

2015年06月15日

证券研究报告·新股分析报告

东杰智能(300486) 机械设备

合理价格区间

29.25-31.69元



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

# 智能物流装备领先企业，有望借工业4.0腾飞

## 投资要点

- **国内智能物流装备领域的领先企业。**公司主要产品包括智能物流输送系统、智能物流仓储系统和机械式立体停车系统三大部分。通过多年的努力，公司基本确立了智能物流行业内国内企业第二的地位，在行业内具有技术和人力成本等方面的优势。公司产品和服务的主要消费群体为汽车、工程机械、医药、冶金、食品饮料、化工等行业企业。
- **乘工业4.0时代东风，智能物流装备加速发展。**我国正处在产业升级转型的变革时代。产业升级需要物流机械化、自动化、标准化、智能化的技术支持，智能物流装备行业将通过技术创新加速发展。2015年5月8日，国务院发布《中国制造2025》，部署全面推进实施制造强国战略，发展中国版的工业4.0，相关的自动化、智能化等板块发展潜力巨大。
- **公司竞争力强，具有技术成本优势，计划通过外延扩张打造机器人平台。**公司多项关键技术在国内处于领先水平。公司的人力成本及运营成本均相对较低。具有国际合作经验，有望开拓国外同类市场。积极发展智能物流仓储系统和机械式立体停车系统成为公司新的快速增长点。计划未来三年公司将根据行业与公司发展的要求，整合产业资源，打造平台化公司。
- **募投项目缓解资金压力，突破产能瓶颈，提高研发实力。**公司此次拟发行股数不超过3,472万股人民币普通股，拟使用募集资金投资100台/套工业自动化智能物流装备扩建项目、50座物流仓储成套设备扩建项目以及研发中心建设项目。项目将帮助公司突破产能瓶颈，提升公司在整个行业的影响力及盈利能力，增进公司的研发实力，进一步提升公司的核心竞争力。
- **盈利预测与估值分析。**按发行后13,886万股的总股本测算，我们预计公司2015-2017年EPS分别为0.49元、0.56元和0.67元。结合目前智能装备公司估值情况，我们给予公司2015年动态市盈率50-60倍的估值，对应二级市场的合理的股价区间为24.50元-29.40元。
- **风险提示：**或存在由于市场集中度较高，下游汽车产业需求波动引起的业绩波动风险；面临的国内外企业竞争压力或加大；新业务增速或不及预期。

| 指标年度            | 2014A  | 2015E  | 2016E  | 2017E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)       | 396.11 | 448.82 | 519.24 | 613.52 |
| 增长率             | 2.48%  | 13.30% | 15.69% | 18.16% |
| 归属母公司净利润(百万元)   | 54.11  | 67.51  | 78.52  | 93.64  |
| 增长率             | 1.77%  | 24.78% | 16.31% | 19.25% |
| 每股收益EPS(元)(摊薄后) | 0.39   | 0.49   | 0.56   | 0.67   |
| 净资产收益率ROE       | 14.29% | 15.53% | 15.71% | 16.20% |

数据来源: Wind, 西南证券

## 西南证券研究发展中心

分析师: 庞琳琳

执业证号: S1250513070002

电话: 010-57631198

邮箱: pl@swsc.com.cn

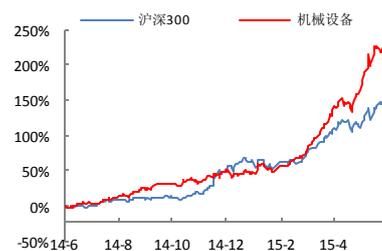
分析师: 姚健

执业证号: S1250515060002

电话: 010-57631190

邮箱: yaoj@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)                  | 10414 |
| 本次发行(万股)                    | 3472  |
| 发行后总股本(万股)                  | -     |
| 2014年每股收益(摊薄后)(元)           | 0.52  |
| 2014年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元) | 0.52  |

## 主要指标(2014年)

|                 |       |
|-----------------|-------|
| 每股净资产(元)        | 3.64  |
| 毛利率(%)          | 30.63 |
| 流动比率(倍)         | 1.82  |
| 速动比率(倍)         | 1.34  |
| 应收账款周转率(次)      | 1.91  |
| 资产负债率(合并报表)(%)  | 43.91 |
| 净资产收益率(加权平均)(%) | 15.32 |

## 相关研究

## 目 录

|  |          |
|--|----------|
| <b>1. 公司概况：国内智能物流装备领域的领先企业</b> .....         | <b>1</b> |
| 1.1 公司基本情况.....                              | 1        |
| 1.2 公司股本情况.....                              | 2        |
| <b>2. 行业情况：乘工业 4.0 时代东风，智能物流装备加速发展</b> ..... | <b>2</b> |
| <b>3. 公司发展潜力：凭借技术成本优势，抢占高端物流装备高地</b> .....   | <b>3</b> |
| 3.1 公司技术水平先进.....                            | 3        |
| 3.2 成本及服务具有优势.....                           | 4        |
| 3.3 具备较强的国际竞争力.....                          | 4        |
| 3.4 智能物流仓储系统、机械式立体停车系统成为快速增长点.....           | 4        |
| 3.5 持续并购，外延扩张打造机器人平台.....                    | 4        |
| <b>4. 募集资金用途</b> .....                       | <b>5</b> |
| <b>5. 盈利预测与估值分析</b> .....                    | <b>5</b> |
| <b>6. 风险提示</b> .....                         | <b>6</b> |

## 图 目 录

|                                      |   |
|--------------------------------------|---|
| 图 1: 公司的主要业务产品 .....                 | 1 |
| 图 2: 2014 年公司主要业务营业收入占比构成 .....      | 1 |
| 图 3: 2012-2014 年公司各主要业务毛利率变化情况 ..... | 1 |
| 图 4: 公司的股权架构 .....                   | 2 |
| 图 5: 智能输送装备行业需求量统计及预测 (亿元) .....     | 3 |
| 图 6: 仓储业相关自动化系统及设备投入规模 (亿元) .....    | 3 |

## 表 目 录

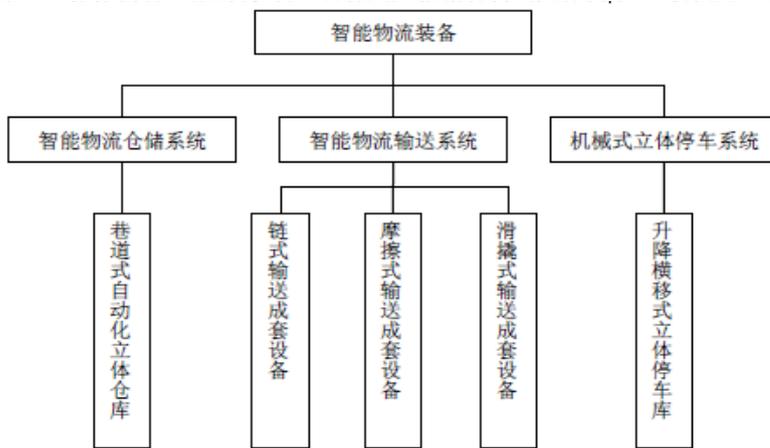
|                          |   |
|--------------------------|---|
| 表 1: 行业内主要公司产品销售额 .....  | 2 |
| 表 2: 本次募投项目和资金使用情况 ..... | 5 |
| 表 3: A 股可比公司估值比较 .....   | 6 |
| 附表: 财务预测与估值 .....        | 7 |

## 1. 公司概况：国内智能物流装备领域的领先企业

### 1.1 公司基本情况

公司的主营业务为智能物流装备的设计、制造、安装调试与销售，其产品均为定制化的成套设备，主要产品包括智能物流输送系统、智能物流仓储系统和机械式立体停车系统三大部分。公司从智能物流输送系统起步，2009年进入智能物流仓储系统。随着国内停车市场需求的快速增长，开发了机械式立体停车系统，具有较好的市场前景，预计将成为公司新的利润增长点。这三部分核心技术产品的收入占到公司2012-2014年营业收入的97.30%、98.86%和99.47%。

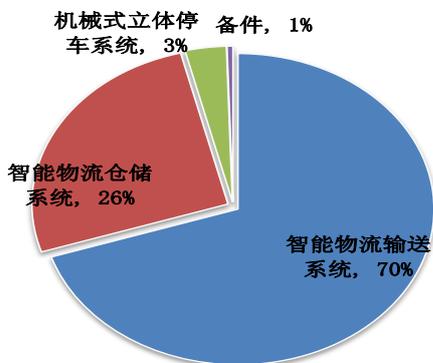
图 1：公司的主要业务产品



数据来源：公司招股书，西南证券

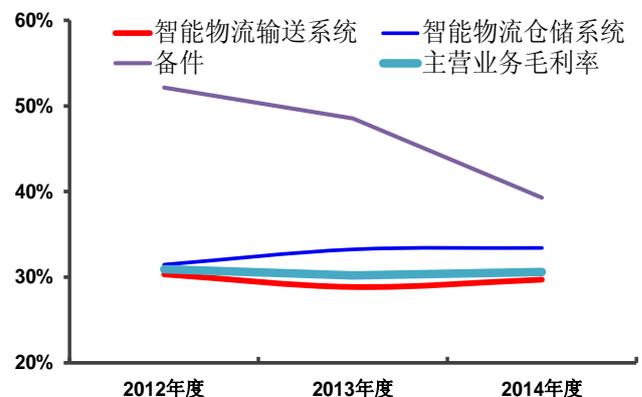
公司通过多年的努力，基本上稳定了智能物流行业内国内企业第二的地位。公司产品和服务的主要消费群体为汽车、工程机械、医药、冶金、食品饮料、化工等行业企业。公司目前最大的销售对象为汽车行业，2012-2014年分别占72.84%、62.65%、65.45%。此外，医药行业销售占比也增长迅速，2012-2014年分别占2.82%、9.04%、13.61%。

图 2：2014 年公司主要业务营业收入占比构成



数据来源：西南证券

图 3：2012-2014 年公司各主要业务毛利率变化情况

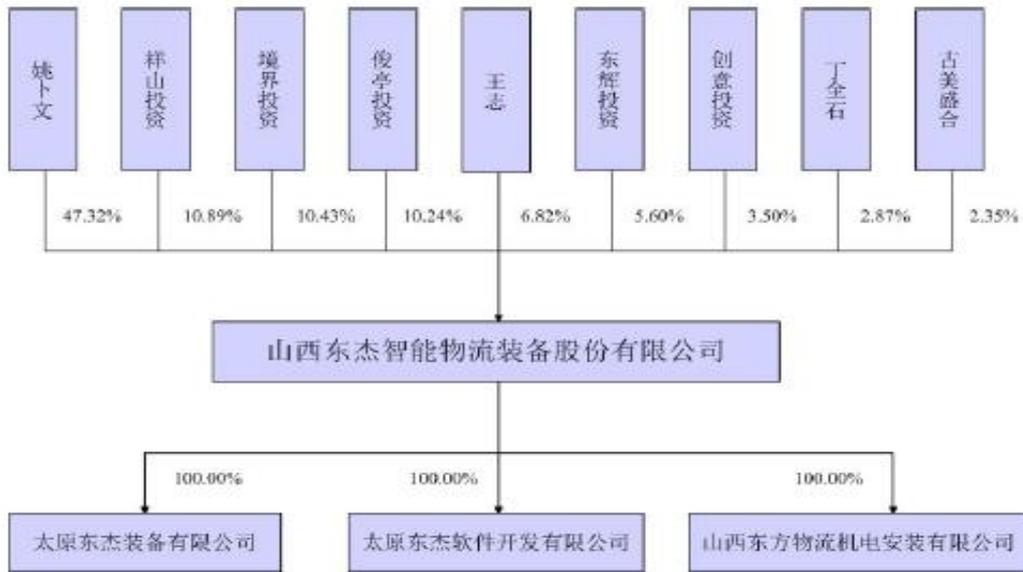


数据来源：西南证券

## 1.2 公司股本情况

本公司的控股股东为姚卜文先生，其直接持有本公司发行前47.32%的股份，发行后持有股权比例变为 35.49%，仍为公司第一大股东。本公司的实际控制人为姚卜文和其长子姚长杰。公司共有三个全资子公司，分别为太原东杰装备有限公司、山西东方物流机电安装有限公司和太原东杰软件开发有限公司。

图 4: 公司的股权架构



数据来源: 公司招股书, 西南证券

## 2. 行业情况: 乘工业 4.0 时代东风, 智能物流装备加速发展

我国正处在产业升级转型的变革时代。产业升级需要物流机械化、自动化、标准化、智能化的技术支持。在经济进入中速发展的新常态下, 智能物流装备行业将通过技术创新加速发展。未来几年, 自动化立体库、智能物流产品、物流机器人系统、智能分拣系统、自动识别与感知系统等先进的物流技术与装备将进入高速成长的后期, 开始领跑行业发展。预计中国物流技术装备行业发展速度将继续保持世界领先, 行业的发展战略机遇期至少还有 8-10 年, 整体保持在 20%-30% 的高速增长。

目前, 我国智能物流成套装备行业 2/3 左右市场份额被外资企业占据, 国内企业在该行业整体处于市场较分散的状态。

表 1: 行业内主要公司产品销售额

| 主要企业                | 2011 年销售额 | 2012 年销售额 | 2013 年销售额 | 2014 年销售额 |
|---------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 德国杜尔系统股份有限公司 (DURR) | 47.02     | 59.55     | 62.16     | 58.84     |
| 天奇自动化工程股份有限公司       | 9.11      | 11.62     | 11.02     | 10.31     |
| 湖北华昌达智能装备股份有限公司     | 3.44      | 2.50      | 2.12      | 4.37      |

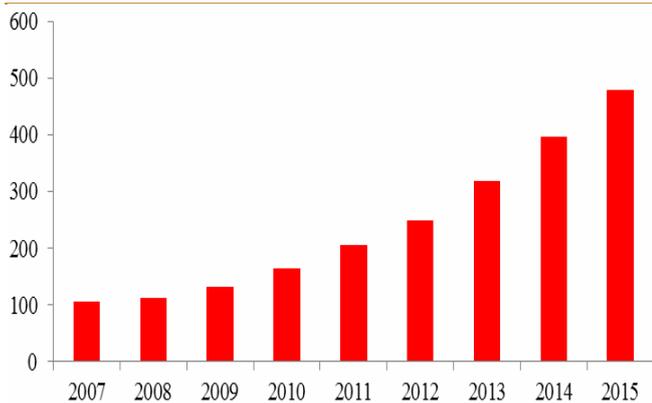
| 主要企业             | 2011年销售额 | 2012年销售额 | 2013年销售额 | 2014年销售额 |
|------------------|----------|----------|----------|----------|
| 湖北三丰智能输送装备股份有限公司 | 2.83     | 2.49     | 2.87     | 3.33     |
| 东杰智能             | 3.36     | 3.72     | 3.87     | 3.96     |

数据来源：公司招股书，西南证券

2014年9月，国务院发布《物流业发展中长期规划（2014-2020年）的通知》，指出要推进物流技术装备现代化，加强物流核心技术和装备研发，推动关键技术装备产业化，鼓励物流企业采用先进适用技术和装备。加快食品冷链、医药、烟草、机械、汽车、干散货、危险化学品等专业物流装备的研发，提升物流装备的专业化水平。吸收引进国际先进物流技术，提高物流技术自主创新能力。

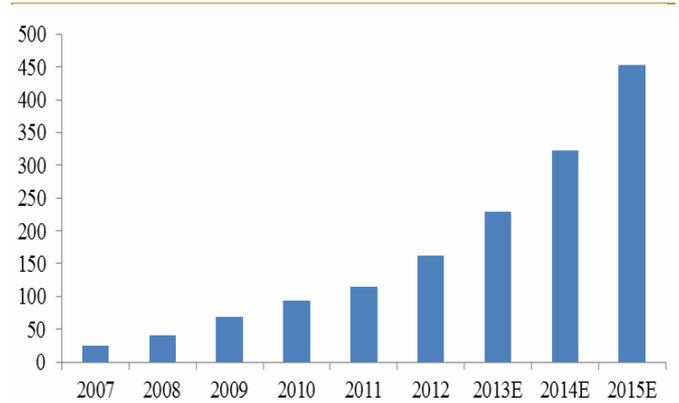
2015年5月8日，国务院发布《中国制造2025》，部署全面推进实施制造强国战略，明确通过政府引导、整合资源，实施国家制造业创新中心建设、智能制造、工业强基、绿色制造、高端装备创新等五项重大工程，大力推动重点领域突破发展。中国版工业4.0相关的自动化、智能化等板块发展潜力巨大。

图 5：智能输送装备行业需求量统计及预测（亿元）



数据来源：《我国智能输送装备行业发展及市场前景分析》，西南证券

图 6：仓储业相关自动化系统及设备投入规模（亿元）



数据来源：公司招股说明书，西南证券

### 3. 公司发展潜力：凭借技术成本优势，抢占高端物流装备高地

#### 3.1 公司技术水平先进

公司在智能物流输送系统及智能物流仓储系统等主要业务领域具备较强的整体设计、制造、安装、调试的技术实力，通过自主研发获得了数十项发明及实用新型专利，公司在控制及管理软件上自主研发能力较强，核心产品智能物流输送系统、智能物流仓储系统以及其他产品均使用自主研发的控制软件和管理软件。公司现已形成了多项关键技术成果，这些核心技术目前多处于国内先进水平。

### 3.2 成本及服务具有优势

智能物流成套装备行业的国际竞争对手普遍存在着人力成本、运营成本较高的情况。公司的人力成本及运营成本均相对较低，在与国际同行的竞争中，具有低成本的竞争优势。同时，公司相对于国际同行具有售后服务人员充足、反应速度快的优势。

### 3.3 具备较强的国际竞争力

2012-2014 年公司通过仲西输送设备（佛山）有限公司用于海外项目的智能输送系统订单金额（含税）合计为 3,516.56 万元，产品主要用于泰国本田涂装和焊装项目、马来西亚大发总装车门线项目、印度尼西亚五十铃项目等。仲西输送设备（佛山）有限公司为 Nakanishi Metal Works Co.,ltd.在 2005 年中国佛山设立的一家为日本汽车厂商提供输送装备的制造、安装及维持服务的企业，其业务以国内日资品牌汽车厂商为主，包括了丰田、本田、日产等品牌。

上述合同的签署体现了公司整体的竞争实力，对公司开拓国外同类业务市场将起到良好示范效应，未来几年公司将逐步推进主要产品的出口。

### 3.4 智能物流仓储系统、机械式立体停车系统成为快速增长点

下游医药、食品饮料等行业对自动化立体仓储产品的需求较为旺盛，而公司产品性能较好，客户认可度较高，在行业内已初步确立了一定的品牌形象，公司近两年该业务新签订单较多，业务发展迅速。2014 年末，公司已签订尚未执行完毕的智能物流仓储系统产品合同额总计 2.54 亿元（含税），预计该业务将为公司业绩的增长提供强有力的支撑。

2014 年度公司机械式立体停车系统产品已开始实现收入，截至 2014 年末公司已签订尚未执行完毕的机械式立体停车系统产品合同额总计 0.46 亿元（含税）。公司在该领域具有较强的技术优势，随着我国汽车保有量的持续增加和土地成本的提高，该产品具有较好的市场前景，该业务预计将成为公司新的利润增长点。

### 3.5 持续并购，外延扩张打造机器人平台

未来三年公司将根据行业与公司发展的要求，结合市场情况，通过资产重组、收购兼并、股权投资、协作经营等多种方式整合与现有产品结构、企业文化相匹配的同行业或相关企业，整合产业资源，提升集成能力，完善产品结构、扩大市场份额、提高公司核心竞争力。

## 4. 募集资金用途

本次拟公开发行新股募集资金主要用以加强公司在智能物流装备领域的生产、研发实力，不改变公司目前的主要产品结构，具体如下：

**表 2：本次募投项目和资金使用情况**

| 序号     | 项目名称                          | 总投资额<br>(万元) | 拟使用募集资金<br>投资额(万元) | 资金使用计划 |       |       |       |
|--------|-------------------------------|--------------|--------------------|--------|-------|-------|-------|
|        |                               |              |                    | 建设期    | 投产期   |       | 达产期   |
|        |                               |              |                    | 第 1 年  | 第 2 年 | 第 3 年 | 第 4 年 |
| 1      | 年产 100 台/套工业自动化智能物流装备<br>扩建项目 | 12,525       | 12,525             | 11,125 | 786   | 303   | 311   |
| 2      | 年产 50 座物流仓储成套设备扩建项目           | 12,987       | 12,987             | 11,786 | 678   | 251   | 272   |
| 3      | 研发中心建设项目                      | 6,500        | 925                | 925    | 5,575 | -     | -     |
| 合计使用资金 |                               | 32,012       | 26,437             | 23,836 | 7,039 | 554   | 583   |

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

截至 2014 年 12 月 31 日，公司使用自有资金对募集资金投资项目进行了先期投入，投入金额共计 1,289.35 万元。

## 5. 盈利预测与估值分析

东杰智能未来发展前景看好，未来几年公司主营业务有望保持增长趋势，我们做出如下假设：

(1) 未来几年公司主营业务和税率保持稳定；

(2) 公司最重要的主营业务智能物流输送系统，虽然 2013 年和 2014 年业务收入分别较上年下降 18.25% 和 1.99%。但公司在该领域技术水平较为先进，市场地位较为突出，承接大订单的能力也不断增强，考率到在手订单数量、未来五年下游汽车输送线更新换代高峰的到来以及公司进入电子商务领域的线下物流建设业务，未来智能物流输送系统业务有望保持一个增长的势头，给予公司该业务 2015-2017 年营收增长率 5% 的预计，毛利率预计稳定在 29.7%。

(3) 公司的智能物流仓储系统业务发展较快，随着土地成本的不断提高及物流业的快速发展，智能物流仓储系统具有广阔的市场空间。截至 2014 年末，公司已签订尚未执行完毕的智能物流仓储系统产品合同额总计 2.54 亿元（含税），预计该业务将为公司业绩的增长提供强有力的支撑。给予公司该业务 2015-2017 年营收增长率 25.3% 的预计，毛利率预计保持稳定在 33.5%。

(4) 公司 2014 年度的机械式立体停车系统产品已开始实现收入，截至 2014 年末公司已签订尚未执行完毕的机械式立体停车系统产品合同额总计 0.46 亿元（含税）。公司在该领域具有较强的技术优势，随着我国汽车保有量的持续增加和土地成本的提高，该类产品具有较好的市场前景，该业务预计将成为公司新的快速利润增长点。考虑到公司 2014 年全年该项业务收入约为 1346 万，而 2015 年第一季度该业务即以实现营收约 1241 万，给予公司该业务 2015-2017 年营收增长率 100%、80%、75% 的保守预计，毛利率预计稳定在 27% 左右。

按发行后 13886 万股的总股本测算,我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.49 元、0.56 元和 0.67。结合目前智能装备公司估值情况,我们给予公司 2015 年动态市盈率 50-60 倍的估值,对应二级市场的合理的股价区间为 24.50 元-29.40 元。

**表 3: A 股可比公司估值比较**

| 证券代码      | 证券简称 | 主营产品类型  | 营业收入 2014<br>(亿元) | 净利润<br>(亿元) | 收盘价<br>(元股) | 总市值<br>(亿元) | PE<br>(TTM) | PE<br>(2015E) |
|-----------|------|---------|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------|
| 002009.SZ | 天奇股份 | 现代化物流设备 | 17.81             | 0.96        | 36.16       | 116.08      | 119.25      | 64.56         |
| 300278.SZ | 华昌达  | 自动化智能装备 | 4.37              | 0.49        | 23.43 (停牌)  | 128.01      | 260         | 69.50         |
| 300276.SZ | 三丰智能 | 智能输送设备  | 3.34              | 0.30        | 38.88       | 145.57      | 532.43      | 306.9         |
| 300348.SZ | 东杰智能 | 智能输送设备  | 3.96              | 0.54        | -           | -           | -           | -             |

数据来源: 资料来源: Wind, 西南证券, 收盘价和市值数据截至 2015 年 6 月 12 日

## 6. 风险提示

或存在由于市场集中度较高,下游汽车产业需求波动引起的业绩波动风险;面临的国内外企业竞争压力或加大;新业务增速或不及预期。

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)      | 2014A        | 2015E        | 2016E        | 2017E        | 现金流量表 (百万元)        | 2014A  | 2015E  | 2016E  | 2017E  |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入           | 396.11       | 448.82       | 519.24       | 613.52       | 净利润                | 54.11  | 67.51  | 78.52  | 93.64  |
| 营业成本           | 274.80       | 311.19       | 359.19       | 423.19       | 折旧与摊销              | 7.74   | 8.38   | 10.80  | 13.90  |
| 营业税金及附加        | 4.64         | 5.64         | 6.61         | 7.68         | 财务费用               | 0.09   | -0.29  | -0.34  | -0.40  |
| 销售费用           | 10.97        | 12.40        | 14.32        | 16.94        | 资产减值损失             | 5.61   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 管理费用           | 38.88        | 43.43        | 50.34        | 59.56        | 经营营运资本变动           | -50.17 | -7.24  | -28.24 | -33.93 |
| 财务费用           | 0.09         | -0.29        | -0.34        | -0.40        | 其他                 | -10.49 | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 资产减值损失         | 5.61         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | <b>经营活动现金流净额</b>   | 6.89   | 68.36  | 60.74  | 73.21  |
| 投资收益           | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 资本支出               | -4.21  | -80.00 | -80.00 | -80.00 |
| 公允价值变动损益       | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 其他                 | -7.50  | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 其他经营损益         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | <b>投资活动现金流净额</b>   | -11.71 | -80.00 | -80.00 | -80.00 |
| <b>营业利润</b>    | 61.11        | 76.45        | 89.12        | 106.55       | 短期借款               | 0.00   | 0.00   | 22.21  | 31.20  |
| 其他非经营损益        | 1.34         | 1.21         | 1.20         | 1.23         | 长期借款               | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| <b>利润总额</b>    | 62.46        | 77.66        | 90.32        | 107.77       | 股权融资               | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 所得税            | 8.35         | 10.15        | 11.80        | 14.14        | 支付股利               | -10.41 | -10.60 | -13.22 | -15.38 |
| 净利润            | 54.11        | 67.51        | 78.52        | 93.64        | 其他                 | -0.99  | -0.74  | 0.34   | 0.40   |
| 少数股东损益         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | <b>筹资活动现金流净额</b>   | -11.40 | -11.34 | 9.32   | 16.22  |
| 归属母公司股东净利润     | 54.11        | 67.51        | 78.52        | 93.64        | <b>现金流量净额</b>      | -16.23 | -22.98 | -9.93  | 9.43   |
|                |              |              |              |              |                    |        |        |        |        |
| 资产负债表 (百万元)    | 2014A        | 2015E        | 2016E        | 2017E        | 财务分析指标             | 2014A  | 2015E  | 2016E  | 2017E  |
| 货币资金           | 84.84        | 61.86        | 51.92        | 61.35        | <b>成长能力</b>        |        |        |        |        |
| 应收和预付款项        | 289.81       | 307.55       | 359.46       | 427.05       | 销售收入增长率            | 2.48%  | 13.30% | 15.69% | 18.16% |
| 存货             | 136.47       | 154.54       | 178.38       | 210.16       | 营业利润增长率            | 2.20%  | 25.10% | 16.57% | 19.56% |
| 其他流动资产         | 9.08         | 10.29        | 11.90        | 14.06        | 净利润增长率             | 1.77%  | 24.78% | 16.31% | 19.25% |
| 长期股权投资         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | EBITDA 增长率         | 3.08%  | 22.62% | 17.78% | 20.56% |
| 投资性房地产         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | <b>获利能力</b>        |        |        |        |        |
| 固定资产和在建工程      | 94.90        | 167.95       | 238.59       | 306.13       | 毛利率                | 30.63% | 30.67% | 30.82% | 31.02% |
| 无形资产和开发支出      | 32.21        | 30.79        | 29.36        | 27.93        | 三费率                | 12.61% | 12.38% | 12.39% | 12.41% |
| 其他非流动资产        | 27.85        | 27.84        | 27.84        | 27.83        | 净利率                | 13.66% | 15.04% | 15.12% | 15.26% |
| <b>资产总计</b>    | 675.16       | 760.82       | 897.46       | 1074.51      | ROE                | 14.29% | 15.53% | 15.71% | 16.20% |
| 短期借款           | 0.00         | 0.00         | 22.21        | 53.41        | ROA                | 8.71%  | 8.01%  | 8.87%  | 8.75%  |
| 应付和预收款项        | 284.70       | 314.28       | 363.15       | 430.41       | ROIC               | 19.03% | 19.02% | 17.45% | 16.79% |
| 长期借款           | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | EBITDA/销售收入        | 17.41% | 18.84% | 19.18% | 19.57% |
| 其他负债           | 11.74        | 11.93        | 12.19        | 12.53        | <b>营运能力</b>        |        |        |        |        |
| <b>负债合计</b>    | 296.43       | 326.21       | 397.55       | 496.35       | 总资产周转率             | 0.62   | 0.63   | 0.63   | 0.62   |
| 股本             | 104.14       | 104.14       | 104.14       | 104.14       | 固定资产周转率            | 4.33   | 4.09   | 3.41   | 2.96   |
| 资本公积           | 42.86        | 42.86        | 42.86        | 42.86        | 应收账款周转率            | 1.91   | 1.91   | 1.99   | 1.99   |
| 留存收益           | 230.70       | 287.61       | 352.91       | 431.16       | 存货周转率              | 2.21   | 2.14   | 2.16   | 2.18   |
| 归属母公司股东权益      | 378.73       | 434.61       | 499.91       | 578.16       | 销售商品提供劳务收到的现金/营业收入 | 76.72% | —      | —      | —      |
| 少数股东权益         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | <b>资本结构</b>        |        |        |        |        |
| <b>股东权益合计</b>  | 378.73       | 434.61       | 499.91       | 578.16       | 资产负债率              | 43.91% | 42.88% | 44.30% | 46.19% |
| 负债和股东权益合计      | 675.16       | 760.82       | 897.46       | 1074.51      | 带息债务/总负债           | 0.00%  | 0.00%  | 5.59%  | 10.76% |
|                |              |              |              |              | 流动比率               | 1.82   | 1.69   | 1.55   | 1.47   |
|                |              |              |              |              | 速动比率               | 1.34   | 1.20   | 1.09   | 1.03   |
|                |              |              |              |              | 股利支付率              | 19.25% | 15.70% | 16.84% | 16.43% |
|                |              |              |              |              | <b>每股指标 (摊薄前)</b>  |        |        |        |        |
| <b>业绩和估值指标</b> | <b>2014A</b> | <b>2015E</b> | <b>2016E</b> | <b>2017E</b> | 每股收益               | 0.52   | 0.65   | 0.75   | 0.90   |
| EBITDA         | 68.95        | 84.54        | 99.58        | 120.05       | 每股净资产              | 3.64   | 4.17   | 4.80   | 5.55   |
| PE             | -            | -            | -            | -            | 每股经营现金             | 0.07   | 0.66   | 0.58   | 0.70   |
| PB             | -            | -            | -            | -            | 每股股利               | 0.10   | 0.10   | 0.13   | 0.15   |
| PS             | -            | -            | -            | -            |                    |        |        |        |        |
| EV/EBITDA      | -1.63        | -1.06        | -0.57        | -0.30        |                    |        |        |        |        |
| 股息率            | -            | -            | -            | -            |                    |        |        |        |        |

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 号中国保险大厦一楼北侧

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 层

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

## 西南证券机构销售团队

---

### 北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-50755210

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn