

2018年03月08日

证券研究报告·动态跟踪报告

碧水源(300070) 公用事业

买入(首次)

当前价: 16.49元

目标价: 21.20元(6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 业绩维持高增, 拓展外延环保业务

### 投资要点

- 公司于近日公布 2017 年业绩快报, 业绩增速保持较快增长。近五年来, 公司营业收入及净利润整体呈稳步增长趋势, 2017 年前三季度营业收入达到 54.1 亿元, 同比增长 68.7%, 净利润达到 7.4 亿元, 同比增长 68.7%。公司于近日公布 2017 年业绩快报, 营业总收入达 151.6 亿元, 同比增长 70.5%; 归母净利润 25.6 亿元, 同比增长 38.9%; 业绩增速与业绩预告不存在差异, 基本符合预期, 随着公司已签 PPP 项目的逐步落实, 未来将保持持续增长的发展态势。
- 在手订单项目优质, 工程类盈利增长可期, 2017 年前三季度, 公司新增订单共 166 笔, 订单总额 416.1 亿元, 其中工程类新增订单 192.4 亿元, 同比增长 120.1%, 特许经营类新增订单 223.7 亿元, 同比增长 90.1%; 截至目前, 公司已确认收入工程类订单 122 笔, 合计 55.5 亿元, 在手工程类订单 142 笔, 运营中的特许经营项目 25 笔。
- 膜技术处理走向成熟, 发力雄安生态建设, 公司 MBR 技术全国总处理规模超过 2000 万吨/日, 万吨级膜法水处理工程项目共 154 项, 已覆盖全国 25 个省市, 总处理规模达到 1041.51 万吨/日, 2018 年 1 月 22 日, 碧水源合资子公司获得核准, 正式宣告在雄安新区获批开业, 公司在雄安新区的系列布局, 将对其在华北地区开展相关业务带来极大的示范效应。
- 注重内在核心技术, 拓展外延环保业务, 公司与清华大学合作项目“膜集成城镇污水深度净化技术与工程应用”获颁 2017 年度国家科学技术进步奖二等奖, 此次获奖, 体现了公司的技术研发实力, 有助于提升公司产品的市场竞争力和品牌影响力。与此同时, 公司通过收购股权拓展外延至危废处置、光环境治理、农村环境治理及环境监测等多元领域, 公司的综合服务水平与治理能力不断提升, 增强了领域广泛的订单吸引力。
- 考虑除权后, 国开行的定增股价为 17.01 元/股, 目前股价为 16.87 元, 安全边际明显。2015 年 8 月 15 日, 公司完成非公开发行股票, 募集资金 62.3 亿元, 其中国家开发银行旗下的子公司国开创新资本有限责任公司以 54.3 亿元占有碧水源 10.5% 的股份, 成为公司第三大股东。此举是国开行第一次股权投资水务领域, 开创了行业先例。
- 盈利预测与投资建议。预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.82 元、1.06 元、1.36 元; 公司未来三年业绩复合增速 32%, 业绩增速相比同行业公司较高, 给予 2018 年 20 倍估值, 对应目标价 21.2 元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示: 并购进度或不及预期、工程进度或低于预期、新业务拓展或低于预期。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	8892.29	15164.37	20015.89	25950.89
增长率	70.54%	70.53%	31.99%	29.65%
归属母公司净利润(百万元)	1845.76	2562.06	3326.76	4262.40
增长率	35.55%	38.81%	29.85%	28.12%
每股收益 EPS(元)	0.59	0.82	1.06	1.36
净资产收益率 ROE	11.32%	13.75%	15.31%	16.59%
PE	28	20	16	12
PB	3.16	2.77	2.37	2.01

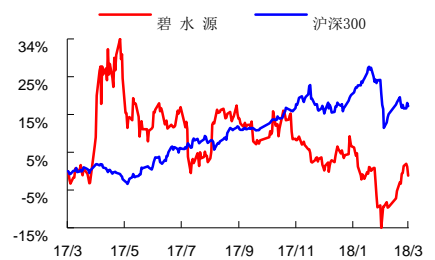
数据来源: Wind, 西南证券

### 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)	31.34
流通 A 股(亿股)	19.27
52 周内股价区间(元)	14.22-22.48
总市值(亿元)	516.74
总资产(亿元)	363.38
每股净资产(元)	5.19

### 相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 目 录

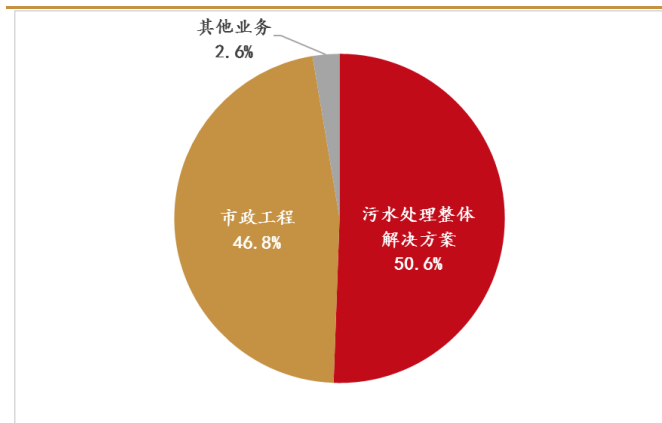
1 2017 业绩增速 39%，保持持续增长态势 .....	1
2 在手订单优质充足，发力雄安新区建设 .....	2
3 锻造内生核心技术，拓展外延复合业务 .....	5
4 国开行参与公司定增，巨资入股碧水源 .....	5
5 盈利预测与投资建议 .....	6

## 1 2017 业绩增速 39%，保持持续增长态势

公司是中国唯一集膜材料研发、膜设备制造、膜工艺应用于一体的企业，业务领域涵盖水务全产业链，拥有超过 350 项专利技术，建有全球规模最大的膜研发制造基地以及净水产品研制基地，建成数千项膜法水处理工程，总规模每天近 1500 万吨，每年可为国家新增高品质再生水近 50 亿吨，占全国膜法水处理市场份额的 70% 以上。

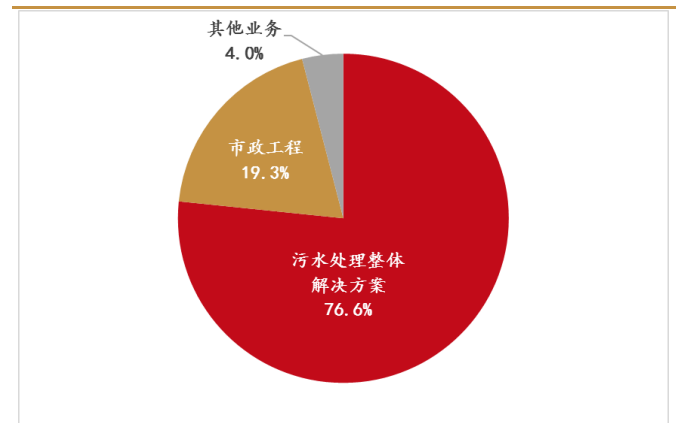
公司于近日公布 2017 年业绩快报，公司业绩增速保持较快增长。近五年来，公司营业收入及净利润整体呈稳步增长趋势，2017 年前三季度营业收入达到 54.1 亿元，同比增长 68.7%，净利润达到 7.4 亿元，同比增长 68.7%。公司于近日公布 2017 年业绩快报，营业总收入达 151.6 亿元，同比增长 70.5%；归母净利润 25.6 亿元，同比增长 38.9%；业绩增速与业绩预告不存在差异，基本符合预期，随着公司已签 PPP 项目的逐步落实，未来将保持持续增长的发展态势。

图 1：公司 2016 年主营业务结构情况



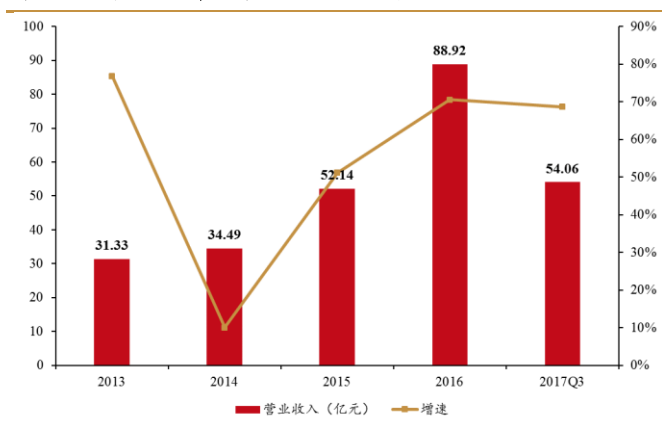
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：公司 2016 年主营业务毛利情况



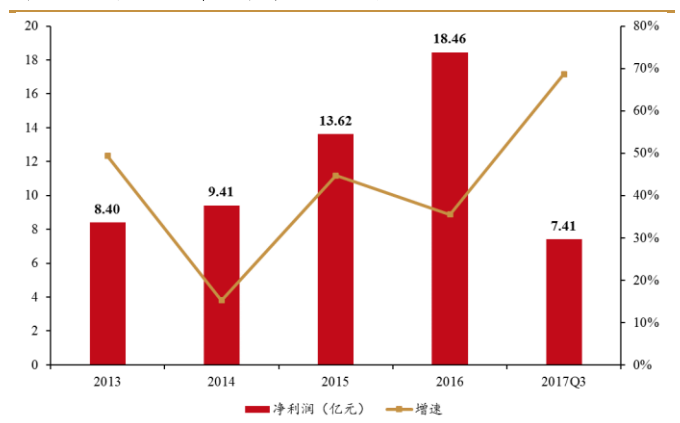
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：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 4：公司 2013 年以来净利润及增速

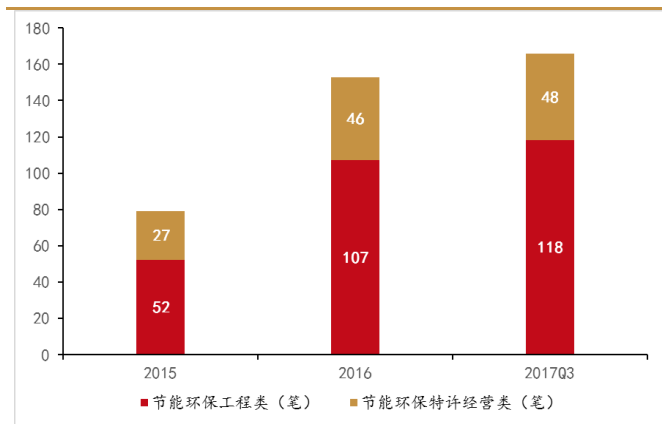


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 在手订单优质充足，发力雄安新区建设

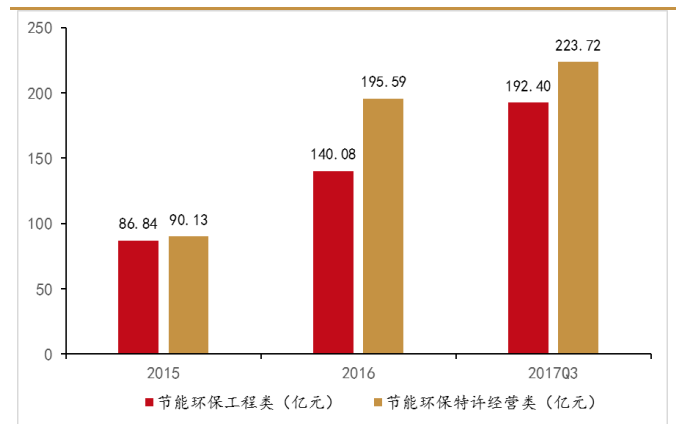
公司 2017 年前三季度新增订单共 166 笔，同比增长 39.5%，订单总额 416.1 亿元，同比增长 102.9%，其中节能环保工程类新增订单 118 笔，合计 192.4 亿元，同比增长 120.1%，节能环保特许经营类新增订单 48 笔，合计 223.7 亿元，同比增长 90.1%；新增订单中已签订合同 106 笔，总体占比 63.9%，合计 249.0 亿元，总体占比 59.8%。截至目前，公司已确认收入工程类订单 122 笔，合计 55.5 亿元，在手工程类订单 142 笔，运营中的特许经营项目 25 笔，公司在手项目优质，工程类项目余量充足、增速较快，未来业绩增长可期。

图 5：公司新增订单数量



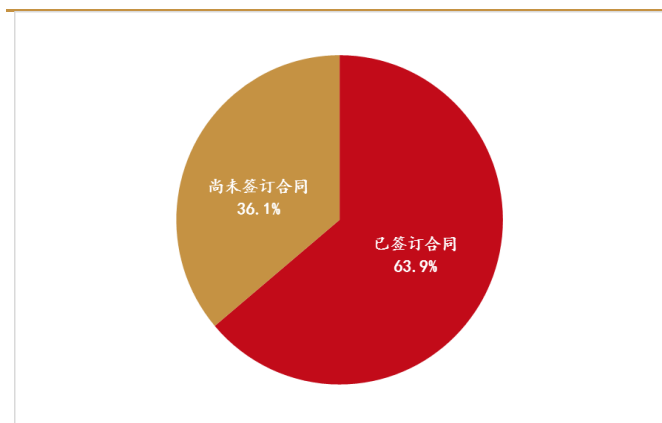
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司新增订单金额



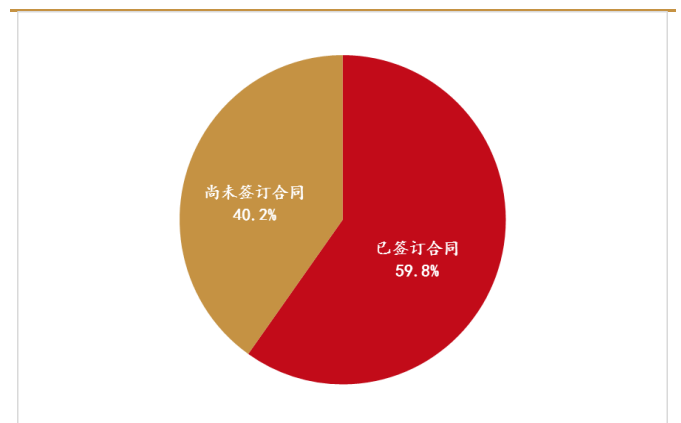
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：公司新增订单签订情况 (订单数量)



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：公司新增订单签订情况 (订单金额)



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司 PPP 项目质量优秀，竞争实力强劲，即将迎来爆发期。2017 年，公司接连斩获数笔大额订单，同往年相比，在数量与质量上均有大幅突破。从 2017 年 39 个主要项目情况来看，PPP 项目共有 23 项，同年公司共有 16 个 PPP 项目入选财政部第四批政府和社会资本合作示范项目名单，入库项目数位列环保类民企第一，竞争实力强劲。2018 年 2 月，公司中标江苏扬中市水环境综合整治工程 PPP 项目，金额达 48.4 亿，成为公司中标数额最大的一个涉水项目。公司即将迎来优质 PPP 项目爆发期，一方面展现了自身的技术实力，另一方面也将对公司业绩带来积极影响。

**表 1: 公司 2017 年主要项目情况**

序号	项目	总投资额 (亿元)	时间
1	武汉经济技术开发区洪湖新滩经济合作区污水处理厂 (BOT) 特许经营权项目	-	201701
2	十堰市武当山特区污水处理厂提标扩能改造工程	-	201701
3	古浪县水环境治理 PPP 项目	1.6	201701
4	河北秦皇岛昌黎县空港产业园区基础设施建设 PPP 项目	5.1	201701
5	灵武临港经济区基础设施 PPP 项目	5.4	201701
6	长春市伊通河流域水环境综合治理工程-伊通河流域黑臭水体治理工程-镜水河工程总承包项目	4.4	201701
7	武汉市北湖污水厂设备采购及安装 PC 总包项目	9.3	201702
8	广东恩平生活污水治理设施整市打包 PPP 项目	-	201702
9	广东阳春市生活污水处理设施全市打包 PPP 模式建设项目	4.0	201702
10	北湖污水处理厂及其附属工程设备采购安装项目	9.3	201702
11	福州市晋安区水系综合治理及运营维护 PPP 项目	24.0	201702
12	河南省宝丰县污水处理厂 PPP 项目	1.1	201703
13	新疆阜康市西部城区污水处理厂及配套管网工程 PPP 项目	2.2	201703
14	呼和浩特市公主府污水处理厂深度处理工程	1.2	201703
15	鄂尔多斯市哈头才当至康巴什新区供水工程 PPP 项目	20.1	201703
16	新疆哈密巴河县城乡供排水工程 PPP 项目	1.7	201703
17	黎水河 (黑水河) 生态修复工程项目	2.5	201703
18	内蒙古阿鲁科尔沁旗天山区城市水系建设 PPP 项目	-	201704
19	江苏宿迁市宿城区镇村生活污水治理 PPP 项目	16.8	201704
20	贵州省安龙县城东、城北污水处理厂及配套管网施工总承包工程	-	201705
21	西咸新区沣西新城海绵城市核心区建设 PPP 项目	9.5	201705
22	安徽六安城区河道黑臭水体整治 PPP 项目	6.3	201706
23	宿州市主城区黑臭水体综合整治工程 PPP 项目标段二	4.6	201706
24	商河县供排水一体化 PPP 项目	4.3	201706
25	雪山河滨河公园景观建设 PPP 项目	10.3	201706
26	洱源县 (洱海流域) 城镇及村落污水收集处理工程 (二期) PPP 项目	10.9	201706
27	宁夏固原彭阳县美丽茹河建设 PPP 项目	11.9	201706
28	新疆木垒县城乡园区一体化污水处理系统建设 PPP 项目	-	201707
29	新疆和硕县城乡一体化供水工程 PPP 项目	-	201707
30	四川省德阳市国道 350 线中江至仓山段公路改建工程及中江县三江六岸改造项目 A 段工程招商 (社会资本) 项目 (第二次)	55.4	201708
31	河南南阳高新区光电孵化园污水处理站 EPC 项目	-	201708
32	长春伊通河北段综合治理工程-北郊污水厂提标改造及调蓄池工程总承包项目	11.3	201709
33	湖北省恩施市城乡一体化污水处理厂 PPP 项目	10.1	201709
34	浙江杭州余杭区临平净水厂工程项目机电设备供货、安装、调试、试运行和培训	-	201709
35	深圳市埔地吓水质净化厂工程 BOT 项目	1.8	201710
36	烟台套子湾污水处理厂供万华工业园再生水工程厂区内设备及中间提升泵房设备采购及安装项目	-	201710
37	天津蓟县北部山区农村生活污水治理项目	-	201710
38	宝坻经济开发区污水处理厂 1 万吨提标改造项目	-	201710
39	四川省美姑县生态水环境综合治理市政公用工程 PPP 项目	33.1	201712

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**表 2: 公司入选财政部第四批政府和社会资本合作示范项目名单**

序号	项目名称
1	北京市通州区通州·北京城市副中心水环境治理(台马片区)PPP 建设项目
2	内蒙古自治区兴安盟乌兰浩特市、科右前旗、经济技术开发区 20 万吨/日供水-20 万吨/日配水-5 万吨/日污水处理及管网一体化工程
3	吉林省通化市污水厂一期提标改造及二期扩建 PPP 项目
4	黑龙江省大庆市肇源县“引嫩入肇”城镇供水 PPP 项目
5	安徽省安庆市潜山县 13 个乡镇污水处理一期工程 PPP 项目
6	福建省漳州市长泰县农村污水处理设施建设项目
7	湖北省荆门市钟祥市建制镇污水处理设施建设项目
8	湖北省天门市乡镇生活污水治理工程 PPP 项目
9	云南省大理州漾濞县雪山河滨河乐园景观建设 PPP 项目
10	陕西省西咸新区沣西新城渭河污水处理厂综合工程项目
11	陕西省西咸新区沣西新城海绵城市核心区建设 PPP 项目
12	甘肃省武威市古浪县水环境治理 PPP 项目
13	宁夏固原市彭阳县美丽茹河建设 PPP 项目
14	新疆博尔塔拉蒙古自治州精河县精河工业园纺织服装产业园区及县城回用水工程
15	新疆维吾尔自治区伊犁哈萨克自治州伊宁市伊犁河南岸新区排水工程 PPP 项目
16	新疆维吾尔自治区伊犁州巩留县城乡一体化供水工程 PPP 项目

数据来源: 财政部, 西南证券整理

**子公司落户雄安新区, 持续开拓膜技术应用**, 截至目前, 公司自主研发的膜生物反应器(MBR)技术发展成熟、运行稳定, 全国总处理规模超过 2000 万吨/日, 公司万吨级膜法水处理工程项目共 154 项, 已覆盖全国 25 个省市, 总处理规模达到 1041.51 万吨/日, 其中北京市总处理规模最大, 达到 334.81 万吨/日。2018 年 1 月 22 日, 继与雄安新区签署战略合作框架协议、率先入驻雄安中关村科技产业基地后, 碧水源合资子公司“雄安碧水源顺泽科技有限公司”获得核准, 正式宣告在雄安新区获批开业。雄安新区的重点建设, 将加快整个华北地区水生态环境整治力度, 公司在雄安新区的系列布局, 将对其在华北地区开展相关业务带来极大的示范效应, 保障业绩的长期增长。

**表 3: 公司全国万吨级膜法水处理工程项目概览**

地区	工程项目数量	处理规模(万吨/日)	地区	工程项目数量	处理规模(万吨/日)
黑龙江	3	15.5	四川	1	2
吉林	4	40	重庆	1	0.6
辽宁	1	3	云南	15	67
内蒙	8	58.6	贵州	1	30.7
河北	4	28	湖北	5	38.7
北京	35	334.81	湖南	3	18.2
天津	6	20	广东	4	27.5
山东	6	31	安徽	3	10.5
山西	4	38.2	江苏	18	80.65
河南	4	21	浙江	6	38.5

地区	工程项目数量	处理规模 (万吨/日)	地区	工程项目数量	处理规模 (万吨/日)
陕西	4	41	福建	1	13
新疆	11	62	海南	1	0.75
西藏	5	20.3	合计	154	1041.51

数据来源：公司官网，西南证券整理

### 3 锻造内生核心技术，拓展外延复合业务

公司注重内在核心技术，多次获得国家奖项，公司与清华大学合作项目“膜集成城镇污水深度净化技术与工程应用”获颁 2017 年度国家科学技术进步奖二等奖，本次是公司第二次获得该奖项，此前公司“低能耗膜-生物反应器污水资源化新技术与工程应用”项目亦获国家科技进步二等奖。此次获奖项目发表论文 114 篇，专利/软件著作权 34 项，专著 2 部，部级标准 3 项。此次获奖，体现了公司的技术研发实力，有助于提升公司产品的市场竞争力和品牌影响力。

公司拓展外延环保业务，磨炼综合服务水平，去年 6 月，公司以 7500 万元收购冀环公司与定州京城环保 100% 股权、以 8.5 亿元收购良业环境 70% 股权；去年 12 月，公司出资 5.2 亿元取得德青源 23% 股权、以现金 9600 万元收购中兴仪器 40% 股权。公司的环保服务已经突破原有的单一模式，拓展外延至危废处置、光环境治理、农村环境治理及环境监测等多元领域，公司的综合服务水平与治理能力不断提升，增强了领域广泛的订单吸引力。

表 4：投资标的基本情况

投资标的	基本情况
冀环公司、定州京城环保	具有危废等焚烧处置规模约 9,500 吨/年，废活性炭处置规模 1.5 万吨/年，再生活性炭销售约 3,000 吨/年等，至 2020 年将扩充到 2.9 万吨/年的焚烧处置能力
良业环境	主营城市照明节能技术、水务、园林、机电、环境保护及节能领域建设及管理
德青源	以蛋品为核心，产业链上下游涵盖种禽和生物质能源，在养殖过程中实现农业废弃物资源化利用，创立了可持续发展的生态农业模式，建立了全球先进的循环经济标准，现有延庆、黄山、滨州及云养殖计划生产基地，2015 年被国务院扶贫办引入国家扶贫事业，与政策性银行联合发起资产收益型产业扶贫计划。
中兴仪器	致力于环境监测仪器的研制、生产、销售，环境监测网络设计、建设以及环境连续监测设备和监测网络的运营等业务，涵盖智慧环保概念，公司在全国设立 20+ 个分支机构，拥有一流的研发、营销、应用服务和供应链团队，致力于业界最前沿的各种环境监测技术研究与应用开发。

数据来源：公司公告，西南证券整理

### 4 国开行参与公司定增，巨资入股碧水源

考虑除权后，国开行的定增股价为 17.01 元/股，目前股价为 16.87 元，处于安全区间。2015 年 8 月 15 日，公司完成非公开发行股票，募集资金 62.3 亿元，其中国家开发银行旗下的子公司国开创新资本有限责任公司以 54.3 亿元占有碧水源 10.5% 的股份，成为公司第三大股东。此举是国开行第一次股权投资水务领域，开创了行业先例。在定增、IPO 暂缓的资本市场低迷时期，国开行选择注资环保行业领先者碧水源，是“国家队”在“水十条”以及 PPP 相关政策支持背景下的一个重要战略部署，说明了国家对环境水治理及 PPP 模式发展的高度重视。

**表 5: 国开行定增成本**

估测过程	估测价格
增发 14780.1 万股	42.16 元/股
2015 年年报除权	每 10 股派 0.9761 元, 转增 14.6422 股
2017 年 6 月除权	每 10 股派 0.56 元
除权后股价	17.01 元/股

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 5 盈利预测与投资建议

### 关键假设:

1) 截至目前, 公司公告的 2017 年前三季度新签订单总金额已达到 416.1 亿元, 其中污水处理工程及特许经营类占比显著, 而公司 2016 年污水处理收入体量 45.0 亿元, 在手订单为后续增长提供充足保障, 预计 2017~2019 年污水处理工程量增速 65%、35%、30%;

2) 考虑公司今年新签订单增速显著, 不断拓展外延环保业务, 提升综合服务水平, 市政工程类项目将得到推进, 预计 2017~2019 年市政工程量增速 80%、30%、30%;

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 6: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
污水处理	收入	4,497.25	7,439.35	10,043.12	13,056.06
	增速	18.76%	65.42%	35.00%	30.00%
	毛利率	47.57%	43.00%	41.00%	40.00%
市政工程	收入	4,162.49	7,492.48	9,740.23	12,662.29
	增速	244.28%	80.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	12.97%	11.40%	11.00%	11.00%
其他	收入	232.55	232.55	232.55	232.55
	增速	6.50%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	48.23%	48.23%	48.23%	48.23%
合计	收入	8,892.29	15,164.38	20,015.90	25,950.91
	增速	70.54%	70.53%	31.99%	29.65%
	毛利率	31.39%	27.47%	26.49%	25.92%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**盈利预测与投资建议。** 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.82 元、1.06 元、1.36 元; 公司未来三年业绩复合增速 32%, 业绩增速相比同行业公司较高, 给予 2018 年 20 倍估值, 对应目标价 21.2 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示:** 并购进度或不及预期; PPP 项目建设进度或不及预期; 新业务拓展或低于预期;



**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	8892.29	15164.37	20015.89	25950.89	净利润	1849.73	2567.57	3333.91	4271.57
营业成本	6101.12	10999.14	14714.62	19223.45	折旧与摊销	89.87	1060.66	1064.07	1071.00
营业税金及附加	51.01	86.98	114.81	148.86	财务费用	84.35	88.54	-36.45	-130.77
销售费用	147.04	250.75	330.97	429.10	资产减值损失	150.90	0.58	0.00	0.00
管理费用	409.11	697.67	920.87	1193.93	经营营运资本变动	4392.50	3612.98	2696.49	3249.84
财务费用	84.35	88.54	-36.45	-130.77	其他	-5815.52	-6.58	-6.00	-6.00
资产减值损失	150.90	0.58	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>751.83</b>	<b>7323.75</b>	<b>7052.03</b>	<b>8455.64</b>
投资收益	263.84	6.00	6.00	6.00	资本支出	-3113.57	-5.51	-32.27	-61.10
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1724.47	6.00	6.00	6.00
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>-4838.04</b>	<b>0.49</b>	<b>-26.27</b>	<b>-55.10</b>
<b>营业利润</b>	<b>2212.61</b>	<b>3046.71</b>	<b>3977.07</b>	<b>5092.33</b>	短期借款	2267.47	-2478.67	0.00	0.00
其他非经营损益	22.38	15.92	16.71	17.39	长期借款	1449.25	10.00	10.00	10.00
<b>利润总额</b>	<b>2234.98</b>	<b>3062.64</b>	<b>3993.78</b>	<b>5109.72</b>	股权融资	432.36	0.00	0.00	0.00
所得税	385.25	495.07	659.86	838.15	支付股利	-122.95	-166.65	-231.33	-300.37
净利润	1849.73	2567.57	3333.91	4271.57	其他	2308.89	-1064.55	36.45	130.77
少数股东损益	3.97	5.51	7.15	9.17	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>6335.02</b>	<b>-3699.86</b>	<b>-184.88</b>	<b>-159.59</b>
归属母公司股东净利润	1845.76	2562.06	3326.76	4262.40	<b>现金流量净额</b>	<b>2261.93</b>	<b>3624.38</b>	<b>6840.88</b>	<b>8240.95</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	9056.19	12680.57	19521.44	27762.39	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	5235.11	8967.03	11848.85	15371.86	销售收入增长率	70.54%	70.53%	31.99%	29.65%
存货	430.75	776.56	1038.88	1357.21	营业利润增长率	31.13%	37.70%	30.54%	28.04%
其他流动资产	689.74	1176.24	1552.56	2012.91	净利润增长率	26.92%	38.81%	29.85%	28.12%
长期股权投资	2337.68	2337.68	2337.68	2337.68	EBITDA 增长率	32.77%	75.79%	19.28%	20.54%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	494.70	439.05	401.83	379.59	毛利率	31.39%	27.47%	26.49%	25.92%
无形资产和开发支出	9996.29	8997.18	8002.98	7015.70	三费率	7.20%	6.84%	6.07%	5.75%
其他非流动资产	3565.96	3565.58	3565.19	3564.81	净利率	20.80%	16.93%	16.66%	16.46%
<b>资产总计</b>	<b>31806.43</b>	<b>38939.89</b>	<b>48269.43</b>	<b>59802.17</b>	ROE	11.32%	13.75%	15.31%	16.59%
短期借款	2478.67	0.00	0.00	0.00	ROA	5.82%	6.59%	6.91%	7.14%
应付和预收款项	6315.06	11255.43	15017.01	19588.90	ROIC	29.77%	51.48%	224.62%	-208.45%
长期借款	1466.95	1476.95	1486.95	1496.95	EBITDA/销售收入	26.84%	27.67%	25.00%	23.25%
其他负债	5211.69	7535.03	9990.40	12970.05	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>15472.36</b>	<b>20267.41</b>	<b>26494.36</b>	<b>34055.90</b>	总资产周转率	0.35	0.43	0.46	0.48
股本	3126.86	3133.69	3133.69	3133.69	固定资产周转率	22.21	40.65	58.05	76.21
资本公积	6681.67	6674.84	6674.84	6674.84	应收账款周转率	2.62	2.65	2.39	2.37
留存收益	5807.37	8202.77	11298.21	15260.25	存货周转率	15.71	18.22	16.21	16.05
归属母公司股东权益	15521.08	17853.98	20949.42	24911.45	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	72.95%	—	—	—
少数股东权益	812.99	818.50	825.65	834.81	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>16334.07</b>	<b>18672.48</b>	<b>21775.07</b>	<b>25746.27</b>	资产负债率	48.65%	52.05%	54.89%	56.95%
负债和股东权益合计	31806.43	38939.89	48269.43	59802.17	带息债务/总负债	25.50%	7.29%	5.61%	4.40%
					流动比率	1.12	1.27	1.37	1.44
					速动比率	1.09	1.23	1.33	1.40
					股利支付率	6.66%	6.50%	6.95%	7.05%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	2386.83	4195.91	5004.69	6032.56	每股收益	0.59	0.82	1.06	1.36
PE	28.00	20.17	15.53	12.12	每股净资产	5.21	5.96	6.95	8.22
PB	3.16	2.77	2.37	2.01	每股经营现金	0.24	2.34	2.25	2.70
PS	5.81	3.41	2.58	1.99	每股股利	0.04	0.05	0.07	0.10
EV/EBITDA	18.35	8.80	6.01	3.62					
股息率	0.24%	0.32%	0.45%	0.58%					

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