

## 军民融合护航双轨转型

### ——三力士（002224）深度报告

2016年02月25日

推荐/维持

三力士

深度报告

#### 报告摘要：

**主营业务不断做强、做好、做大。**公司近年来V带业务净利润年均增长40%以上。我们预计2015年公司主营业务的归母净利润约在2.6亿元，不考虑其他业务增量，能较2014年增长近30%。这受益于：全国第一的V带市场占有率和优质产品质量，使公司具有较强定价能力，橡胶价格低位徘徊时公司产品价格却基本持平；引进先进生产线，公司的产品结构不断升级优化，竞争力进一步增强，毛利率和ROE稳步提高。

**军民融合护航双轨转型。**在主营业务不断做强、做好、做大的支撑下，公司坚定向军民融合领域转型，为公司成长将打开巨大的想象空间。

- ◆在无人应用装备领域，公司未来可能涵盖无人潜水器、无人机、无人驾驶等平台，实现“海”、“天”、“地”的立体化发展；
- ◆在量子工程领域，单光子测距、单光子通信或是公司布局的重点；
- ◆同国防科技大学吕梁军民融合协同创新研究院在微纳卫星领域的合作则将公司的转型布局正式衍生至太空。

**股权激励、实际控制人增持坚定未来发展信心。**公司制定了面向管理层和骨干员工的股票期权激励计划，2016年归母扣非净利润将较2013年增长100%以上。同时，实际控制人之一、总经理吴琼瑛女士先后认购超过5亿元人民币股份。公司内部结构关系稳定，未来发展信心坚定。

**公司盈利预测及投资评级。**橡胶V带龙头，原材料价格低迷和产品升级换代，主营业务毛利率和利润稳步提高；“空天地海一体化”战略布局为未来发展打开巨大想象空间。我们预计公司2015-2017年营业收入为9.7亿元、11.1亿元和13.0亿元，每股收益0.39元、0.48元和0.60元，对应PE为44.7、36.4、29.1。2016年EPS化工、军工分别贡献0.44和0.05元。公司是橡胶V带细分市场绝对龙头，标的具有稀缺性和很强逆周期性，给予化工40倍PE估值；军工业务未来两年有巨大增长潜力，涉及领域均有较高技术围墙，是军民融合转型的典范，按80倍PE估值，给予公司目标价21.6元。维持公司“推荐”评级。

#### 财务指标预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	944.54	969.65	974.33	1,110.12	1,308.02
增长率(%)	6.73%	2.66%	0.48%	13.94%	17.83%
净利润(百万元)	147.19	198.25	255.38	313.82	393.32
增长率(%)	118.35%	34.69%	28.82%	22.88%	25.33%
净资产收益率(%)	13.99%	16.11%	17.79%	18.50%	19.44%
每股收益(元)	0.46	0.30	0.39	0.48	0.60
PE	38.02	58.30	44.75	36.43	29.08
PB	5.42	9.34	7.96	6.74	5.65

#### 杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

#### 杨行远

010-66554024

yangxy@dxzq.net.cn

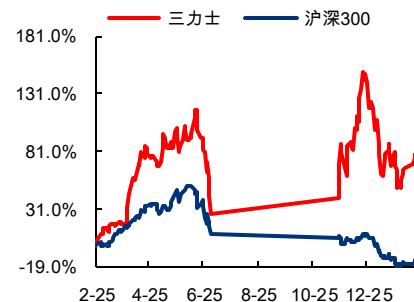
执业证书编号：

S1480115060007

#### 交易数据

52周股价区间(元)	17.83-10.28
总市值(亿元)	116.73
流通市值(亿元)	83.17
总股本/流通A股(万股)	65467/46645
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	4.65

#### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

#### 相关研究报告

- 1、《三力士（002224）事件点评：主业预增，强力支撑未来转型》2016-02-01
- 2、《三力士（002224）事件点评：空天地海一体化战略拓展未来发展空间》2016-01-26
- 3、《三力士（002224）事件点评：实际控制人比例增持彰显坚定信心》2016-01-15
- 4、《三力士（002224）2014年年报及一季报点评：产品结构升级助力业绩大增，关注“智慧三力士”》2015-04-30

## 目 录

1. 橡胶 V 带龙头，军民融合华丽转身.....	3
2. 主营业务做强、做好、做大.....	4
2.1 市场控制力强，逆周期明显.....	4
2.2 产品持续升级换代，毛利率稳步提高.....	5
3. 军民融合战略护航双轨转型.....	6
3.1 无人应用装备.....	6
3.2 量子工程.....	8
3.3 微纳卫星.....	9
4. 股权激励、实际控制人增持坚定未来发展信心.....	11
5. 盈利预测及评级.....	12

## 表格目录

表 1: 量子通信研究和产业化状况.....	9
表 2: 卫星按重量分类方式.....	9
表 3: 公司盈利预测表.....	13

## 插图目录

图 1: 三力士 V 带产品种类齐全.....	3
图 2: 三力士产品远销 60 多个国家.....	3
图 3: 公司逐步确立“空天地海”一体化军民融合转型战略.....	4
图 4: 公司营业收入持续增长.....	4
图 5: 公司净利润持续快速增长.....	4
图 6: 公司产品逆周期性明显.....	5
图 7: 公司产品毛利率稳步提高.....	6
图 8: 公司 ROE 稳步提升.....	6
图 9: 无人潜水器军用前景广阔.....	7
图 10: 无人潜水器民用前景广阔.....	7
图 11: 无人潜器的三大技术壁垒.....	7
图 12: 全自由度轮缘驱动推进技术可靠、简单.....	8
图 14: 激光探测.....	8
图 15: 激光测距.....	8
图 17: 全球小卫星发射数量不断增长.....	10
图 18: 全球星均发射质量持续降低.....	10
图 19: 微纳卫星发射数量迅速攀升.....	10
图 20: 吕梁一号示意图.....	11
图 23: 公司的股票期权激励计划.....	12

## 1. 橡胶 V 带龙头，军民融合华丽转身

公司是国内橡胶 V 带的龙头企业，生产的橡胶 V 带（三角带）连续多年产销量、出口量居全国同行首位；三力士商标连续五年荣获浙江名牌称号，是国家质检总局的名牌产品和免检产品，是国家工商总局认定的“驰名商标”。橡胶 V 带主要应用在包装和各种机电设备的传动领域，种类较多、应用广泛。

图 1: 三力士 V 带产品种类齐全



资料来源: 公司网站, 东兴证券研究所

公司产品远销美国、加拿大、德国、英国、意大利、韩国、俄罗斯等 60 多个国家和地区。形成了覆盖全球的营销网络。

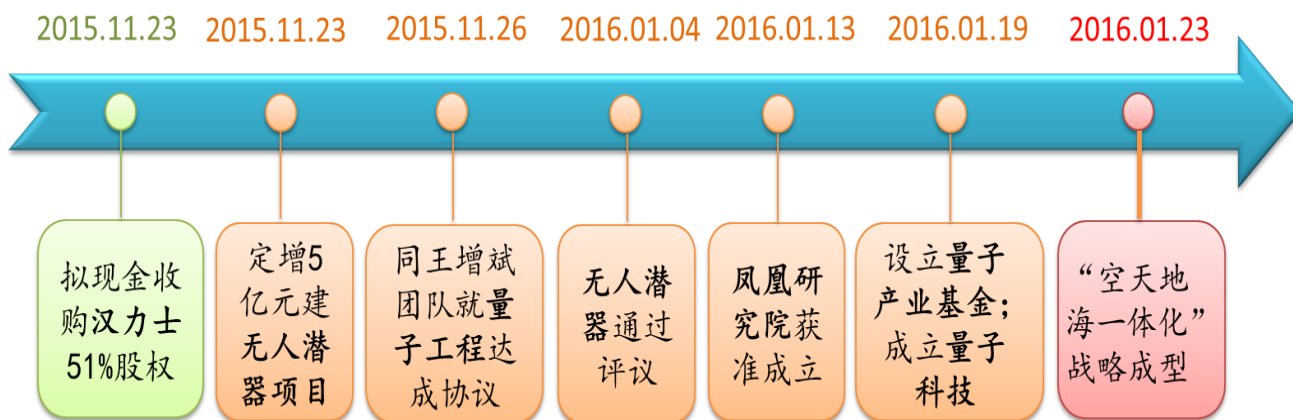
图 2: 三力士产品远销 60 多个国家



资料来源: 公司网站, 东兴证券研究所

随着公司主业的不断做强、做好、做大，在主营业务持续稳健现金流支撑下，公司逐步确立了“空天地海”一体化的军民融合双轨战略，引入军工技术，开启新材料革命，进军高端市场，紧盯无人应用装备研发，进一步突破传统传动带业务的市场容量束缚，拓展双轨成长空间。

图 3: 公司逐步确立“空天地海”一体化军民融合转型战略



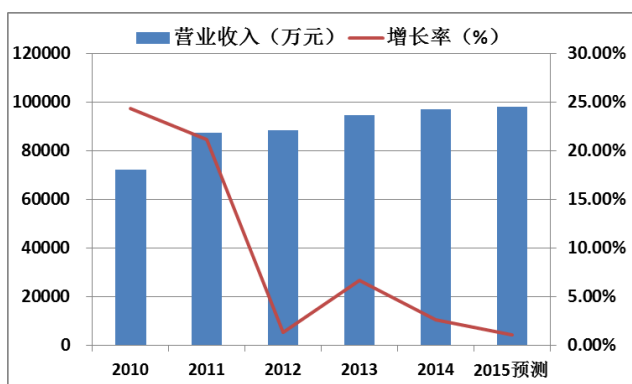
资料来源: 东兴证券研究所

未来, 稳步发展的主营业务将为公司提供牢固的安全边际, 而无人潜器、量子工程和微纳卫星等军民两用项目, 将与公司主业一起为公司打开巨大的增长空间。

## 2. 主营业务做强、做好、做大

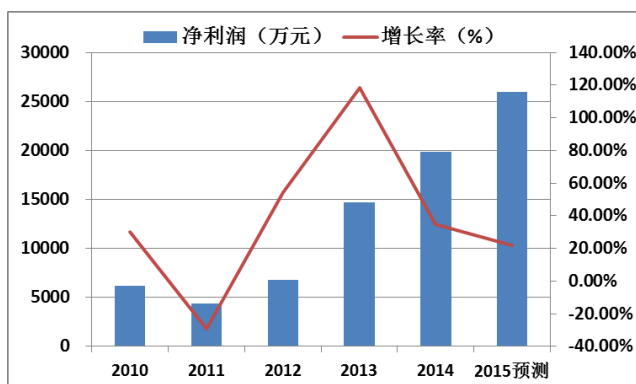
公司近年来的营业收入稳步增长, 净利润则以高达年均 40% 以上的速度持续快速增长。主营业务不断做强、做好、做大, 这主要得益于公司强大的议价能力和产品的持续升级换代。

图 4: 公司营业收入持续增长



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 5: 公司净利润持续快速增长



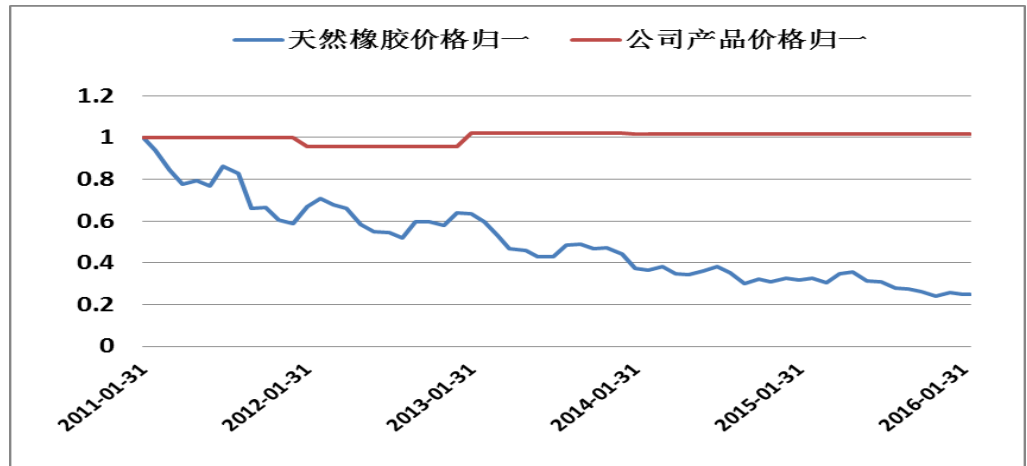
资料来源: wind, 东兴证券研究所

### 2.1 市场控制力强, 逆周期明显

公司主营产品橡胶 V 带的下游是各个领域的机电设备, 应用范围十分广泛, 目前公司已在全国传动带行业中品种齐全、年生产规模最大的生产厂家, 年生产能力约为 4 亿 Am, 国内市场占有率约在 25% 以上, 位居全国第一位。

巨大的市场占有率和优质的产品质量,使得公司对市场拥有较强的控制能力和定价能力。在原材料价格上涨的周期中,公司能够提高产品价格转嫁成本,在原材料价格下跌的周期里,公司能够稳定产品价格提高利润。

图 6: 公司产品逆周期性明显



资料来源: wind, 公司财报, 东兴证券研究所

橡胶作为 V 带产品最大的成本来源,约占总成本的近 50%。从 2011 年一月起,天然橡胶的价格不断走低,但公司产品的价格在公司议价能力的支撑下却基本持平。这使得公司具有明显的逆周期性,在近年来整个化工行业大周期向下的环境中,公司的净利润持续较快增长。

## 2.2 产品持续升级换代, 毛利率稳步提高

2015 年公司募投项目 3000 万 Am 高性能特种传动 V 带投产,替代了原先 4500 万 Am 的惠尔低端生产线,使得公司的产品结构进一步升级优化,竞争力进一步增强,同时借助高性能特种 V 带,公司将进一步拓展海外高端市场,提升海外占有率和影响力。

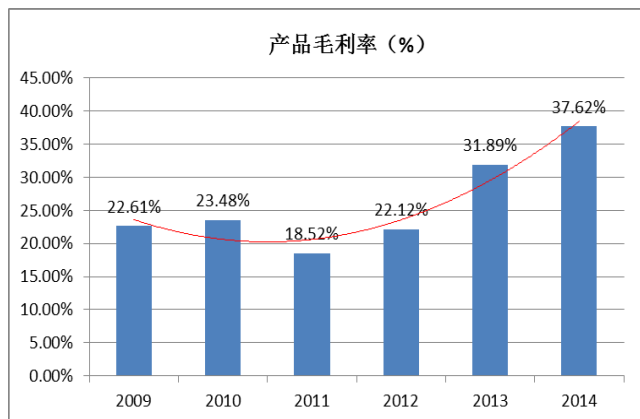
我们粗略估计公司低档产品的毛利率仅在 15-25%左右,而高档产品的毛利率高达 40%以上,未来随着低档产品不断被高档产品替换以及原材料价格的持续低位徘徊,公司橡胶 V 带的营业毛利率和 ROE 将稳步提高。

同时公司拟投资 2.2 亿元,用于年产 5000 吨特种橡胶骨架材料、600 万 Am 农机带项目。该项目集“橡胶传动系列产品研发设计、智能制造、信息化管理、互联网营销”为一体,以包布带、汽车带、农机带、同步带、输送带和橡胶骨架新材料等非轮胎汽车橡胶制品瞄准市场,打造“国内领先,世界一流”的橡胶传动领域智慧型企业。

由于项目引进国际先进的自动化生产设备,摒弃了原有段落式、间隔式生产方式,运用信息化工具及智能化装备实现联动生产,能够节约劳动力成本 15%以上。项目预

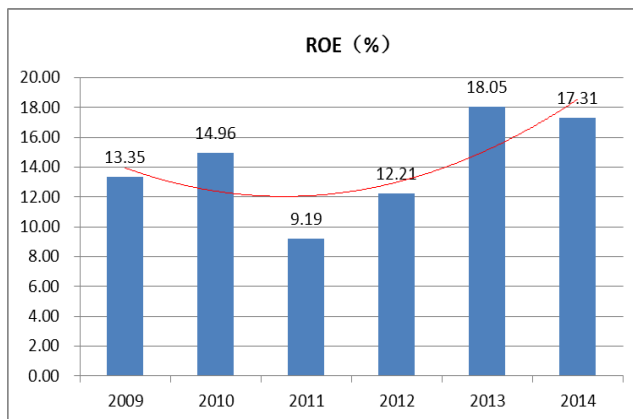
计 2018 年 1 月投入生产, 当年达产 80%, 2019 年达产 100%。2019 年总产值 32000 万元, 利润总额 3034 万元, 完税后利润 2275 万元, 投资利润率约 14%。

图 7: 公司产品毛利率稳步提高



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 8: 公司 ROE 稳步提升



资料来源: wind, 东兴证券研究所

### 3. 军民融合战略护航双轨转型

公司传统主业传动带领域的市场容量较小, 国内市场约在 50 亿元左右, 公司已经是该领域绝对的龙头企业, 虽然未来仍有进一步扩大市场份额的空间, 但长远来看难免触碰到市场容量的天花板。

为此, 公司逐步明晰了“空天地海一体化”发展的军民融合双轨战略。未来将在无人应用装备、量子工程和微纳卫星等领域进行研发储备, 实现突破。

#### 3.1 无人应用装备

未来, 公司无人应用装备将有可能涵盖无人潜水器、无人机、无人驾驶等平台, 实现“海”、“天”、“地”的立体化发展。

目前, 公司的项目重点集中在无人潜水器平台。2015 年 11 月, 公司定增 5 亿元用于年产 150 台智能化无人潜水器, 拉开了无人潜水器研发生产的序幕; 2016 年 01 月, 公司负责承担的“无缆遥控自避障多功能无人潜航器”总体技术方案, 获得了中科院院士、解放军装备发展部专家组成的评审委员会通过。

随着我国海洋事业的发展 and 国民对海洋权益关切度的提升, 以及海军舰船尤其是航母战斗群的持续建设, 尚未开发的水下装备市场空间巨大。而无人潜水器作为军民两用的智能装备具有广阔的市场前景: 作为军用, 无人潜水器可以用于潜舰通信网络、重点港口布防、岛礁布防和水下测绘; 作为民用, 无人潜水器可用于海床测绘、矿产勘

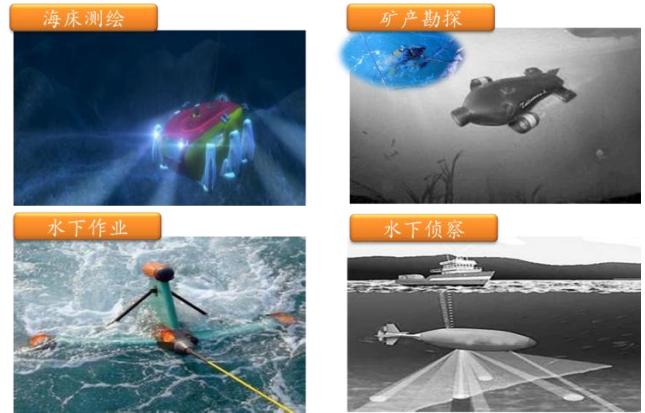
探、水下作业和水下侦察。我们预测未来无人潜水器的需求将不亚于无人飞机，市场空间或许超越千亿。

**图 9: 无人潜水器军用前景广阔**



资料来源: 网站资料, 东兴证券研究所

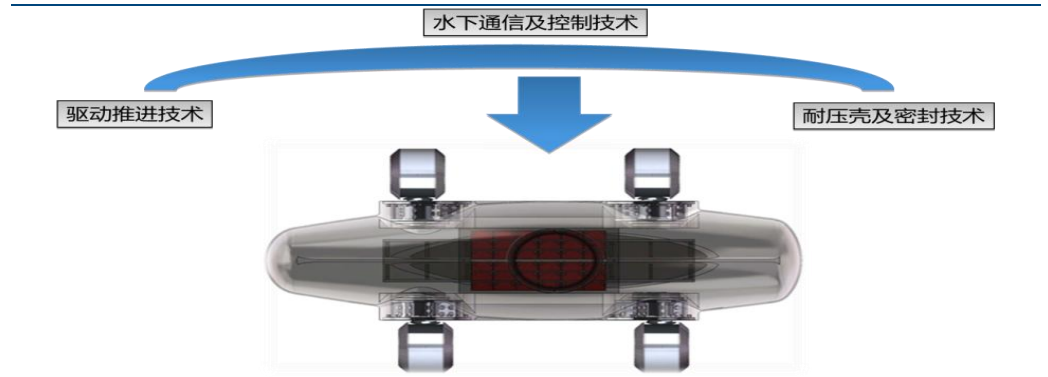
**图 10: 无人潜水器民用前景广阔**



资料来源: 网站资料, 东兴证券研究所

目前能够生产无人潜水器的国家和地区只有美国、欧洲、日本、加拿大和中国。2014年深海打捞失踪客机黑匣子事件更是催生了各国无人潜水器的装备竞赛,但是作为高精尖的智能装备,无人潜水器在能源和动力技术、水下通信及控制技术和耐压壳及密封技术方面具有较大的技术壁垒。

**图 11: 无人潜器的三大技术壁垒**



资料来源: 网站资料, 东兴证券研究所

在驱动推进技术方面,目前主要的技术有主推进系统、舵桨系统和轮缘推进系统。相比于传统主推进系统和舵桨系统,轮缘推进系统具有结构简单、可靠的优点,可应用于不同下潜深度的潜航器。

在耐压壳及密封技术方面,高强度的合金材料、柱形耐压外壳是目前水下潜器的主流,同时压力补偿系统会是一个较好的补充。

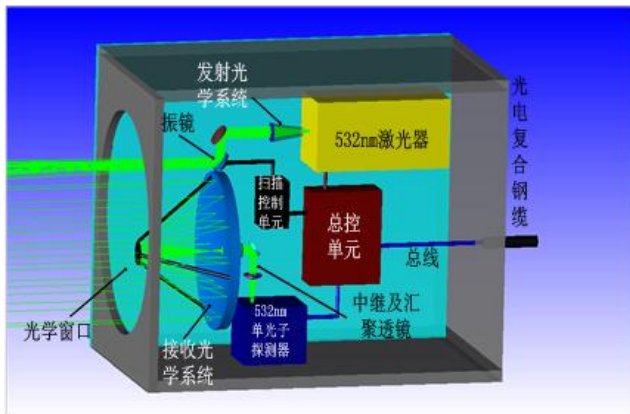
图 12: 全自由度轮缘驱动推进技术可靠、简单



资料来源：网站资料，东兴证券研究所

在水下通信及控制技术方面，目前主流的技术有有缆通讯技术、水声通讯技术和激光通讯技术等。有缆通讯不可避免增加附体阻力造成运动干扰，水声通讯的数据传输速率较低，而激光通讯系统虽然受海水环境的影响较大，但数据传输速率较高。

图 13: 激光探测



资料来源：网站资料，东兴证券研究所

图 14: 激光测距



资料来源：网站资料，东兴证券研究所

我们预计 2016 年，无人潜水器的样机将有望面世，同时我们推测先期的样机销售将有望在给公司带来千万级的销售收入。项目完全达产后，将给公司带来 5.5 亿元的年销售收入，1.2 亿元的年利润总额和近 1 亿元的年净利润。

### 3.2 量子工程

2015 年 11 月公司与王增斌团队就量子工程达成战略合作协议，双方共建产业实施主体，围绕量子工程在相关产品领域（包括无人潜水器的单光子通信测控系统以及单光子测距自避障系统）展开全面研发合作；2016 年 01 月，公司成立了规模 10 亿元的量子产业基金，同时和王增斌团队共同出资设立三力士量子科技有限公司（以下简称



量子科技), 公司持股 70%。量子科技拟进行单光子通信, 量子密钥分发等产业化项目的研究生产。借助王增斌团队的技术支持, 通过控股公司量子科技, 公司正式进入量子通信技术应用领域。

量子通信具有绝对的安全性和无障碍传输的优点, 目前有两种实现方案: 基于单光子信道的量子通信, 和基于光子纠缠对的量子通信。从模式来说, 量子通信可分为四种模式: 量子密钥分发(QKD, quantum key distribution), 量子隐形传态(quantum teleportation), 量子机密共享 (quantum secret sharing) 和量子安全直接通信 (quantum secure direct communication)。

产业化程度最高的是量子密钥分发, 我们常说的量子通信现阶段实际上指的就是这种技术, 中科大的潘建伟和郭光灿两个团队在该领域的研究处于国际领先水平, 相应的技术转化后形成了一些产业化的公司。

**表 1: 量子通信研究和产业化状况**

院校	相关技术	产业公司
中科大 (郭光灿)	量子密钥分发整机系统	安徽问天量子科技有限公司
中科大 (潘建伟)	量子密钥分发整机系统	安徽量子通信技术有限公司
中科大	量子加密	浙江神州量子网络科技有限公司
华东师大	单光子探测器	
北京大学	随机数发生器	

资料来源: 东兴证券研究所

我们预计公司现阶段的合作研究重点还是集中在单光子测距、单光子通信等领域, 2017 年 1 月前有可能实现产业化。但需要指出的是实验室的研究成果到最后实现产业化往往需要大量的探索和试验, 目前公司在量子产业相关的布局将会为公司在相关领域逐步累积技术优势, 我们也相信未来量子通信技术领域会结出累累硕果。

### 3.3 微纳卫星

2016 年 01 月公司和国防科学技术大学吕梁军民融合协同创新研究院签订了战略合作协议, 该协议中重点提及了双方进行微纳卫星领域的合作和开发, 至此公司的“空天地海一体化”转型战略正式衍生至太空领域。

国际上对微纳卫星的定义主要以卫星质量为标准, 微卫星的质量范围在 10 至 100 千克, 纳卫星的质量范围在 1 到 10 千克, 而质量低于 500 千克的卫星统称为小卫星。

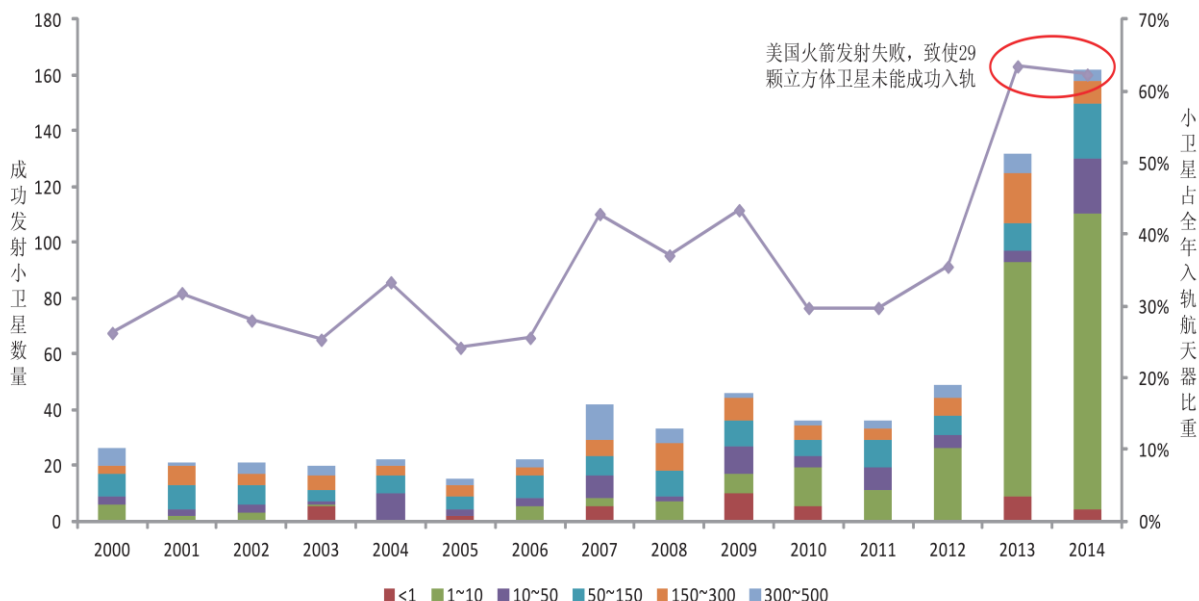
**表 2: 卫星按重量分类方式**

类型	飞卫星	皮卫星	纳卫星	微卫星	迷你卫星	中型卫星	大型卫星
质量 (千克)	< 0.1	0.1-1	1-10	10-100	100-500	500-1000	> 1000

资料来源: 东兴证券研究所

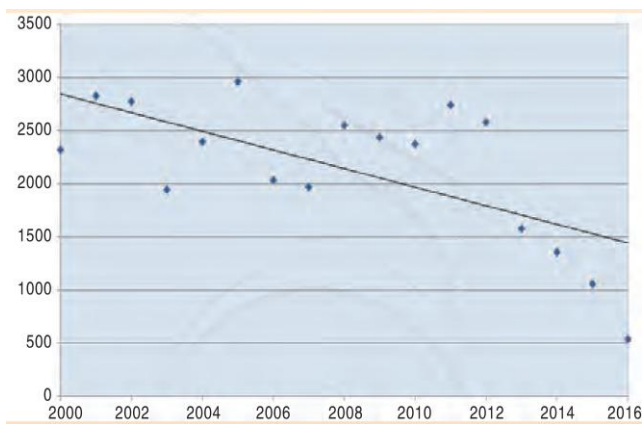
相比于普通卫星,小卫星具有质量轻,成本低,周期短,功耗低,功能密度高,可编队组网等多种优点,具有广阔的军民两用市场前景,被广泛应用在通信、军事、地质勘探、环境与灾害监测、交通运输、气象服务、科学实验、深空探测等多个方面。

图 15: 全球小卫星发射数量不断增长



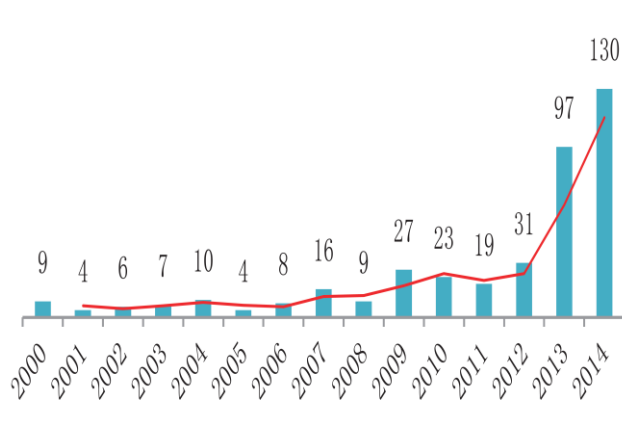
资料来源: 北京空间科技信息研究所, 东兴证券研究所

图 16: 全球星均发射质量持续降低



资料来源: 北京空间科技信息研究所, 东兴证券研究所

图 17: 微纳卫星发射数量迅速攀升



资料来源: 北京空间科技信息研究所, 东兴证券研究所

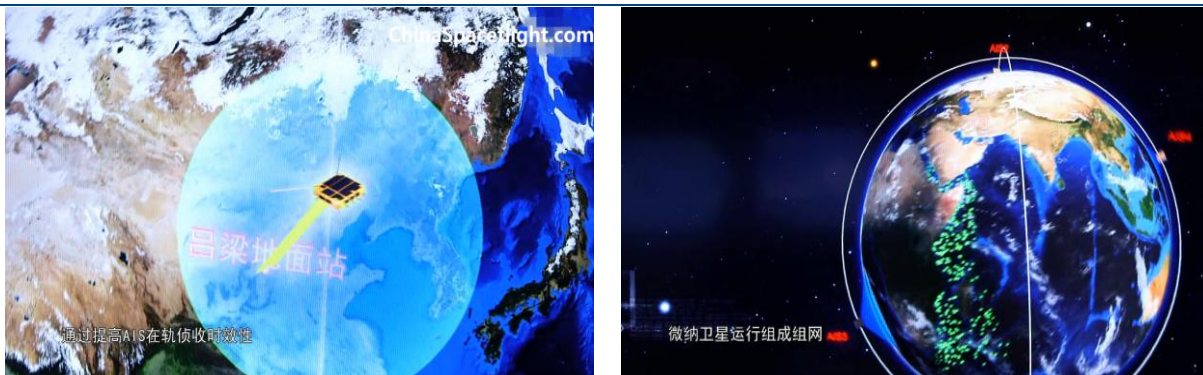
2000 年来,全球成功入轨的小卫星数量不断攀升。仅 2014 年,全球就成功发射小卫星 162 颗,较 2013 年的 132 颗增长 22.7%。小卫星发射占比也从 2000 年的不足 30%,迅速提升到 2014 年的 60%以上。而随着小卫星发射数量不断增长,全球每年的星均发射质量(每年成功发射的航天器总质量除以每年成功发射的航天器总数量)

呈持续降低趋势，50 千克以下的微纳卫星的发射数量迅速攀升，可以说微纳卫星已经成为世界航天活动高速发展的主要驱动力和最为活跃的领域。

目前，宇航公司对微纳卫星关注力度不断加大，新兴商业资本大量涌入。国外已经出现众多初创商业小卫星公司，这些公司以云计算、大数据等信息技术为驱动，面向用户提供专业化、定制化服务，催生全新商业应用模式。未来，在应用需求和市场活力不断增长的驱动下，随着卫星小型化趋势不断加速，全球微纳卫星发射数量将继续攀高。据 SEI 咨询公司预测，2014 - 2016 年期间，全球 50kg 以下微纳卫星发射总数将达到 650 颗以上，具备广阔的市场空间。

和公司达成战略合作协议的国防科学技术大学吕梁军民融合协同创新研究院，2013 年联合国防科大航天科学与工程学院，组建了山西省微纳卫星工程技术研究中心，开展星载船舶自动识别信号接收微纳卫星系统研制。2015 年 9 月 20 日，“吕梁一号”在太原卫星发射中心搭载“长征六号”运载火箭发射升空，准确进入预定轨道。“吕梁一号”采用了通用化多层板式微纳卫星体系结构，主要开展新型星载船舶自动识别系统 (AIS) 信号接收、星载航空目标信号广播式自动相关监视系统 (ADS-B) 信号接收、火灾监测等系列科学试验和新技术验证。该系统能对全球范围船舶快速完成位置、航向、航速等信息的接收，实现了对我国现有岸基 AIS 系统的有效补充。

图 18: 吕梁一号示意图



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

携手吕梁军民融合协同创新研究院后，公司在空天领域的军民融合战略布局将有望实质性加速，进而打开微纳卫星相关产业链的巨大市场。

#### 4. 股权激励、实际控制人增持坚定未来发展信心

公司制定了面向公司管理层和骨干员工的股票期权激励计划，计划三个行权期对业绩均制定了详细的标准，按照该计划，公司 2016 年归母扣非净利润将较 2013 年增长 100% 以上，且扣非加权平均净资产收益率不低于 18.3%。

同时，2016 年 1 月公司实际控制人之一、总经理吴琼瑛女士通过定向资产管理计划增持公司股票 9,199,940 股，占公司总股本 1.40%，流通股本的 2.0%，增持金额为

15191 万元; 加上定向增发项目 5 亿元中吴女士认购的 4 亿元, 实际控制人认购总计超过 5 亿元人民币, 增持价位在 16-17 元之间。

图 19: 公司的股票期权激励计划

行权期	财务业绩指标
首次授予股票期权的第一个行权期	以 2013 年为基准年, 2014 年公司实现归属于母公司所有者的扣除非经常性损益后的净利润增长率不低于 25.00%; 2014 年公司扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于 16.00%。
首次授予股票期权的第二个行权期/ 预留股票期权的第一个行权期	以 2013 年为基准年, 2015 年公司实现归属于母公司所有者的扣除非经常性损益后的净利润增长率不低于 60.00%; 2015 年公司扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于 17.50%。
首次授予股票期权的第三个行权期/ 预留股票期权的第二个行权期	以 2013 年为基准年, 2016 年公司实现归属于母公司所有者的扣除非经常性损益后的净利润增长率不低于 100.00%; 2016 年公司扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于 18.30%。

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

我们认为, 公司实际控制人对公司股份的大比例增持, 表现了对公司未来发展前景的坚定信心, 是对公司价值的认可。同时, 股票期权激励计划理顺了公司内部的结构关系。未来, 在主营业务强力支撑下, 公司“空天地海一体化”军民融合战略的强势转型, 将为公司的未来发展打开广阔的空间。

## 5. 盈利预测及评级

公司是国内橡胶 V 带行业的龙头企业, 未来随着原材料价格持续低位徘徊和产品结构持续升级换代, 公司主营业务毛利率将进一步提高, 主营业务利润有望稳步增长; 同时, 公司的“空天地海一体化”战略布局为公司未来的发展打开了巨大的想象空间。我们预计公司 2015-2017 年营业收入为 9.7 亿元、11.1 亿元和 13.0 亿元, 每股收益 0.39 元、0.48 元和 0.60 元, 对应 PE 为 44.7、36.4、29.1。2016 年 EPS 化工、军工分别贡献 0.44 和 0.05 元。考虑到公司是橡胶 V 带细分市场中的绝对龙头, 标的具有稀缺性和很强的逆周期性, 给予化工业务 40 倍 PE 估值; 而公司军工业务在未来两年有巨大增长潜力, 涉及领域均有较高技术围墙且是化工类标的里军民融合转型的典范, 按 80 倍 PE 估值, 给予公司目标价 21.6 元。维持公司“推荐”评级。

风险提示:

转型进程不及预期, 新增业务盈利能力不及预期。

**表 3: 公司盈利预测表**

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产合计</b>	837	961	2041	3136	4320	<b>营业收入</b>	945	970	974	1110	1308
货币资金	475	629	1803	2922	4123	<b>营业成本</b>	646	613	567	629	737
应收账款	48	63	49	56	66	营业税金及附加	5	7	5	6	7
其他应收款	1	2	2	2	2	营业费用	43	40	39	44	46
预付款项	119	71	26	-23	-81	管理费用	78	84	78	89	92
存货	149	165	131	145	170	财务费用	2	-4	-11	-21	-24
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	0.87	1.12	5.00	4.00	0.87
<b>非流动资产合计</b>	340	434	370	323	275	公允价值变动收益	0.00	0.95	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	3	0	0	0	0	投资净收益	-0.38	-2.51	0.00	0.00	0.00
固定资产	268.75	331.97	296.44	256.49	216.54	<b>营业利润</b>	170	228	292	359	451
无形资产	30	78	70	62	55	营业外收入	3.38	4.74	4.74	4.74	4.74
其他非流动资产	36	14	0	0	0	营业外支出	1.72	2.43	1.72	1.72	1.72
<b>资产总计</b>	1177	1396	2411	3459	4595	<b>利润总额</b>	172	230	295	362	454
<b>流动负债合计</b>	102	116	120	107	116	所得税	25	32	40	49	61
短期借款	0	20	0	0	0	<b>净利润</b>	147	198	255	314	393
应付账款	46	46	42	31	36	少数股东损益	0	1	0	0	0
预收款项	8	7	5	4	2	归属母公司净利润	148	197	256	314	394
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	232	337	328	387	474
<b>非流动负债合计</b>	0	0	800	1600	2400	<b>EPS (元)</b>	0.46	0.30	0.39	0.48	0.60
长期借款	0	0	800	1600	2400	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>负债合计</b>	102	116	920	1707	2516	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	20	54	54	53	53	营业收入增长	6.73%	2.66%	0.48%	13.94%	17.83%
实收资本 (或股	327	655	655	655	655	营业利润增长	112.63%	33.93%	28.04%	23.12%	25.54%
资本公积	318	94	94	94	94	归属于母公司净利润	29.59%	22.84%	29.59%	22.84%	25.29%
未分配利润	363	410	541	701	902	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	1055	1225	1438	1699	2026	毛利率 (%)	31.61%	36.83%	41.82%	43.38%	43.69%
<b>负债和所有者权</b>	1177	1396	2411	3459	4595	净利率 (%)	15.58%	20.45%	26.21%	28.27%	30.07%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润 (%)</b>					
	单位: 百万元					ROE (%)					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	12.54%	14.15%	10.61%	9.09%	8.57%	
<b>经营活动现金流</b>	54	308	413	356	443	<b>偿债能力</b>					
净利润	147	198	255	314	393	资产负债率 (%)	9%	8%	38%	49%	
折旧摊销	60.48	113.38	0.00	47.74	47.74	流动比率	8.18	8.29	17.06	29.38	37.30
财务费用	2	-4	-11	-21	-24	速动比率	6.72	6.87	15.97	28.02	35.83
应收账款减少	0	0	14	-7	-10	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	-1	-1	-2	总资产周转率	0.95	0.75	0.51	0.38	0.32
<b>投资活动现金流</b>	-62	-98	14	-4	-1	应收账款周转率	22	18	17	21	22
公允价值变动收	0	1	0	0	0	应付账款周转率	18.03	20.91	21.92	30.24	38.86
长期股权投资减	0	0	3	0	0	<b>每股指标 (元)</b>					
投资收益	0	-3	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.46	0.30	0.39	0.48	0.60
<b>筹资活动现金流</b>	242	-56	748	767	758	每股净现金流 (最新	0.71	0.23	1.79	1.71	1.83
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	3.22	1.87	2.20	2.60	3.09
长期借款增加	0	0	800	800	800	<b>估值比率</b>					
普通股增加	167	327	0	0	0	P/E	38.02	58.30	44.75	36.43	29.08
资本公积增加	182	-224	0	0	0	P/B	5.42	9.34	7.96	6.74	5.65
<b>现金净增加额</b>	233	154	1174	1120	1200	EV/EBITDA	22.60	32.18	31.81	26.20	20.50

资料来源: wind, 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 杨若木

基础化工行业小组组长，7年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

### 杨行远

化学博士，2015年加盟东兴证券研究所，四年化工行业工作经验。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。