

北方创业(600967)/运输设备

 证券简称将改为“内蒙一机”
兵器集团龙头，受益军工混改

评级：买入(维持)

市场价格：12.68

目标价格：16—18

分析师：王华君

执业证书编号：S0740517020002

电话：010-59013814

Email: wanghj@r.qlzq.com.cn

联系人：于文博

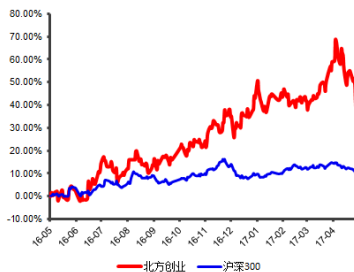
Email: yuwb@r.qlzq.com.cn

联系人：朱荣华

Email: zhurh@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,690
流通股本(百万股)	823
市价(元)	12.68
市值(百万元)	21,429
流通市值(百万元)	10,436

股价与行业-市场走势对比

相关报告

公司点评：《北方创业(600967)内蒙一机集团利润首次突破5亿元，公司明年业绩有望超市市场预期》
2017.1.12

公司点评：《北方创业(600967)与神华启动1100辆运煤专用敞车，公司铁路货车业务明年有望盈利》
2016.12.21

行业深度：《装甲车，“陆战之王”正迎来换装高峰期；持续重点推荐北方创业》
2014.8.11

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	10,036.40	10,059.89	10,806.34	11,546.57	12,305.18
增长率 yoy%	236.38%	0.23%	7.42%	6.85%	6.57%
归母净利润	365.46	496.51	657.31	841.22	1,051.20
增长率 yoy%	81.67%	35.86%	32.39%	27.98%	24.96%
每股收益(元)	0.44	.29	0.39	0.50	0.62
每股现金流量	0.98	0.42	0.62	0.89	1.04
净资产收益率	6.55%	6.85%	8.50%	10.03%	11.38%
P/E	40	46	33	25	20
PEG	-	1.29	1.00	0.91	0.81
P/B	2.6	3.2	2.9	2.5	2.3

备注：

投资要点
■ 公司证券简称将变更为“内蒙一机”；设立包头北方创业理顺各项业务

经公司申请，并经上海证券交易所批准，公司证券简称将于2017年5月10日起由“北方创业”变更为“内蒙一机”。为适应公司业务发展，充分体现公司的战略意图，公司拟将简称由“北方创业”变更为“内蒙一机”。

为理顺公司重大资产重组后各项业务，更好地承接原包头北方创业相关铁路车辆业务，公司拟用以与铁路车辆业务相关的评估值为17.8亿元资产和评估值为6.2亿元负债一次性注入，注入净资产评估值为11.7亿元，其中注册资本10亿元，其余金额计入资本公积，投资设立包头北方创业有限责任公司。

■ 2017年一季度扣非净利润6816万元，同比增长244.34%

公司2017年1季报实现营业收入15.30亿元；归母净利润6956万元，同比增长14.29%；扣非后净利润6816万元，同比增长244.34%。

2016年公司实现营业收入100.60亿元；实现归母净利润5亿元，同比增加36%（追溯调整后）。

■ 控股股东及一致行动人近期增持达3000万股，未来仍将继续增持

公司公告增持计划进展，2017年4月12日-13日，中兵投资合计增持了780万股，占公司总股本的0.46%。近期公司控股股东一机集团及一致行动人中兵投资增持公司股份已达3000万股，总股本占比1.77%。自2016年9月，一机集团及中兵投资公司连续增持公司股份，彰显信心。

后续公司仍将择机增持，增持均价不高于每股20元。

■ 内蒙优质企业，有望受益内蒙70周年大庆主题投资

今年内蒙古自治区将迎来成立70周年大庆。在2017年全国两会的政府工作报告中，国家领导人明确要求要组织好内蒙古自治区成立70周年庆祝活动。公司作为内蒙优质企业，有望受益内蒙70周年大庆主题投资。

■ 军品业务持续高增长；民品业务（铁路货车）趋势向上

2016年1-10月内蒙一机集团新增订单138亿元，业绩增长有保障。国内陆军主战装备换装空间大，军品业务有望持续高速增长。民品业务（铁路货车）趋势向上，2016年12月至今累计获得约15亿铁路货车订单，超过2015和2016年铁路货车营收总和，2017年有望盈利。

■ 兵器集团发展混合所有制经济，一机集团列入军工企业混合所有制改革试点

2017年集团公司印发了混改指导意见，指出：积极稳妥地在7家企业开展混合所有制改革，一机集团列入军工企业混合所有制改革试点。

■ 预计2017年业绩有望持续快速增长；有望受益内蒙70周年大庆主题投资

公司军工业务维持快速增长；未来受益混改。预计2017-2019年EPS为0.39元/0.50元/0.62元，PE为33/25/20倍；公司增发价格为13.22元，目前股价低于增发价格，安全边际较高；2017年为内蒙古自治区成立70周年，公司有望受益内蒙70周年大庆主题投资；维持“买入”评级。

■ 风险提示：铁路货车订单增长持续性风险；陆军装备列装进度低于预期；海外出口风险；兵器集团“无禁区”改革低于预期。

内容目录

董事会通过公司简称变更，设立包头北方创业理顺各项业务	- 3 -
公司董事会一致通过同意公司简称由“北方创业”变更为“内蒙一机”。	- 3 -
设立包头北方创业，注入铁路车辆资产	- 3 -
2017 年一季度扣非净利润 6816 万元，同比增长 244.34%.....	- 3 -
控股股东及一致行动人近期增持达 3000 万股，彰显公司信心	- 3 -
控股股东及其一致行动人近期增持公司股份达到 3000 万股，后续仍将增持	- 3 -
2016 年 9 月起连续增持，彰显信心	- 4 -
内蒙优质企业，有望受益内蒙 70 大庆主题投资	- 4 -
2016 年业绩增长 36%：装甲车辆和火炮等军品资产注入完成.....	- 4 -
2016 年业绩增长 36%：内蒙一机集团、北方机械资产注入	- 4 -
主营装甲车辆和火炮等军品，为军工央企混改典范	- 5 -
军品业务有望持续高增长，民品业务（铁路货车）趋势向上	- 5 -
2016 年 1-10 月内蒙一机集团新增订单 138 亿元，业绩增长有保障	- 5 -
公司民品业务 2016 年下半年止跌回升，2017 年有望实现盈利	- 6 -
定增募集配套资金 19.5 亿，推动军民融合深度发展	- 7 -
2016 年成功完成定增，成功收购装甲车辆、火炮等资产	- 8 -
募集配套资金 19.5 亿进行项目建设，推动军民融合深度发展	- 8 -
兵器集团发展混合所有制经济，内蒙一机列入军工企业混改试点	- 8 -
兵器集团发展混合所有制经济	- 8 -
内蒙一机处于兵器集团的龙头地位，未来有望持续受益	- 9 -
内蒙一机集团列入军工企业混合所有制改革试点	- 9 -
投资建议	- 9 -
风险提示	- 9 -

董事会通过公司简称变更；设立包头北方创业理顺各项业务

公司董事会一致通过同意公司简称由“北方创业”变更为“内蒙一机”。

- 经公司申请，并经上海证券交易所批准，公司证券简称将于 2017 年 5 月 10 日起由“北方创业”变更为“内蒙一机”。
- 2015 年公司启动了重大资产重组，2016 年 12 月 12 日，公司完成重大资产重组的交割工作，一机集团军品生产经营性资产及业务和全资子公司北方机械军品资产业务重组进入了上市公司，上市公司业务涵盖装甲车辆等防务装备的研发及生产制造。
- 2016 年 9 月 29 日，公司第五届三十四次董事会会议审议通过《关于变更公司名称的议案》，将公司注册名称的中文名称由“包头北方创业股份有限公司”变更为“内蒙古第一机械集团股份有限公司”。公司已于 2017 年 3 月 15 日完成公司名称的工商注册变更。2017 年 3 月 31 日公司董事会、2017 年 4 月 28 日公司 2016 年年度股东大会已审议通过调整公司经营范围的议案。为适应公司业务发展，充分体现公司的战略意图，提高公司社会知名度，根据公司全称的变更情况，拟将公司简称由“北方创业”变更为“内蒙一机”。

设立包头北方创业，注入铁路车辆资产

- 为理顺公司重大资产重组后各项业务，更好地承接原包头北方创业相关铁路车辆业务，公司拟用以与铁路车辆业务相关的评估值为 17.8 亿元资产和评估值为 6.2 亿元负债一次性注入，注入净资产评估值为 11.7 亿元，其中注册资本 10 亿元，其余金额计入资本公积，投资设立包头北方创业有限责任公司。

2017 年一季度扣非净利润 6816 万元，同比增长 244.34%

- 公司 4 月 29 日公布 2017 年 1 季报，实现营业收入 15.30 亿元，同比下降 25.25%，归母净利润 6956 万元，同比增长 14.29%，扣非后净利润 6816 万元，同比增长 244.34%。经营活动现金净流量 6.56 亿元，同比下降 38.46%，主要原因是本年支付的贷款多。

控股股东及一致行动人近期增持达 3000 万股，彰显公司信心

控股股东及其一致行动人近期增持公司股份达到 3000 万股，后续仍将增持

- 公司公告，2017 年 4 月 12 日-13 日，中兵投资通过上交所集中竞价交易系统合计增持了 780 万股，占公司总股本的 0.46%，近期控股股东一机集团及其一致行动人中兵投资近期增持公司股份达 3000 万股，总股本占比 1.77%，按照增持计划，后续或将继续增持。
- 此次中兵投资增持 780 万股后，一机集团持有公司股份 8.73 亿股，占公司总股本的 51.68%，中兵投资持有公司股份 5069 万股，占公司总股本的 3.00%，一机集团及其一致行动人中兵投资合计持有公司股份 9.23 亿股，占公司总股本的 54.67%。

2016 年 9 月起连续增持，彰显信心

- 2017 年 4 月 12 日，公司公告增持计划：内蒙一机及一致行动人中兵投资自 2017 年 4 月 12 日起 6 个月内增持比例不低于公司已发行总股本的 0.01%，不高于公司已发行总股本的 0.69%，根据股价变化和市场趋势择机增持，增持均价不高于每股 20 元。
- 增持目的：基于对公司目前价值认可及对公司未来发展的信心。

图表 1：大股东及一致行动人近期增持计划实施情况

日期	增持股份		增持后总股份占比		
	合计股份	合计总股本占比	一机集团	中兵投资	合计总股份占比
2017.2.23-4.11	2220 万股	1.31%	51.68%	2.54%	54.22%
2017.4.12-4.13	780 万股	0.46%	51.68%	3.00%	54.67%
合计完成	3000 万股	1.77%	-	-	-

资料来源：公司公告，中泰证券研究所（注：不完全统计）

- 2016 年 9 月 29 日，公司公告中兵投资增持计划：自 2016 年 9 月 29 日起 6 个月增持公司股份比例不低于公司已发行总股本的 0.01%，不高于公司已发行总股本的 0.72%。增持目前已完成。

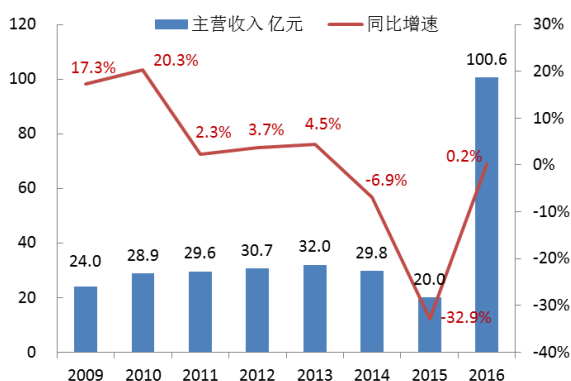
内蒙优质企业，有望受益内蒙 70 大庆主题投资

- 1947 年 4 月 23 日至 5 月 3 日，内蒙古人民代表会议在王爷庙(今乌兰浩特市)召开，会议决定 5 月 1 日为内蒙古自治区成立纪念日，内蒙古自治区正式成立，成为我国第一个民族区域自治区。
- 今年 5 月 1 日，内蒙古自治区将迎来成立 70 周年大庆。在 2017 年全国两会的政府工作报告中，国家领导人明确要求要组织好内蒙古自治区成立 70 周年庆祝活动。我们认为，公司作为内蒙优质企业，有望受益内蒙 70 大庆主题投资。

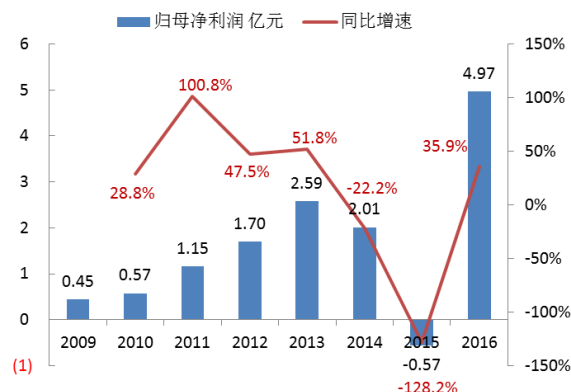
2016 年业绩增长 36%：装甲车辆和火炮等军品资产注入完成

2016 年业绩增长 36%：内蒙一机集团、北方机械资产注入

- 2016 年公司实现营业收入 100.60 亿元（合并报表），同比增加 0.23%（追溯调整后），实现归母净利润 4.97 亿元，同比增加 35.86%（追溯调整后）。
- 分业务来看，公司民品业务中，铁路车辆业务实现营业收入 5.15 亿元，净利润-1971.76 万元；北方机械公司实现营业收入 8.13 亿元，净利润 3376.82 万元；大成装备公司实现营业收入 7.93 亿元，净利润 2591.03 万元；铸造公司实现营业收入 1.82 亿元，净利润-1926.94 万元；路通弹簧公司实现营业收入 1.24 亿元，净利润-55.33 万元；特种装备公司实现营业收入 3.42 亿元，净利润 424.37 万元。我们推断公司军品业务成为公司业绩主要支撑。
- 2017 年公司计划实现（合并及现有业务口径）营业收入 101 亿元。其中：母公司预计实现营业收入 83.84 亿元，铁路车辆业务预计实现营业收入 12 亿元，路通弹簧公司预计实现营业收入 1.3 亿元，北方机械公司预计实现营业收入 8.52 亿元。

图表 1：16 年营收超 100 亿：一机+北方机械注入


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：军品业务注入使公司盈利水平大幅提升


来源：公司公告，中泰证券研究所

主营装甲车辆和火炮等军品，为军工央企混改典范

- 一机集团注入的标的资产是我国装甲车辆制造基地，先后研制生产了我国一代、二代和三代履带装甲车辆，此外一机集团也是我国唯一 8×8 轮式装甲车辆生产研制基地，自建国以来就始终承担着我国重点型号装甲车辆的研制任务，其军品国内销售客户主要是军方装备部门等单位。
- 北方机械是我国中口径火炮的科研、生产基地及综合性骨干军工企业，目前，北方机械在中口径火炮科研生产方面具有重要地位，中口径系列火炮的市场份额位居国内第一，在中口径轮式自行火炮方面属国内领先地位，相关产品在国际军贸市场亦受到广泛认可。
- 我国正处在新一轮深化改革开放的重要历史关口。十八届三中全会发布《关于全面深化改革若干重大问题的决定》以来，混合所有制改革、军民融合等政策不断出台，军工作为以国有企业为主导的典型领域，面临巨大的改革和发展契机。2015 年 8 月《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》要求，国有企业要完善现代企业制度，积极推进公司制股份制改革，加大集团层面公司制改革力度，积极引入各类投资者实现股权多元化，大力推动国有企业改制上市，创造条件实现集团公司整体上市。
- 本次资产注入为落实国家积极推进国有企业整体上市和积极推进混合所有制改革相关政策精神，根据兵器工业集团整体发展战略，有望继续以北方创业为上市平台，将兵器集团相关军品业务注入上市公司。

军品业务有望持续高增长，民品业务（铁路货车）趋势向上

2016 年 1-10 月内蒙一机集团新增订单 138 亿元，业绩增长有保障

- 根据内蒙一机集团官方网站报道：2016 年 1-10 月，一机集团整体经营继续保持平稳运行态势，销售合同、主营业务收入同比实现小幅增长，利润同比增幅较大，EVA 指标已提前完成目标，各项经营工作按计划有序推进。累计签订销售合同 138 亿元，同比增长 11%；主营业务收入 96.8 亿元，同比增长 0.2%；实现利润 3.9 亿元，同比增长 45.1%。
- 公司 2016 年内圆满完成军品科研生产任务，多批次武器装备交付用户

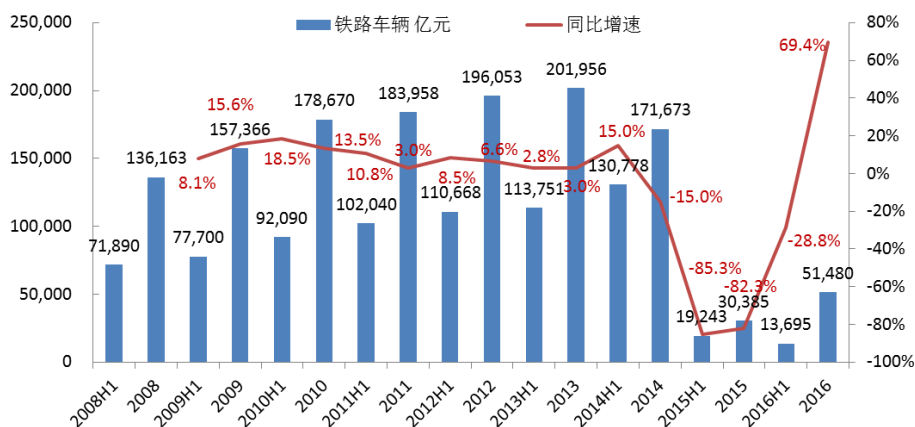
并实现营收；同时军品订货实现内外贸“双提升”。在珠海航展中，9个型号、11台整机和1台动力舱进行了动态表演和静态展示，赢得国内外普遍赞誉。

- 过去10年是国防技术消化期，未来10年是国防装备高峰期。我国作为一个军事大国，仍有必要保持强大的陆军力量。中国陆军装备中的新一代装甲车辆、8*8轮式战车等武器装备仍然具有较大的市场需求。部分高端陆军装备正迎来换装高峰期。

公司民品业务2016年下半年止跌回升，2017年有望实现盈利

- 公司的民品业务主要包括铁路车辆与结构件、铸锻件、车辆弹簧等零部件产品。其中铁路车辆近年来营收规模萎缩明显，2011-2014年铁路车辆收入分别为18亿元、20亿元、20亿元、17亿元，2015-2016年判断为近年来的低点。2015年营收3.04亿元，2016年营收5.15亿元(H1营收1.37亿元；H2营收3.78亿元)。2016年下半年业务反弹明显，2017年有望扭亏为盈。

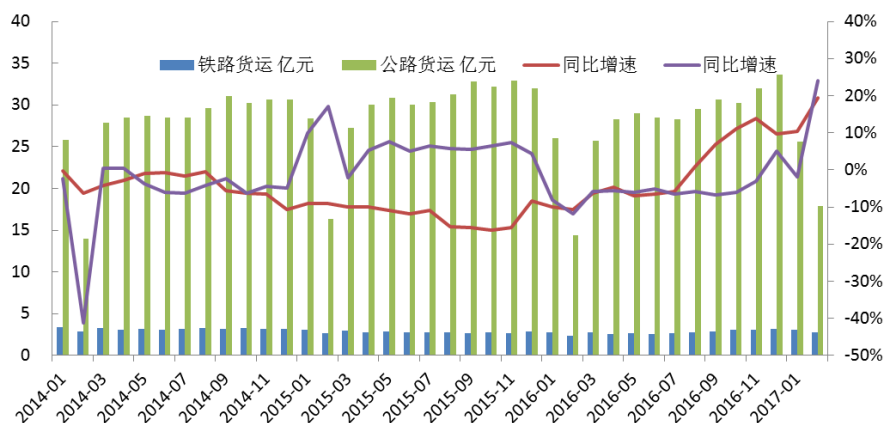
图表3：公司铁路车辆业务2016H2开始明显反弹



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 2016年国家铁路发送货物26.5亿吨，同比下降2.2%，而集装箱、商品汽车、散货等运量同比实现大幅增长，涨幅分别达40%、53%和25%。这说明在铁路货运总量总体虽然出现小幅下滑，但运输结构发生了重大变化，即以集装箱、现代物流为主导的“白货”运输呈现爆发式增长态势。同时铁路总公司开始深化货运改革，总体思路是继续稳定“黑货”运输、不断扩大“白货”运输。“白货”运输的增加，必然导致运输装备整体产品结构的调整，货车多样化、专业化发展将是大势所趋。与此同时，在“一带一路”战略带领下，国内铁路货车的出口将有望实现增长。

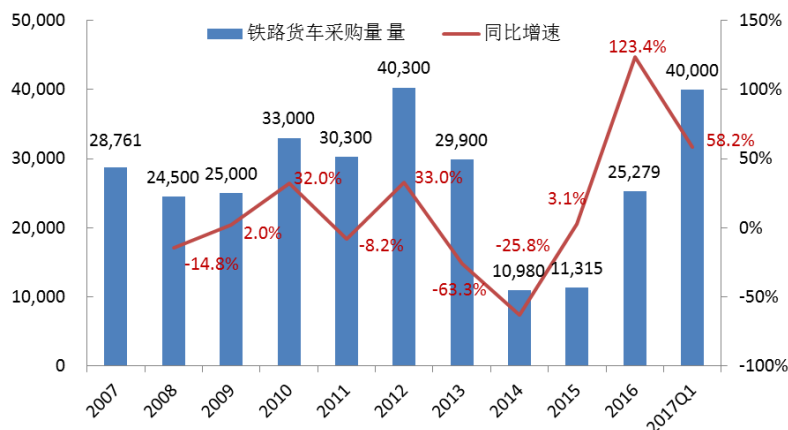
图表4：铁路+公路货运量2017年同比增速明显，铁路货运量2月份同比增速创2010年以来新高



来源: wind, 中泰证券研究所

- 铁总 2017 年 1 月份启动年内首次铁路货车招标, 数量高达 40000 辆, 为近五年最大规模。回顾近年铁总铁路货车的招标情况, 2010-2011 年招标量超过 3 万辆; 2012 年达到峰值 40300 辆; 之后几年持续下滑, 2014-2015 年仅 1 万多辆; 2016 年开始触底反弹; 2017 年至今铁总采购数量接近于历史最高峰。
- 货运车辆采购量的同比增加, 我们总结主要原因有三方面: 一是铁路固定资产投资持续高位运行; 二是上游矿石、煤炭、钢铁等行业的复苏, 铁路货运量同比增速迅速增加; 三是 14-16 年采购量明显少于常年后, 补库存的需要。

图表 5: 继 2016 年采购量触底反弹后, 2017Q1 继续高速增长



来源: wind, 中泰证券研究所

- 公司近期的铁路车辆在手订单充足: 2016 年 12 月 1 日, 公司与中国铁路总公司在北京签订了《NX70A 型铁路货车采购项目合同》。由中国铁路总公司向包头北方创业股份有限公司采购 750 辆 NX70A 型共用平车, 合同总金额 27922.50 万元整, 交货时间具体以“按月交付计划”为准, 2017 年 4 月前完成全部车辆交付。
- 2016 年 12 月 7 日, 公司与神华签 1100 辆 C80 铝合金型运煤专用敞车价值量约为 7.2 亿元左右。
- 2017 年 3 月, 公司获得铁总 1500 辆铁路货车订单, 合计 5.58 亿元。

定增募集配套资金 19.5 亿, 推动军民融合深度发展

2016 年成功完成定增，成功收购装甲车辆、火炮等资产

- 2016 年，北方创业分别向一机集团、北方机械购买资产，购买资产包括一机集团持有的主要经营性资产及负债（不包括大地石油 100%股权）和北方机械控股持有的北方机械 100%股权。公司新增产品将涵盖装甲车辆和火炮等防务装备。
- 本次重组的交易方式为发行股份及支付现金购买资产，其中上市公司对一机集团发行股份支付比例为 100%，向北方机械控股发行股份方式支付比例和现金支付比例分别为 85%和 15%。本次重组中上市公司发行股份购买资产的股份发行价格确定为 9.71 元/股，锁定期为 36 个月。
- 标的资产交易价格总额为 70.59 亿元，上市公司发行股份购买资产的股份发行数量为 7.19 亿股，此外现金支付金额为 7500 万元。
- 募集配套资金总额为 19.50 亿元。上市公司向不超过 10 名特定投资者非公开发行的股份。股份发行数量不超过 1.89 亿股。其中兵器工业集团下属单位中兵投资、北方置业将参与本次配套融资的认购，拟认购的配套融资金额合计不超过 50000 万元。本次非公开发行价格为 13.22 元/股。
- 一机集团承诺标的资产一机集团主要经营性资产及负债 2016-2018 年的实际利润数分别为 40095 万元、40547 万元和 42816 万元。北方机械控股承诺标的资产北方机械 2016-2018 年的实际利润数分别为 730 万元、642 万元和 1796 万元。
- 经审计，2016 年一机集团经营性资产和负债实现利润（即扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润）40245 万元。2016 年北方机械实现利润（即扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润）2237 亿元。截止 2016 年 12 月 31 日，一机集团经营性资产和负债、北方机械本期业绩承诺已实现。

募集配套资金 19.5 亿进行项目建设，推动军民融合深度发展

- 本次募集配套资金总额为 19.50 亿元，用于新型变速器系列产品产业化建设项目、军贸产品生产线建设项目、4X4 轻型战术车产业化建设项目、环保及新能源配套设施生产建设项目等多项军民品项目。
- 通过募投项目建设，将有效提升公司军民品研发及制造能力和水平，满足军民品产业化建设需要，打造专业化的军民品车辆装备平台，并推动军民融合深度发展，形成军民业务相互融合、相互促进、互利双赢的发展模式。此外，募集资金中 8.57 亿元将用于补充流动资金，我们认为将改善标的资产和重组后公司的财务结构，按照 7%的资金成本计算，每年将节省财务费用近 6000 万元。

兵器集团发展混合所有制经济，内蒙一机列入军工企业混改试点

兵器集团发展混合所有制经济

- 2017 年 1 月 4 日中国兵器工业集团官网报道，集团公司印发了《中国兵器工业集团公司关于发展混合所有制经济的指导意见(试行)》。
- 2016 年中央经济工作会议确定混合所有制改革是国企改革的重要突破口，要按照完善治理、强化激励、突出主业、提高效率的要求，在军工

等国家重点领域迈出实质性步伐。集团公司党组，决定积极稳妥推动集团公司发展混合所有制经济，《指导意见(试行)》将推动完善现代企业制度，健全公司法人治理结构，促进企业转换经营机制，放大国有资本功能，实现国有资本保值增值，实现各种所有制资本取长补短、相互促进、共同发展。

- 据中国兵器工业集团公司官网报道：2016年，兵器工业集团聚焦转型升级、结构调整，着力瘦身健体、提质增效，圆满完成了“稳增长”目标和军品科研生产任务，实现了“十三五”良好开局。实现主营业务收入4038亿元、同比增长5.4%，实现利润总额135亿元、同比增长12.9%，全面完成国资委下达的“稳增长”目标任务。实现经济增加值(EVA)76亿元、同口径改善11.4%，实现成本费用率97.38%、同比下降0.35个百分点，全部达到国务院国资委考核A级的要求。

内蒙一机处于兵器集团的龙头地位，未来有望持续受益

- 兵器集团大力推进“无禁区”改革，我们预计兵器集团未来将进一步加快资本运作。综合兵器集团上市公司所在子集团的资产规模和质量、战略地位、军品未来发展前景等因素，内蒙一机处于兵器集团的龙头地位。
- 根据兵器集团及相关子集团官方网站，我们了解到目前兵器集团中，哈尔滨第一机械集团有限公司、北京北方车辆集团有限公司、江麓机电集团有限公司、重庆铁马工业集团有限公司的产品包括部分装甲车辆，哈尔滨第一机械集团有限公司、内蒙古北方重工业集团有限公司生产火炮防务产品。

内蒙一机集团列入军工企业混合所有制改革试点

- 据中国兵器工业集团公司官网报道，1月16日，中国兵器工业集团公司2017年度工作会议在北京召开。
- 会议指出，积极稳妥地在7家企业开展混合所有制改革，内蒙一机集团列入军工企业混合所有制改革试点。

投资建议

- 预计2017年业绩有望持续快速增长；未来受益军工企业混合所有制改革。
- 民品业务在手订单保障趋势向上，军工业务维持快速增长；未来受益混改。预计2017-2019年EPS为0.39元/0.50元/0.62元，PE为33/25/20倍；公司增发价格为13.22元，目前股价低于增发价格，安全边际较高；2017年为内蒙古自治区成立70周年，公司作为内蒙重要企业，有望受益内蒙70大庆主题投资，维持“买入”评级。

风险提示

- 铁路货车订单增长持续性风险；陆军装备列装进度低于预期；海外出口风险；兵器集团“无禁区”改革低于预期。

图表 6: 北方创业盈利预测

损益表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	2,983,641	10,036,403	10,059,892	10,806,336	11,546,570	12,305,179
增长率	-6.86%	236.4%	0.2%	7.4%	6.9%	6.6%
营业成本	-2,477,465	-8,857,232	-8,812,543	-9,177,821	-9,637,922	-10,084,095
% 销售收入	83.0%	88.3%	87.6%	84.9%	83.5%	82.0%
毛利	506,176	1,179,171	1,247,349	1,628,515	1,908,648	2,221,085
% 销售收入	17.0%	11.7%	12.4%	15.1%	16.5%	18.1%
营业税金及附加	-6,253	-5,147	-7,282	-84,289	-93,527	-102,133
% 销售收入	0.2%	0.1%	0.1%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-38,864	-56,748	-39,024	-50,790	-61,197	-76,292
% 销售收入	1.3%	0.6%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%
管理费用	-261,564	-849,865	-796,042	-905,571	-967,603	-1,031,174
% 销售收入	8.8%	8.5%	7.9%	8.4%	8.4%	8.4%
息税前利润 (EBIT)	199,495	267,411	405,002	587,865	786,321	1,011,486
% 销售收入	6.7%	2.7%	4.0%	5.4%	6.8%	8.2%
财务费用	33,408	100,599	96,332	103,287	104,800	114,094
% 销售收入	-1.1%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-0.9%	-0.9%
资产减值损失	-8,195	-26,546	-18,140	-11,435	-11,950	-11,950
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	14,909	8,671	7,742	8,200	8,200	8,200
% 税前利润	6.4%	2.2%	1.4%	1.1%	0.9%	0.7%
营业利润	239,617	350,136	490,936	687,917	887,372	1,121,830
营业利润率	8.0%	3.5%	4.9%	6.4%	7.7%	9.1%
营业外收支	-4,849	44,757	64,400	46,311	52,082	52,211
税前利润	234,768	394,892	555,337	734,228	939,453	1,174,041
利润率	7.9%	3.9%	5.5%	6.8%	8.1%	9.5%
所得税	-31,582	-29,061	-59,186	-77,020	-98,549	-123,157
所得税率	13.5%	7.4%	10.7%	10.5%	10.5%	10.5%
净利润	203,187	365,832	496,151	657,207	840,905	1,050,884
少数股东损益	2,025	376	-358	-102	-313	-315
归属于母公司的净利润	201,162	365,456	496,509	657,309	841,218	1,051,199
净利润率	6.7%	3.6%	4.9%	6.1%	7.3%	8.5%

资产负债表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,216,262	3,212,148	5,135,834	4,975,348	5,358,874	5,893,658
应收款项	585,754	1,554,114	1,366,479	1,527,690	1,600,703	1,672,156
存货	565,565	780,524	1,159,114	1,056,079	1,161,832	1,243,245
其他流动资产	90,963	1,057,509	1,400,311	1,041,124	976,951	933,133
流动资产	2,458,544	6,604,295	9,061,738	8,600,240	9,098,360	9,742,192
% 总资产	71.7%	57.5%	64.4%	59.1%	58.0%	57.4%
长期投资	24,147	23,523	22,899	45,931	71,267	99,136
固定资产	811,110	2,287,616	2,424,384	2,648,155	2,843,322	2,994,280
% 总资产	23.6%	19.9%	17.2%	18.2%	18.1%	17.6%
无形资产	129,059	2,534,256	2,499,985	3,191,367	3,599,919	4,085,644
非流动资产	972,475	4,885,339	5,012,290	5,950,476	6,579,529	7,244,081
% 总资产	28.3%	42.5%	35.6%	40.9%	42.0%	42.6%
资产总计	3,431,019	11,489,634	14,074,028	14,550,716	15,677,889	16,986,273
短期借款	20,000	198,000	225,000	247,500	272,500	302,500
应付款项	949,115	5,080,431	5,834,458	5,646,496	6,071,646	6,479,873
其他流动负债	16,735	66,793	96,622	250,528	272,506	294,534
流动负债	985,851	5,345,224	6,156,081	6,144,524	6,616,652	7,076,907
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	525,517	614,759	614,759	614,759	614,759
负债	985,851	5,870,741	6,770,840	6,759,283	7,231,411	7,691,666
普通股股东权益	2,333,597	5,579,216	7,244,673	7,733,019	8,388,377	9,236,821
少数股东权益	111,571	39,677	58,515	58,413	58,100	57,785
负债股东权益合计	3,431,019	11,489,634	14,074,028	14,550,716	15,677,889	16,986,273

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.244	0.444	0.294	0.389	0.498	0.622
每股净资产 (元)	2.836	6.781	4.288	4.577	4.965	5.467
每股经营现金净流 (元)	-0.207	0.981	0.417	0.625	0.888	1.035
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.030	0.100	0.110	0.120
回报率						
净资产收益率	8.62%	6.55%	6.85%	8.50%	10.03%	11.38%
总资产收益率	5.86%	3.18%	3.53%	4.52%	5.37%	6.19%
投入资本收益率	14.10%	9.60%	15.20%	17.44%	21.48%	25.29%
增长率						
营业总收入增长率	-6.86%	236.38%	0.23%	7.42%	6.85%	6.57%
EBIT 增长率	-27.63%	34.04%	51.45%	45.15%	33.76%	28.64%
净利润增长率	-22.19%	81.67%	35.86%	32.39%	27.98%	24.96%
总资产增长率	-3.99%	234.62%	22.59%	3.47%	7.82%	8.41%
资产管理能力						
应收账款周转天数	40.4	24.7	35.5	35.0	34.0	33.0
存货周转天数	69.3	27.7	40.2	42.0	44.0	45.0
应付账款周转天数	67.8	35.9	68.1	64.0	61.0	57.0
固定资产周转天数	80.0	35.1	53.3	52.7	49.4	46.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-48.92%	-53.64%	-67.24%	-60.83%	-60.50%	-60.54%
EBIT 利息保障倍数	-6.0	-2.7	-4.2	-5.7	-7.5	-8.9
资产负债率	28.73%	51.06%	48.11%	46.45%	46.12%	45.28%

现金流量表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	203,187	365,832	496,151	657,207	840,905	1,050,884
少数股东损益	0	0	0	-102	-313	-315
非现金支出	74,099	259,127	285,037	336,497	392,346	441,448
非经营收益	-8,936	3,045	-4,927	-44,234	-48,972	-47,905
营运资金变动	-438,412	178,976	-71,957	105,740	315,638	304,311
经营活动现金净流	-170,063	806,979	704,305	1,055,109	1,499,604	1,748,423
资本开支	101,397	369,433	382,260	1,193,905	932,033	1,013,969
投资	0	0	-171,108	-23,032	-25,336	-27,869
其他	-3,088	110,588	149,446	8,200	8,200	8,200
投资活动现金净流	-104,485	-258,845	-403,922	-1,208,737	-949,168	-1,033,638
股权募资	0	0	2,998,411	0	0	0
债权募资	0	-583,200	-29,000	22,500	25,000	30,000
其他	-68,266	-108,395	-1,550,011	-18,024	-180,273	-198,366
筹资活动现金净流	-68,266	-691,595	-1,419,400	4,476	-155,273	-168,366
现金净流量	-342,814	-143,461	1,719,783	-149,153	395,163	546,419

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。