

国内领先的湿法磷化工企业

投资要点

- **国内领先的湿法磷化工企业。**公司系国内领先的湿法磷化工企业，主营业务为湿法磷酸的研究、生产及分级利用。目前公司具备15万吨饲料级磷酸氢钙、5万吨饲料级磷酸二氢钙、15万吨重过磷酸钙、10万吨肥料级磷酸氢钙生产能力。公司立足于利用本地硫、磷、钙、铁储量较大的优势，通过对中低品位磷矿浮选、硫铁矿制酸、能量梯级利用、湿法磷酸的分级利用等关键技术不断创新、改进，完善了从硫铁矿制酸、磷矿石的浮选至磷酸盐、磷肥产品生产、销售的一体化产业链，形成了适合自身发展的“酸+肥+盐”相结合的独特产品线模式，实现企业的持续发展。
- **循环经济生产线，分级利用效益显著。**区别于同行业其他饲料级磷酸氢钙生产企业的硫磺自制酸或外购硫酸工艺，公司采用的硫铁矿制酸技术降低了生产成本，实现能量梯级利用与循环经济。且公司针对磷酸浓度的高低，采用湿法磷酸的分级利用技术，依照酸的纯度不同进行分级利用，做到了“劣酸低用，优酸高用”，使湿法磷酸的综合利用率超过98%，实现了资源的最优化利用。加之公司所在地具有丰富的资源储量，既满足了公司生产对原材料的需求，又节约了公司原材料的采购成本。我们认为公司成本控制能力优秀，产品结构丰富，将在湿法磷酸替代热法磷酸的行业趋势中脱颖而出，看好其后续发展。
- **募投项目促进公司产业升级，进一步完善产业链。**公司本次发行前的总股本为7001万股，此次股票发行总量不超过2335万股，发行价10.25元，拟募集资金总额2.4亿元，募投项目由10万吨/年湿法磷酸净化制工业级磷酸装置，配套的60万吨/年中低品位磷矿浮选装置、24万吨/年硫铁矿制酸装置、3MW余热背压式发电机组、13万吨/年湿法磷酸浓缩装置以及相应环保、办公设施等组成。募投项目围绕主业进行，将进一步完善公司产业链，丰富产品结构，保持公司在湿法磷酸分级利用领域的竞争优势和市场地位，也将促进公司产业升级，形成新的利润增长点。项目投产后，预计平均年销售收入6.66亿元，税后利润1.02亿元，项目总投资收益率达30.41%，盈利能力显著提高，促进公司发展。
- **盈利预测。**预计公司2016-2018年的EPS分别为0.47元、0.51元和0.98元，参照可比公司估值，结合公司的成长性，我们认为2016年公司的合理估值应该为30~35倍，对应的股价为14.10~16.45元。
- **风险提示：**原材料价格波动的风险；下游需求低迷的风险；募投项目建设低于预期的风险。

指标年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	545.96	593.44	645.32	1101.24
增长率	18.68%	8.70%	8.74%	70.65%
归属母公司净利润(百万元)	42.20	58.23	62.71	120.88
增长率	3.49%	37.98%	7.71%	92.76%
每股收益EPS(元)	0.34	0.47	0.51	0.98
净资产收益率ROE	11.74%	8.98%	8.96%	14.96%

数据来源: Wind, 西南证券

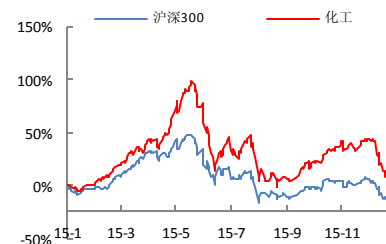
西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 021-50755259
邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 李晓迪
执业证号: S1250514120001
电话: 010-57631196
邮箱: lxd@swsc.com.cn

联系人: 张汪强
电话: 021-68415687
邮箱: zwq@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源: 西南证券

本次发行情况

发行前总股本(万股)	7001
本次发行(万股)	2335
发行后总股本(万股)	9336
2015年每股收益(摊薄后)(元)	0.6
2015年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	0.59

主要指标(2015年)

每股净资产(元)	5.13
毛利率(%)	33.09
流动比率(倍)	2.62
速动比率(倍)	1.09
应收账款周转率(次)	23.95
资产负债率(合并报表)(%)	32.73
净资产收益率(加权平均)(%)	12.47

相关研究

目 录

1. 国内领先的湿法磷化工企业	1
2. 循环经济生产线，分级利用效益显著	2
2.1 循环经济，极大节约成本	2
2.2 湿法磷酸分级利用，实现资源最大化利用	4
2.3 区域优势突出，中低品位磷矿浮选与利用拓宽用矿来源	5
2.4 湿法净化磷酸替代热法工业磷酸是行业发展大趋势	6
3. 募投项目分析	7
4. 盈利预测与投资建议	8
5. 风险提示	9

图 目 录

图 1: 公司收入及增速	1
图 2: 公司净利润及增速	1
图 3: 公司毛利率和净利率	1
图 4: 公司三项费用率	1
图 5: 公司 2015 年主营业务构成	2
图 6: 公司 2015 年毛利润构成	2
图 7: 发行前公司股权结构	2
图 8: 公司现有产业链	3
图 9: 制酸余热的能量四级利用	3
图 10: 公司硫铁矿制酸成本较低	4
图 11: 余热回收发电节约成本	4
图 12: 湿法磷酸多次净化与分级利用	4
图 13: 公司主营产品及应用	5
图 14: 公司周边硫、磷资源丰富	5
图 15: 公司中低品位磷矿石采购加浮选成本较低	6

表 目 录

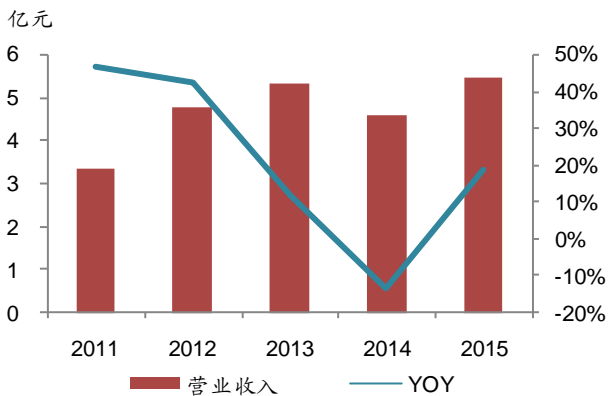
表 1: 目前有效替代热法制磷酸的湿法净化磷酸产能	7
表 2: 募投项目概况	7
表 3: 募投项目经济效益分析	8
表 4: 分业务收入及毛利率	8
表 5: 可比公司估值情况	9
附表: 财务预测与估值	10

1. 国内领先的湿法磷化工企业

公司的主营业务为湿法磷酸的研究、生产及分级利用,公司的主要产品为湿法磷酸和磷酸盐系列产品。目前公司具备 15 万吨饲料级磷酸氢钙、5 万吨饲料级磷酸二氢钙、15 万吨重过磷酸钙、10 万吨肥料级磷酸氢钙生产能力。

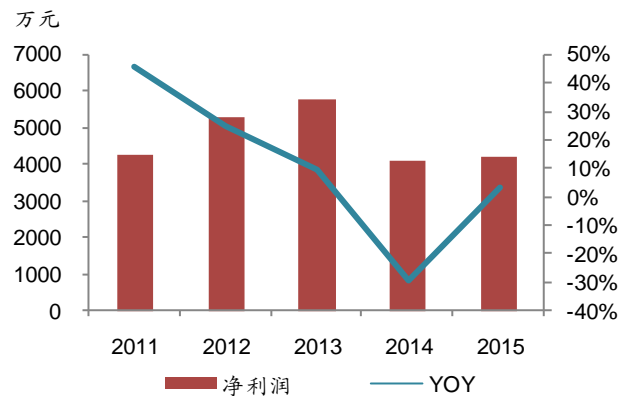
2011 年-2015 年,公司收入从 3.4 亿元增加至 5.5 亿元,年均增速 12.9%。净利润在 2014 年出现负增长,主要是由于 2014 年受市场环境的影响,公司产品价格下跌,2015 年净利润为 4220 万元,同比增速为 3.5%。

图 1: 公司收入及增速



数据来源: Wind, 西南证券

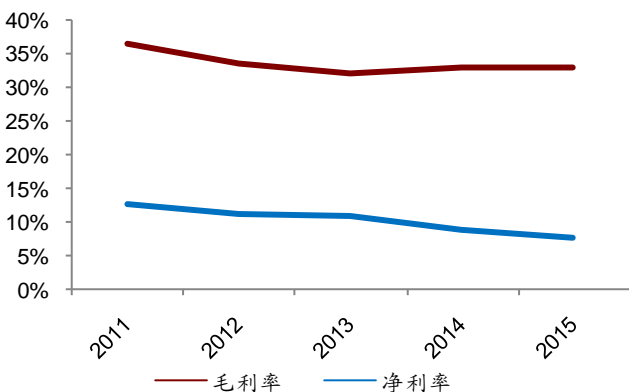
图 2: 公司净利润及增速



数据来源: Wind, 西南证券

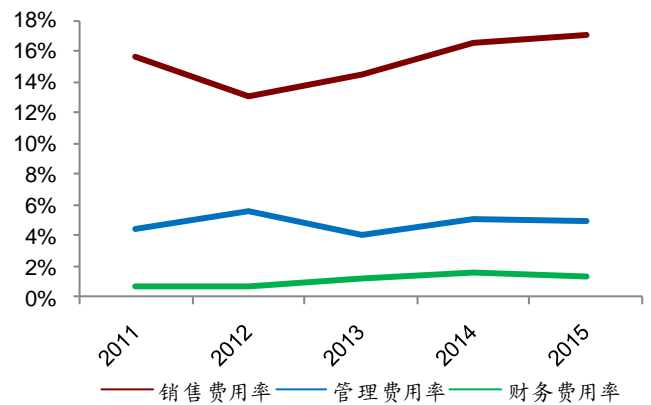
近年来公司毛利率基本在 33% 左右,净利率有一定下滑,主要是由销售费用率及财务费用率上升造成的。

图 3: 公司毛利率和净利率

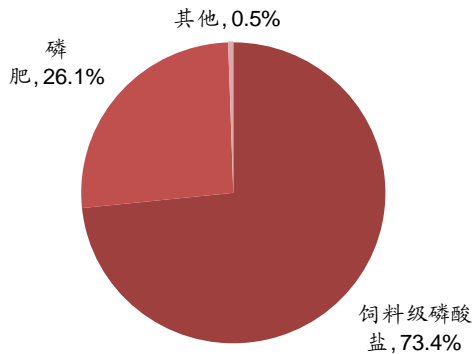


数据来源: Wind, 西南证券

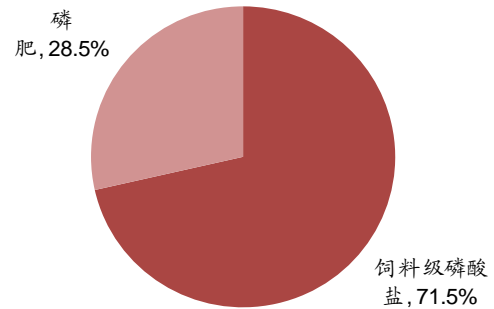
图 4: 公司三项费用率



数据来源: Wind, 西南证券

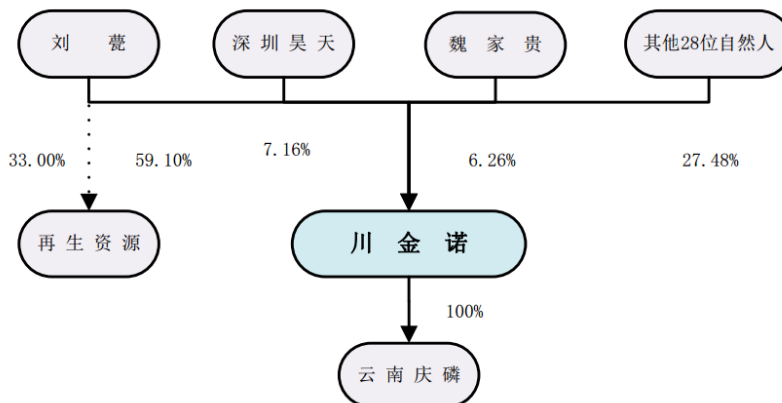
图 5：公司 2015 年主营业务构成


数据来源：Wind，西南证券

图 6：公司 2015 年毛利润构成


数据来源：Wind，西南证券

公司控股股东和实际控制人为刘麓先生，现任公司董事长。刘麓持有公司 4137.3 万股股份，占发行前总股本的 59.1%。

图 7：发行前公司股权结构


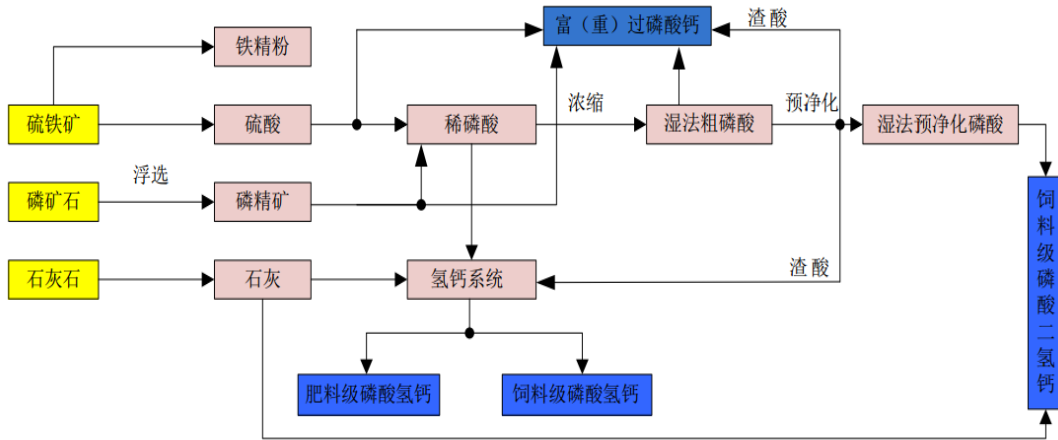
数据来源：公司公告，西南证券

2. 循环经济生产线，分级利用效益显著

2.1 循环经济，极大节约成本

公司硫铁矿制酸技术降低了生产成本，实现能量梯级利用与循环经济。因硫磺、硫酸价格剧烈波动与运输成本的影响，多数饲料级磷酸氢钙生产企业的成本增加。与同行业其他饲料级磷酸氢钙生产企业的硫磺自制酸或外购硫酸不同，公司选定以硫铁矿制硫酸与湿法硫酸生产相结合的技术路线，通过利用当地丰富的硫、磷资源，既加强对原材料的掌控能力，又能提高产品附加值，有效节约成本。

图 8：公司现有产业链

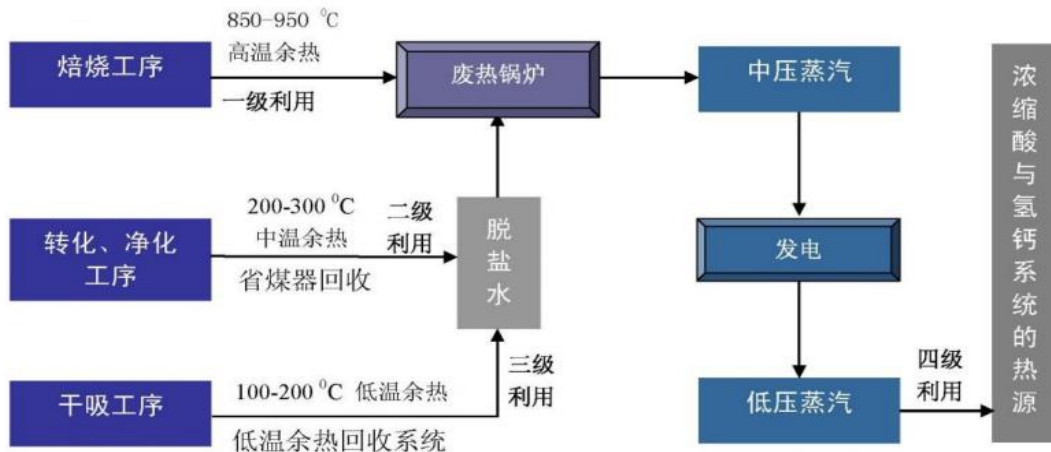


数据来源：公司公告，西南证券

同时，公司在硫铁矿制酸工艺中采用能量梯级利用技术和废渣的再利用技术进一步节约成本。

能量梯级运用是根据热能的品味不同优化能源利用的一种方式，该方式遵循“压力温度对口、梯级利用”的原则，达到节约能源、提高能效的目的。硫铁矿制酸的各个环节会产生出大量的高、中、低温热能，公司先后采用变频技术、转化省煤器、电除尘器和余热综合利用等技术，实现了制酸余热的能量四级运用，即充分回收和利用这些热量，又减少了热气的排放。

图 9：制酸余热的能量四级利用

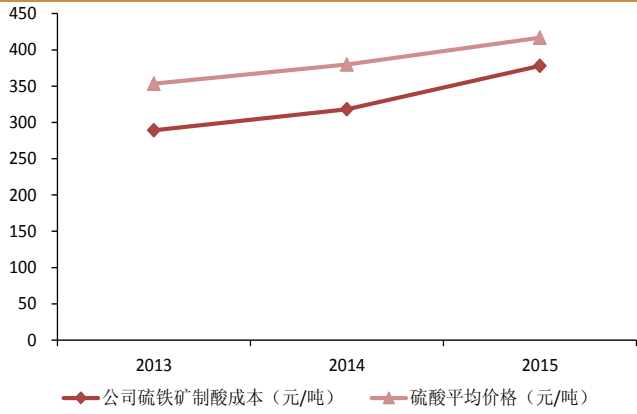


数据来源：公司公告，西南证券

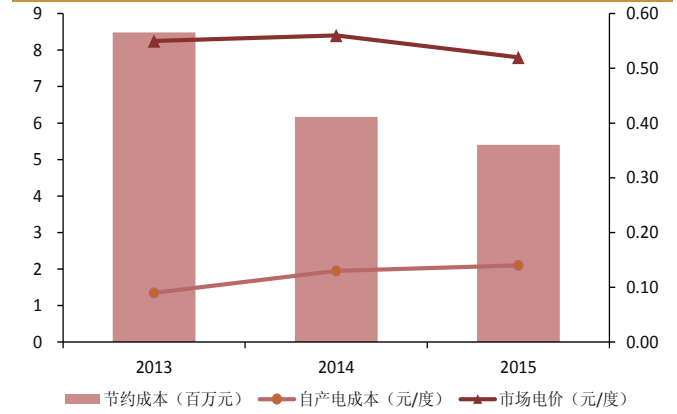
通过能量的梯级利用，公司硫铁矿制酸的余热利用率达到 90.8%，满足了公司生产所需蒸汽以及近 1/3 生产用电。

循环利用，降本增效。硫酸渣是硫铁矿制酸后的废渣，理论上硫铁矿制 1 吨硫酸会产生 0.5-0.8 吨的硫酸渣，若该废渣不能有效的利用，只能作为废物进行露天堆放，既占有土地资源，又严重污染环境。公司首创磁选-化学转化-磁选皮带洗涤-过滤的工艺，对经脱硫后的酸渣通过深加工，提高硫酸渣品味 4-8 个百分点，并大幅降低硫等杂质含量，变成副产品铁精

粉直接外销，满足钢厂冶炼的需求，并申请了“一种利用硫酸焙烧制取铁精粉的方法”国家发明专利，并已获得“一种利用硫酸渣生产铁精粉的方法”的发明专利。

图 10: 公司硫铁矿制酸成本较低


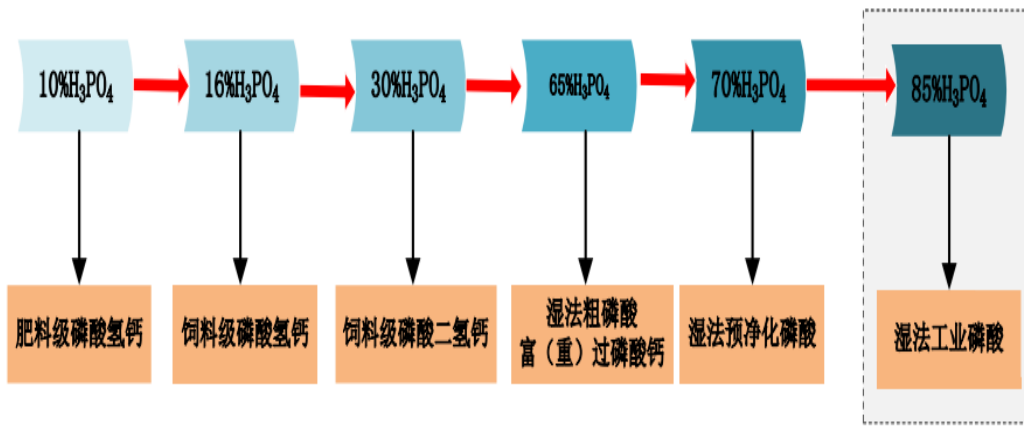
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 11: 余热回收发电节约成本


数据来源: 公司公告, 西南证券

2.2 湿法磷酸分级利用，实现资源最大化利用

公司针对磷酸浓度的高低，采用湿法磷酸的分级利用技术，依照酸的纯度不同进行分级利用，生产出与之对应价值的产品，实现了“劣酸低用，优酸高用”以及湿法磷酸附加值的不断提高，使湿法磷酸的综合利用率超过 98%，做到了资源的最优化利用。

图 12: 湿法磷酸多次净化与分级利用


数据来源: 公司公告, 西南证券

公司生产过程中各生产环节直接相互依存，产品连续的，而且随着工艺流程的延伸，会生产许多的联产品、副产品和中间产品，因此，公司的产品工艺流程是一个连续的过程。除了饲料级磷酸氢钙和饲料级磷酸二氢钙以外，公司于 2014 年 4 月起开始生产销售重过磷酸钙，2015 年 10 月起开始富过磷酸钙的生产和销售，进一步丰富产品类型，完善分级利用生产线。

图 13: 公司主营产品及应用



数据来源: 公司公告, 西南证券

2.3 区域优势突出，中低品位磷矿浮选与利用拓宽用矿来源

公司主要原材料为磷矿石、硫铁矿和硫酸，2015 年此三种原材料占成本比为 59.17%，比重较大。公司位于昆明市东川区，其方圆 200 公里范围内，磷矿储量有 10.99 亿吨（平均品位 22%），占云南省磷资源总量的 25.91%，硫铁矿储量 1.04 亿吨。丰富的资源储量既满足了公司生产对原材料的需求，又节约了公司原材料的采购成本，为公司长期稳定发展提供了坚实的保障。

图 14: 公司周边硫、磷资源丰富

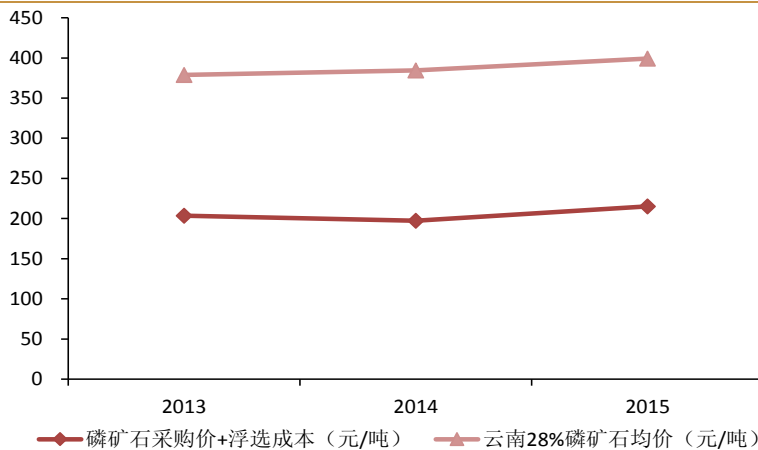


数据来源: 公司公告, 西南证券

中低品位磷矿浮选与利用技术拓宽了公司的用矿来源。我国 80%左右的磷矿皆为中低品位矿石，普遍含有较高的有害杂质，磷矿物和脉石矿物共生紧密，嵌布粒度细，必须经过选矿富集才能为后续深加工所利用，随着我国高品位低杂质磷矿日益匮乏，中低品位磷矿浮选和利用技术的重要性凸显。

公司自主研发的“一种双反浮选工艺同时脱离出中低品位磷矿中氧化镁、氧化铁及氧化铝倍半氧化物的方法”等专利技术能使中低品位的磷矿品味从 22%-26%提高至 30%-35%，使公司能做到选择价格低廉的中低品位矿石生产高品质的湿法磷酸，扩展了公司原材料的选择范围，同时降低了公司的采购成本。

图 15：公司中低品位磷矿石采购加浮选成本较低



数据来源：公司公告，西南证券

2.4 湿法净化磷酸替代热法工业磷酸是行业发展大趋势

目前国内热法制酸纯度高，杂质少，主要应用于精细磷化工产品生产，但存在能耗和污染比较大的弊端。从我国可持续发展的战略需要以及节能降耗和淘汰高耗能产品的国策出发，借鉴国外磷化工发展的经验，我国磷化工发展应大力开发湿法磷酸净化新技术，用具有能耗和成本优势的湿法磷酸替代高能耗的热法磷酸。

据 IFA 调查,2010-2015 年全球磷酸(湿+热)产能预计净增长 920 万吨(中国约占 1/3),达 5760 万吨,同期全球磷酸需求预计年均增长 2.9%。湿法磷酸来源广泛,生产成本较低,但产品酸浓度较低,杂质含量较高,因而主要用于磷肥生产。为使湿法磷酸的质量符合生产工业级、饲料级、甚至食品级磷酸盐的要求,必须通过进一步净化,生产出湿法净化磷酸以满足高品质磷酸基磷酸盐质量的要求。湿法净化磷酸相对同品质的热法磷酸,具有能耗低、污染轻等特点。同时,净化过程中的含杂质的湿法粗磷酸还可用于生产磷肥和其他初级磷酸盐产品,延伸了湿法磷酸的产业链,实现产品结构调整,符合国家循环经济的理念。目前采用精制湿法磷酸代替部分热法磷酸生产各种磷制品,已经成为世界磷化工高新技术发展的一个方向,是未来市场发展的需要。

据统计,目前全世界净化湿法磷酸年产量超过 210 万吨,约占工业磷酸生产线的 30%。美国净化湿法磷酸占其工业磷酸生产线的 46%,欧洲净化湿法磷酸占其工业磷酸生产线的 84%,日本净化湿法磷酸占其工业磷酸生产线的 40%。

我国热法磷酸 2010 年产量为 258 万吨，根据磷肥行业“十二五”规划，到 2015 年，我国湿法净化磷酸需替代热法磷酸 150 万吨，而目前有效替代的湿法净化磷酸只有约 36 万吨，才刚刚起步，未来市场空间巨大。

表 1：目前有效替代热法制磷酸的湿法净化磷酸产能

序号	项目	产能（万吨/年）
1	贵州瓮福（集团）有限责任公司	10
2	云南云天化国际化工股份有限公司	10
3	中化重庆涪陵化工有限公司	5
4	四川川恒化工（集团）有限责任公司	5
5	安徽六国化工股份有限公司	5
6	湖北三宁化工股份有限公司	1
	合计	36

数据来源：公司公告，西南证券

3. 募投项目分析

公司本次发行前的总股本为 7001 万股，此次股票发行总量不超过 2335 万股，发行价 10.25 元，拟募集资金总额 2.4 亿元，此次募集资金运用围绕主业进行，将进一步完善公司产业链，丰富产品结构，保持公司在湿法磷酸分级利用领域的竞争优势和市场地位。募投项目的实施将促进公司产业升级，形成新的利润增长点。

表 2：募投项目概况

项目名称	总投资额（万元）	拟投入募集资金（万元）	建设期
10 万吨/年湿法磷酸净化制工业级磷酸项目	41,906.53	20,306.78	2 年

数据来源：招股说明书，西南证券

募投项目拟由 10 万吨/年湿法磷酸净化制工业级磷酸装置，配套的 60 万吨/年中低品位磷矿浮选装置、24 万吨/年硫铁矿制酸装置、3MW 余热背压式发电机组、13 万吨/年湿法磷酸浓缩装置以及相应环保、办公设施等组成。募投项目已于 2012 年开始先期投入，截至 2015 年 12 月 31 日，已投入 5941 万元。

公司现有硫磷配套、热电联产、中低品位磷矿浮选、湿法磷酸分级利用、硫酸渣综合利用等生产技术，拥有完整的湿法磷酸净化系统，湿法磷酸浓度可达 70%（含 H_3PO_4 ），本次募集资金投资项目的实施将使湿法磷酸浓度达到工业磷酸 85%（含 H_3PO_4 ）标准，净化过程中产生酸渣及次品酸用于现有系统生产饲料级磷酸钙盐，进行分级利用，最大限度发挥磷酸的效益，做到资源最优化利用。湿法磷酸净化生产工业级磷酸替代热法磷酸符合国家产业政策要求和行业发展趋势，又与公司实际情况相结合，将有力地提高公司的竞争能力，符合公司长远发展的目标。

项目投产后，预计平均年销售收入 66638.54 万元，税后利润 10218.98 万元，项目总投资收益率达 30.41%，形成新的利润增长点，促进公司发展。

表 3: 募投项目经济效益分析

序号	效益指标	预计值
1	平均年销售收入	66538.54 万元
2	平均年税后利润	10218.98 万元
3	投资回收期	5.43 年
4	内部收益率	25.59%
5	投资利润率	30.41%

数据来源: 公司公告, 西南证券

4. 盈利预测与投资建议

公司立足于利用本地硫、磷、钙、铁储量较大的优势, 通过对中低品位磷矿浮选、硫铁矿制酸、能量梯级利用、湿法磷酸的分级利用等关键技术不断创新、改进, 完善了从硫铁矿制酸、磷矿石的浮选至磷酸盐、磷肥产品生产、销售的一体化产业链, 形成了适合自身发展的“酸+肥+盐”相结合的独特产品线模式, 实现企业的持续发展。

假设 1: 饲料级磷酸二氢钙正常生产, 产能利用率进一步提升, 产品销量稳步增长, 预计 2016-2018 年饲料级磷酸盐营业收入保持 10% 的增长速度, 毛利率稳定在 33%。

假设 2: 磷肥业务下游需求稳定, 预计公司磷肥业务 2016-2018 年保持 5% 的增速稳步发展, 毛利率维持在 36.5%。

假设 3: 随着募投项目的建成投产, 2018 年业绩开始飞速发展。我们预计 2018 年募投项目实现业绩预测的 60%, 即工业级磷酸盐实现营业收入接近 4 个亿, 毛利率在 38% 左右。

假设 4: 三费率保持稳定。

表 4: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
饲料级磷酸盐	收入	400.71	440.78	484.86	533.34
	增速	36.94%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	32.22%	33.00%	33.00%	33.00%
磷肥	收入	142.26	149.37	156.84	164.68
	增速	6.88%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	36.21%	36.50%	36.50%	36.50%
铁精粉	收入	2.99	3.29	3.62	3.98
	增速	-91.25%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	1.62%	2.00%	2.00%	2.00%
工业级磷酸盐 (募投项目)	收入	-	-	-	399.23
	增速	-	-	-	-
	毛利率	-	-	-	38.00%
合计	收入	545.96	593.44	645.32	1,101.24
	增速	18.71%	8.70%	8.74%	70.65%
	毛利率	33.09%	33.71%	33.68%	35.22%

数据来源: 公司公告, 西南证券

预测与估值：根据以上说明和假设，我们预计公司 2016-2018 年的营业收入分别为 5.93 亿元、6.45 亿元和 11.01 亿元，归属母公司所有者的净利润分别为 5823 万元、6271 万元和 1.21 亿元。估算 2016 年、2017 年和 2018 年每股收益为 0.47 元、0.51 元和 0.98 元。

表 5：可比公司估值情况

证券代码	证券简称	收盘价 (2016-03-14)	EPS		PE	
			2016E	2017E	2016E	2017E
600470.SH	六国化工	7.44	0.21	0.39	35.91	19.15
600727.SH	鲁北化工	7.81	0.17	0.24	47.02	31.98
002170.SZ	芭田股份	8.13	0.40	0.56	20.51	14.47
002538.SZ	司尔特	8.91	0.62	0.81	14.38	11.05
600141.SH	兴发集团	10.41	0.32	0.44	32.86	23.93
600096.SH	云天化	8.87	0.19	0.44	47.43	20.07
平均值					33.02	20.11

数据来源：Wind，西南证券

参照可比公司 2017 年的平均估值，结合公司的成长性，我们认为 2016 年公司的合理估值应该为 30~35 倍，对应的股价为 14.10~16.45 元。

5. 风险提示

原材料价格波动的风险；下游需求低迷的风险；募投项目建设低于预期的风险。

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	545.96	593.44	645.32	1101.24	净利润	42.20	58.23	62.71	120.88
营业成本	365.27	393.40	428.00	713.34	折旧与摊销	31.33	30.36	47.68	65.20
营业税金及附加	0.27	0.30	0.65	1.10	财务费用	7.42	0.03	0.04	0.06
销售费用	93.15	100.89	109.70	187.21	资产减值损失	3.06	2.00	3.00	4.00
管理费用	27.02	29.67	32.27	55.06	经营营运资本变动	-15.72	-14.79	-7.32	-93.34
财务费用	7.42	0.03	0.04	0.06	其他	-8.01	-2.00	-3.00	-4.00
资产减值损失	3.06	2.00	3.00	4.00	经营活动现金流净额	60.30	73.83	103.11	92.81
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-0.64	-316.64	-110.00	-20.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-21.74	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	-22.38	-316.64	-110.00	-20.00
营业利润	49.76	67.16	71.67	140.46	短期借款	-20.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.65	2.50	3.30	4.10	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	50.41	69.66	74.97	144.56	股权融资	0.00	239.34	0.00	0.00
所得税	8.21	11.43	12.26	23.68	支付股利	0.00	-8.44	-11.65	-12.54
净利润	42.20	58.23	62.71	120.88	其他	-7.57	-0.03	-0.04	-0.06
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-27.57	230.87	-11.68	-12.60
归属母公司股东净利润	42.20	58.23	62.71	120.88	现金流量净额	10.35	-11.94	-18.57	60.20
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	78.38	66.43	47.86	108.06	成长能力				
应收和预付款项	37.72	41.43	45.46	76.74	销售收入增长率	18.68%	8.70%	8.74%	70.65%
存货	162.41	174.92	190.30	317.17	营业利润增长率	11.41%	34.97%	6.72%	95.99%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	3.49%	37.98%	7.71%	92.76%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	12.52%	10.20%	22.39%	72.32%
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	236.55	526.20	591.89	550.06	毛利率	33.09%	33.71%	33.68%	35.22%
无形资产和开发支出	17.94	14.57	11.20	7.84	三费率	23.37%	22.01%	22.01%	22.01%
其他非流动资产	1.40	1.40	1.40	1.40	净利率	7.73%	9.81%	9.72%	10.98%
资产总计	534.40	824.96	888.11	1061.27	ROE	11.74%	8.98%	8.96%	14.96%
短期借款	20.00	20.00	20.00	20.00	ROA	7.90%	7.06%	7.06%	11.39%
应付和预收款项	81.66	82.74	94.40	155.72	ROIC	12.36%	10.26%	8.16%	14.56%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	16.21%	16.44%	18.50%	18.68%
其他负债	73.28	73.62	74.05	77.55	营运能力				
负债合计	174.93	176.36	188.45	253.26	总资产周转率	1.05	0.87	0.75	1.13
股本	70.01	123.36	123.36	123.36	固定资产周转率	2.47	2.73	1.61	1.94
资本公积	97.62	283.61	283.61	283.61	应收账款周转率	23.95	23.93	23.86	28.74
留存收益	191.84	241.63	292.70	401.04	存货周转率	2.46	2.33	2.34	2.81
归属母公司股东权益	359.47	648.60	699.66	808.01	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	99.64%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	359.47	648.60	699.66	808.01	资产负债率	32.73%	21.38%	21.22%	23.86%
负债和股东权益合计	534.40	824.96	888.11	1061.27	带息债务/总负债	50.76%	50.35%	47.12%	35.06%
					流动比率	2.62	2.63	2.37	2.72
					速动比率	1.09	1.00	0.78	1.00
					股利支付率	0.00%	14.49%	18.57%	10.38%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	每股指标				
EBITDA	88.51	97.54	119.39	205.73	每股收益	0.34	0.47	0.51	0.98
PE	29.96	21.72	20.16	10.46	每股净资产	2.91	5.26	5.67	6.55
PB	3.52	1.95	1.81	1.56	每股经营现金	0.49	0.60	0.84	0.75
PS	2.32	2.13	1.96	1.15	每股股利	0.00	0.07	0.09	0.10
EV/EBITDA	8.21	13.18	10.92	6.05					
股息率	0.00%	0.67%	0.92%	0.99%					

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

邮箱：research@swsc.com.cn

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

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn