

龙元建设 (600491)

证券研究报告

2017年04月24日

PPP 领航作用显著，公司净利率提升

承接订单大幅增长，PPP 项目领航作用显著

16年公司共承接业务377.51亿，同增54.35%，远超16年目标值180亿。其中传统建筑施工业务153.67亿，较15年下降8.56%；PPP业务223.84亿，同比大幅增长192.49%，主因公司进一步加强对于PPP业务的承接。从累计PPP订单结构上看，市政项目占49%，其余PPP订单部分覆盖交通、房建、农林水利等领域。近年来公司逐步打造“一体两翼”结构格局，搭建PPP全生命周期服务平台，继续大力拥抱PPP项目。公司2017Q1承接业务总额48.77亿，同增37.46%。

营业收入有所下降，毛利润显著提升

公司16年完成营收145.88亿，同比下降8.99%。分业务来看，土建施工业务营收129.49亿，同比下降13.46%，然而其中PPP及BT项目施工业务迎来大幅提升，16年该项业务营收8.30亿，同增521.39%，随着订单结构中PPP业务占比的增加，预计未来土建施工业务收入中PPP项目收入占比将逐步提升。剔除“营改增”所带来的核算口径的变化后计算得出的16年毛利率为7.45%，较去年同期上升1.93个百分点。主因为PPP业务毛利率较高，为10.66%，高于土建施工整体毛利率2.57个百分点。

三项费用率小幅上升，净利润同比改善

三项费用率为2.64%，较15年提升0.16个百分点。其中销售费用率基本稳定；管理费用率为1.98%，上升0.49个百分点，主因公司PPP的快速拓展所致；财务费用率为0.61%，下降0.33个百分点，主要为16年利息负担的减少以及部分汇兑收益所致。16年计提资产减值损失2.1亿，15年为1.7亿。16年公司净利润3.48亿，同增69.92%。此外，近期公司业绩预告显示，公司17年Q1净利润较15年同期，将增长70%到80%。

公司资产结构现良性变化，经营现金流由负转正

PPP项目相关投入的大幅提升使得公司长期应收款与长期股权投资上行显著。资产负债率下降5.10个百分点；流动比率与速动比率分别上升0.04/0.07。此外，在PPP项目回款提升的因素下，16年公司经营现金流由负转正，收现比上升0.13，超过付现比上升幅度(0.05)。

投资建议

公司逐步打造“一体两翼”结构格局，搭建PPP全生命周期服务平台，未来PPP项目承接将延续积极态度，目前在手订单充裕，后期业绩释放可期。此外公司近期拟非公开发行28961万股，或对PPP项目的推进起到积极作用。首次覆盖，给予“买入”评级，预计公司17-19年EPS分别为0.39/0.52/0.65；17-19年PE分别为26/20/16。

风险提示：PPP项目推进不达预期，固定资产投资增速进一步下行

| 财务数据和估值 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 16,028.77 | 14,588.48 | 18,712.16 | 24,878.71 | 32,011.95 |
| 增长率(%) | (1.24) | (8.99) | 28.27 | 32.95 | 28.67 |
| EBITDA(百万元) | 492.17 | 634.04 | 1,056.69 | 1,512.98 | 2,098.28 |
| 净利润(百万元) | 205.01 | 348.42 | 493.90 | 652.55 | 821.57 |
| 增长率(%) | (15.22) | 69.96 | 41.75 | 32.12 | 25.90 |
| EPS(元/股) | 0.16 | 0.28 | 0.39 | 0.52 | 0.65 |
| 市盈率(P/E) | 63.41 | 37.31 | 26.32 | 19.92 | 15.82 |
| 市净率(P/B) | 3.65 | 2.47 | 2.37 | 2.14 | 1.91 |
| 市销率(P/S) | 0.81 | 0.89 | 0.69 | 0.52 | 0.41 |
| EV/EBITDA | 20.13 | 22.57 | 18.68 | 14.29 | 14.78 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|-------|-----------|
| 行业 | 建筑装饰/房屋建设 |
| 6个月评级 | 买入(首次评级) |
| 当前价格 | 10.30元 |
| 目标价格 | 12.46元 |
| 上次目标价 | 元 |

基本数据

| | |
|-------------|------------|
| A股总股本(百万股) | 1,262.10 |
| 流通A股股本(百万股) | 947.60 |
| A股总市值(百万元) | 12,999.63 |
| 流通A股市值(百万元) | 9,760.28 |
| 每股净资产(元) | 4.09 |
| 资产负债率(%) | 80.41 |
| 一年内最高/最低(元) | 14.50/6.70 |

作者

唐笑 分析师
SAC执业证书编号：S1110517030004
tangx@tfzq.com

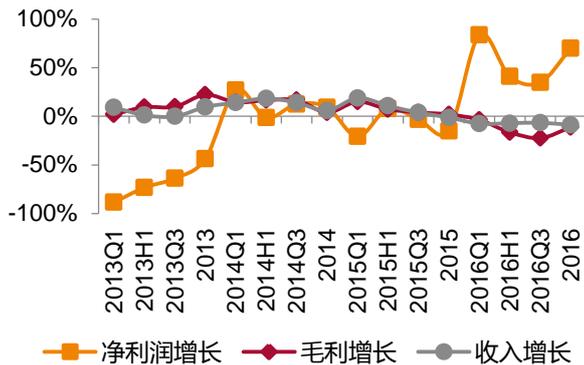
股价走势



资料来源：贝格数据

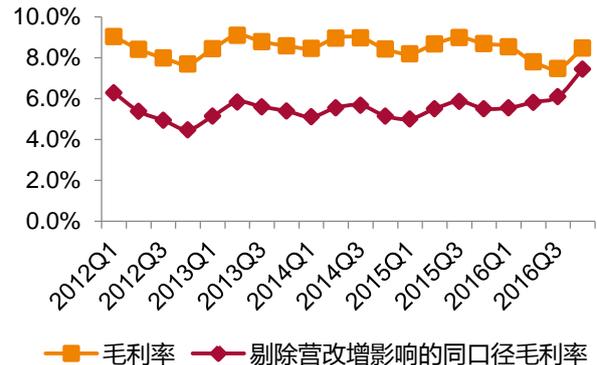
相关报告

图 1: 成长能力



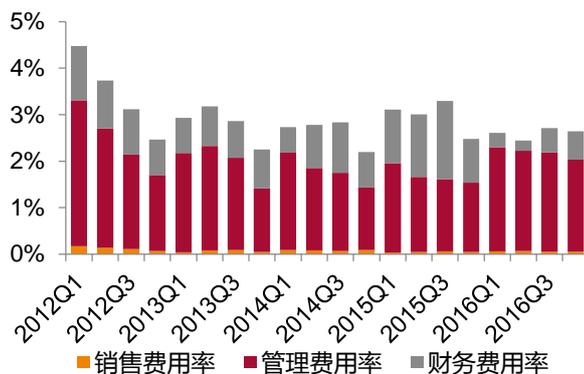
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 2: 毛利率



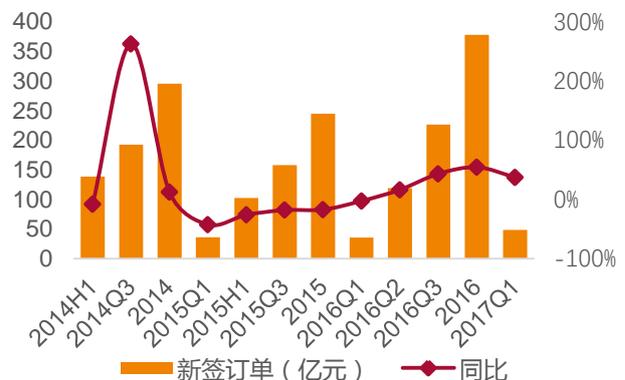
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 3: 三项费用率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 4: 新签订单累计额及同比增速 (左-亿人民币, 右-百分比)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 1: 公司中标项目及签订合同汇总 (2014 年 1 月至 2017 年 4 月)

| 类型 | 日期 | 地点 | 项目名称 | 合同金额 (亿元) | 占去年营业收入 |
|------|------------|--------|-----------------------------------------------------------------|-----------|---------|
| 签订合同 | 2014/1/21 | 广东佛山 | 三盛颐景园(B区)建安工程 | 2.64 | 1.72% |
| 中标项目 | 2014/3/20 | 广东佛山 | 云山峰境花园 A 区三期工程 | 4.07 | 2.66% |
| 中标项目 | 2014/5/20 | 广东广州 | 广州番禺祈福新邨 | 8.89 | 5.80% |
| 签订合同 | 2014/6/21 | 安徽滁州 | 望湖明邸小区工程 | 2.1 | 1.37% |
| 签订合同 | 2014/9/6 | 海南省龙门镇 | 海南龙门冷泉度假酒店 | 5.67 | 3.70% |
| 中标项目 | 2014/9/30 | 浙江绍兴 | 镜湖新区湖西安置小区工程 BT 施工工程 | 8.48 | 5.53% |
| 中标项目 | 2014/10/30 | 北京市 | 树村回迁安置用房施工工程公告 | 9.87 | 6.44% |
| 中标项目 | 2014/11/14 | 上海市崇明县 | 陈家镇裕安社区 | 4.49 | 2.93% |
| 签订合同 | 2015/1/14 | 江苏苏州 | 太湖上景花园 A 地块高层住宅 A-2 区工程 | 3.56 | 2.32% |
| 签订合同 | 2015/2/7 | 上海市 | 上海奉贤爱迪学校工程 | 4.55 | 2.97% |
| 中标项目 | 2015/2/17 | 湖南湘潭 | 湘潭华融山水苑一期 1 段 | 3.18 | 2.08% |
| 中标项目 | 2015/3/5 | 安徽亳州 | 华府·伊顿庄园 | 2.27 | 1.48% |
| 中标项目 | 2015/3/28 | 上海市 | 华新镇新府中路西侧 | 3.82 | 2.49% |
| 中标项目 | 2015/4/3 | 天津市蓟县 | 蓟县新城示范小城镇(一期)及于桥水库环境治理建设项目安置区 A2 区地块农民还迁经济适用房和农民长远生计公建项目施工总承包工程 | 4.42 | 2.88% |
| 中标项目 | 2015/5/15 | 上海市 | 上海东华之星奔驰汽车项目工程 | 3.26 | 2.13% |
| 中标项目 | 2015/5/23 | 江苏南京 | 保利浦口项目工程 | 2.53 | 1.65% |
| 中标项目 | 2015/5/27 | 湖北荆门 | 星球·世界城项目 | 3.07 | 1.89% |

| | | | | | |
|-----------|------------|-----------|-------------------------------------------------------------------------------------|-----------|-------------|
| 中标项目 | 2015/7/11 | 上海市崇明县 | 陈家镇动迁安置房项目 | 2.87 | 1.77% |
| 中标项目 | 2015/7/17 | 重庆市 | 重庆特种玻璃浮法研发生产基地 | 5 | 3.08% |
| 签订合同 | 2015/7/30 | 海南海口 | 海长流绿地缤纷城 A 区·B 区工程 | 2.22 | 1.37% |
| 中标项目 | 2015/10/1 | 河北省涿州市 | 华融现代城 7#、12#、S1#、13#、13#周边商业、14#、14#周边商业、15#、15#周边商业及地下车库工程/华融现代城 1-6#、8-11#住宅楼建设工程 | 3.10/2.16 | 1.85%/1.33% |
| 中标项目 | 2015/10/15 | 福建省晋江市 | 晋江市国际会展中心 PPP 项目 | 9.71 | 5.99% |
| 中标项目 | 2015/11/4 | 浙江省永嘉县 | 瓯北 2013-1#2 地块 5 (三江立体城) 工程 | 3.29 | 2.03% |
| 签订合同 | 2015/11/10 | 福建厦门 | ABB 厦门工业中心项目-TP-02B PPMV (中压) 厂区总承包工程项目 | 2.45 | 1.51% |
| 签订合同 | 2015/11/17 | 上海市 | 老西门中华新城北地块总包工程项目 | 3.8 | 2.34% |
| 签订合同 | 2015/12/2 | 浙江奉化 | 奉化市中山东路延伸段和长汀路 (西河路至东环线) 道路工程项目 PPP 采购项目 | 4.4 | 2.71% |
| 签订合同 | 2015/12/2 | 云南省文山市 | 中央尚城工程项目 | 12 | 7.39% |
| 中标项目 | 2015/12/15 | 浙江温州 | 温州洞头市政基础设施工程 PPP 项目 | 16 | 9.86% |
| 中标项目 | 2015/12/26 | 上海市 | 市北高新技术服务园区 N070501 单元 14-06 地块商办用房项目工程 | 8.79 | 5.42% |
| 中标项目 | 2016/1/5 | 浙江杭州 | 杭州萧山新湾街道安置用房项目 | 4.27 | 2.66% |
| 签订合同 | 2016/1/27 | 山东莒县 | 莒县人民政府基础设施建设 PPP 项目 | 26.3 | 16.20% |
| 签订合同 | 2016/1/29 | 浙江奉化 | 奉化市中山东路延伸段和长汀路 (西河路至东线) 道路建设项目 | 2.1 | 1.31% |
| 签订合同 | 2016/2/5 | 浙江省象山县 | 宁波象山 71 省道改建工程 PPP 项目 | 4.44 | 2.73% |
| 中标项目 | 2016/3/24 | 浙江宁波 | “三路一桥” PPP 项目东外环路快速化改造工程 | 7.32 | 4.57% |
| 签订合同 | 2016/4/8 | 陕西省商洛市 | 商州区高级中学建设 (PPP) 项目 | 4.67 | 2.91% |
| 签订合同 | 2016/4/26 | 福建厦门 | 厦门 ABB-PPHV (高压) 厂区总承包工程 | 2.15 | 1.34% |
| 中标项目 | 2016/6/14 | 福建省泉州市 | 泉州市棚户区改造 PPP 项目 | 39.73 | 3.17% |
| 签订合同 | 2016/6/28 | 江苏苏州 | 苏州太湖上景花园住宅工程施工合同 | 6.3 | 3.93% |
| 签订合同 | 2016/7/13 | 浙江省开化县 | 开化火车站前片区基础设施配套工程 PPP 项目 | 7.82 | 4.87% |
| 签订合同 | 2016/7/20 | 辽宁海城 | 海城市基础设施建设 PPP 项目合同 | 2.2 | 1.37% |
| 中标项目 | 2016/7/20 | 山东菏泽 | 万福河商贸物流片区基础设施及公共服务建设 PPP 项目 | 3.1 | 19.32% |
| 中标项目 | 2016/8/13 | 天津 | 天津精武学府开发建设有限公司投资开发的数据中心项目 | 2.32 | 1.45% |
| 签订合同 | 2016/8/26 | 江苏苏州 | 苏州太湖上景花园住宅工程 B 标段施工合同 | 3.45 | 2.15% |
| 签订合同 | 2016/8/30 | 福建省泉州市丰泽区 | 城东至北峰快速通道及两侧片区棚户区 (石结构房) 改造 PPP 项目 | 39.73 | 25.00% |
| 中标合同 | 2016/8/30 | 浙江滨江 | 滨江地块专用房建设工程 | 7.23 | 4.51% |
| 中标合同 | 2016/9/14 | 浙江宁波 | 宁波鄞州区新城区繁裕四期安置小区工程 | 2.42 | 1.51% |
| 签订合同 | 2016/9/21 | 山东菏泽 | 万福河商贸物流片区基础设施及公共服务建设 PPP 项目 | 31.02 | 19.35% |
| 竞争性磋商采购成交 | 2016/10/10 | 山东省淄博市 | 博山区五阳湖旅游基础设施建设 PPP 项目 | 5.75 | 3.59% |
| 签订合同 | 2016/11/5 | 陕西渭南 | 渭南市临渭区 2016 年新建学校 PPP 项目 | 10.46 | 6.53% |

| | | | | | |
|------|------------|---------|---------------------------------------------------------------|-------|--------|
| 中标合同 | 2016/11/16 | 福建省福鼎市 | 福鼎（龙安）生态合成革产业园基础配套设施工程 PPP 项目 | 1.18 | 0.50% |
| 签订合同 | 2016/11/25 | 安徽宣城 | 宣城市阳德路道路建设工程 PPP 项目 | 12.4 | 7.74% |
| 签订合同 | 2016/12/16 | 福建省晋江市 | 晋江市国际会展中心 PPP 项目 | 9.714 | 0.77% |
| 中标合同 | 2016/12/16 | 浙江省丽水市 | 丽水市公安局警务技能训练基地 PPP 项目社会资本采购项目 | 1.997 | 1.25% |
| 中标合同 | 2016/12/22 | 浙江宁波 | 东钱湖红舒村安置房项目一标段工程 | 2.36 | 0.19% |
| 中标合同 | 2016/12/30 | 浙江宁波象山县 | 象山县已建市政道路及其他基础实施 PPP 项目 | 30.03 | 18.74% |
| 签订合同 | 2017/1/4 | 江苏沐阳县 | 丽景华庭小区建设工程施工合同 | 2.5 | 0.20% |
| 中标合同 | 2017/1/11 | 浙江省杭州市 | 杭政储出【2015】35 号地块住宅建设工程 | 3.67 | 2.29% |
| 中标合同 | 2017/1/11 | 浙江宁波市 | 宁波杭州湾新区甬新住宅小区建设工程 | 2.16 | 1.35% |
| 中标合同 | 2017/1/12 | 浙江宁波象山县 | 象山县石浦高速公路定塘连接线（马漕线改建）工程 PPP 项目 | 7.42 | 4.63% |
| 签订合同 | 2017/1/12 | 贵州六枝特区 | 六枝特区人民医院改扩建 PPP 项目 | 4.85 | 3.02% |
| 中标合同 | 2017/1/17 | 浙江温州永嘉县 | 永嘉县地下停车场建设工程 | 2.17 | 1.35% |
| 签订合同 | 2017/1/20 | 江西省安义县 | 安义县城市建设（2016）PPP 项目 | 26.74 | 16.68% |
| 中标合同 | 2017/1/14 | 天津市宝坻区 | 蝶恋吉园住宅小区 A 区项目、蝶恋吉园住宅小区 B 区项目、蝶恋家园住宅小区 A 区项目、蝶恋家园住宅小区 B 区项目工程 | 7.87 | 4.91% |
| 中标合同 | 2017/2/8 | 陕西省华阴市 | 华阴市文体教育基础设施政府和社会资本合作（PPP）项目 | 5.28 | 3.29% |
| 中标合同 | 2017/2/16 | 中山市 | 中山翠亨新区翠海道地下综合管廊及同步建设工程 PPP 项目 | 41.7 | 26.02% |
| 签订合同 | 2017/2/14 | 浙江温州市 | 温瑞平原西片排涝工程 PPP 项目 | 18.5 | 11.55% |
| 签订合同 | 2017/2/15 | 浙江省建德市 | 杭黄铁路建德东站连接线及站前广场项目政府和社会资本合作 PPP 项目 | 2.81 | 1.76% |
| 中标合同 | 2017/2/16 | 杭州市萧山区 | 钱江世纪城 G-02 地块项目 | 3.04 | 1.90% |
| 签订合同 | 2017/2/17 | 商洛市商州区 | 商洛市环城南路商州实施段 PPP 项目 | 3.02 | 1.89% |
| 签订合同 | 2017/3/2 | 浙江省丽水市 | 丽水市瓯江文苑（民间博物馆）PPP 项目 | 32.01 | 19.97% |
| 中标合同 | 2017/3/8 | 陕西省渭南市 | 渭南市华州区教育文体基础设施政府和社会资本合作（PPP）项目 | 12.97 | 8.09% |
| 中标合同 | 2017/3/30 | 河北省正定县 | 河北宝申市政工程有限公司正定新区 2017 年投资建设市政项目 C 标段 | 6.21 | 3.83% |
| 中标合同 | 2017/4/6 | 江苏省宿迁市 | 宿迁山洼人家民宿 PPP 项目 | 7.25 | 4.47% |
| 中标合同 | 2017/4/7 | 河北省邢台市 | 邢台经济开发区教育文化体育设施改造提升工程—项目包 1 投资人 | 2.67 | 1.65% |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金 | 1,279.69 | 2,451.26 | 2,245.46 | 2,985.45 | 3,841.43 |
| 应收账款 | 9,128.37 | 9,681.96 | 14,526.02 | 17,970.98 | 24,539.67 |
| 预付账款 | 420.17 | 445.66 | 663.15 | 821.52 | 1,113.28 |
| 存货 | 12,289.91 | 11,953.42 | 19,093.16 | 22,477.43 | 31,696.77 |
| 其他 | 193.61 | 159.45 | 284.72 | 318.22 | 455.07 |
| 流动资产合计 | 23,311.76 | 24,691.74 | 36,812.51 | 44,573.59 | 61,646.21 |
| 长期股权投资 | 10.46 | 458.56 | 608.56 | 708.56 | 728.56 |
| 固定资产 | 272.72 | 545.67 | 590.40 | 627.13 | 655.86 |
| 在建工程 | 9.98 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产 | 41.76 | 40.22 | 38.61 | 37.00 | 35.39 |
| 其他 | 736.15 | 1,691.21 | 1,512.94 | 1,425.33 | 1,428.23 |
| 非流动资产合计 | 1,071.07 | 2,735.66 | 2,750.51 | 2,798.02 | 2,848.03 |
| 资产总计 | 24,382.82 | 27,427.41 | 39,563.02 | 47,371.61 | 64,494.24 |
| 短期借款 | 2,411.63 | 1,784.39 | 7,476.61 | 9,694.96 | 18,047.20 |
| 应付账款 | 10,618.41 | 11,744.84 | 16,703.36 | 20,658.18 | 26,436.34 |
| 其他 | 7,104.43 | 7,036.81 | 7,063.69 | 7,705.44 | 8,095.50 |
| 流动负债合计 | 20,134.47 | 20,566.03 | 31,243.66 | 38,058.59 | 52,579.04 |
| 长期借款 | 103.69 | 1,364.46 | 2,599.34 | 3,006.29 | 4,869.45 |
| 应付债券 | 497.55 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 8.80 | 5.78 | 8.17 | 7.58 | 7.18 |
| 非流动负债合计 | 610.03 | 1,370.23 | 2,607.51 | 3,013.87 | 4,876.63 |
| 负债合计 | 20,744.50 | 21,936.26 | 33,851.17 | 41,072.46 | 57,455.67 |
| 少数股东权益 | 74.10 | 221.56 | 221.56 | 221.56 | 221.56 |
| 股本 | 947.60 | 1,262.10 | 1,262.10 | 1,262.10 | 1,262.10 |
| 资本公积 | 431.59 | 1,478.43 | 1,447.11 | 1,447.11 | 1,447.11 |
| 留存收益 | 2,447.81 | 3,814.99 | 4,228.19 | 4,815.49 | 5,554.90 |
| 其他 | (262.78) | (1,285.94) | (1,447.11) | (1,447.11) | (1,447.11) |
| 股东权益合计 | 3,638.32 | 5,491.15 | 5,711.85 | 6,299.15 | 7,038.57 |
| 负债和股东权益总 | 24,382.82 | 27,427.41 | 39,563.02 | 47,371.61 | 64,494.24 |

| 现金流量表(百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 净利润 | 198.33 | 350.22 | 493.90 | 652.55 | 821.57 |
| 折旧摊销 | 28.53 | 47.02 | 36.88 | 44.88 | 52.88 |
| 财务费用 | 191.75 | 137.24 | 317.69 | 534.13 | 867.95 |
| 投资损失 | 0.96 | (6.16) | (5.00) | (5.00) | (5.00) |
| 营运资金变动 | 196.15 | (933.09) | (7,180.01) | (2,446.35) | (10,122.23) |
| 其它 | (1,123.12) | 1,561.52 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 经营活动现金流 | (507.39) | 1,156.76 | (6,336.53) | (1,219.78) | (8,384.82) |
| 资本支出 | 7.69 | 757.96 | 77.60 | 80.59 | 80.41 |
| 长期投资 | 10.46 | 448.10 | 150.00 | 100.00 | 20.00 |
| 其他 | (267.07) | (2,602.61) | (271.29) | (255.59) | (175.41) |
| 投资活动现金流 | (248.92) | (1,396.55) | (43.68) | (75.00) | (75.00) |
| 债权融资 | 3,212.86 | 3,660.81 | 10,418.66 | 13,052.81 | 23,318.73 |
| 股权融资 | (37.32) | 1,308.55 | (521.50) | (514.13) | (847.95) |
| 其他 | (2,580.20) | (3,504.97) | (3,722.75) | (10,503.92) | (13,154.97) |
| 筹资活动现金流 | 595.34 | 1,464.38 | 6,174.41 | 2,034.76 | 9,315.81 |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | (160.98) | 1,224.59 | (205.80) | 739.99 | 855.99 |

| 利润表(百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 营业收入 | 16,028.77 | 14,588.48 | 18,712.16 | 24,878.71 | 32,011.95 |
| 营业成本 | 14,636.58 | 13,353.49 | 17,043.85 | 22,602.65 | 28,973.13 |
| 营业税金及附加 | 508.53 | 148.85 | 190.92 | 253.84 | 326.62 |
| 营业费用 | 7.84 | 7.38 | 9.46 | 12.58 | 16.19 |
| 管理费用 | 238.46 | 288.94 | 278.38 | 370.12 | 476.24 |
| 财务费用 | 150.79 | 89.03 | 317.69 | 534.13 | 867.95 |
| 资产减值损失 | 171.30 | 206.96 | 174.74 | 176.43 | 179.36 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | (0.96) | 6.16 | 5.00 | 5.00 | 5.00 |
| 其他 | 1.92 | (12.31) | (10.00) | (10.00) | (10.00) |
| 营业利润 | 314.31 | 499.99 | 702.12 | 933.96 | 1,177.45 |
| 营业外收入 | 10.57 | 7.21 | 12.70 | 10.16 | 10.02 |
| 营业外支出 | 4.22 | 2.06 | 2.43 | 2.90 | 2.46 |
| 利润总额 | 320.67 | 505.14 | 712.39 | 941.22 | 1,185.01 |
| 所得税 | 122.33 | 154.92 | 218.49 | 288.67 | 363.44 |
| 净利润 | 198.33 | 350.22 | 493.90 | 652.55 | 821.57 |
| 少数股东损益 | (6.67) | 1.79 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属于母公司净利润 | 205.01 | 348.42 | 493.90 | 652.55 | 821.57 |
| 每股收益(元) | 0.16 | 0.28 | 0.39 | 0.52 | 0.65 |

| 主要财务比率 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | -1.24% | -8.99% | 28.27% | 32.95% | 28.67% |
| 营业利润 | -15.93% | 59.07% | 40.43% | 33.02% | 26.07% |
| 归属于母公司净利润 | -15.22% | 69.96% | 41.75% | 32.12% | 25.90% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 8.69% | 8.47% | 8.92% | 9.15% | 9.49% |
| 净利率 | 1.28% | 2.39% | 2.64% | 2.62% | 2.57% |
| ROE | 5.75% | 6.61% | 9.00% | 10.74% | 12.05% |
| ROIC | 6.29% | 8.44% | 14.10% | 8.33% | 9.65% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 85.08% | 79.98% | 85.56% | 86.70% | 89.09% |
| 净负债率 | 361.92% | 295.97% | 277.04% | 336.35% | 355.67% |
| 流动比率 | 1.16 | 1.20 | 1.18 | 1.17 | 1.17 |
| 速动比率 | 0.55 | 0.62 | 0.57 | 0.58 | 0.57 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 1.99 | 1.55 | 1.55 | 1.53 | 1.51 |
| 存货周转率 | 1.37 | 1.20 | 1.21 | 1.20 | 1.18 |
| 总资产周转率 | 0.71 | 0.56 | 0.56 | 0.57 | 0.57 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.16 | 0.28 | 0.39 | 0.52 | 0.65 |
| 每股经营现金流 | -0.40 | 0.92 | -5.02 | -0.97 | -6.64 |
| 每股净资产 | 2.82 | 4.18 | 4.35 | 4.82 | 5.40 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 63.41 | 37.31 | 26.32 | 19.92 | 15.82 |
| 市净率 | 3.65 | 2.47 | 2.37 | 2.14 | 1.91 |
| EV/EBITDA | 20.13 | 22.57 | 18.68 | 14.29 | 14.78 |
| EV/EBIT | 21.30 | 24.29 | 19.35 | 14.72 | 15.16 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|----------------------|------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 | 深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 |
| 邮编：100031 | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 邮编：518017 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-68815388 | 电话：(86755)-82566970 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-68812910 | 传真：(86755)-23913441 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |