

布局节能用电服务, 打开业绩成长空间

投资要点

- 事件: 公司发布 2016 年年报, 2016 年实现营业收入 14.0 亿元, 同比增长 7.0%, 实现归母净利润 1.1 亿元, 同比增长 3.1%。
- 国内领先的综合能源技术与服务提供商。公司目前的主营业务主要分为产品和服务两大类, 产品涵盖电气控制设备和电力电缆。同时公司积极布局毛利率水平较高的布局节能、用电服务, 2016 年占总营收 28.2%, 随着公司“打造综合能源技术与服务提供商”战略的推进, 预计未来服务业占比会进一步提高, 带动公司整体毛利率增长。
- 设备业务产品全面, 业绩稳定。公司目前主业是设备类产品, 产品结构丰富, 主要包括电网安全与控制产品、电机控制与节能产品、供用电控制与自动化产品等。公司各产品市场占有率高、品牌效应好, 在同行业中市场地位领先, 2016 电气控制设备和电力电缆的营收占比为 71.8%。
- 以电改为契机, 发力用电服务业。自 2015 年 3 月电改 9 号文发布以来, 以广东为先的改革大幕拉开, 公司依托地理位置优势, 进行线上线下布局, 设立了一系列用电服务公司, 主要开展用电运维、工程建设服务、售电业务。2016 年度, 智光用电服务实现营业收入 1.72 亿元。随着电改力度的推进和能源互联网具体政策的落实, 公司的用电服务将发展为重要的主业, 发展空间可期。
- 以合资方式布局节能服务, 业务规模快速增长。公司 2010 年成立子公司智光节能服务, 开展全面节能业务。2015 年度, 与南方电网综合能源深度合作, 共同发起设立南电能源综合利用公司, 与中清源环保节能合资设立山西智光清源节能科技。2016 年度智光节能实现营业收入 2.2 亿元, 2011 年至 2016 年营业收入复合增长率高达 98.8%。
- 盈利预测与投资建议。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.38 元、0.44 元和 0.53 元, 对应 PE 分别为 46 倍、39 倍、33 倍。在国家深化电力体制改革、发展能源互联网、促进节能环保产能的大背景下, 公司夯实传统电气设备业务的同时, 在节能服务和环保服务领域持续发力, 未来有望成为国内处于领先地位的大型综合能源技术与服务提供商。首次覆盖, 给予 50 倍估值, 对应目标价 19 元, 给予“增持”评级。
- 风险提示: 电网投资建设及电改不及预期、用电服务推进不及预期、并购企业业绩实现不及承诺等风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1398.19	1584.00	1851.86	2221.97
增长率	6.98%	13.29%	16.91%	19.99%
归属母公司净利润(百万元)	111.37	148.26	174.83	208.35
增长率	3.11%	33.12%	17.92%	19.18%
每股收益 EPS(元)	0.28	0.38	0.44	0.53
净资产收益率 ROE	5.02%	4.87%	5.43%	6.08%
PE	61	46	39	33
PB	2.33	2.22	2.10	1.97

数据来源: Wind, 西南证券

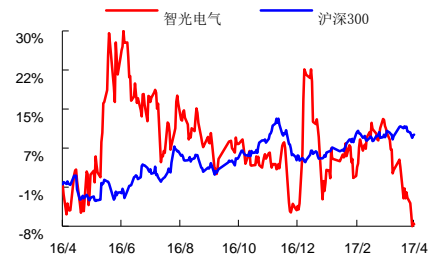
西南证券研究发展中心

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)	3.94
流通 A 股(亿股)	2.51
52 周内股价区间(元)	17.26-24.4
总市值(亿元)	68.26
总资产(亿元)	37.16
每股净资产(元)	6.90

相关研究

目 录

1 国内领先的综合能源技术与服务提供商	1
2 电控设备国内领先、传统业务稳健增长	2
2.1 电气控制设备国内领先.....	2
2.2 收购岭南电缆，解决产能瓶颈.....	4
3 推进节能、用电服务，打开盈利成长空间	5
3.1 以电改为契机，发力用电服务业.....	5
3.2 以合资方式布局节能服务业，业务规模快速增长.....	6
4 盈利预测与估值	8
5 风险提示	9

图 目 录

图 1: 公司 2012 年至今营业收入	1
图 2: 公司 2012 年至今归母净利润	1
图 3: 公司 2016 年营业收入构成	1
图 4: 公司 2016 年毛利结构	1
图 5: 公司 2012 年以来电气控制设备业务营收	2
图 6: 公司 2012 年以来电气控制设备业务毛利率	2
图 7: 公司 2012 年以来电网安全与控制业务营收	2
图 8: 公司 2012 年以来电网安全与控制业务毛利率	2
图 9: 公司 2012 年以来电机控制与节能业务营收	3
图 10: 公司 2012 年以来电机控制与节能业务毛利率	3
图 11: 公司供用电控制与自动化业务营收情况	3
图 12: 公司供用电控制与自动化业务毛利率情况	3
图 13: 岭南电缆光电复合智能电缆结构	4
图 14: 岭南电缆高压、超高压电力电缆结构	4
图 15: 岭南电缆营业收入结构	4
图 16: 岭南电缆产能及产能利用率	4
图 17: 公司用电服务业务内容	6
图 18: 2012-2016 节能业务营业收入情况	7
图 19: 2012-2016 节能业务毛利率水平	7

表 目 录

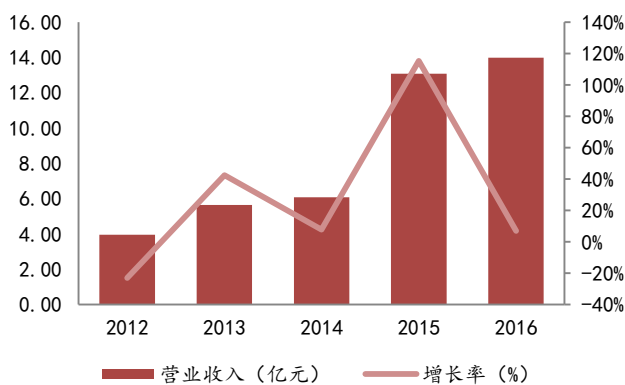
表 1: 电力体制改革主要文件	5
表 2: 2014 年 12 月以来公司设立的用电服务公司	5
表 3: 2014 年 12 月以来公司设立的节能服务公司	7
表 4: 分业务盈利预测	8
附表: 财务预测与估值	10

1 国内领先的综合能源技术与服务提供商

智光电气成立于 1999 年，主要专注于电气智能化控制领域，致力于能源动力领域节能增效技术研究以及解决方案设计、工程应用和服务提供，同时全方位开展清洁能源、可再生能源等新能源、分布式能源与传统能源相结合的技术研究和综合利用，今年来公司积极布局用户侧服务和售电业务，谋求打造业务新增长极。

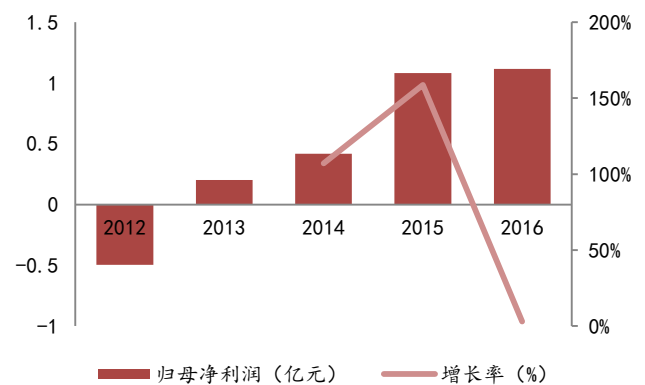
公司营业收入稳定增长。2016 年，公司实现营业收入 14.0 亿元，同比增长 7%；实现归母净利润 1.1 亿元，同比增长 3.1%；公司各项业务稳定发展，营业收入和归母净利润均实现了连续三年持续增长。

图 1：公司 2012 年至今营业收入



数据来源：公司年报，西南证券整理

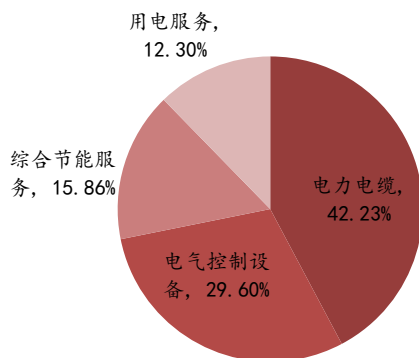
图 2：公司 2012 年至今归母净利润



数据来源：公司年报，西南证券整理

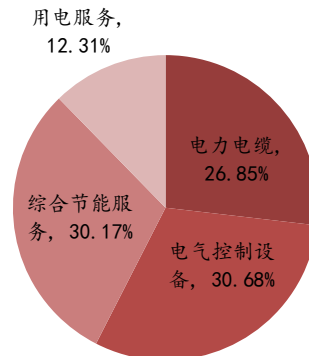
服务类业务对公司盈利能力提升明显。公司主营业务主要分为产品和服务两大类，产品包括电气控制设备、电力电缆，服务包括综合节能服务及用电服务。目前，产品类业务是公司营收和利润的主要来源，占公司 2016 年营收的 71.8%，但公司的服务类业务增长迅速，节能服务毛利自 2011 年的 319.5 万元增长至 2016 年的 1.1 亿元，公司 14 年切入用电服务板块，16 年营收即达到 1.7 亿元，同比增长 150.71%，毛利为 4325.4 万元。我们预计随着高毛利率的服务类业务覆盖区域及覆盖用户数的持续拓展，公司的盈利能力会继续提升。

图 3：公司 2016 年营业收入构成



数据来源：公司年报，西南证券整理

图 4：公司 2016 年毛利结构



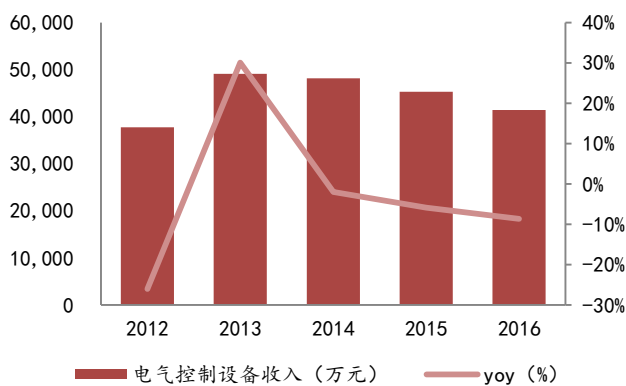
数据来源：公司年报，西南证券整理

2 电控设备国内领先、传统业务稳健增长

2.1 电气控制设备国内领先

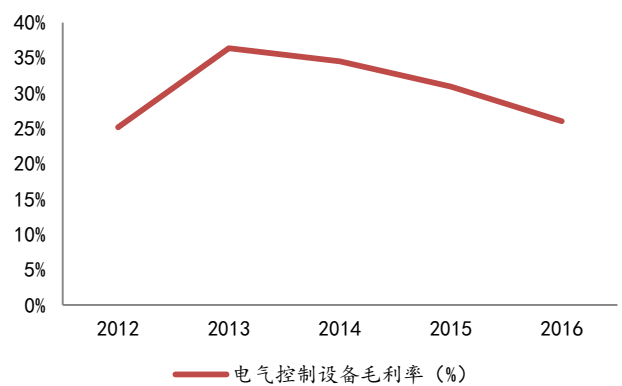
公司在电气设备业务产品结构丰富，主要包括电网安全与控制产品、电机控制与节能产品、供用电控制与自动化产品、电力信息化产品等，具体的包括消弧选线成套装置、高压变频调速系统、电压无功补偿与电能质量控制系统、高压设备状态监测与诊断系统、电力企业调度信息整合平台及应用软件等。电控设备是公司一直以来的市场领先业务板块，具备丰富独特的技术和经验。2016 年公司电气控制设备业务营收 4.1 亿元，同比减少 8.7%，毛利为 1.1 亿元，同比降低 23.1%。

图 5：公司 2012 年以来电气控制设备业务营收



数据来源：公司公告，西南证券整理

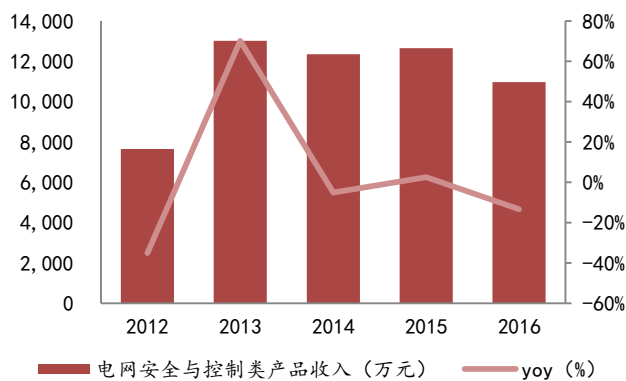
图 6：公司 2012 年以来电气控制设备业务毛利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

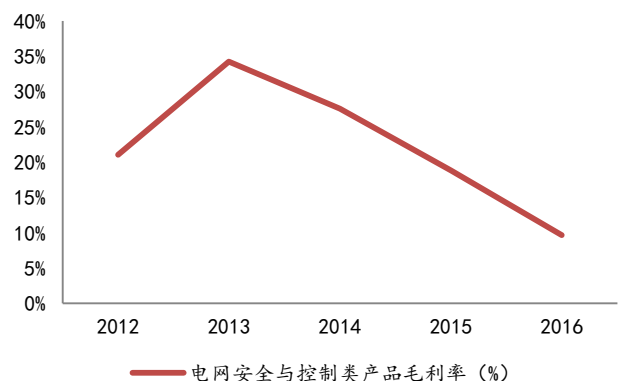
电网安全与控制产品主要为配电网消弧选线系统、配电系统中性点接地电阻器、接地故障智能监测装置等，根据十三五规划，配电网仍是电网投资的主要领域，我们预计未来几年市场需求将带动公司该业务营业收入保持稳中有升的态势毛利率下降趋势亦有望反转。

图 7：公司 2012 年以来电网安全与控制业务营收



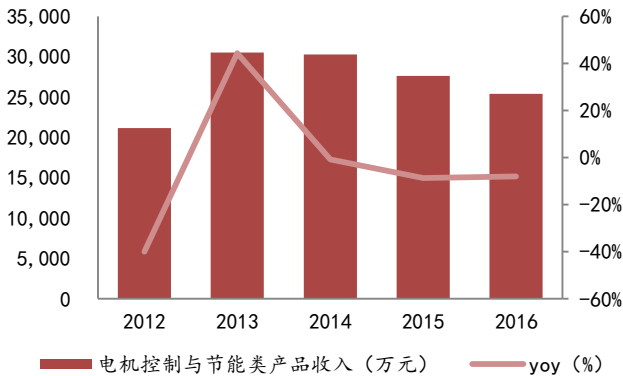
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：公司 2012 年以来电网安全与控制业务毛利率

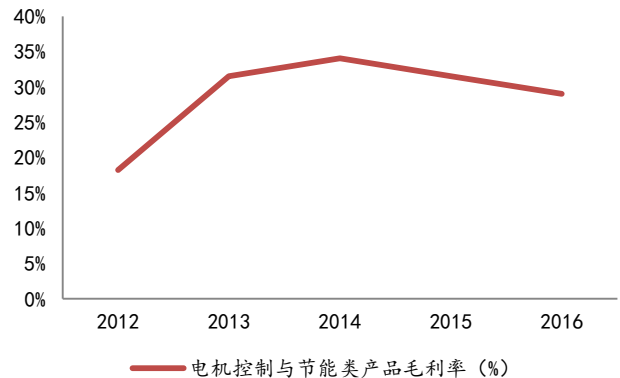


数据来源：公司公告，西南证券整理

电机控制与节能产品主要是各种容量的高压变频器，广泛应用于电力、冶金采矿等众多行业，受到下游景气度降低的影响，2015 年该业务的毛利率出现一定程度下滑，考虑到高压变频器业务与节能服务业务的协同效应，此类产品的营收与毛利率仍有望维持稳定。

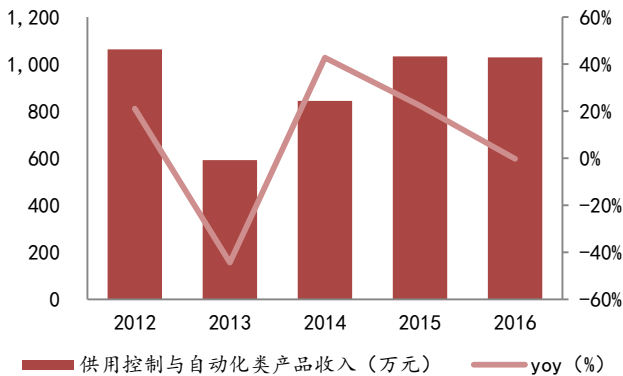
图 9：公司 2012 年以来电机控制与节能业务营收


数据来源：公司公告，西南证券整理

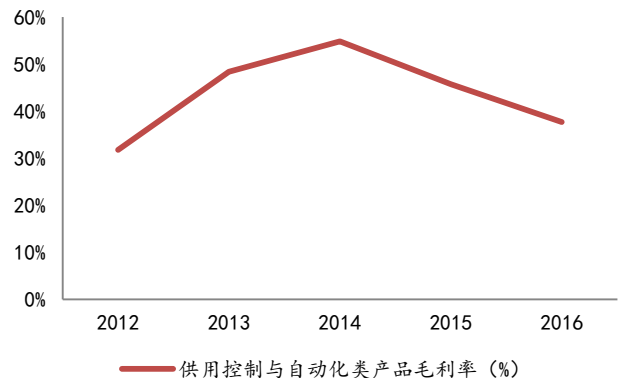
图 10：公司 2012 年以来电机控制与节能业务毛利率


数据来源：公司公告，西南证券整理

供用电控制与自动化产品主要为无功补偿装置，应用于电网、电气交通、采掘、新能源等行业，目前公司该类业务的营业收入基数还相对较低，但增长态势明显、毛利率水平稳定，随着公司逐渐拓展市场和产品种类，该业务规模有望快速增长。

图 11：公司供用电控制与自动化业务营收情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：公司供用电控制与自动化业务毛利率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

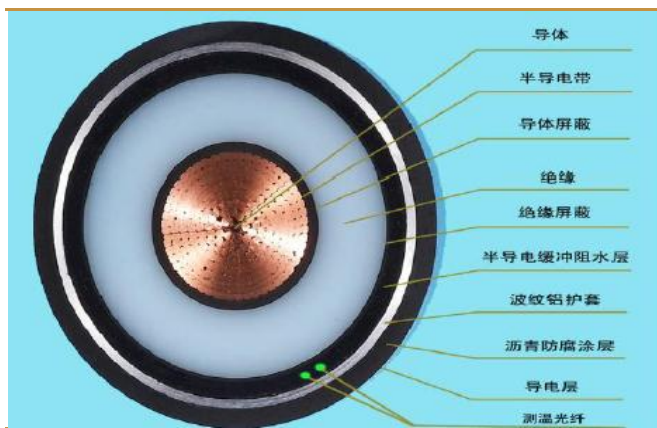
电力信息化业务产品主要是变电站状态信息监测平台、电力调度综合数据平台等，主要是为智能电网提供全方位的实时信息，随着电力体制改革深化，精细化管理的推广会带来在线监测系统的需求迅速增长，各地电网公司对综合数据平台的建设意愿会更加强烈，考虑到此类业务的高毛利率特征及良好的市场前景，我们看好电力信息化业务未来的发展前景。

公司各产品市场占有率高、品牌效应好。其中消弧选线成套装置产品，已应用到全国 260 个地级市供电局，渗透率达 78%，市场占有率持续位居国内同类产品前列；高压变频调速系统连续多年被评选为“中国高压变频器十大品牌”。在超大功率高压变频系统应用方面，公司不断进行技术创新和产品升级，形成了 300MW-600MW 火电机组电动给水泵变频控制节能改造、600MW 及以上火电机组联合引风机变频控制节能改造等多项高端应用，达到国际先进水平。此外公司的高压静止无功发生器(SVG)在电网安全稳定控制和新能源接入网领域得到广泛应用；承担“南方电网 MW 级电池储能 863 课题示范工程”能量转换系统的研制；对新能源接入进行深入系统研究，并作为主要单位组织起草《光伏智能变电站》标准等等都体现了公司在电器控制设备领域领先的市场地位。

2.2 收购岭南电缆，解决产能瓶颈

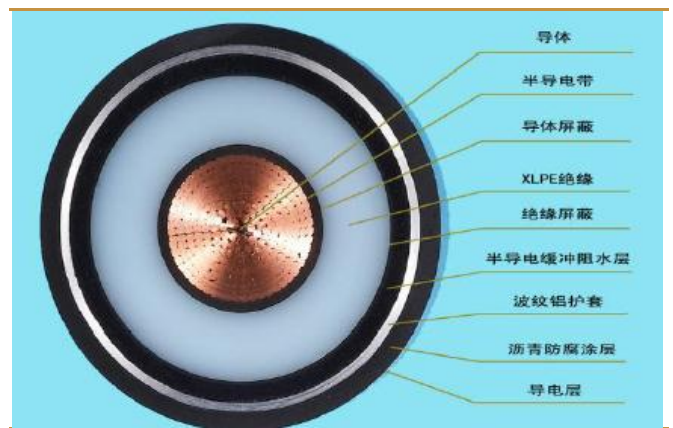
公司于2015年10月完成对岭南电缆的股权收购,高压及超高压电缆生产能力大幅提升、解决了产能瓶颈。岭南电缆是专业从事高端电力电缆产品研发、生产、销售于一体的高新技术企业,技术水平处于国内领先地位。其主导产品是特种电缆,主要应用于电力系统和大型工业企业,是专注于电缆系统综合解决方案的专家。在超高压和特种电缆领域,岭南电缆是国内第一批引进和拥有世界先进制造技术的厂家之一,技术水平处于国内领先地位。岭南电缆投资新建的生产基地,对生产设备进行了全面更新和升级换代,生产效率和产品质量得到大幅提升,高压、超高压电缆年生产能力由原来的365公里提升到1000公里,解决了因产能瓶颈对公司发展的制约。

图 13: 岭南电缆光电复合智能电缆结构



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

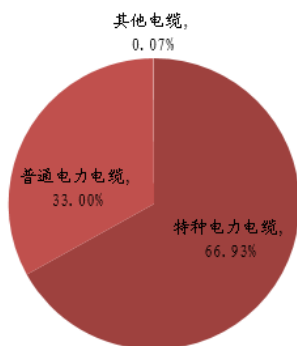
图 14: 岭南电缆高压、超高压电力电缆结构



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

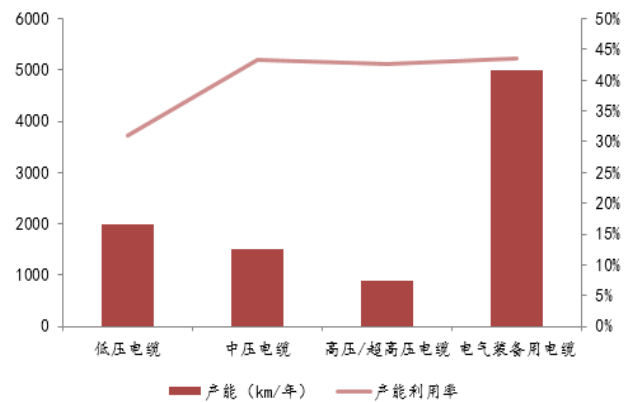
岭南电缆主要产品产能充足,目前产能利用率在50%左右,其中特种电力电缆是公司的核心产品,营收占比在60%以上。本次收购,岭南电缆2015年度、2016年度、2017年度业绩承诺为扣非净利润合计不低于12000万元,2016年,岭南电缆实现营业收入6.1亿元,同比增长0.4%,利润总额5446万元,同比增长9.8%,净利润总额4737.1万元,同比增长8.81%,考虑到公司的区位优势及特种电缆的研发能力,该业绩承诺大概率能够实现。

图 15: 岭南电缆营业收入结构



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 16: 岭南电缆产能及产能利用率



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3 推进节能、用电服务，打开盈利成长空间

3.1 以电改为契机，发力用电服务业

电力体制改革风起云涌，政策支持文件接踵而来。2015 年 3 月中共中央、国务院发布《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》，拉开了电力改革的大幕，之后国家发布了一系列配套政策，在电力市场建设、售电侧改革、需求侧管理等多个方面规范电力改革。截止 2016 年 9 月，除两个北京、广州国家级电力交易中心以外，目前我国已经挂牌成立 31 家省级电力交易中心，各电改试点运营顺利，可以判断电改已进入实质性快速推进阶段。

表 1：电力体制改革主要文件

序号	文件名	时间
1	中共中央国务院关于进一步深化电力体制改革的若干意见	2015 年 3 月
2	改善电力运行促进清洁能源多发满发的指导一件	2015 年 3 月
3	完善电力应急机制做好电力需求侧管理城市综合试点工作的意见	2015 年 4 月
4	国家发展改革委关于贯彻中发【2015】9 号文件精神加快推进输配电价改革的通知	2015 年 4 月
5	国家发展改革委国家能源局关于印发《输配电定价成本监审办法（试行）》的通知	2015 年 6 月
6	国家发改委国家能源局关于印发电力体制改革配套文件的通知	2015 年 11 月
7	中共中央国务院关于进一步推进价格机制改革的若干意见	2015 年 10 月
8	国家发展改革委关于扩大输配电价改革试点范围有关的通知	2016 年 3 月
9	可在生能源发电全额保障性收购管理办法	2016 年 3 月
10	国家发展改革委国家能源局关于做好风电、光伏发电全额保障性收购管理工作的通知	2016 年 5 月
11	国家发展改革委国家能源局关于征求《关于有序放开发用电计划工作的通知（征求意见稿）》意见的函	2016 年 7 月
12	国家发展改革委国家能源局关于印发《可再生能源调控机组优先发电试行办法》的通知	2016 年 7 月
13	国家发展改革委关于全面推进输配电价改革试点有关事项的通知	2016 年 9 月
14	国家发展改革委国家能源局关于印发《售电公司准入与退出管理办法》和《有序放开配电网业务管理办法》的通知	2016 年 10 月
15	国家发展改革委国家能源局关于规范开展增量配电业务改革试点的通知	2016 年 11 月
16	国家能源局对拥有配电网运营权的售电公司颁发管理电力业务许可证（供电类）有关事项的通知	2016 年 12 月

数据来源：中国储能网，西南证券整理

利用地理位置优势，展开经营布局。公司地处全国售电侧改革的试点省份广东省，依托地理位置优势，于 2014 年末通过广州智光用电服务设立用电服务板块，超前于市场进行布局，目前公司已在广州市等广东多地进行线上线下服务网络部分布局，设立了一系列用电服务公司，开展售电业务等。

表 2：2014 年 12 月以来公司设立的用电服务公司

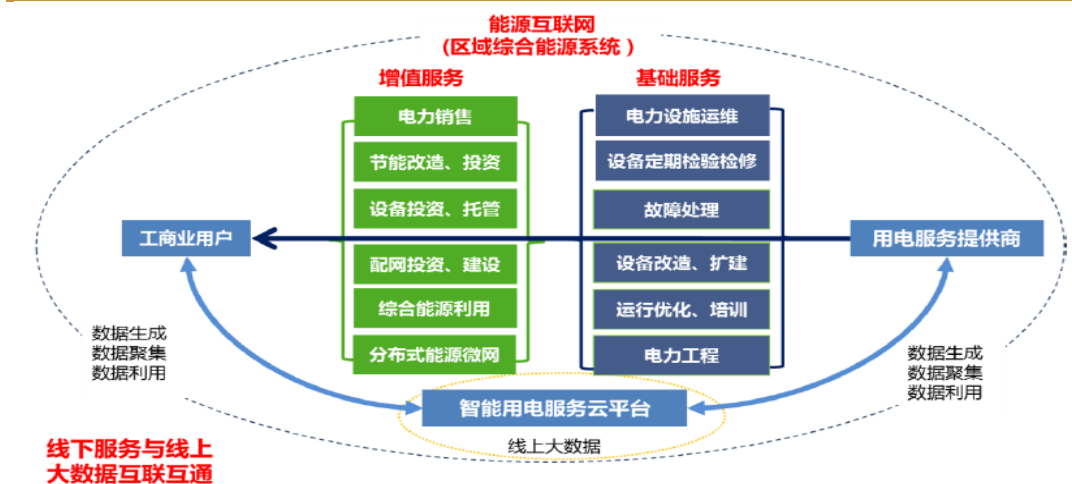
序号	被参控公司	参控关系
1	广东智光用电投资有限公司	子公司
2	江门智光用电服务有限公司	子公司
3	广东智光电力销售有限公司	孙公司
4	汕头市智光电力服务有限公司	孙公司

序号	被参控公司	参控关系
5	广州智光电机有限公司	子公司
6	肇庆智光用电服务有限公司	孙公司
7	南电能源综合利用股份有限公司	联营企业
8	广州智光用电服务有限公司	子公司
9	南宁智光电力服务有限公司	子公司

数据来源：公司公告，西南证券整理

线上+线上平台互联互通，基础+增值业务双向发力。随着电力体制改革方案及配套文件落地，用电服务及综合能源服务将应迎来重大发展机遇，2015 年底，智能用电服务平台已经实现上线运行，以线上信息与线下服务相结合，创建“互联网+专变运维”的新的生态模式。同时公司通过非公开发行募集资金 18 亿元，进一步增强了公司的资本实力，以在用电需求侧业务和综合能源领域的技术创新上发力，抓住电改的市场机会和“互联网+”智慧能源发展机遇。

图 17：公司用电服务业务内容



数据来源：公司公告，西南证券整理

2016 年度，智光用电服务实现营业收入 1.7 亿元，同比增长 150.7%，净利润 1468.6 万元，同比增长 25.2%，已积累了 50 万千伏安专变容量的客户，公司计划三年时间覆盖 3.7 万工商业专变用户，获取 2300 万 kVA 以上的专变容量，提供综合用电基础性服务和增值服务，并结合用电数据云平台及需求挖掘，打造线下服务与线上数据联通的大型用电服务平台，顺应能源领域的新变化，抓住能源互联网发展的绝佳时机，服务与公司的战略升级。相信随着电改力度的推进和能源互联网具体政策的落实，公司的用电服务将发展为重要的主业，发展空间可期。

3.2 以合资方式布局节能服务业，业务规模快速增长

聚焦三大核心节能业务。公司自 2010 年起抓住加快推行合同能源管理促进节能服务产业发展的契机，成立子公司广州智光节能服务有限公司，重点聚焦工业节能，围绕三大核心优势业务—发电厂节能增效、工业电气节能增效和工业余热余压发电利用等，开展全面的服

务业务，目前公司已成为国内节能服务领域的标杆企业之一，荣获中国工业节能与清洁生产协会“2016 年度全国节能服务公司百强榜第三名、电力行业第一名”。

表 3：2014 年 12 月以来公司设立的节能服务公司

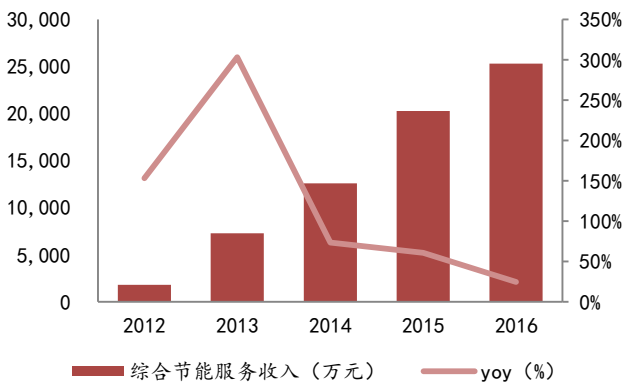
序号	企业名称	节能量 (吨标煤)	占比百强节能总量 (%)
1	中节能工业节能有限公司	794885	6.89
2	双良节能系统股份有限公司	777248	6.74
3	北京仟亿达科技股份有限公司	755840	6.55
4	广州智光节能有限公司	622881	5.40
5	北京志能祥赢节能环保科技股份有限公司	618104	5.36

数据来源：工信部官网，西南证券整理

围绕节能业务发展方向，以合资方式迅速切入相关项目。2015 年度，智光节能与南方电网综合能源有限公司深度合作，共同发起设立南电能源综合利用股份有限公司，将覆盖南网五省开展分布式能源、余热利用、生物质发电等能源综合利用业务；与中清源环保节能有限公司合资设立山西智光清源节能科技有限公司，拓展热电厂余热利用和区域高效集中供暖项目

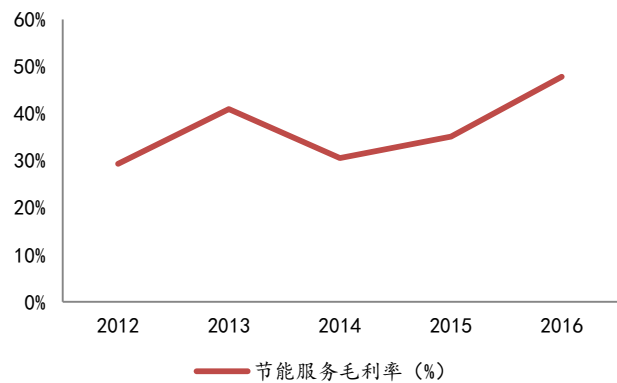
节能服务业务规模迅速成长。公司节能业务近几年来保持高速增长，2016 年度智光节能实现营业收入 2.5 亿元，同比增长 8.01%；利润总额 9737 万元，同比增长 11.4%；净利润总额 9708.2 万元，同比增长 13%。2016 年公司全面整合电厂节能业务，并逐步发展电力行业多种节能技术和节能业务，加速电动给水泵系统改造应用推广，全年完成新增 21 台机组 35 套电动给水泵节能业务，市场占有率居国内第一。

图 18：2012-2016 节能业务营业收入情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 19：2012-2016 节能业务毛利率水平



数据来源：公司公告，西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 鉴于国内电网建设进入平稳发展期,公司原主业电力设备各项业务营业收入与毛利率保持稳定水平。

假设 2: 公司综合节能服务仍保持高速增长,但考虑到体量已相对较大,故增长速度较之前略有下降,由于已经过了业务前期建设的高投资期,毛利率维持在 45% 的水平。

假设 3: 考虑到电改推进顺利和公司用电服务业体量已较大的双重因素,公司用电服务业在保持稳定增长的同时,增速略有下滑,毛利率维持在 25% 的水平。

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 4: 分业务盈利预测

百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计						
营业收入	607.4	1306.9	1398.2	1584.0	1851.9	2222.0
yoy	7.7%	115.2%	7.0%	13.3%	16.9%	20.0%
营业成本	402.8	975.0	1046.8	1189.7	1387.3	1661.1
毛利率	33.7%	25.4%	25.1%	24.9%	25.1%	25.2%
电力电缆						
收入		582.36	590.50	608.2	626.5	645.3
yoy			1.4%	3.0%	3.0%	3.0%
成本		480.12	496.17	510.9	526.2	542.0
毛利率		17.6%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%
电气控制设备						
收入	481.44	453.20	413.86	422.1	430.6	439.2
yoy	-1.9%	-5.9%	-8.7%	2.0%	2.0%	2.0%
成本	315.27	312.96	306.07	312.4	318.6	325.0
毛利率	34.5%	30.9%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%
综合节能服务						
收入	125.97	202.63	221.80	244.0	268.4	295.2
yoy	73.3%	60.9%	9.5%	10.0%	10.0%	10.0%
成本	87.49	131.57	115.80	134.2	147.6	162.4
毛利率	30.5%	35.1%	47.8%	45.0%	45.0%	45.0%
用电服务						
收入		68.74	172.04	309.7	526.4	842.3
yoy			150.3%	80.0%	70.0%	60.0%
成本		50.30	128.78	232.3	394.8	631.7
毛利率		26.8%	25.1%	25.0%	25.0%	25.0%

数据来源: 西南证券

我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.38 元、0.44 元和 0.53 元，对应 PE 分别为 46 倍、39 倍、33 倍。在国家深化电力体制改革、发展能源互联网、促进节能环保产能的大背景下，公司夯实传统电气设备业务的同时，在节能服务和环保服务领域持续发力，未来有望成为国内处于领先地位的大型综合能源技术与服务供应商。首次覆盖，给予 50 倍估值，对应目标价 19 元，给予“增持”评级。

5 风险提示

电网投资建设及电改不及预期、用电服务推进不及预期、并购企业业绩实现不及承诺等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1398.19	1584.00	1851.86	2221.97	净利润	146.85	149.76	176.59	210.46
营业成本	1046.82	1189.73	1387.30	1661.12	折旧与摊销	155.72	76.68	83.42	88.60
营业税金及附加	8.33	10.09	11.68	15.33	财务费用	47.93	16.74	19.05	23.74
销售费用	73.79	83.95	98.15	117.76	资产减值损失	8.44	5.00	5.00	5.00
管理费用	107.29	121.97	142.59	171.09	经营营运资本变动	-535.40	-87.23	-268.25	-362.91
财务费用	47.93	16.74	19.05	23.74	其他	219.33	-15.00	-13.00	-16.00
资产减值损失	8.44	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	42.87	145.95	2.82	-51.11
投资收益	6.86	10.00	10.00	10.00	资本支出	-227.20	-60.00	-60.00	-60.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-336.87	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	-564.07	-50.00	-50.00	-50.00
营业利润	112.45	166.53	198.09	237.92	短期借款	-570.43	33.58	93.02	161.87
其他非经营损益	45.25	9.66	9.67	9.67	长期借款	-168.49	0.00	0.00	0.00
利润总额	157.70	176.19	207.76	247.59	股权融资	1488.07	0.00	0.00	0.00
所得税	10.85	26.43	31.16	37.14	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	146.85	149.76	176.59	210.46	其他	-303.44	-219.52	-19.05	-23.74
少数股东损益	35.47	1.50	1.77	2.10	筹资活动现金流净额	445.71	-185.95	73.96	138.12
归属母公司股东净利润	111.37	148.26	174.83	208.35	现金流量净额	-75.49	-89.99	26.79	37.01
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	248.39	158.40	185.19	222.20	成长能力				
应收和预付款项	1308.27	1436.35	1673.76	2021.64	销售收入增长率	6.98%	13.29%	16.91%	19.99%
存货	243.80	277.08	321.10	385.87	营业利润增长率	4.07%	48.09%	18.95%	20.11%
其他流动资产	390.71	442.63	517.48	620.91	净利润增长率	5.74%	1.98%	17.92%	19.18%
长期股权投资	63.39	63.39	63.39	63.39	EBITDA 增长率	1.18%	-17.77%	15.63%	16.53%
投资性房地产	20.04	20.04	20.04	20.04	获利能力				
固定资产和在建工程	1237.02	1230.88	1218.01	1199.96	毛利率	25.13%	24.89%	25.09%	25.24%
无形资产和开发支出	137.19	127.13	117.06	106.99	三费率	16.38%	14.06%	14.03%	14.07%
其他非流动资产	67.37	66.89	66.41	65.93	净利率	10.50%	9.45%	9.54%	9.47%
资产总计	3716.19	3822.80	4182.43	4706.92	ROE	5.02%	4.87%	5.43%	6.08%
短期借款	0.02	33.60	126.61	288.48	ROA	3.95%	3.92%	4.22%	4.47%
应付和预收款项	518.14	640.18	724.64	869.10	ROIC	6.07%	5.34%	5.95%	6.50%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	22.61%	16.41%	16.23%	15.76%
其他负债	271.32	72.55	78.12	85.83	营运能力				
负债合计	789.48	746.33	929.37	1243.41	总资产周转率	0.41	0.42	0.46	0.50
股本	393.90	393.90	393.90	393.90	固定资产周转率	1.48	1.48	1.67	1.98
资本公积	1932.03	1932.03	1932.03	1932.03	应收账款周转率	1.29	1.27	1.31	1.33
留存收益	391.19	539.45	714.28	922.63	存货周转率	4.43	4.57	4.62	4.68
归属母公司股东权益	2717.12	2865.38	3040.21	3248.56	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	76.72%	—	—	—
少数股东权益	209.59	211.09	212.85	214.96	资本结构				
股东权益合计	2926.71	3076.47	3253.06	3463.52	资产负债率	21.24%	19.52%	22.22%	26.42%
负债和股东权益合计	3716.19	3822.80	4182.43	4706.92	带息债务/总负债	0.00%	4.50%	13.62%	23.20%
					流动比率	2.92	3.27	3.03	2.70
					速动比率	2.60	2.88	2.67	2.38
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	316.10	259.94	300.57	350.26					
PE	61.29	46.04	39.05	32.76					
PB	2.33	2.22	2.10	1.97					
PS	4.88	4.31	3.69	3.07					
EV/EBITDA	21.06	25.31	22.11	19.33					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					
					每股指标				
					每股收益	0.28	0.38	0.44	0.53
					每股净资产	7.43	7.81	8.26	8.79
					每股经营现金	0.11	0.37	0.01	-0.13
					每股股利	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