

投资评级 **买入** 维持

## 外延内生齐发力，业绩步入新台阶

### 股票数据

6个月内目标价(元)	17.34
05月10日收盘价(元)	12.22
52周股价波动(元)	11.54-17.18
总股本/流通A股(百万股)	322/231
总市值/流通市值(百万元)	3936/2822

### 主要估值指标

	2016	2017E	2018E
市盈率	33.7	24.0	19.6
市净率	3.0	4.4	3.8
市销率	2.99	2.58	2.11
EV/EBITDA	20.6	16.3	11.3
分红率(%)	—	—	0.00

### 相关研究

《收入同比增 15%，农用泵龙头外延并购加速》2017.04.28

《费率上升致净利略降，并购增强业务协同》2016.10.26

《水泵业务稳健增长，转型环保值得期待》2016.08.31

### 市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-6.6	-15.5	-12.3
相对涨幅(%)	-1.9	-12.9	-10.1

资料来源：海通证券研究所

### 投资要点：

- 水泵龙头加强高端领域布局，打开增长新空间。**新界泵业成立于 1984 年，位于浙江温岭，专注水泵三十余年，是中国水泵行业领先者。近几年公司外延内生共同发力，加强在污水处理、工业应用、生活供水等应用领域的布局，产品品类不断丰富，打开新的市场空间。
- 业绩逐步向好，海外销售稳步增长。**2016 年公司实现营业收入 13.18 亿元，同比增长 14.96%，归母净利润 1.17 亿元，同比下降 1.00%。2017 年 1 季度公司实现营业收入 2.91 亿元，同比增长 21.25%，归母净利润 0.49 亿元，同比增长 79.60%。根据公司业绩预告，预计 2017 年上半年归母净利润区间为 0.91 亿-1.27 亿，同比增长 30%-80%。公司产品自主化率接近 90%，远销 100 多个国家和地区，海外营收占比维持在 40%以上，16 年海外收入增速 14.94%。随着公司海外并购以及渠道整合的推进，公司海外市场业务有望保持高水平增长。
- 以泵为核心，外延内生齐发力，加强循环泵、污水泵、二次供水等高端领域布局。**外延并购加速：出资 1350 万欧元，取得 WITA 集团 100% 股权及相关地产，WITA 主营循环泵，产品性能和定价与欧美其他一流品牌处于同一水平，收购 WITA 有助于公司加强海外市场布局，进军循环泵领域；出资 1.02 亿，取得无锡康宇 51% 股权，无锡康宇专业生产高端智能化二次供水设备，在国内市场具有一定知名度和影响力，收购无锡康宇将加快公司进军二次供水市场；出资 4646 万，取得老百姓泵业 30% 股权实现全资控股，加码不锈钢水泵业务。产业基金提升节能环保与先进制造外延预期：公司先后参与投资两期产业基金，主要投资于先进制造与节能环保领域，为公司未来发展储备更多优质的投资、并购标的。内生增长发力：公司全资子公司杭州新界计划投资建设年产 7600 套自动给水设备及智能控制系统项目，总投资额约 4 亿元，打造公司先进自动给水设备研发和制造基地，加码二次供水市场；定增扩产，加码污水泵：公司拟定增募资 2.86 亿，用于年产 5 万台污水泵项目和年产 120 万台水泵技改项目(年产 80 万台潜水泵、20 万台污水泵和 20 万台井泵)，定增申请已于 2017 年 1 月 4 日经中国证监会发行审核委员会审核通过。
- 盈利预测：**不考虑定增摊薄，预计公司 2017-2019 年实现归母净利润 1.64、2.00、2.55 亿元，对应 EPS 分别为 0.51、0.62、0.79 元。参考可比公司估值和公司未来发展，给予公司 2017 年 34 倍 PE，对应目标价 17.34 元，维持买入评级。
- 风险提示：**(1) 并购整合不力；(2) 海外市场波动。

### 主要财务数据及预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1146.42	1317.89	1525.24	1865.95	2303.36
(+/-)YoY(%)	0.10%	14.96%	15.73%	22.34%	23.44%
净利润(百万元)	117.82	116.65	163.88	200.41	255.19
(+/-)YoY(%)	34.34%	-1.00%	40.49%	22.29%	27.34%
全面摊薄 EPS(元)	0.37	0.36	0.51	0.62	0.79
毛利率(%)	27.13%	28.06%	28.65%	28.63%	28.61%
净资产收益率(%)	9.76%	8.97%	11.39%	12.23%	13.47%

资料来源：公司年报(2015-2016)，海通证券研究所  
 备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

分析师:张一弛

Tel:(021)23219402

Email:zyc9637@htsec.com

证书:S0850516060003

联系人:张磊

Tel:(021)23212001

Email:zll10996@htsec.com

联系人:赵树理

Tel:(021)23219748

Email:zsl10869@htsec.com

## 目 录

1. 水泵龙头业绩向好，海外销售稳步发展 .....	5
2. 公司看点：内生外延齐发力，高端布局助增长 .....	6
2.1 品牌与渠道优势显著，水泵龙头强者恒强 .....	7
2.2 外延内生共同发力，业绩增长值得期待 .....	7
2.3 设立产业基金，节能环保与先进制造外延预期强烈 .....	9
2.4 剥离博华环境，聚焦主业轻装上阵 .....	10
3. 盈利预测与估值 .....	11
4. 风险提示 .....	11
财务报表分析和预测 .....	12

## 图目录

图 1	公司水泵产品系列丰富 .....	5
图 2	公司实际控制人为许敏田与杨佩华 .....	5
图 3	公司业绩逐步向好 .....	6
图 4	公司毛利率稳步提升 .....	6
图 5	公司水泵业务营收占比为 86.3%（2016 年） .....	6
图 6	公司国内外业务收入占比（2016 年） .....	6
图 7	公司国内销售渠道 .....	7
图 8	无锡康宇承诺归母净利润（单位：万元） .....	9
图 9	博华环境经营情况不达预期 .....	10

## 表目录

---

表 1	WITA 集团财务指标（未经审计） .....	8
表 2	新界泵业分产品盈利预测 .....	11
表 3	可比公司估值情况（倍） .....	11

## 1. 水泵龙头业绩向好，海外销售稳步发展

新界泵业成立于 1984 年，位于浙江温岭，专注水泵三十余年，是中国水泵行业领先者。公司产品丰富，品类齐全，近几年通过外延内生共同发力，加强在污水处理、工业应用、生活供水等应用领域的布局，打开新的市场空间。

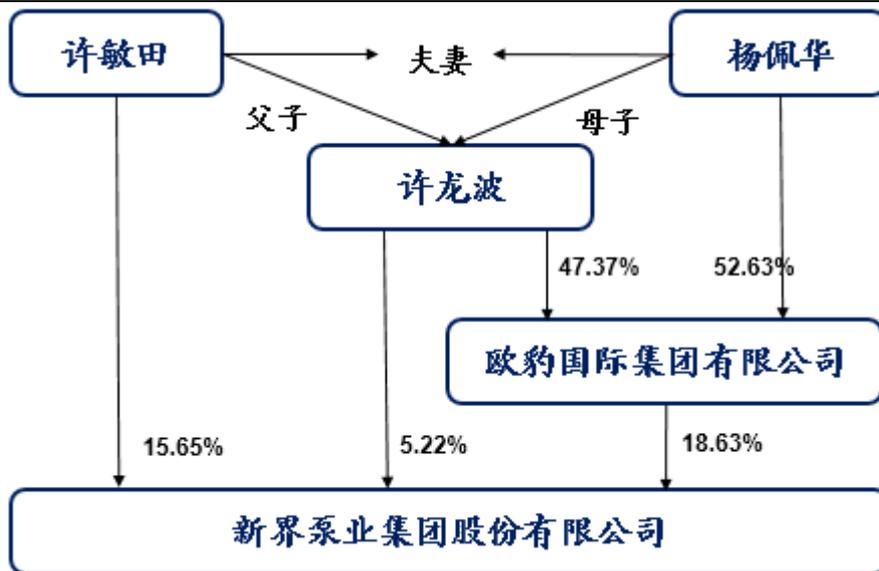
图1 公司水泵产品系列丰富



资料来源：公司官网，海通证券研究所

公司董事长许敏田先生直接持有公司 15.65% 的股份；其配偶杨佩华女士持有欧豹国际 52.63% 的股权，为欧豹国际控股股东，可通过欧豹国际控制上市公司 18.63% 的股份。许敏田先生及杨佩华女士合计控制公司股份的比例仍超过 30%，为公司实际控制人。此外，许敏田、杨佩华、许龙波、欧豹国际是一致行动人关系，其合计持有公司 39.50% 的股份。

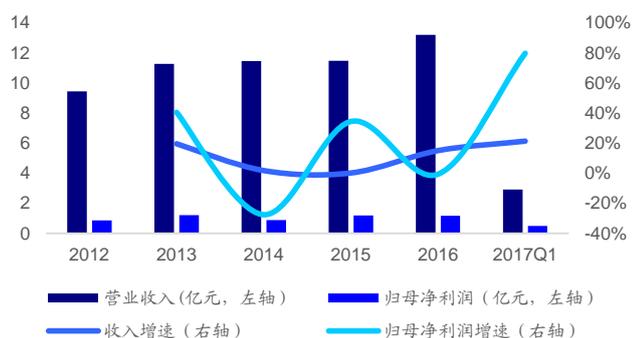
图2 公司实际控制人为许敏田与杨佩华



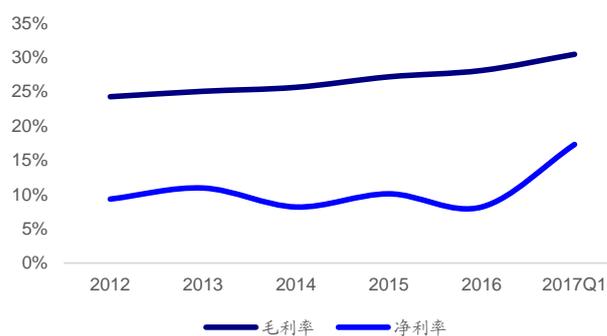
资料来源：公司公告 (2017/03/21)，海通证券研究所

**2016年以来,公司业绩逐步向好,进入增长新台阶。**2013年以来,国内宏观经济增速下滑,经济下行压力渐增,公司营收规模基本保持稳定。2016年公司实现营业收入13.18亿元,同比增长14.96%,归母净利润1.17亿元,同比下降1.00%。2017年1季度公司实现营业收入2.91亿元,同比增长21.25%,归母净利润0.49亿元,同比增长79.60%(主要由于转让博华水务股权取得投资收益,2017年1季度投资收益2076万元),根据公司业绩预告,预计2017年上半年归母净利润区间为0.91亿-1.27亿,同比增长30%-80%。

公司高端领域产品不断丰富,综合毛利率水平稳步提升,2016年达到28.06%,较2012年上升3.83个百分点,2017年1季度综合毛利率为30.42%,延续上升态势。

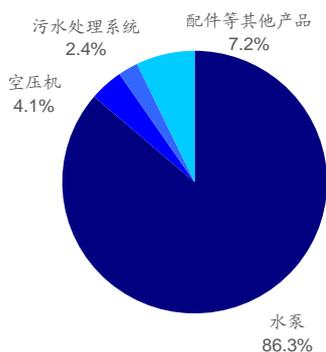
**图3 公司业绩逐步向好**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

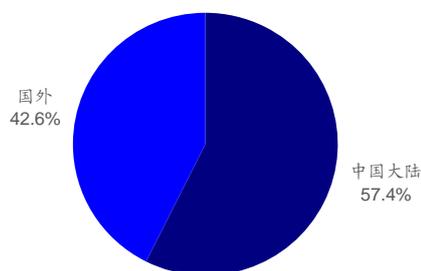
**图4 公司毛利率稳步提升**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**水泵业务为核心主业,海外销售稳步增长。**水泵业务为公司的核心主业,2016年公司水泵业务贡献11.37亿元营收,3.23亿元毛利。公司水泵产品自主化率接近90%,远销亚洲、非洲、美洲、欧洲100多个国家和地区,在国外拥有300多家稳定的客户群体,海外营收占比维持在40%以上,海外收入增速14.94%。随着公司海外并购以及渠道整合的推进,公司海外市场业务有望保持高水平增长。

**图5 公司水泵业务营收占比为86.3% (2016年)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图6 公司国内外业务收入占比 (2016年)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 2. 公司看点: 内生外延齐发力, 高端布局助增长

公司作为国内水泵龙头企业,行业地位领先。在农用泵市场上,公司保持绝对领先地位。在此基础上,公司以泵为核心,积极推进外延并购和内生发展,加强循环泵、污水泵、二次供水等高端领域布局,开拓新市场。

公司产品质量稳定可靠，品牌效应显著，市场认可度高，国内外网点布局充分。公司在高端领域的布局将受益于其品牌和渠道优势，快速实现突破，助力业绩持续稳定增长。

## 2.1 品牌与渠道优势显著，水泵龙头强者恒强

公司产品质量稳定可靠，品牌效应显著，自主品牌化率接近 90%，获得终端用户、经销商以及政府和社会的认可，共计 43 个产品（涵盖公司九大系列产品）入选《2015-2017 年国家支持推广的农机产品目录》，产品被浙江省质量技术监督局认定为“浙江名牌产品”，公司企业商号“新界（泵业）”被浙江省工商行政管理局认定为“浙江省知名商号”；“新界”及“SHIMGE”商标均被国家工商行政管理总局认定为中国驰名商标。

公司全国网点布局充分，在行业内首创“区域配送中心”模式。在国内市场形成了以省会和一级城市为重点，地级市为主体，县级市和重点乡镇为辐射点的营销网络。在全国各主要省市设有 15 个区域配送中心，拥有 1100 余家运营服务商，8000 余家网点和 4500 余家品牌形象（含门市广告牌）。

图7 公司国内销售渠道



资料来源：公司官网，海通证券研究所

**海外市场稳定增长。**公司产品远销海外 130 多个国家和地区，在海外设立 300 多个经销点，“SHIMGE”商标在海外（尤其发展中国家）具有较强的知名度和竞争力，并提出海外“SHIMGE, for better life”全球品牌定位。2016 年公司实现海外销售收入 5.62 亿元，同比增长 14.94%，占水泵业务销售收入比重达到 49.43%，屏蔽泵和不锈钢泵等高端产品系列出口分别同比增长 79.84% 和 54.21%。2016 年公司完成德国 WITA 公司、波兰 WITA 公司（主营循环泵）的收购，走出了国际收购的第一步，将品牌和制造基地向前推到了欧洲腹地，有望实现市场、产品的双协同，丰富高端产品品类的同时，充分利用 WITA 集团的销售网络，进一步拓展欧洲及全球市场。

## 2.2 外延内生共同发力，业绩增长值得期待

公司以泵为核心，外延内生齐发力，加强循环泵、污水泵、二次供水等高端领域布局，业绩增长值得期待。

**外延方面：**公司先后收购 WITA 集团 100% 股权、无锡康宇 51% 股权和老百姓泵业 30% 股权（公司此前持有其 70% 股权）。WITA 主营循环泵，产品性能和定价与欧美其他一流品牌处于同一水平，收购 WITA 有助于公司加强海外市场布局，进军循环泵领域；无锡康宇专业生产高端智能化二次供水设备，在国内市场具有一定知名度和影响力，收购无锡康宇将加快公司进军二次供水市场；老百姓泵业不锈钢水泵品类齐全，应用领域广泛，对老百姓泵业的收购将有利于公司及老百姓泵业进一步整合资源，更好地实施战略布局。

**收购 WITA 集团 100% 股权，进军循环泵领域。**公司在德国的全资子公司以 1130 万欧元收购德国 WITA Wilhelm Taake GmbH 公司 100% 股权、波兰 HEL-WITA Sp.z o.o. 公司 100% 股权（简称 WITA 集团），另出资 220 万欧元取得相关地产。

WITA 集团是供暖系统制泵领域中的中型企业，产品主要为循环泵，其核心业务涵盖供热、卫生和暖气装置配件等领域。WITA 拥有近 55 年的技术沉淀和先进制造经验，拥有全球顶尖的循环泵核心零部件制造工艺和生产经验，其循环泵以“可靠”、“静音”的高品质立足全球高端水泵研发和制造领域。WITA 在欧洲销售的产品及定价与欧美其他一流品牌处于同一水平线，在德国和波兰均有较好的市场口碑。另外，WITA 拥有非常优秀的经营团队，他们在生产设备和生产场地方面都做好了产能再扩大的充分准备。

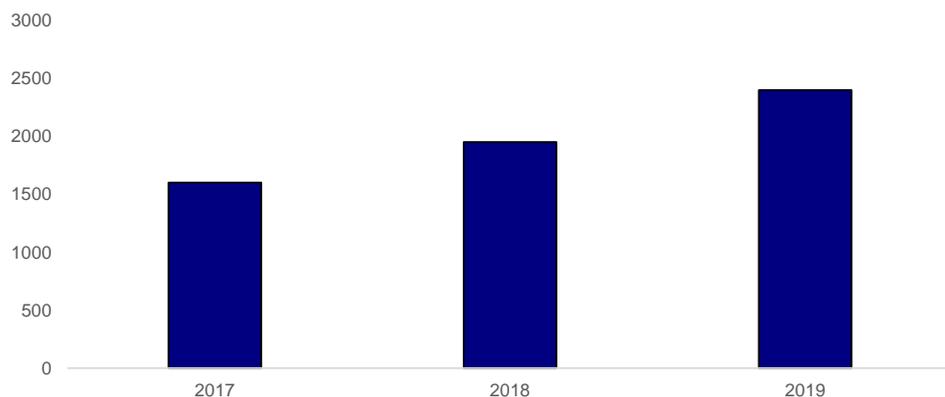
目前，中国国内循环泵品牌还未进入世界循环泵的主流竞争领域，全球循环泵主要被德国、美国等欧美企业占据，国内循环泵与全球知名品牌循环泵价差大约在 30%-50%。本次收购完成后，公司将进行资源整合，使公司站在世界制造业生产、研发的最前沿，加快推进品牌国际化战略的步伐，跻身世界水泵一流品牌行列，有助于提高公司在高端市场上的竞争力，开拓新的利润增长点。

**表 1 WITA 集团财务指标（未经审计）**

公司	WITAWilhelmTaakeGmbH		HEL-WITASp.z o.o.	
单位：万元人民币	2014	2015	2014	2015
资产总额	4486.88	4338.49	4032.01	3747.57
负债总额	290.94	157.02	1809.74	1356.26
净资产	4195.94	4181.47	2391.31	2222.27
营业收入	4130.88	3992.65	5134.73	4772.68
净利润	-388.89	-2.85	169.01	201.99

资料来源：公司公告（2016/04/15），海通证券研究所  
注：数据已根据公告中的汇率换算成人民币

**并购无锡康宇，布局二次供水领域。**公司以 1500 万现金对无锡康宇增资，占其 7.5% 股份，并以 8700 万现金受让 43.5% 的股权，合计使用 10200 万元通过增资和股权转让方式获得无锡康宇 51% 的股权。无锡康宇业绩承诺：2017、18、19 年归母净利润分别不低于 1600 万、1950 万和 2400 万元。无锡康宇水处理设备有限公司成立于 2005 年，专业从事二次给水设备的研发、制造、销售和服务，是国家高新技术企业。并购无锡康宇将加快公司进军高端二次供水设备领域，为公司带来新的利润增长点，有利于提升公司整体盈利能力和未来发展潜力。

**图8 无锡康宇承诺归母净利润 (单位: 万元)**


资料来源: 公司公告 (2016/10/26), 海通证券研究所

**收购控股子公司老百姓泵业剩余 30% 股权。**公司以自有资金 4646 万收购老百姓泵业 30% 股权, 此前公司持有老百姓泵业 70% 股权, 收购完成后, 老百姓泵业将成为公司的全资子公司。浙江老百姓泵业有限公司是一家集研发、生产、销售于一体的专业不锈钢水泵制造企业。公司不锈钢水泵品类齐全, 应用于化工工业、景观喷泉、生活取水、污水处理、农林灌溉、海水养殖、食品加工等领域。对老百姓泵业的收购将有利于公司及老百姓泵业进一步整合资源, 更好地实施战略布局, 有利于老百姓泵业的长远发展。

**内生方面:** 公司全资子公司杭州新界计划投资建设年产 7600 套自动给水设备及智能控制系统项目, 总投资额约 4 亿元, 打造公司先进自动给水设备研发和制造基地, 加码二次供水市场; 定增扩产, 加码污水泵: 公司拟定增募资 2.86 亿, 用于年产 5 万台污水泵项目和年产 120 万台水泵技改项目 (年产 80 万台潜水泵、20 万台污水泵和 20 万台井泵), 定增申请已于 2017 年 1 月 4 日经中国证监会发行审核委员会审核通过。

**年产 7600 套自动给水设备及智能控制系统项目:** 公司全资子公司杭州新界计划投资建设年产 7600 套自动给水设备及智能控制系统项目, 旨在打造公司先进自动给水设备研发和制造基地, 项目总投资金额约 4 亿元, 预计 2019 年 11 月建成, 投产后预计经过三年达产, 达产后可实现年收入约 6 亿, 利润总额约 1.13 亿元, 具有较强的经济效益。

**定增计划有序推进, 拟募资 2.86 亿元。**公司拟定增募资 2.86 亿, 用于年产 5 万台污水泵项目 (拟投入募集资金 1.73 亿元) 和年产 120 万台水泵技改项目 (年产 80 万台潜水泵、20 万台污水泵和 20 万台井泵, 拟投入募集资金 1.13 亿元), 定增申请已于 2017 年 1 月 4 日经中国证监会发行审核委员会审核通过。募投项目实施后, 公司自主品牌产品的研发和生产能力将进一步增强, 为公司提升核心竞争力打下坚实基础。

### 2.3 设立产业基金, 节能环保与先进制造外延预期强烈

**2015 年, 公司作为 LP 出资 4000 万, 实际控制人许敏田作为 LP 出资 2000 万投资珠海广发信德新界泵业产业投资基金 (有限合伙) (基金总计划规模 2 亿, 主要投资先进技术与现代设备、节能环保等领域。**

截止 16 年年报, 珠海广发信德新界泵业产业投资基金 (有限合伙) 已经在节能环保和先进制造领域投资 5 个项目:

1250 万认购北京新源国能科技有限公司 2.86% 股份, 新源国能专业提供水环境系统解决方案, 是国家级高新技术环保企业, 业务领域涵盖城市污水处理及资源化、工业企业及园区废水零排放、水体生态修复、污泥处理与土壤修复等全产业链。

1940 万元认购黄山睿基新能源科技有限公司 7.76% 股份, 睿基新能源是一家集太阳能跟踪系统的研究、开发、运维及云智慧服务于一体的科技型国家高新技术企业。产

品及服务包括太阳能跟踪系统、太阳能支架、太阳能跟踪控制器、太阳能电站系统集成等。

980 万元认购湖北金科环保科技股份有限公司 2.75% 股份，金科环保是新三板挂牌公司（海通证券担任金科环保做市商），主要从事再生资源（废旧电器电子产品、废旧家电、废旧机电设备及部件、废旧塑料、废五金电器、废电线电缆和废电机）回收、储存与综合循环利用。公司建设了以荆州为中心，半径 700 公里，覆盖湖北、湖南、江西、安徽、河南、陕西、重庆 7 个省市 100 多家废弃电器电子产品回收网络，目前已具有 10 万吨废弃电器电子产品拆解处理能力、15 万吨废旧塑料分拣破碎处理能力、1 万吨改性塑料的生产能力、1 万吨木塑建材的生产能力。

2352 万元认购苏州飞驰环保科技股份有限公司 8.1% 股份，飞驰环保是新三板挂牌公司，主要从事水面清洁船及相关配件的研发、生产和销售，主要包括全自动水面清漂船、水面打捞保洁船、全自动水下割草船、全自动水葫芦打捞船、全自动水草运输船等。

1960 万元认购广州瑞松科技有限公司 2.45% 股份，瑞松科技是一家以机器人，激光，焊接自动化，环保产品为中心，集技术引进、产品开发、设计、制造以及配套工程于一体的企业。

2016 年 1 月，公司作为 LP 出资 5000 万投资珠海广发信德环保产业投资基金合伙企业（有限合伙），基金总计划规模 5 亿，主要投资节能环保领域。

珠海广发信德环保产业投资基金合伙企业（有限合伙）已投资上海塑米信息科技有限公司、黄山睿基新能源股份有限公司、宁德时代新能源科技股份有限公司、山东永佳动力股份有限公司、侨银环保科技股份有限公司等 5 个项目。

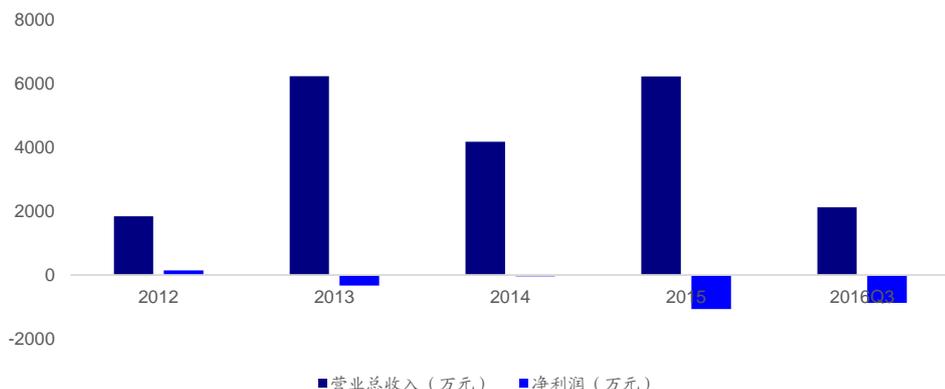
产业基金投资稳步推进，领域主要涉及节能环保和先进制造，公司将借助产业基金使用各种金融工具和手段放大投资能力，并分散风险，为公司未来发展储备更多投资或并购标的，助力公司产业发展与转型升级，实现公司长期可持续发展。

## 2.4 剥离博华环境，聚焦主业轻装上阵

公司向江西海汇转让所持有博华环境全部股权和债券，股权转让价款为人民币 6300 万元，债权本金和利息转让款约 2.41 亿元，税后投资收益约 0.2 亿元。截止公司 2016 年年报，江西海汇已经向公司支付股权转让款 5300 万以及全部债权转让款，剩余 1000 万元股权转让款将基于双方约定条款在后续支付。

博华环境经营情况不达预期，近年持续亏损，本次股权转让将有助于提升公司资产使用效率，增强公司主业和相关业务的核心竞争力。

图9 博华环境经营情况不达预期



资料来源：Wind，海通证券研究所

### 3. 盈利预测与估值

关键假设:

- (1) 主业维持稳定, 定增募投项目如期推进;
- (2) 并购整合顺利推进;
- (3) 海外业务维持稳定增长。

表 2 新界泵业分产品盈利预测

单位: 百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>水泵</b>						
收入	976.55	968.74	1,137.06	1364.47	1691.95	2114.93
增速 (YOY)		-0.80%	17.38%	20.0%	24.0%	25.0%
毛利率 (%)	26.49%	28.34%	28.40%	28.4%	28.4%	28.4%
<b>空压机</b>						
收入	64.85	56.01	54.08	56.78	59.62	62.60
增速 (YOY)		-13.63%	-3.45%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率 (%)	16.99%	22.00%	22.58%	23.0%	23.0%	23.0%
<b>污水处理系统</b>						
收入	41.15	61.67	32.22	0.00	0.00	0.00
增速 (YOY)		49.87%	-47.75%	-100.0%	0.0%	0.0%
毛利率 (%)	24.32%	9.57%	-0.50%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>配件等其他产品</b>						
收入	62.76	60.00	94.53	103.98	114.38	125.82
增速 (YOY)		-4.40%	57.55%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率 (%)	21.41%	30.39%	36.81%	35.0%	35.0%	35.0%
<b>合计</b>						
收入	1,145.31	1,146.42	1,317.89	1,525.24	1,865.95	2,303.36
增速 (YOY)		0.10%	14.96%	15.73%	22.34%	23.44%
毛利率 (%)	25.60%	27.13%	28.06%	28.65%	28.63%	28.61%

资料来源: 公司年报 (2014-2016), 海通证券研究所

不考虑定增摊薄, 预计公司 2017-2019 年实现归母净利润 1.64、2.00、2.55 亿元, 对应 EPS 分别为 0.51、0.62、0.79 元。参考可比公司估值和公司未来发展, 给予公司 2017 年 34 倍 PE, 对应目标价 17.34 元, 维持买入评级。

表 3 可比公司估值情况 (倍)

公司	PE (TTM)	PE (2017E)	PE (2018E)
中联重科	-	43.50	26.85
中金环境	34.71	29.06	22.41
亿利达	52.69	32.59	24.15
<b>中位数</b>	<b>43.70</b>	<b>32.59</b>	<b>24.15</b>
<b>均值</b>	<b>43.70</b>	<b>35.05</b>	<b>24.47</b>

资料来源: wind 一致预期 (2017/05/10), 海通证券研究所

### 4. 风险提示

- (1) 并购整合不力;
- (2) 海外市场波动。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>1317.89</b>	<b>1525.24</b>	<b>1865.95</b>	<b>2303.36</b>
每股收益	0.36	0.51	0.62	0.79	营业成本	948.11	1088.27	1331.69	1644.28
每股净资产	4.04	2.79	3.18	3.68	毛利率%	28.06%	28.65%	28.63%	28.61%
每股经营现金流	0.76	0.26	0.64	0.69	营业税金及附加	12.16	7.63	9.33	11.52
每股股利	0.000	0.050	0.000	0.000	营业税金率%	0.92%	0.50%	0.50%	0.50%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	96.69	106.77	121.29	142.81
P/E	33.75	24.02	19.64	15.43	营业费用率%	7.34%	7.00%	6.50%	6.20%
P/B	3.03	4.38	3.84	3.32	管理费用	136.93	155.57	177.27	211.91
P/S	2.99	2.58	2.11	1.71	管理费用率%	10.39%	10.20%	9.50%	9.20%
EV/EBITDA	20.61	16.28	11.32	8.68	EBIT	124.01	167.00	226.38	292.84
股息率 (%)	<b>0.00%</b>	<b>0.41%</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	财务费用	-3.93	4.50	0.07	-1.72
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-0.30%	0.30%	0.00%	-0.07%
毛利率	28.06%	28.65%	28.63%	28.61%	资产减值损失	6.49	-0.55	-0.73	0.87
净利润率	8.15%	11.19%	11.19%	11.60%	投资收益	1.26	25.00	10.00	10.00
净资产收益率	8.97%	11.39%	12.23%	13.47%	<b>营业利润</b>	<b>122.70</b>	<b>188.05</b>	<b>237.03</b>	<b>303.70</b>
资产回报率	5.07%	7.24%	7.67%	8.39%	营业外收支	4.35	12.78	8.57	10.67
投资回报率	8.60%	13.11%	17.14%	16.95%	<b>利润总额</b>	<b>127.05</b>	<b>200.83</b>	<b>245.59</b>	<b>314.37</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	188.51	221.42	303.37	404.70
营业收入增长率	14.96%	15.73%	22.34%	23.44%	所得税	19.60	30.12	36.84	47.16
EBIT 增长率	19.82%	34.67%	35.56%	29.36%	有效所得税率%	15.43%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润增长率	-6.98%	58.87%	22.29%	28.00%	少数股东损益	-9.20	6.83	8.35	12.02
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>116.65</b>	<b>163.88</b>	<b>200.41</b>	<b>255.19</b>
资产负债率	40.2%	32.8%	33.8%	34.3%	<b>扣除非经常性损益净利润</b>	<b>103.773</b>	<b>159.842</b>	<b>201.475</b>	<b>258.144</b>
流动比率	1.35	1.52	1.60	1.43	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
速动比率	1.03	1.08	1.16	0.98	货币资金	250.60	518.60	680.30	640.30
现金比率	1.83	4.19	5.83	4.13	应收款项	172.64	168.07	212.59	256.88
<b>经营效率指标 (%)</b>					存货	245.37	272.97	328.25	408.87
应收帐款周转天数	42.49	39.05	40.77	39.91	其它流动资产	16.29	16.29	16.29	16.29
存货周转天数	88.38	91.55	89.97	90.76	流动资产合计	1146.97	1020.24	1297.67	1394.22
总资产周转率	67.1%	66.8%	76.5%	81.5%	长期股权投资	13.37	13.37	13.37	13.37
固定资产周转率	2.55	2.89	2.92	2.54	固定资产	529.24	579.24	879.24	1299.24
					在建工程	167.64	267.64	117.64	147.64
					无形资产	214.02	210.02	201.90	193.94
					非流动资产合计	1154.05	1244.16	1313.90	1647.67
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>资产总计</b>	<b>2301.01</b>	<b>2264.40</b>	<b>2611.57</b>	<b>3041.90</b>
净利润	107.45	170.71	208.76	267.22	短期借款	135.00	121.82	114.64	153.11
折旧摊销	64.50	54.42	76.99	111.86	应付账款	208.68	205.39	253.30	311.54
营运资金变动	68.36	-63.46	56.35	-12.78	预收账款	141.93	135.10	183.12	215.04
<b>经营活动现金流</b>	<b>244.57</b>	<b>131.59</b>	<b>330.66</b>	<b>354.97</b>	其它流动负债	4.18	4.18	4.18	4.18
固定资产投资	0.00	-50.00	-300.00	-420.00	流动负债合计	852.22	670.65	809.07	972.18
无形资产投资	0.00	4.00	4.00	4.00	长期借款	62.49	62.49	62.49	62.49
资本支出	282.16	131.75	138.17	434.96	其它长期负债	10.18	10.18	10.18	10.18
<b>投资活动现金流</b>	<b>-516.20</b>	<b>157.85</b>	<b>-128.17</b>	<b>-424.96</b>	非流动负债合计	72.68	72.68	72.68	72.68
债务变化	334.49	-13.18	-7.19	38.47	<b>负债总计</b>	<b>924.90</b>	<b>743.33</b>	<b>881.74</b>	<b>1044.85</b>
股票发行	0.00	0.00	0.00	0.00	实收资本	321.92	515.07	515.07	515.07
<b>融资活动现金流</b>	<b>215.08</b>	<b>-21.44</b>	<b>-40.79</b>	<b>29.99</b>	普通股股东权益	1300.17	1438.30	1638.70	1893.89
现金净流量	-56.56	268.00	161.70	-40.00	少数股东权益	75.95	82.78	91.13	103.15
公司自由现金流	219.14	-8.75	178.31	-96.27	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>2301.01</b>	<b>2264.40</b>	<b>2611.57</b>	<b>3041.90</b>
股权自由现金流	221.72	-0.19	180.78	-46.71					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 10 日  
资料来源: 公司年报 (2016), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

张一弛 公用事业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：大通燃气,福能股份,富瑞特装,聚光科技,武汉控股,广安爱众,金圆股份,黔源电力,上海电力,雪浪环境,盈峰环境,大唐发电,博天环境,梅安森,维尔利,三维丝,新天然气,中联环,华自科技,中能股份,清新环境,崇达技术,长春燃气,三川智慧,江南水务,韶能股份,国投电力,华电国际,盛运环保,天壕环境

### 投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**海通证券股份有限公司研究所**

路颖 所长  
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长  
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长  
(021)23212042 jc9001@htsec.com

江孔亮 副所长  
(021)23219422 klijiang@htsec.com

邓勇 所长助理  
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 所长助理  
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟奇 所长助理  
(021)23219962 zq8487@htsec.com

**宏观经济研究团队**

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com  
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com  
联系人  
梁中华(021)23154142 lzh10403@htsec.com  
李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com

**金融工程研究团队**

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com  
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com  
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com  
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com  
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com  
联系人  
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com  
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com  
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com  
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com  
史霄安 sxa11398@htsec.com

**金融产品研究团队**

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com  
陈瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com  
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com  
薛涵 xh11528@htsec.com  
联系人  
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com  
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com  
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com  
庄梓恺 zzk11560@htsec.com

**固定收益研究团队**

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com  
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com  
张卿云(021)23219445 zqy9731@htsec.com  
联系人  
姜珺珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com

**策略研究团队**

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com  
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
联系人  
申浩(021)23154117 sh10156@htsec.com  
郑英亮(021)23154147 zyl10427@htsec.com  
李影 ly11082@htsec.com  
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com  
唐一杰 021-23219406 tyj11545@htsec.com

**中小市值团队**

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com  
张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com  
刘宇(021)23219608 liuy4986@htsec.com  
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
联系人  
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com  
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

**政策研究团队**

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com  
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com  
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com  
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com  
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com  
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

**石油化工行业**

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com  
联系人  
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com  
毛建平(021)23154134 mjp10376@htsec.com  
殷奇伟(021)23154139 yqw10381@htsec.com

**医药行业**

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com  
孙建(021)23154170 sj10968@htsec.com  
联系人  
师成平(010)50949927 scp10207@htsec.com  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
刘浩 01056760098 lh11328@htsec.com

**汽车行业**

邓学(0755)23963569 dx9618@htsec.com  
联系人  
谢亚彤(021)23154145 xyt10421@htsec.com  
王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
杜威 0755-82900463 dw11213@htsec.com

**公用事业**

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com  
联系人  
赵树理(021)23219748 zsl10869@htsec.com  
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

**批发和零售贸易行业**

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
王晴(021)23154116 wq10458@htsec.com  
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com  
联系人  
史岳(021)23154135 sy11542@htsec.com

**互联网及传媒**

钟奇(021)23219962 zq8487@htsec.com  
郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com  
联系人  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com  
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com  
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
唐宇 ty11049@htsec.com  
刘欣(010)58067933 lx11011@htsec.com

**有色金属行业**

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
联系人  
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com  
杨娜(021)23154135 yn10377@htsec.com

**房地产行业**

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
谢益(021)23219436 xiey@htsec.com  
贾亚童(021)23219421 jiayt@htsec.com  
联系人  
金晶 jj10777@htsec.com  
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

<b>电子行业</b> 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 联系人 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 张天闻 ztw11086@htsec.com 尹琴(021)23154119 yl11569@htsec.com	<b>煤炭行业</b> 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com 联系人 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com	<b>电力设备及新能源行业</b> 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 徐柏乔(021)32319171 x bq6583@htsec.com 杨帅(010)58067929 ys8979@htsec.com 联系人 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 张向伟(021)23154141 z xw10402@htsec.com
<b>基础化工行业</b> 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘强(021)23219733 lq10643@htsec.com 联系人 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com	<b>计算机行业</b> 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 谢春生(021)23154123 xcs10317@htsec.com 联系人 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立 ll11383@htsec.com 洪琳 hl11570@htsec.com	<b>通信行业</b> 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 联系人 庄宇(010)50949926 zy11202@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
<b>非银行金融行业</b> 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 联系人 夏昌盛(010)56760090 xcs10800@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com	<b>交通运输行业</b> 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com 联系人 童宇(021)23154181 ty10949@htsec.com	<b>纺织服装行业</b> 于旭辉(021)23219411 y xh10802@htsec.com 唐琴(021)23212208 t19709@htsec.com 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 马榕 23219431 mr11128@htsec.com
<b>建筑建材行业</b> 邱友锋(021)23219415 qyf9878@htsec.com 钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com 冯晨阳(021)23154019 fcy10886@htsec.com 联系人 周俊 0755-23963686 zj11521@htsec.com	<b>机械行业</b> 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com 联系人 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com	<b>钢铁行业</b> 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 联系人 刘璇(021)23219197 lx11212@htsec.com
<b>建筑工程行业</b> 杜市伟 dsw11227@htsec.com 联系人 毕春晖(021)23154114 bch10483@htsec.com	<b>农林牧渔行业</b> 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(010)50949923 cy10867@htsec.com 联系人 关慧(021)23219448 gh10375@htsec.com 夏越(021)23212041 xy11043@htsec.com	<b>食品饮料行业</b> 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 孔梦遥(010)58067998 kmy10519@htsec.com 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com
<b>军工行业</b> 徐志国(010)50949921 xzg9608@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 联系人 张恒暄(010)68067998 zhx10170@htsec.com	<b>银行行业</b> 林媛媛(0755)23962186 lyy9184@htsec.com 联系人 林瑾璐 lj11126@htsec.com 谭敏沂 tmy10908@htsec.com	<b>社会服务行业</b> 李铁生(010)58067934 lts10224@htsec.com 联系人 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 顾熹阁 gxm11214@htsec.com
<b>家电行业</b> 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 联系人 李阳 ly11194@htsec.com 朱默辰 zmc11316@htsec.com	<b>造纸轻工行业</b> 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com 联系人 朱悦(021)23154173 zy11048@htsec.com 赵洋 zy10340@htsec.com	

## 研究所销售团队

<b>深广地区销售团队</b> 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com 巩柏舍 gbh11537@htsec.com 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com	<b>上海地区销售团队</b> 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 蒋炯 jj10873@htsec.com 方烨晨(021)23154220 fyc10312@htsec.com 季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 慈晓聪 cxc11643@htsec.com	<b>北京地区销售团队</b> 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 陆铂锡 lbx11184@htsec.com 吴尹 wy11291@htsec.com 陈铮茹 czr11538@htsec.com 张明 zm11248@htsec.com
--	--	---

海通证券股份有限公司研究所  
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话：(021) 23219000  
传真：(021) 23219392  
网址：www.htsec.com