

空气供应系统全球领先，站上燃料电池风口

投资要点

- **事件：**近期，我们与公司进行了交流。
- **燃料电池空气供应系统成熟提供商。**空气供应系统是燃料电池重要子系统，具有很高的技术壁垒，在国内空气供应系统尚无成熟产品。瑞典 OPCON 自 1990 年投入燃料电池空气供应系统的研发，拥有 20 余年的技术储备，曾为 Ballard 以及世界上主要汽车制造商如通用、奔驰、福特等提供燃料电池空气供应系统，该业务目前由 SRM 和 OES 拥有。公司参股的并购基金于 15 年收购 OPCON 旗下 SRM 和 OES，且公司已与并购基金签署回购承诺，预计 18 年 SRM 和 OES 将成为公司的全资子公司，公司将成为燃料电池零部件核心供应商。
- **压缩机和螺杆膨胀机业务快速发展。**公司通过收购和合作的方式，掌握了压缩机的核心技术，并拥有了 SRM 和 RefComp 两个国际知名的压缩机品牌。公司压缩机产品在未来 3 年内有望获得持续快速增长，预计 16 年收入将达到 5 亿元；OES 是全球螺杆膨胀发电技术的创始者，其拥有的“Opcon Powerbox”技术在全球范围内处于领先地位。公司参股的并购基金收购 OES，使公司掌握螺杆膨胀发电关键技术。公司目前余热发电在手订单充足，项目在稳步推进中。
- **制冰产品稳定增长。**公司目前已经成为国内制冰产品最大的生产商和供应商之一，始终保持着行业龙头的地位。公司的特种设备还在一些细分市场占据着绝大部分的份额。受益于冷链物流、食品加工、核电等行业的快速发展，未来公司的传统主业将保持稳定增长。
- **并购佳运油气增厚公司业绩。**公司于 2016 年 4 月完成对佳运油气 100% 股权的收购。根据业绩承诺，佳运油气 2016、2017 和 2018 的扣非后归母净利润分别不低于 3889 万、4472 万和 5142 万元，将显著增厚公司业绩。公司通过并购，可以利用自身产品优势和佳运油气资质、渠道优势加快压缩机在油气应用领域的市场开拓进程，扩大销售规模。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.15 元、0.22 元、0.29 元，对应 PE 为 85 倍、60 倍、45 倍。公司是燃料电池空气供应系统稀缺标的，压缩机等业务快速增长，但近期股价涨幅较大，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**燃料电池汽车推广低于预期、压缩机业务发展低于预期的风险、并购公司业绩不及承诺的风险等。

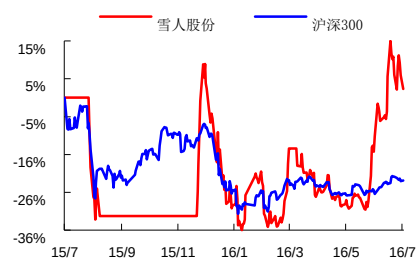
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	641.37	1207.58	1540.63	1813.14
增长率	51.87%	88.28%	27.58%	17.69%
归属母公司净利润(百万元)	16.58	92.87	131.97	175.56
增长率	303.23%	460.30%	42.10%	33.02%
每股收益 EPS(元)	0.03	0.15	0.22	0.29
净资产收益率 ROE	0.89%	4.77%	6.43%	8.01%
PE	477	85	60	45
PB	4.79	4.56	4.33	4.05

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: 刘瑜
电话: 010-57638602
邮箱: liuyu@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)	6.74
流通 A 股(亿股)	3.75
52 周内股价区间(元)	8.15-38.3
总市值(亿元)	88.91
总资产(亿元)	24.19
每股净资产(元)	2.61

相关研究

目 录

1. 公司概况：制冰设备龙头，积极外延布局	1
2. 多元化布局，燃料电池核心零部件成熟供应商	2
2.1 空气供应系统是燃料电池重要子系统	3
2.2 “并购” OPCON 子公司，掌握空气供应系统核心技术	3
2.3 参股美国 CN：在燃料电池空气供应系统的另一布局	4
2.4 出资 1 亿设立全资子公司，大力发展燃料电池相关业务	4
3. 压缩机、螺杆膨胀机快速发展，制冰机稳定增长	5
3.1 技术及品牌优势明显，压缩机新主业快速增长	5
3.2 制冰产品龙头，保持稳定增长	5
3.3 螺杆膨胀发电项目快速推进	6
4. 并购佳运油气，增厚公司业绩	6
5. 盈利预测与投资建议	7
6. 风险提示	8

图 目 录

图 1：公司 2011-2015 年营业收入及增速	1
图 2：公司 2011-2015 年净利润及增速	1
图 3：公司 2015 年细分产品收入占比	1
图 4：公司 2011-2015 年细分产品毛利率	1
图 5：公司积极外延并购，拓展板块布局	2
图 6：燃料电池动力系统	3
图 7：燃料电池动力系统核心零部件	3
图 8：AUTOROTOR 产品覆盖多种车型	4
图 9：螺杆空气压缩机	4
图 10：螺杆压缩机可应用于多个行业	5
图 11：压缩机业务快速增长	5
图 12：制冰机应用领域广泛	6
图 13：制冰机业务快速增长	6
图 14：佳运油气收入和利润情况	7
图 15：佳运油气毛利率和净利率	7

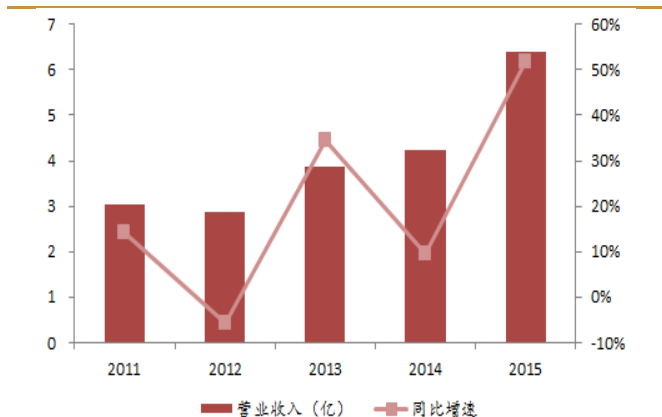
表 目 录

表 1：燃料电池汽车和锂电池汽车对比	2
表 2：公司主要业务收入（百万元）及增速预测	7
附表：财务预测与估值	9

1. 公司概况：制冰设备龙头，积极外延布局

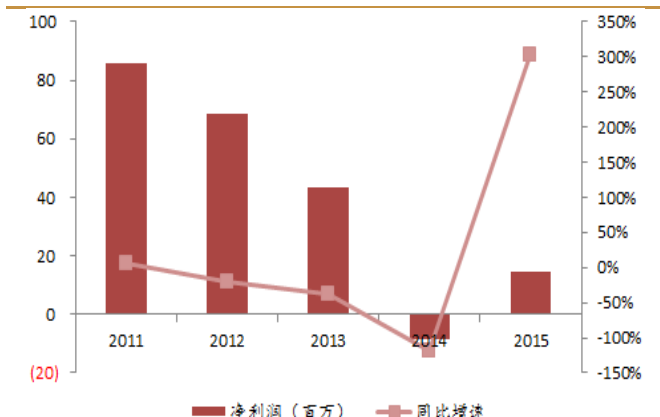
公司创建于2000年，是中国最大的制冰设备及制冰系统生产商及供应商之一，2011年在深交所上市。自上市以来，公司收入稳定增长，从2011年的3亿增长到2015年的6.4亿，复合增长率超过20%。但由于公司处在转型过程中，管理费用和研发费用持续增加，导致公司的净利润不断下滑，2014年出现小幅亏损。

图 1：公司 2011-2015 年营业收入及增速



数据来源：wind, 西南证券

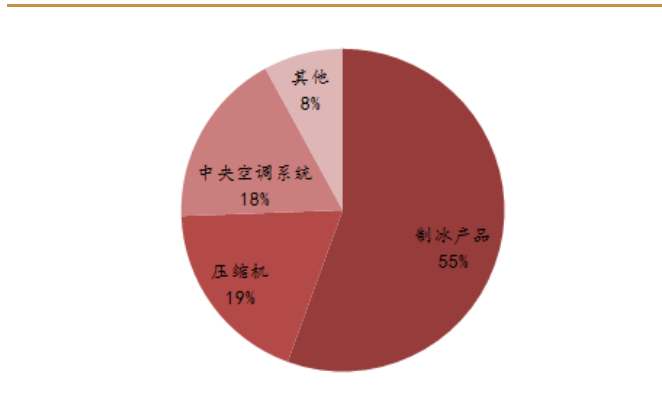
图 2：公司 2011-2015 年净利润及增速



数据来源：wind, 西南证券

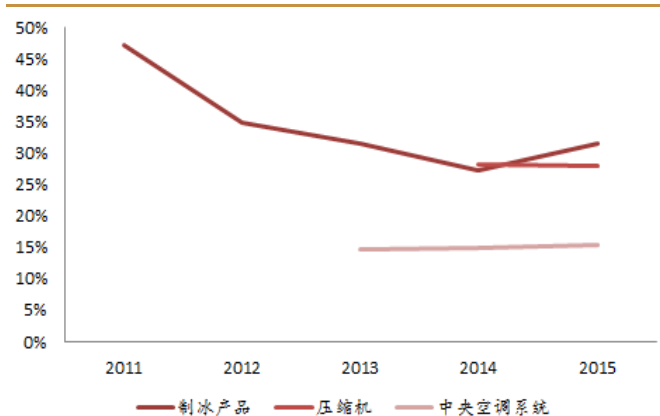
公司目前的三大业务板块分别为制冰成套系统、压缩机和空调成套系统，其中，制冰产品构成了公司主营业务收入的主要部分，2015年占比达55%，且毛利率一直处于较高水平。公司压缩机业务发展迅速，收入从14年0.24亿增长到15年1.2亿元，未来有望超过制冰产品，成为公司的主要收入来源。

图 3：公司 2015 年细分产品收入占比



数据来源：wind, 西南证券

图 4：公司 2011-2015 年细分产品毛利率

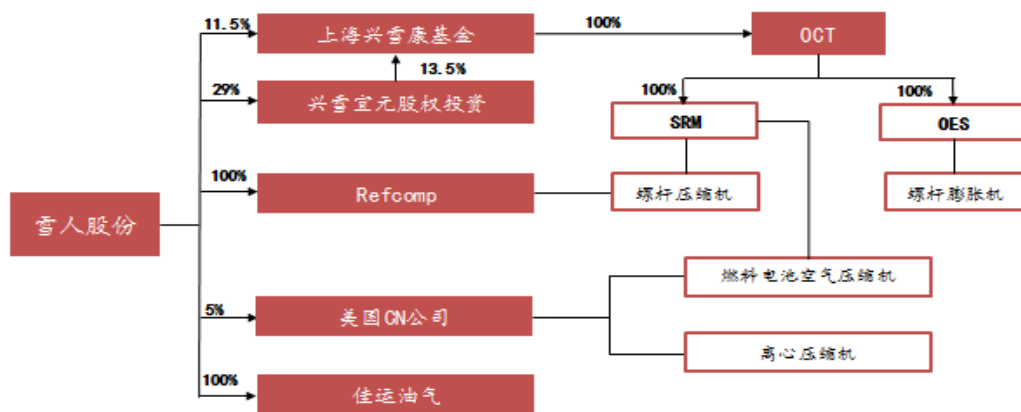


数据来源：wind, 西南证券

2012年以来，公司积极外延布局，积极打造制冰机以外的其他业务板块：1) 独立收购Refcomp压缩机业务，且参股的并购基金收购SRM全部股权，获得了压缩机的核心技术和国际知名品牌；2) 公司参股的并购基金收购全球螺杆膨胀发电技术创始者瑞典OES公司，使公司快速掌握螺杆膨胀发电技术；3) 参股美国Concepts NREC公司，进一步开发和掌握离心压缩机的先进技术，拓宽了公司产品线；4) 收购佳运油气100%股权，将压缩机产业链进一步延伸至化工气体领域，佳运油气盈利能力强，增厚了公司业绩。公司逐渐形成了以压

压缩机为核心，以工业冷冻、商业冷藏及节能环保、新能源领域高端装备为发展方向的战略布局。未来将着力打造压缩机产品及系统应用、制冰机及制冰系统、螺杆膨胀发电产品三大业务板块。

图 5：公司积极外延并购，拓展板块布局



数据来源：公司公告，西南证券

2. 多元化布局，燃料电池核心零部件成熟供应商

燃料电池汽车有望成为和锂电池汽车并行的技术路线。燃料电池是指通过电化学反应直接将氢气、天然气等燃料和氧化剂中的化学能直接转化为电能的高效发电装置，汽车等交通运输工具是最主要的应用领域。虽然和锂电池汽车相比，燃料电池汽车在技术成熟度和产业化方面仍有较大差距，但是锂电池汽车在续航里程、充电速度、环境适应性和环保等方面具有先天缺陷，难以在保证系统稳定性和电池寿命的前提下加以解决。而燃料电池汽车同时具有传统燃油汽车的便利性和纯电动汽车的清洁性，被视为新能源汽车的终极解决方案，发展燃料电池汽车是大势所趋。

表 1：燃料电池汽车和锂电池汽车对比

性能比较	燃料电池汽车	锂电池汽车
终端能量转化率	85%	80%
续航里程	500KM	250KM
充电/补充燃料时间	5min	1-8 小时
环境适应性	较好	较差

数据来源：西南证券整理

日美欧等发达国家近年来积极推动燃料电池汽车产业发展。日本方面：（1）修订行业标准（2）高额补贴（3）加大基础设施建设（4）政府企业联合研发；美国方面：（1）延长补贴期间（2）推进加氢站建设（3）能源部出资推动燃料电池技术进步（4）制定新的技术标准；欧盟方面：启动多个燃料电池专项项目，高额投入。

中国燃料电池汽车发展提上日程。国内当前关注重心在锂电池汽车，燃料电池汽车发展从 2010 年世博会示范项目后并无实质进展。但近年来国家支持力度正在加大：（1）燃料电池乘用车在 2016 年后依然保持 20 万元高额补贴；（2）在国家能源局和发改委发布的《能源

技术革命创新行动计划（2016-2030 年）》中，重点提到发展氢能和燃料电池创新业务。国内燃料电池汽车商用化进程有望提速。

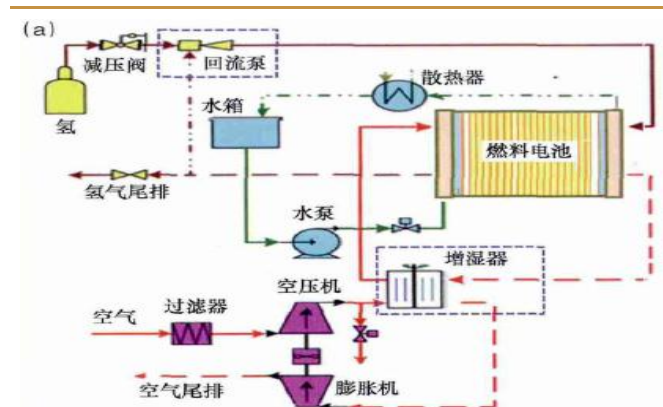
多款燃料电池汽车将投放市场。目前丰田 Mirai、本田 Clarity 和现代 Tucson 已经投放市场，未来 5 年内，奔驰、奥迪、大众、福特、通用等均有燃料电池车型上市，行业发展有望加快。国内目前在燃料电池客车上重点布局：2015 年宇通燃料电池客车正式列入汽车新产品公告管理，成为国内商用车行业首家通过燃料电池客车生产准入申请的客车企业，其第四代燃料电池客车将于 2018 年上市，续航里程达 800KM；福田客车在 2016 年 5 月接到了有车新能源汽车租赁有限公司购买 100 辆欧辉氢燃料电池电动客车的订单。

2.1 空气供应系统是燃料电池重要子系统

燃料电池系统的核心是燃料电池电堆，此外，空气供应系统、储氢系统、水热管理系统等也是其重要组成部分。燃料电池性能和耐久性除和电堆本身有关外，还与其他子系统密切相关。燃料电池主要系统部件包括空气压缩机、氢循环泵、储氢瓶、增湿器等。

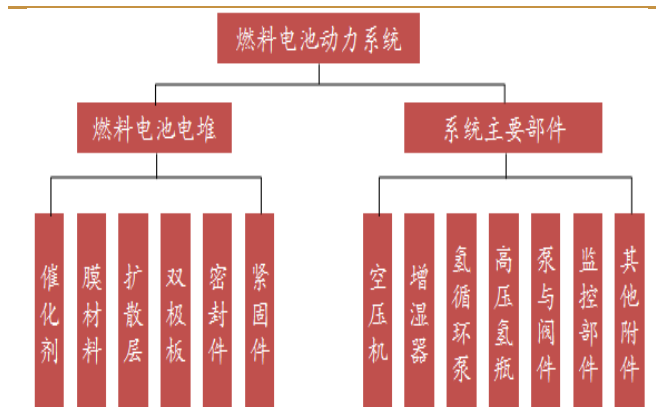
空气供应系统的任务是提供燃料电池发电所需空气，需要在控制体积的情况下提供满足最大功率的空气量，又需要根据燃料电池输出功率的大小对供气量和供气压力进行自动调节，这对空压机本身和电控系统都提出了很高的要求。此外，为保证质子交换膜和催化剂的工作性能，空气供应系统提供的压缩空气必须干净。总起来看，燃料电池空气供应系统具有很高的技术壁垒。目前，主要技术路线包括以 OPCON AUTOROTOR 为代表的螺杆压缩机、以 Honeywell 为代表的涡轮压缩机，二者都已开发出成熟的产品，在多款燃料电池汽车上进行了长时间的运行。在国内，空气供应系统尚无成熟产品，广东佛山广顺电器开发的车载空压机尚在研发中，且在电机和控制器的集成设计上有所欠缺，可靠性和耐久性尚需验证。

图 6：燃料电池动力系统



数据来源：西南证券整理

图 7：燃料电池动力系统核心零部件



数据来源：西南证券整理

2.2 “并购” OPCON 子公司，掌握空气供应系统核心技术

OPCON 是瑞典著名可再生能源公司，旗下子公司 SRM 在螺杆压缩机领域享誉百年，是此领域的国际领导企业。依托于 SRM 在螺杆压缩机领域深厚的技术积淀，OPCON 自 1990 年投入燃料电池空气供应系统的研发，拥有 20 余年的技术储备，打造了燃料电池业务子品牌 OPCON AUTOROTOR，曾为 Ballard 以及世界上主要汽车制造商如通用、奔驰、丰田、

本田、福特等提供燃料电池空气供应系统，是此领域的成熟供应商，其参与的欧洲洁净城市运输项目的 27 辆燃料电池巴士车自 2006 年运行至今，运行里程超过 300 百万公里，累积运行时间超过了 10 万小时，系统的安全可靠性得到了验证。

图 8：AUTOROTOR 产品覆盖多种车型



数据来源：西南证券整理

图 9：螺杆空气压缩机



数据来源：西南证券整理

公司参股的并购基金于 2015 年 10 月收购 OPCON 最核心两大业务子公司 SRM 和 OES100%股权，对价为约 3 亿人民币，OPCON 燃料电池空气供应系统的相关技术、品牌及研发人员目前由 SRM 和 OES 拥有。公司向并购基金出具回购承诺，预计于 2018 年 6 月对 SRM 和 OES 进行回购，届时 SRM 和 OES 将成为公司的全资子公司。通过这一布局，雪人股份未来将成为全球燃料电池空气供应系统的核心供应商。

2.3 参股美国 CN：在燃料电池空气供应系统的另一布局

美国 CN（Concepts NREC）公司是世界著名的叶轮机械专业服务公司，前身源于美国麻省理工学院的 3 位科学家 1956 年成立的北方研究工程公司（NREC）和美国工程院院士 DaveJapikse 博士于 1980 年成立的 ConceptsETI 公司，具有极强的研发实力。其开发的敏捷工程设计与分析专家系统，广泛地应用于航空发动机、燃气轮机、各类压缩机及透平、风机等各领域高端装备的设计与开发。CN 在国内主要客户包括陕鼓、金通灵、汉中精机、开山、宁波博格华纳、上海霍尼韦尔、无锡威孚等。

美国 CN 拥有燃料电池用涡轮增压器技术，公司目前持有 CN 公司 5%股权，预计到 2016 年末增持到 19.99%。通过参股 CN，公司在燃料电池空气循环系统技术上得以实现多元化。此外，这一布局有助于公司和 CN 公司进行深度合作，在掌握螺杆压缩机技术后，快速开发和掌握离心压缩机先进技术，推动公司压缩机技术的发展和延伸，有助于公司成为掌握世界螺杆、离心压缩机最高端技术的优秀生产企业。

2.4 出资 1 亿设立全资子公司，大力发展燃料电池相关业务

公司出资 1 亿设立上海雪人氢能技术全资子公司，主要业务为：氢燃料电池空气循环系统及其各零部件，制氢、储氢、加氢及氢能相关动力和储能系统，氢燃料电池动力系统等。公司借助 OPCON 拥有燃料电池空气循环系统核心技术和品牌的先发优势，通过此次布局，公司在氢能及燃料电池的业务向上下游扩展，未来有望形成全产业链布局，将公司打造成 A 股市场燃料电池及氢能应用的龙头公司。

3. 压缩机、螺杆膨胀机快速发展，制冰机稳定增长

3.1 技术及品牌优势明显，压缩机新主业快速增长

压缩机是制冷及空调设备的核心部件，按照结构可以分为转子式、涡旋式、活塞式、螺杆式、离心式五大类，分别覆盖不同的冷量范围。雪人股份重点发展的螺杆压缩机，凭借高效、节能、性能稳定等诸多优势，无论在中高温制冷还是低温冷冻领域，都获得了越来越广泛的应用。

螺杆式制冷压缩机行业的下游产业，主要是商用中央空调行业及工业制冷行业，其中商用中央空调行业与房地产开发、百货仓储物流、大型公共建筑等有较强的关联；工业制冷行业则广泛应用在制药、化工、农、渔、牧等行业。

螺杆压缩机对生产工艺和企业技术实力要求较高，因此市场很少有仿冒品出现，不会出现恶性竞争。汉钟精机、比泽尔、复盛和 Refcomp 几乎占据了制冷式螺杆压缩机的全部市场。

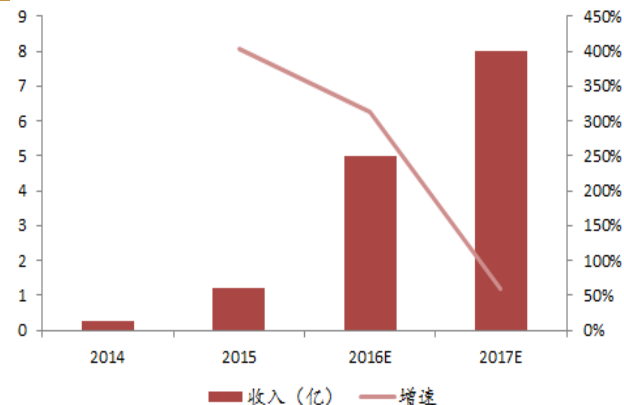
公司通过并购及合作的方式，掌握了开启式螺杆压缩机、半封闭螺杆压缩机和半封闭式活塞压缩机的核心技术，并拥有了 SRM 和 RefComp 两个国际知名的压缩机品牌，产品系列丰富。SRM 是螺杆压缩机鼻祖，在转子型线设计上享誉世界，公司利用 SRM 核心技术对现有产品进行改造，将进一步增强产品在技术和品牌上的竞争力。随着公司销售渠道的不断完善和产能不断释放，公司压缩机产品在未来 3 年内有望持续快速增长。

图 10：螺杆压缩机可应用于多个行业



数据来源：西南证券整理

图 11：压缩机业务快速增长



数据来源：西南证券整理

3.2 制冰产品龙头，保持稳定增长

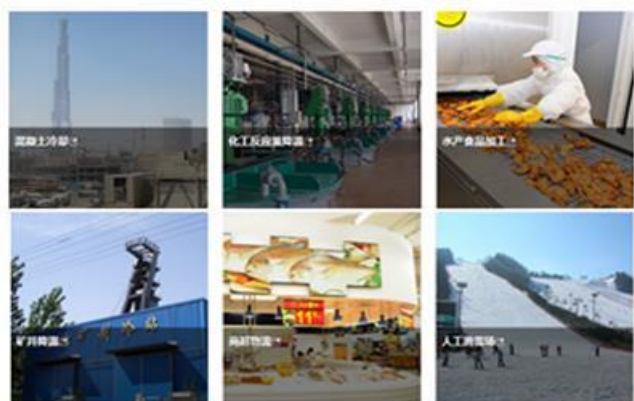
公司的传统主业是制冰设备及系统，目前已经成为国内制冰产品最大的生产商和供应商之一。公司有稳定的市场份额，始终保持着行业龙头的地位，收入和毛利润均保持稳定增长。十余年深耕细作，使得公司在技术、品牌、渠道上都具备了竞争优势。

技术方面，公司在片冰机、块冰机等领域拥有多项专利，并且参与国家行业标准的制定；**品牌方面**，拥有国际知名品牌“SNOWKEY”，已在中东 7 个国家注册了国际商标，在其他

30 多个国家注册了马德里体系国际商标；**渠道方面**，公司积累了丰富稳定的客户资源；**另外**，公司的特种设备还在一些细分市场占据着绝大部分的份额，如集装箱式混凝土冷却系统，在中东地区的地标建筑，核电领域，国家重点工程的建设过程中必不可少。

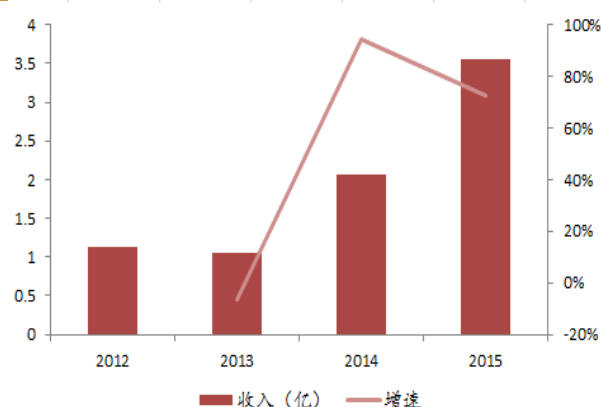
制冰机下游的适用范围广泛，可运用于工商业众多细分行业，目前公司产品在冷链物流、冰蓄能、速冻设备、食品加工等领域已经拥有了成熟的技术和完善的渠道。受益于冷链物流、食品加工、核电等行业的快速发展，未来公司的传统主业将保持稳定增长，并且规模效应的形成将进一步降低成本、提高毛利空间。

图 12：制冰机应用领域广泛



数据来源：公司官网，西南证券

图 13：制冰机业务快速增长



数据来源：Wind，西南证券

3.3 螺杆膨胀发电项目快速推进

螺杆膨胀发电项目主要包括冶金、化工、石油、发电、垃圾焚烧等五个领域。OPCON 下属全资子公司 OES 是全球螺杆膨胀发电机技术的创始者，致力于螺杆膨胀发电机在特殊领域的运用以及低品位废气余热利用的研究与开发，其拥有的“Opcon Powerbox”技术在全球范围内处于领先地位。公司参股的并购基金收购 OES 全部股权，使公司掌握螺杆膨胀关键技术，快速进入螺杆膨胀发电机市场。公司目前余热发电在手订单充足，项目在稳步推进中，预计今年余热发电项目可实现营业收入 3000-5000 万元。

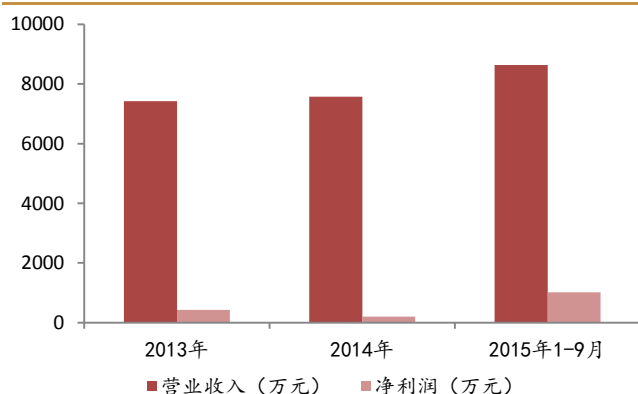
4. 并购佳运油气，增厚公司业绩

协同效应显著，切入天然气产业。公司于 2016 年 4 月完成对佳运油气 100% 股权的收购。佳运油气专注于天然气项目建设，为油气企业提供生产装置自动化解决方案。压缩机是天然气生产中的关键装置，市场需求巨大；但是油气行业对于压缩机的市场准入门槛较高，进入壁垒高，因此本次交易对雪人股份主营业务发展战略具有决定性作用。公司通过并购，可以利用自身产品优势和佳运油气资质、渠道优势加快压缩机在油气应用领域市场开拓进程，扩大销售规模，增加压缩机产能利用率，同时压缩机产业链将进一步延伸，产品将更加丰富。

夯实业绩，提升盈利水平。截至 2015 年 9 月 30 日，佳运油气总资产 9118 万，净资产 4100 万。其 2013 年、2014 年及 2015 年 1-9 月分别实现营业收入 7427 万、7573 万和 8633

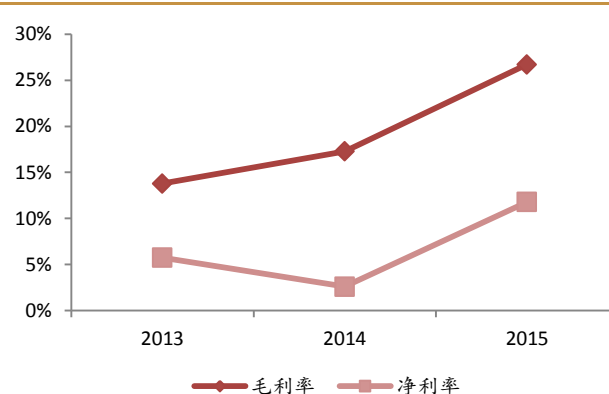
万，净利润分别为 427 万、198 万和 1018 万，收入和盈利能力均持续增长，业绩表现较好。同时，根据业绩承诺，佳运油气 2016、2017 和 2018 的扣非后归母净利润分别不低于 3889 万、4472 万和 5142 万元，复合增速 15%，三年累计承诺净利润合计不低于 13503 万元。如未达到当期承诺净利润的 90%，则将对上市公司优先进行股份补偿，差额部分以现金补偿。因此，2016 年并表佳运油气后，公司的资产、收入和净利润均将得到一定提升，有利于提升公司的资源控制和持续发展能力。

图 14：佳运油气收入和利润情况



数据来源：wind，西南证券

图 15：佳运油气毛利率和净利率



数据来源：wind，西南证券

5. 盈利预测与投资建议

制冰成套系统：公司是国内制冰产品行业龙头，受益于冷链物流、食品加工、核电等行业的发展，预计 16-18 年收入将保持稳定增长，毛利率稳定在 30% 左右。

压缩机：通过并购及合作的方式，掌握压缩机的核心技术和国际知名品牌 SRM 和 Refcomp。随着公司销售渠道的完善和产能释放，Refcomp 和 SRM 产品快速放量，公司压缩机业务将从 16 年开始进入收获期，在未来 3 年内有望获得持续快速增长。随着规模效应的形成，公司的毛利率也将不断提升。

佳运油气：假设业绩承诺能够达成，2016、2017 和 2018 的扣非后归母净利润分别不低于 3889 万、4472 万和 5142 万元，复合增速 15%。

表 2：公司主要业务收入（百万元）及增速预测

百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
合计	营业收入	641.37	1,207.58	1,540.63	1,813.14
	yoy	51.87%	88.28%	27.58%	17.69%
	营业成本	457.84	886.07	1,105.25	1,277.37
	毛利率	28.61%	26.62%	28.26%	29.55%
制冰成套系统	收入	355.54	319.99	383.98	422.38
	yoy	38.90%	-10.00%	20.00%	10.00%
	成本	112.61	223.99	268.79	295.67
	毛利率	31.67%	30.00%	30.00%	30.00%

百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
压缩机	收入	121.18	484.72	630.14	787.67
	yoy	398.89%	300.00%	30.00%	25.00%
	成本	33.89	363.54	453.70	551.37
	毛利率	27.96%	25.00%	28.00%	30.00%
中央空调系统	收入	113.07	118.72	124.66	130.89
	yoy	-4.61%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本	17.48	100.91	105.96	111.26
	毛利率	15.46	15.00%	15.00%	15.00%
佳运油气	收入		200.00	300.00	345.00
	yoy			50.00%	15.00%
	成本		140.00	210.00	241.50
	毛利率		30.00%	30.00%	30.00%

注：表格中制冰机 16 年增长率为-10%，原因是统计口径有所变化，公司该业务保持稳定增长。数据来源：Wind，西南证券

6. 风险提示

燃料电池汽车推广不及预期的风险、压缩机发展不及预期的风险、并购公司业绩或不及承诺的风险、竞争加剧的风险等。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	641.37	1207.58	1540.63	1813.14	净利润	14.76	82.71	117.54	156.35
营业成本	457.84	886.07	1105.25	1277.37	折旧与摊销	59.76	115.12	117.83	118.81
营业税金及附加	3.23	6.62	7.90	9.49	财务费用	22.27	27.36	34.86	37.41
销售费用	44.60	84.53	107.84	126.92	资产减值损失	5.15	2.11	3.00	4.00
管理费用	99.47	193.21	246.50	290.10	经营营运资本变动	-286.81	-605.64	-304.06	-265.93
财务费用	22.27	27.36	34.86	37.41	其他	92.26	-81.33	-89.74	-101.10
资产减值损失	5.15	2.11	3.00	4.00	经营活动现金流净额	-92.61	-459.67	-120.57	-50.45
投资收益	3.44	80.00	90.00	100.00	资本支出	-320.71	-10.00	-5.00	0.00
公允价值变动损益	-1.69	-0.71	-0.85	-0.94	其他	-29.23	79.29	89.15	99.06
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-349.94	69.29	84.15	99.06
营业利润	10.56	86.96	124.42	166.91	短期借款	280.00	317.78	127.81	49.05
其他非经营损益	5.46	4.26	4.44	4.55	长期借款	-80.13	0.00	0.00	0.00
利润总额	16.02	91.22	128.86	171.46	股权融资	418.59	0.00	0.00	0.00
所得税	1.26	8.51	11.32	15.11	支付股利	-3.20	-4.14	-23.22	-32.99
净利润	14.76	82.71	117.54	156.35	其他	-3.38	-93.96	-34.86	-37.41
少数股东损益	-1.81	-10.16	-14.44	-19.21	筹资活动现金流净额	611.87	219.68	69.73	-21.35
归属母公司股东净利润	16.58	92.87	131.97	175.56	现金流量净额	168.98	-170.70	33.31	27.25
资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	291.46	120.76	154.06	181.31	成长能力				
应收和预付款项	325.68	685.45	847.50	993.23	销售收入增长率	51.87%	88.28%	27.58%	17.69%
存货	365.06	706.51	881.27	1018.50	营业利润增长率	184.77%	723.43%	43.08%	34.15%
其他流动资产	139.87	263.35	335.99	395.42	净利润增长率	270.13%	460.30%	42.10%	33.02%
长期股权投资	30.43	30.43	30.43	30.43	EBITDA 增长率	298.66%	147.80%	20.78%	16.61%
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	864.31	783.63	695.24	600.86	毛利率	28.61%	26.62%	28.26%	29.55%
无形资产和开发支出	347.85	324.17	300.49	276.81	三费率	25.94%	25.27%	25.26%	25.06%
其他非流动资产	134.28	133.53	132.77	132.02	净利率	2.30%	6.85%	7.63%	8.62%
资产总计	2498.95	3047.83	3377.75	3628.59	ROE	0.89%	4.77%	6.43%	8.01%
短期借款	514.10	831.88	959.69	1008.74	ROA	0.59%	2.71%	3.48%	4.31%
应付和预收款项	175.93	368.37	462.51	530.20	ROIC	1.82%	4.80%	5.69%	6.78%
长期借款	30.42	30.42	30.42	30.42	EBITDA/销售收入	14.44%	19.00%	17.99%	17.82%
其他负债	125.19	82.79	96.45	107.17	营运能力				
负债合计	845.64	1313.46	1549.06	1676.54	总资产周转率	0.29	0.44	0.48	0.52
股本	600.00	600.00	600.00	600.00	固定资产周转率	0.84	1.53	2.12	2.82
资本公积	740.45	740.45	740.45	740.45	应收账款周转率	3.21	3.45	2.92	2.84
留存收益	245.05	333.78	442.53	585.10	存货周转率	1.42	1.65	1.39	1.34
归属母公司股东权益	1583.00	1674.23	1782.98	1925.55	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	90.41%	—	—	—
少数股东权益	70.30	60.14	45.71	26.50	资本结构				
股东权益合计	1653.30	1734.37	1828.69	1952.05	资产负债率	33.84%	43.09%	45.86%	46.20%
负债和股东权益合计	2498.95	3047.83	3377.75	3628.59	带息债务/总负债	64.39%	65.65%	63.92%	61.98%
					流动比率	1.42	1.41	1.49	1.60
					速动比率	0.96	0.85	0.90	0.97
					股利支付率	19.31%	4.46%	17.59%	18.79%
					每股指标				
					每股收益	0.03	0.15	0.22	0.29
					每股净资产	2.76	2.89	3.05	3.25
					每股经营现金	-0.15	-0.77	-0.20	-0.08
					每股股利	0.01	0.01	0.04	0.05
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	92.59	229.44	277.11	323.14					
PE	477.45	85.21	59.97	45.08					
PB	4.79	4.56	4.33	4.05					
PS	12.34	6.55	5.14	4.36					
EV/EBITDA	87.58	37.17	31.12	26.75					
股息率	0.04%	0.05%	0.29%	0.42%					

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 15 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
	罗月江	机构销售	021-68413856	13632421656	lyj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn