

2018年01月31日

证券研究报告·动态跟踪报告

中环装备 (300140) 电气设备

增持 (首次)

当前价: 12.20 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

# 收购兆盛环保，中节能旗下唯一环保上市公司

## 投资要点

- **事件:** 中环装备将以发行股份及支付现金的方式收购兆盛环保，标的公司价值为 7.2 亿元；中环装备股票于 2018 年 1 月 24 日复牌。
- **增发收购污水污泥设备专家兆盛环保 100% 股权，环保业务向水务领域延伸。** 经上市公司与交易对方友好协商，兆盛环保 100% 股权的交易价格初定为 7.2 亿元（发行价 16.43 元/股），上市公司拟向包括中节能集团在内的不超过 5 名符合条件的特定投资者非公开发行股份募集配套资金，募集配套资金总额不超过 4.1 亿元，其中，中节能集团拟以不低于 3 亿元现金认购配套募集资金，承诺不参与询价并接受询价结果。本次交易完成后，兆盛环保成为的全资子公司。标的公司承诺在 2017-2019 年实现扣非归母净利润 0.56 亿元、0.67 亿元、0.79 亿元，以支付对价为基准计算，收购价格对应 18 年估值为 10.7 倍。
- **央企中节能集团旗下唯一环保上市公司，存在资产整合空间。** 中环装备实际控制人为中国节能环保集团，中国节能环保集团有限公司是中央企业中唯一一家以节能环保为主业的产业集团。中节能集团 2016 年收入 482 亿元，营业利润 24.7 亿元。中环装备作为集团旗下唯一环保上市公司，存在资产整合空间。
- **依托大气治理优势业务，积极拓展环境监测与大数据业务。** 1) **国家环保政策刺激监测业务需求。**《环境保护税法》将于 2018 年 1 月 1 日起正式施行；今年是排污许可证改革元年，2020 年覆盖全行业。环保税法、各行业排污许可证，都把自动在线监测放在最首要的监测方法，刺激监测业务需求。2) **公司监测产品累计销量 5000 台，承接 2 项科技部重大科学仪器专项研究。** 在环境能效监控与大数据服务方面，六合天融的产品已覆盖全国 30 个省、市、自治区，累计销售产品近 5000 台（套）。目前，六合天融下属子公司中科天融承接了国家科技部“大气细颗粒物化学成分在线监测仪器研制与应用示范”、“土壤高精度多参数现场快速检测系统研制与应用示范”重大科学仪器专项研究。
- **高纯稀有气体项目开始小批量试用，市场空间较大。** 公司 2016 年下半年取得了省安监局试生产方案备案，并开展产品的试生产工作。所生产出的特纯气体产品经测试，均优于国家标准和行业标准。并在行业重要客户上线测试一次达标，得到客户赞扬和认可。2017 年上半年，公司已取得部分客户的小批量试用订单。
- **盈利预测与投资建议:** 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.26 元、0.56 元、0.70 元；公司业绩增速相比同行业公司较高，2018 年估值相对较低（申万环保工程及服务板块平均估值 30 倍左右），首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 竞争加剧风险，并购事项进度或不及预期，并购企业业绩实现或不及承诺风险，资金注入不如预期等。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1315.77	1480.00	2147.62	2458.09
增长率	354.06%	12.48%	45.11%	14.46%
归属母公司净利润 (百万元)	90.17	88.20	193.26	242.70
增长率	1248.30%	-2.19%	119.13%	25.58%
每股收益 EPS (元)	0.26	0.26	0.56	0.70
净资产收益率 ROE	7.06%	7.38%	9.40%	12.26%
PE	47	48	22	17
PB	2.95	3.09	1.82	1.90

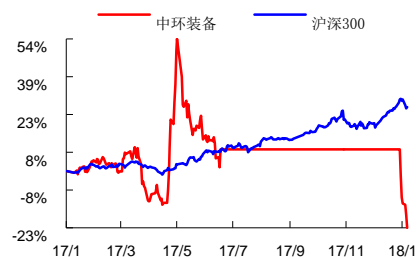
数据来源: Wind, 西南证券

## 西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷  
 执业证号: S1250515090004  
 电话: 023-67610701  
 邮箱: wyting@swsc.com.cn

分析师: 濮阳  
 执业证号: S1250517090001  
 邮箱: py@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)	3.45
流通 A 股(亿股)	2.41
52 周内股价区间(元)	12.20-24.5
总市值(亿元)	42.11
总资产(亿元)	36.75
每股净资产(元)	3.70

## 相关研究

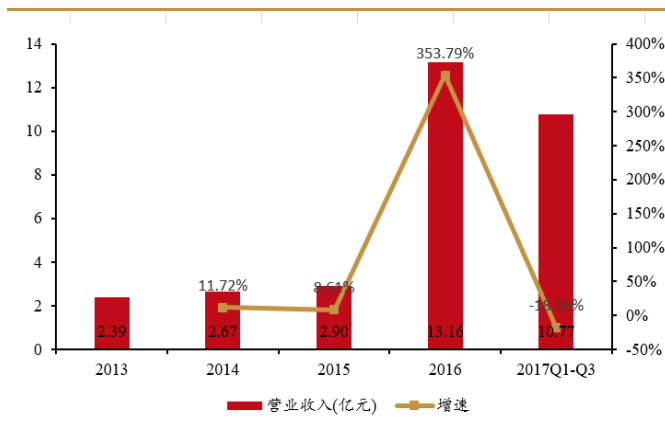
请务必阅读正文后的重要声明部分

## 目 录

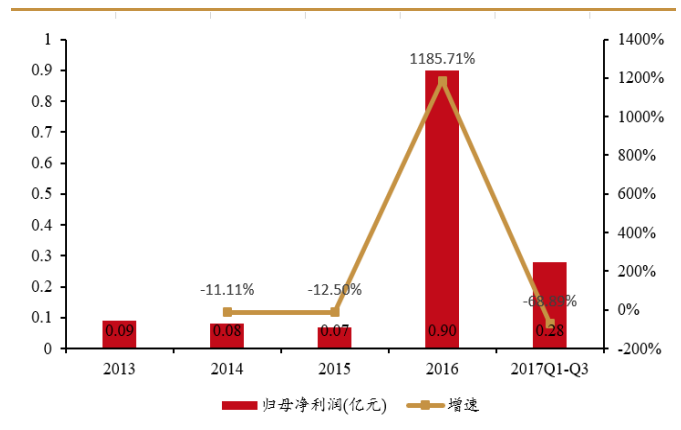
1 公司简介：主营大气治理、环境监控.....	1
2 收购兆盛环保，环保业务向水务领域延伸.....	2
3 央企中节能旗下唯一上市环保公司，存在资产整合空间.....	3
4 依托大气治理优势业务，积极拓展环境监测业务.....	5
5 高纯稀有气体项目进展顺利，培养新的利润增长点.....	6
6 盈利预测与投资建议.....	6

## 1 公司简介：主营大气治理、环境监控

公司致力于成为**高端装备制造和环境治理提供商**。中环装备致力于以高端节能环保装备为依托，成为高端节能环保装备制造与环境治理综合服务商。2016年10月，上市公司重大资产重组事项获得中国证监会核准，并已顺利实施完毕，中节能六合天融环保科技有限公司成为上市公司全资子公司。上市公司主营业务在电工装备的研发、制造及销售等基础上，拓展了高端节能环保装备、大气综合治理、环境监测与智慧环境(大数据)服务等相关业务，进入了环保业务领域。上市公司业务范围增大，资产规模和盈利能力显著提升，降低了单一主业的运营风险，提升了上市公司整体价值。前次重大资产重组完成后，2016年度上市公司实现营业收入13.16亿元，归属于母公司所有者的净利润0.90亿元，较前次重大资产重组前的2015年度分别增长了353.79%和1185.71%，业绩提升明显。

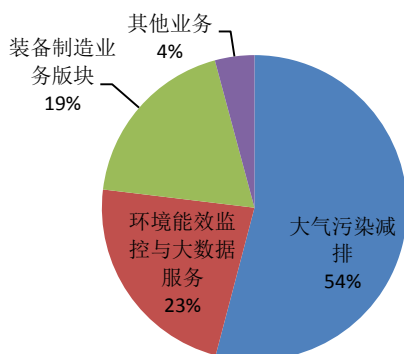
**图1：公司2013年以来营业收入及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

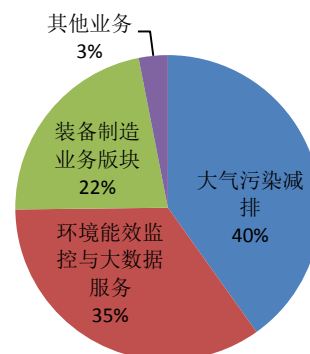
**图2：公司2013年以来净利润及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**公司主营业务结构：**2016年公司主要收入来源于大气污染减排、环境能效监控与大数据服务和装备制造业板块，收入占比分别为54%、23%和19%。2016年公司毛利主要来源于大气污染减排、环境能效监控与大数据服务和装备制造业板块，毛利占比分别40%、35%和22%。

**图3：公司2016年主营业务结构情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图4：公司2016年主营业务毛利情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 收购兆盛环保，环保业务向水务领域延伸

**增发收购污水污泥设备专家兆盛环保 100%股权**，基于上述预估结果，经上市公司与交易对方友好协商，兆盛环保 100%股权的交易价格初定为 7.2 亿元（发行价 16.43 元/股），上市公司拟向包括中节能集团在内的不超过 5 名符合条件的特定投资者非公开发行股份募集配套资金，募集配套资金总额不超过 4.1 亿元，其中，中节能集团拟以不低于 3 亿元现金认购配套募集资金，承诺不参与询价并接受询价结果。本次交易完成后，兆盛环保成为的全资子公司。标的公司承诺在 2017-2019 年实现扣非归母净利润 0.56 亿元、0.67 亿元、0.79 亿元，以支付对价为基准计算，收购价格对应 18 年估值为 10.7 倍。

**表 1：定增募集资金用途**

项目名称	拟投资金额 (亿元)
支付本次交易的现金对价	2.16
支付本次交易的中介费用	0.09
标准化生产基地项目	1.19
工程设计研发及信息化管理中心项目	0.50
现有生产设施的技改项目	0.15
<b>合计</b>	<b>4.10</b>

数据来源：公司公告，西南证券整理

**表 2：本次交易相关指标**

项目	兆盛环保	上市公司	财务指标占比
资产总额(亿元)	7.20	31.86	22.60%
资产净额(亿元)	7.20	12.50	57.60%
营业收入(亿元)	2.99	13.16	22.71%

注 1：上市公司资产总额、归属于母公司所有者的资产净额、营业收入取自其 2016 年度审计报告。

注 2：根据《重组办法》，因本次交易完成后，上市公司将取得兆盛环保 100%的股权，兆盛环保的资产总额以其截至 2017 年 7 月 31 日的账面资产总额（未经审计）和交易金额的较高者为准，资产净额以其截至 2017 年 7 月 31 日的账面资产净额（未经审计）和交易金额的较高者为准。

数据来源：公司公告，西南证券整理

**政策红利持续加码，污水处理产业战略地位稳固。**近年来，随着我国城镇化、工业化进程的持续推进及居民环保意识的不断增强，生活污水、工业废水的排放标准持续提升，污水处理产业快速成长。根据国家发改委、住建部发布的《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》，“十三五”期间全国城镇污水处理及再生利用设施建设预计投资 5644 亿元，相比“十二五”投资额增长 31.26%。“十三五”以来，一系列环保政策陆续出台及实施，污水处理行业将迎来由“规模增长”向“提质增效”转变、由“重水轻泥”向“泥水并重”转变、由“污水处理”向“再生利用”转变的全面升级。同时，国企改革、PPP 模式和第三方运营的推进将进一步激活污水处理行业投资。污水处理主要分为工业废水处理和生活污水处理两大类，近年来污水排放总量持续增长，污水处理规模及处理效率实现双提升。在城镇化和工业化驱动、政府政策强力引导、居民环保意识及环保需求日益增强的背景下，污水处理行业发展空间巨大，中环装备这样具有实力的公司拥有脱颖而出的巨大机会。

**进一步完善上市公司业务布局，丰富环保产品类型。**兆盛环保符合上市公司环保装备制造平台的发展定位和要求，满足上市公司布局污水处理装备的战略，有利于上市公司进一步拓展污水（泥）处理环保非标设备业务，丰富环保装备产品类型，提升上市公司主业发展体量及质量。兆盛环保主营业务中非标产品占比超过 80%，能够适应不同水处理场景的需求，为各种业主、建设、运营企业提供污水处理设备。本次交易完成后，兆盛环保的污水处理环保设备业务将对上市公司的主营业务形成良性补充，有助于进一步完善上市公司环保装备制造业务布局，实现并巩固其污水处理设备领域优势地位，同时对上市公司的环境监测等现有环保装备业务形成有效支持和补充，有利于上市公司构建城市、乡村、河道流域水环境治理的多层次产业链布局，进一步提升水环境治理专业化水平，并为其环保装备业务的整合及产业链延伸提供支持。

**发挥协同效应，做大做强节能环保装备主业。**上市公司完成收购兆盛环保 100% 股权后，将成为国内领先的污水处理非标设备提供商，可充分发挥双方产业链延伸、优势互补的协同效应，积极扩大各自的业务客户覆盖，有利于提高整体经营资源利用效率。兆盛环保从事的污水处理、垃圾渗滤液处置等非标环保设备生产业务，与上市公司已建立的以水为核心的智能监测分析业务、第三方监测业务体系以及拟开展的小型水处理装备、小型城镇垃圾处理装备等业务存在共同的客户群体基础，上市公司通过本次交易将整合双方的客户资源，共同开发客户，在市场开拓、客户资源共享等方面充分发挥协同效应，形成集团作战，争取更为广阔、优质的市场资源，有效提升上市公司综合竞争力。

### 3 央企中节能旗下唯一上市环保公司，存在资产整合空间

**公司为央企中节能旗下唯一涉足环保的上市公司。**中环装备实际控制人为中国节能环保集团，中国节能环保集团有限公司是中央企业中唯一一家以节能环保为主业的产业集团，业务分布在国内 30 多个省市及境外 60 多个国家和地区。中国节能下属全资、控股子公司 518 家，A 股上市公司 4 家——包括 A 股上市公司中环装备（300140）、万润股份（002643）、节能风电（601016）、太阳能（000591）等。而在这些上市公司中，中环装备是中国节能环保集团旗下唯一正式涉足环保产业的上市公司。

**表 3：2014 年至 2017 年 1-3 月份中国节能环保主营业务收入及毛利润构成（单位：亿元）**

类别	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1-3 月	
	主营业务收入	占比	主营业务收入	占比	主营业务收入	占比	主营业务收入	占比
<b>主营业务收入</b>	<b>458.7</b>	<b>100.00%</b>	<b>463.99</b>	<b>100.00%</b>	<b>474.58</b>	<b>100.00%</b>	<b>101.83</b>	<b>100.00%</b>
清洁能源发电	80.55	17.56%	82.13	17.70%	66.42	14.00%	16.43	16.13%
环保水务	11.32	2.47%	12.15	2.62%	18.36	3.87%	4.25	4.17%
工程承包	77.6	16.92%	78.84	16.99%	94.11	19.83%	20.08	19.72%
贸易	139.47	30.41%	135.75	29.26%	117.81	8.68%	29.18	28.66%
节能技术服务	17.72	3.86%	17.73	3.82%	10.26	2.16%	0.2	0.20%
节能环保材料	90.06	19.63%	95.12	20.50%	61.96	12.91%	18.25	17.92%
节能环保园区	16.27	3.55%	14.55	3.14%	32.24	6.72%	1.95	1.91%
装备制造	15.11	3.29%	8.32	4.18%	8.33	1.73%	1.82	1.79%
其他	10.59	2.31%	19.4	8.54%	65.09	14.67%	9.67	9.50%
<b>主营业务毛利润</b>	<b>128.34</b>	<b>100.00%</b>	<b>148.02</b>	<b>100.00%</b>	<b>160.39</b>	<b>100.00%</b>	<b>39.85</b>	<b>100.00%</b>
清洁能源发电	27.97	21.80%	30.72	20.75%	23.08	14.39%	7	17.57%
环保水务	4.45	3.46%	3.68	2.49%	5.76	3.59%	1.45	3.64%



类别	2014年		2015年		2016年		2017年1-3月	
	主营业务收入	占比	主营业务收入	占比	主营业务收入	占比	主营业务收入	占比
工程承包	10.69	8.33%	13.78	9.31%	13.99	8.72%	2.01	5.04%
贸易	54.97	42.83%	49.78	33.63%	79.23	49.40%	21.44	53.80%
节能技术服务	6.53	5.09%	7.05	4.76%	4.35	2.71%	0.11	0.28%
节能环保材料	10.12	7.89%	20.37	13.76%	9.56	5.96%	2.68	6.73%
节能环保园区	6.2	4.83%	5.32	3.59%	9.25	5.77%	0.54	1.36%
装备制造	3.08	2.40%	1.62	1.09%	1.44	0.90%	0.43	1.08%
其他	4.33	337.00%	15.7	10.61%	13.73	8.56%	4.19	10.50%

注：1、公司对业务板块进行了调整，原单独列出的健康产业和液晶材料均归入贸易业务其他业务包括租金收入等。2、清洁能源发电板块包括风能发电、太阳能发电、水能发电、生物质发电。

数据来源：公司公告，西南证券整理

中国节能主营公司专注于节能减排和环境保护领域，以“节能环保投资与资产管理，相关技术研发、推广与服务”为发展主业，通过整合国内节能环保产业链资源，推动产业升级，为高能耗、高污染的企业和区域提供保护环境、节约资源能源、降低成本的综合性解决方案，形成从规划、技术服务到投融资、运营管理、资本运作相衔接的一体化集成服务。公司业务领域有机整合了节能环保领域政策、技术、市场、资金等资源，在再生物资回收和利用、电力、水务、冷轧板材、新型材料等领域形成了具有特色和优势的产业规模。

表 4：2014 年至 2017 年 1-3 月份中国节能环保主营业务毛利率构成（单位：亿元）

类别	2014年	2015年	2016年	2017年1-3月
主营业务毛利率	27.98%	32.41%	33.80%	39.13%
清洁能源发电	34.73%	37.40%	34.75%	42.60%
环保水务	39.27%	30.30%	31.37%	34.12%
工程承包	13.78%	17.48%	14.87%	10.01%
贸易	39.41%	36.67%	67.25%	73.47%
节能技术服务	36.85%	39.76%	42.40%	55.00%
节能环保材料	11.24%	21.42%	15.43%	14.68%
节能环保园区	38.11%	36.56%	28.69%	27.69%
装备制造	0.53%	19.47%	17.29%	23.63%
其他	40.89%	80.93%	21.09%	43.33%

注：1、公司对业务板块进行了调整，原单独列出的健康产业和液晶材料均归入贸易业务其他业务包括租金收入等。2、清洁能源发电板块包括风能发电、太阳能发电、水能发电、生物质发电。

数据来源：公司公告，西南证券整理

中节能资产结构中，中环装备是唯一环保业务平台，存在资产整合空间。中节能集团主营业务涉及多个板块，包括清洁能源发电、环保水务、工程承包、贸易、节能技术服务、节能环保材料、节能环保工业园区、装备制造等。中节能集团业务中，水、固废、风能和太阳能发电均为运营商，六合天融是大气治理的工程公司，兆盛环保可以进一步完善污水装备领域服务。中环装备作为集团在环保领域的唯一上市公司，将会得到更多的提升和整合空间。

**表 5：中节能部分资产组成（红色标出的是环保类业务）**

	公司名称	主营业务	2016 年营业收入(亿元)	2016 年净利润(亿元)
上市公司	中环装备	大气污染减排、环保装备业务	13.16	0.90
	万润股份	液晶单体、液晶中间体	18.47	3.19
	百宏实业	差别化化学纤维的研发、生产和销售	61.45	3.15
	节能风电	风力发电项目开发、投资管理、建设施工、运营维护	14.15	2.66
	中节能太阳能	太阳能电站投资运营商	43.33	6.79
非上市公司	中国环境保护	从事水务及固废处理业务	24.82	1.79
	中环保水务投资	水务运营	16.89	2.35
	中节能水务发展	水务运营	2.67	-0.05
	中节能环保投资（江西）	工业园区污水治理	4.66	0.35
	中节能绿色建筑	新型建材、节能示范工程和节能矿产新材料	9.78	-1
	中国新时代控股	国防科技工业发展提供高端服务和高技术产品	85.07	11.93

数据来源：公司公告，西南证券整理

## 4 依托大气治理优势业务，积极拓展环境监测业务

**2016 年完成并购实控人中节能旗下六合天融，环保平台启航。**公司于 2016 年成功收购六合天融 100% 股权。标的公司承诺实现的 2016~2018 年扣非归母净利润数分别 0.89、1.02、1.10 亿元。在 2016 年，六合天融经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润为 1.05 亿元，超额完成了 2016 年度的业绩承诺金额。在公司发展战略上，上市公司由传统的电工专用装备制造业务转变成为“大气污染防治业务主导，装备制造业务为支撑”的双主业发展方向，实现上市公司两轮驱动的战略发展目标，环保业务平台启航。

**依托大气治理优势业务，积极拓展环境监测与大数据业务。**六合天融在紧抓传统脱硫脱硝业务的同时，近两年在区域能源、环境能效监控与大数据等业务领域取得较快发展，业务比重逐渐提升，利润贡献不断增加。大气治理领域开展超净排放业务、VOCs 治理业务实现零的突破；环境监测业务进军水质监测领域并开展“第三方质控”业务，由单一的研发及服务升级为客户提供总体解决方案；智慧环境业务持续推进。在业务稳步发展的同时，六合天融积极创新与探索发展模式，充分发挥央企、上市公司的平台优势，聚合资源、协同发展，参与组建“节能环保装备联盟”；在区域能源业务上，充分利用金融服务拓展业务，立足当地市场并形成区域业务辐射。

**环保税正式实施、排污许可证全面推广，刺激监测业务需求。**环境监测行业未来发展重点包括气、水、运维、智慧环保。近年全国环境监测产业增长的主要原因来源于大气污染防治监测系统。未来三年，受到国家加强环境监控的政策利好，该行业将会随着整个节能环保的蓬勃发展而迅猛发展。《环境保护税法》将于 2018 年 1 月 1 日起正式施行；今年是排污许可证改革元年，2020 年覆盖全行业。环保税法、各行业排污许可证，都把自动在线监测放在最首要的监测方法，刺激监测业务需求。

**公司监测产品累计销量 5000 台，承接 2 项科技部重大科学仪器专项研究。**在环境能效监控与大数据服务方面，六合天融的产品已覆盖全国 30 个省、市、自治区，累计销售产品近 5000 台（套），为 1500 余家客户提供运营服务。目前，六合天融下属子公司中科天融承接了国家科技部“大气细颗粒物化学成分在线监测仪器研制与应用示范”、“土壤高精度多参数现场快速检测系统研制与应用示范”重大科学仪器专项研究，该项目的研究成果将大力推进我国对 PM2.5、土壤参数的监测能力，进而提高相应环保治理水平。

## 5 高纯稀有气体项目进展顺利，培养新的利润增长点

高纯稀有气体项目开始小批量试用，市场空间较大。公司持有启源（陕西）领先电子材料有限公司 40% 的股权。经营范围：锗烷、砷烷、磷烷等多种高纯特种气体材料的研发、生产和销售。启源领先公司针对国内大力发展集成电路、平板显示、半导体照明、太阳能光伏和光纤通讯等半导体产业的有利形势，抓住有利机遇，采取措施、克服困难，完成了锗烷、砷烷、磷烷三种产品生产设备的安装调试工作。三种特种气体均为高纯度特种气体，应用于太阳能光伏电池（光电转换）、电子、半导体材料和新型照明材料（电光转换）等生产行业。中国电子特种气体市场需求巨大，但高端砷烷、磷烷和锗烷市场基本被国外公司垄断。2016 年下半年取得了省安监局试生产方案备案，并开展产品的试生产工作。所生产出的特纯气体产品经测试，均优于国家标准和行业标准。并在行业重要客户上线测试一次达标，得到客户赞扬和认可。2017 年上半年，公司已取得部分客户的小批量试用订单，并已实现营业收入 73 万元，实现净利润-158.13 万元。

表 6：启源领先电子材料有限公司出资情况

出资人名称	出资额	出资比例	出资方式
中节能环保装备股份有限公司	560 万美元	40.00%	货币资金
领先固体电子技术材料有限公司	420 万美元	30.00%	货币资金、非专利技术
美国标准气体有限公司	280 万美元	20.00%	货币资金
北京明光丰润投资管理中心	140 万美元	10.00%	货币资金

数据来源：公司公告

## 6 盈利预测与投资建议

### 关键假设：

假设 1：根据公司大气污染减排、环境能效监控与大数据业务、装备制造业务订单以及下游需求情况，预计 2017-2019 年公司可以在这三块业务量的增速分别为 15%、15%、5%。

假设 2：假设兆盛环保 2018 年起并表，根据在手订单情况，能顺利完成 2017~2019 年业绩承诺 0.56/0.67/0.79 亿元。

假设 3：六合天融于 2016 年 10 月 31 日纳入合并范围。按照同一控制下企业合并的相关规定，下表收入增速数据对 2016 年度可比期间的合并报表数据进行了调整。

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 7：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
大气污染减排	收入	711.76	818.52	941.30	1,082.50
	增速	16.71%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	21.23%	21.23%	21.23%	21.23%
环境能效监控 与大数据业务	收入	300.22	345.25	397.04	456.60
	增速	17.52%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	43.50%	43.50%	43.50%	43.50%
装备制造业务	收入	248.75	261.19	274.25	287.96
	增速	1.54%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	33.46%	33.46%	33.46%	33.46%
污水废水业务 (兆盛环保)	收入			480.00	576.00
	增速				20.00%
	毛利率			35.00%	35.00%
其他	收入	55.04	55.04	55.04	55.04
	增速	-33.47%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	21.06%	21.06%	21.06%	21.06%
合计	收入	1315.77	1,480.00	2,147.63	2,458.09
	增速	10.29%	12.48%	45.11%	14.46%
	毛利率	28.62%	28.58%	29.98%	30.02%

数据来源：公司公告，西南证券

**盈利预测与投资建议：**预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.26 元、0.56 元、0.70 元；公司业绩增速相比同行业公司较高，2018 年估值相对较低（申万环保工程及服务板块平均估值 30 倍左右），首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示：**竞争加剧风险，并购事项进度或不及预期，并购企业业绩实现或不及承诺风险，资金注入不如预期等。

**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	1315.77	1480.00	2147.62	2458.09	净利润	100.72	118.83	228.31	279.84
营业成本	939.24	1057.05	1503.71	1720.10	折旧与摊销	57.44	39.81	41.98	46.26
营业税金及附加	9.54	10.73	15.57	17.82	财务费用	14.90	0.00	0.00	0.00
销售费用	63.50	71.42	103.64	118.63	资产减值损失	34.13	34.00	25.00	20.00
管理费用	155.71	175.15	236.24	258.10	经营营运资本变动	-542.76	-106.64	-419.93	-198.93
财务费用	14.90	21.38	13.25	9.28	其他	96.36	-39.00	-30.00	-25.00
资产减值损失	34.13	34.00	25.00	20.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-239.21</b>	<b>47.00</b>	<b>-154.65</b>	<b>122.17</b>
投资收益	3.10	5.00	5.00	5.00	资本支出	-205.46	-5.51	-32.27	-61.10
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	239.75	5.00	5.00	5.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>34.29</b>	<b>-0.51</b>	<b>-27.27</b>	<b>-56.10</b>
<b>营业利润</b>	<b>101.85</b>	<b>115.27</b>	<b>255.21</b>	<b>319.15</b>	短期借款	302.50	33.97	-374.97	221.56
其他非经营损益	20.78	3.00	3.00	3.00	长期借款	30.00	10.00	10.00	10.00
<b>利润总额</b>	<b>122.63</b>	<b>118.27</b>	<b>258.21</b>	<b>322.15</b>	股权融资	223.66	0.00	914.00	0.00
所得税	21.91	17.63	41.04	50.15	支付股利	-12.20	-31.56	-194.07	-372.87
净利润	100.72	100.64	217.16	272.00	其他	-460.77	-205.23	0.00	0.00
少数股东损益	10.55	12.44	23.90	29.30	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>83.19</b>	<b>-192.83</b>	<b>354.97</b>	<b>-141.32</b>
归属母公司股东净利润	90.17	88.20	193.26	242.70	<b>现金流量净额</b>	<b>-121.73</b>	<b>-146.33</b>	<b>173.05</b>	<b>-75.24</b>
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	294.33	148.00	321.05	245.81	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1220.43	1372.92	1984.07	2270.62	销售收入增长率	354.06%	12.48%	45.11%	14.46%
存货	861.17	969.25	1379.03	1577.55	营业利润增长率	742.47%	13.18%	121.40%	25.06%
其他流动资产	19.04	21.41	31.07	35.56	净利润增长率	635.13%	-0.08%	115.79%	25.25%
长期股权投资	53.22	53.22	53.22	53.22	EBITDA 增长率	463.22%	1.30%	75.92%	20.70%
投资性房地产	7.73	7.73	7.73	7.73	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	532.46	512.42	512.06	529.33	毛利率	28.62%	28.58%	29.98%	30.02%
无形资产和开发支出	127.68	113.54	104.32	102.00	三费率	17.79%	18.10%	16.44%	15.70%
其他非流动资产	69.66	69.54	69.42	69.30	净利率	7.65%	6.80%	10.11%	11.07%
<b>资产总计</b>	<b>3185.72</b>	<b>3268.04</b>	<b>4461.97</b>	<b>4891.13</b>	ROE	7.06%	7.38%	9.40%	12.26%
短期借款	341.00	374.97	0.00	221.56	ROA	3.16%	3.08%	4.87%	5.56%
应付和预收款项	1172.36	1319.09	1893.41	2166.45	ROIC	8.10%	7.14%	11.81%	12.20%
长期借款	55.00	65.00	75.00	85.00	EBITDA/销售收入	13.24%	11.92%	14.45%	15.24%
其他负债	189.82	146.16	182.49	200.09	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1758.18</b>	<b>1905.22</b>	<b>2150.90</b>	<b>2673.09</b>	总资产周转率	0.61	0.46	0.56	0.53
股本	345.15	345.15	400.79	400.79	固定资产周转率	3.94	3.82	5.29	5.40
资本公积	498.15	498.15	1356.52	1356.52	应收账款周转率	2.55	1.63	1.83	1.65
留存收益	387.64	329.53	339.87	217.54	存货周转率	1.99	1.15	1.28	1.16
归属母公司股东权益	1250.01	1172.84	2097.18	1974.85	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.48%	—	—	—
少数股东权益	177.54	189.98	213.89	243.19	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1427.55</b>	<b>1362.82</b>	<b>2311.07</b>	<b>2218.03</b>	资产负债率	55.19%	58.30%	48.21%	54.65%
负债和股东权益合计	3185.72	3268.04	4461.97	4891.13	带息债务/总负债	22.52%	23.09%	3.49%	11.47%
					流动比率	1.46	1.41	1.84	1.63
					速动比率	0.93	0.87	1.16	1.01
					股利支付率	13.53%	35.78%	15.97%	27.87%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.26	0.26	0.56	0.70
					每股净资产	4.14	3.95	6.70	6.43
					每股经营现金	-0.69	0.14	-0.45	0.35
					每股股利	0.04	0.09	0.09	0.20
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	174.20	176.46	310.43	374.69					
PE	46.70	47.74	21.79	17.35					
PB	2.95	3.09	1.82	1.90					
PS	3.20	2.85	1.96	1.71					
EV/EBITDA	24.54	25.00	14.66	12.97					
股息率	0.29%	0.75%	0.73%	1.61%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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 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
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@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