

中泰股份 (300435.SZ)

通用设备行业

评级：买入 首次评级

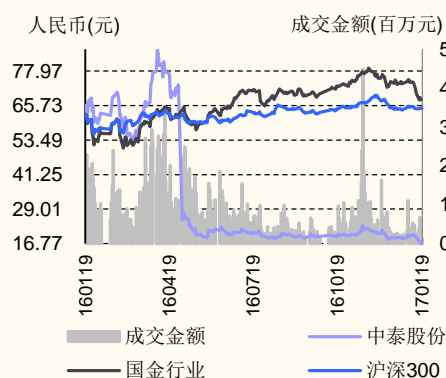
公司研究

市场价格 (人民币): 16.77 元
 目标价格 (人民币): 23.50-25.00 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) 81.93
 总市值(百万元) 4,105.30
 年内股价最高最低(元) 85.69/16.77
 沪深 300 指数 3329.29



深冷装备具备核心优势，应用拓展布局氢能领域

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	1.332	1.132	0.315	0.435	0.523
每股净资产(元)	4.96	7.85	8.86	10.16	11.72
每股经营性现金流(元)	2.24	-0.75	1.22	0.97	1.32
市盈率(倍)	N/A	67.61	53.15	38.56	32.05
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	20.83%	15.56%	-16.39%	37.86%	20.31%
净资产收益率(%)	26.88%	14.42%	10.68%	12.84%	13.39%
总股本(百万股)	60.00	81.60	244.80	244.80	244.80

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **国内深冷技术装备细分龙头，掌握核心部机制造技术。**板翅式换热器是深冷技术设备的核心部机，也是公司掌握核心技术的主要自制产品，公司通过改造设备、自制模具、开发软件等多种方式形成自身特有优势，保障产品质量的同时提高生产效率，使得此项产品毛利率维持在 50%左右，出口产品毛利率可达到 70%。公司以板翅式换热器为基础逐步扩大产品范围，延伸至冷箱和成套装置领域，使得公司收入明显增长。
- **专注于深冷技术设备在天然气与新型煤化工领域应用。**深冷技术装备发展起始于钢铁、有色金属等行业；国家能源结构调整、工业转型升级为天然气及新型煤化工提供发展契机，有望成为深冷技术设备的新增长点。目前天然气消费占能源比重仅 5.9%，十三五期间发展目标是提高到 10%，增长空间仍很大；煤化工是深冷装备另一应用领域，16 年环评审批加速有助行业回暖及设备需求的增加。公司专注于深冷技术设备在天然气液化分离和煤化工烯烃分离等领域的应用，经过长期积累形成竞争优势。
- **16 年是业绩低点，煤化工回暖、今年有望回升。**2016 上半年，下游天然气等行业需求放缓使部分订单执行过程延期，公司收入和利润出现下降，预计 16 年全年业绩将有下滑。今年业绩回升：1) 从近期情况看，国家环保部对煤化工项目环评批复提速，公司产品订单在煤化工领域有明显恢复；2) 从更长期看，天然气与新型煤化工在国内的发展仍有很大空间，油价上行将使其经济性更加明显；公司专注于深冷装备在此方向的应用，已积累起较强的技术和品牌优势，能够分享下游需求增长带来的发展机遇。
- **拥有制氢提纯技术储备，布局氢能产业寻求新增长。**氢能源作为新兴的清洁能源逐渐得到世界各国重视，其中重要的应用领域在于氢燃料电池汽车，国内正处于产业发展初期，未来潜力巨大。公司原有的深冷技术储备可应用于氢能的制取提纯等环节，借助能源化工行业积累的客户资源，公司可在氢能的制取提纯方面寻求新的业务增长点。

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

卞晨曦 联系人
 biancy@gjzq.com.cn

盈利预测

- 我们预测公司 2016-2018 年营业收入为 3.55/4.50/5.34 亿元，分别同比增长 -23.2%/26.8%/18.7%；归母净利润分别为 77/106/128 百万元，分别同比增长 -16.39%/37.86%/20.31%；EPS 分别为 0.32/0.44/0.52 元，对应 PE 分别为 53/39/32 倍。

投资建议

- 我们认为公司掌握深冷技术装备核心部机制造工艺，具备较强技术优势和客户积淀；国家能源结构优化升级背景下，天然气与新型煤化工成长空间巨大，油价上行使得天然气比价优势及煤化工经济性逐步体现，进一步促进行业增长；公司技术可用于制氢及提纯，氢能源领域是新业务拓展方向，未来有望持续布局。首次覆盖我们给予公司“买入”评级，6-12 个月目标价 23.5-25 元。

风险

- 煤化工项目落地缓慢，原材料价格上涨的风险。

内容目录

1、国内深冷技术装备领先企业	4
1.1、深冷技术装备国内领先	4
1.2、经营业绩总体保持增长，订单放缓 16 年业绩下滑	6
2、天然气与煤化工是下游主要增长空间	8
2.1、天然气与煤化工领域提供长期需求	8
2.2、拥有制氢提纯技术储备，布局氢能源应用领域	10
3、盈利预测与投资建议	12
3.1、盈利预测	12
3.2、投资建议	12

图表目录

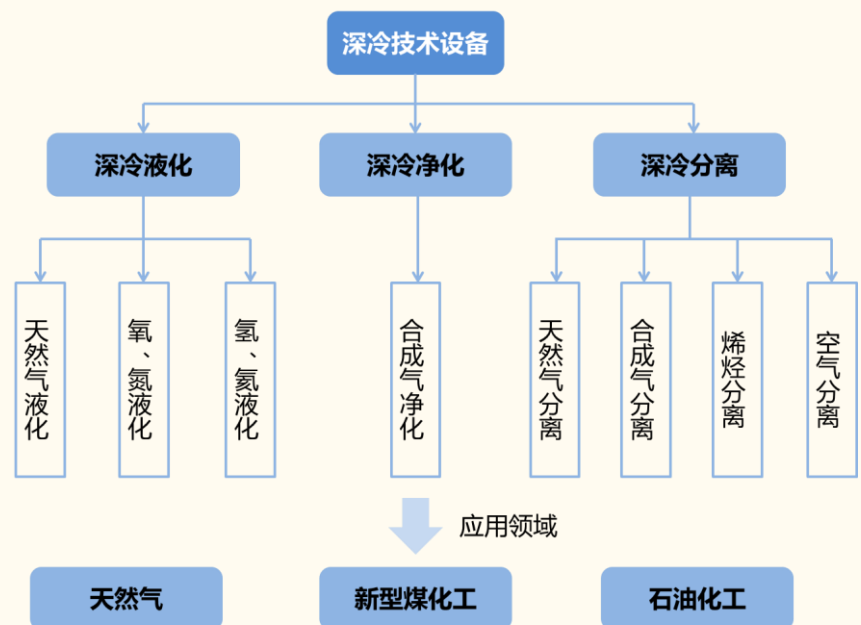
图表 1：深冷技术设备主要应用领域	4
图表 2：公司主要产品图示	5
图表 3：公司分产品的核心制造优势	5
图表 4：公司下游客户资源广泛	6
图表 5：公司主要竞争对手情况	6
图表 6：公司近年营业收入	7
图表 7：公司近年归母净利润	7
图表 8：公司分产品收入情况	7
图表 9：2016H1 各产品占比	7
图表 10：公司分产品毛利率情况	8
图表 11：公司整体盈利能力较强	8
图表 12：天然气与新型煤化工是深冷技术装备下一个增长点	8
图表 13：国内天然气消费量持续增长	9
图表 14：十三五期间天然气消费占比将大幅提高	9
图表 15：深冷技术设备用于煤化工领域多个环节	10
图表 16：燃料电池汽车产业近期扶持政策	11
图表 17：燃料电池汽车产业可布局的方向	11
图表 18：公司产品收入拆分	13

1、国内深冷技术装备领先企业

1.1、深冷技术装备国内领先

- 公司在深冷技术设备的开发和制造领域处于国内领先的地位。公司主营业务为深冷技术的工艺开发、设备设计、制造和销售。主要产品为板式换热器、冷箱和成套装置，具体包括 LNG 成套装置和冷箱、液氮洗冷箱、空分冷箱、乙烯冷箱等，下游应用领域主要在于天然气、煤化工、石油化工等行业。
- 深冷技术工艺是在低温环境中（通常为-60℃~-269℃）对天然气、合成气、空气、烯烃等介质进行液化、净化或分离的工艺方法。深冷技术设备是用以实现上述工艺目的的设备，广泛应用于天然气、煤化工、石油化工等行业。

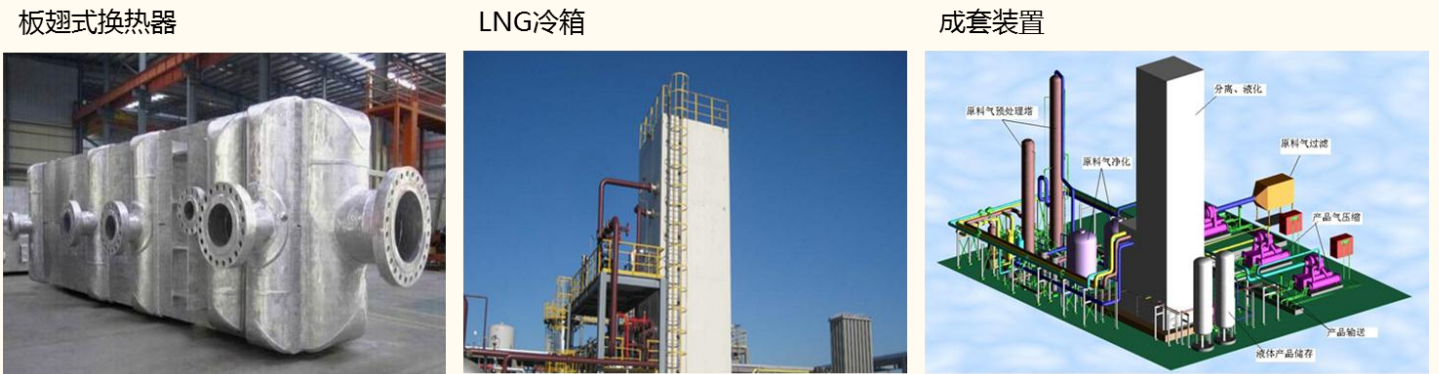
图表 1：深冷技术设备主要应用领域



来源：国金证券研究所

- 板式换热器为基础，产品范围向冷箱和成套装备拓展。板式换热器是公司的核心产品，以其为基础将产品范围拓展到冷箱和成套装置领域。板式换热器、冷箱和成套装置产品之间有递进关系，前者是后者的组成部分。
- 板式换热器：高效、紧凑式换热设备，是深冷工艺的关键部机。
- 冷箱：由板式换热器、塔器、阀门等低温设备所集成的工艺系统，具有撬装特征。
- 成套装置：由冷箱、压缩系统、净化系统等多套工艺系统共同构成的大中型装置，公司成套装置产品的核心竞争力在于同时具备关键设备制造能力及 PDP 工艺包设计能力。

图表 2：公司主要产品图示



来源：公司网站，国金证券研究所

- **掌握关键部机核心制造技术建立起竞争优势。**深冷技术设备属于高度定制化的非标设备，需具备跨学科的技术开发能力，对企业生产技术能力要求较高。公司自成立以来，定位于以空分设备以外的深冷技术应用，逐步集聚起一批深冷技术领域专家，形成了实力强劲的技术开发团队，并积累了丰富的技术开发经验，这是公司核心竞争力的重要组成。以核心部机板翅式换热器为例，公司通过改造设备、自制模具、开发软件等方式形成自身特有优势，保障产品质量的同时能够提高生产效率，使得此项产品毛利率维持在 50%左右，出口产品毛利率可达到 70%。

图表 3：公司分产品的核心制造优势

产品	核心优势
板翅式换热器	<ul style="list-style-type: none"> • 制造核心：翅片冲制成型和真空钎焊工艺； • 改造机床设备、自主生产模具，保证翅片成型精度； • 对自购真空钎焊炉深度改造，自行开发控制系统软件，使公司一次钎焊成功率接近100%；
冷箱	<ul style="list-style-type: none"> • 核心是箱内设备组队、就位和安装工艺； • 公司掌握了冷箱水平就位技术，在保证冷箱内部件垂直精度的同时，实现冷箱的整体出厂，减少现场工作量，提高产品质量；
成套装置	<ul style="list-style-type: none"> • 掌握多种PDP工艺包的设计技术并实际应用于天然气液化、液氮净化等领域；

来源：国金证券研究所

- **公司在天然气、煤化工、石油化工等领域积累了广泛的客户资源并形成一定的品牌优势。**深冷技术设备应用领域如天然气、煤化工、石油化工等项目，特点是初始投资金额大、设备生产周期长，因此客户在选择设备供应商时对于产品质量和性能要求严格，将其历史业绩作为重要考核指标。公司经过多年积累已形成一定的品牌认可度，在板翅式换热器业务方面，公司客户包括法液空、空气化工等国际工业气体行业巨头，以及成都深冷、苏州制氧机等国内企业；在冷箱和成套装置业务方面，公司客户包括新奥集团、大唐集团、晋煤中能、河南心连心、新疆洪通等国内大型企业。

图表 4：公司下游客户资源广泛



来源：国金证券研究所

- 公司竞争对手主要包括空分设备制造商以及其他深冷设备制造商。国内厂商如杭氧股份、成都深冷等，国外厂商如法孚集团、住友精密等。公司的优势一是具备核心部机制造能力，二是专注于于天然气、煤化工等深冷新领域的应用，多年积累形成了较强的核心产品优势及差异化竞争能力。

图表 5：公司主要竞争对手情况

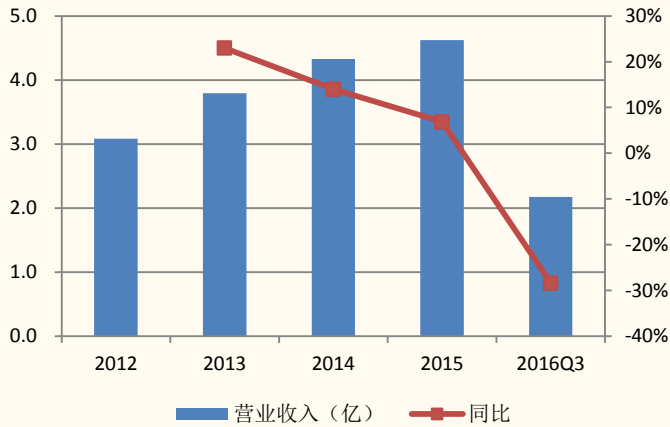
公司名称	业务介绍
杭氧股份	• 深交所上市公司，主要从事空气分离设备、工业气体产品和石化设备的生产及销售，2015年营业收入59.4亿元，净利润1.44亿元；
成都深冷股份	• 2016年深交所上市，主要提供天然液化工艺包及处理装置，2015年营业收入4.54亿元，净利润6073万元；
查特公司	• 美国公司，专业性较强的深冷技术设备制造商，天然气液化工艺领域优势突出，以冷箱、板翅式换热器的制造和销售业务为核心，2015年销售收入10.4亿美元；
法孚集团	• 法国公司，下设金属业务部、水泥业务部、能源业务部等部门，其中能源业务部下设FivesCryogenie，专业从事板翅式换热器的制造和销售；
住友精密	• 日本公司，主营业务设计航空设备、热交换设备、油压设备等，其中热交换设备业务涵盖深冷用板翅式换热器的设计和制造，产品技术能力行业领先；

来源：国金证券研究所

1.2、经营业绩总体保持增长，订单放缓 16 年业绩下滑

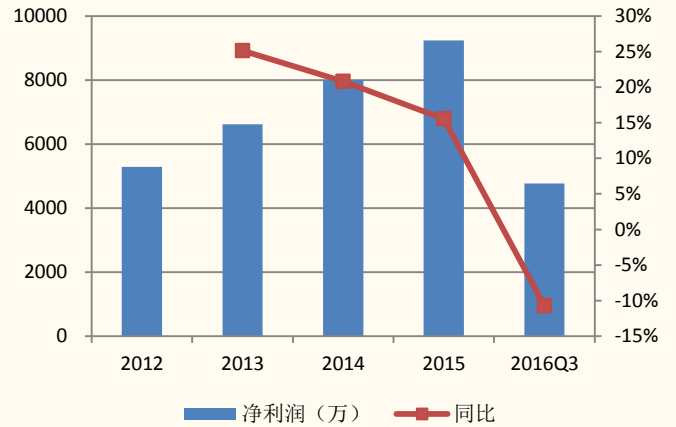
- 经营业绩总体保持增长趋势，订单执行放缓 16 年业绩下滑。2012-2015 年间公司业绩实现了快速增长，收入年均复合增速 14.4%，净利润年均复合增速达到 20.5%；至 2015 年营业收入达到 4.62 亿元，归母净利润 9237 万元。进入 2016 上半年，由于宏观经济影响，公司下游煤化工、天然气、石油化工等行业需求增长缓慢，公司部分订单执行过程出现放缓或延期，导致公司收入和利润出现下降。截至 2016Q3，公司营业收入 2.17 亿元，同比下降 28.4%，净利润 4773 万元，同比下降 10.7%。

图表 6: 公司近年营业收入



来源: wind, 国金证券研究所

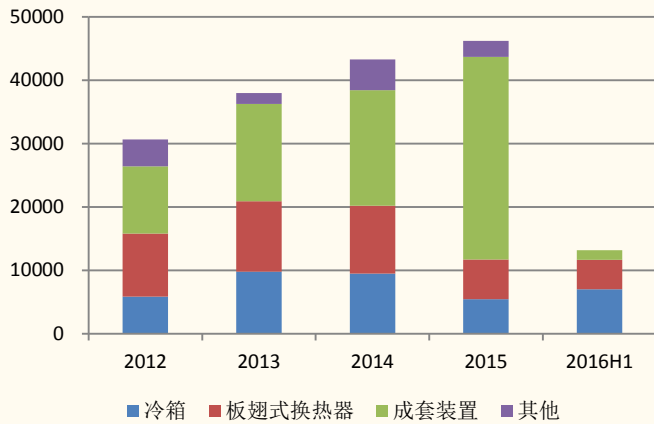
图表 7: 公司近年归母净利润



来源: wind, 国金证券研究所

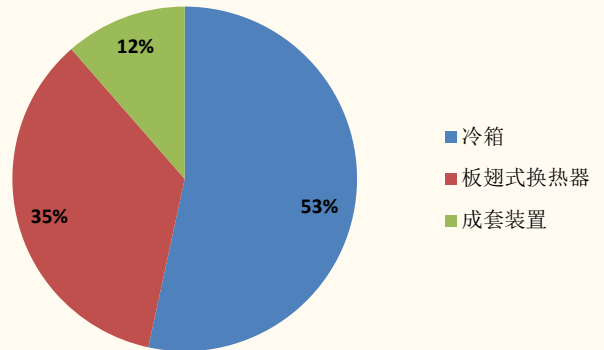
- 分产品来看，成套装置收入下降是 16 年业绩下滑主因。分析公司产品结构可发现，从 2012 年开始成套装置收入规模及占比同步快速扩张，至 2015 年其收入达到 3.2 亿元、占比达到 69%，成为公司最主要收入来源。进入 2016 上半年公司产品结构发生变化，下游需求放缓导致成套装置订单执行进度拖慢，收入规模及占比均明显下降，也是公司总体收入下滑的主要原因。

图表 8: 公司分产品收入情况



来源: wind, 国金证券研究所

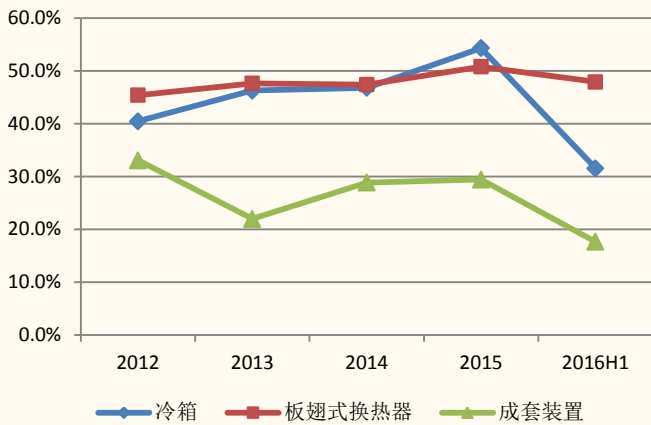
图表 9: 2016H1 各产品占比



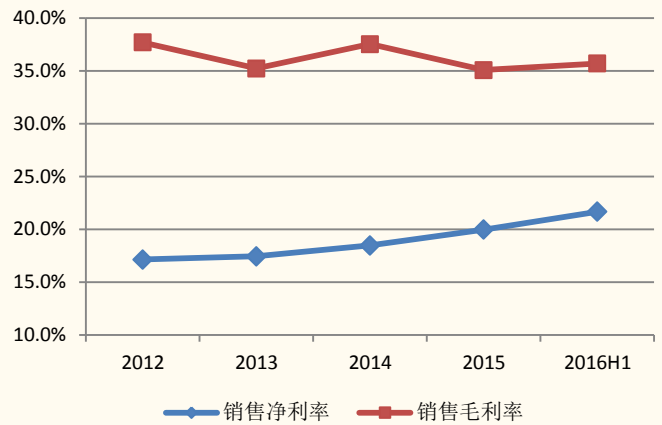
来源: wind, 国金证券研究所

- 整体毛利率高、盈利能力强。公司产品综合毛利率在 35% 以上，净利率超过 17%，三类细分产品中以板式换热器毛利率最高。板式换热器是公司掌握核心技术且自行制造的核心部机，近年基本稳定在 45% 以上；冷箱产品毛利率次之，成套装置相对较低。

图表 10: 公司分产品毛利率情况



图表 11: 公司整体盈利能力较强



来源: wind, 国金证券研究所

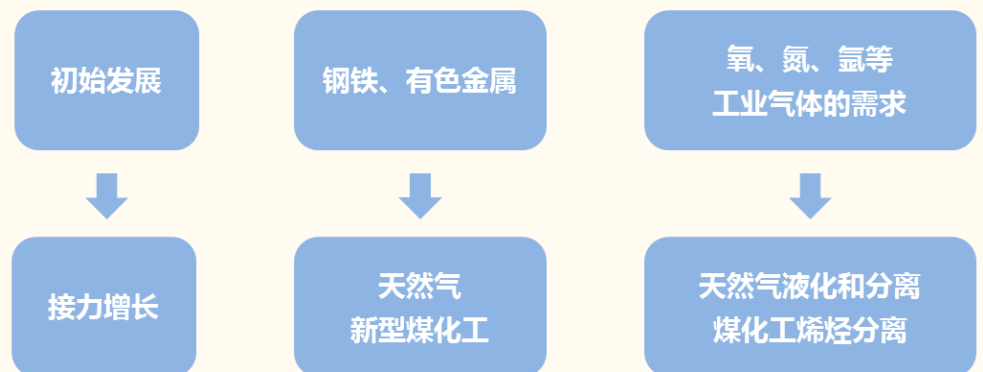
来源: wind, 国金证券研究所

2、天然气与煤化工是下游主要增长空间

2.1、天然气与煤化工领域提供长期需求

- **国内深冷技术装备兴起于钢铁、有色金属等工业领域需求。**我国深冷技术装备的快速发展开始于 20 世纪 80 年代后，增长动力主要在于工业化进程大幅加速、基础建设投资快速增长。此阶段行业下游需求主要来自钢铁、有色金属等对于氧、氮、氩等工业气体的需求，因此当时国内深冷技术设备厂商将空气分离作为主攻领域。经过多年发展，国内深冷空分设备的设计制造能力显著提升，已能够跻身世界先进行列。
- **天然气、新型煤化工等能源领域接力成为下一个增长点。**近年由于钢铁等行业出现产能过剩，对于深冷空分设备的市场需求趋缓。与此同时，行业内一批拥有技术基础和创新意识的厂商，通过对深冷空分技术的改进和再创新，将其应用领域拓展至天然气的液化和分离，以及新型煤化工的 MTO/MTP（甲醇制烯烃/甲醇制丙烯）烯烃分离等工艺。在国家能源结构调整、工业转型升级的背景下，深冷技术的新兴工艺又获得了新的发展机遇，天然气、新型煤化工对于深冷技术设备的需求快速提高，有望成为行业下一个需求增长点。

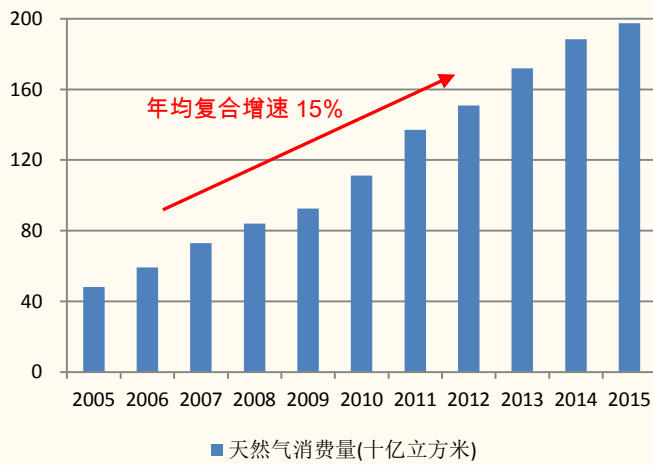
图表 12: 天然气与新型煤化工是深冷技术装备下一个增长点



来源：国金证券研究所

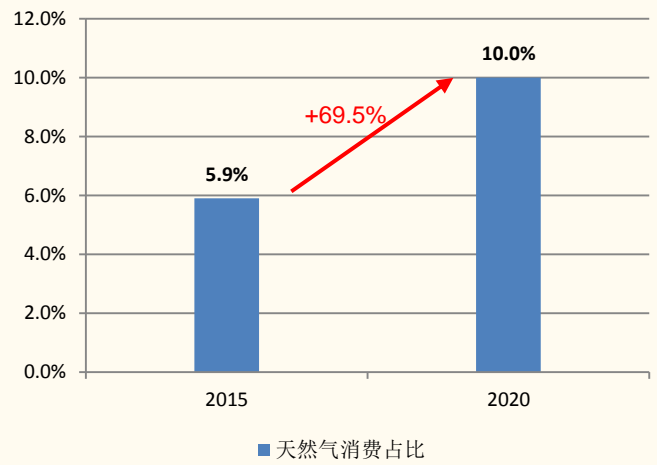
- **天然气环保优势凸显，是我国未来能源发展的重点。**长期以来煤炭在我国能源消费比重超过 60%，以煤炭为主的能源结构造成了较严重的大气污染。相比煤炭，天然气在同等热值下二氧化碳排放量减少 47%~84%、氮氧化物减少 44%~95%、二氧化硫和烟尘减少近 100%，是能够与可再生能源相媲美的清洁能源，在环境污染日益严重的情况下，推广普及天然气成为我国能源发展的重点任务。2015 年我国天然气消费量达到 1973 亿立方米，05-15 年均复合增长 15%；但天然气占能源消费总量比重仅为 5.9%，而在世界范围内天然气占比已超过 20%。根据能源局《能源发展十三五规划》，十三五时期天然气消费比重力争达到 10%，煤炭比重降至 58% 以下，天然气在国内仍有巨大发展空间。

图表 13：国内天然气消费量持续增长



来源：BP，国金证券研究所

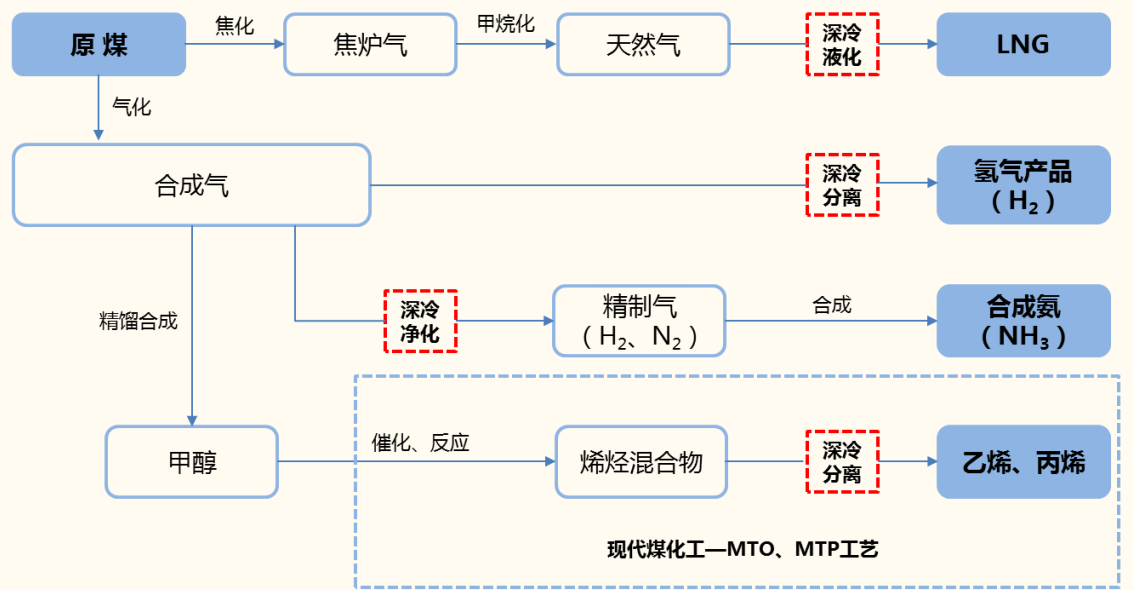
图表 14：十三五期间天然气消费占比将大幅提高



来源：国家统计局，国金证券研究所

- **新型煤化工是深冷技术设备另一应用领域。**新型煤化工通过原料煤的气化或液化来得到煤制油、煤制甲醇、煤制烯烃等各类产品。新型煤化工注重煤炭的清洁高效利用，所得产品除可替代煤炭作为燃料外，也可替代石油产品作为各种化工原料，对于提高我国煤炭资源的利用效率以及保障能源安全十分重要。深冷技术设备在新型煤化工的应用主要表现为 MTP、MTO 等工艺中的烯烃分离以及焦炉气制 LNG 工艺中的天然气液化。

图表 15：深冷技术设备用于煤化工领域多个环节



来源：国金证券研究所

- **煤化工行业审批提速有望带来设备需求增长。**体现在三个方面：1、2016年环保部对煤化工项目环评审批速度明显加快，全年获得批复的新建煤化工项目达6个、总投资规模超1600亿；2、新技术与示范项目不断落地，一是西安交大“煤炭超临界水气化制氢发电多联产技术”以技术成果作价1.5亿启动产业化进程，二是神华宁煤集团400万吨/年煤制油项目投产并获得习总书记关注支持；3、考虑到OPEC冻产及未来国际局势，未来油价上行将使得煤化工经济性逐步体现；三方因素叠加有助行业回暖带来设备需求增长。
- **16年是业绩低点，煤化工回暖、今年有望回升。**2016上半年，下游天然气等行业需求放缓使部分订单执行过程延期，公司收入和利润出现下降，预计16年全年业绩将有下滑。今年业绩回升：1)从近期情况看，国家环保部对煤化工项目环评批复提速，公司产品订单在煤化工领域有明显恢复；2)从更长期看，天然气与新型煤化工在国内的发展仍有很大空间，油价上行将使其经济性更加明显；公司专注于深冷装备在此方向的应用，已积累起较强的技术和品牌优势，能够分享下游需求增长带来的发展机遇。

2.2、拥有制氢提纯技术储备，布局氢能应用领域

- **氢能逐步受到各国重视，燃料电池汽车产业潜力巨大。**当前世界各国都在进行燃料电池汽车（FCV）的研发与推广，丰田推出的Mirai和本田的Clarity都是FCV中的代表车型。总体来看，国内氢燃料电池汽车产业仍处于发展初期，国家层面已从补贴政策、发展目标等方面出台相关政策扶持产业发展，未来示范项目落地、基础设施配套以及技术进步等因素将促进氢能的利用和需求增长。国内燃料电池汽车产业发展以商用车为先，2016年广东燃料电池汽车示范项目首批量产的28辆氢燃料电池公交车在佛山、云浮投入运营，待全面建成投产后可形成每年5000辆氢燃料电池客车的

生产能力。国内其他地区（山西、南通、大连等）也有包括燃料电池物流车、加氢站建设等相关规划在推进。

图表 16：燃料电池汽车产业近期扶持政策

政策	日期	内容
新能源汽车补贴调整方案	2016年12月30日	<ul style="list-style-type: none"> 对于燃料电池汽车补贴在2017-2020年不退坡，按照乘用车到大中型客车的不同给予每辆20万-50万元补贴；
“十三五”国家战略性新兴产业发展规划	2016年12月19日	<ul style="list-style-type: none"> 加氢站配套：推动车载储氢系统以及氢制备、储运和加注技术发展推进加氢站建设； 燃料电池车：到2020年，实现燃料电池汽车批量生产和规模化示范应用。
节能与新能源汽车技术路线图	2016年10月26日	<ul style="list-style-type: none"> 2020年，在特定地区的公共服务用车领域小规模示范应用，燃料电池车5000辆规模； 2025年在城市私人用车、公共服务用车领域实现大批量应用，50000辆规模； 2030年，在私人乘用车、大型商用车领域实现大规模商业化推广，百万辆规模。

来源：国金证券研究所

- **掌握制氢提纯技术储备，布局氢能源产业寻求新增长。** 氢能提取主要有三种方式：化石燃料制氢、电解水制氢、生物制氢。由于电解水制氢成本较高，生物制氢技术上尚未完全突破，因此现在主要采用以煤、石油或天然气等化石燃料作原料制取氢气。公司原有的深冷技术储备可应用于氢能的制取提纯等环节，借助能源化工行业积累的客户资源，公司可在氢能的制取提纯方面寻求新的业务增长点。
- 我们认为公司未来在氢能源领域的布局可关注几个方向，按照距离自身业务远近关系依次是：1) 上游氢气的制取与提纯领域，公司具备相关技术积累；2) 中游加氢站的建设、投资、运营领域；3) 下游燃料电池汽车部件领域。

图表 17：燃料电池汽车产业可布局的方向



来源：国金证券研究所

3、盈利预测与投资建议

3.1、盈利预测

- 我们预测公司 2016-2018 年营业收入为 3.55/4.50/5.34 亿元，分别同比增长-23.2%/26.8%/18.7%；归母净利润分别为 77/106/128 百万元，分别同比增长-16.39%/37.86%/20.31%；EPS 分别为 0.32/0.44/0.52 元，对应 PE 分别为 56/41/34 倍。

3.2、投资建议

- 我们认为公司掌握深冷技术装备核心部机制造工艺，具备较强技术优势和客户积淀；国家能源结构优化升级背景下，天然气与新型煤化工成长空间巨大，油价上行使得天然气比价优势及煤化工经济性逐步体现，进一步促进行业增长；公司技术可用于制氢及提纯，氢能源领域是新业务拓展方向，未来有望持续布局。首次覆盖我们给予公司“买入”评级，6-12 个月目标价 23.5-25.0 元。

图表 18: 公司产品收入拆分

产品销售收入 (单位: 人民币百万元)

项 目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
冷箱					
销售收入 (百万元)	94.82	54.29	145.00	170.00	188.00
增长率 (YOY)	-2.92%	-42.74%	167.08%	17.24%	10.59%
毛利率	46.79%	54.30%	40.00%	42.00%	41.00%
销售成本 (百万元)	50.45	24.81	87.00	98.60	110.92
增长率 (YOY)	-3.86%	-50.83%	250.66%	13.33%	12.49%
毛利 (百万元)	44.37	29.48	58.00	71.40	77.08
增长率 (YOY)	-1.83%	-33.55%	96.75%	23.10%	7.96%
占总销售额比重	21.91%	11.74%	40.85%	37.78%	35.21%
占主营业务利润比重	27.31%	18.18%	44.01%	41.84%	38.46%
板翅式换热器					
销售收入 (百万元)	106.87	62.80	110.00	135.00	156.00
增长率 (YOY)	-4.07%	-41.24%	75.16%	22.73%	15.56%
毛利率	47.38%	50.79%	46.00%	47.00%	47.00%
销售成本 (百万元)	56.23	30.90	59.40	71.55	82.68
增长率 (YOY)	-3.59%	-45.05%	92.21%	20.45%	15.56%
毛利 (百万元)	50.64	31.90	50.60	63.45	73.32
增长率 (YOY)	-4.59%	-37.01%	58.64%	25.40%	15.56%
占总销售额比重	24.69%	13.58%	30.99%	30.00%	29.21%
占主营业务利润比重	31.17%	19.67%	38.39%	37.18%	36.59%
成套装置					
销售收入 (百万元)	182.59	319.56	80.00	120.00	160.00
增长率 (YOY)	19.06%	75.02%	-74.97%	50.00%	33.33%
毛利率	28.85%	29.42%	22.00%	24.00%	26.00%
销售成本 (百万元)	129.91	225.55	62.40	91.20	118.40
增长率 (YOY)	8.56%	73.61%	-72.33%	46.15%	29.82%
毛利 (百万元)	52.68	94.01	17.60	28.80	41.60
增长率 (YOY)	56.34%	78.47%	-81.28%	63.64%	44.44%
占总销售额比重	42.19%	69.10%	22.54%	26.67%	29.96%
占主营业务利润比重	32.43%	57.98%	13.35%	16.88%	20.76%
其他					
销售收入 (百万元)	48.49	25.80	20.00	25.00	30.00
增长率 (YOY)	182.25%	-46.79%	-22.48%	25.00%	20.00%
毛利率	30.42%	26.16%	28.00%	28.00%	28.00%
销售成本 (百万元)	33.74	19.05	14.40	18.00	21.60
增长率 (YOY)	118.24%	-43.54%	-24.41%	25.00%	20.00%
毛利 (百万元)	14.75	6.75	5.60	7.00	8.40
增长率 (YOY)	757.56%	-54.24%	-17.04%	25.00%	20.00%
占总销售额比重	11.20%	5.58%	5.63%	5.56%	5.62%
占主营业务利润比重	9.08%	4.16%	4.25%	4.10%	4.19%
销售总收入 (百万元)	432.77	462.45	355.00	450.00	534.00
销售总成本 (百万元)	270.34	300.31	223.20	279.35	333.60
毛利 (百万元)	162.43	162.14	131.80	170.65	200.40
平均毛利率	37.53%	35.06%	37.13%	37.92%	37.53%

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
主营业务收入	380	433	462	355	450	534	货币资金	128	190	233	280	315	389
增长率		14.0%	6.9%	-23.2%	26.8%	18.7%	应收账款	132	182	281	196	243	284
主营业务成本	-246	-270	-300	-223	-279	-334	存货	84	130	111	122	138	146
%销售收入	64.8%	62.5%	64.9%	62.9%	62.1%	62.5%	其他流动资产	12	54	165	155	161	167
毛利	134	162	162	132	171	200	流动资产	355	556	789	753	856	985
%销售收入	35.2%	37.5%	35.1%	37.1%	37.9%	37.5%	%总资产	71.2%	79.8%	85.1%	82.7%	82.2%	81.9%
营业税金及附加	-4	-3	-4	-4	-4	-5	长期投资	0	0	12	13	12	12
%销售收入	1.0%	0.7%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	固定资产	105	100	83	94	114	137
营业费用	-7	-10	-8	-9	-11	-13	%总资产	21.0%	14.3%	9.0%	10.3%	11.0%	11.4%
%销售收入	2.0%	2.3%	1.8%	2.5%	2.4%	2.4%	无形资产	35	35	35	43	52	61
管理费用	-33	-37	-42	-36	-43	-49	非流动资产	144	141	139	158	185	217
%销售收入	8.6%	8.6%	9.1%	10.0%	9.6%	9.2%	%总资产	28.8%	20.2%	14.9%	17.3%	17.8%	18.1%
息税前利润 (EBIT)	90	112	108	84	113	134	资产总计	499	696	928	911	1,042	1,203
%销售收入	23.7%	25.9%	23.3%	23.6%	25.0%	25.0%	短期借款	115	75	25	12	0	0
财务费用	-6	-5	1	4	6	7	应付款项	122	305	191	139	173	203
%销售收入	1.6%	1.1%	-0.2%	-1.1%	-1.3%	-1.4%	其他流动负债	18	13	26	12	15	17
资产减值损失	-7	-18	-14	-2	0	0	流动负债	256	393	242	163	188	220
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	1	3	3	4	5	其他长期负债	6	6	45	25	25	25
%税前利润	0.3%	1.2%	2.9%	3.3%	3.2%	3.3%	负债	262	399	287	188	213	246
营业利润	77	90	97	89	122	146	普通股股东权益	237	297	641	723	829	956
营业利润率	20.3%	20.9%	21.0%	25.2%	27.1%	27.3%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	1	4	11	2	4	6	负债股东权益合计	499	696	928	911	1,042	1,203
税前利润	78	94	108	91	126	152	比率分析						
利润率	20.4%	21.7%	23.4%	25.7%	28.0%	28.4%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-11	-14	-16	-14	-20	-23	每股指标						
所得税率	14.7%	14.9%	14.6%	15.5%	15.5%	15.5%	每股收益	1.103	1.332	1.132	0.315	0.435	0.523
净利润	66	80	92	77	106	128	每股净资产	3.956	4.956	7.850	8.862	10.161	11.721
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.944	2.241	-0.748	1.222	0.969	1.319
归属于母公司的净利润	66	80	92	77	106	128	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.010	0.010	0.010
净利率	17.4%	18.5%	20.0%	21.8%	23.7%	24.0%	回报率						
							净资产收益率	27.87%	26.88%	14.42%	10.68%	12.84%	13.39%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	13.26%	11.48%	9.96%	8.48%	10.22%	10.65%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	21.75%	25.64%	13.80%	9.64%	11.47%	11.80%
净利润	66	80	92	77	106	128	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	23.01%	14.00%	6.86%	-23.24%	26.76%	18.67%
非现金支出	16	29	26	11	11	13	EBIT 增长率	18.28%	24.87%	-4.09%	-22.01%	34.25%	18.69%
非经营收益	6	2	-3	-3	-8	-11	净利润增长率	25.14%	20.83%	15.56%	-16.39%	37.86%	20.31%
营运资金变动	-32	24	-176	14	-31	-23	总资产增长率	8.44%	39.58%	33.21%	-1.81%	14.37%	15.47%
经营活动现金净流	57	134	-61	100	79	108	资产管理能力						
资本开支	-9	-5	-9	-28	-35	-39	应收账款周转天数	102.6	106.6	149.5	160.0	155.0	152.0
投资	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	135.1	144.3	146.2	200.0	180.0	160.0
其他	0	1	-125	3	4	5	应付账款周转天数	58.0	71.4	90.7	100.0	98.0	95.0
投资活动现金净流	-9	-4	-134	-25	-31	-34	固定资产周转天数	91.7	84.3	65.6	86.6	72.3	66.6
股权募资	0	0	315	0	0	0	偿债能力						
债权募资	0	-40	-50	-26	-12	1	净负债/股东权益	-5.55%	-38.69%	-32.41%	-37.02%	-37.98%	-40.53%
其他	-8	-27	-24	-1	-1	-1	EBIT 利息保障倍数	14.3	24.6	-120.2	-20.6	-19.6	-18.4
筹资活动现金净流	-8	-67	241	-28	-13	0	资产负债率	52.42%	57.30%	30.94%	20.60%	20.40%	20.48%
现金净流量	40	63	47	47	35	74							

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
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