资产和开发支出	170.11	150.69	131.27	111.86	三费率	4.84%	4.56%	4.54%	4.52%
其他非流动资产	257.94	257.25	256.56	255.87	净利率	4.63%	4.86%	5.28%	5.76%
资产总计	7126.26	8036.04	8785.06	9727.69	ROE	10.13%	11.03%	12.00%	12.80%
短期借款	143.69	168.98	33.50	0.00	ROA	6.40%	7.13%	7.92%	8.56%
应付和预收款项	1948.48	2123.89	2384.02	2623.08	ROIC	15.59%	18.66%	21.11%	24.17%
长期借款	266.49	266.49	266.49	266.49	EBITDA/销售收入	7.24%	7.26%	7.54%	7.96%
其他负债	260.82	280.46	305.91	327.49	营运能力				
负债合计	2619.48	2839.82	2989.93	3217.06	总资产周转率	1.45	1.56	1.57	1.56
股本	211.52	423.05	423.05	423.05	固定资产周转率	6.82	8.13	9.23	10.40
资本公积	549.70	549.70	549.70	549.70	应收账款周转率	13.18	15.05	15.00	14.70
留存收益	3184.72	3632.27	4176.21	4826.21	存货周转率	10.31	10.54	10.21	10.12
归属母公司股东权益	3963.14	4605.01	5148.95	5798.95	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	41.36%	—	—	—
少数股东权益	543.65	591.20	646.18	711.68	资本结构				
股东权益合计	4506.78	5196.22	5795.13	6510.63	资产负债率	36.76%	35.34%	34.03%	33.07%
负债和股东权益合计	7126.26	8036.04	8785.06	9727.69	带息债务/总负债	15.66%	15.33%	10.03%	8.28%
					流动比率	1.43	1.54	1.63	1.70
					速动比率	1.01	1.09	1.15	1.22
					股利支付率	23.89%	14.85%	15.07%	15.33%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	每股指标				
EBITDA	713.78	856.65	993.18	1151.45	每股收益	1.00	1.24	1.51	1.81
PE	17	13	11	9	每股净资产	10.65	12.28	13.70	15.39
PB	1.57	1.36	1.22	1.08	每股经营现金	0.97	0.64	1.13	1.47
PS	0.72	0.60	0.54	0.49	每股股利	0.24	0.18	0.23	0.28
EV/EBITDA	3.15	6.46	5.30	4.31					
股息率	1.44%	1.11%	1.37%	1.67%					

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	021-68416922	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