

第三方检测龙头，边际逐步改善

投资要点

- **公司所处检测行业前景广阔，长期稳定增长。**检测行业覆盖面极广，近10年全球市场平均增速高达约10%，2016年市场空间约1400亿欧元，预计到2020年市场规模将超过1800亿欧元。中国的检验检测行业处于起步阶段，截至2016年底，我国共有检验检测机构数量33235家，实现营业收入2065亿元，近七年来均保持10%以上的较快增速，行业处于快速稳定发展通道，市场空间广阔。同时，由于体制的因素，国内检验检测市场当前并未完全开放，事业单位制检测机构数量占比超过30%，营收市场份额占比超过50%。但随着我国检测市场化程度加大，第三方检测为必然趋势，专业化、综合性的第三方检测平台将在行业中最具成长潜力。
- **实验室投资扩张迎来拐点，利润水平有望显著提升。**公司历史业绩增长以投资拉动为主，不断通过拓展新业务领域、新建实验室、异地扩张等带来收入的增长。2017年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金达6.6亿元，是2013年的3.7倍，同比增速高达58.2%，处于高位。投资扩张带来收入增长的同时，新建实验室产能利用率尚未跟上，导致利润率、ROE近年来持续下滑。当前市场环境下公司跑马圈地暂告一段落，有意收紧投资扩张速度，同时考核机制由收入考核改为利润导向，实行精细化垂直管理，公司新建实验室产能利用率有望奋起直追，带动利润水平回升。
- **引入新总裁，管理业绩有望迎来双重改善。**6月5日公司公告聘任申屠献忠先生为公司新总裁，申屠献忠先生曾任职SGS集团全球执行副总裁，负责全球消费品检测服务，SGS中国区总裁、SGS全球消费品检测和工业服务多个副总裁职务，经验丰富。后续申屠总凭借丰富资源，有望助力公司大力开拓消费品检测业务，扩大海外市场，引入更多国内外优质检测资源，同时凭借其丰富的管理经验和背景文化，有望助力公司管理水平进一步优化，带动公司管理业绩双重改善。此外，申屠总裁入职后于2018年6月29日至7月2日增持公司200万股，累计增持公司股份210万股，占公司总股本比例0.13%。彰显了申屠总对公司未来发展信心，客观上也绑定了管理层及公司利益，利于公司长期发展。
- **盈利预测与投资建议。**预计2018-2020年EPS分别为0.13元、0.20元、0.29元，对应PE分别为45倍、29倍、20倍。公司实验室建设经历高投入后恢复稳定，盈利水平有望逐步回升，业绩有望一改颓势快速增长，对标国际巨头，看好长期发展，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**实验室产能利用率提升不及预期风险；市场拓展不及预期风险，并购公司商誉减值风险。

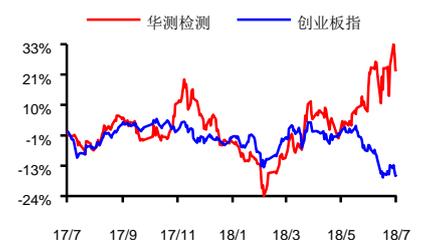
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2118.23	2696.78	3432.82	4399.82
增长率	28.20%	27.31%	27.29%	28.17%
归属母公司净利润(百万元)	133.90	212.17	328.38	473.65
增长率	31.87%	58.46%	54.77%	44.24%
每股收益EPS(元)	0.08	0.13	0.20	0.29
净资产收益率ROE	5.42%	7.99%	11.16%	14.13%
PE	72	45	29	20
PB	3.86	3.59	3.25	2.85

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
联系人: 沈猛
电话: 021-58351679
邮箱: smg@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)	16.58
流通A股(亿股)	14.75
52周内股价区间(元)	3.51-6.11
总市值(亿元)	93.98
总资产(亿元)	36.00
每股净资产(元)	1.49

相关研究

目 录

1 公司概况：全国最大的第三方检测民营龙头	1
2 检测细分领域众多，行业前景广阔.....	3
3 内生增长为主，外延并购不断	4
4 调整考核机制，放缓投资增速，利润水平有望优化.....	6
5 引入新总裁，管理业绩有望迎来双重改善	7
6 盈利预测与评级.....	7
7 风险提示	8

图 目 录

图 1：公司 2012 年以来营业收入及增速	2
图 2：公司 2012 年以来归母净利润及增速	2
图 3：公司 2013-2017 年营收结构变化	2
图 4：公司 2017 年营收占比	2
图 5：公司 2013-2017 毛利率情况	3
图 6：公司 2013-2017 期间费用率情况	3
图 7：全球检测市场规模	3
图 8：国内检测市场规模	3
图 9：检测机构分类（按企事业单位类型划分，2016 年）	4
图 10：检测机构分类（按公司所有制划分，2017 年）	4
图 11：公司内生投资情况	5
图 12：公司 2013-2017 年 ROE 情况	6
图 13：公司 2013-2017 年净利润率情况	6

表 目 录

表 1：公司前十大股东情况	1
表 2：上市以来公司实施的并购	5
表 3：分业务收入及毛利率（单位：百万元）	7
表 4：可比公司估值对比表	8
附表：财务预测与估值	9

1 公司概况：全国最大的第三方检测民营龙头

公司成立于 2003 年 12 月 23 日，注册资本为 16.57 亿元，2009 年 10 月 30 日于深圳证券交易所挂牌上市，为国内检测行业首家上市公司。目前在国内拥有近 60 家分支机构，拥有化学、生物、物理、机械、电磁等领域的近 130 个实验室，客户覆盖百家世界五百强，监测数据及检验报告获得市场相当市场信服力，已得到世界包括美国、应该、德国、法国、日本、韩国等众多国家的认可，已成为全国最大的第三方检测的民营龙头公司。盈利模式主要系研究国内外相关标准，向客户推广公司的检测服务项目，获取检测订单，经过实验室检测，出具数据并提供检测报告。公司检测业务主要集中在工业品、消费品、贸易保障及生命科学四大业务领域。

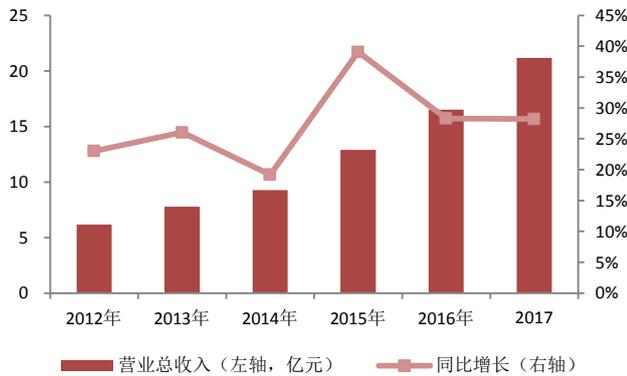
股权结构：截止 2018Q1，公司股本为 16.58 亿股，公司第一大股东为万云翔，实际控制人为万峰，万云翔先生系万峰先生之子。

表 1：公司前十大股东情况

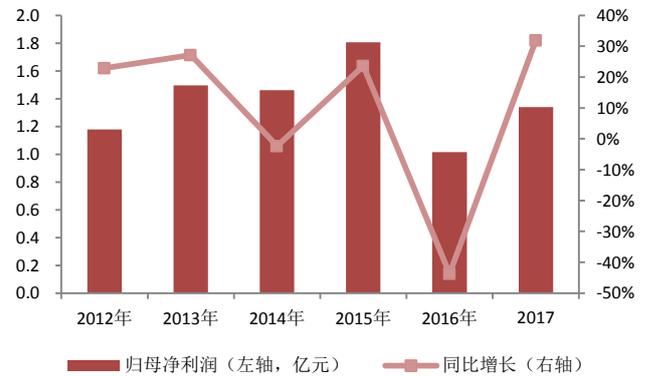
排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	万云翔	194,274,064	11.72
2	香港中央结算有限公司(流通股)	131,011,213	7.90
3	万峰	120,834,320	7.29
4	于翠萍	78,000,000	4.71
5	张力	50,999,694	3.08
6	POWER CORPORATION OF CANADA	32,170,182	1.94
7	融通资本-招商银行-兴业国际信托-兴业信托·嘉禾 1 号结构化证券投资集合资金信托计划	28,615,862	1.73
8	申万菱信基金-工商银行-陕国投-陕国投·新毅创赢定向投资集合资金信托计划	28,426,904	1.72
9	中信银行股份有限公司-交银施罗德新生活力灵活配置混合型证券投资基金	27,858,426	1.68
10	中国光大银行股份有限公司-兴全商业模式优选混合型证券投资基金(LOF)	23,400,000	1.41

数据来源：公司公告，西南证券整理

业绩情况：2014-2017 年公司分别实现营业收入 9.3 元、12.9 亿元、16.5 亿元、21.2 亿元，同比增长 19.2%、39.1%、28.3%和 28.2%，实现归母净利润 1.5 亿元、1.8 亿元、1.0、1.3 亿元，同比增长-2.4%、23.6%、-43.8%、31.9%，其中 2016 年公司净利润下降主要系收购的华安无损检测业绩不达预期，计提资产减值 4826 万元等所致。2018Q1 公司实现营业收入 4.48 亿元 (+19.54%)，实现净利润-2428 万元。收入增长同时净利润亏损主要系前期实验室扩建、固定资产的购建、人工成本等固定成本刚性支出同比增长较快，新建产品线尚未产生效益等所致。

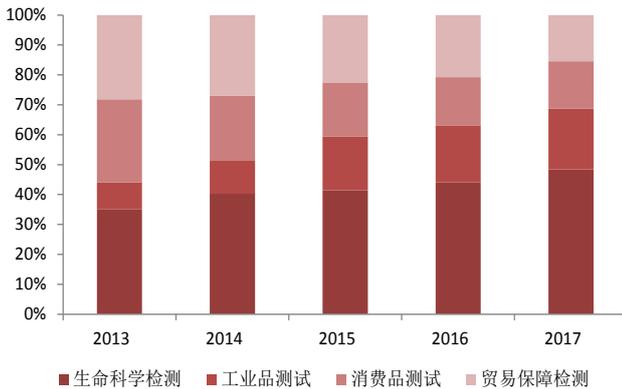
图 1: 公司 2012 年以来营业收入及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

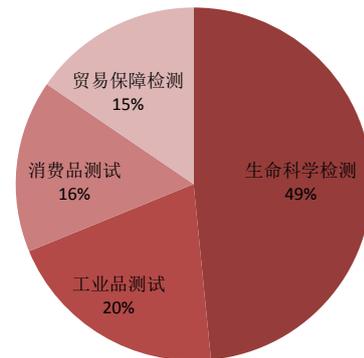
图 2: 公司 2012 年以来归母净利润及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

业务结构: 公司主营业务包括贸易保障、消费品、工业品及生命科学四个领域, 公司属于检测行业, 提供检测服务, 各项主营业务的毛利率一直处于较高的水平。其中, 占比最大的是生命科学板块, 2017 年占营业收入体量将近 50%; 工业品占比 20%; 贸易保障和消费品分别各占比 15%。

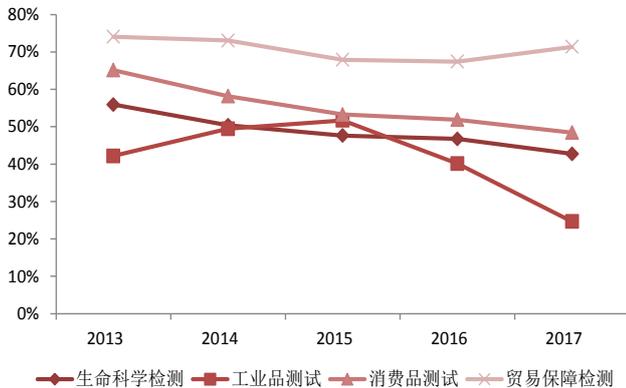
图 3: 公司 2013-2017 年营收结构变化


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

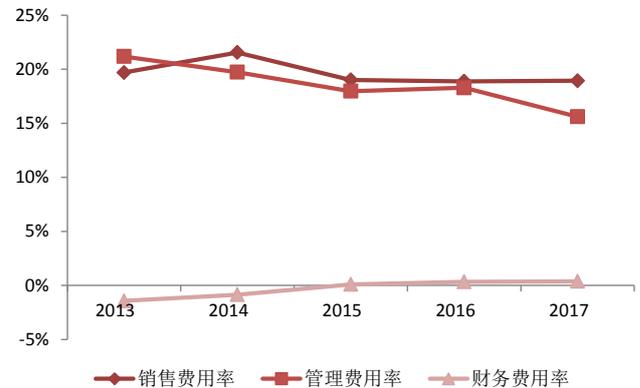
图 4: 公司 2017 年营收占比


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

盈利能力: 公司 2013-2017 年综合毛利率分别为 62.34%、58.09%、53.95%、50.61%、44.37%, 符合检测行业较高毛利率水平, 2018Q1 毛利率为 34.53%, 跌入较低水平主要系前期实验室等项目投资较大, 短期盈利回复较慢所致。期间费用率方面, 2013-2017 年公司的期间费用率为 39.43%、40.41%、37.07%、37.49%、34.91%, 2018Q1 公司期间费用率 38.85%, 费用率整体较高, 与公司行业属性, 不断进行业务拓展有关。

图 5: 公司 2013-2017 毛利率情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 6: 公司 2013-2017 期间费用率情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2 检测细分领域众多, 行业前景广阔

检测行业前景广阔, 中国起步低发展较快。随着目前技术进步、产品更新换代加快和国际分工深化, 检测行业一直保持良好的增长态势。过去 20 年间全球检测市场始终保持着 5% 至 6% 的增长速度, 近 10 年平均增速更高达约 10%。在全球经济缓慢复苏的背景下, 未来几年, 预计全球检验检测行业规模增速将保持在 8% 左右。预计到 2020 年全球检验检测行业的规模将超过 1800 亿欧元, 行业前景广阔。中国的检验检测行业刚进入起步阶段, 由于体制的因素, 国内检验检测市场并未完全开放。随着我国检测市场化程度加大, 在外资和民营检测机构的推动下, 第三方检测市场规模快速增长。截至 2016 年底, 我国共有检验检测机构数量 33235 家, 实现营业收入 2065 亿元, 涉及国民经济领域各个板块, 近七年来均保持 10% 以上的较快行业增长速度。

图 7: 全球检测市场规模


数据来源: 前瞻研究院, 西南证券整理

图 8: 国内检测市场规模

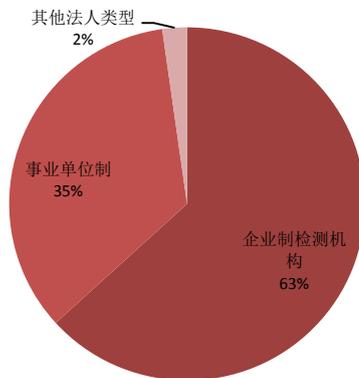

数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

第三方检测市场逐渐开放, 市场化机制正在形成。2014 年中央编办、质检总局联合下发的《关于整合检验检测认证机构的实施意见》指出“政府原则上不再举办一般性检验检测认证机构”, 整合后的政府检测机构将与民营第三方检测机构进行市场化的竞争, 此后第三方检测市场逐渐开放, 行业发展进入良性循环。在国务院统一部署下, 检验检测机构改革与整合成效明显, 市场化机制正在形成。据国家认监委数据统计, 截至 2016 年底, 我国企业

制的检验检测机构 21012 家，占机构总量的 63.22%；事业单位制 11479 家，占机构总量 34.54%；其他法人类型 744 家，占机构总量 2.24%。

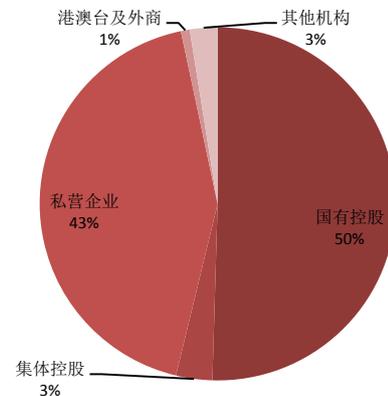
行业细分领域众多，碎片化市场，竞争格局相对分散。检测行业涉及领域众多，细分领域市场空间各异，呈现碎片化的格局。从国内来看，国内检测机构规模普遍偏小，布局分散，壁垒较多，市场集中度不高，竞争较为激烈。目前竞争格局主要为国有机构、外资机构、民营机构三者竞争，目前我国检验检测机构中，国有及国有控股机构 16773 家，集体控股 1096 家，私营企业 14265 家，港澳台及外商投资企业 267 家，其他机构 834 家，国有检验检测机构占比一半，主要承担各部委的商检、质检、环保以及卫生等各种认证要求的强制性检验检测业务，其他第三方检验检测机构主要承担政府强制性检验检测外的民事行为的检验检测业务。这其中又以外资检测机构占据绝对优势，包含港澳台及外商投资企业在内的 267 家检验检测服务机构占有了超过 30% 的市场份额。虽然民营检验检测机构发展迅速，但因起步晚，资本实力小，总体实力较弱，市场份额最小。

图 9：检测机构分类（按企事业单位类型划分，2016 年）



数据来源：国家认监委，西南证券整理

图 10：检测机构分类（按所有制划分，2017 年）



数据来源：国家认监委，西南证券整理

3 内生增长为主，外延并购不断

公司历史业绩增长以内生发展、投资拉动为主，2017 年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金达 6.6 亿元，同比增速高达 58.2%，不断通过拓展新业务领域、实验室、规模等带来收入的增长。

图 11: 公司内生投资情况


数据来源: 公司公告, 西南证券

同时, 检测认证行业的市场为碎片市场, 横跨众多行业, 且各个市场之间都相互独立, 单个细分领域市场空间有限, 因此通过不断并购快速切入不同的新领域是为检测类公司扩张发展的有效手段。公司上市以来外延并购不断, 并购及参股的公司数量高达数十家。

表 2: 上市以来公司实施的并购

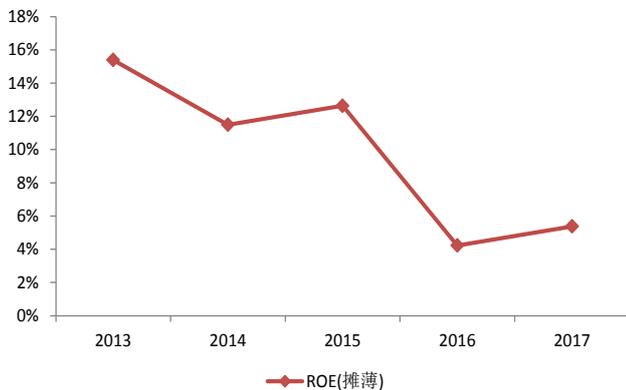
公司名称	并购时间
深圳鹏程国际认证有限公司	2010 年
深圳鹏程进出口商品检验鉴定事务所有限公司	2010 年
杭州欧瑞科技有限公司	2011 年
CEM INTERNATIONAL LTD	2013 年
苏州安评化学品技术服务有限公司	2013 年
大连华信理化检测中心有限公司	2014 年
西安东仪综合技术实验室有限责任公司	2014 年
POLYNDT LTD	2014 年
黑龙江省华测检测技术有限公司	2014 年
杭州华安无损检测技术有限公司	2014 年
河南华测检测技术有限公司	2015 年
广州市衡建工程检测有限公司	2015 年
江阴华测职安门诊部有限公司	2016 年
镇江华测金太医学检验所有限公司	2016 年
宁波唯质检测技术服务有限公司	2016 年
北京华测食农认证服务有限公司	2016 年
华测电子认证有限责任公司	2016 年
福建尚维测试有限公司	2016 年
浙江盛诺检测技术有限公司	2016 年
收购浙江方圆 13% 股权	2018 年

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

4 调整考核机制，放缓投资增速，利润水平有望优化

检测行业具有先发优势，前期公司运用自有资金和再融资的资金进行大规模建设，铺设实验室、投入技术，同时并购一些新业务、新领域的公司，发展至今部分业务已初见规模，但是利润率偏低。从过去数据来看公司 ROE 水平 2013-2017 年 ROE 为 15.4%、11.5%、12.6%、4.2%和 5.4%，净利润率水平为 19.6%、16.1%、14.2%、6.7%和 6.5%，2016-2017 年公司 ROE 水平及净利润水平较大下降，主要系一方面处于战略扩张期，资本性支出持续增长，大量投资新建项目及并购，新建的实验室产能利用率不足，成本计入当期损益影响利润；另一方面前期的个别并购项目业绩不好，拖累整体利润。

图 12: 公司 2013-2017 年 ROE 情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 13: 公司 2013-2017 年净利润率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

2018 年公司积极调整考核机制，采取系列措施提升利润率：

1) 由收入更改为利润导向为主，有望通过精细化管理实现利润改善，边际优化

2018 年公司减少资本性支出，提高人均产值，以利润为导向评定各部门的经营绩效；同时降低亏损部门的亏损，对经营绩效不佳的产品线进行战略性收缩。

8 大事业部下设的 20 多条产品线，每条产品线对各地业务和实验室进行垂直管理。对事业部和产品线负责人下达预算指标，各部门负责人据此制定并经营承诺书，对于处于不同发展阶段的产品线制定差异化的考核目标区间。通过精细化管理提升利润，在“做大”的基础上，“做强”公司综合水平。

2) 放缓投资增速，开源节流

2016-2017 年公司在实验室建设投资的增速过快，2017 年达到高点，带来收入增长的同时，利润的负面影响也较为明显。目前公司综合考虑，18 年开始收缩适当投资，未来有望降到一个合理的水平。适当放缓投资增速有望改善公司边际效益，开源节流。

5 引入新总裁，管理业绩有望迎来双重改善

6月5日公司公告聘任申屠献忠先生为公司新总裁，申屠献忠先生1968年生，博士研究生学历。曾任职SGS集团全球执行副总裁，负责全球消费品检测服务，SGS中国区总裁、SGS全球消费品检测和工业服务多个副总裁职务。申屠总凭借丰富资源，有望助力公司大力开拓消费品检测业务，扩大海外市场，引入更多国内外优质检测资源，同时凭借其丰富的管理经验和背景文化，有望助力公司管理水平进一步优化，带动公司管理业绩双重改善。

申屠献忠先生入职后于2018年6月29日至7月2日增持公司200万股，累计增持公司股份210万股，占公司总股本比例0.13%。彰显了申屠总对公司未来发展信心，客观上也绑定了管理层及公司利益，利于公司长期发展。

6 盈利预测与评级

关键假设：

假设1：假设生命科学检测、工业品检测维持历史平均增速，随着投资收缩，激励机制和利润考核机制的实施，预计毛利率稳步回升至历史平均水平；

假设2：申屠总裁之前主要负责SGS中国区消费品检测领域，经验丰富，预计后续重点加强消费品检测业务拓展，假设该业务维持25%增速水平，且随着投资收缩，激励机制和利润考核机制的实施，预计毛利率稳步回升至历史平均水平；

假设3：根据我国进出口水平，假设贸易保障检测保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司2018-2020年分业务收入成本如下表：

表3：分业务收入及毛利率（单位：百万元）

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
合计						
营业收入	1287.8	1652.3	2118.2	2696.8	3432.8	4399.8
yoy	39.1%	28.3%	28.2%	27.3%	27.3%	28.2%
营业成本	593.1	816.1	1178.3	1459.7	1819.6	2277.3
毛利率	53.9%	50.6%	44.4%	45.9%	47.0%	48.2%
生命科学检测						
收入	533.67	728.16	1026.1	1385.2	1870.0	2524.5
yoy		36.4%	40.9%	35.0%	35.0%	35.0%
成本	279.41	387.73	587.5	761.8	1009.8	1338.0
毛利率	47.6%	46.8%	42.7%	45.0%	46.0%	47.0%
工业品测试						
收入	232.06	314.53	431.0	560.3	700.4	875.5
yoy		35.5%	37.0%	30.0%	25.0%	25.0%
成本	112.1	188.26	324.8	392.2	455.3	525.3
毛利率		40.1%	24.6%	30.0%	35.0%	40.0%

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
消费品测试						
收入	232.33	266.99	334.3	417.9	522.4	653.0
yoy		14.9%	25.2%	25.0%	25.0%	25.0%
成本	108.56	128.44	172.4	209.0	256.0	313.4
毛利率	53.3%	51.9%	48.4%	50.0%	51.0%	52.0%
贸易保障检测						
收入	289.8	342.6	326.8	333.4	340.0	346.8
yoy		18.2%	-4.6%	2.0%	2.0%	2.0%
成本	93.0	111.7	93.6	96.7	98.6	100.6
毛利率	67.9%	67.4%	71.4%	71.0%	71.0%	71.0%

数据来源：公司公告，西南证券

表 4：可比公司估值对比表

公司名	公司代码	股价 (元)	股本 (亿股)	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE	
					2018E	2019E	TTM	2018E	2019E
华测检测	300012.SZ	5.80	16.58	96.14	2.12	3.28	90.9	45.3	29.3
安车检测	300572.SZ	47.71	1.21	57.76	1.26	1.86	66.4	45.9	31.0
国检集团	603060.SH	17.33	2.20	38.13	1.75	2.09	25.8	21	17
建研院	603183.SH	20.66	1.25	25.85	NA	NA	41.1	NA	NA
电科院	300215.SZ	5.93	7.58	44.97	NA	NA	34.8	NA	NA

数据来源：WIND，西南证券整理

预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.13 元、0.20 元、0.29 元，对应 PE 分别为 45 倍、29 倍、20 倍。公司实验室建设经历高投入后恢复稳定，盈利水平有望逐步回升，业绩有望一改颓势快速增长，首次覆盖，给予“增持”评级。

7 风险提示

公司实验室产能利用率提升不及预期风险；公司市场拓展不及预期风险；并购公司商誉减值风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2118.23	2696.78	3432.82	4399.82	净利润	137.65	218.12	337.58	486.91
营业成本	1178.27	1459.71	1819.64	2277.30	折旧与摊销	189.11	174.38	174.38	174.38
营业税金及附加	8.38	9.76	13.80	17.00	财务费用	7.88	6.76	-0.24	-0.64
销售费用	400.96	485.42	604.18	774.37	资产减值损失	55.18	50.00	40.00	30.00
管理费用	330.55	409.91	514.92	659.97	经营营运资本变动	-349.71	-136.17	-207.76	-281.93
财务费用	7.88	6.76	-0.24	-0.64	其他	309.20	-50.09	-38.09	-30.94
资产减值损失	55.18	50.00	40.00	30.00	经营活动现金流净额	349.31	262.99	305.88	377.79
投资收益	2.05	0.00	0.00	0.00	资本支出	-285.39	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-473.77	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	-759.16	0.00	0.00	0.00
营业利润	174.03	275.23	440.52	641.81	短期借款	188.29	-434.69	0.00	0.00
其他非经营损益	14.64	17.67	18.75	18.56	长期借款	-3.70	0.00	0.00	0.00
利润总额	188.67	292.90	459.28	660.37	股权融资	-3.04	0.00	0.00	0.00
所得税	51.02	74.78	121.70	173.46	支付股利	-41.86	-26.78	-42.43	-65.68
净利润	137.65	218.12	337.58	486.91	其他	-2.14	-9.61	0.24	0.64
少数股东损益	3.75	5.94	9.20	13.27	筹资活动现金流净额	137.55	-471.08	-42.20	-65.04
归属母公司股东净利润	133.90	212.17	328.38	473.65	现金流量净额	-275.22	-208.09	263.68	312.75
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	652.98	444.89	708.57	1021.33	成长能力				
应收和预付款项	509.57	652.87	825.35	1057.67	销售收入增长率	28.20%	27.31%	27.29%	28.17%
存货	9.60	12.02	13.10	17.84	营业利润增长率	34.47%	58.15%	60.06%	45.69%
其他流动资产	511.66	651.42	829.21	1062.79	净利润增长率	23.85%	58.46%	54.77%	44.24%
长期股权投资	27.26	27.26	27.26	27.26	EBITDA 增长率	35.50%	23.00%	34.69%	32.68%
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	1237.33	1085.14	932.94	780.75	毛利率	44.37%	45.87%	46.99%	48.24%
无形资产和开发支出	293.07	285.66	278.24	270.83	三费率	34.91%	33.45%	32.59%	32.59%
其他非流动资产	274.92	260.15	245.37	230.59	净利率	6.50%	8.09%	9.83%	11.07%
资产总计	3516.39	3419.40	3860.05	4469.06	ROE	5.42%	7.99%	11.16%	14.13%
短期借款	434.69	0.00	0.00	0.00	ROA	3.91%	6.38%	8.75%	10.90%
应付和预收款项	430.91	574.89	713.70	892.96	ROIC	6.48%	8.76%	13.08%	17.88%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	17.52%	16.92%	17.91%	18.54%
其他负债	113.00	115.87	122.57	131.08	营运能力				
负债合计	978.60	690.76	836.27	1024.04	总资产周转率	0.64	0.78	0.94	1.06
股本	1657.53	1657.53	1657.53	1657.53	固定资产周转率	2.36	2.70	4.06	6.35
资本公积	44.45	44.45	44.45	44.45	应收账款周转率	5.65	5.56	5.59	5.60
留存收益	787.06	972.46	1258.41	1666.38	存货周转率	182.49	133.33	133.70	133.93
归属母公司股东权益	2489.54	2674.44	2960.39	3368.36	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.35%	—	—	—
少数股东权益	48.26	54.20	63.40	76.66	资本结构				
股东权益合计	2537.79	2728.64	3023.78	3445.02	资产负债率	27.83%	20.20%	21.66%	22.91%
负债和股东权益合计	3516.39	3419.40	3860.05	4469.06	带息债务/总负债	44.42%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.89	2.93	3.18	3.38
					速动比率	1.88	2.91	3.16	3.36
					股利支付率	31.27%	12.62%	12.92%	13.87%
					每股指标				
					每股收益	0.08	0.13	0.20	0.29
					每股净资产	1.50	1.61	1.79	2.03
					每股经营现金	0.21	0.16	0.18	0.23
					每股股利	0.03	0.02	0.03	0.04
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	371.02	456.37	614.67	815.56					
PE	71.80	45.31	29.28	20.30					
PB	3.86	3.59	3.25	2.85					
PS	4.54	3.56	2.80	2.19					
EV/EBITDA	24.99	19.81	14.28	10.38					
股息率	0.44%	0.28%	0.44%	0.68%					

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
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@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
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn