



业绩稳健增长, 智能制造逐步发力

投资要点

- **结构优化, 智能工厂装备占比逐渐加大。**2015年以来, 公司陆续收购珠海运泰利、和鹰科技, 布局检测自动化生产线和服装自动化领域, 智能工厂设备在营收中的比重加大。2016年, 智能工厂装备板块毛利率增长6.4%, 主要是由于2016年新增子公司长园和鹰、运泰利毛利率提升; 智能电网设备和电动汽车相关材料受成本上升因素, 毛利率略有下降。
- **增量配网市场开启助力电网设备业务发展。**电网投资额的增长和对配电网建设的大力推进直接拉动了输配电设备市场的发展, 电力设备制造企业的业绩也随之水涨船高。同时, 得益于招标政策的调整, 输配电设备制造业的竞争和盈利状况也有所改善。公司智能电网业务在电力投资增速回暖过程中收益显著, 2016年实现营业收入25.9亿元, 同比增长17.5%。
- **新能源汽车产业链布局完善, 有望迎来高速增长。**公司2014年7月投资国内锂电池隔膜龙头企业星源材质, 11月收购江苏华盛切入电解液添加剂领域, 2014年12月投资磷酸铁锂电池企业沃特玛。沃特玛通过坚瑞消防上市后公司将获得5862万股坚瑞消防的股票, 未来将贡献很大的投资收益。在新能源汽车电池隔膜、电解液添加剂、动力电池等领域, 公司都已完成相应布局, 未来有望伴随新能源汽车的发展迎来高速发展。
- **盈利预测与投资建议:**我们预计公司2017-2019年EPS分别为0.59元、0.78元和0.96元, 对应PE分别为24倍、18倍、15倍。参考业务类似且成为长园集团大股东的沃尔核材2017年34倍估值, 我们认为公司布局合理, 也应有此市场认可度, 同样给予公司34倍估值, 对应股价20.1元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:**公司业务整合或不及预期、新能源汽车发展速度或不及预期等风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5848.96	7105.66	8837.85	10411.36
增长率	40.54%	21.49%	24.38%	17.80%
归属母公司净利润(百万元)	640.06	781.89	1030.21	1264.70
增长率	32.53%	22.16%	31.76%	22.76%
每股收益EPS(元)	0.49	0.59	0.78	0.96
净资产收益率ROE	9.45%	12.24%	14.35%	15.54%
PE	30	24	18	15
PB	2.54	2.75	2.44	2.15

数据来源: Wind, 西南证券

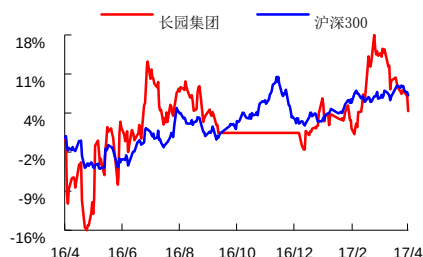
西南证券研究发展中心

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)	13.17
流通A股(亿股)	12.14
52周内股价区间(元)	13.45-17.13
总市值(亿元)	189.82
总资产(亿元)	156.20
每股净资产(元)	5.36

相关研究

目 录

1 意图多方向发展的电力设备企业	1
2 增量配网市场开启助力电网设备业务发展	2
3 智能制造板块并购持续，业绩快速增长	4
3.1 收购珠海运泰利，切入智能制造领域	4
3.2 收购和鹰科技，介入数控裁剪装备	4
4 新能源汽车产业链布局完善，有望迎来高速增长	5
5 股权变动经历	6
6 盈利预测	6
7 风险提示	7

图 目 录

图 1：公司 2016 年主营业务结构情况	1
图 2：公司 2015、2016 年主营业务毛利率情况	1
图 3：长园集团分业务收入	1
图 4：公司 2011 年以来营业收入及增速	2
图 5：公司 2011 年以来净利润及增速	2
图 6：2011-2016 年电网投资额及增速	3
图 7：2011-2015 年 35kv-110kv 输电线路回路长度及增速	3
图 8：运泰利 12-16 年营业收入及增速	4
图 9：2016 年全国锂离子电池行业月度产量	5

表 目 录

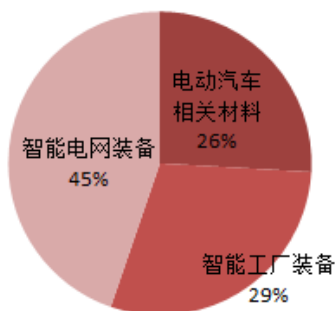
表 1：配电网建设改造指导目标	2
表 2：公司新能源汽车产业链整合过程	5
表 3：受让股权情况	6
表 4：分业务收入及毛利率	7
附表：财务预测与估值	8

1 意图多方向发展的电力设备企业

长园集团上市于2012年12月，专业从事辐射功能材料和电网设备的研发、生产及销售，为国内最大的热缩材料和高分子 PTC 制造商以及优秀的电网设备供应商。在智能电网设备领域，公司通过渐进式并购逐渐扩大业务范围，目前业务已经覆盖从发电、输电、配电、用电的智能电网各个环节。近几年，公司通过外延扩张不断加码智能制造板块，并且持续深入布局电动汽车产业链，这些有望在未来成为公司的利润增长点。

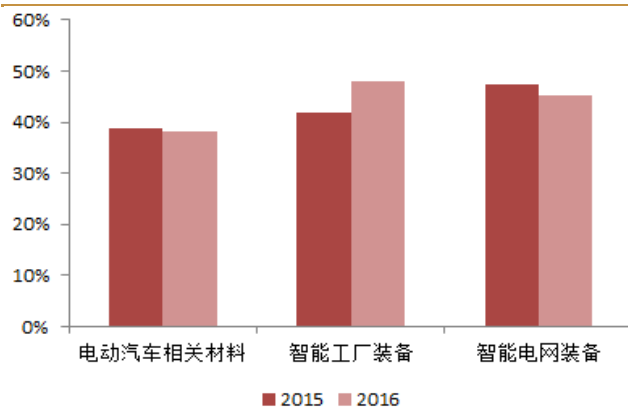
公司主营业务结构：2016 年公司的主要收入来自智能电网设备类产品，占比 45%；电动汽车相关材料和智能工厂装备分别占营收的比重为 26%、29%。2016 年公司毛利率较上年增长 0.65 个百分点，其中智能工厂装备板块增长 6.4%，主要是由于今年新增子公司长园和鹰和运泰利毛利率提升。智能电网设备和电动汽车相关材料受成本上升因素，2016 年毛利率略有下降。

图 1：公司 2016 年主营业务结构情况



数据来源：公司年报，西南证券整理

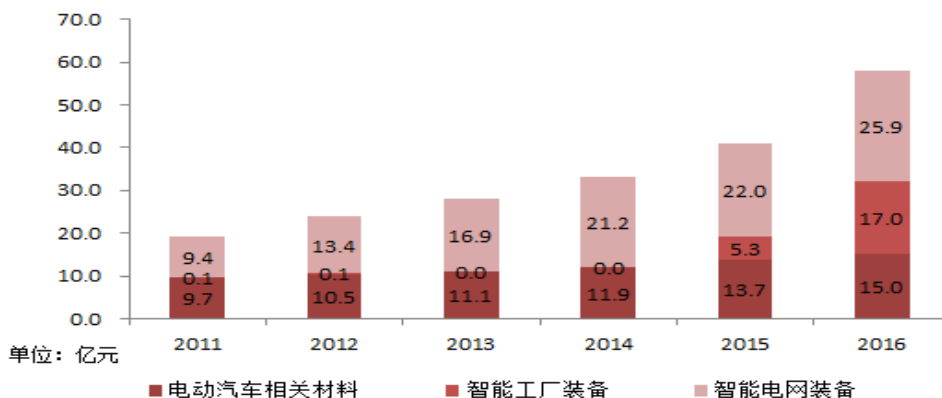
图 2：公司 2015、2016 年主营业务毛利率情况



数据来源：公司年报，西南证券整理

2015 年之前，公司的营业收入主要来源于辐射功能材料（热缩材料）；随后公司陆续收购了珠海运泰利、和鹰科技，布局检测自动化生产线和服装自动化领域，智能工厂设备收入在营业收入中的比重逐渐加重。2016 年 6 月收购长园和鹰 80% 股权，8 月并表后，智能工厂装备占营收比重由 12.85% 提升至 29%。

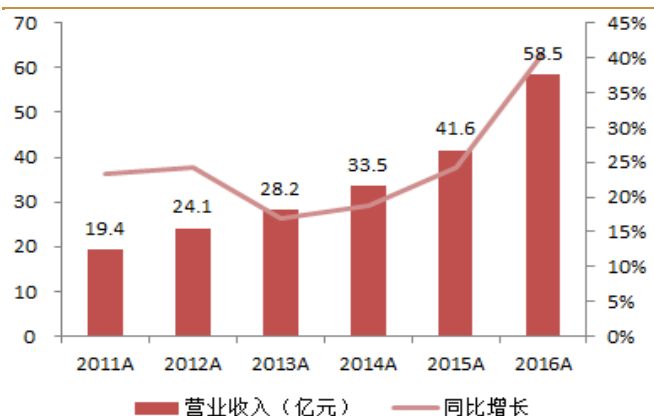
图 3：长园集团分业务收入



数据来源：公司年报，西南证券整理

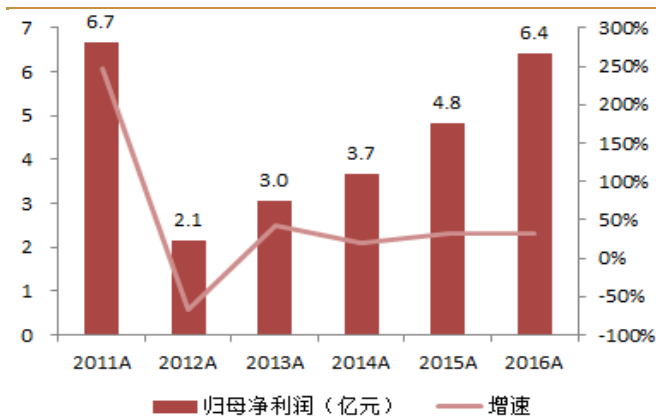
业绩稳步增长：公司营业收入和净利润自 2011 年以来一直保持每年 20%左右的稳健增长。2016 年，公司营收 58.5 亿元，同比增长 40.5%，其中智能工厂板块营收同比增长 219.7%，主要原因是公司业务持续稳定增长以及 8 月长园和鹰并表。2016 年 8-12 月，长园和鹰实现销售收入 6.7 亿元。

图 4：公司 2011 年以来营业收入及增速



数据来源：公司年报，西南证券整理

图 5：公司 2011 年以来净利润及增速



数据来源：公司年报，西南证券整理

2 增量配网市场开启助力电网设备业务发展

2015 年，国家能源局印发《配电网建设改造行动计划（2015-2020 年）》，通过实施配电网建设改造行动计划，有效加大配电网资金投入。2015-2020 年，配电网建设改造投资不低于 2 万亿元，其中 2015 年投资不低于 3000 亿元，“十三五”期间累计投资不低于 1.7 万亿元。

2016 年，国家发改委、国家能源局正式发布《电力发展“十三五规划”》，提出升级改造配电网、推进智能电网建设。有序放开增量配电网业务，鼓励社会资本有序投资、运营增量配电网，促进配电网建设平稳健康发展。

表 1：配电网建设改造指导目标

指标	单位	2014 年	2017 年	2020 年
1.供电可靠率	%	99.35	99.69	99.82
其中：中心城市（区）	%	99.95	99.97	99.99
城镇	%	99.80	99.85	99.88
乡村	%	99.16	99.45	99.72
2.用户年均停电时间	小时	57.0	27.0	15.7
其中：中心城市（区）	小时	4.4	2.6	1.0
城镇	小时	17.5	13.2	10.0
乡村	小时	73.6	48.0	24.0
3.综合电压合格率	%	95.88	97.53	98.65
其中：中心城市（区）	%	99.94	99.96	99.97
城镇	%	96.92	97.95	98.79

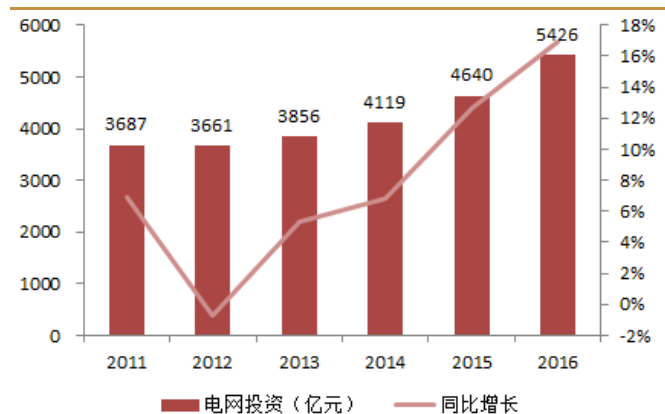
指标	单位	2014 年	2017 年	2020 年
乡村	%	90.77	94.69	97.00
4.110 千伏及以下线损率	%	6.2	6.1	6.0
5.高压配电网容载比	1	2.01	1.8-2.2	
6.乡村户均配变容量	千伏安	1.55	1.8	2.0
7.配电自动化覆盖率	%	20	50	90
8.配电通信网覆盖率	%	40	60	95
9.智能电表覆盖率	%	60	80	90

数据来源：国家能源局，西南证券整理

电网投资增长快速：2016 年，全国电力工程建设完成投资 8855 亿元，同比增长 3.3%。其中，电源工程建设完成投资 3429 亿元，同比下降 12.9%，占全国电力工程建设完成投资总额的 38.7%；电网工程建设完成投资 5426 亿元，同比增长 16.9%。

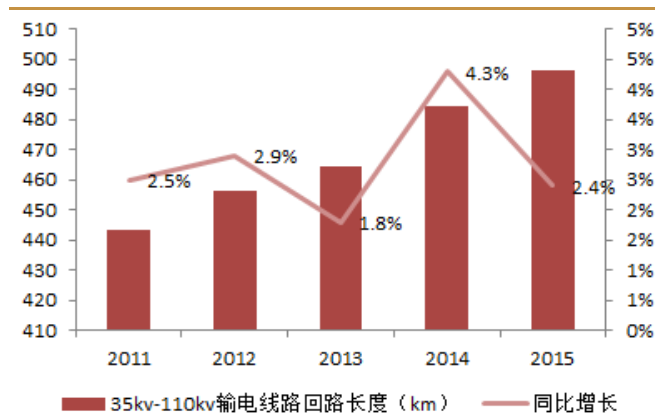
为保障全面建成小康社会的电力电量需求，预计到 2020 年全社会用电量 6.8-7.2 万亿千瓦时，年均增长 3.6-4.8%，全国发电装机容量 20 亿千瓦，年均增长 5.5%。人均装机突破 1.4 千瓦，人均用电量 5000 千瓦时左右，接近中等发达国家水平。城乡电气化水平明显提高。

图 6：2011-2016 年电网投资额及增速



数据来源：中国电力企业联合会，西南证券整理

图 7：2011-2015 年 35kv-110kv 输电线路回路长度及增速



数据来源：中国电力企业联合会，西南证券整理

电网投资额的增长和对配电网建设的大力推进将直接拉动了输配电设备市场的发展，电力设备制造企业的业绩也随之水涨船高。同时，得益于招标政策的调整，输配电设备制造业的竞争和赢利状况也有所改善。

公司智能电网业务在电力投资增速回暖过程中收益显著，2016 年此业务实现营业收入 25.9 亿元，同比增长 17.5%。各子公司继续加强与国家电网、南方电网等主网客户的合作与交流，巩固自身主营业务的地位，保证了电网升级及需求增长中的相应份额；配网产业方面，智能监测、SVG、ECVT 等智能产业成绩突出，行业地位进一步提升。

此外，公司定增募资 8 亿元，投资近 9 亿元建设南京智能电网研发生产基地，该项目的目标是实现智能变电站产品、智能配电网产品和电网继电保护装置等产品的规模化生产，并推进其他方向的研究。该项目预计 17 年底前投产，有望进一步提升生产效率和利润率。

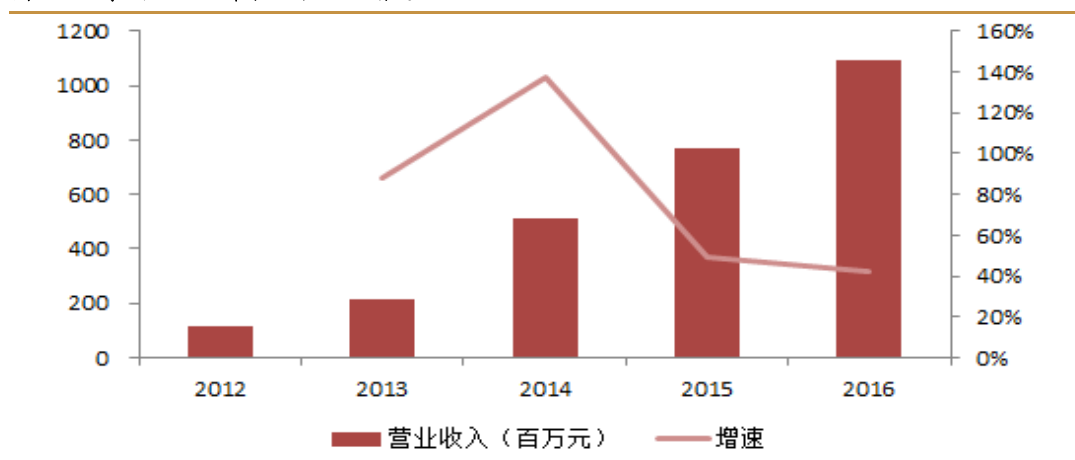
3 智能制造板块并购持续，业绩快速增长

2015 年，国务院印发《中国制造 2025》，提出加快发展智能制造装备和产品，推进制造过程智能化。在《中国制造 2025》的政策指引下，智能工厂装备需求不断加大。

3.1 收购珠海运泰利，切入智能制造领域

2015 年，公司发行股份及支付现金购买珠海运泰利 100% 股权，切入智能工厂装备板块。珠海运泰利主要从事精密测试设备和工业自动化装备的研发、生产和销售，是行业领先的精密测试设备和工业自动化设备供应商，部分自动控制技术达到了世界领先水平。运泰利的优势是响应比较快，技术能力高，且价格比较低。

图 8：运泰利 12-16 年营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

2013-2016 年运泰利营收从 216.3 亿增长至 1095.9 亿，3 年复合增速高达 71.8%。运泰利自 15 年 8 月并表后对公司业绩产生了极大的拉动作用。16 年营收同比增长 42.42%，贡献净利润近 2 亿元。2016 年，运泰利依托精密测试设备和工业自动化设备行业领先的技术实力，成功与华为建立并开展业务合作关系，拿下了 NAPA、Foxconn 等诸多新项目，2016 年实施项目总数比去年增长 1 倍以上。目前核心客户占运泰利收入比重不到 50%，且比例在不断缩小，公司在尽量做差异化竞争，找到体现核心竞争力的工序。

智能工厂装备产业发展前景广阔，珠海运泰利已积极布局汽车电子、医疗设备等行业，将形成新的业务增长点；随着珠海运泰利高端客户战略的有效实施，新兴市场的开拓，综合实力将大幅度增强，借力上市公司的大平台，未来有望保持快速增长。

3.2 收购和鹰科技，介入数控裁剪装备

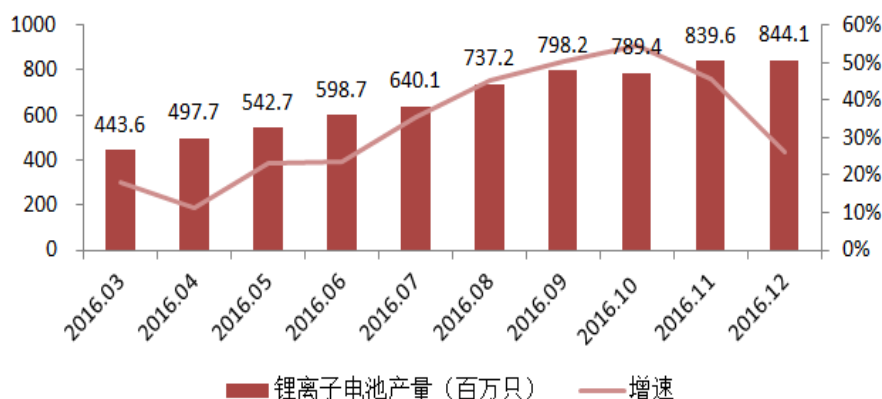
2016 年 6 月，公司以现金 18.8 亿元收购和鹰科技 80% 股权，切入数控裁剪装备领域。

和鹰科技是全球唯一一家集缝前、缝中、缝后整个服装工艺产品线的数字化设备全面解决方案提供商，是全球范围内数控裁剪装备行业的领军企业。产品在缝制设备市场占有率 80% 以上。我国是纺织服装大国，但我国服装企业上产自动化、信息化程度较低，生产效率不高，数控裁剪装备市场未来发展空间广阔。

4 新能源汽车产业链布局完善，有望迎来高速增长

在国家各种支持政策下，我国新能源汽车产量快速增长，工信部公布产量数据显示，2015 年中国新能源汽车产量为 34.0 万辆，2016 年产量为 51.7 万辆，同比增长 51.7%，我们预计未来几年我国新能源汽车产销量将继续维持高增速，由此将带动动力锂电池需求大幅提升。2015 年我国动力电池市场规模超过 320 亿元，动力电池总需求量超过 160 亿瓦时，其中数码类产品用锂离子电池市场约为 640 亿元，储能用锂离子电池市场为 25 亿元。2015 年我国锂离子电池产品销售收入超过 985 亿元，同比增长 37.7%。

图 9：2016 年全国锂离子电池行业月度产量



数据来源：国家统计局，西南证券整理

公司 2014 年 7 月投资国内锂电池隔膜龙头企业星源材质，11 月收购江苏华盛切入电解液添加剂领域，2014 年 12 月投资磷酸铁锂电池企业沃特玛。沃特玛通过坚瑞消防上市后公司将获得 5862 万股坚瑞消防的股票，占股 4.81%，未来将贡献很大的投资收益。在新能源汽车电池隔膜、电解液添加剂、动力电池等领域，公司都已完成相应布局，未来有望伴随新能源汽车的发展迎来高成长。

表 2：公司新能源汽车产业链整合过程

时间	事件	公司概况
2014.07-2014.09	收购星源材质共 6.32% 股权	星源材质专业从事锂离子电池隔膜研发、制造和销售，是全球少数同时拥有锂离子电池隔膜干法及湿法制备技术的企业之一。
2014.11	收购江苏华盛 80% 股权	主营电池电解液添加剂，是锂电池添加剂龙头企业
2014.12	增资沃特玛，持有其 11.11% 股权	磷酸铁锂电池国内规模居前

数据来源：wind，西南证券整理

2016 年 8 月 9 日晚，公司发布公告称将以人民币 1 亿元增资中锂新材，增资完成后公司持有中锂新材 10% 的股权，9 月底停牌拟收购其剩余股份。中锂新材成立于 2012 年 1 月，注册资本 2.2 亿元，专业生产动力锂电池用湿法隔膜，其产品属于电动汽车产业链上动力锂电池生产制造四大主材之一，主要通过直接向动力锂电池厂商直接供应产品形成销售。2016 年 12 月 22 日晚间公告，双方对一些关键条款未能达成全面共识，公司决定终止收购中锂新材剩余股权。虽然此次收购未实施成功，但公司将继续深入布局新能源汽车产业链。

5 股权变动经历

李嘉诚撤离，管理层计划“MBO”。1995年到2013年，长和投资一直是公司的实际控制人。2013年1月28日、29日，长和投资首次减持长园集团股份合计3908.91万股（占公司总股本4.53%）。2014年，长和投资的持股比例从2014年1月的17.63%，减至2014年6月的5.76%。2014年6月，长和投资将剩余股权协议以每股9.1元转让给复星集团以及长园集团管理层控股企业藏金壹号。公司的股本结构分散，任何一方皆无力控制公司，公司无实际控制人。

沃尔核材五次举牌，成第一大股东。2014年5月，沃尔核材及其一致行动人从二级市场共计购买长园集团股票4317.5534万股，占其总股本的5%。随后沃尔核材控股股东周和平以减持沃尔核材股票、股权质押等方式，积极套现继续增持长园集团。截至2017年2月22日，沃尔核材及一致行动人合计持有长园集团股份数为310,941,239股，占长园集团总股本的23.6%。

定增终止，收购珠海运泰利。2014年12月，长园集团终止定增事项，并以定增和现金认购的方式收购珠海运泰利100%股权。此次重组完成后，第一大股东变更为运泰利实际控制人吴启权，持股比例为5.35%。

沃尔核材受让一致行动人股权。2017年3月14日，沃尔核材审议通过了《关于受让公司一致行动人所持长园集团部分股权的议案》，以大宗交易方式，受让公司一致人万博产品持有的全部长园集团股票及易华蓉、童绪英持有的部分股票，总金额不超过8亿元。受让完成后，沃尔核材作为单一股东持股比例将达到13.15%，将成为长园集团的单一第一大股东。

表 3：受让股权情况

序号	持股股东	持股数量（股）	持股比例（%）
1	外贸信托·万博稳健2期证券投资集合资金信托计划	3,594,258	0.2728%
2	外贸信托·万博稳健7期证券投资集合资金信托计划	6,139,226	0.4660%
3	外贸信托·万博稳健9期证券投资集合资金信托计划	6,186,398	0.4696%
4	新华基金-工行-万博稳健10期资产管理计划	7,303,024	0.5544%
5	易华蓉	51,570,954	3.9149%
6	童绪英	47,612,414	3.6144%
合计		122,406,274	9.2921%

数据来源：公司公告，西南证券整理

6 盈利预测

假设 1：电网改造从2016年起实施，2016年公司电网工设备类业绩增长17.4%，考虑到电网投资增长在“十三五”期间会是平缓稳定增长，我们预计公司业务未来三年发展也顺应此趋势，延续2016年态势，毛利率同样维持稳定在45%；

假设 2：智能工厂装备业绩主要由运泰利和长园和鹰组成：运泰利业务体量主要受电子消费品几个大客户的检测自动化产品需求拉动，公司的业绩发展与未来大客户的需求增速保持一致；和鹰科技是服装自动化设备的龙头企业，未来发展预期略高于行业整体趋势，毛利率稳定在49%；

假设 3：电动汽车相关材料 15%的营收来自于长园华盛。2016 年华盛产能受限导致营收增速较低。今年新产线 4000-5000 吨一季度起陆续投产，预计 2017 年长园华盛产能将翻倍，毛利率仍假设不变，维持在 38%。

根据以上假设，我们得到公司 2017-2019 年分业务收入预测表如下：

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
电网设备类	收入	2586.57	2974.56	3420.75	3933.86
	增速	17.38%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	45.22%	45.00%	45.00%	45.00%
智能工厂装备	收入	1699.21	2409.34	3437.07	4200.47
	增速	219.69%	41.79%	42.66%	22.21%
	毛利率	48.12%	49.00%	49.00%	49.00%
电动汽车相关材料 及其他功能材料	收入	1497.18	1721.76	1980.03	2277.03
	增速	8.89%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	38.06%	38.00%	38.00%	38.00%
合计	收入	5848.96	7105.66	8837.85	10411.36
	增速	40.54%	21.49%	24.38%	17.80%
	毛利率	44.60%	44.66%	44.99%	45.08%

数据来源：西南证券

我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.59 元、0.78 元和 0.96 元，对应 PE 分别为 24 倍、18 倍、15 倍。参考业务类似且成为长园集团大股东的沃尔核材 2017 年 34 倍估值，我们认为公司布局合理，也应有此市场认可度，同样给予公司 34 倍估值，对应股价 20.1 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

7 风险提示

公司业务整合或不及预期、新能源汽车发展速度或不及预期等风险。

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	5848.96	7105.66	8837.85	10411.36	净利润	705.55	845.14	1117.39	1373.81
营业成本	3240.35	3932.26	4861.93	5717.62	折旧与摊销	184.52	197.34	228.24	248.86
营业税金及附加	61.43	71.33	89.60	105.84	财务费用	101.96	233.51	232.27	215.96
销售费用	662.00	778.07	967.74	1140.04	资产减值损失	63.18	30.00	30.00	30.00
管理费用	1148.38	1243.49	1520.11	1769.93	经营营运资本变动	175.13	-700.87	-592.10	-563.51
财务费用	101.96	233.51	232.27	215.96	其他	-785.20	-59.91	-65.22	-66.08
资产减值损失	63.18	30.00	30.00	30.00	经营活动现金流净额	445.15	545.22	950.58	1239.05
投资收益	60.33	35.00	35.00	35.00	资本支出	-2012.30	-240.00	-240.00	-240.00
公允价值变动损益	0.00	0.24	0.22	0.19	其他	67.28	141.03	35.22	35.19
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1945.02	-98.97	-204.78	-204.81
营业利润	631.98	852.23	1171.41	1467.15	短期借款	1005.88	663.53	-100.25	-344.61
其他非经营损益	176.64	145.52	145.20	145.09	长期借款	-106.83	0.00	0.00	0.00
利润总额	808.63	997.75	1316.60	1612.24	股权融资	73.31	0.00	0.00	0.00
所得税	103.07	152.61	199.21	238.42	支付股利	-148.28	-196.52	-240.06	-316.31
净利润	705.55	845.14	1117.39	1373.81	其他	1257.96	-1947.36	-232.27	-215.96
少数股东损益	65.49	63.25	87.18	109.12	筹资活动现金流净额	2082.05	-1480.35	-572.58	-876.88
归属母公司股东净利润	640.06	781.89	1030.21	1264.70	现金流量净额	594.54	-1034.10	173.22	157.35
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	1744.67	710.57	883.78	1041.14	成长能力				
应收和预付款项	3867.87	4803.67	5948.51	6991.85	销售收入增长率	40.54%	21.49%	24.38%	17.80%
存货	1098.07	1327.21	1642.26	1933.11	营业利润增长率	28.08%	34.85%	37.45%	25.25%
其他流动资产	329.58	271.87	338.15	398.35	净利润增长率	37.63%	19.78%	32.21%	22.95%
长期股权投资	576.15	576.15	576.15	576.15	EBITDA 增长率	22.16%	39.70%	27.19%	18.39%
投资性房地产	111.55	111.55	111.55	111.55	获利能力				
固定资产和在建工程	1448.26	1475.03	1479.46	1471.82	毛利率	44.60%	44.66%	44.99%	45.08%
无形资产和开发支出	4487.07	4508.43	4521.23	4525.49	三费率	32.70%	31.74%	30.78%	30.02%
其他非流动资产	1956.75	1951.28	1945.80	1940.32	净利率	12.06%	11.89%	12.64%	13.20%
资产总计	15619.96	15735.75	17446.89	18989.78	ROE	9.45%	12.24%	14.35%	15.54%
短期借款	2443.08	3106.61	3006.36	2661.75	ROA	4.52%	5.37%	6.40%	7.23%
应付和预收款项	1935.77	2182.97	2753.86	3249.59	ROIC	8.69%	10.53%	12.47%	13.92%
长期借款	535.15	535.15	535.15	535.15	EBITDA/销售收入	15.70%	18.06%	18.47%	18.56%
其他负债	3236.75	3003.94	3367.11	3701.37	营运能力				
负债合计	8150.75	8828.67	9662.48	10147.86	总资产周转率	0.47	0.45	0.53	0.57
股本	1317.31	1317.31	1317.31	1317.31	固定资产周转率	5.82	6.01	6.31	7.23
资本公积	2053.51	2053.51	2053.51	2053.51	应收账款周转率	2.11	1.99	2.00	1.95
留存收益	2633.69	3219.06	4009.21	4957.60	存货周转率	3.38	3.24	3.26	3.19
归属母公司股东权益	7054.92	6429.55	7219.70	8168.09	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.99%	—	—	—
少数股东权益	414.29	477.54	564.71	673.83	资本结构				
股东权益合计	7469.21	6907.08	7784.41	8841.91	资产负债率	52.18%	56.11%	55.38%	53.44%
负债和股东权益合计	15619.96	15735.75	17446.89	18989.78	带息债务/总负债	51.26%	54.84%	49.07%	43.33%
					流动比率	1.15	1.04	1.15	1.27
					速动比率	0.97	0.85	0.94	1.04
					股利支付率	23.17%	25.13%	23.30%	25.01%
					每股指标				
					每股收益	0.49	0.59	0.78	0.96
					每股净资产	5.67	5.24	5.91	6.71
					每股经营现金	0.34	0.41	0.72	0.94
					每股股利	0.11	0.15	0.18	0.24
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	918.46	1283.09	1631.92	1931.97					
PE	29.66	24.28	18.43	15.01					
PB	2.54	2.75	2.44	2.15					
PS	3.25	2.67	2.15	1.82					
EV/EBITDA	21.43	16.27	12.63	10.40					
股息率	0.78%	1.04%	1.26%	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
	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

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