

巨星科技 (002444.SZ)

机械基础部件行业

评级：买入 首次评级

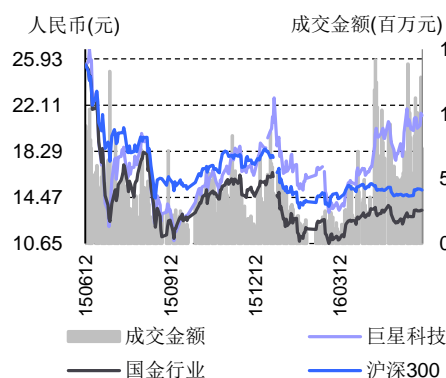
公司研究

市场价格(人民币): 21.26元  
 目标价格(人民币): 28.00-30.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	931.41
总市值(百万元)	22,859.77
年内股价最高最低(元)	26.73/10.90
沪深300指数	3163.99
深证成指	10316.82



## 研发车用 3D 激光雷达, 机器人平台逐步成形

## 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.501	0.473	0.551	0.642	0.728
每股净资产(元)	3.82	3.97	4.55	5.23	6.00
每股经营性现金流(元)	0.48	0.50	0.76	0.53	0.58
市盈率(倍)	22.36	43.74	37.05	31.75	28.02
行业优化市盈率(倍)	56.31	94.30	80.54	80.54	80.54
净利润增长率(%)	18.78%	-5.52%	23.39%	16.68%	13.34%
净资产收益率(%)	13.10%	11.93%	12.83%	13.02%	12.86%
总股本(百万股)	1,014.00	1,014.00	1,075.25	1,075.25	1,075.25

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **收购华达科捷、成立欧镭激光, 布局车用 3D 激光雷达。**公司在 2015 年完成对华达科捷 65% 股权的收购, 华达科捷拥有精准激光控制技术、激光 3D 扫描技术等国内外先进激光技术。2016 年 3 月公司又出资 960 万元合资设立欧镭激光, 从事激光投影显示模组、车用 3D 激光雷达、机器人用 2D/3D 激光雷达等产品的研发生产销售, 应用方向包括 VR、无人驾驶汽车、移动机器人, 潜在市场空间巨大。
- **以中易和科技、国自机器人、巨星机器人为平台, 拓展智能装备领域。**公司通过增资伟明投资成为中易和科技有限公司的大股东, 借此进军智能装备领域; 随后又增资国自机器人, 成为其第一大股东。国自机器人移动机器人产品可在恶劣环境中代替人工作业, 服务于国家电网、南方电网等优质客户。巨星旗下全资子公司巨星机器人作为公司发展服务机器人的综合业务平台, 目前清洁机器人已进入试制试销阶段。
- **受益美国经济复苏, 公司主业增长稳定。**2015 年公司收入中约 97% 来自于国外, 主要出口美国; 公司业绩与国内经济相关度不高, 且受益美国经济的复苏。近年来美国经济的复苏和消费信心的提升对公司手工工具产品的销售提供保障。2016 年一季度公司完成增发, 募资净额 10.15 亿元, 用于“智能机器人智慧云服务平台”、“收购华达科捷 65% 股权”等项目, 增发的完成将进一步增强公司资金实力, 助力公司在各方面业务的拓展。

## 盈利预测

- 不考虑汇率对公司业绩的影响, 我们预测 2016-2018 年公司营业收入 36.55/40.25/44.15 亿元, 分别同比增长 15.1%/10.1%/9.7%; EPS 分别为 0.55/0.64/0.73 元; PE 分别为 37/32/28 倍。

## 投资建议

- 我们认为公司布局的激光投影、3D 激光雷达等产品是 VR、无人驾驶、移动机器人中的关键技术, 未来市场空间巨大。公司间接持股杭叉集团, 且目前正在与杭叉集团联合研发并将在其 AGV 产品中使用; 以国自机器人、巨星机器人为平台的智能装备业务正在逐步成形; 公司主业受益美国经济复苏为外延发展提供稳定现金流支撑。首次覆盖给予“买入”评级, 未来 6-12 个月目标价 28-30 元。

## 风险

- 新产品拓展不顺, 下游需求下滑, 原材料价格波动。

潘贻立 分析师 SAC 执业编号: S1130515040004  
 (8621)60230252  
 panyili@gjzq.com.cn

徐才华 分析师 SAC 执业编号: S1130516010004  
 (8610)66216932  
 xucaihua@gjzq.com.cn

沈伟杰 联系人  
 (8621)60870933  
 shenweijie@gjzq.com.cn

## 内容目录

1、研发车用激光雷达助力无人驾驶.....	3
1.1、激光雷达是无人驾驶导航与环境感知的核心设备.....	3
1.2、收购华达科捷、设立欧镭激光开拓激光技术应用市场.....	4
2、外延收购布局智能制造.....	6
2.1、增资中易和迈出高科技转型重要一步.....	6
2.2、机器人领域布局持续，平台体系逐步完善.....	6
3、主业稳定提供发展现金流，参股杭叉上市进程中.....	7
3.1、手工具产品出口欧美，受国内经济影响较小.....	7
3.2、华达并表增厚业绩，投资收益增长锦上添花.....	9

## 图表目录

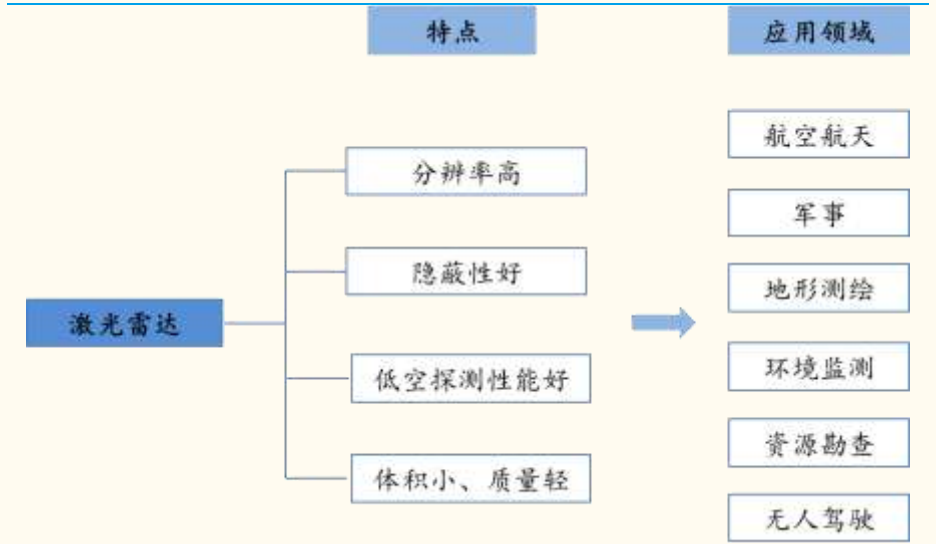
图表 1：激光雷达的特点和主要应用领域.....	3
图表 2：激光雷达按照载体不同分为四种类型.....	3
图表 3：无人驾驶汽车应用的导航技术.....	4
图表 4：Google 无人驾驶汽车位于车顶的激光测距仪.....	4
图表 5：华达科捷的激光测量产品.....	5
图表 6：欧镭激光出资构成及主营产品.....	5
图表 7：中易和科技及子公司.....	6
图表 8：国自机器人产品.....	6
图表 9：公司在 2016 年一季度完成的增发项目概览.....	7
图表 10：公司在智能装备领域的布局.....	7
图表 11：公司主业提供稳定现金来源.....	8
图表 12：手工具产品占据收入来源绝大部分.....	8
图表 13：公司主要客户在欧美地区.....	8
图表 14：美国经济近年逐步复苏.....	9
图表 15：美国消费者信心指数提高.....	9
图表 16：巨星科技间接持有杭叉集团约 10%股份.....	10
图表 17：公司主营业务收入拆分——按产品分类预测.....	11

## 1、研发车用激光雷达助力无人驾驶

### 1.1、激光雷达是无人驾驶导航与环境感知的核心设备

- 激光雷达 (Light Detection And Ranging, LiDAR) 是以发射激光束探测目标的位置、速度等特征量的雷达系统，是激光技术与雷达技术相结合的产物，由发射机、天线、接收机、信息处理等多个部分组成。激光雷达最早起源于航天领域，随后应用逐渐普及，现在已经延伸到无人驾驶当中。

图表 1：激光雷达的特点和主要应用领域



来源：网络资料，国金证券研究所

- 激光雷达按照载体不同可分为星载、机载、车载及固定式激光雷达。其中，星载及机载激光雷达系统结合卫星定位、惯性导航、摄影及遥感技术，可进行大范围数字地表模型数据的获取；车载系统可用于道路、桥梁、隧道及大型建筑物表面三维数据的获取；固定式激光雷达系统常用于小范围区域扫描测量及三维模型数据的获取。

图表 2：激光雷达按照载体不同分为四种类型



来源：国金证券研究所

- 在无人驾驶汽车的行驶中，使用 GPS/INS (惯性导航系统) 联合导航实现无人汽车的移动控制，而 LiDAR (激光雷达) 的环境建模可有效获取周围障碍物的信息，建立周边障碍物的大致轮廓，实现无人车的避障与自适应出口搜寻。

图表 3：无人驾驶汽车应用的导航技术

导航技术	特点	用途
GPS	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 优点：全天候，不易受到周围环境影响</li> <li>➢ 缺点：数据丢失问题</li> </ul>	车辆主体导航
INS (惯性导航系统)	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 优点：完全自主，抗干扰性好，数据更新率高</li> <li>➢ 缺点：输出误差较大</li> </ul>	辅助GPS导航
LiDAR (激光雷达系统)	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 优点：精度高，对抗电子干扰和脉冲</li> <li>➢ 缺点：工作时受天气影响大</li> </ul>	辅助GPS导航 周围环境感知

来源：资料整理，国金证券研究所

- 谷歌无人车的传感器核心是位于车顶的激光测距仪。它能够提供精细的 3D 地图数据，无人驾驶汽车会把激光测距仪扫描到的数据与卫星地图进行结合，以保证无人车能够快速有效地识别出障碍物；此外，在车身外部的四个雷达装置可以不断检测周边的道路车况。GPS 和 INS 用来完成无人车的主体导航功能，而车轮的编码器可以通过对无人车运行速度的累加实现对当前位置的定位，通过与 GPS 数据的融合，获得一个更为精确的位置。
- 谷歌无人车的激光测距仪和四个雷达，可以同时获取周边的障碍物和建筑物信息，通过判断前方的数据特征，营造一个虚拟的缓冲区，一旦有物体进入这个缓冲区，系统将会进入紧急命令状态，优先调用资源完成对此物体的判断分析，大大提高无人车的安全性。

图表 4：Google 无人驾驶汽车位于车顶的激光测距仪



来源：公司招股书，国金证券研究所

### 1.2、收购华达科捷、设立欧镭激光开拓激光技术应用市场

- **收购华达科捷 65%股权进入激光应用技术领域。**2016 年初公司完成了对华达科捷 65%股权的收购，进入激光应用技术领域。华达科捷是一家以激光应用技术为基础，为国际手动、电动工具业零售巨头提供激光投线仪、激光扫平仪等五金工具的生产制造企业；产品定位中高端，基本面向欧美市场销售。



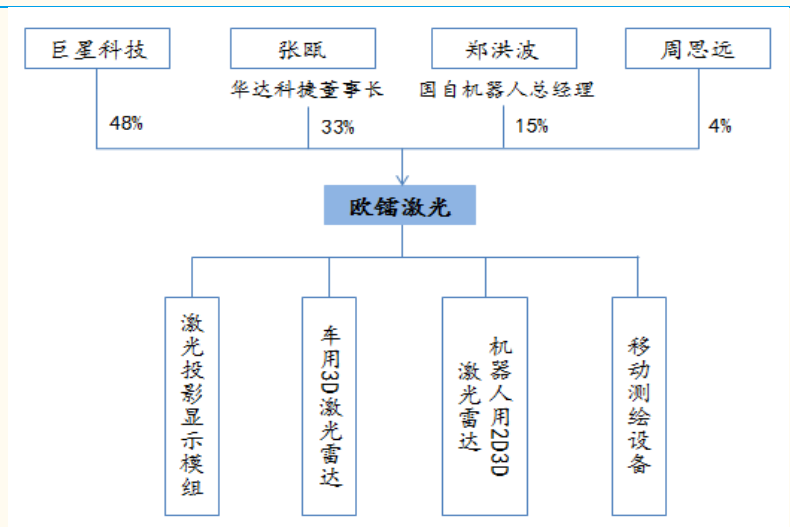
图表 5：华达科捷的激光测量产品

产品名称	产品图示	产品特点
LC-4X激光投线仪		<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 超过整平范围，激光线会闪烁报警</li> <li>➢ 带有精细的微调机构，便于激光线精确定位</li> <li>➢ 有屋内/屋外选择功能，配套与激光接收器适用于屋外操作</li> </ul>
PLT200HVG全自动激光扫平仪		<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 手动/自动可自由切换，手动状态下可以做简易的斜坡设置</li> <li>➢ 高精度，小体积，易抓握，使用方便，操控简单易懂。</li> <li>➢ 采用高强度工程塑料+弹性体作为防震作用，提高抗震性能</li> </ul>
JTD202AL/ JTD212AL 电子经纬仪		<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 采用钢轴系，进口润滑油脂，保证长期工作</li> <li>➢ 采用国际通用模式，操作简便规范</li> <li>➢ 激光器长寿命、功率大、目镜可直视</li> </ul>
NA系列水准仪		<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ X型设计，空气阻尼补偿器，带有锁紧补偿器防震装置，防止运输中损坏</li> <li>➢ 带有五角棱镜观察窗，方便观察水准器的正确位置，左右两边微调旋钮，并可全方向调整</li> <li>➢ 5/8" x11螺母适合标准三脚架，适用于平头和球面型架头使用</li> </ul>

来源：华达科捷网站，国金证券研究所

- 设立欧镭激光，研发车用 3D 激光雷达。2016 年 3 月公司出资 960 万元合资设立杭州欧镭激光技术有限公司，占注册资本的 48%。欧镭激光从事车用 3D 激光雷达、机器人用 2D3D 激光雷达等产品的研发生产销售，重点方向是服务机器人和移动智能设备，包括无人驾驶汽车、AGV 叉车、巡检机器人。
- 欧镭激光现正与杭叉集团联合研发激光雷达产品。目前，杭叉集团生产的智能 AGV 叉车使用的是德国进口 3D 激光雷达，每部售价 10 万元以上。公司正准备自行生产，预计国内成本 3 万元左右，计划先用于 AGV，然后推广至国内的移动机器人。

图表 6：欧镭激光出资构成及主营产品



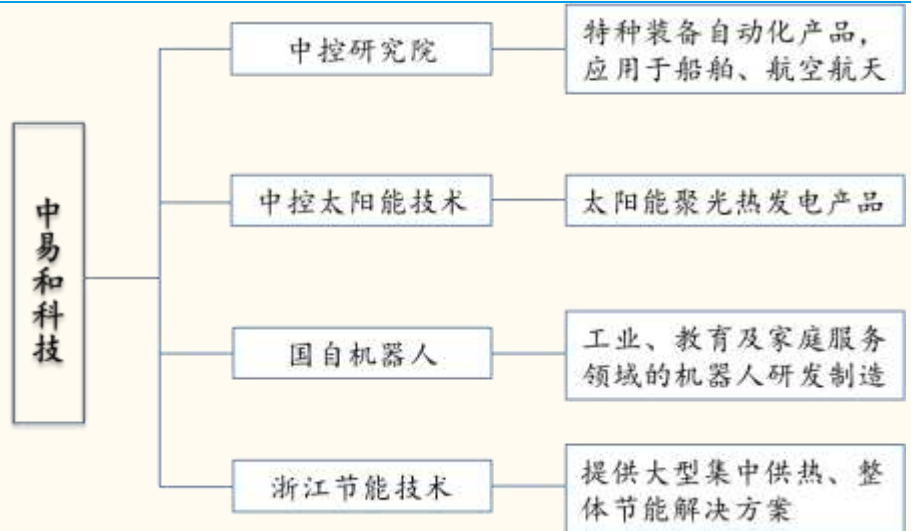
来源：公司公告，国金证券研究所

## 2、外延收购布局智能制造

### 2.1、增资中易和迈出高科技转型重要一步

- 增资收购中易和，高科技产业转型升级重要一步。2014年6月公司通过增资4589万元持有伟明投资30.09%股权，从而间接持有中易和科技23.25%股权，成为第一大股东。中易和主要从事于特种装备、太阳能热电、机器人及节能产品的研发、生产、销售。投资入股中易和后，公司迈出从传统产业向高科技产业转型升级的重要一步。

图表7：中易和科技及子公司



来源：公司公告，国金证券研究所

### 2.2、机器人领域布局持续，平台体系逐步完善

- 继续增资国自机器人，机器人领域布局持续进行。2014年10月公司现金出资4141.9万元增资国自机器人，取得其26.94%股权，增资完成后公司合计持有国自机器人39.03%股权。国自机器人主要产品为巡检机器人、AGV、机器视觉平台等机器人产品，广泛应用于电力、汽车、橡胶轮胎、物流、煤炭、铁路等行业，服务于国家电网、南方电网、娃哈哈、中策橡胶等优质客户。国自机器人的业务为公司在智能化、自动化领域的拓展扩大了空间。

图表8：国自机器人产品



来源：国自机器人网站，国金证券研究所

- 设立巨星机器人，定位服务机器人与智能工具产品。2014年11月，公司公告出资5000万元设立全资子公司杭州巨星机器人技术有限公司。机器人子公司主要从事智能服务机器人和智能工具两大产品领域，经营范围包括智能服务机器人、智能工具、智能系统，智能工程、自动化工程的集成、

技术咨询及工程建设等。以巨星机器人与国自机器人为平台，公司的智能机器人业务逐步成形。

- **增发募资完成，实施“智能机器人智慧云服务平台”。**公司于2016年2月完成增发，募集资金净额10.15亿元，主要用于三个项目，其中之一即为“智能机器人智慧云服务平台”。此项目主要研发用于安防和家庭清洁的智能服务机器人，其中安防机器人拥有全自动自主智能安防、故障分析与报警、预定任务自主操作以及远程遥控操作等多形式功能，主要用于为客户提供24小时的安防服务。家庭清洁机器人主要利用水清洗灰尘，污水自动回收，再经过滤网自清洁，实现清洁水的自动循环系统，从而用于实现24小时连续家庭室内的地面清洁工作。

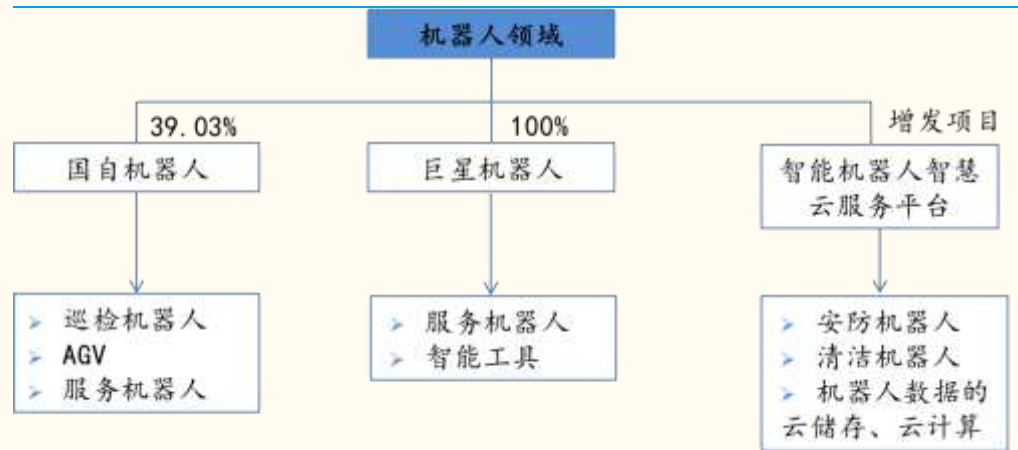
图表 9：公司在2016年一季度完成的增发项目概览

项目名称	投资总额 (万)	拟投入募集资金 (万)
智能机器人智慧云服务平台项目	45,000	45,000
收购华达科捷65%的股权	19,825	19,825
电商销售平台和自动仓储物流体系建设项目	10,000	10,000
补充流动资金	28,500	28,500

来源：公司公告，国金证券研究所

- **智慧云服务平台主要提供智能机器人数据的云存储、云计算，**基于巨星科技的智慧云服务平台，客户可以通过接入网络，用智能手机、平板、电脑等，随时随地连接巨星云服务平台进行数据访问。同时，平台配备专业的远程技术支持人员对实时数据进行全方位的分析 and 处理，及时发现各类安全、清洁隐患，实现实时报警并通知相关用户及公共安全机构。

图表 10：公司在智能装备领域的布局



来源：国金证券研究所

### 3、主业稳定提供发展现金流，参股杭叉上市进程中

#### 3.1、手工具产品出口欧美，受国内经济影响较小

- **主业产品大多出口，受国内经济影响较小。**公司目前最主要的业务为五金工具，产品涵盖各类手工具产品和电动工具产品，可应用于制造加工业、修理业、建筑业等领域。近年营业收入增速在10%左右，净利润规模接近5亿元，为公司提供充足的现金流来源，成为公司外延发展的重要资金支

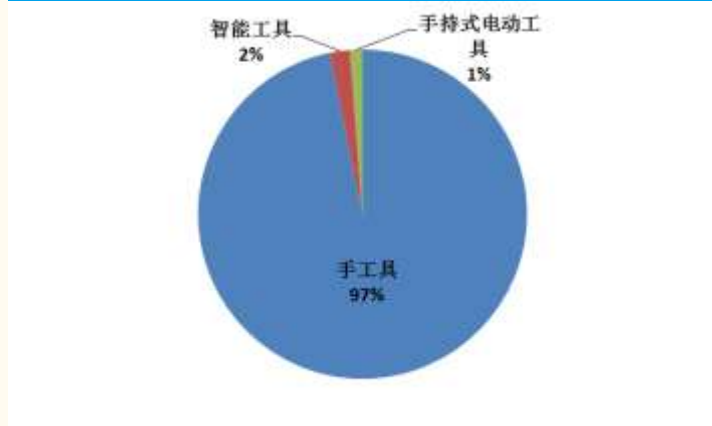
撑。2015 年公司收入中约 97%来自于国外，手工具产品出口对象主要为美国，因此公司业绩与国内经济相关度不高，主要受益美国经济的复苏，且并未受到反倾销影响。

图表 11：公司主业提供稳定现金来源



来源：wind，国金证券研究所

图表 12：手工具产品占据收入来源绝大部分



来源：wind，国金证券研究所

- 公司主要客户为欧美大型建材超市、连锁百货销售网络完善。在欧美发达国家，专业工匠和修理修配的专业公司收费较高，一般家庭的器具修理、房屋装饰、庭院绿化等都由自己承担，因此对工具五金产品的消费较高。巨星主要客户为欧美大型建材五金超市、大型百货连锁超市、全球工业企业工具供应商、欧美专业汽配连锁等，在这些地区已经建立起较完善的销售网络，超过 20000 家终端卖场直接销售公司的产品，公司能绕过国内外中间商直接面对大型连锁终端进行销售，获取更多利润。

图表 13：公司主要客户在欧美地区

	<b>HOMEDEPOT 家得宝</b> 全球最大的家居建材连锁超市、拥有超过2200家的连锁店，全球500强企业
	<b>LOWES 劳氏</b> 全球第二大的家居建材连锁超市、拥有超过1700家的连锁店，全球500强企业
	<b>Kingfisher 翠丰</b> 全球第三大的家居建材连锁超市、拥有超过830家的连锁店，全球500强企业
	<b>WALMART 沃尔玛</b> 全球最大的零售商、拥有8000多家连锁店，全球500强企业
	<b>SEARS 西尔斯</b> 美国第三大零售业集团，拥有3900多家连锁店，全球500强企业
	<b>Carrefour 家乐福</b> 全球第二大的零售商、拥有15,500 多家连锁店，全球500强企业

来源：公司网站，国金证券研究所

- 美国经济复苏，消费者信心提升促进手工具产品销售。近年来，美国经济稳步复苏，非农就业人口上升，失业率逐步下降至 5%左右，接近充分就业水平。美国密歇根大学 5 月 27 日发布的数据显示，5 月美国消费者信心指数达到 94.7，是去年 6 月以来最高水平。尽管 GDP 增长缓慢，但消费者对其财务前景更加乐观。美国经济的复苏和消费者信心的提升对巨星手工具产品的销售提供保障。

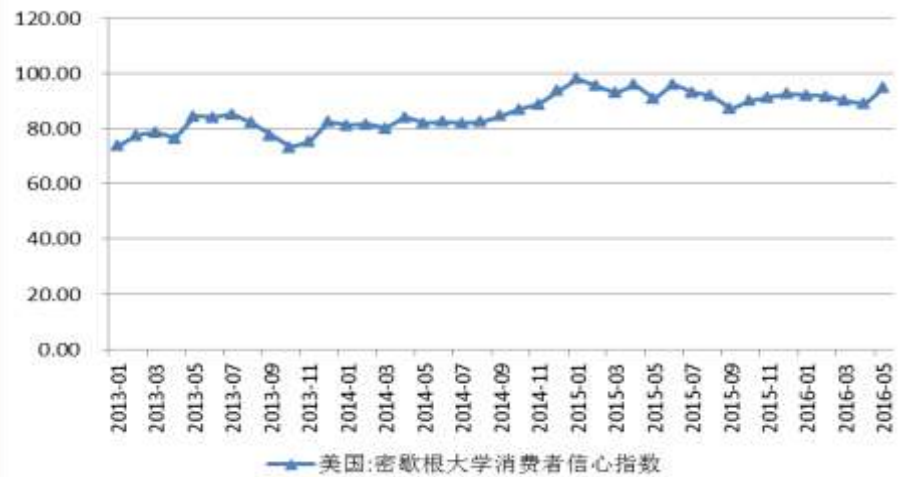


图表 14: 美国经济近年逐步复苏



来源: 美国劳工部, 国金证券研究所

图表 15: 美国消费者信心指数提高

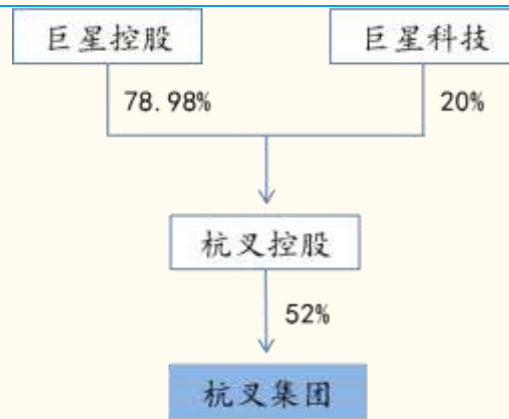


来源: 密歇根大学, 国金证券研究所

### 3.2、华达并表增厚业绩，投资收益增长锦上添花

- **华达科捷并表增厚主营业绩。**公司 2016 年一季度实现营业收入 6.99 亿元, 同比增长 10.18%。公司 2015 年营收构成包括手工具、手持式电动工具以及智能工具。其中,“智能工具”来自于 2015 年四季度起并表的华达科捷, 当年并入母公司营业收入为 6253 万元; 2016 年华达科捷将全年并表, 是公司一季度收入增长的重要因素。此外, 报告期内公司投资收益 2562 万元, 同比增长 39.85%, 主要来自杭州普特滨江股权投资合伙企业的分红收益。
- **巨星科技间接持股杭叉集团。**2014 年杭叉控股下属子公司杭叉集团 IPO 申请获得证监会受理, 有望年内实现上市。公司直接持有杭叉控股 20% 的股份, 从而间接持有杭叉集团 4855.2 万股股份, 占杭叉集团发行前股份的 10.4%。杭叉集团是国内叉车行业龙头, 规模看齐安徽合力, 据美国《MMH 现代物料搬运杂志》对全球叉车按销售额排名, 杭叉集团位列世界第 9 位, 杭叉集团的销量已占世界工业车辆总销量的 7.8% 以上。杭叉集团 2013 年实现收入 60.87 亿元, 归母净利润 3.02 亿元。

图表 16: 巨星科技间接持有杭叉集团约 10% 股份



来源: 杭叉集团公告, 国金证券研究所

图表 17: 公司主营业务收入拆分——按产品分类预测

项 目	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>手工具</b>						
销售收入 (百万元)	2,580.33	2,819.24	3,073.99	3,350.00	3,650.00	3,960.00
增长率 (YOY)	14.65%	9.26%	9.04%	8.98%	8.96%	8.49%
毛利率	27.84%	30.01%	27.13%	27.00%	27.00%	27.00%
销售成本 (百万元)	1,861.97	1,973.19	2,240.02	2,445.50	2,664.50	2,890.80
增长率 (YOY)	12.00%	5.97%	13.52%	9.17%	8.96%	8.49%
毛利 (百万元)	718.36	846.05	833.97	904.50	985.50	1,069.20
增长率 (YOY)	22.16%	17.78%	-1.43%	8.46%	8.96%	8.49%
占总销售额比重	97.50%	98.37%	96.77%	91.66%	90.68%	89.69%
占主营业务利润比重	98.52%	98.96%	96.77%	90.46%	89.37%	88.19%
<b>智能工具 (华达科捷)</b>						
销售收入 (百万元)			62.53	260.00	325.00	400.00
增长率 (YOY)			#DIV/0!	315.80%	25.00%	23.08%
毛利率			33.87%	33.80%	33.50%	33.50%
销售成本 (百万元)			41.35	172.12	216.13	266.00
增长率 (YOY)			#DIV/0!	316.24%	25.57%	23.08%
毛利 (百万元)			21.18	87.88	108.88	134.00
增长率 (YOY)			#DIV/0!	314.94%	23.89%	23.08%
占总销售额比重			1.97%	7.11%	8.07%	9.06%
占主营业务利润比重			2.46%	8.79%	9.87%	11.05%
<b>手持式电动工具及其他</b>						
销售收入 (百万元)	66.15	46.83	39.96	45.00	50.00	55.00
增长率 (YOY)	19.56%	-29.21%	-14.67%	12.61%	11.11%	10.00%
毛利率	16.30%	18.92%	16.64%	16.60%	16.60%	16.60%
销售成本 (百万元)	55.37	37.97	33.31	37.53	41.70	45.87
增长率 (YOY)	14.80%	-31.42%	-12.27%	12.67%	11.11%	10.00%
毛利 (百万元)	10.78	8.86	6.65	7.47	8.30	9.13
增长率 (YOY)	51.83%	-17.81%	-24.94%	12.33%	11.11%	10.00%
占总销售额比重	2.50%	1.63%	1.26%	1.23%	1.24%	1.25%
占主营业务利润比重	1.48%	1.04%	0.77%	0.75%	0.75%	0.75%
<b>销售总收入 (百万元)</b>	<b>2646.48</b>	<b>2866.07</b>	<b>3176.48</b>	<b>3655.00</b>	<b>4025.00</b>	<b>4415.00</b>
<b>销售总成本 (百万元)</b>	<b>1917.34</b>	<b>2011.16</b>	<b>2314.68</b>	<b>2655.15</b>	<b>2922.33</b>	<b>3202.67</b>
<b>毛利 (百万元)</b>	<b>729.14</b>	<b>854.91</b>	<b>861.80</b>	<b>999.85</b>	<b>1102.68</b>	<b>1212.33</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>27.55%</b>	<b>29.83%</b>	<b>27.13%</b>	<b>27.36%</b>	<b>27.40%</b>	<b>27.46%</b>

来源: 国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>2,646</b>	<b>2,866</b>	<b>3,176</b>	<b>3,655</b>	<b>4,025</b>	<b>4,415</b>	货币资金	989	1,323	1,894	2,096	2,708	3,397
增长率		8.3%	10.8%	15.1%	10.1%	9.7%	应收款项	851	685	655	665	732	803
主营业务成本	-1,917	-2,011	-2,315	-2,655	-2,922	-3,203	存货	160	196	258	262	288	316
%销售收入	72.4%	70.2%	72.9%	72.6%	72.6%	72.5%	其他流动资产	806	1,086	274	128	132	135
毛利	729	855	862	1,000	1,103	1,212	流动资产	2,806	3,291	3,081	3,151	3,860	4,651
%销售收入	27.6%	29.8%	27.1%	27.4%	27.4%	27.5%	%总资产	60.8%	60.6%	55.8%	57.1%	61.5%	65.1%
营业税金及附加	-5	-6	-7	-7	-8	-9	长期投资	1,174	1,374	1,465	1,466	1,465	1,465
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	527	649	717	769	815	876
营业费用	-159	-139	-145	-164	-181	-199	%总资产	11.4%	12.0%	13.0%	13.9%	13.0%	12.3%
%销售收入	6.0%	4.9%	4.6%	4.5%	4.5%	4.5%	无形资产	97	98	243	130	138	145
管理费用	-150	-166	-218	-238	-262	-287	非流动资产	1,807	2,136	2,445	2,367	2,420	2,488
%销售收入	5.7%	5.8%	6.9%	6.5%	6.5%	6.5%	%总资产	39.2%	39.4%	44.2%	42.9%	38.5%	34.9%
息税前利润 (EBIT)	416	544	491	590	652	718	<b>资产总计</b>	<b>4,613</b>	<b>5,427</b>	<b>5,526</b>	<b>5,518</b>	<b>6,280</b>	<b>7,139</b>
%销售收入	15.7%	19.0%	15.5%	16.2%	16.2%	16.3%	短期借款	317	841	680	0	0	0
财务费用	-51	-16	56	10	37	50	应付款项	465	385	409	498	548	600
%销售收入	1.9%	0.6%	-1.8%	-0.3%	-0.9%	-1.1%	其他流动负债	94	119	122	108	118	130
资产减值损失	-10	9	4	0	0	0	流动负债	876	1,345	1,211	605	666	730
公允价值变动收益	17	-32	-16	0	0	0	长期贷款	118	122	189	189	189	190
投资收益	118	144	73	160	200	240	其他长期负债	4	11	10	7	7	7
%税前利润	22.4%	22.0%	11.7%	20.8%	22.3%	23.6%	<b>负债</b>	<b>999</b>	<b>1,478</b>	<b>1,409</b>	<b>801</b>	<b>862</b>	<b>927</b>
营业利润	489	649	607	761	889	1,008	<b>普通股股东权益</b>	<b>3,539</b>	<b>3,877</b>	<b>4,023</b>	<b>4,615</b>	<b>5,306</b>	<b>6,089</b>
营业利润率	18.5%	22.7%	19.1%	20.8%	22.1%	22.8%	少数股东权益	75	72	94	103	113	124
营业外收支	37	5	12	10	10	10	<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,613</b>	<b>5,427</b>	<b>5,526</b>	<b>5,518</b>	<b>6,280</b>	<b>7,139</b>
税前利润	527	654	619	771	899	1,018	<b>比率分析</b>						
利润率	19.9%	22.8%	19.5%	21.1%	22.3%	23.1%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-99	-147	-137	-170	-198	-224	<b>每股指标</b>						
所得税率	18.9%	22.4%	22.2%	22.0%	22.0%	22.0%	每股收益	0.422	0.501	0.473	0.551	0.642	0.728
净利润	427	508	481	601	701	794	每股净资产	3.490	3.824	3.967	4.551	5.232	6.004
少数股东损益	0	0	1	9	10	11	每股经营现金净流	0.329	0.478	0.496	0.761	0.527	0.583
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>428</b>	<b>508</b>	<b>480</b>	<b>592</b>	<b>691</b>	<b>783</b>	每股股利	0.000	1.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	16.2%	17.7%	15.1%	16.2%	17.2%	17.7%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	12.08%	13.10%	11.93%	12.83%	13.02%	12.86%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	9.27%	9.36%	8.68%	10.73%	11.00%	10.97%
净利润	427	508	481	601	701	794	投入资本收益率	8.32%	8.58%	7.66%	9.39%	9.07%	8.75%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	37	33	54	62	66	72	主营业务收入增长率	14.77%	8.30%	10.83%	15.06%	10.12%	9.69%
非经营收益	-101	-87	-92	-124	-197	-237	EBIT 增长率	30.65%	30.91%	-9.76%	20.27%	10.40%	10.12%
营运资金变动	-30	30	60	234	-36	-38	净利润增长率	51.83%	18.78%	-5.52%	23.39%	16.68%	13.34%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>333</b>	<b>484</b>	<b>503</b>	<b>772</b>	<b>534</b>	<b>591</b>	总资产增长率	22.04%	17.65%	1.82%	-0.13%	13.80%	13.68%
资本开支	-128	-129	-106	8	-109	-130	<b>资产管理能力</b>						
投资	-633	-449	454	-1	0	0	应收账款周转天数	99.3	89.2	69.3	60.0	60.0	60.0
其他	-14	71	54	160	200	240	存货周转天数	28.9	32.3	35.8	36.0	36.0	36.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-775</b>	<b>-507</b>	<b>402</b>	<b>167</b>	<b>91</b>	<b>110</b>	应付账款周转天数	63.5	66.2	54.5	60.0	60.0	60.0
股权募资	5	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	35.5	76.8	82.0	70.4	63.6	58.9
债权募资	-7	528	-99	-706	0	1	<b>偿债能力</b>						
其他	-317	-486	-129	-31	-13	-13	净负债/股东权益	-19.30%	-12.73%	-27.22%	-42.43%	-48.24%	-53.15%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-319</b>	<b>43</b>	<b>-228</b>	<b>-737</b>	<b>-13</b>	<b>-12</b>	EBIT 利息保障倍数	8.1	34.3	-8.8	-58.2	-17.8	-14.3
<b>现金净流量</b>	<b>-761</b>	<b>20</b>	<b>677</b>	<b>202</b>	<b>612</b>	<b>689</b>	资产负债率	21.65%	27.24%	25.51%	14.51%	13.72%	12.98%

来源：公司年报、国金证券研究所



**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD