

内生增长稳健，外延收购完善布局

投资要点

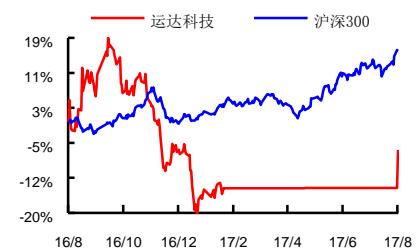
- 事件:**公司拟筹划重大资产重组于2017年2月停牌，近日发布收购预案并复牌。公司拟以发行股份支付现金的方式收购成都货安100%的股权，标的对价为8.15亿元，发行股份价格为11.56元/股，同时以询价方式非公开发行募资5.7亿元，用于支付本次收购的现金对价，支付相关费用和投入货安研发项目。成都货安2017-2019年业绩对赌分别为6000万元、7500万元和9500万元。此前，公司以1.8亿元对价收购恒信电气89.95%的股权，并于2017年5月完成88.80%的股权过户，2017年上半年恒信电气已纳入合并报表范围。恒信电气2017-2019年对赌业绩分别为1400万元、1800万元和2200万元。
- 通过外延进一步完善公司在轨道交通领域的布局:**成都货安专注于铁路货物安全领域，主要提供货运计量设备、货运安全监测系统、铁路货运电子防盗锁和货运管理信息系统软件，用户覆盖全国铁路十八个路局和铁路运输相关大中型企业。收购成都货安有助于公司在轨道交通领域延伸业务，有利于公司完善和优化产业结构，进一步扩大资产、业务规模，增厚业绩；恒信电气是行业技术领先的城市轨道交通再生制动能量吸收装置供应商，是轨交细分分子板块中的行业龙头之一，产品应用于北京、广州、重庆、天津、郑州、兰州地铁等20余条轨道交通线。收购恒信电气对扩张公司业务领域，拓宽销售渠道，增强公司竞标能力，强化核心技术，储备公司发展动能有积极作用。
- 公司传统“人、车、地面”业务稳健增长:**2017年上半年公司营收2.4亿元，同比提升25.6%，归母净利润0.7亿元，同比提升40.8%。公司业绩增速稳健，恒信电气并表增厚了公司业绩。从业务拆分来看，车载安全监控系统业务营收0.34亿，同比增长42.2%，毛利率52.2%，同比提升5.5个百分点；仿真业务营收0.71亿，同比下降24.1%，毛利率为61.1%，同比提升13.71个百分点；机车车辆整备与检修作业控制系统营收1.02亿，同比增加36.4%，毛利率为40.8%，同比下降11.82个百分点。公司业务受轨交投资建设周期影响，2017年全国铁路固定资产总投资预计维持在8000亿元以上，城市轨道交通建设维持高投入，公司订单情况良好，全年内生业绩预计保持稳健增长。
- 盈利预测与投资建议:**考虑到恒信电气和成都货安的并表，考虑定增摊薄，预计公司2017-2019年营业收入年复合增速为43.1%，归母净利润年复合增速为38.0%，EPS分别为0.38元、0.63元、0.78元，对应的PE分别为38倍、23倍和19倍。参考计算机和轨道交通板块对标企业估值，给予公司2018年30倍PE的估值，对应目标价为18.9元，维持“买入”评级。
- 风险提示:**国家对存量车改造投入或快速降低；单轨车推广或不达预期；收购或非公开发行或低于预期；收购公司业绩实现或不及承诺。

西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉
执业证号: S1250514080002
电话: 023-63786278
邮箱: xiongl@swsc.com.cn

分析师: 常潇雅
执业证号: S1250517050002
电话: 021-68415380
邮箱: cxya@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)	4.56
流通A股(亿股)	2.02
52周内股价区间(元)	13.12-36.85
总市值(亿元)	65.80
总资产(亿元)	17.92
每股净资产(元)	2.69

相关研究

- 运达科技(300440): 业绩符合预期，看好未来布局 (2016-10-27)

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	597.30	828.58	1364.45	1751.40
增长率	29.88%	38.72%	64.67%	28.36%
归属母公司净利润(百万元)	134.60	173.67	288.14	353.52
增长率	4.86%	29.03%	65.92%	22.69%
每股收益EPS(元)	0.30	0.38	0.63	0.78
净资产收益率ROE	10.41%	10.54%	9.51%	10.66%
PE	48.89	37.89	22.84	18.61
PB	5.12	3.97	2.16	1.97

数据来源: Wind, 西南证券

请务必阅读正文后的重要声明部分

1 外延进一步完善公司在轨道交通领域的布局

运达科技是国内领先的轨道交通机务运用安全系统生产企业，公司主要服务于轨道交通行业中的铁路运输和城市轨道交通两大板块。从行业基本面来看，轨道交通基础设施未来需求将大幅增加。在轨道交通步入信息化时期，国家对于铁路行业的投入也不断加大，在之后的几年中，前期投入的轨道交通基础设施和设备为达到一定的安全运营标准之后，势必产生对相应的监控装置、信息传输系统的需求。从传统的仅仅靠输出机车安全设备盈利向为铁路部门提供信息化服务转型是轨道交通机务运用安全系统行业的发展趋势。

表 1：行业内相关国家政策

时间	政策文件	相关内容
2016.06	《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》	2016年至2018年，拟重点推进铁路、公路、水路、机场、城市轨道交通项目303项，涉及项目总投资约4.7万亿元。其中，重点推进103个城市轨道交通项目前期工作，新建城市轨道交通2000公里以上，涉及投资约1.6万亿元，而铁路领域涉及投资额也高达2万亿元，两项合计占总投资总额的77%。
2016.03	2016年政府工作报告	政府工作报告明确提出，到2020年中国高铁营运里程达到3万公里，新增1.1万公里，覆盖80%以上的大城市；另外城市轨道交通建设标准的下调也将成为促进轨交行业大力发展的有力支撑。
2014.06	《铁路发展基金管理办法》	规范铁路发展基金管理，明确铁路发展基金存续期为15-20年，投资方向主要用于国家批准的铁路项目资本金，规模不低于基金总额的70%，其余资金投资土地综合开发等经营性项目，提高整体投资效益。
2014.05	《铁道行业技术标准管理办法》	加强铁道行业技术标准管理工作，适应铁路技术发展和管理的需要，对标准指定、标准发布、标准实施与监督进行了明确。
2013.08	《铁路安全管理条例》	加强铁路安全管理，保障铁路运输安全和畅通，保护人身安全和财产安全。
2012.05	《关于鼓励和引导民间资本投资铁路的实施意见》	鼓励和引导民间资本依法合规进入铁路领域。规范设置投资准入门槛，创造公平竞争、平等准入的市场环境。市场准入标准和优惠扶持政策要公开透明，对各类投资主体同等对待，对民间资本不单独设置附加条件。鼓励民间资本投资参与铁路产品认证、质量检验检测、安全评估、专业培训、合同能源管理及其他相关技术服务活动。
2011.07	《铁路“十二五”发展规划》	明确了“十二五”铁路行业发展指导思想、主要目标、重点任务和政策措施，是未来五年铁路发展的指导性文件。
2008.10	《中长期铁路网规划（2008年调整）》	到2020年，全国铁路营业里程达12万公里以上，复线率和电化率分别达到50%和60%以上，主要技术装备达到或接近国际先进水平。

数据来源：公司公告，西南证券整理

交运安全系统服务数目多且进入壁垒高，外延并购是行业大势所趋。由于为轨道交通提供安全系统服务必须有扎实的轨道交通基础设施和安全设备的生产实力及资质作为基础，行业存在较高的进入壁垒。由于该行业的高壁垒以及铁路交通系统的特殊性，每个分支领域都有三四家龙头垄断着该领域的技术、资源与渠道，即使是一个子行业的龙头，想开展另一个子行业的业务也非常困难。因此，为了打造全品类产品的生态，并进一步通过提供信息服务直接参与铁路与城市轨道的数据运营，创造新的利润增长点，通过外延并购其他的技术型企业增强自身的竞争力是铁路服务行业的必然趋势。

表 2：交运安全系统服务进入壁垒

进入壁垒	说明
技术壁垒	由于机务运用安全系统涉及的技术领域广泛，因此能够进入这一领域的企业需要具备强大的技术研发能力和行业应用水平，从而在客观上限制了该行业的企业数量。
产品壁垒	相关产品必须经行业内权威机构的严格检测，通过长期试用考验，能够与既有系统兼容并协调工作。行业内企业在大量的、长期的现场运行经验的基础上，获得技术水平提升和用户体验的改善，并逐步得到用户的全面认可，其生产的产品和提供的服务方能被市场接受。
行业经验壁垒	新进入企业的产品的技术要求、耐用性、可靠性被市场接受需要较长的时间，建立市场口碑需要一定的过程，前期的发展较为困难，客观上阻碍了新的外部企业进入本行业。
人才壁垒	轨道交通相关的系统服务其中有不少关键技术与技术难点，在国内仅有极少数的机构在做持续研究，与此相应的高层次和专业人才供给较为缺乏。行业新进入者很难在较短时间内建立起一支专业的人才队伍开展技术研发和产品制造。

数据来源：西南证券整理

公司原主业主要在轨道交通铁路机务安全领域，公司上市后通过投资并购、自研与技术合作等方式进入了牵引动力、VR 等方面，不断拓展公司经营领域和规模。公司内生稳健，有望切入城市轨道交通单轨车领域，并通过高效的投资并购及整合实现迅速扩张。

1.1 收购成都货安，布局铁路货运安全领域

公司拟以发行股份和支付现金的方式收购成都货安计量技术中心有限公司 100% 的股权，标的对价为 8.15 亿元，发行股份支付本次交易对价的 70.5%，总计约 5.74 亿元，预计发行约 4970 万股，发行股份价格为 11.56 元/股，以现金方式支付本次交易对价的 29.5%，总计约 2.41 亿元。同时公司拟以询价方式向不超过 5 名特定对象非公开发行募资 5.7 亿元，用于支付本次收购的现金对价和相关费用，实施成都货安货运站安全监测管理系统设备产业化项目、基于以太网的电子动态轨道衡及超偏载检测系统设备产业化项目和铁路物流中心信息管理系统设备产业化项目。募集配套资金发行的股份数量不超过本次交易前公司总股本的 20%，即 9120.4 万股。成都货安 2017-2019 业绩对赌分别为 6,000 万元、7,500 万元、9,500 万元。

表 3：募集资金用途

项目	项目总投资金额（万元）	使用本次募集资金金额（万元）	占比
支付现金对价及相关中介费用	27,042.50	27,042.50	47.44%
货运站安全监测管理系统设备产业化项目	20,946.24	5,091.55	8.93%
基于以太网的电子动态轨道衡及超偏载检测系统设备产业化项目	16,373.21	14,367.45	25.21%
铁路物流中心信息管理系统设备产业化项目	12,214.12	10,498.50	18.42%
合计	76,576.07	57,000.00	100.00%

数据来源：公司公告，西南证券整理

成都货安的主营业务为铁路货运安全和计量设备、货运站安全监控系统、货检站安全集中监控系统以及货运管理信息系统的研发、生产和实施。成都货安是国内铁路货运计量、货运安全检测、货运信息化等产品种类和资质最齐全的企业之一，并且参与了多项行业标准的制定，在铁路货运安全和信息化领域处于领先地位。

公司收购成都货安对公司业务布局和公司盈利能力都有较大影响。

(1) **有助于完善业产业结构，扩大业务范围：**收购成都货安有助于公司从传统机务安全、仿真模拟领域拓展至铁路货运计量、铁路货运安全检测、铁路货运信息化等领域，丰富公司的产品线，提升公司整体轨交软、硬件研发能力；基于该行业技术水平较高、抗周期性强、区域性特征较弱等优点，将更有利于上市公司提高抗周期性风险能力，增强资产质量和整体竞争实力。同时，本次交易将有利于运达科技完善和优化产业结构，进一步扩大资产、业务规模，提升公司的价值。

(2) **促进公司盈利能力增强，资产规模增加：**本次交易完成后，铁路货运安全与信息化将成为运达科技新的盈利增长点，公司未来的持续盈利能力将得到进一步增强。预计公司的营业收入和净利润规模将得到较大幅度的提升。

1.2 收购恒信电气，加强公司在城市轨道交通中的布局

公司于2017年3月11日发布公告，拟以现金方式收购恒信电气88.80%的股份，标的对价约1.8亿元，此部分股权已于5月完成交割。7月25日，公司拟继续以自有资金收购恒信电气股东持有的1.15%股权，此部分股权已于8月初完成交割。交易完成后，公司持有恒信电气的89.95%的股权。恒信电气2017-2019业绩对赌分别为1,400万元、1,800万元、2,200万元。

表4：收购进程

预案日期	收购股权比例	交易价格（万元）	支付方式	完成后公司持股	是否构成关联交易
2017-3-11	88.80%	17759.62	现金	88.80%	是
2017-7-25	1.15%	126.50	现金	89.95%	否

数据来源：公司公告，西南证券整理

恒信电气是城市轨道交通行业中技术领先的再生制动能量吸收装置供应商，主要开发电阻耗能型、逆变回型、电阻/逆变混合吸收型轨道交通再生制动能量吸收装置，是该领域国内运行数量最多、产品最全、运行经验最丰富的设备制造商之一。

表5：恒信电气的优势

优势	说明
客户优势	开发的电阻耗能型、逆变回型、电阻/逆变混合吸收型轨道交通再生制动能量吸收装置已成功应用于北京、广州、重庆、天津、郑州、兰州地铁等20余条轨道交通线上
技术优势	恒信电气专注于城市轨道交通电气成套控制设备的研发、制造、销售和服务，各类生产资质齐全，产品均为自主研发、自行生产，许多技术涉及行业前沿科学，拥有一支理论知识和实践经验丰富，具有很强产品研发和市场开拓能力的专业人才队伍，与多所高校和研究机构建立了长期合作关系，从技术、产品、检测、检验等方面开展研究开发工作，其主导产品达到国际先进、国内领先水平。由此带来的利润较高
政策优势	公司所处电气设备制造行业，加工的产品车辆再生制动吸收装置，符合国家能源节约的发展方向，伴随着“十三五”规划中城市轨道交通建设的快速发展，其产品需求也会有较大的增长空间。

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司收购恒信电气对公司业务、渠道、技术带来影响，是公司扩充产业链和经营领域的重要尝试，符合公司发展战略。

(1) 抓住政策机遇，扩张公司业务领域：恒信电气是轨道交通行业中技术领先的再生制动能量吸收装置供应商，符合国家能源节约的发展方向。因此，公司通过收购恒信电气达到补充产业链、完善产业结构、深化产业整合的目的，充分利用政策红利，进一步拓展业务版图。

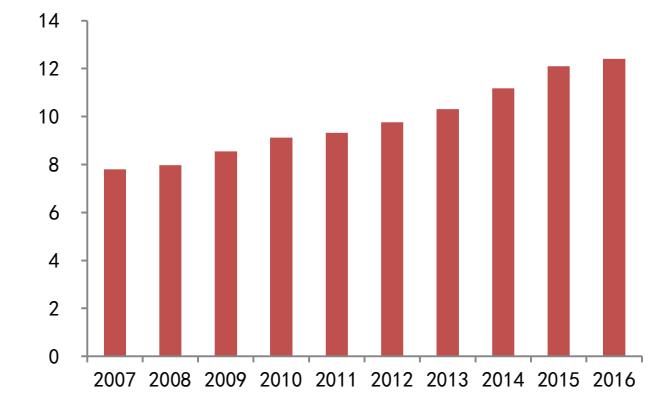
(2) 拓宽销售渠道、增强公司竞标能力：公司是行业内少有的拥有核心知识产权和自主生产能力的轨道交通机务运用安全系统供应商，自成立伊始即专注于为轨道交通安全高效运营提供保障。公司和恒信电气在客户资源等方面有一定的重合度，未来在销售渠道、客户竞标方面将会产生强有力的协同作用，进而帮助公司扩张销售渠道，同时还将将在一定程度上帮助公司减少相关销售渠道开发的费用，增强公司竞标能力，以满足日益增长的行业需求以及实现公司长远发展目标。

(3) 强化核心技术，储备公司发展动能：强化核心技术竞争力有助于推动公司未来可持续发展。恒信电气专具有很强的产品研发能力，其主导产品达到国际先进、国内领先水平。因此，公司通过收购恒信电气，有利于抢占行业技术高地，强化核心技术竞争力，为公司未来发展储备的强大的动能。

2 公司传统“人、车、地面”业务稳健增长

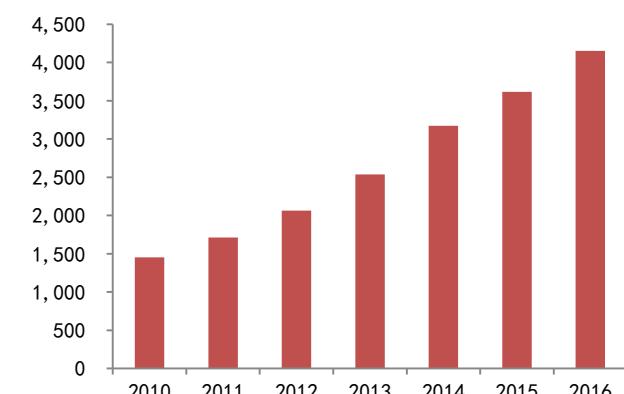
2015年11月，国务院再次下放轨道交通审批权限，将城市快速轨道交通项目按照国家批准的规划核准下放省级投资主管部门，有利于各地方政府加快城市轨道交通的投资建设。2017年，在国家持续加大对轨道交通的投入背景下，轨道交通装备行业继续保持强劲的增长态势，轨道交通行业发展空间巨大。未来五年轨道交通行业投资额将继续保持高位，其中城市轨道交通行业在各地政府加大投资的情况下将实现爆发式增长。

图1：中国铁路营业里程（万公里）



数据来源：Wind，西南证券整理

图2：中国城市轨道交通运营路线长度（公里）



数据来源：Wind，西南证券整理

受地铁建设和铁总订单释放的影响，公司的传统业务“车”——车载安全监控系统、“人”——仿真器制造与驾驶员培训和“地面”——机车车辆整备与检修作业控制系统业绩稳健增长。

(1) 车载安全监控系统市场前景看好：从2012年底开始，铁路总公司机务部门开始推广“机车运行安全保障平台”(即“6A系统”)，公司目前取得了机车防火监控子系统、机车走行部故障监测子系统和机车自动视频监控及记录子系统三个子系统的供应商资格，并通

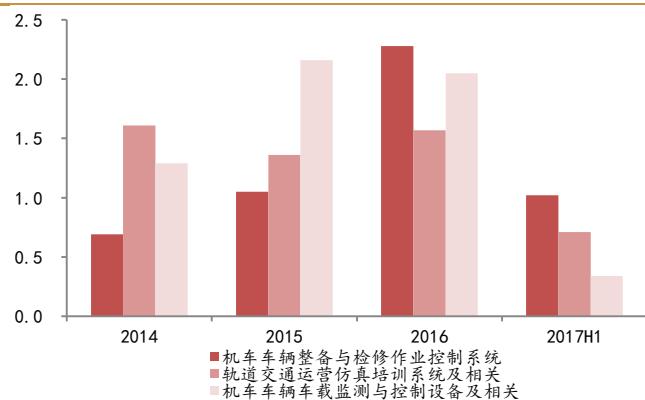
过了中铁检验认证中心认证。车载安全监控各子系统市场相对成熟，切入新的子领域一般需要通过外延的方式。预计公司车载安全监控系统业务稳定发展。

(2) **仿真器制造与驾驶员培训市场一家独大：**由于技术要求高，公司仿真培训在市场上处于寡头垄断地位，在高端产品市场上有极高的市占率。由于公司在仿真器制造方面的技术与经验的领先，公司参与了由铁路总公司牵头的仿真驾驶培训标准的制定。该标准制定后，市场会产生对仿真器的刚性需求。

(3) **机车车辆整备与检修作业控制系统 (CMD) 发展空间大：**CMD 产品是轨道交通中相对较新的产品，还有较大的市场空间，行业呈垄断竞争，公司具有先发优势，市占率约在 30% 左右，相对较高。CMD 系统是公司从传统的设备制造商向信息服务商转型的重要产品。

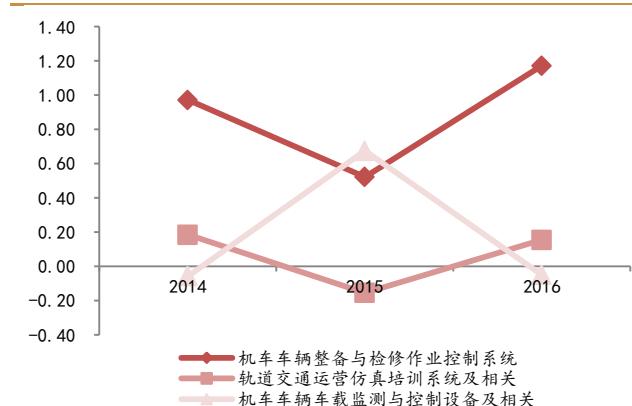
2017 年上半年公司营收 2.4 亿元，同比提升 25.6%，归母净利润 0.7 亿元，同比提升 40.8%。公司业绩增速稳健，恒信电气并表增厚了公司业绩。从业务拆分来看，车载安全监控系统业务营收 0.34 亿，同比增长 42.2%，毛利率 52.2%，同比提升 5.5 个百分点；仿真业务营收 0.71 亿，同比下降 24.1%，毛利率为 61.1%，同比提升 13.71 个百分点；机车车辆整备与检修作业控制系统营收 1.02 亿，同比增加 36.4%，毛利率为 40.8%，同比下降 11.82 个百分点。公司业务受轨交投资建设周期影响，2017 年全国铁路固定资产总投资预计维持在 8000 亿元以上，城市轨道交通建设维持高投入，公司订单情况良好，全年内生业绩预计保持稳健增长。

图 3：公司主营业务营收 (亿元)



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：公司主营业务营收增长率



数据来源：Wind，西南证券整理

3 盈利预测与估值

关键假设：

1) 公司传统机务安全领域相关产品受轨交投资和铁总逐年规划影响，波动较大，具有明显的季节性特征，一般下半年业绩在公司全年业绩中占比较大。下半年仿真培训订单有望恢复，出货量有望变大，2018-2019年增速恢复到较平均的水平。假设2017-2019年仿真培训订单额增速分别为5%、10%和10%，上半年仿真产品毛利率提升明显，假设未来三年仿真产品毛利率先升，略降后维稳，分别为60%、58%和58%。假设车载监测与控制产品未来三年订单额增速分别为38%、35%、35%，毛利率分别为52%、51%、50%；假设整备与检修作业控制未来三年订单额增速分别为35%、33%、31%，毛利率维持在40%。

2) 恒信电气已于2017年5月纳入合并报表范围，假设未来三年恒信电气完成对赌业绩，分别为1,400万元、1,800万元、2,200万元。

3) 假设成都货安于2018年初完成收购并开始纳入合并报表范围，支付收购对价中的股权和非公开发行的股权于2018年初上市流通，对公司业绩造成一定程度摊薄；非公开发行采用询价方式，目前价格尚未确定，采用复牌日收盘价，即14.43元，做指引估算发行股份份额（此指标有较大不确定性，仅供参考）。假设未来三年成都货安完成对赌，分别为6,000万元、7,500万元、9,500万元。

表6：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
仿真培训	收入	157.1	165.0	181.5	199.6
	增速	15.6%	5.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	43.8%	60.0%	58.0%	58.0%
车载监测与控制	收入	204.9	282.7	381.7	515.3
	增速	-5.2%	38.0%	35.0%	35.0%
	毛利率	48.6%	52.0%	51.0%	50.0%
整备与检修作业控制	收入	228.2	308.0	409.7	536.7
	增速	116.5%	35.0%	33.0%	31.0%
	毛利率	44.4%	40.0%	40.0%	40.0%
再生能源吸收装置	收入	-	60.0	76.8	93.7
	增速	-	-	28.0%	22.0%
	毛利率	-	48.3%	48.3%	48.3%
成都货安	收入	-	-	293.0	371.2
	增速	-	-	-	26.7%
	毛利率	-	-	45.0%	45.0%
其他主营业务	收入	7.1	12.8	21.8	34.9
	增速	185.2%	80.0%	70.0%	60.0%
	毛利率	49.5%	50.0%	50.0%	50.0%
合计	收入	597.3	828.6	1,364.4	1,751.4
	增速	29.9%	38.7%	64.7%	28.4%
	毛利率	45.7%	50.4%	48.8%	48.7%

数据来源：西南证券

考虑到恒信电气和成都货安的并表，考虑定增摊薄，预计公司 2017-2019 年营业收入年复合增速为 43.1%，归母净利润年复合增速为 38.0%，EPS 分别为 0.38 元、0.63 元、0.78 元，对应的 PE 分别为 38 倍、23 倍和 19 倍。给予公司 2018 年 30 倍 PE 的估值，对应目标价为 18.9 元，维持“买入”评级。

目标估值参考计算机和轨道交通板块对标企业估值，目前申万计算机 PE (TTM) 估值为 62 倍，按照计算机行业内生 20%业绩增速估计，2018 年申万计算机指数估值约在 43 倍，公司是轨道交通信息化与安全监控领域的领先企业，与思维列控 (603508) 部分业务重合，对标思维列控，预计 2018 年思维列控 PE 约为 29 倍，考虑到公司成长性好于思维列控，且外延并购整合高效，参考 2018 年申万计算机指数与对标企业估值，给予公司 2018 年 30 倍的目标 PE。

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	597.30	828.58	1364.45	1751.40	净利润	133.87	174.67	290.14	356.52
营业成本	324.20	411.13	699.00	898.65	折旧与摊销	7.44	8.94	8.94	8.94
营业税金及附加	8.52	11.81	19.45	24.97	财务费用	-9.77	-9.54	-13.23	-16.02
销售费用	34.51	57.17	83.23	106.84	资产减值损失	25.99	30.00	35.00	35.00
管理费用	103.37	161.57	245.60	332.77	经营营运资本变动	23.01	-59.05	-252.27	-219.35
财务费用	-9.77	-9.54	-13.23	-16.02	其他	-114.31	-30.00	-35.00	-35.00
资产减值损失	25.99	30.00	35.00	35.00	经营活动现金流净额	66.22	115.02	33.59	130.10
投资收益	3.09	0.00	0.00	0.00	资本支出	-16.20	-88.00	-739.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	77.05	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	60.84	-88.00	-739.00	0.00
营业利润	113.58	166.44	295.39	369.20	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	35.99	30.34	31.10	31.66	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	149.56	196.77	326.49	400.86	股权融资	0.00	228.00	1144.00	0.00
所得税	15.70	22.11	36.35	44.34	支付股利	-29.12	-30.54	-39.40	-65.37
净利润	133.87	174.67	290.14	356.52	其他	0.00	9.54	13.23	16.02
少数股东损益	-0.73	1.00	2.00	3.00	筹资活动现金流净额	-29.12	207.01	1117.83	-49.35
归属母公司股东净利润	134.60	173.67	288.14	353.52	现金流量净额	98.87	234.03	412.42	80.75
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	767.33	1001.35	1413.77	1494.52	成长能力				
应收和预付款项	610.33	814.94	1340.98	1734.18	销售收入增长率	29.88%	38.72%	64.67%	28.36%
存货	205.99	261.22	444.13	570.98	营业利润增长率	-7.12%	46.54%	77.48%	24.99%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	4.40%	30.47%	66.11%	22.88%
长期股权投资	36.90	36.90	36.90	36.90	EBITDA 增长率	-11.44%	49.08%	75.54%	24.40%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	108.59	102.63	96.66	90.70	毛利率	45.72%	50.38%	48.77%	48.69%
无形资产和开发支出	14.97	99.99	836.01	833.02	三费率	21.45%	25.25%	23.13%	24.19%
其他非流动资产	13.51	13.51	13.51	13.51	净利润率	22.41%	21.08%	21.26%	20.36%
资产总计	1757.62	2330.54	4181.97	4773.83	ROE	10.41%	10.54%	9.51%	10.66%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.01%	7.62%	7.49%	6.94%
应付和预收款项	467.58	668.14	1124.09	1424.27	ROIC	17.70%	22.91%	20.78%	16.99%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	18.62%	20.01%	21.34%	20.68%
其他负债	4.68	4.90	5.65	6.16	营运能力				
负债合计	472.26	673.05	1129.73	1430.44	总资产周转率	0.36	0.41	0.42	0.39
股本	224.00	456.00	545.20	545.20	固定资产周转率	5.99	7.85	13.69	18.69
资本公积	540.21	536.21	1591.01	1591.01	应收账款周转率	1.27	1.27	1.39	1.25
留存收益	523.05	666.18	914.92	1203.08	存货周转率	1.38	1.76	1.98	1.77
归属母公司股东权益	1287.25	1658.38	3051.13	3339.28	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	87.81%	—	—	—
少数股东权益	-1.89	-0.89	1.11	4.11	资本结构				
股东权益合计	1285.36	1657.49	3052.23	3343.39	资产负债率	26.87%	28.88%	27.01%	29.96%
负债和股东权益合计	1757.62	2330.54	4181.97	4773.83	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	流动比率	3.38	3.10	2.84	2.66
EBITDA	111.24	165.84	291.11	362.13	速动比率	2.94	2.71	2.45	2.26
PE	48.89	37.89	22.84	18.61	股利支付率	21.64%	17.58%	13.67%	18.49%
PB	5.12	3.97	2.16	1.97	每股指标				
PS	11.02	7.94	4.82	3.76	每股收益	0.30	0.38	0.63	0.78
EV/EBITDA	22.04	33.56	22.12	17.56	每股净资产	2.82	3.63	6.69	7.33
股息率	0.44%	0.46%	0.60%	0.99%	每股经营现金	0.15	0.25	0.07	0.29
					每股股利	0.06	0.07	0.09	0.14

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 20 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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@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
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@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
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn