

红宇新材 (300345.SZ) 有色金属行业

评级：增持首次评级

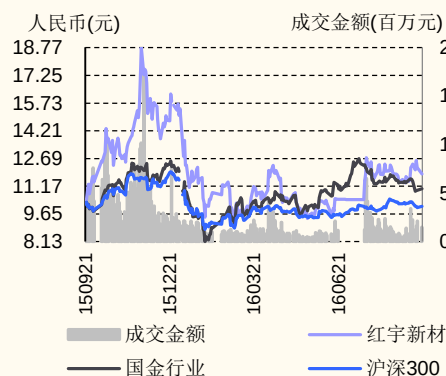
公司研究

市场价格(人民币)：11.84 元
 目标价格(人民币)：14.00-15.00 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) 280.55
 总市值(百万元) 5,224.94
 年内股价最高最低(元) 18.79/9.40
 沪深 300 指数 3263.12



转型 PIP，打造平台型新材料公司

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.118	0.080	0.099	0.124	0.142
每股净资产(元)	6.49	1.82	1.91	2.01	2.14
每股经营性现金流(元)	0.94	-0.04	0.19	0.08	0.09
市盈率(倍)	169.01	188.13	122.95	98.46	85.72
行业优化市盈率(倍)	22.11	26.06	25.41	25.41	25.41
净利润增长率(%)	-49.10%	167.21%	44.91%	24.87%	14.86%
净资产收益率(%)	1.81%	3.76%	3.59%	4.45%	4.96%
总股本(百万股)	96.00	441.30	441.30	441.30	441.30

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **转型 PIP 表面处理技术：PIP 替代电镀铬，市场空间超 100 亿。**公司借助定增，兴建 20 条 PIP 生产线，有望快速实现 PIP 表面处理技术的产业化；同时，PIP 技术来件服务的推进速度也值得期待；
- **3D 喷焊：瞄准智能机器人市场。**中物红宇背靠中物院，技术储备有望逐步产业化；15 年已投入超 20 台 3D 智能喷焊机器人，用于衬板产品的性能改良，且已完成 20 多家客户试用和批量供货，16 年预计将投入应用的机器人数量超 100 台。
- **外延预期强烈：打造平台型新材料公司。**联手上海元资本，成立规模 10 亿的产业并购基金，并购方向为医用、军工新材料领域。强化激励机制，合伙人制度和员工持股计划并举，广泛吸纳人才。

投资建议

- 我们看好公司向 PIP 和 3D 喷焊技术方向的转型努力，认可公司打造平台型新材料公司的战略规划。首次覆盖，给予增持评级。

估值

- 我们预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.10、0.12、0.14。结合行业可比公司 2016 年 PE 法和 PB 法估值，我们给予公司未来 6-12 个月 13.06 元目标价位，相当于 131x16PE，对应现价空间 10.3%。

风险

- 磨球和衬板业务下滑超预期；PIP 订单少于预期。

贺国文 分析师 SAC 执业编号：S1130512040001
 (8621)60230235
 hegww@gjzq.com.cn

廖淦 联系人
 (86755)83830558
 liaogan@gjzq.com.cn

宋小浪 联系人
 (86755)83831051
 songxiaolang@gjzq.com.cn

内容目录

公司概况	4
主营业务	4
子公司分工明确，各司其业	4
传统业务下行，亟待转型	5
转型方向：PIP 表面处理和 3D 智能喷焊	8
PIP：世界领先的表面处理技术	8
3D 喷焊：瞄准 3D 智能喷焊机器人市场	10
外延预期强烈，打造新材料平台型公司	11
联手上海资本，成立产业并购基金	11
激励机制灵活——“合伙人机制+员工持股”	11
盈利预测与估值评级	13
风险提示	14

图表目录

图表 1：2015 年，磨球和衬板业务占营收比重为 86%	4
图表 2：2015 年，磨球和衬板业务占毛利比重为 47%	4
图表 3：2011-2015 年，公司产品的产销量保持相对稳定	4
图表 4：公司产能情况一览（单位：吨）	4
图表 5：红宇新材股权结构图	5
图表 6：2015 年和 2016H，前五大客户所处行业的情况	6
图表 7：2011 年起，全国发电量增速逐步下行	6
图表 8：2011 年起，煤炭需求增速逐步下降	6
图表 9：2014 年起，全国水泥产量增速下滑	6
图表 10：2013 年起，全球矿山产量增速放缓	6
图表 11：2010 年至 2016H，磨球收入及同比增长率	7
图表 12：2010 年至 2016H，衬板收入及同比增长率	7
图表 13：金洲新区二期工程年产 2.5 万吨高合金耐磨铸件项目	8
图表 14：PIP 技术相对于电镀铬和 QPQ 技术具有较大优势	8
图表 15：PIP 技术的应用领域	9
图表 16：2016 年电镀铬板出口量达到 24.4 万吨	9
图表 17：PIP 定增项目简介	10
图表 18：3D 喷焊在矿山与工程机械的应用	10
图表 19：3D 喷焊在核电与风电设备的应用	10
图表 20：3D 喷焊在交通与传动设备的应用	11
图表 21：3D 喷焊在石油工业设备的应用	11
图表 22：中物红宇和 3D 喷焊业务情况	11
图表 23：产业并购基金	11

图表 24：中物红宇股权结构一览	12
图表 25：红宇智能股权结构.....	12
图表 26：定增发行基本情况一览	13
图表 27：员工持股计划基本情况	13
图表 28：员工持股计划的参与人员一览	13
图表 29：可比公司盈利和估值水平预测	14

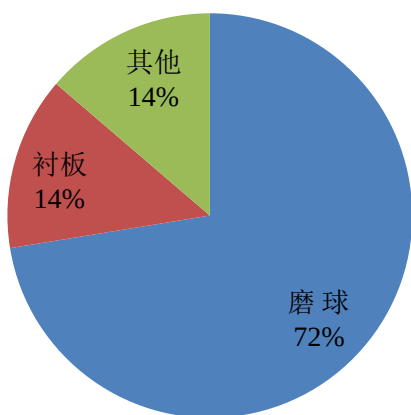
公司概况

公司成立于 1995 年，上市于 2012 年，主导产品是磨球和衬板，收入规模在 2 亿元左右，产品和服务广泛应用于矿山、水泥、火电、煤炭、冶金等高能耗行业。公司是金属构件表面强化技术领域国内领导者和国际领先者，是国内唯一的高效球磨综合节能技术解决方案的提供者与服务商。

主营业务

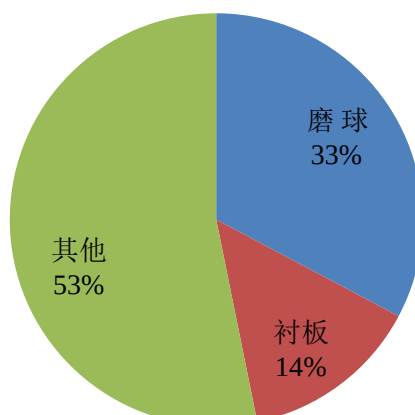
公司的主营业务是磨球和衬板业务，其它业务还包括：锤头、3D 喷涂、金属陶瓷 PIP、军品服务等等。2015 年，磨球和衬板业务占主营业务收入达到 86%，但毛利占比仅为 47%，盈利能力有待提高。

图表 1：2015 年，磨球和衬板业务占营收比重为 86%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：2015 年，磨球和衬板业务占毛利比重为 47%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：2011-2015 年，公司产品的产销量保持相对稳定

	单位	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
销售量	吨	18896	19528	16039	20289
生产量	吨	17972	21145	19730	18520
库存量	吨	901	3218	6834	5066

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：公司产能情况一览（单位：吨）

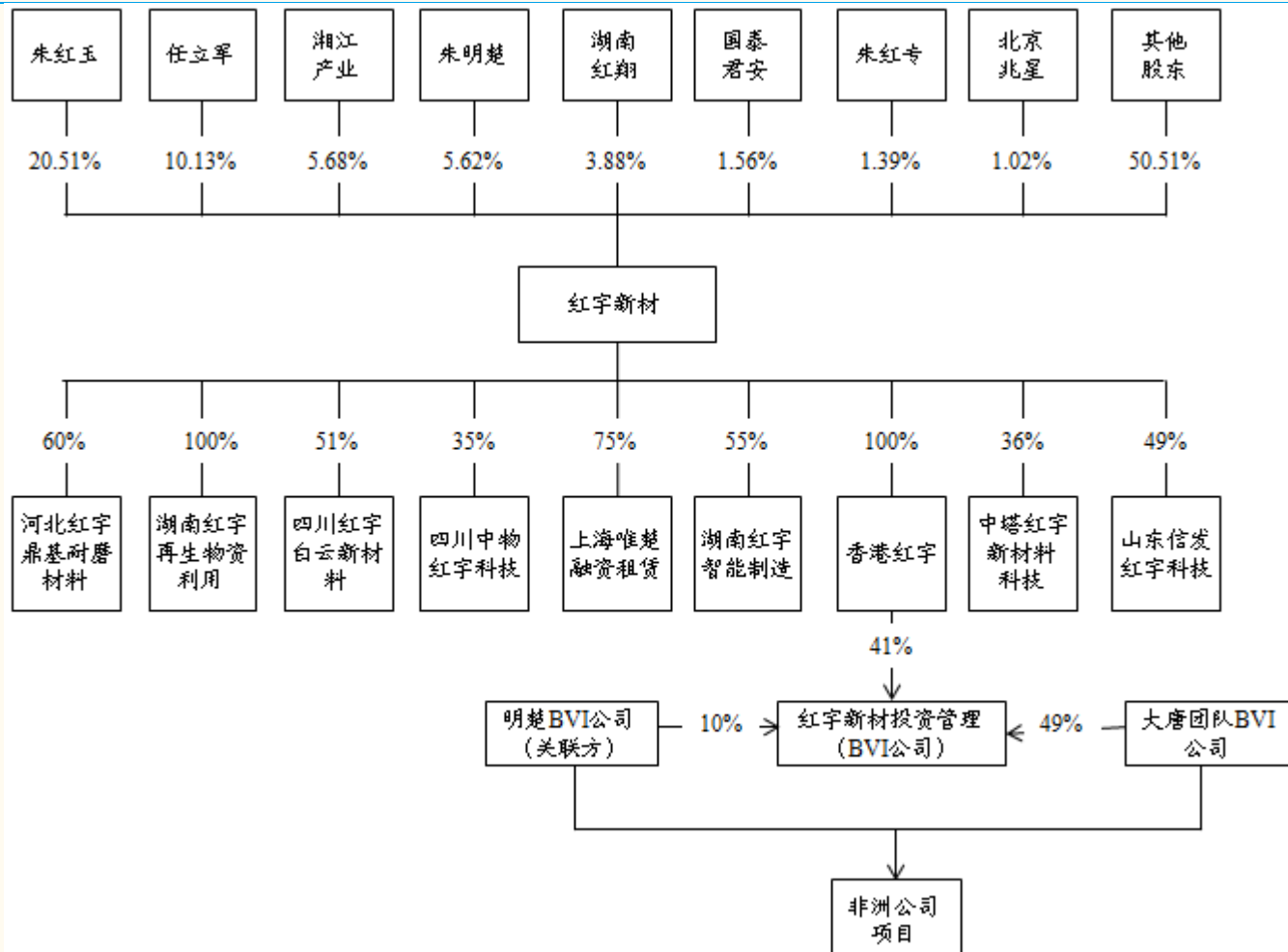
		2015 年 6 月	2016E	2017E
自动化磨球生产线	长沙母公司	23,000	28,000	28,000
	信发红宇（参股）	10,000	15,000	15,000
	娄底分公司	9,000	停产	停产
	红宇白云	-	10,000	20,000
衬板	长沙母公司	5,000	5,000	5,000
PIP 生产线	红宇智能	-	5,000	50,000

来源：公司公告，国金证券研究所

子公司分工明确，各司其业

公司旗下的子公司众多。信发红字与红字白云主要从事耐磨铸件产品研发、生产及销售，红字鼎基负责生产衬板；中物红字主要研发 3D 智能喷焊技术；红字智能致力于 PIP、金属陶瓷功能梯度材料等新技术的产业化。

图表 5：红字新材股权结构图



来源：公司公告，国金证券研究所

传统业务下行，亟待转型

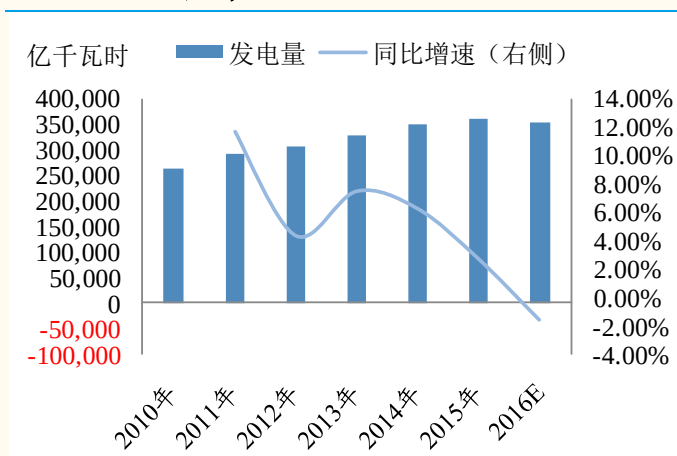
公司的磨球和衬板客户主要集中在电力、煤炭、水泥、矿山领域。2010 年，四万亿经济刺激过后，国内宏观经济增速下行压力增大，国内发电量、煤炭需求均面临增速下滑的情况。2015 年以后，国内发电量、煤炭需求、水泥产量开始负增长，全球矿山产量增速也有所放缓。

图表 6：2015 年和 2016H，前五大客户所处行业的情况

2016H 前五大客户	销售额 (万元)	占比	主营业务
攀枝花市东区迈泓物资有限责任公司	1080.34	9.37%	金属材料、矿产品加工
攀枝花杰迪矿业有限公司	1056.90	9.17%	矿石加工
承德县建龙矿业有限公司	1041.41	9.04%	铁精粉采选
ESCO CORP RATION	683.55	5.93%	耐磨铸件
攀枝花丰源矿业有限公司	675.28	5.86%	矿产品加工
合计	4537.48	39.37%	-
2015 年前五大客户	销售额(万元)	占比	主营业务
攀枝花丰源矿业有限公司	2990.10	11.93%	矿产品加工
滦平县伟源矿业有限责任公司	2046.15	8.17%	铁精粉、矿石
DATANG STEEL.SPRL	1150.10	4.59%	球磨机、衬板
山东信发红宇科技有限公司	1125.72	4.49%	磨球、衬板
承德天宝矿业集团有限公司	1083.78	4.33%	铁精粉
合计	8395.85	33.51%	-

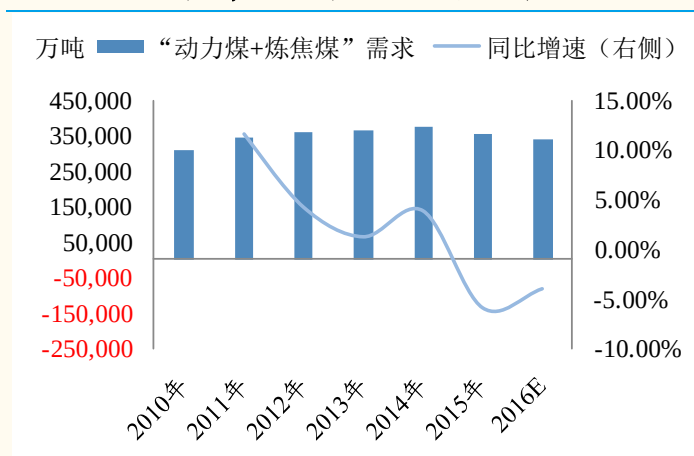
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：2011 年起，全国发电量增速逐步下行



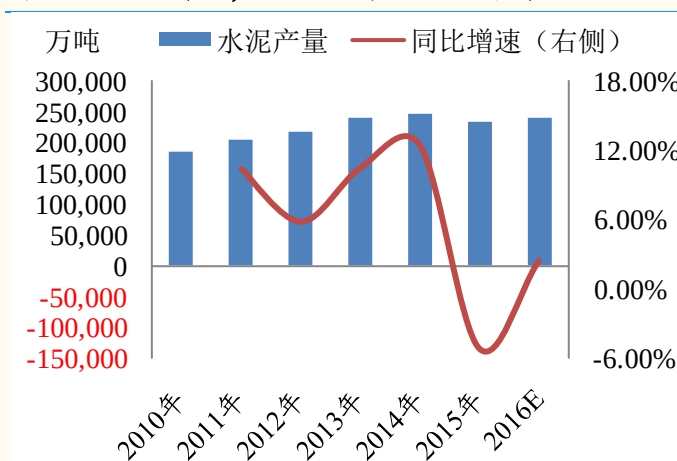
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 8：2011 年起，煤炭需求增速逐步下降



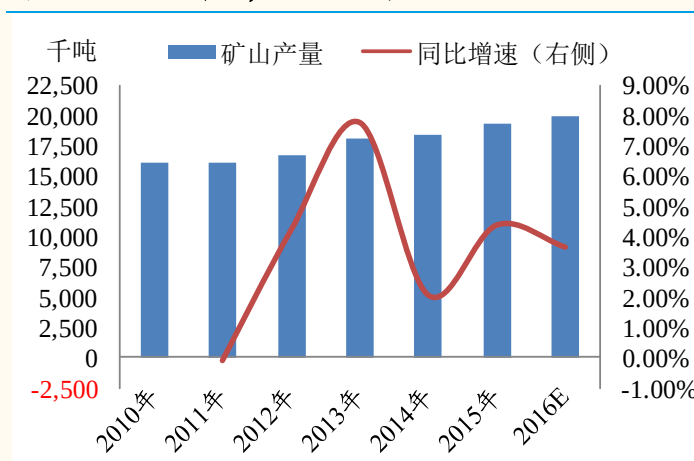
来源：wind，国金证券研究所

图表 9：2014 年起，全国水泥产量增速下滑



来源：国家统计局，国金证券研究所

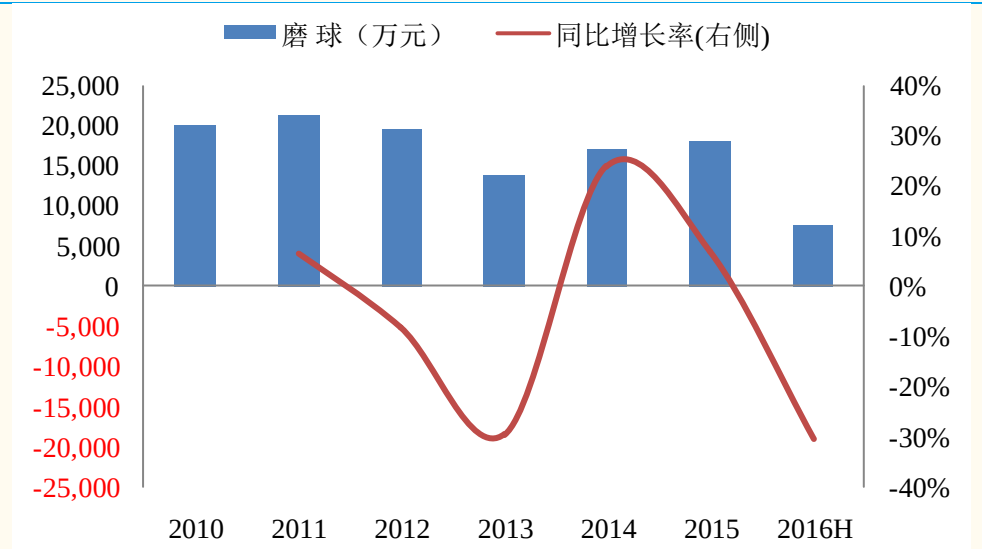
图表 10：2013 年起，全球矿山产量增速放缓



来源：国金证券研究所

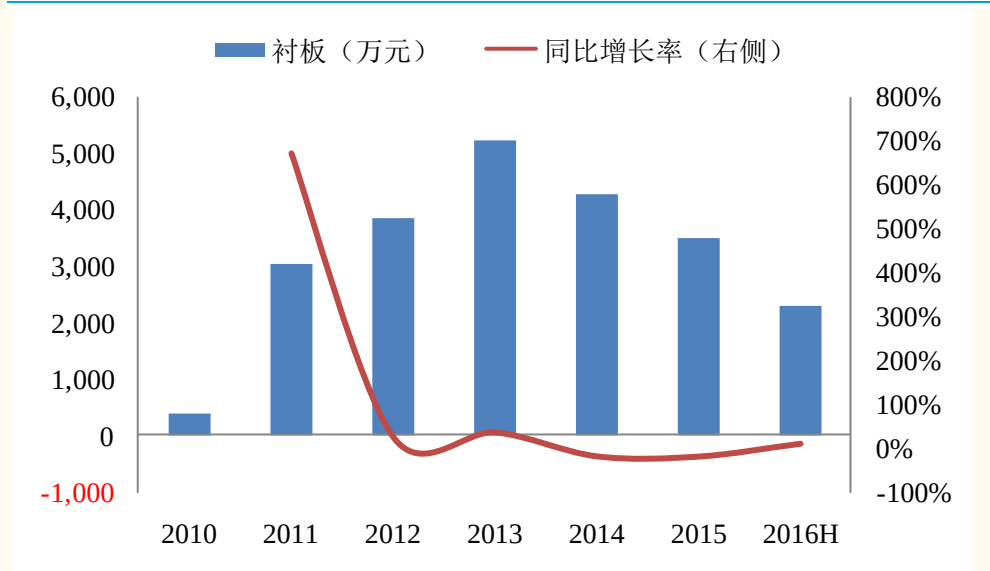
公司下游客户的开工能力不足，同时受供给侧改革政策影响，银行对这些行业采取惜贷政策，导致下游客户现金流状况恶化。2016 年，公司为了规避回款风险，主动降低了低信用等级客户的销售额，导致业绩低于预期，收入出现负增长。

图表 11：2010 年至 2016H，磨球收入及同比增长率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 12：2010 年至 2016H，衬板收入及同比增长率



来源：公司公告，国金证券研究所

■ 募投项目不达预期

图表 13：金洲新区二期工程年产 2.5 万吨高合金耐磨铸件项目

时间	调整后投资总额	截至期末投资进度	项目预计达产期	项目介绍
2012 年	21,636	14.50%	2014 年 6 月 30 日	计划形成年产磨球 20,000 吨、衬板 5,000 吨的生产能力,符合国家产业政策和行业发展规划
2013 年	21,636	23.10%	2014 年 6 月 30 日	
2014 年	18,696	68.10%	2015 年 9 月 30 日	
2015 年	15,159	97.80%	部分生产线未投产	
2016H	15,159	98.20%	部分生产线未投产	

来源：公司公告，国金证券研究所

转型方向：PIP 表面处理和 3D 智能喷焊

PIP：世界领先的表面处理技术

PIP——可控离子渗入表面处理技术。PIP 技术是国际领先的金属表面改性技术，与传统电镀将一层重金属铬覆盖在金属构件表面不同，PIP 将非金属元素渗进金属构件表面，环保性和产品品质超越了欧美的同类技术（QPQ），红宇新材具有完全的自主知识产权。其主要发明人是罗德福教授，研究员级高工，西华大学博士生导师，国务院政府津贴专家，现为红宇新材首席科学家、总工程师。

图表 14：PIP 技术相对于电镀铬和 QPQ 技术具有较大优势

相对优势	电镀铬技术	QPQ 技术
PIP 技术	抗腐蚀性显著增强，40Cr 钢绣点时间延长至 912 小时；耐磨性显著增强，活塞杆耐磨性提高 1.5 至 2 倍；处理产品变形小，可替代多道工序。	PIP 技术是在 QPQ 技术的基础上，创新性发展起来的金属表面复合处理技术，其综合性能高于 QPQ 技术。

来源：国金证券研究所

■ PIP 市场空间巨大

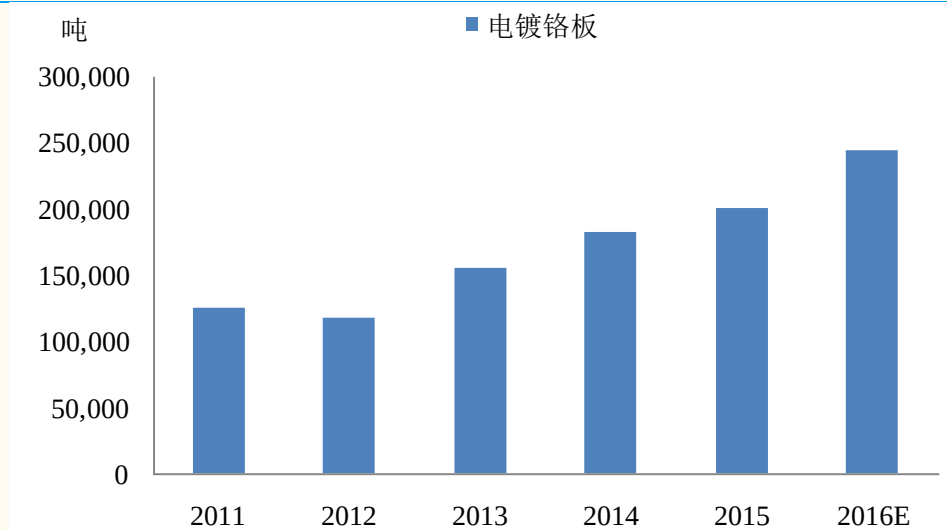
PIP 技术可以广泛应用于加工处理液压活塞杆、各类轴、螺栓、汽车零部件、石油装备、模具、武器等产品。初步判断，可替代电镀铬的市场空间不低于 100 亿。仅电镀铬板的出口量就有 24.4 万吨，若按 1.8 万/吨的 PIP 处理后钢板价格来计算，出口替代空间即不低于 44 亿元。

图表 15: PIP 技术的应用领域



来源: 公司网站, 国金证券研究所

图表 16: 2016 年电镀铬板出口量达到 24.4 万吨



来源: 海关总署, 国金证券研究所

■ PIP 产业化首推活塞杆和来件处理服务

公司从两个方向去实现 PIP 技术产业化: ①自主生产 PIP 零件: 做量大、通用性好、标准化程度高的产品, 首选活塞杆; ②来件 PIP 表面技术处理服务, 未来或选择工业密集的集聚地进行合资建厂。

自主生产 PIP 零件首选活塞杆。活塞杆的标准化程度非常高, 广泛应用于各种机械设备的油缸。同时, 湖南地区是三一、中联等多家大型机械厂商的集聚地, 当地的代工能力和市场需求都为公司的发展提供了极大便利。目前, 公司正在策划增发, 准备在长沙兴建 20 条 PIP 生产线用于生产自主品牌的活塞杆。到 2015 年 5 月为止, 公司已建成 2 条 PIP 生产线, 并已接到销轴、螺栓等产品的订单若干。

图表 17: PIP 定增项目简介

项目	投资总额	项目简介	发展方向	未来产值
PIP 可控离子渗入技术产业化项目	50915 万元	建设 20 条 PIP 技术生产线	自主生产 PIP 零件：.做量大、通用性好、标准化程度高的产品，首选活塞杆；来件 PIP 表面技术处理服务	目前设定 2 条生产线的产能合计 5000 吨/年、平均售价 18000 元/吨、年产值 9000 万元，估算 20 条生产线将形成 9-10 亿元的产值

来源：公司公告，国金证券研究所

PIP 来件处理服务，未来或在产业集聚地合资建厂。以模具行业为例，大量的模具企业集聚在东莞，每年模具损耗量超过 10 亿元。公司或选择当地的龙头公司作为合作伙伴，以技术换取市场份额，成立合资公司，为当地客户提供来件处理服务。

3D 喷焊：瞄准 3D 智能喷焊机器人市场

■ 联手中物院，携手进军 3D 喷焊

3D 喷焊业务主要放在子公司中物红字，中物红字原名中物泰沃，是中国工程物理研究院隶属军转民企业，负责新型高分子材料、耐磨耐腐蚀系列材料的研发、生产与销售。在 3D 智能喷焊领域，中物红字已拥有大量的技术储备，包括大功率智能喷焊系统、高性价比的金属-陶瓷梯度涂层粉末、先进的功能梯材复合工艺、可一次制备 1-10 毫米厚涂层。

图表 18: 3D 喷焊在矿山与工程机械的应用



来源：公司网站，国金证券研究所

图表 19: 3D 喷焊在核电与风电设备的应用



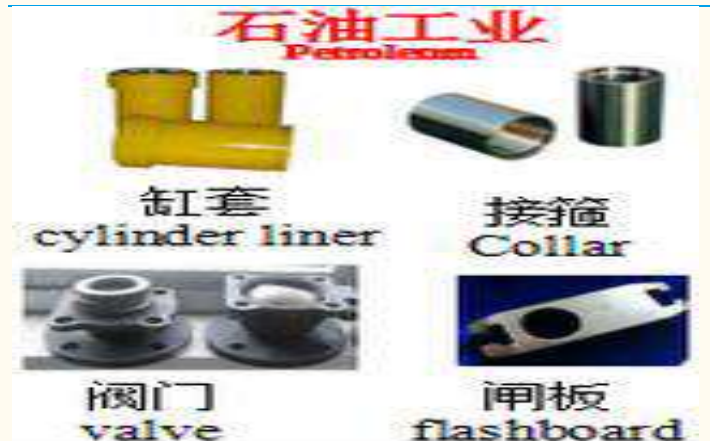
来源：公司网站，国金证券研究所

图表 20: 3D 喷焊在交通与传动设备的应用



来源: 公司网站, 国金证券研究所

图表 21: 3D 喷焊在石油工业设备的应用



来源: 公司网站, 国金证券研究所

目前中物红宇已投入超过 20 台 3D 智能喷焊机器人, 用于衬板产品的性能改良, 已完成 20 多家客户试用和批量供货, 2016 年预计将投入超 100 台 3D 智能喷焊机器人。

图表 22: 中物红宇和 3D 喷焊业务情况

事件	优势	现有成就	未来趋势
公司于 2015 年 3 月增资购买中物泰沃 35% 的股份成为第一大股东, 改名为中物红宇	已开发出高能离子束 3D 智能喷焊机器人、金属陶瓷 3D 打印粉末和 3D 增材制造系统, 用于公司现有产品的性能改良	2015 年, 已试用 20 台 3D 智能喷焊机器人, 用于衬板产品的性能改良, 目前已完成了 20 多家客户试用和批量供货	2016 年将投入 100 台以上 3D 智能喷焊机器人

来源: 公司资料, 国金证券研究所

外延预期强烈, 打造新材料平台型公司

联手上海元资本, 成立产业并购基金

公司联手上海元资本, 成立仙桃市红元新材料并购基金。自有资金 7000 万, 产品规模为 10 亿, 投资方向为医疗、军工等领域的高端新材料标的, 着手实现公司打造新材料平台型企业的战略目标。

图表 23: 产业并购基金

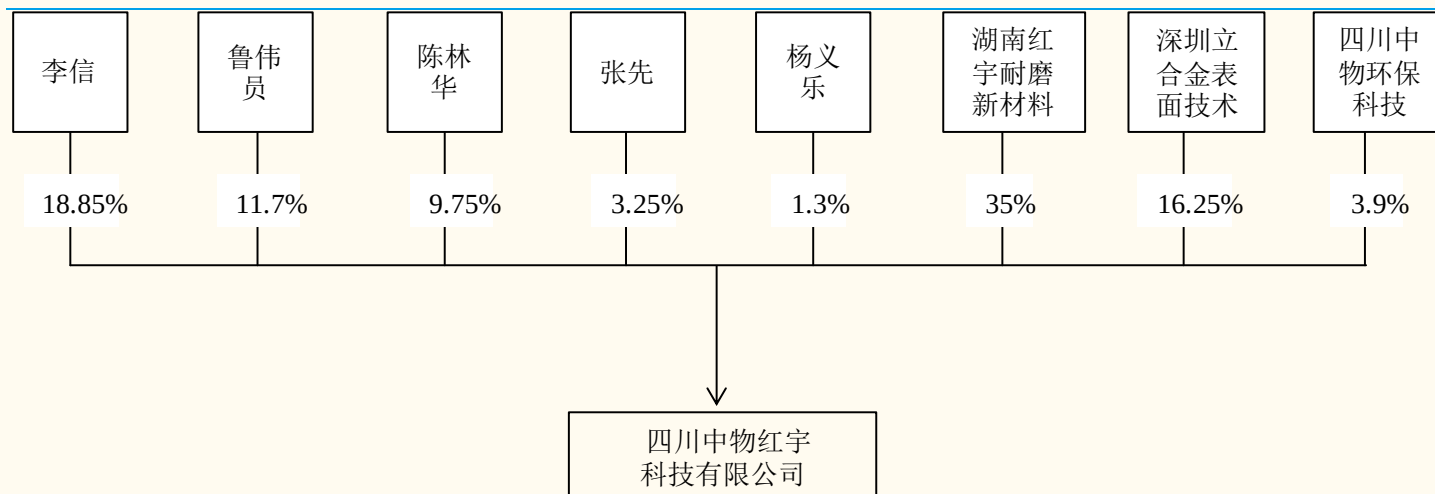
名称	基金规模	自有资金	投资方向	影响
红元新材料产业并购基金	10 亿	7,000 万	医疗、军工等领域的高端新材料及相关产业的国内外优质资产	有助于公司并购优质项目, 加快公司在高端新材料领域的拓展, 实现公司打造新材料平台型企业的战略发展目标

来源: 公司公告, 国金证券研究所

激励机制灵活——“合伙人机制+员工持股”

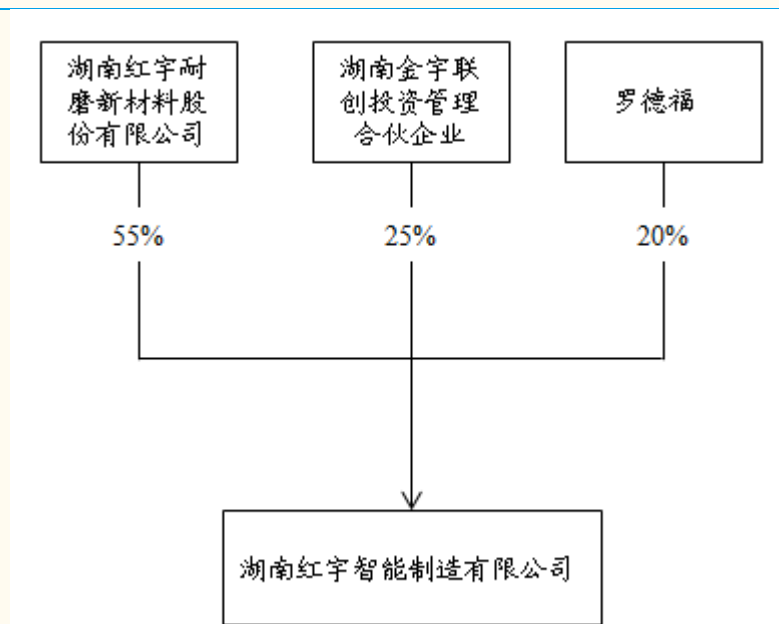
公司灵活运用多种激励方式团结和吸纳人才。中物红宇、红宇智能均实施合伙人机制, 李信、鲁伟员、陈林华、张先、杨义乐等中物院的核心技术骨干均在中物红宇有直接持股, 罗德福和任立军等 PIP 技术骨干也在红宇智能中拥有直接持股。

图表 24：中物红宇股权结构一览



来源：公司公告，国金证券研究所。备注：李信、鲁伟员、陈林华、张先、杨义乐均是中物院的核心技术骨干

图表 25：红宇智能股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所。备注：金字联创由任立军和李信共同持股。任立军，曾担任上市公司董事、总工程师、董事会战略委员会委员职务，辞去管理职务后，专注于科研工作，目前持有金字联创 75% 的股权。李信，目前担任中物红宇的总经理，持有金字联创 25% 的股权。

2015 年 12 月，公司发行定向增发补充流动资金，发行对象为朱明楚、红翔投资，其中朱明楚为红宇新材控股股东、实际控制人朱红玉之子，红翔投资出资合伙人陈杰、任立军、陈新文、黄冀湘、朱红专均为公司员工，其中陈杰为公司董事、总经理，任立军为公司董事、总工程师，黄冀湘为公司财务总监，陈新文为公司副总经理、董事会秘书，朱红专为朱红玉之兄。

图表 26：定增发行基本情况一览

发行日期	2015 年 12 月
定增价格	4.03 元/股
发行数量	41,935,483
募资	169,000,000
增发前股本	399,360,000
股本摊薄	9.5%
增发完成后股本	441,295,483
发行目的	补充流动资金
对象	朱明楚、红翔投资
锁定期	36 个月

来源：公司公告，国金证券研究所

2015 年 7 月 3 日，公司通过“国泰君安君享红宇集合资产管理计划”完成了第一期员工持股计划，除权后，购买均价 12.7 元/股，购买数量为 6,888,966 股，参与员工持股计划的人员包括董监高和其它公司核心骨干员工。

图表 27：员工持股计划基本情况

增持时间	2015 年 7 月 3 日
持股成本	12.7 元/股
持股数量	6,888,966
占总股本比例	1.725%
锁定期	1 年

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 28：员工持股计划的参与人员一览

持有人	出资额（万元）	占持股计划比例
董监高：陈杰、隆端华、陈新文、黄翼湘、王靖夫、张进、万海燕共 7 人	1,130	37.67%
其他员工不超过 143 人	1,870	62.33%
合计	3,000	100.00%

来源：公司公告，国金证券研究所

盈利预测与估值评级

■ 盈利预测

核心假设：2016-2018 年，磨球板收入同比增长为-10%、-5%、-5%，衬板收入同比增长为 10%、-5%、-5%；2016-2017 年，PIP 生产线投产数量分别为 2 条和 20 条，2018 年，PIP 生产线可以达到满负荷的设计产能。

我们预测，2016-2018 年公司 EPS 分别是 0.10、0.12、0.14。

■ 估值评级

PE 法：我们选择新材料行业相关个股作为可比公司，可比公司 2016 年 PE 中值为 137 倍。按照 2016 年 EPS=0.10，给予 137 倍 PE，对应公司股价为 13.7 元。

PB 法：可比公司 PB 中值为 6.83 倍，对应公司股价为 12.42 元。

综合 PE 和 PB 法，我们给予公司目标价 13.06 元（取平均值）。

首次覆盖给予增持评级。我们预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.10、0.12、0.14，结合行业可比公司 2016 年 PE 法和 PB 法估值，我们给予公司目标价 13.06 元，对应 2016 年 PE 为 131 倍，空间 10.3%，首次覆盖给予增持评级。

图表 29：可比公司盈利和估值水平预测

公司名称	当前股价	EPS 预测			PE			PB
		2015 年	2016E	2017E	2015 年	2016E	2017E	
银邦股份	10.50	-0.23	0.03	0.16	-45.65	334.39	65.18	5.65
炼石有色	22.53	0.11	0.12	0.32	204.82	187.91	70.49	8.68
宜安科技	13.41	0.24	0.16	0.19	55.88	86.18	68.77	8.00
云海金属	20.26	0.10	0.41	0.60	202.60	49.21	33.98	4.96
中值	16.84	0.11	0.14	0.26	129.24	137.04	66.97	6.83
红宇新材	11.84	0.08	0.10	0.12	148.00	118.40	98.67	6.51

来源：wind，国金证券研究所。备注：数据取自 2016 年 9 月 19 日，除红宇新材为我们预测外，其他公司预测来自 wind 一致性预期的平均值。

风险提示

磨球和衬板业务下滑超预期；PIP 订单少于预期。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	191	213	251	244	278	319
增长率		11.5%	17.5%	-2.7%	14.0%	14.7%
主营业务成本	-118	-148	-156	-145	-162	-183
%销售收入	61.9%	69.4%	62.2%	59.5%	58.4%	57.5%
毛利	73	65	95	99	116	135
%销售收入	38.1%	30.6%	37.8%	40.5%	41.6%	42.5%
营业税金及附加	-1	-1	-2	-2	-2	-2
%销售收入	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-14	-15	-18	-17	-19	-22
%销售收入	7.5%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
管理费用	-30	-32	-39	-38	-43	-49
%销售收入	15.6%	15.1%	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%
息税前利润 (EBIT)	27	17	37	42	51	62
%销售收入	14.3%	7.8%	14.7%	17.4%	18.5%	19.4%
财务费用	0	-5	-8	1	4	2
%销售收入	0.0%	2.6%	3.1%	-0.5%	-1.5%	-0.8%
资产减值损失	-4	-1	-4	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	2	5	4	4	4
%税前利润	0.0%	13.5%	15.9%	8.2%	6.6%	5.8%
营业利润	24	12	30	47	59	67
营业利润率	12.3%	5.6%	12.1%	19.1%	21.1%	21.1%
营业外收支	1	2	4	2	2	2
税前利润	25	14	34	49	61	69
利润率	12.9%	6.5%	13.6%	20.0%	21.8%	21.8%
所得税	-2	-2	-2	-4	-5	-6
所得税率	8.1%	15.0%	6.0%	8.0%	8.0%	8.0%
净利润	23	12	32	45	56	64
少数股东损益	0	0	2	1	1	1
归属于母公司的净利润	22	11	30	44	55	63
净利率	11.6%	5.3%	12.1%	18.0%	19.7%	19.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	23	12	32	45	56	64
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	14	12	18	16	19	22
非经营收益	8	7	-1	-1	-5	-4
营运资金变动	-46	59	-68	23	-35	-42
经营活动现金净流	-2	91	-19	83	35	40
资本开支	-72	-51	-22	-37	-73	-50
投资	0	-25	-6	2	0	0
其他	0	0	1	4	4	4
投资活动现金净流	-72	-75	-26	-31	-69	-46
股权募资	0	0	162	0	0	0
债权募资	20	-15	10	-143	21	27
其他	-31	-18	18	-5	-5	-11
筹资活动现金净流	-11	-33	153	-148	16	16
现金净流量	-85	-18	108	-96	-18	10

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	240	222	334	238	220	230
应收款项	251	216	249	219	250	287
存货	86	62	108	95	107	121
其他流动资产	27	9	22	25	26	28
流动资产	605	509	713	578	603	665
%总资产	73.0%	60.9%	65.7%	59.6%	57.4%	58.2%
长期投资	0	31	38	35	35	35
固定资产	200	241	274	279	327	348
%总资产	24.2%	28.9%	25.3%	28.8%	31.1%	30.5%
无形资产	22	45	55	73	82	90
非流动资产	223	326	372	392	448	478
%总资产	27.0%	39.1%	34.3%	40.4%	42.6%	41.8%
资产总计	828	835	1,085	970	1,051	1,143
短期借款	145	132	143	3	24	50
应付款项	33	47	81	65	73	82
其他流动负债	7	5	6	10	15	16
流动负债	185	184	230	77	111	147
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	6	5	2	2	2
负债	185	191	234	79	113	150
普通股股东权益	622	623	803	843	888	942
少数股东权益	21	21	47	48	49	50
负债股东权益合计	828	835	1,085	970	1,051	1,143

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.231	0.118	0.080	0.099	0.124	0.142
每股净资产	6.475	6.492	1.820	1.909	2.013	2.136
每股经营现金净流	-0.016	0.943	-0.044	0.188	0.079	0.091
每股股利	0.100	0.050	0.066	0.010	0.020	0.020
回报率						
净资产收益率	3.57%	1.81%	3.76%	3.59%	4.45%	4.96%
总资产收益率	2.68%	1.35%	2.79%	2.35%	3.02%	3.39%
投入资本收益率	3.19%	1.83%	3.48%	2.78%	2.77%	2.65%
增长率						
主营业务收入增长率	-19.29%	11.53%	17.51%	-2.70%	13.98%	14.73%
EBIT 增长率	-53.17%	-38.89%	120.07%	15.11%	20.99%	20.46%
净利润增长率	-54.29%	-49.10%	167.21%	44.91%	24.87%	14.86%
总资产增长率	-75.00%	0.90%	29.85%	-9.98%	0.19%	3.96%
资产管理能力						
应收账款周转天数	372.3	303.4	298.4	300.0	300.0	300.0
存货周转天数	249.8	182.3	199.4	240.0	240.0	240.0
应付账款周转天数	63.7	74.3	89.0	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	240.3	280.6	290.9	337.4	326.4	308.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-14.80%	-13.85%	-22.54%	-4.51%	-8.66%	-9.06%
EBIT 利息保障倍数	911.9	3.1	4.8	6.1	13.0	16.2
资产负债率	22.39%	22.82%	21.59%	22.81%	20.70%	20.90%

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
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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为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