

# 博世科 (300422)

证券研究报告

2017年09月12日

## 在手 PPP 订单充沛，高增长值得期待

### 2017 年上半年保持高增长，大订单获取能力突出

2017 年 1-6 月，实现营收 5.53 亿元，较上年同期增长 96.17%；归属于上市公司股东的净利润 0.53 亿元，同比大增 156.05%，EPS 为 0.15 元。扣除非经常性损益（2016 年为 928.28 万元，2017 年为 520 万元）后，归属上市公司股东净利润为 0.48 亿元，同比增加 200.4%。2017 年上半年度，新签订合同额 24.46 亿元（含中标项目），其中，新签订水污染治理合同金额 19.89 亿元，市政供水工程类合同金额 1.33 亿元，土壤修复合同金额 2.13 亿元，相关技术服务合同金额 7,155.55 万元等，逐步形成高质量订单储备体系，在手订单支撑业绩持续、稳定增长。

### PPP 订单加速落地、效益逐步凸显

受益于 PPP 模式近三年来在环保行业的大力推广与实践，截至 2017 年 6 月 30 日，公司 PPP 项目在手合同额累计达到 83.95 亿元（含已中标、预中标、参股 PPP 项目等），已中标或已签订的 PPP 合同额累计达到 35.53 亿元，业务版图分布广西、江苏、湖南、云南、湖北、山西，呈现由西南向中部地区延伸，并逐步拓展至北方地区的态势。订单落地数量与体量规模持续增长，业务内容涵盖乡镇污水处理、市政供排水、水体生态修复、固废处置等多元领域，部分已签 PPP 项目的实施、运营情况良好，PPP 项目效益逐步凸显。

### 提高设备制造能力，全面推进第三方治理

随着业务规模的快速扩张，尤其是近年来从工业污水末端治理、前端设备制造逐步向包括市政污水治理、河道综合整治、流域水体修复在内的水污染综合治理发展，公司原设备制造生产基地已不能满足各区域项目工程建设和运行的需求，为实现技术集成、统筹投资、节约成本、质量优先的目标，公司分别在南宁、北海、长沙、株洲等地投资新建环保设备制造基地。公司积极布局地级市产业园区，不断推动公司第三方治理业务的发展。公司在有效改善生态环境的同时，能积极带动当地就业与创收，通过环境综合治理项目的投资、建设和运营，既解决了环境问题，又参与了当地扶贫攻坚工作，实现了生态和民生的双赢，彰显社会责任。

**盈利预测：**预计公司 17-19 年可实现净利润 1.61 亿、2.91 和 4.03 亿元，EPS 分别为 0.45、0.82 和 1.22 元，分别对于 17 年 44X，18 年 24X，19 年 17X PE，维持买入评级。

**风险提示：**项目进度不达预期，PPP 政策执行力度不达预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	504.67	828.97	1,500.43	2,520.73	3,453.40
增长率(%)	80.04	64.26	81.00	68.00	37.00
EBITDA(百万元)	63.80	88.89	226.18	377.75	519.91
净利润(百万元)	42.99	62.68	160.72	291.24	403.26
增长率(%)	37.52	45.79	156.43	81.21	38.46
EPS(元/股)	0.12	0.18	0.45	0.82	1.13
市盈率(P/E)	163.82	112.37	43.82	24.18	17.47
市净率(P/B)	19.08	7.06	5.07	4.30	3.55
市销率(P/S)	13.96	8.50	4.69	2.79	2.04
EV/EBITDA	91.18	64.11	33.43	18.73	15.02

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	公用事业/环保工程及服务
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	19.78 元
目标价格	25 元
上次目标价	25 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	356.07
流通 A 股股本(百万股)	175.86
A 股总市值(百万元)	7,043.04
流通 A 股市值(百万元)	3,478.53
每股净资产(元)	2.93
资产负债率(%)	63.43
一年内最高/最低(元)	51.30/15.03

### 作者

钟帅	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040004	
zhongshuai@tfzq.com	
孙春旭	联系人
sunchunxu@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告



## 1. 南宁中关村双创示范基地水生态修复示范工程

公司承建的“南宁·中关村双创示范基地人工景观湖维护服务项目”成为当地惠及民生的典范工程，取得了良好社会示范效应。依靠公司技术对来水的处理，可以将劣五类水体修复为地表水 III 类的水平，两处水体的距离不足 20 米。

图 1：来水情况（水质为劣五类，现场人员介绍）



资料来源：现场调研，天风证券研究所

图 2：修复后水质（地表水 III 类，现场人员介绍）



资料来源：现场调研，天风证券研究所

### 核心技术——ACM 生物反应器

博世科 ACM 生物反应器具有 9 大独特优势：①占地面积小、投资低：各处理单元有机结合，节省占地和投资。②处理效果好：去除有机物的同时强化了脱氮除磷作用，保证处理效果。③能耗低：无需回流污泥、转盘充氧，电耗低。④环境友好：系统采用半封闭结构，不需曝气，产生的废气量少，无噪音。⑤沉淀效果好：斜板高效沉淀，效果高；可辅助投加絮凝剂，强化沉淀及除磷效果。⑥污泥产量少：生物量多，产生的污泥量是活性污泥的 1/2 左右，污泥处理费用低。⑦维护管理方便：功能可靠稳定，集中控制，不产生污泥膨胀等问题。⑧处理模式灵活：可根据水质条件延长反应时间。⑨耐冲击负荷能力强：即使有负荷骤升的现象，也不至于崩溃，并可快速修复。

图 3：技术对比

	ACM 生物反应器	传统生物转盘	生物接触氧化法	MBR 工艺
工艺构成	简单	简单	相对复杂	相对复杂
处理效果	<ul style="list-style-type: none"> <li>内外循环，脱氮除磷效果好</li> <li>出水稳定</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>脱氮除磷效果不稳定</li> <li>耐冲击负荷弱</li> <li>处理效果不稳定</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>处理效果比较稳定，脱氮除磷能力</li> <li>参差不齐</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>比较稳定，去除效果较好</li> </ul>
建设投入	<ul style="list-style-type: none"> <li>设备简单，土建造价低</li> <li>一体化，建造快</li> <li>占地面积小</li> <li>建设周期短</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>设备造价较低，基建费用低</li> <li>建设周期短</li> <li>占地面积小</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>设备造价、基建费用相对较高</li> <li>建设周期相对较长</li> <li>占地面积相对较大</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>设备造价相对较高</li> <li>工程投资相对较大</li> <li>建设周期相对较长</li> <li>占地面积相对较大</li> </ul>
运行维护	<ul style="list-style-type: none"> <li>无曝气系统，耗能少</li> <li>全地面建设，可集中控制</li> <li>成本大幅减少</li> <li>污泥产生量少</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>耐冲击负荷弱，维护成本低</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>曝气系统耗电，维护成本高</li> <li>有地埋式设置，维修不便</li> <li>管理人员技术要求相对较高</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>多项系统集成能耗高</li> <li>膜组件维护费用高</li> <li>管理人员技术要求很高</li> <li>难度巨大复杂</li> </ul>
环境影响	<ul style="list-style-type: none"> <li>采用半封闭结构，废气量少</li> <li>无噪音，无气味，环境友好</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>无噪音，无气味，环境友好</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>风机噪声大，产生臭味气体</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>噪声大，废气量少</li> <li>可能产生白色泡沫</li> <li>对周边环境有影响</li> </ul>

资料来源：中国环保在线，天风证券研究所

图 4：ACM 反应器



资料来源：中国环保在线，天风证券研究所

ACM 生物反应器分为三段：①厌氧段——强化除磷、提高耐冲击负荷能力。②生物转盘段——兼氧条件下强化脱氮和去除有机物。③高效沉淀段——强化沉淀(可投混凝剂保证污泥分离效果)。厌氧段到生物转盘段由下之上叠加，既能形成各自独立生物处理空间，又能形成各系统单元的循环。

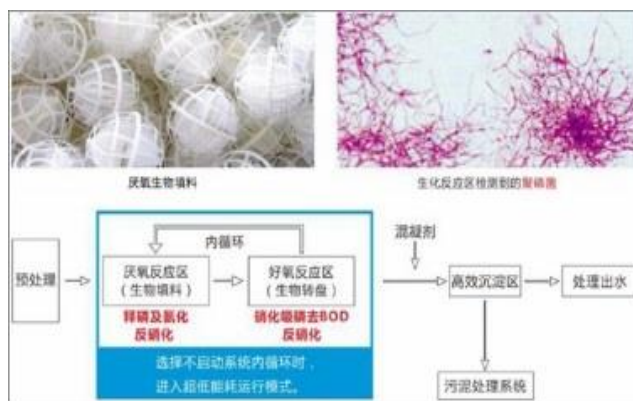
2016年8月30日，宾阳县古辣镇污水处理厂及配套管网工程作为第一批启动项目正式开工，拉开广西“十三五”镇级污水处理设施建设工作的序幕。该项目污水处理工艺采用的正是博世科ACM生物反应器。该工程一期项目主要建设内容为新建一座日处理污水0.15万吨的污水处理厂和配套总长约7公里的污水管网，污水处理工艺采用博世科自主研制的ACM生物反应器，污水处理厂出水水质达到《城镇污水处理厂污染物排放标准》(GB18918-2002)一级B标准，处理后尾水排入何家江。

图 5：设备原理



资料来源：中国环保在线，天风证券研究所

图 6：关键工艺



资料来源：中国环保在线，天风证券研究所

## 2. 南化土壤修复项目参观

项目基本信息：

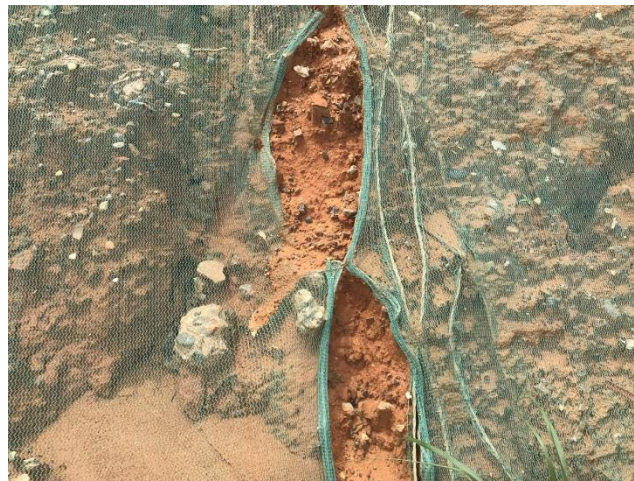
- 1) 项目名称：南化公司搬迁地块土壤治理修复工程设计施工总承包项目；
- 2) 中标金额：人民币 199,781,710.99 元； 中标日期：2016 年 4 月 18 日；
- 3) 修复之必要性：项目实施地点：广西南宁市南建路 26 号南化公司厂区内（位于南宁市江南区，距离区政府直线距离 2 公里，江南区新房均价为 8884 元/平方米，略低于南宁市 2017 年 8 月整体水平 10667 元/平方米）；
- 4) 建设内容及规模：  
搬迁地块（合计 1280.82 亩，其中股份公司 1 号地块 518.94 亩，集团公司 2 号地块 761.88 亩；修复的总土方量约 663072.5m<sup>3</sup>（其中股份公司 地块约 299857.5m<sup>3</sup>，集团公司地块约 363215m<sup>3</sup>））；
- 5) 项目建设期：1 号地块要求 2016 年 6 月 30 日前完成，2 号地块要求 2016 年 10 月 30 日前完成；
- 6) 所用技术：公司在治理技术方面，对有机污染物治理采用化学氧化及热解吸技术；对重金属修复采用固化/稳定化技术。

图 5：待修复土壤（异味大）

图 6：污染土壤



资料来源：现场调研，天风证券研究所



资料来源：现场调研，天风证券研究所

现场感受：面积大、有异味、周边比较繁华，有土壤修复的必要性。周围房价高，近 9000 元，修复的经济性好。

### 3. 交流提问

1. 各业务板块重视情况？板块未来业绩？

A：公司的目标是做综合环境处理商。大气也做，但不是最主要的，工业污水和清洁生产是主要的板块。

这两年开始做给排水、市政污水、土壤修复、乡村污水处理。

土壤修复、流域治理、县域以下污水治理是我们的重点方向。工业污水和清洁生产是一直坚持的板块。我们注重研发这块，有 3000 平方的实验室，是国内领先的。

2. 环保督察是否会带来工业治理业务的快速增长？

A：这块业务是稳步增长，没有太大增长。不会有大的增长。

我们的优势不只是造纸行业，优势是有机高浓度工业污水，特别在轻工类方面，包括淀粉、制药等产生的发酵的废水，这些都是我们的重点优势的领域。

3. 最近两年公司订单井喷的状况很明显，为什么？技术有特色，团队和区域定位有无诀窍？

A：不算是井喷，是慢慢的积累。订单从一千万，到一个亿，然后二十几个亿。不是偶然，是从小订单到大订单。

工业污水技术含量最高，然后转市政就相对容易。是我们慢慢的技术积累，最后能拿下南宁的大订单。流域治理、乡镇污水处理也是这样，在储备技术。我们目标是走向全世界。

4. 订单拿的快，资金上面如何解决，资金压力大吗？贷款的资金成本多少？

A：环保公司都有资金缺口，肯定有压力。我们通过各种渠道解决资金问题，6月拿下公司债的批文，但是我们没有发行，因为有别的途径获得低价的资金，包括实际控制人的股票

质押、银行贷款（我们跟银行的关系也很好）。

利率方面我们有优势，因为广西好的企业不多，银行对我们的支持力度很大，所以在利率方面我们在正常合理范围内。

#### 5. 上半年订单情况？

A：上半年，新签订合同额 24.46 亿元（含中标项目），其中，新签订水污染治理合同金额 19.89 亿元，市政供水工程类合同金额 1.33 亿元，土壤修复合同金额 2.13 亿元，相关技术服务合同金额 7,155.55 万元等，逐步形成高质量订单储备体系，在手订单支撑业绩持续、稳定增长。

#### 6. 目前在手订单是多少？

A：截至 2017 年半年度披露日，公司在手合同额累计达到 97.55 亿元（含已中标、预中标、参股 PPP 项目等），已中标或已签订的合同额累计达到 49.13 亿元，其中 PPP 项目在手合同额累计达到 83.95 亿元（含已中标、预中标、参股 PPP 项目等），已中标或已签订的 PPP 合同额累计达到 35.53 亿元，

#### 7. 钱回收怎么样？二氧化氯的技术情况？

A：我们做二氧化氯技术世界前三，竞争对手是国外企业。直接参与国际竞争，所以利润率较高。

充分用我们的技术和设备的项目，我们的 PPP 项目的资金回流是很好的。PPP 项目公司现金流比其他的好。

#### 8. 环评这块对后续项目的引流的落地，具体体现在哪块？环评与后端治理是否冲突？

A：博世科的一大特色是全产业链，公司在收购了广西环境保护科学研究院的环评业务之后，产业链变得更齐全。环评的特点是站在全产业链的最前端，在内部有协同作用，能够第一时间获得项目信息，更早了解跟踪项目进展。战略布局上环评先行。目前公司的环评布局发展进度很快，在国内十几个省拥有自己的分支机构，且对博世科后期的项目跟踪十分有效，能够提升公司的竞争能力。

#### 9. 技术储备情况，水处理中我们用集中式和分布式？跟其他公司对比怎么样？坏账计提怎么做？

A：我们不跟风，比如说膜，我们没有优势的地方，从来不做，所以目前不考虑自己生产膜。县城的集中和分散的乡镇，我们倾向于做乡镇和村落，我们倾向于做分布式处理。我们跟其他公司最大的不同是我们的研发能力，研发人员占比高，环保行业的领域专家。

我们进入的领域都是最适合我们做，并且是未来 5-10 年哪些技术比较好，我们就研发那种技术。坏账计提跟其他公司基本一致，按照会计准则来做，

#### 10. 除了公司的有机高浓度工业污水处理，公司其他核心技术哪些？哪些技术是未来重点？

A：公司在每一个业务领域都拥有自己一个或多个核心技术，即只在擅长的领域发挥最大效能。同时公司成立了多个事业部，从研发到设备加工到后期运营都有一系列的团队负责。

工业治污、城乡环境、固废治理、新能源、环境服务业五大板块都有自己的团队，即为了保证公司拥有持续的创新研发能力。例如，针对有机物污染土壤，完成土壤热脱附设备在项目现场开展的工艺参数优化，并引进瑞美达克油泥热脱附处理技术，进一步拓宽热脱附修复技术应用范围；完成微生物中试实验，工艺参数得到有效优化，开展微生物菌剂在石油污染土壤小试工作，进一步拓展微生物修复核心技术的应用领域等。

#### 11. 南宁的内河流域治理空间如何？其他城市有需求吗？

A：2018 年底完成黑臭的治理。具体多大市场空间不好说。但可以肯定的是南宁市的内河治理中博世科是重要参与方，也可以跟不同的联合体来参与。广西的其他城市污染状况可能更加严重，都是要治理的。

流域治理和黑臭水体治理，我们有技术，有合适的运作模式。市场空间很大，大到多少不好说。

#### 12. 从三年的维度来看，乡镇污水供水有机会，对市场的看法？PPP 主导的项目是否放杠杆？

A：未来 3-5 年，我们看好乡镇污水和流域治理。乡镇污水我们在湖北有示范项目，都有很好的业绩示范。

PPP 的项目主要由资金主导和技术主导。我们根据自己的特点进行分配和市场选择，选择对公司的发展是有利的项目。

#### 13. 公司如何看土壤修复行业以及工作在这块的布局？

A：我们进入这个行业很早，之前叫重金属污染治理，土壤修复始于湖南，就是湘江流域的治理。我们当时拿下了大湖项目，是当时规模最大的项目，相当于我们做了第一个卡位。

第二点是我们拿下了南化项目，南化集团是 1958 年建厂，做过氯碱、农药 666 等各种化学品，其中有 VOCs 污染、重金属污染。所以治理复杂，治理技术有几种：热解析技术、重金属固化技术。这个项目的拿下标志着我们的土壤修复积水达到国内领先的水平。

第三点是我们拿下的湖南省的 16 年项目，这是重金属治理的一号工程，在郴州的临武地区也是我们做的。

布局：去年年底到现在，已经有了北方事业部和南方事业部，拿下了河北、贵州等地的单子。比较早的技术储备和布局。今年事业部要扩大，分成华东、华北、华南等地。

土壤修复下一步四大板块：类似南化的场地修复；矿山治理；油泥的整理；农田治理。还有海外部，国际销售事业部。

土壤修复我们做的最早，做的最好，吹得最少。09 年就开始干这个活了，清水塘的重金属的项目，南化是有机物的技术。重金属污染和有机物污染我们都做了。我们的原则是接一个项目做好一个项目。以前环保对质量抓的不严，以后是做真环保，我们这种质量好的会有优势。

#### 14. 对油田治理的看法？

A：绝大部分油田污泥都没有治理，除了新疆，很多地方例如辽河油田、长庆油田都有这种问题。中东的也是这个状况，国际也有这样需要修复的趋势。今年的下半年或者明年

是好的机会，我们在东北、西北和页岩气开采的土壤的治理都在布局了。

15. 乡镇污水为什么大家都做？

A：国家要求乡镇一定处理污水，环保部门做村落，建设部做乡镇。每个县有一个项目，以前是示范性工程。

目前国家要求必须做，每个县每个乡都做，并且是打包处理，用 PPP 和 EPC 的形式。现在打包给一个企业来做。所以大公司、央企、国企等都感兴趣。乡镇污水处理我们有自己的核心技术：ACM 生物反应器，不像有些企业只搞搞土建。

目前付费是政府补贴，例如澄江项目是市里付 60%，县里付 40%。未来 3-5 年公司会做乡镇的安全供水，用供水来收废水的处理费。现在收入模式是补贴，以后会用供水价格来付费污水处理费。

16. 目前有一种趋势：环保企业国企化，我们是否会引入国企作战投？

A：我们是开放的，欢迎各位投资博世科。但是有一点我们是希望把博世科打造成国际化的环保公司，我们是想引进真正做大博世科的投资者。

17. 跟中车合作是为了融资方便吗？

A：澄江项目中有我们、中车和另外一个企业，三个公司同时做示范。因为这个我们选择跟中车合作，不是单纯因为要融资。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	171.19	517.80	120.03	201.66	276.27
应收账款	429.21	687.71	1,303.19	1,894.76	2,486.44
预付账款	23.99	36.00	111.96	122.73	183.43
存货	81.40	52.62	243.30	285.57	568.91
其他	49.24	13.38	119.17	77.03	155.04
<b>流动资产合计</b>	<b>755.02</b>	<b>1,307.51</b>	<b>1,897.66</b>	<b>2,581.76</b>	<b>3,670.08</b>
长期股权投资	7.99	8.09	8.09	8.09	8.09
固定资产	70.50	97.16	353.69	522.90	626.74
在建工程	132.11	624.35	410.61	294.36	206.62
无形资产	39.62	94.91	89.74	84.57	79.40
其他	36.81	165.55	83.75	94.90	113.13
<b>非流动资产合计</b>	<b>287.02</b>	<b>990.06</b>	<b>945.87</b>	<b>1,004.84</b>	<b>1,033.98</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,042.04</b>	<b>2,297.57</b>	<b>2,843.53</b>	<b>3,586.60</b>	<b>4,704.06</b>
短期借款	319.00	291.50	381.25	325.78	1,006.62
应付账款	261.42	565.68	475.84	1,338.60	1,163.51
其他	65.83	123.78	211.54	239.55	364.17
<b>流动负债合计</b>	<b>646.25</b>	<b>980.96</b>	<b>1,068.63</b>	<b>1,903.93</b>	<b>2,534.30</b>
长期借款	0.00	264.85	338.29	0.00	147.42
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	26.70	32.69	25.68	28.36	28.91
<b>非流动负债合计</b>	<b>26.70</b>	<b>297.54</b>	<b>363.97</b>	<b>28.36</b>	<b>176.33</b>
<b>负债合计</b>	<b>672.95</b>	<b>1,278.51</b>	<b>1,432.60</b>	<b>1,932.29</b>	<b>2,710.64</b>
少数股东权益	(0.12)	21.93	20.51	17.15	11.28
股本	127.29	142.48	356.07	356.07	356.07
资本公积	143.03	674.37	674.37	674.37	674.37
留存收益	310.45	896.82	1,034.35	1,281.09	1,626.08
其他	(211.56)	(716.54)	(674.37)	(674.37)	(674.37)
<b>股东权益合计</b>	<b>369.09</b>	<b>1,019.06</b>	<b>1,410.93</b>	<b>1,654.32</b>	<b>1,993.43</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>1,042.04</b>	<b>2,297.57</b>	<b>2,843.53</b>	<b>3,586.60</b>	<b>4,704.06</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	42.89	61.22	160.72	291.24	403.26
折旧摊销	8.00	13.62	22.38	32.19	39.08
财务费用	14.15	18.16	27.89	23.38	33.03
投资损失	0.14	(0.11)	0.03	0.03	0.03
营运资金变动	(128.85)	(238.39)	(895.09)	276.46	(1,086.32)
其它	(11.22)	89.60	(1.42)	(3.36)	(5.87)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(74.89)</b>	<b>(55.90)</b>	<b>(685.49)</b>	<b>619.94</b>	<b>(616.79)</b>
资本支出	165.39	581.53	67.02	77.32	49.45
长期投资	0.02	0.11	0.00	0.00	0.00
其他	(297.73)	(952.65)	(146.49)	(154.11)	(95.15)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(132.31)</b>	<b>(371.01)</b>	<b>(79.48)</b>	<b>(76.78)</b>	<b>(45.70)</b>
债权融资	319.00	557.35	719.87	326.22	1,154.64
股权融资	111.33	556.05	227.88	(23.38)	(33.03)
其他	(151.76)	(371.08)	(580.55)	(764.37)	(384.49)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>278.57</b>	<b>742.32</b>	<b>367.20</b>	<b>(461.53)</b>	<b>737.11</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>71.37</b>	<b>315.41</b>	<b>(397.76)</b>	<b>81.62</b>	<b>74.61</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>504.67</b>	<b>828.97</b>	<b>1,500.43</b>	<b>2,520.73</b>	<b>3,453.40</b>
营业成本	357.77	603.61	1,065.31	1,789.72	2,486.45
营业税金及附加	7.58	10.33	22.36	35.61	47.76
营业费用	17.74	23.31	45.01	75.62	103.60
管理费用	48.86	85.16	145.27	252.07	310.81
财务费用	14.12	16.83	27.89	23.38	33.03
资产减值损失	16.69	30.99	18.66	22.11	23.92
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.14)	0.11	(0.03)	(0.03)	(0.03)
其他	0.28	(0.22)	0.05	0.05	0.05
<b>营业利润</b>	<b>41.76</b>	<b>58.84</b>	<b>175.91</b>	<b>322.19</b>	<b>447.80</b>
营业外收入	8.07	11.54	7.50	9.04	9.36
营业外支出	0.11	0.56	0.30	0.32	0.40
<b>利润总额</b>	<b>49.72</b>	<b>69.82</b>	<b>183.11</b>	<b>330.90</b>	<b>456.77</b>
所得税	6.83	8.60	23.80	43.02	59.38
<b>净利润</b>	<b>42.89</b>	<b>61.22</b>	<b>159.31</b>	<b>287.88</b>	<b>397.39</b>
少数股东损益	(0.10)	(1.46)	(1.42)	(3.36)	(5.87)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>42.99</b>	<b>62.68</b>	<b>160.72</b>	<b>291.24</b>	<b>403.26</b>
每股收益(元)	0.12	0.18	0.45	0.82	1.13

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	80.04%	64.26%	81.00%	68.00%	37.00%
营业利润	30.63%	40.91%	198.97%	83.15%	38.99%
归属于母公司净利润	37.52%	45.79%	156.43%	81.21%	38.46%
<b>获利能力</b>					
毛利率	29.11%	27.19%	29.00%	29.00%	28.00%
净利率	8.52%	7.56%	10.71%	11.55%	11.68%
ROE	11.64%	6.29%	11.56%	17.79%	20.34%
ROIC	19.61%	14.71%	19.85%	15.76%	25.08%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	64.58%	55.65%	50.38%	53.88%	57.62%
净负债率	18.91%	17.93%	14.41%	35.83%	70.45%
流动比率	1.17	1.33	1.78	1.36	1.45
速动比率	1.04	1.28	1.55	1.21	1.22
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.54	1.48	1.51	1.58	1.58
存货周转率	7.30	12.37	10.14	9.53	8.08
总资产周转率	0.62	0.50	0.58	0.78	0.83
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.12	0.18	0.45	0.82	1.13
每股经营现金流	-0.21	-0.16	-1.93	1.74	-1.73
每股净资产	1.04	2.80	3.90	4.60	5.57
<b>估值比率</b>					
市盈率	163.82	112.37	43.82	24.18	17.47
市净率	19.08	7.06	5.07	4.30	3.55
EV/EBITDA	91.18	64.11	33.43	18.73	15.02
EV/EBIT	104.10	75.32	37.10	20.47	16.24



**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

**一般声明**

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

**特别声明**

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

**投资评级声明**

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

**天风证券研究**

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com