

加强研发深耕低压市场，新能源爆发充分受益

投资要点

- **事件:** 公司发布 2016 年年报, 报告期内实现营业收入约 12.3 亿元, 同比增长 21%; 实现归属于上市公司股东的净利润约为 1.6 亿元, 同比增长 29.6%。
- **终端电器和控制电器驱动公司营收稳定增长。** 公司两大低压电器产品终端电器和控制电器分别实现营收 5.9 亿元 (占比 48%) 和 5.4 亿元 (占比 43.9%), 同比增长 12.9% 和 35.9%。在房地产投资增速下滑的情况下, 公司在新能源、电信及电力等行业订单有较大增长, 驱动公司业绩持续提升。
- **毛利率稳中有升, 成本控制初见成效。** 终端电器和控制电器的毛利率分别为 39.4% 和 37.8%, 综合毛利率在 37.5%, 相比去年小幅提升 (+0.6pp), 维持在较高水平。期间费用率约 23.3%, 公司成本控制初见成效。
- **低压电器市场容量持续扩大, 保障公司订单增长。** 低压电器市场容量和电力行业发展密不可分, 按照经验配比套算, 每增加 1 万千瓦的发电量, 大约需要 6 万件低压电器相配套, 近年来平均新增装机容量超过 8500 万千瓦, 每年将至少产生 4.2 亿件低压电器元件需求。
- **智能电网和清洁能源的发展推动低压电器市场结构性调整。** 环保成为更加重要的议题, 新能源的大力拓展将对高效、稳定、可靠、安全的中、高端低压电器产品产生较大的需求。同时智能电网建设和规划, 一方面将继续拓展低压电器市场的容量, 另一方面将推动我国低压电器市场结构性调整。公司积极在新能源行业开拓创新, 订单数量大幅增长, 未来新能源业务将成为公司业绩增长的另一推动因素。
- **提升制造技术水平, 增强产品品质, 力争将公司研发中心打造成国内一流的企业科研机构。** 在国内技术不成熟、产品质量有待提升的背景下, 公司坚持以技术研发为中心, 制定了“双三战略”确定了关键产品线产品目标, 初步形成了未来五年的产品格局。目前公司智能型低压产品已产生收益。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.78 元、0.94 元和 1.08 元, 对应 PE 分别为 36 倍、30 倍和 26 倍, 给予目标股价 35 元。首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 建筑、工控等基础行业发展速度放缓的风险, 公司已有客户或更新供应商的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1225.77	1463.97	1689.28	1952.56
增长率	21.00%	19.43%	15.39%	15.59%
归属母公司净利润 (百万元)	162.20	202.25	243.95	279.34
增长率	29.62%	24.69%	20.62%	14.51%
每股收益 EPS (元)	0.63	0.78	0.94	1.08
净资产收益率 ROE	10.44%	11.52%	12.20%	12.26%
PE	45	36	30	26
PB	4.73	4.19	3.68	3.22

数据来源: Wind, 西南证券

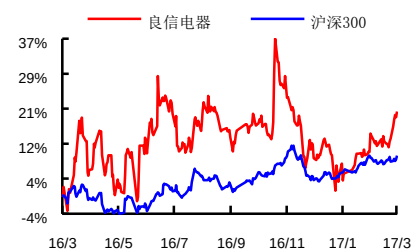
西南证券研究发展中心

分析师: 李佳颖
 执业证号: S1250513090001
 电话: 023-63786561
 邮箱: lijy@swsc.com.cn

联系人: 谭菁
 电话: 010-57631196
 邮箱: tanj@swsc.com.cn

联系人: 李志虹
 电话: 021-68415929
 邮箱: lzh@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)	2.59
流通 A 股(亿股)	1.26
52 周内股价区间(元)	23.45-56.68
总市值(亿元)	73.50
总资产(亿元)	18.92
每股净资产(元)	6.00

相关研究

目 录

1 公司概况：国内低压电器中高端市场领先公司	1
2 传统工业需求稳增，新能源行业需求有望爆发	3
2.1 全社会固定资产投资稳中有进，工业增加值稳步提升	3
2.2 电力行业稳步发展，智能电网推动低压电器结构性调整	3
2.3 结构性调整态势初现，中高端低压电器市场或成发展趋势	6
3 传统行业根基稳固，积极拓展新客户	7
3.1 产品定位中高端市场，形成“良信”口碑	7
3.2 加大研发投入，提升品牌竞争力	8
3.3 市场占有率高，行业地位突出	9
4 盈利预测与投资建议	9
5 风险提示	10

图 目 录

图 1：公司主营产品结构	1
图 2：公司股权结构：九名一致行动人为公司实际控制人	1
图 3：公司 2011 年至今营业收入及同比增长率	2
图 4：公司 2011 年至今归母净利润及同比增长率	2
图 5：公司 2011 年至今各类低压电器产品稳定增长	2
图 6：公司 2011 年至今毛利稳定增长，毛利率稳中有升	2
图 7：2010 年至今中国全社会固定资产投资增长	3
图 8：2010 年至今中国工业增加值增长	3
图 9：2010-2015 年中国新增发电设备装机容量	4
图 10：2010-2016 年中国发电量和用电量及同比增长率	4
图 11：2010-2016 年我国发电设备容量	5
图 12：智能电网三阶段投资金额及占电网总投资比例	5
图 13：2010 年至 2015 年住宅投资、办公楼投资、商业营业用房投资完成额及同比增长率	6
图 14：2011 年以来三费变动情况	8

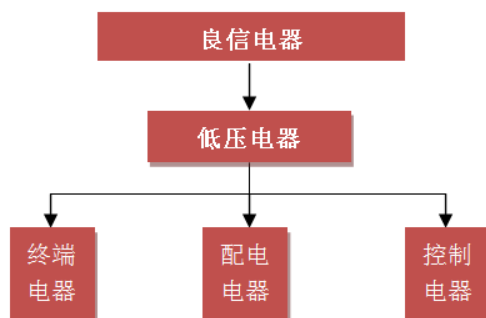
表 目 录

表 1：公司主要产品种类	7
表 2：公司研发中心研究项目	9
表 3：分业务收入及毛利率	10
附表：财务预测与估值	11

1 公司概况：国内低压电器中高端市场领先公司

上海良信电器股份有限公司成立于 2006 年，并于 2014 年在中小板 IPO。公司是国内低压电器行业中、高端市场的领先公司之一，专注于低压电器中高端市场研发、生产、销售，主要生产终端电器、配电电器、控制电器。经过十余年的发展，公司已在低压电器中高端客户群体中积累了良好口碑，公司下游客户主要分布在电信、建筑、工控、电力、等行业，并与华为技术、中兴康讯、艾默生、万达集团、万科集团、绿地集团等产业巨头保持密切的合作关系，销售收入稳步增长。

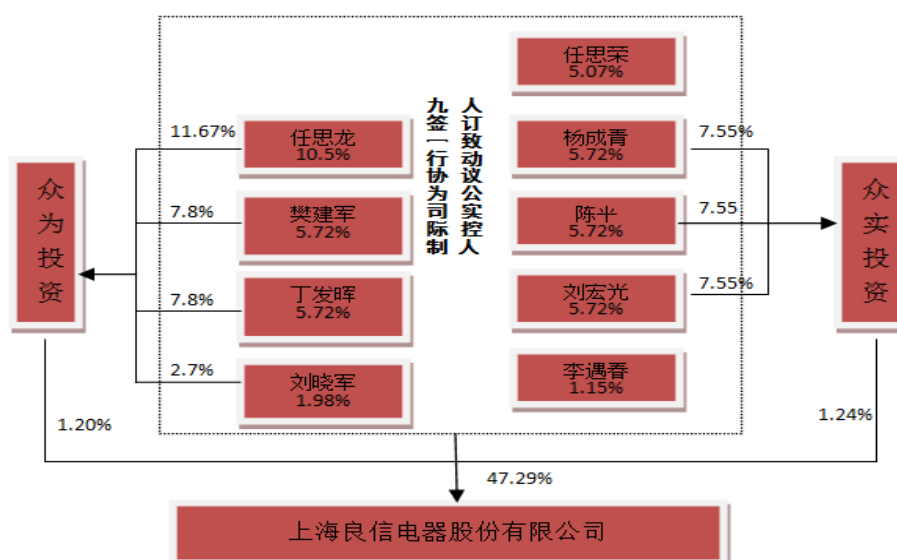
图 1：公司主营产品结构



数据来源：公司年报，西南证券整理

任思龙、樊建军、丁发晖、刘晓军等九人共计持有公司约 47.3% 股权，为一致行动人。其中任思龙、樊建军、丁发晖、刘晓军直接持有公司约 10.5%、5.7%、5.7%、2% 的股份，任思荣、杨成青、陈平、刘宏光、李遇春直接持有公司约 5.1%、5.7%、5.7%、5.7%、1.2% 的股份；同时，任思龙、樊建军、丁发晖、刘晓军还通过众为投资公司间接持有一部分公司股票；杨成青、陈平、刘宏光通过众实投资公司间接持有公司股票。

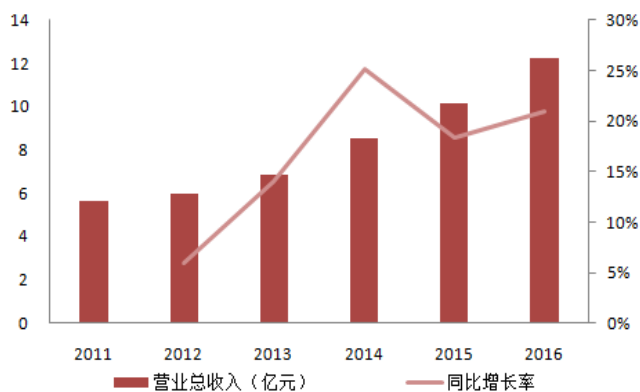
图 2：公司股权结构：九名一致行动人为公司实际控制人



数据来源：公司年报，西南证券整理

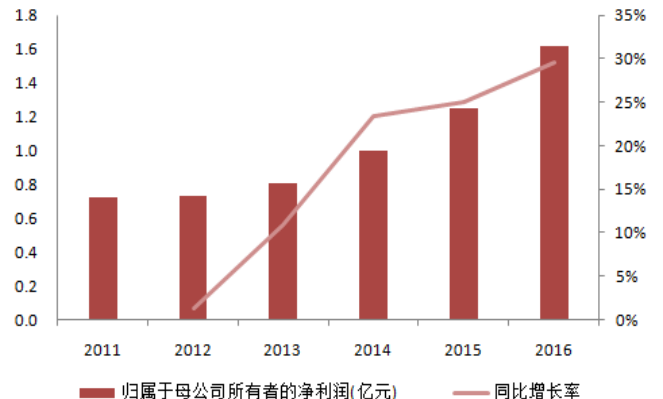
公司经营业绩稳步提升。2016 年实现营业收入约 12.3 亿元，同比增长 21%；实现归属于上市公司股东的净利润约为 1.6 亿元，同比增长 29.6%。公司在新能源、电信及电力等行业订单有较大增长；在建筑配电行业，公司业务逐步从商业住宅向工业建筑和公共建筑延伸；同时，公司在数据中心建设、工控、石化、冶金、制冷、起重、轨交、轻工等行业不断拓展和突破，取得有效进展。

图 3：公司 2011 年至今营业收入及同比增长率



数据来源：公司年报，西南证券整理

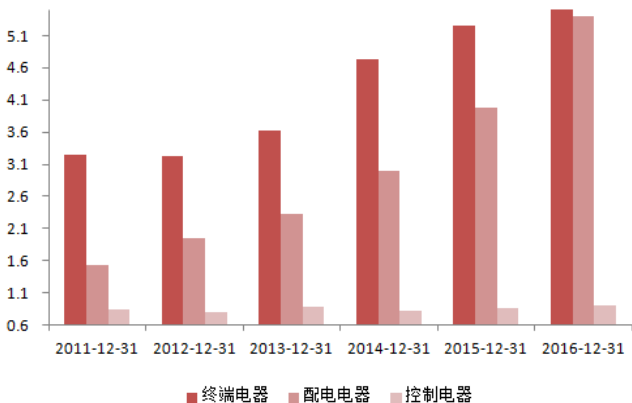
图 4：公司 2011 年至今归母净利润及同比增长率



数据来源：公司年报，西南证券整理

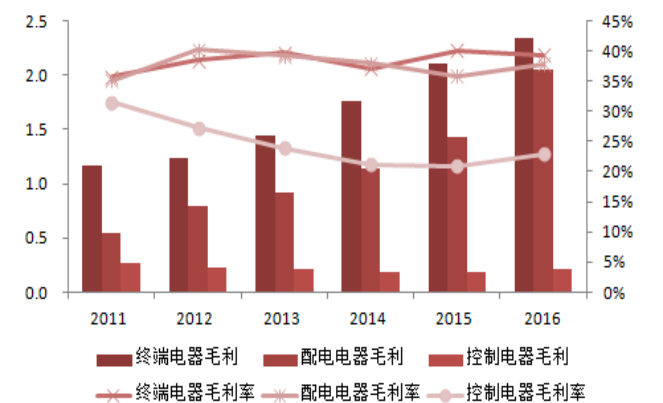
公司近年来经营业绩保持稳定增长，终端电器营收从 2011 年的 3.3 亿增长至 2016 年的 5.9 亿，营业收入呈现稳步增长的态势；配电电器营收从 2011 年 1.5 亿元增长至 2016 年的 5.4 亿，配电电器营收在 2016 年实现大幅增长，由去年的 4 亿元增长为今年的 5.4 亿元，同比增长 36%，营收规模接近终端电器；控制电器一直小幅增长。公司主要产品毛利率稳中有升，其中终端电器毛利率由 2011 年 35.7% 攀升至 2015 年 40.1%，今年毛利率略有下降 39.3%，仍然接近 40%；配电电器毛利率在 2016 年小幅增长，达到 37.8%；同时控制电器的毛利率在连续多年的小幅下降后出现回升。今年公司在业务开拓和成本控制都取得显著成效，公司毛利率 37.5%，同比提升了 0.6 个百分点。

图 5：公司 2011 年至今各类低压电器产品稳定增长



数据来源：公司年报，西南证券整理

图 6：公司 2011 年至今毛利稳定增长，毛利率稳中有升



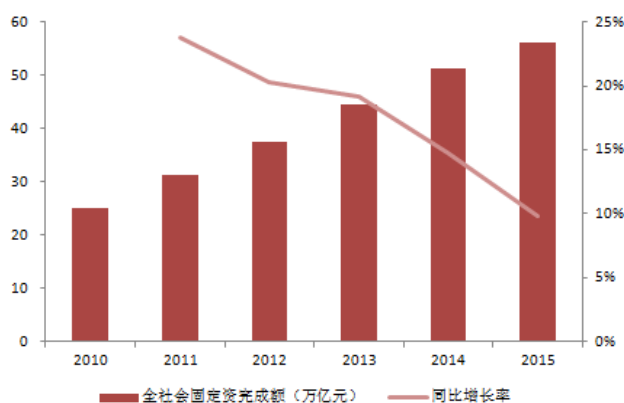
数据来源：公司年报，西南证券整理

2 传统工业需求稳增，新能源行业需求有望爆发

2.1 全社会固定资产投资稳中有进，工业增加值稳步提升

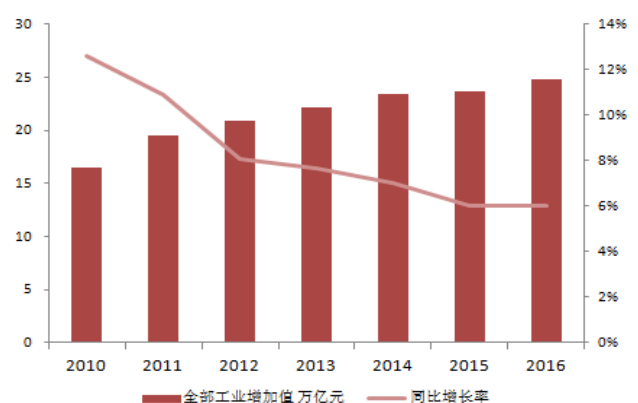
低压电器和全社会固定资产投资情况密切相关。低压电器种类繁多、广泛应用于国民经济各个行业的特性，其需求受各个行业投资驱动，更与全社会固定资产投资息息相关。一般而言，全社会固定资产投资增速能够在一定程度上决定低压电器行业的增长速度，我国近几年固定资产投资在经历高速增长后，增长速度开始回落，但 2015 年全社会固定资产投资近 56.2 万亿，10% 的固定资产增速仍会对低压电器产品产生巨大需求。

图 7：2010 年至今中国全社会固定资产投资增长



数据来源：西南证券

图 8：2010 年至今中国工业增加值增长



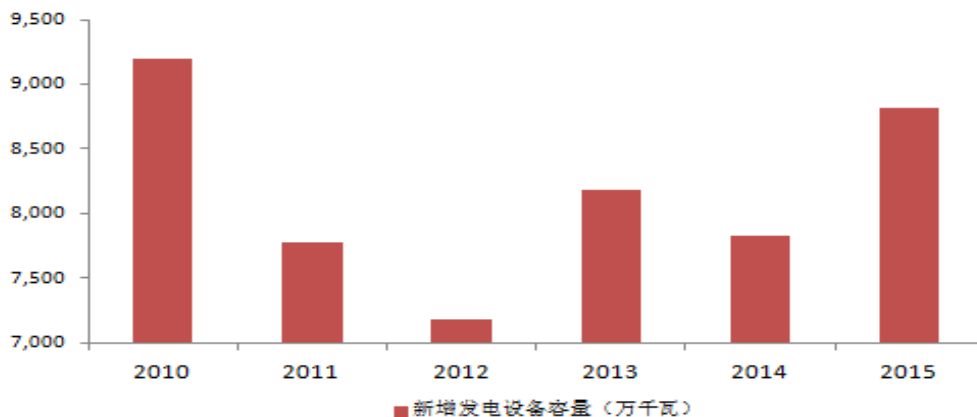
数据来源：招股说明书，西南证券整理

工业是使用低压电器产品最主要也最重要的领域，中国工业一直保持良好的增长势头。中国工业的高速增长是近年来低压电器市场保持 10%-15% 增长率的支撑，2016 年我国工业增加值达到约 24.8 万亿，同 2006 年相比增长 168.7%。我国目前正逐步走在由世界机械大国转变为世界机械工业强国路上，机械产品质量必须进一步提升，大量使用低压电器产品的机械工业转型将进一步提升对中高端低压电器产品的需求。

2.2 电力行业稳步发展，智能电网推动低压电器结构性调整

中国发电总装机容量连续快速增长。80% 的电能都需要通过低压电器配送或控制，低压电器市场容量和电力行业发展密不可分。按照经验配比套算，每增加 1 万千瓦的发电量，大约需要 6 万件低压电器相配套，我国电力行业的连年发展推动低压电器市场容量不断扩大。

图 9：2010-2015 年中国新增发电设备装机容量

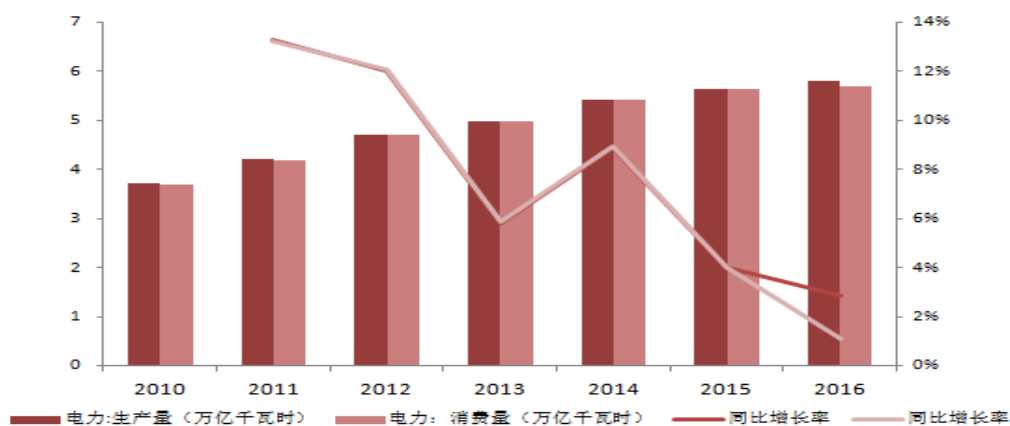


数据来源：公司年报，西南证券整理

我国发电装机总量连年增长，新增装机容量都在 7000 万千瓦以上，平均新增装机容量超过 8500 万千瓦。按照前面的经验数据，每年至少产生 4.2 亿件低压电器元件需求，将极大的促进低压电器市场的全方位发展。

2010 年至 2016 年我国的发电量和用电量也呈现稳步增长的态势，到 2016 年用电量和发电量分别达到 59198 和 59897 亿千瓦时，“十二五”期间发电量和用电量增速已经放缓，仍达到了 8% 以上的上年均增长率。初步预计“十三五”期间全社会发电量和用电量年均增长率仍在 7% 以上，2020 全社会用电量将达到 84000 亿千瓦时左右。

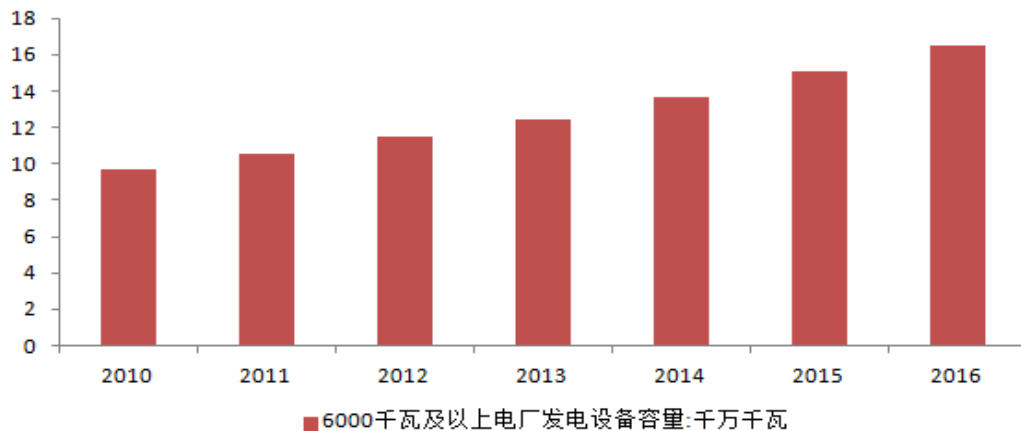
图 10：2010-2016 年中国发电量和用电量及同比增长率



数据来源：wind，西南证券整理

低压电器存在可观的更新需求。低压电器产品是存在更新周期的，考虑我国普遍使用的低压电器产品性能，综合安全性、电路稳定性要求和一些特定行业的设备更新需要，我国低压电器产品更新周期一般为 5 年至 8 年。截止 2016 年末，我国 6000 千瓦及以上电厂发电设备容量已达到 16.5 亿千瓦。按照前面提到的经验数据，1 万千瓦发电量约需要 6 万件配套低压电器产品计算，估计目前使用中的各类低压电器产品约有 98.7 亿件。基于对现在使用中的低压电器产品数量测算，发现我国低压电器产品存在数量可观的更新需求。

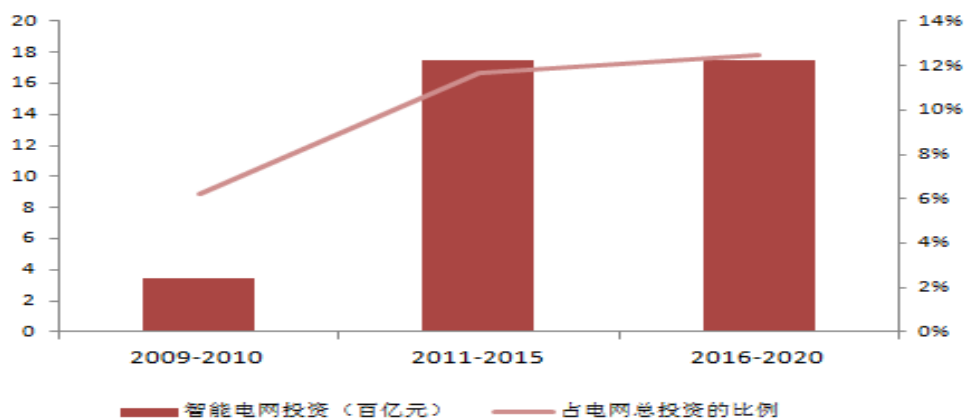
图 11：2010-2016 年我国发电设备容量



数据来源：wind，西南证券整理

智能电网大规模建设推动低压电器产品由低端市场向中高端市场进行结构性调整。智能电网也被成为“电网 2.0”，它是建立在集成的，高速双向的通信网络的基础上，通过先进的设备技术、控制方法、传感技术、以及先进的决策支持系统的应用，实现电网的安全性、稳定性、高效性、环境友好、使用安全等目标。目前智能电网的建设分为三个阶段，第一阶段是 2009 年至 2010 年，主要任务是研究和试点；第二个阶段是 2011 年至 2015 年，该阶段将实施大规模的智能电网项目建设；第三个阶段是 2016 年至 2020 年，实现智能电网整体的完善和提升，确保电网环境友好、使用安全等目标的实现。智能电网建设阶段的提出和规划，一方面拓展了低压电器市场的容量，对低压电器产品的需求进一步释放，另一方面智能电网更对我国低压电器市场提出了更高的要求，对低压电器安全性、稳定性、可靠性等方面的要求逐步提高，很多客户将从中、低端低压电器市场转向中、高端低压电器市场。

图 12：智能电网三阶段投资金额及占电网总投资比例

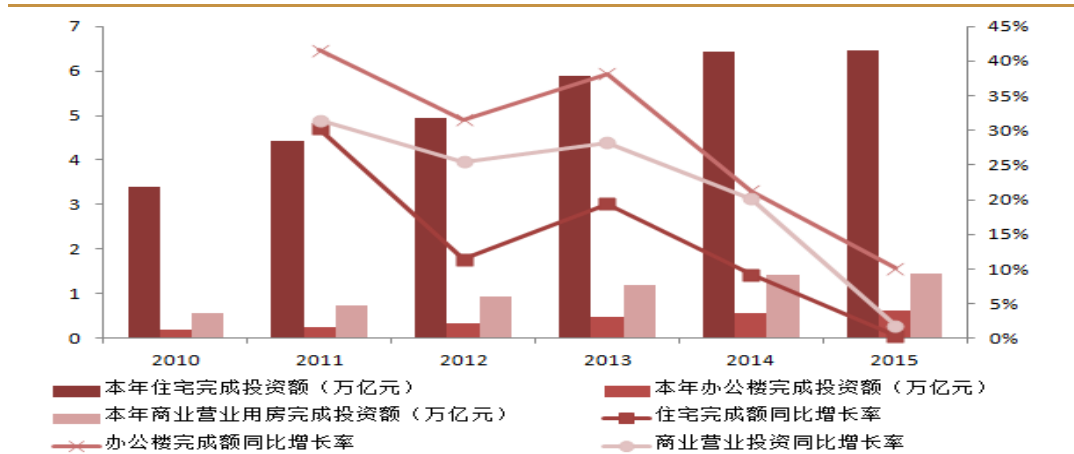


数据来源：前瞻网，西南证券整理

2.3 结构性调整态势初现，中高端低压电器市场或成发展趋势

房地产增速放缓，未来低压电器更新需求将不断释放。我国房地产投资在经历过去十年的高速增长后，其绝对投资数额已非常庞大，增长速度开始放缓，从 2013 年到 2015 年住宅投资、办公楼投资、商业营业用房投资增长速度迅速下降，分别从 19.4%、38.2%、28.2% 下降到 0.4%、10% 和 1.8%，未来通过投资拉动的低压电器的需求将会一定程度上放缓，但是低压电器的更新需求将不断释放。鉴于我国普遍电器企业生产的都是第二代、第三代低压电器，国内鲜有企业掌握第四代低压电器的成熟技术，在经济建设迅速发展、居民收入水平和生活水平不断提高的情况下，客户必然对产品的安全性、可靠性、稳定性提出更高的要求，客户需求必然从中低端低压电器市场向中高端低压电器市场转变。

图 13：2010 年至 2015 年住宅投资、办公楼投资、商业营业用房投资完成额及同比增长率



数据来源：wind，西南证券整理

环保门槛提高催生对中高端产品的需求。欧盟的环保指令《关于报废电气电子设备指令》、《关于在电器设备中限制使用某些有害物质指令》在十年前已经实施，中国在 2006 年也已发布了《电子信息产品污染控制管理办法》。根据最新的《电器电子产品有害物质限制使用管理办法》的有关规定，自 2016 年 7 月 1 日起生产的电器电子产品需要加贴有害物质限制使用标志，标注环保使用期限。《管理办法》的颁布对电气设备和电子产品提出了更高的环保要求，必然导致低端的、第一代第二代无法满足环保要求的低端电器产品退出市场，更加安全稳定的、环保的低压电器产品在中不断发展壮大，中、高端低压电器产品市场前景广阔。

清洁能源、新能源的应用对中、高端产品带来巨大的需求。近年来，环保成为更加重要的议题，新能源投资规模不断扩大，新能源产业、低碳经济成为电力设备的又一增长点，新能源的大力拓展将对高效、稳定、可靠、安全的中、高端低压电器产品产生较大的需求。同时随着风力发电和光伏发电的逆变控制系统和并网技术等核心技术突破后，中、高端低压电器产品将面临新的增量需求。

国内低压电器产品同质化严重，高端市场国外垄断，开拓中、高端市场，发挥进口替代优势。低压电器经过多年发展，从技术角度有四代产品，现在第四代产品已经在发达国家生产、投产、使用，而我国尚不具有掌握自主研发第四代产品的能力，只有为数不多的几家企业处于跟随研发者的地位。国内绝大数电器企业规模较小，研发投入不足，不具备自主研发能力，低档次产品重复生产。在国外第四代产品日趋成为主流的同时，我国第二代产品的市场占有率为 45%，第三代产品的市场占有率为 40%，产品更新换代迫在眉睫。

3 传统行业根基稳固，积极拓展新客户

3.1 产品定位中高端市场，形成“良信”口碑

产品定位中高端市场，种类繁多，毛利稳定。在国内低压电器市场持续快速增长和产业升级持续推进的背景下，公司将坚持把中、高端低压电器作为主营业务，不断完善终端电器、配电电器、控制电器为主线的产品系列，大力发展智能低压电器产品。以“可靠”和“环保”作为产品的设计理念，形成以“良信”为品牌的独特竞争力。加强和巩固在中、高端市场的份额，成为一流的低压电器供应商。

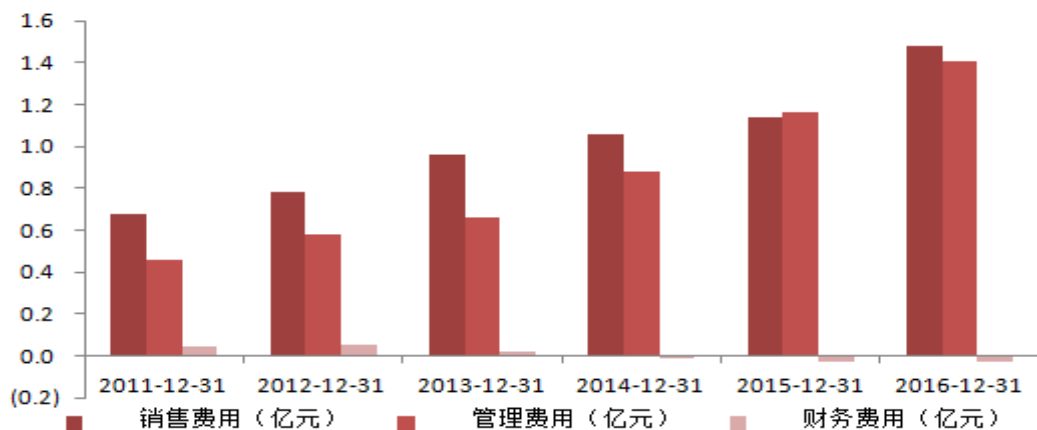
表 1：公司主要产品种类

分类	公司产品	主要产品	图示
终端电器	小型断路器、小型直流断路器、剩余电流动作断路器、隔离开关、模数化插座、模数化终端、组合配电箱等	NDM1 系列 小型断路器	
		NDB2 系列 小型断路器	
配电电器	塑料外壳式断路器、万能式框架断路器、自动转换开关电器等	塑壳断路器	
		框架断路器	
控制电器	交流接触器、电子式过载继电器、切换电容器接触器、星-三角起动器、接触器式继电器设备用断路器等	接触器	
		NDB3 系列设备用断路器	

数据来源：招股说明书，西南证券整理

社会化专业分工，主抓产品制造关键环节。公司实行的是社会化分工的生产模式，除产品制造的关键环节、关键工艺由公司独立把关外，其余零部件均有标准件供应商和定制件供应商提供，所以为实现产品性能和成本把控的要求，公司对零部件供应商的把控至关重要。公司根据研发、生产、销售需求，通过寻找、筛选、考察、评定等规范化的供应链管理流程，建立富有竞争性的供应平台，保证材料、零部件的一致性与可靠性，既对零部件的本质性能进行严格把关，也实现了对采购成本的合理控制，营业利润稳步攀升。

图 14：2011 年以来三费变动情况



数据来源：wind，西南证券整理

集中聚焦，集中力量，以 B to B 的销售方式，深度挖掘客户。公司辐射行业众多，客户涉及电力、建筑、电信、新能源、机械等多个行业。为更好的沟通客户，形成口碑效应，提升知名度，公司建立了营销中心，在全国设立七个大区，四十二个办事处，并且以区域划分授权一家或若干家经营良信品牌产品的经销商，较为合理的运用了有效资源，提升了公司在中低端低压电器市场的竞争力。

3.2 加大研发投入，提升品牌竞争力

提升制造技术水平，增强产品品质。目前国际一类电器公司已经掌握成熟的第四代低压电器技术，国内一类电器公司在掌握第三代低压电器核心技术的同时也在集中进行第四代技术的研发。在低端产品市场第二代和第三代中一些产品同质化严重，主要靠价格竞争，中、高端低压电器产品进口较多，价格偏高，公司在这样的大背景下坚持以中、高端低压电器市场为定位，不断提高改进技术制造水平，使公司制造水平和生产管理向世界标准看齐，增强产品在国际社会的认知度。

继续推行“双三”战略，力争将公司研发中心打造成国内一流的企业科研机构。在国内技术不成熟、产品质量有待提升的背景下，公司坚持以技术研发为中心，制定了“双三战略”确定了关键产品线产品项目路标，初步形成了未来五年的产品格局。同时为促进内部研发与外部市场形成有效联动，公司实行了产品线负责制，优化研发模式、提高研发效率、降低研发成本。与此同时，NDW3-4000 万能式断路器、NDW2 系列万能式断路器、NDM3-125/250 塑壳断路器、Tm2 自动重合闸装置等新产品相继上市，使产品线更加完善。在公司的不懈努力下，截至 2016 年 12 月 31 日，公司拥有有效专利 292 项，其中发明专利 40 项，实用新型专利 198 项，外观设计专利 54 项。

表 2：公司研发中心研究项目

承诺投资项目	承诺投资额（万元）	截至期末投资进度	报告期实现收益（万元）
智能型低压电器产品	32125	84.83%	7703.93
研发中心项目	5475.3	111.60%	0
智能型及新能源电器和装置研发制造基地项目	49551.8	26.45%	0

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3 市场占有率高，行业地位突出

市场占有率高，客户群体稳定。公司产品在终端电器中、高端市场占有率较高的份额，近些年来，公司主要产品终端电器产品的销售收入和销售数量在中、高端市场中均名列前三位。公司连续多年均为艾默生优秀供应商，华为、万科、上海电力等客户的重要供应商。公司主导产品连续多年被评为上海名牌产品，公司拥有的主要商标被评为上海市著名商标。

积累了国内外知名企业客户，形成了“可靠、专业、环保”的良信电器品牌。在各行各业公司均于国内外知名品牌建立了稳定的合作关系。在建筑行业，公司与绿地集团、复地集团、合生创展等国内地产业巨头保持战略合作关系，自 2008 年 1 月开始与商业地产的龙头企业万达集团合作，成为其全国采购供应商；于 2009 年 1 月正式与万科集团签订全国低压电器采购协议，目前公司产品被广泛应用在万科全国百余个项目中；于 2012 年度与龙湖地产、招商地产签订了全国性战略合作协议；于 2013 年上半年度，与大华地产、中铁置业集团、海伦堡地产、协信地产开始合作；在电信行业，公司是华为技术、中兴通讯、艾默生网络能源等全球知名电信设备商的主要供应商，公司生产的小型断路器和设备用断路器在电信行业市场占有较高的份额；在电力行业，公司与国电南瑞、国电南自、许继集团、上海电力、江苏电力、大连电力、哈尔滨电力等电力企业建立了良好的业务合作关系，在电力行业的发展前景广阔。

4 盈利预测与投资建议

假设 1：公司的低压电器产品广泛应用于电信、建筑、工控、电力等诸多领域，经过多年发展已建立了稳定的客户群体。预计公司终端电器和控制电器产品销售量将跟随行业综合发展维持稳定的增速，与 2016 年此两类业务销售增速近似；但 2016 年公司的配电电器业务因塑壳断路器、自动转换开关等新型产品推广而实现销售收入快速增长，预计 2017 年起销售收入仍将维持高增速，销售收入有望突破 7 亿元，随后略降；

假设 2：低压电器产品行业竞争激烈，但大格局相对稳定，2017-2019 年公司三大类业务的毛利率也将维持稳定，分别维持在 40%、38%和 22%。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
终端电器	收入	593.52	664.74	744.51	833.85
	增速	12.81%	12.00%	12.00%	12.00%
	毛利率	39.35%	40.00%	40.00%	40.00%
配电电器	收入	541.45	703.89	844.66	1013.60
	增速	35.89%	30.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	37.84%	38.00%	38.00%	38.00%
控制电器	收入	90.51	95.04	99.79	104.78
	增速	4.79%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	22.88%	22.00%	22.00%	22.00%
其他	收入	0.29	0.30	0.32	0.34
	增速	-86.30%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	81.04%	80%	80%	80%
合计	收入	1225.77	1463.97	1689.28	1952.56
	增速	21.00%	19.43%	15.39%	15.59%
	毛利率	37.48%	37.88%	37.94%	38.00%

数据来源：西南证券

预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.78 元、0.94 元和 1.08 元，对应 PE 分别为 36 倍、30 倍和 26 倍。参考行业内同样定位为高端电器产品的宏发股份目前 35 倍 PE，公司具有多年高端低压电器研发经验及优秀的客户群体，目前 45 倍 PE 相对 2016 年已有一定的回调，作为业绩优良的国内高端低压电器龙头可维持 2017 年 45 倍估值，对应股价 35 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

5 风险提示

建筑、工控等基础行业发展速度放缓的风险，公司已有客户或更新供应商的风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1225.77	1463.97	1689.28	1952.56	净利润	162.20	202.25	243.95	279.34
营业成本	766.39	909.44	1048.30	1210.53	折旧与摊销	37.37	40.73	63.53	82.54
营业税金及附加	6.56	7.19	8.42	9.80	财务费用	-3.44	1.20	4.90	7.64
销售费用	148.21	161.04	177.37	205.02	资产减值损失	7.80	10.00	10.00	10.00
管理费用	141.06	161.04	177.37	205.02	经营营运资本变动	-530.18	-185.71	-135.41	-172.02
财务费用	-3.44	1.20	4.90	7.64	其他	548.70	-18.51	-20.00	-20.25
资产减值损失	7.80	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	222.45	49.97	166.98	187.24
投资收益	11.71	10.00	10.00	10.00	资本支出	-69.14	-240.00	-240.00	-240.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-606.58	10.00	10.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-675.72	-230.00	-230.00	-230.00
营业利润	170.90	224.06	272.92	314.55	短期借款	0.00	131.57	90.45	76.72
其他非经营损益	19.54	14.52	14.51	14.52	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	190.44	238.58	287.43	329.07	股权融资	529.53	0.00	0.00	0.00
所得税	28.24	36.34	43.49	49.73	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	162.20	202.25	243.95	279.34	其他	-99.37	-1.20	-4.90	-7.64
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	430.16	130.36	85.56	69.09
归属母公司股东净利润	162.20	202.25	243.95	279.34	现金流量净额	-22.04	-49.67	22.53	26.33
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	196.07	146.40	168.93	195.26	成长能力				
应收和预付款项	328.12	411.09	467.63	540.15	销售收入增长率	21.00%	19.43%	15.39%	15.59%
存货	153.64	180.82	208.66	241.43	营业利润增长率	22.46%	31.11%	21.81%	15.25%
其他流动资产	635.16	758.58	875.33	1011.76	净利润增长率	29.62%	24.69%	20.62%	14.51%
长期股权投资	3.69	3.69	3.69	3.69	EBITDA 增长率	24.76%	29.86%	28.33%	18.56%
投资性房地产	42.19	42.19	42.19	42.19	获利能力				
固定资产和在建工程	424.95	550.81	662.42	763.58	毛利率	37.48%	37.88%	37.94%	38.00%
无形资产和开发支出	59.33	135.15	202.41	261.12	三费率	23.32%	22.08%	21.29%	21.39%
其他非流动资产	48.39	45.99	43.58	41.17	净利率	13.23%	13.82%	14.44%	14.31%
资产总计	1891.54	2274.71	2674.84	3100.35	ROE	10.44%	11.52%	12.20%	12.26%
短期借款	0.00	131.57	222.02	298.74	ROA	8.57%	8.89%	9.12%	9.01%
应付和预收款项	319.17	365.04	427.38	492.88	ROIC	13.16%	11.83%	11.86%	11.71%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	16.71%	18.17%	20.21%	20.73%
其他负债	18.89	22.37	25.75	29.70	营运能力				
负债合计	338.05	518.98	675.15	821.32	总资产周转率	0.78	0.70	0.68	0.68
股本	258.79	258.79	258.79	258.79	固定资产周转率	4.96	3.97	3.00	2.85
资本公积	839.42	839.42	839.42	839.42	应收账款周转率	15.44	15.34	14.34	14.73
留存收益	469.02	671.27	915.22	1194.56	存货周转率	4.84	5.41	5.34	5.35
归属母公司股东权益	1553.49	1755.74	1999.69	2279.03	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.15%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1553.49	1755.74	1999.69	2279.03	资产负债率	17.87%	22.81%	25.24%	26.49%
负债和股东权益合计	1891.54	2274.71	2674.84	3100.35	带息债务/总负债	0.00%	25.35%	32.88%	36.37%
					流动比率	3.89	2.89	2.55	2.42
					速动比率	3.43	2.54	2.24	2.13
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.63	0.78	0.94	1.08
					每股净资产	6.00	6.78	7.73	8.81
					每股经营现金	0.86	0.19	0.65	0.72
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	204.83	266.00	341.35	404.72					
PE	45.31	36.34	30.13	26.31					
PB	4.73	4.19	3.68	3.22					
PS	6.00	5.02	4.35	3.76					
EV/EBITDA	34.19	27.01	21.24	18.04					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@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	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn