

配网定位综合服务商 收购雅城大幅受益于钴涨价 买入（维持）

2017 年 7 月 9 日

首席证券分析师 曾朵红

执业资格证书号码：

S0600516080001

zengdh@dwzq.com.cn

021-60199798

研究助理 汪林森

wangls@dwzq.com.cn

010-66573527

投资要点

- **收购方案 6 月过会，等待核准文件落地。**公司通过发行股份和现金的组合方式收购两个标的湖南雅城和江苏鹏创，其中发行股份对价 3.74 亿+1.57 亿现金收购湖南雅城，发行股份对价 1.32 亿+0.56 亿现金收购江苏鹏创。本次股票发行价格在 20.43 元，对价发行股份共计 2478 万股。公司另有配套融资方案，计划募集 4.68 亿元，一方面用于现金收购，另一方面用于公司磷酸铁锂的产能扩张，募集资金中公司董事长刘泽刚先生和股东合纵投资分别承诺认购 0.8 亿和 2.4 亿资金，认购价格服从市场询价结果。
- **湖南雅城是三星 SDI 钴酸锂国内独家供应商，受益于钴涨价业绩大超预期，产能持续扩张中。**湖南雅城目前是三星 SDI 高电压钴酸锂前驱体的国内唯一供应商。同时公司也是泰丰先行的磷酸铁供应商，间接进入 CATL 产业链，也在积极争取进入比亚迪的供应体系。雅城处于钴酸锂产业链的冶炼环节，受益于从 16 年 9 月开始的钴价格飙升，库存重估+加工费弹性共同提升了公司的毛利率，四氧化三钴前三个月毛利率从 16 年的 10% 逐步提升至 21%，售价也从去年的 13 万每吨涨至 30 万以上。我们预计 17 年雅城将大超预期业绩 5152 万元，17-18 年是公司产能大幅扩张的阶段，四氧化三钴从 16 年的 2000 吨通过技改提升至 3000-4000 吨，磷酸铁从 16 年的 4000 吨通过募投项目提升至 15000-20000 吨，我们按钴价维持现状测算今年雅城净利润 1.56 亿，18 年 2.13 亿。
- **配网行业龙头转型配网综合服务商。**公司是配网行业中的龙头，在国网的中标份额长期排名前三，预计 17 年有超过 1 个亿的净利润贡献。同时公司管理层思路清晰，在国家有序放开配电网业务的历史性机遇下，积极探索配售电业务，打造“设计咨询+工程总包+设备制造+运维服务”的完备产业链，从一家专业提供设备的公司转型为一家电力系统业务的综合服务商。成立产业基金并在各地设立子基金，布局配电网股权投资；收购的江苏鹏创拥有了设计院的资质，为未来公司进入总包市场铺平道路。
- **投资建议：**预计公司 2017-2019 年归属上市公司股东净利润为 1.11/1.41/1.58 亿元，同比增长 27/27/12%，EPS 分别为 0.4/0.51/0.57 元，考虑到公司收购的标的在今年完成并表，预计 18 年全年并表，17/18 年湖南雅城备考业绩 1.56/2.13 亿，上市公司 17/18 年并表业绩 2.67/3.54 亿，增厚市值按照现价发行计算大约 16% 对应 68 亿市值（目前市值 58.6 亿），目前 18 年仅 20 倍估值。给予并表后目标市值 100 亿，目标价 30 元，对应 18 年 30 倍，维持买入评级。
- **风险提示：**电力体制改革推进低于预期；配网行业竞争加剧；募投项目建设进度及钴价格低于预期。

股价走势



市场数据

收盘价（元）	20.95
一年最低/最高价	13.63/24.84
市净率（倍）	7.11
流通市值（百万）	2543.95

基础数据

每股净资产（元）	3.10
资本负债率（%）	55.58%
总股本（百万元股）	279.77
流通 A 股（百万元股）	121.43

相关研究

1. 定位配网综合服务商，PPP 模式带来配网新商机 2016-08-30

目录

1. 公司为领先的配电供应商，增量配网打开空间 ...	3
1.1. 国网配网招标维持高位，公司份额行业领先	3
1.2. 增量配网政策打开空间，设立产业基金迎接机遇	3
1.3. 收购江苏鹏创，配电领域旨在成为综合服务商及运营商	4
2. 湖南雅城受益于钴涨价，业绩大超承诺	5
2.1. 雅城受益于新能源车锂电池放量，配套融资扩产磷酸铁	5
2.2. 钴酸锂独家供应三星 SDI，磷酸铁在 CATL 产业链	6
2.3. 受益于钴产品涨价，雅城业绩弹性大	7
3. 投资建议与风险提示	7
3.1. 湖南雅城业绩测算，17 年预计 1.5 亿利润	7
3.2. 上市公司盈利预测	8
3.3. 风险提示	8

图表目录

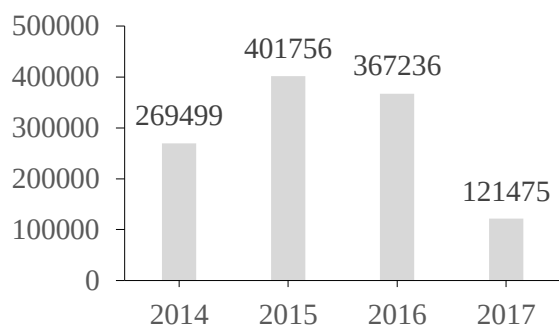
图表 1: 国网配网变压器招标量	3
图表 2: 国网配电终端招标量	3
图表 3: 公司主要产品在 12kV 电压等级市场占有率和行业排名	3
图表 4: 湖南雅城产品型号、性能及用途	5
图表 5: 湖南雅城营业收入及结构	6
图表 6: 2014 年以来公司营收结构	6
图表 7: 湖南雅城 2016 年前五名客户销售额（万元）及占比	7
图表 8: 四氧化三钴及氯化钴价格走势（万/吨）	7
图表 9: 湖南雅城盈利能力测算	8
图表 10: 合纵科技盈利预测与估值摘要表	9

1. 公司为领先的配电供应商，增量配网打开空间

1.1. 国网配网招标维持高位，公司份额行业领先

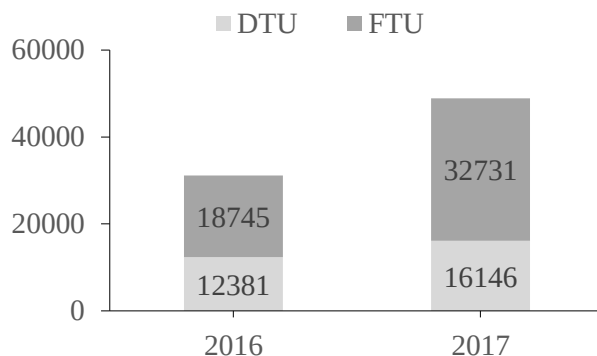
国网招标配电一次设备 15 年以来维持高位，二次设备配电终端招标量 17 年同增 57%。配网变压器 2014-16 年招标量分别为 27/40/37 万台，可见 2015 年同增 48%，2016 年同降 7.5%，但是相比于 2014 年仍然增长了 36%。2016 年国网招标配电终端 31126 套，其中 DTU（Data Transfer Unit，数据传输单元）占 40%，FTU（Feeder Terminal Unit，馈线终端设备）占 60%；2017 年国网招标配电终端 48877 套，同增 57%；其中 DTU 占 33%，FTU 占 67%。

图表 1：国网配网变压器招标量



资料来源：国家电网，东吴证券研究所

图表 2：国网配电终端招标量



资料来源：国家电网，东吴证券研究所

公司在近 5 年国网年度招投标细分领域的中标企业排名中保持前 3。

合纵科技成立于 1997 年，起步于环网柜业务，并慢慢渗透到其他领域。目前，公司老牌产品环网柜在公司营收结构中仍占比最高，其中 12kV 环网柜市占率稳居前 3；而变压器、箱式变电站、柱上开关、电缆附件等设备占比在逐年增长，并逐渐分一杯羹。公司已处于配电一次设备细分行业第一梯队，掌握了配电领域户外产品核心技术，拥有自主知识产权，在产品小型化、智能化以及适应我国特殊的户外运行条件方面优势突出，业务遍布 29 个省市自治区，在近 5 年国家电网年度招投标细分领域的中标企业排名中保持前三名水平。

图表 3：公司主要产品在 12kV 电压等级市场占有率和行业排名

产品名称	单位	2015 年		2014 年		2013 年	
		产量	行业排名	产量	行业排名	产量	行业排名
12kV 环网柜	回	17637	3	17732	1	16502	1
12kV 真空断路器	台	8603	18	3103	-	4782	35
12kV 箱式变电站	台	1349	10	1178	8	914	1

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 增量配网政策打开空间，设立产业基金迎接机遇

电改顶层设计基本完成，配网是重点方向，配网投资主体的放开是本轮改革的亮点。2002 年，国务院发布电改“5 号文”，提出“厂网分开、

竞价上网、打破垄断、引入竞争”，原国家电力公司被拆分为两大电网公司、五大发电集团和四大电力辅业集团；2015 年，国务院再次发布电改“9 号文”及 6 个配套文件，启动新一轮电改，主要目标是“放开两头，管住中间”，主体改革政策为“发+输配+售”。2016 年 8 月 26 日以来，国家发改委、国家能源局等部门先后再发重磅文件，正式启动增量配网浪潮、并为 105 个增量配网试点一路保驾护航，这些文件首次将能源领域项目被拉入 PPP 重点范畴，并真正放开配网投资和运营主体。

民营资本参与配网运营有前景，配网运营和配售一体具备较好的盈利基础。在前期投资和后期运维费用等成本不透明的前提下，目前收益是透明的，因为各省都已经出台了输配电价，这个才是真正的利润来源，竞价交易中 3-5 分钱的价差还不足以吸引社会资本，输配电价主要由发改委定的，一方面是为了让电网报表更加透明，另一方面为了保证收益吸引社会资本，政府也鼓励电网以外的公司做配网的投资并且有一定的收益。在这样的情况下，资源整合能力强的公司有望脱颖而出。

公司成立产业基金并在各地设立子基金，布局配电网股权投资，全国范围内整合资源。2016 年 9 月，公司出资 2000 万元，与北京中能电投、恒华科技、朱诚先生共同设立“北京中能互联电力投资中心”，完成产业资源和资本整合的第一步，投资方向就是目前开放股权的工业园区配电网，后续逐步落地，目前已经在中山翠亨项目中投资 2 亿元，贵州中能投资合伙企业中投资 1457 万元。目前工业园区的配网股权是争夺的重点，我们认为公司的圈地运动开展的很有前瞻性，优质资源转瞬即逝，优质工业园区的配网绝对是稀缺资源。

1.3. 收购江苏鹏创，配电领域旨在成为综合服务商及运营商

公司对于未来的发展进行了长远的规划，定位配电领域综合服务商和运营商，并计划 3-5 年时间营收翻四倍。公司目前的产品线覆盖所有配网的一次设备，公司管理层思路清晰，在电力体制改革推行、国家有序放开配电网业务的历史性机遇下，公司看到电网公司以外的商机，旨在通过 3 年时间，积极探索配售电业务，积极拓展两大电网以外的用户市场，以解决目前对电网的高度依赖，打造“设计咨询+工程总包+设备制造+运维服务”的完备产业链，从一家专业提供设备的公司转型为一家电力系统业务的综合服务商。

1.88 亿收购江苏鹏创，其电力工程设计服务业务为公司带来总承包的资质和业绩。2016 年 12 月，公司与江苏鹏创签署协议，拟通过发行股份及支付现金方式购买其 100%股权，交易对价 1.88 亿元，其中 70%对价、即 1.32 亿元以发行股份方式支付，其余 0.56 亿元以现金支付。江苏鹏创在 220kV 及以下的工程中有丰富的经验，同时设计业务和上市公司原来的设备销售业务可以形成很好地协同作用，双方可以共享电网大客户的资源，提升订单的来源。更重要的是通过收购设计院上市公司拥有了设计院的资质，为未来公司进入配售电公司领域铺平了道路。业绩对赌 2016-19 年度实现的净利润合计不低于 6715 万元，平均每年 1700 万

元。

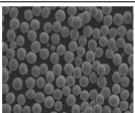
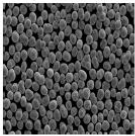
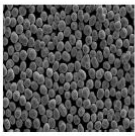
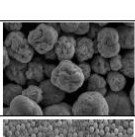
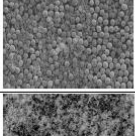
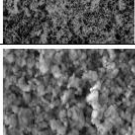
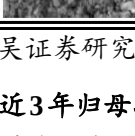
2. 湖南雅城受益于钴涨价，业绩大超承诺

2.1. 雅城受益于新能源车锂电池放量，配套融资扩产磷酸铁

公司以湖南雅城为突破口切入新能源汽车领域，交易资产定价 5.32 亿元，收购方式为股权+现金。公司看好未来新能源汽车和储能市场，以锂电池市场作为公司进入新能源的切入口。2016 年 12 月，公司与湖南雅城签署协议，拟通过发行股份及支付现金相结合的方式购买其 100% 股权，本次交易对价 5.32 亿元，其中 70.44% 对价、即 3.75 亿元以发行股份的方式支付，其余 1.57 亿元以现金支付，公司发行 18,342,221 股股票用于支付股份对价。业绩对赌 2016-18 年实现的净利润分别不低于 3814、5152、6629 万元。

湖南雅城主要从事锂电池正极材料的前驱体的研发制造和销售。湖南雅城是一家集研发、生产、销售于一体的锂电池正极材料制造企业，主要产品为四氧化三钴、氢氧化亚钴和磷酸铁，在锂电池正极材料市场形成较强的竞争优势，是我国主要锂电池正极材料专业供应商之一。

图表 4：湖南雅城产品型号、性能及用途

主要产品	产品型号	产品规格	产品细分	产品电镜图	性能及优点	主要用途
四氧化三钴 (Co ₃ O ₄)	YCC-105	18-20 μm	球形大颗粒四氧化三钴		18-20μm 球形大颗粒四氧化三钴，形貌优异，粒度集中，应用于高电压球形钴酸锂	用于 4.2-4.5V 高电压、高容量钴酸锂的制备，使容量提升 7%
	YCC-105 A	15-17 μm	类球形大颗粒四氧化三钴		15-17μm 类球形大颗粒四氧化三钴，具有振实比重高，颗粒形貌均一，粒度集中等优点，应用于高压实、高电压钴酸锂中，烧成钴酸锂后形貌均一，并能大幅降低钴酸锂制造成本	用于 4.2-4.5V 高电压、高容量钴酸锂的制备，使容量提升 7%
	YCC-102	7-8 μm	常规四氧化三钴		工艺技术成熟，生产成本低，品质稳定	主要用于制造锂电池正极材料，也可用于色釉料及磁性材料，用于常规钴酸锂制备及 4.0V 高电压产品
	YCC-103	4-6 μm	常规四氧化三钴		适用性广，可作为多种型号的钴酸锂生产原料	用于常规钴酸锂制备
	YCC-T	6-15 μm	陶瓷级四氧化三钴		钴含量高，杂质含量小	主要用于制造搪瓷釉料、玻璃着色剂、磁性材料、电子元件材料、钴催化剂等
氢氧化亚钴 (Co(OH) ₂)	YCC-106	0.5-1.5 μm	无定形氢氧化亚钴		能增加锂电池正极材料的振实密度，提高锂电池的电容量	适用于智能手机、平板电脑、笔记本电脑等电池的生产
磷酸铁 (FePO ₄)	YCP-102	1-3 μm	无水磷酸铁		单晶粒度小、分散均匀、加工性能优异、低温充放电性能好	主要用于磷酸铁锂制备，旨在锂电池正极材料，也可用作催化剂及制造陶瓷等

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

湖南雅城业绩增长迅猛，近 3 年归母净利润增速分别为 249%/261%。公司近 3 年营收 CAGR31%，其中四氧化三钴、氢氧化亚钴、磷酸铁营收 CAGR 分别为 4.1%、103.1%、1470.1%；近 3 年归母净利润 CAGR 高达

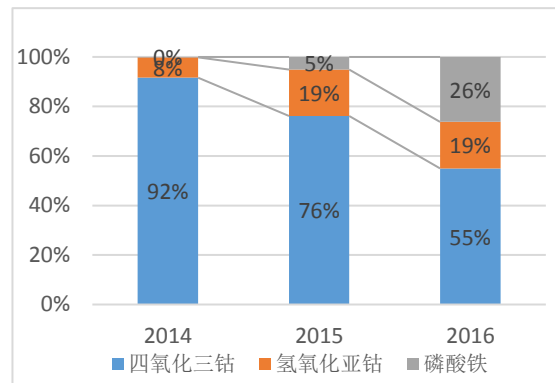
255%。目前雅城有 2000 吨四氧化三钴、2500 吨磷酸铁复合材料、600 吨无定型氢氧化亚钴的产能，并拟募集资金建设 5000 吨三元材料及 25500 吨磷酸铁复合材料新产能。

图表 5：湖南雅城营业收入及结构

	2014	2015	2016
营业收入（亿元）	2.26	3.78	3.85
营收 YoY		67%	2%
归母净利润（亿元）	0.03	0.11	0.39
归母净利润 YoY		249%	261%

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 6：2014 年以来公司营收结构



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

公司磷酸铁锂业绩增长迅猛，毛利率水平高于同行业。2016 年末，湖南雅城在已有 2500 吨磷酸铁锂产能基础上新增了 1650 吨产能，磷酸铁锂销售数量同增 483%至 4162.79 吨，销售收入同增近 500%至 2.10 亿元，毛利率增长近 10 个百分点，增至 51.65%，高出行业平均水平近 18 个百分点。

公司拟使用 2.92 亿用于年产 20,000 吨电池级正磷酸铁项目，达产后可实现收入 4.6 亿元。合纵科技拟使用 2.92 亿（含募集资金 2.33 亿）用于湖南雅城建设年产 20,000 吨电池级正磷酸铁项目，项目建设期为 12 个月，于 2018 年起逐步释放产能，第二年预计达产率为 40%，第三年预计达产率为 70%，第四年完全达产。预计项目达产后释放的 20,000 吨磷酸铁产能占湖南雅城现有客户及潜在客户 2017 年需求量的 14.74%，实现销售收入 4.6 亿元、利润总额 1.4 亿元，投资回收期（税后）约 4.96 年。

2.2. 钴酸锂独家供应三星 SDI，磷酸铁在 CATL 产业链

湖南雅城为三星 SDI、北大先行、厦门钨业、湖南杉杉、道氏技术等公司的稳定供应商。1) 四氧化三钴：下游主要应用于 3C 产品，主要客户为作为全球最大的电子工业企业之一的三星 SDI。2014 年，湖南雅城成为三星 SDI 合格供应商，2015-16 年，湖南雅城向三星 SDI 的销售额分别占营收 56.87%、42.26%。目前湖南雅城与三星 SDI 合作紧密，为其月均提供四氧化三钴 100 吨左右。2) 磷酸铁：下游主要应用于新能源锂电池，主要客户为北大先行、厦门钨业、湖南杉杉、道氏技术等，最终供应到 ATL 等公司，其中北大先行是行业领先的新能源汽车电池企业，其在锂离子电池材料、电动汽车动力电池组等领域发展迅速。2015-16 年，湖南雅城向北大先行的销售额分别占营收的 10.86%、26.42%，2017 年，湖南雅城与北大先行子公司泰丰先行签署框架协议，双方合作关系日益稳定。

图表 7：湖南雅城 2016 年前五名客户销售额（万元）及占比

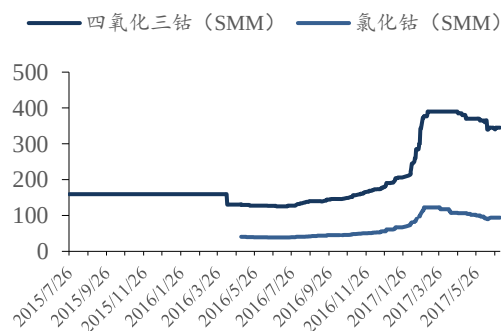
序号	客户名称	交易内容	销售额	占营业收入比重
1	三星 SDI 香港	销售四氧化三钴、氢氧化亚钴	16,278.17	42.26%
2	先行泰安、泰丰先行	销售四氧化三钴/磷酸铁	10,174.65	26.42%
3	厦门钨业股份有限公司	销售氢氧化亚钴、四氧化三钴	2,098.80	5.45%
4	天津巴莫科技股份有限公司、成都巴莫科技有限责任公司	销售氢氧化亚钴	1,712.46	4.45%
5	广东道氏技术股份有限公司	销售陶瓷级氧化钴	1,335.05	3.47%
	合计		31,599.12	82.04%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2.3. 受益于钴产品涨价，雅城业绩弹性大

四氧化三钴价格飙升，湖南雅城历史毛利低，业绩弹性大。16 年 1-8 月，湖南雅城四氧化三钴的销售数量 1097 吨，销售收入 13248 万元，销售单价 12 万元/吨，16 年全年销售量接近 2000 吨。一般情况下四氧化三钴库存在 450 吨左右（15 年末），目前四氧化三钴价格超过 37 万/吨。在一些列主要竞争对手之中，湖南雅城的毛利比较低，1) 主要是华友钴业在钴产品行业中处于领先地位，且华友钴业的原材料主要以直接或通过境外子公司向国际矿业公司或贸易商采购，因此较湖南雅城拥有一定的上游原料资源控制优势；2) 可比公司格林美属于废弃资源综合利用业，主营业务包括钴镍钨、电子废弃物及电池材料等多个板块，较湖南雅城而言具备较强的成本优势及多项业务并举发展的规模优势；3) 作为湖南雅城低毛利产品的氢氧化亚钴销售收入占比有所提升，拉低了整体毛利率水平。在目前涨价的逻辑下，毛利最差的湖南雅城可能利润反转的弹性更大。

图表 8：四氧化三钴及氯化钴价格走势（万/吨）



资料来源：Wind, CIAPS, 东吴证券研究所

3. 投资建议与风险提示

3.1. 湖南雅城业绩测算，17 年预计 1.5 亿利润

受益于钴价攀升，17/18 年雅城预计贡献 1.5 和 2 个亿利润。我们假

设公司主要产品四氧化三钴的产能维持在 2000-3000 吨左右,通过技改每年能有 30%的产能释放,同时 17 年初四氧化三钴价格从 13 万翻倍至 30 万以上,在 17 年下半年和 18 年继续维持目前的高位价格,行业处于量价齐升的趋势,那么公司的产品价格和毛利均将受益于行业的涨价趋势,详见盈利能力测算表。另外磷酸铁是公司大幅扩产的方向,行业将继续维持高毛利的盈利能力。

图表 9: 湖南雅城盈利能力测算

		2014年	2015年	2016年	2017E	2018E
整体	营收	22586.25	35779.13	38518.09	112000.00	151900.00
	营业总成本	22288.85	34517.29	34030.23		
	营业成本	20161.49	31939.87	30816.17		
	费用	2127.36	2577.42	3214.06		
	毛利率	10.74%	10.73%	20.00%	26.59%	25.37%
	毛利	2424.76	3839.26	7701.92	29784.00	38535.00
	归母净利润	313.27	1092.21	3945.42	15680.00	21266.00
	净利率	1.4%	3.1%	10.2%	14.00%	14.00%
四氧化三钴	营收(万元)	19412.78	24971.9	21018.01	75000.00	98000.00
	销量(吨)	1447.29	1780.62	1623.21	2500.00	3500.00
	产量(吨)	2093.83	1869.13	1309.69		
	产能(吨)	2000	2000	2000	3000.00	4000.00
	产能利用率	104.69%	93.46%	65.48%	改造后产能提升30%	
	税后单价(万元/吨)	13.41	14.02	12.95	30.00	28.00
	氯化钴采购单价	4.06	3.94	3.65	10.00	10.00
	毛利率	11.19%	10.27%	10.24%	20.00%	18.00%
氢氧化亚钴	毛利	2172.29	2564.61	2152.24	15000.00	17640.00
	营收(万元)	1740.93	6123.94	7180.95	18600.00	22400.00
	销量(吨)	127.23	469.31	613.58	620.00	800.00
	产量(吨)	163.08	483.72	694.58		
	产能(吨)	600	600	600	600.00	1000.00
	产能利用率	27.18%	80.62%	115.76%		
	税后单价(万元/吨)	13.68	13.05	11.7	30.00	28.00
	毛利率	6.70%	3.52%	5.10%	32%	30%
磷酸铁	毛利	116.64	215.56	366.23	5952.00	6720.00
	营收(万元)	40.68	1678.36	10035.72	18400	31500
	销量(吨)	16.5	713.7	4162.79	8000	15000
	产量(吨)	25.54	744.88	4336.39		
	产能(吨)	2500	2500	4000	8000	20000
	产能利用率	1%	30%	104.49%		
	税后单价(万元/吨)	2.47	2.35	2.41	2.3	2.1
	毛利率	5.20%	41.90%	51.65%	48%	45%
	毛利	2.12	703.23	5183.45	8832.00	14175.00

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

3.2. 上市公司盈利预测

投资建议: 预计公司 2017-2019 年归属上市公司股东净利润为 1.11/1.41/1.58 亿元,同比增长 27/27/12%,EPS 分别为 0.4/0.51/0.57 元,考虑到公司收购的标的在今年完成并表,预计 18 年全年并表,17/18 年湖南雅城备考业绩 1.56/2.13 亿,上市公司 17/18 年并表业绩 2.67/3.54 亿,增厚市值按照现价发行计算大约 16%对应 68 亿市值(目前市值 58.6 亿),目前 18 年仅 20 倍估值。给予并表后目标市值 100 亿,目标价 30 元,对应 18 年 30 倍,维持买入评级。

3.3. 风险提示

电力体制改革推进低于预期;配网行业竞争加剧;募投项目建设进度

及钴价格低于预期。

图表 10：合纵科技盈利预测与估值摘要表

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1366.6	1561.8	1911.9	2250.3	营业收入	1262.0	1388.2	1665.8	1915.7
现金	299.9	329.9	362.9	381.0	营业成本	920.0	1014.9	1207.6	1387.9
应收款项	862.7	996.4	1255.4	1515.9	营业税金及附加	10.9	11.8	13.8	15.6
存货	182.3	211.2	263.8	318.4	营业费用	143.6	154.8	182.0	209.3
其他	21.7	24.3	29.8	34.9	管理费用	80.2	89.1	104.4	119.4
非流动资产	642.2	776.3	965.9	1133.8	财务费用	-2.3	-3.4	3.0	9.7
长期股权投资	53.4	53.4	53.4	53.4	投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	431.4	570.0	764.0	936.4	其他	-11.9	4.5	4.5	4.5
无形资产	133.7	129.2	124.8	120.3	营业利润	97.7	125.4	159.4	178.3
其他	23.7	23.7	23.7	23.7	营业外净收支	5.3	5.5	5.8	6.1
资产总计	2008.8	2338.1	2877.8	3384.1	利润总额	102.9	131.0	165.2	184.4
流动负债	1077.6	1351.3	1819.1	2243.4	所得税费用	14.4	18.3	22.7	24.8
短期借款	52.0	165.7	340.7	462.4	少数股东损益	0.7	1.0	1.2	1.4
应付账款	960.8	1113.0	1390.5	1678.0	归属母公司净利润	87.8	111.7	141.3	158.2
其他	64.7	72.5	87.9	103.0	EBIT	109.6	122.0	162.4	187.9
非流动负债	50.1	50.1	50.1	50.1	EBITDA	124.1	144.9	194.6	230.5
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0			27.18%	26.59%	11.93%
其他	50.1	50.1	50.1	50.1	重要财务与估值指标				
负债总计	1127.6	1401.3	1869.2	2293.5		2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	2.1	2.5	3.1	3.7	每股收益(元)	0.31	0.40	0.51	0.57
归属母公司股东权益	879.0	934.2	1005.5	1086.9	每股净资产(元)	3.14	3.34	3.59	3.88
负债和股东权益总计	2008.8	2338.1	2877.8	3384.1	发行在外股份(百万股)	279.8	279.8	279.8	279.8
现金流量表（百万元）					ROIC(%)	11.3%	10.7%	11.9%	11.6%
	2016	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	10.0%	12.0%	14.1%	14.6%
经营活动现金流	42.4	115.4	149.9	183.9	毛利率(%)	27.1%	26.9%	27.5%	27.5%
投资活动现金流	-195.2	-142.6	-221.8	-210.6	EBIT Margin(%)	8.7%	8.8%	9.7%	9.8%
筹资活动现金流	94.3	57.3	104.9	44.8	销售净利率(%)	7.0%	8.0%	8.5%	8.3%
现金净增加额	-58.5	30.0	33.0	18.1	资产负债率(%)	56.1%	59.9%	65.0%	67.8%
折旧和摊销	14.5	22.8	32.3	42.6	收入增长率(%)	12.9%	10.0%	20.0%	15.0%
资本开支	-152.8	-142.6	-221.8	-210.6	净利润增长率(%)	0.3%	27.2%	26.6%	11.9%
营运资本变动	26.2	-19.6	-24.3	-17.6	P/E	66.76	52.49	41.47	37.05
企业自由现金流	-3.5	-34.4	-73.7	-22.9	P/B	6.67	6.27	5.83	5.39
					EV/EBITDA	56.30	50.13	39.72	35.37

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>