皮 阿 诺 (002853.SZ)　家用轻工行业

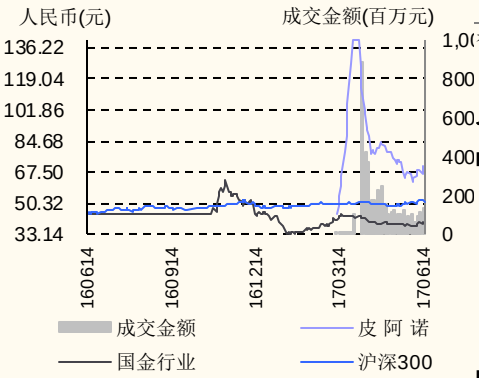
评级：增持　首次评级　　**公司研究**

市场价格（人民币）：73.92 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)	-
总市值(百万元)	4,593.14
年内股价最高最低(元)	140.26/44.68
沪深 300 指数	3528.79
深证成指	10221.69



多渠道布局增销量，强产品研发提售价

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.47	1.88	1.97	2.64	3.23
每股净资产(元)	6.70	8.18	14.64	16.41	18.58
每股经营性现金流(元)	2.76	2.12	2.70	3.56	4.22
市盈率(倍)	N/A	N/A	37	28	23
行业优化市盈率(倍)	93	82	171	171	171
净利润增长率(%)	6.75%	27.74%	40.18%	33.65%	22.41%
净资产收益率(%)	21.98%	23.00%	13.49%	16.08%	17.39%
总股本(百万股)	46.54	46.54	62.14	62.14	62.14

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **国内定制家具领军企业。**2002 年，皮阿诺将法兰西橱柜设计理念引入中国。2003 年，公司与广东康宝电器有限公司签署品牌战略联盟协议，开创了“专业橱柜+专业电器”的行业发展新模式。2017 年，伴随公司天津工厂的开工建设，公司开始向全屋定制领域发力。2017 年第一季度，凭借费用管控能力的显著提升，公司实现净利润 3 倍以上的增长，达到 820.82 万元。
- **品牌橱柜强势崛起，全屋定制已成趋势。**根据《2016 年全屋定制程度调查报告》，国内整体橱柜市场规模已破千亿。在 80、90 后等新消费者崛起的过程中，橱柜产品的性价比愈发受到重视，中端橱柜产品空间广阔。在区域销售方面，二三线城市销售规模不断扩大。受益二三线地产销售的回暖以及整体橱柜概念的不断普及，未来该级别市场具备较大增长潜力。因此，我们认为，加速渠道下沉的企业将有机会获得更广大的消费群体。另一方面，小户型房屋是目前国内居民的主要购买房型，具备空间合理利用性和个性化定制的全屋定制产品将备受消费者青睐。我们认为，在消费升级浪潮下，消费者家居“一站式购买”需求增强，将促使全屋定制渗透率获得较大提升。
- **国内橱柜第一梯队企业，多因素驱动业绩增长。**公司是国内十大橱柜品牌之一，自成立以来始终坚持自主品牌与原创设计。在十多年的发展历程中，公司曾多次获得产品设计方面的奖项，产品研发和设计能力突出。在制造端，公司引入全套豪迈柔性产线，兼顾产品个性化和规模化生产。另一方面，公司厨电配套产品采用 OEM 模式，促使盈利能力强于其他橱柜制造企业。对于公司未来业绩增长，我们认为主要有三大核心驱动因素。**驱动一：**公司未来五年将加速专卖店开设步伐，计划新增 2000 家门店。同时，在 B 端，公司通过设立合资公司的形式，加深了与恒大集团的合作，有利于公司未来产品销售。除此之外，公司也通过增资安乐窝网，进一步强化电商销售渠道。**驱动二：**公司一贯秉承“科学艺术家居”的设计理念，始终坚持自主创新和设计。在消费升级的大背景下，公司未来将加大多产品智能化、环保性和功能性的研究，增加产品附加价值，提升产品零售价格。**驱动三：**公司衣橱柜产能瓶颈明显，IPO 募投天津和中山工厂，将突破现有产能限制。同时，配合未来公司经销商专卖店开设计划，衣橱柜新增产能将或及时消化，公司未来市场占有率提升值得期待。

揭力　分析师 SAC 执业编号：S1130515080003
(8621)60935563
jie_li@gjzq.com.cn

袁艺博　联系人
yuanyibo@gjzq.com.cn

邱思佳　联系人
qiusijia@gjzq.com.cn

敬请参阅最后一页特别声明　用使司公限有理管金基银瑞投国供仅告报此
此报告仅供国投瑞银基金管理有限公司使用

估值与投资建议

- 我们预测公司 2017-2019 年完全摊薄后 EPS 为 1.97/2.64/3.23 元/股。我们认为公司是国内领军定制家具企业，IPO 募投扩充产能将有利于公司未来提升市场占有率。同时，公司通过增加门店和提升产品附加属性等方式，或将促使销售量价齐升。我们给予公司 2017 年 PE 为 40 倍，对应目标价为 78.8 元/股，首次覆盖给予“增持”评级

风险

- 房地产行业波动风险；主要原材料价格大幅波动风险；经销商销售模式风险；募投资金项目投资风险；客单价再次出现大幅下滑。

内容目录

公司概览：定制家具领军企业.....4
整体橱柜：品质优势将促品牌崛起.....5
全屋定制已成趋势，未来发展空间广阔.....7
多因素驱动未来成长，公司业绩支撑强而有力.....8
风险因素.....10
盈利预测.....10
关键假设.....10

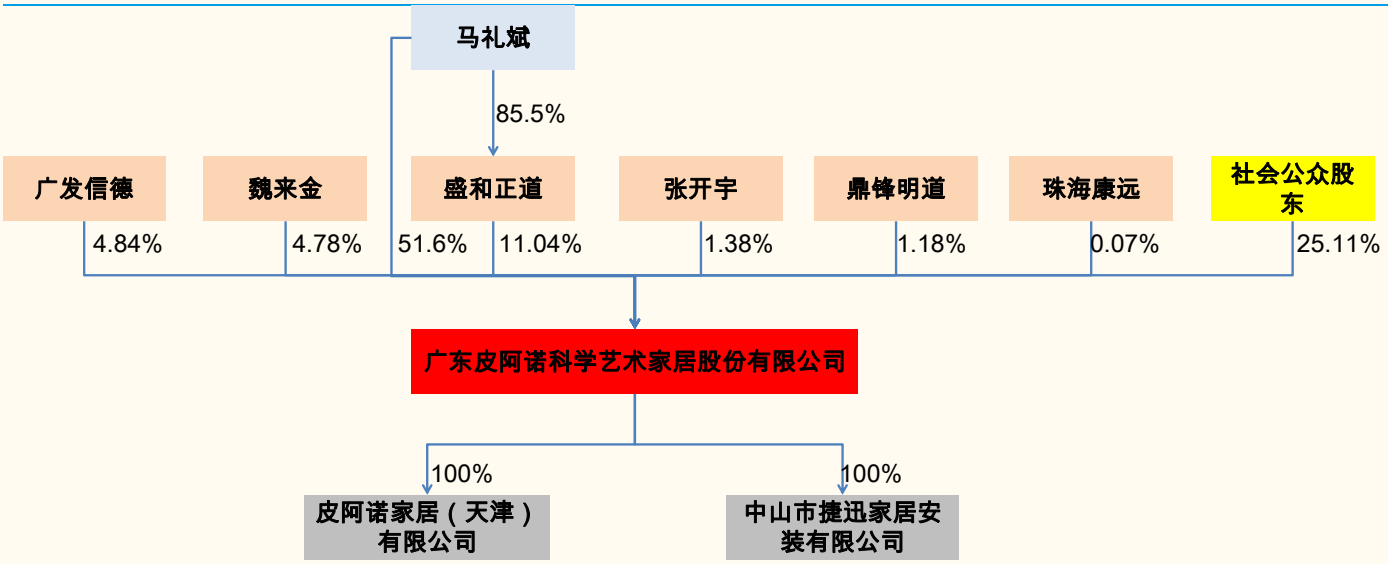
图表目录

图表 1：皮阿诺股权结构图.....4
图表 2：皮阿诺产品已完成家居 6 大空间覆盖.....4
图表 3：皮阿诺主营收入情况.....5
图表 4：皮阿诺净利润情况.....5
图表 5：皮阿诺费用管控能力显著提升.....5
图表 6：皮阿诺主营收入分解（2016 年）.....5
图表 7：整体橱柜历经 3 大发展阶段.....5
图表 8：整体橱柜消费年龄结构.....6
图表 9：影响消费者购买整体橱柜因素分析.....6
图表 10：质量是橱柜消费者集中投诉的问题.....6
图表 11：橱柜投诉涉及品牌情况.....6
图表 12：整体橱柜消费者地域占比情况.....7
图表 13：小户型房屋装修比例较高.....7
图表 14：全屋定制未来具备较大提升空间.....7
图表 15：2016 年国内十大最具影响力橱柜品牌（排名不分先后）.....8
图表 16：皮阿诺生产基地引入全套豪迈产线.....8
图表 17：皮阿诺毛利率水平领跑同业.....8
图表 18：皮阿诺已完成经销商的全国覆盖.....9
图表 19：皮阿诺衣橱柜业务产能利用率.....10
图表 20：皮阿诺 IPO 募投项目（万元）.....10
图表 21：皮阿诺盈利预测.....10

公司概览：定制家具领军企业

- **公司沿革：**2002 年，皮阿诺将法国橱柜设计理念引入中国。2003 年，公司与广东康宝电器有限公司签署品牌战略联盟协议，开创了“专业橱柜+专业电器”的行业发展新模式。历经十多年发展，公司已经成为年生产 10 万套以上衣橱柜产品的亚洲一流定制家具企业。2017 年，天津工厂开工建设，公司开始向全屋定制领域发力。
- **股权结构：**董事长马礼斌先生直接持有公司 51.6%股份，通过盛和正道间接持有公司 9.44%的股份，是公司实际控制人。

图表 1：皮阿诺股权结构图



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- **全屋定制战略启动，产品线不断拓宽。**公司以中高端定制橱柜为核心业务，同时具备定制衣柜和其他配套家居产品制造能力，是国内定制家具行业的领军企业。2017 年，公司开启全屋定制战略。目前，公司产品线已经从定制衣橱柜延伸至电视柜、酒柜和茶几鞋柜等其他定制柜体，产品覆盖空间从厨房和卧室扩充至书房、客厅、玄关和阳台。

图表 2：皮阿诺产品已完成家居 6 大空间覆盖

厨房

客厅

餐厅

书房

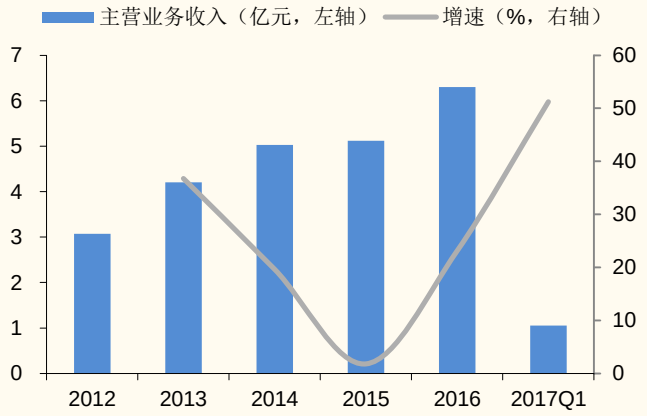
阳台

玄关

来源：公司官网，国金证券研究所

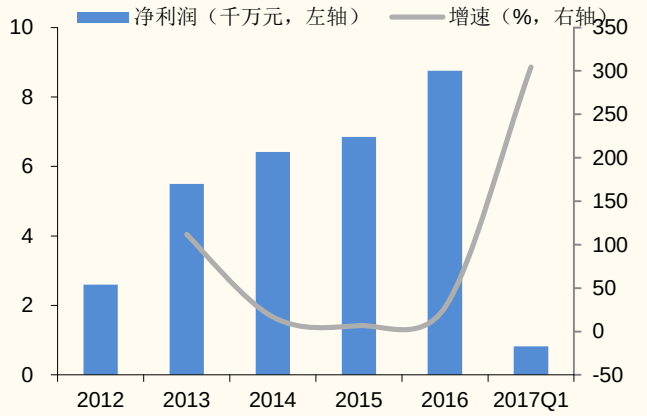
- **费用管控能力显著提升，促使业绩成倍增长。**2012-2016 年，公司营收和净利润分别实现复合增长 15.45%和 27.51%。2017 年第一季度，公司主营业务收入达到 1.05 亿元，同比增长 51.23%，净利润达到 820.82 万元，同比增长 304.46%。而公司费用管控能力的大幅增强，是促成一季度业绩大幅增长的主要原因。与 2016 年第一季度相比，公司三费在主营收入中占显著下降 12.16pct.，其中销售费用占比下降 8.04pct.降幅最大。

图表 3：皮阿诺主营收入情况



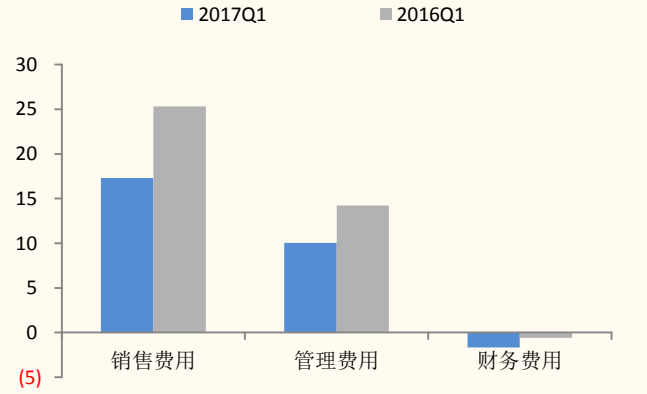
来源：wind，国金证券研究所

图表 4：皮阿诺净利润情况



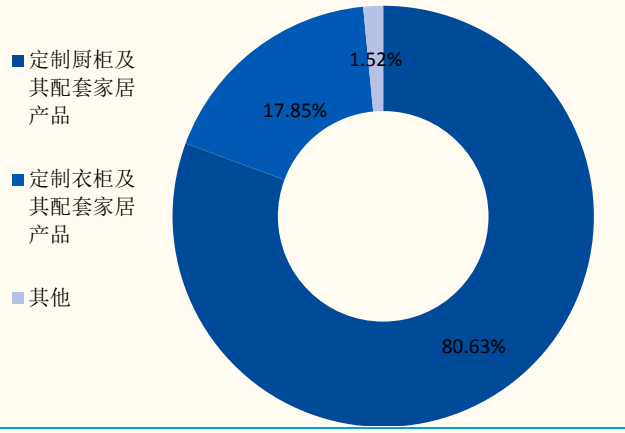
来源：wind，国金证券研究所

图表 5：皮阿诺费用管控能力显著提升



来源：wind，国金证券研究所

图表 6：皮阿诺主营收入分解（2016 年）



来源：wind，国金证券研究所

品牌橱柜引领行业，全屋定制风头正劲

整体橱柜：品质优势将促品牌崛起

- **行业快速成长，市场规模已达千亿。**上世纪 80 年代，国家提出住房制度改革，开启了国内房地产行业的热潮，同时也带动了整体橱柜行业的崛起。2000 年后，国家出台一系列与住宅室内装饰相关的政策，促使整体橱柜行业迎来了快速发展期。根据 2016 年 5 月泛家居网发布的《2016 年全屋定制程度调查报告》数据显示，2015 年我国整体橱柜市场约为 1,000 亿元。

图表 7：整体橱柜历经 3 大发展阶段

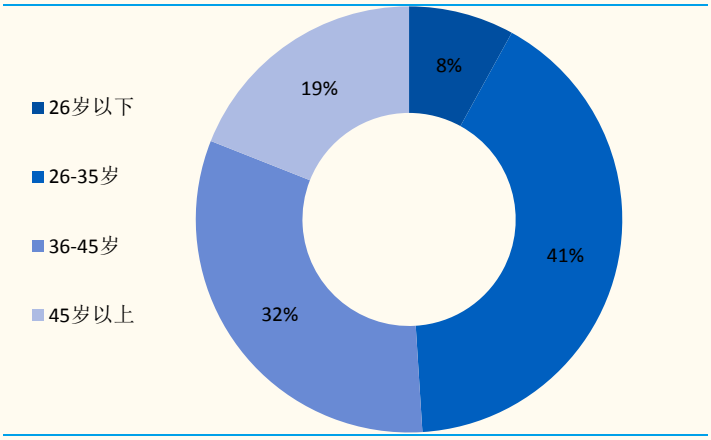
时期	阶段	表现
上世纪 80 年代至 90 年代初期	行业起步阶段	整体橱柜概念由香港传入大陆。当时橱柜品牌少、价格贵、市场普及率低，基本上是一小部分有钱人在消费，橱柜在设计上也仅仅侧重满足功能需求
上世纪 90 年代	行业兴起阶段	出现最早一批的橱柜企业，橱柜产品开始逐步普及，设计、品质、功能有一定改善

时期	阶段	表现
21 世纪初至今	行业快速发展期	橱柜品牌迅速增加，橱柜+厨电一体化厨房空间解决方案开始形成，市场规模突破千亿，行业渗透率大幅提升

来源：齐家网，国金证券研究所

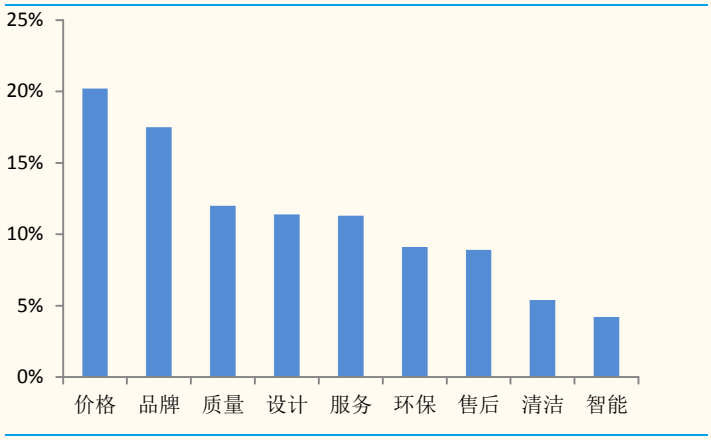
- **性价比关注度提升，一线品牌橱柜崛起确立。**从整体橱柜消费年龄结构上看，80 后消费者已成为主力。该部分群体多以结婚新房装修为主，对于橱柜产品质量要求相对较高。同时，80 后消费群体一般橱柜消费预算为 7,000-15,000 元之间，以购买中端产品为主。根据调查数据显示，价格、品牌和质量三大因素，在橱柜消费各因素关注度占比中位列前三。调查数据还显示，质量是橱柜产品售后投诉的主要问题，在各类问题中占比高达 24.1%。而与其他家居产品相比，由于橱柜安装涉及水电布线等问题，所以消费者对品质、安全性和稳定性要求较高。结合调查数据来看，一线品牌橱柜，相较于其他品牌，消费者投诉比例较低，表明一线品牌产品相对具备较高可靠性，尤其是目前拥有 5 亿收入级别以上的上市橱柜企业。因此，我们认为，在消费者对橱柜产品性价比关注度提升的趋势下，市场份额将逐步向一线品牌集中。

图表 8：整体橱柜消费年龄结构



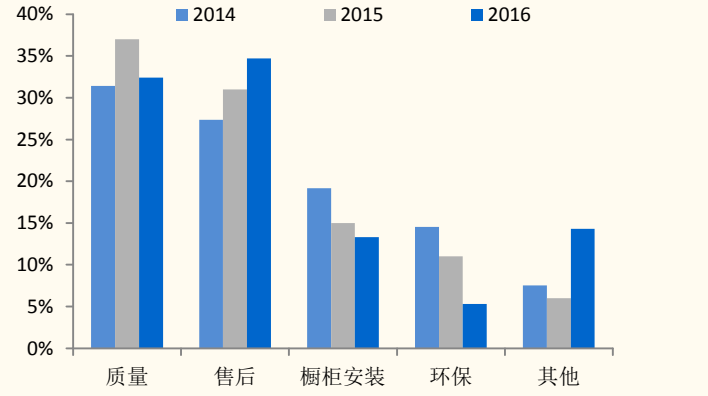
来源：《2016 年整体橱柜消费人群前期需求分析》，国金证券研究所

图表 9：影响消费者购买整体橱柜因素分析



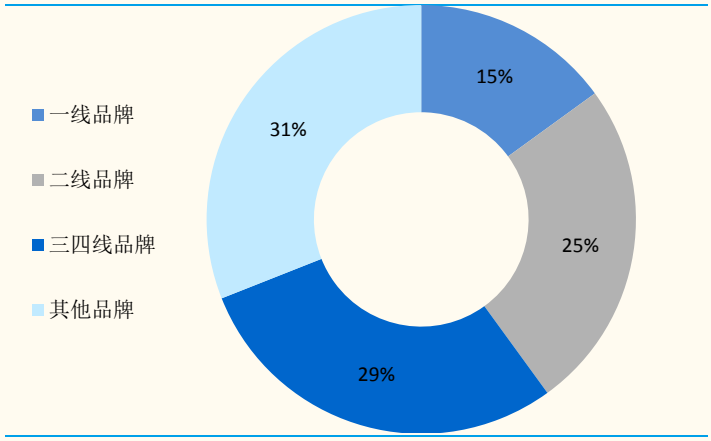
来源：《2016 年整体橱柜消费人群前期需求分析》，国金证券研究所

图表 10：质量是橱柜消费者集中投诉的问题



来源：《2016 年整体橱柜消费人群前期需求分析》,，国金证券研究所

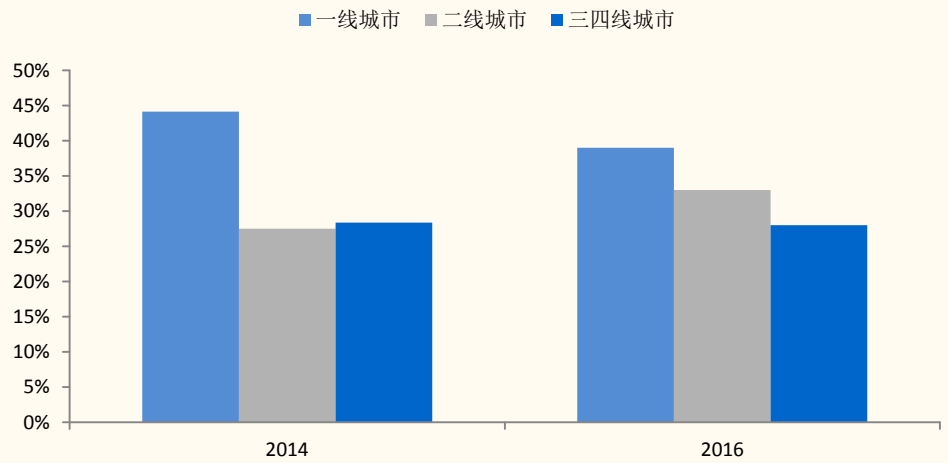
图表 11：橱柜投诉涉及品牌情况



来源：《2016 年整体橱柜消费人群前期需求分析》，国金证券研究所

- **二三线城市接棒橱柜需求，渠道下沉有利份额抢占。**根据 2014 和 2016 年《中国橱柜行业白皮书》的调查，近三年内，二三线城市整体橱柜消费意识不断提升，整体橱柜销售占比开始提高。我们认为，在消费升级，以及短期二三线城市地产回暖的情况下，整体橱柜在二三线城市的渗透率将会持续提高，品牌橱柜企业加速下沉和布局该类城市销售渠道，将直接扩大客户服务范围，有利于进一步提高市占率。

图表 12：整体橱柜消费者地域占比情况

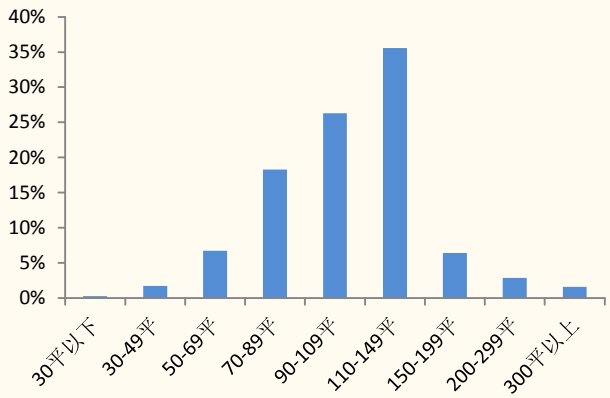


来源：《中国橱柜行业白皮书》，国金证券研究所

全屋定制已成趋势，未来发展空间广阔

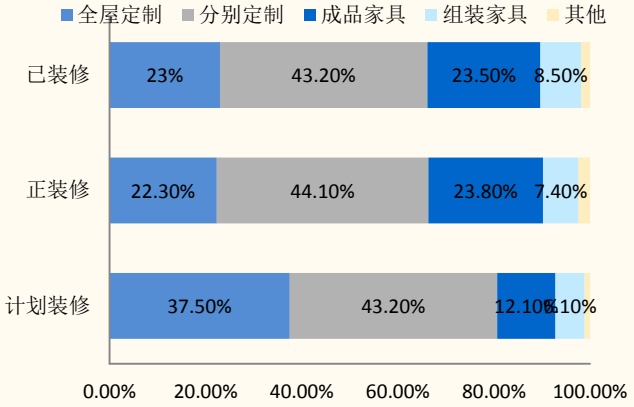
- **小户型房屋占比高打造全屋定制发展良好基础。**《2016 年大数据下的厨卫消费行为趋势研究报告》数据显示，2015 年国内有 89%的装修房屋面积集中于 150 平米以下，其中 110 平米以下户型占比达 53.6%。因此，消费者在装饰过程中对房屋空间利用率的要求较高。而全屋定制作为家具行业中直接针对装修风格、最大化空间利用的业务领域，将在小户型房屋装修市场中获得巨大发展空间。同时，全屋定制具备提供多种家居生活产品的特性，可实现“一站式购物”，符合当下消费升级消费者对装修便利性和快捷性的需求。
- **全屋定制未来具备较大发展空间。**全屋定制是在消费升级大背景下，伴随消费者对家居整体性、功能性、个性化和空间利用最大化等需求的加强，由定制家具升级而来的一体化业务模式。目前来看，全屋定制在计划装修、正在装修和已装修房屋领域的平均渗透率为 27.60%，对比分别定制的渗透率，未来伴随消费者对“一站式购物”和“一体化家居”的诉求加强，全屋定制市场渗透率提高将是必然事件。

图表 13：小户型房屋装修比例较高



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 14：全屋定制未来具备较大提升空间



来源：《2016 年中国厨卫市场及消费行为研究报告》，国金证券研究所

定制橱柜第一梯队企业，多因素驱动业绩增长

- **国内十佳橱柜品牌，研发能力突出。品牌：**公司自成立以来，始终专注于定制衣橱柜产品制造，坚持自主品牌与原创设计，先后获得国家环保认证、广东省著名商标和国内橱柜十大品牌等荣誉。**设计研发：**公司产品定位中高端，是法式橱柜的引入者，依托自主设计研发，公司每年都有新产品研

发上市，且产品设计先后获得 “中国橱柜行业时尚设计金奖”、“中国衣柜行业诚信服务时尚设计金奖”等设计荣誉。同时，在自有研发设计的基础上，公司还积极构建“产—学—研”平台，成立了科学艺术厨房研究院。公司不断推出创新产品，引领市场消费风尚。截至目前，公司共有发明专利 2 项、实用新型专利 16 项以及外观设计专利 68 项。

图表 15：2016 年国内十大最具影响力橱柜品牌（排名不分先后）

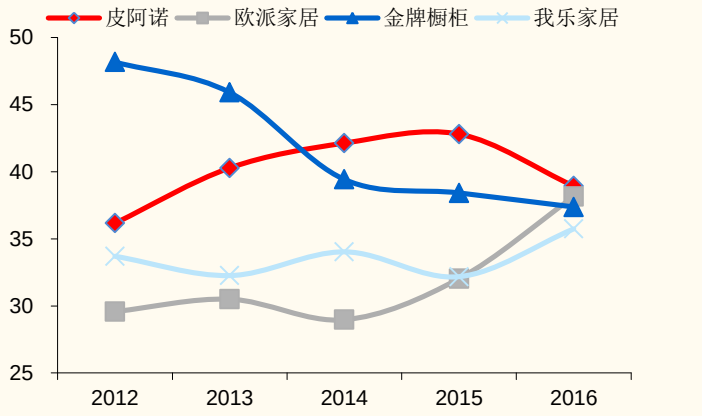
来源：中华橱柜网，国金证券研究所

- **厨电 OEM 模式催生公司极强盈利能力。**目前，公司全部采用德国豪迈柔性产线，可实现“标准件+非标件”相结合的复合生产模式，确保公司橱柜产品兼具个性化与规模化生产。厨电作为整体橱柜的配套产品，能通过“一站式”采买服务，有效提升橱柜产品附加值，提高客单价。公司配套厨电产品采取 OEM 模式，有效提升整体盈利能力。目前，已上市橱柜企业中，仅有欧派家居和公司采用厨电 OEM 模式。与其他橱柜企业相比，公司与欧派家居毛利率水平在近年保持上升态势，特别是从 2014 年开始，公司毛利率水平持续领跑同业，具备较强盈利能力。但为了提升厨电配套率，公司在 2016 年加大了对厨电的优惠和打折力度，在一定程度上影响了公司毛利率的上升。此外，公司 2016 年对部分直营店的关停，以及相对毛利较低的定制衣柜收入占比提升，都导致了公司毛利率水平的下降。

图表 16：皮阿诺生产基地引入全套豪迈产线

来源：公司官网，国金证券研究所

图表 17：皮阿诺毛利率水平领跑同业



来源：wind，国金证券研究所

多因素驱动未来成长，公司业绩支撑强而有力

- **驱动一：门店布局日臻完善，B 端渠道更进一步。**经销商专卖是公司目前核心产品销售模式。目前，公司共拥有经销商专卖店 954 家，其中橱柜 658 家，衣柜 296 家。公司计划在未来 5 年，在现有全国性营销体系的基础上，进一步完善和加密销售网络，预计将新增门店 2,000 家，有效扩大品牌辐射群体，推动未来订单数量的上升。与此同时，公司在 2017 年 3 月 30 日公告，将河南恒大在兰考合资设立家居公司。在此之前，恒大集团

已是公司工程业务的前五大客户之一，此次设立合资公司后，将进一步加深公司与恒大集团合作关系。同时，合作协议中的相关条款，也有利于公司产品的销售，促使未来工程业务收入的增长。除了对线下和工程渠道的拓展之外，公司于 2017 年 5 月 16 日，公告称将向安乐窝网进行增资。安乐窝网是新兴的互联网家居建材直供平台公司，本次增资完成后公司成为安乐窝网的股东，不仅将分享安乐窝网的发展成果，同时也将为公司拓展线上销售渠道。

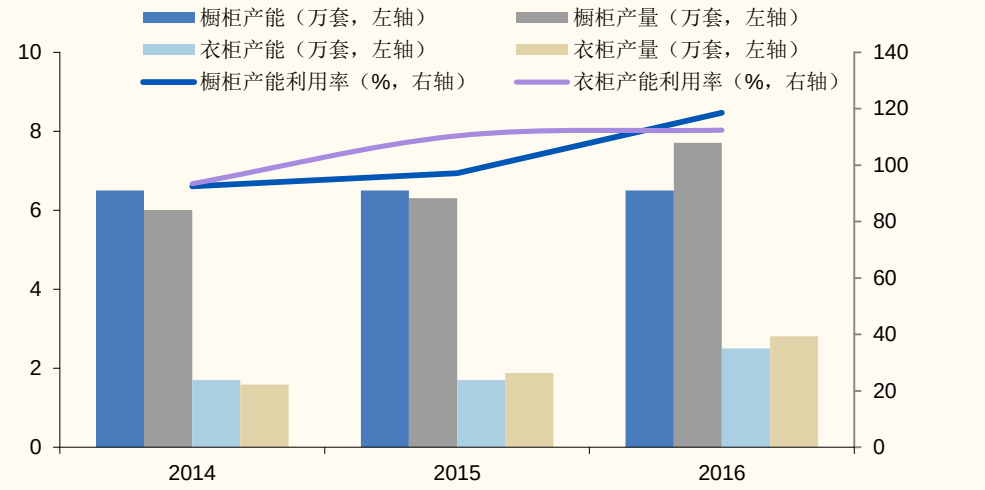
图表 18：皮阿诺已完成经销商的全国覆盖

来源：公司官网，国金证券研究所

- **驱动二：加强产品研发，未来附加值提升有空间。**公司一贯秉承“科学艺术家居”的设计理念，始终坚持自主创新和设计。目前，在消费升级的背景之下，消费者对于家居产品的智能化、功能性和环保性需求提升。因此，公司计划未来三年，将研发智能厨房、新型除油烟型厨柜和新一代多功能衣柜等三大核心课题。将进一步提升公司衣厨柜产品的智能属性、功能属性。我们认为，产品特性的增强，将赋予产品更多卖点，对于年轻一代消费者更具吸引力。因此，我们看好未来公司持续推进研发，对终端产品零售价格的正向拉动作用。

- **驱动三：IPO 募投突破产能瓶颈，未来市场占有率提升可期。**2016 年，公司完成橱柜生产 77,110 套，产能利用率为 118.63%，衣柜生产 28,107 套，112.43%。从数据来看，公司衣橱柜业务处在超负荷生产状态，产能瓶颈明显。而本次 IPO 上市后，公司将投资建设中山和天津工厂。预计两地工厂全面投产后将新增橱柜产能 12 万套，衣柜产能 9 万套，现有产能瓶颈将获有效突破。配合未来公司经销商专卖店开设计划，衣橱柜新增产能将或及时消化，公司未来市场占有率提升值得期待。

图表 19：皮阿诺衣橱柜业务产能利用率



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 20：皮阿诺 IPO 募投项目（万元）

	项目名称	总投资	拟投入募集资金	募集资金投资净额
1	中山阜沙产能扩建项目	15,430.93	14,486.83	14,486.83
2	天津静海产能建设项目 一期	20,422.30	18,849.17	17,199.34
3	一体化信息管理系统建 设项目	2,898.92	2,898.92	2,898.92
4	补充流动资金	10,000.00	10,000.00	10,000.00
	合计	**48,752.15**	**46,234.92**	**44,585.09**

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

风险因素

- 房地产行业波动风险
- 主要原材料价格大幅波动风险
- 经销商销售模式风险
- 募投资金项目投资风险
- 客单价再次出现大幅下滑

盈利预测

关键假设

- IPO 募投中山阜沙，2017-2019 年达产率分别为 50%、70%和 100%。
- 结合已投资金额测算，公司 IPO 募投天津静海产能建设项目现已达产 26.47%。预计 2017 年达产率为 60%，2018 年底将实现 100%达产。
- 未来 5 年内，每年公司将新增经销商专卖店 200-300 家。
- 客单价年均增长 5%。

图表 21：皮阿诺盈利预测

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（万元）	50,293.2	51,201.0	63,038.3	81,914.2	104,329.8	127,305.7
定制厨柜及其配套家居产品	43,584.0	42,610.0	50,828.0	65,059.8	81,324.8	97,589.8
定制衣柜及其配套家居产品	6,241.0	7,725.0	11,250.0	15,750.0	21,735.0	28,255.5
其他	468.2	866.0	960.3	1,104.3	1,270.0	1,460.5

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业成本（万元）	29,785.0	29,687.0	38,667.0	50,239.0	64,468.5	79,642.2
定制厨柜及其配套家居产品	25,222.0	24,372.0	31,041.0	39,686.5	50,014.8	60,993.6
定制衣柜及其配套家居产品	4,563.0	5,315.0	7,626.0	10,552.5	14,453.8	18,648.6
其他	291.6	312.2	508.2	662.6	787.4	934.7
业务利润（万元）	20,508.2	21,514.0	24,371.3	31,675.2	39,861.2	47,663.5
定制厨柜及其配套家居产品	18,362.0	18,238.0	19,787.0	25,373.3	31,310.0	36,596.2
定制衣柜及其配套家居产品	1,678.0	2,410.0	3,624.0	5,197.5	7,281.2	9,606.9
其他	176.6	553.8	452.1	441.7	482.6	525.8
毛利率（%）	40.8	42.0	38.7	38.7	38.2	37.4
定制厨柜及其配套家居产品	42.1	42.8	38.9	39.0	38.5	37.5
定制衣柜及其配套家居产品	26.9	31.2	32.2	33.0	33.5	34.0
其他	37.7	64.0	47.1	40.0	38.0	36.0
增速（%）	20.7	1.8	23.1	29.9	27.4	22.0
定制厨柜及其配套家居产品	20.4	-2.2	19.3	28.0	25.0	20.0
定制衣柜及其配套家居产品	14.1	23.8	45.6	40.0	38.0	30.0
其他	28.7	85.0	10.9	15.0	15.0	15.0

来源：wind，国金证券研究所预测

- 基于以上假设，经模型测算得出公司 2017-2019 年净利润分别为 1.23/1.64/2.01 亿元，三年 CAGR 为 31.9%，全面摊薄后每股收益为 1.97/2.64/3.23 元/股。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	**503**	**512**	**630**	**819**	**1,043**	**1,273**
增长率		1.8%	23.1%	29.9%	27.4%	22.0%
主营业务成本	-301	-300	-392	-509	-653	-806
%销售收入	59.8%	58.6%	62.1%	62.1%	62.5%	63.3%
毛利	202	212	239	310	391	467
%销售收入	40.2%	41.4%	37.9%	37.9%	37.5%	36.7%
营业税金及附加	-4	-4	-5	-6	-7	-9
%销售收入	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%
营业费用	-89	-94	-95	-119	-146	-172
%销售收入	17.8%	18.4%	15.1%	14.5%	14.0%	13.5%
管理费用	-40	-38	-43	-49	-61	-70
%销售收入	8.0%	7.5%	6.9%	6.0%	5.8%	5.5%
息税前利润（EBIT）	69	75	95	136	177	217
%销售收入	13.7%	14.7%	15.1%	16.6%	17.0%	17.0%
财务费用	-1	0	3	11	19	22
%销售收入	0.2%	-0.1%	-0.5%	-1.4%	-1.8%	-1.7%
资产减值损失	-3	-3	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	0	0
%税前利润	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	66	73	97	147	196	239
营业利润率	13.2%	14.3%	15.4%	18.0%	18.8%	18.8%
营业外收支	9	7	4	4	4	4
税前利润	75	80	101	151	200	243
利润率	14.9%	15.7%	16.1%	18.5%	19.2%	19.1%
所得税	-11	-12	-14	-23	-30	-36
所得税率	14.2%	14.7%	13.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	64	69	88	129	170	207
少数股东损益	0	0	0	6	6	6
归属于母公司的净利润	**64**	**69**	**88**	**123**	**164**	**201**
净利率	12.8%	13.4%	13.9%	15.0%	15.7%	15.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	64	69	88	129	170	207
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	20	22	22	14	16	19
非经营收益	-4	0	-1	-12	-4	-4
营运资金变动	-42	38	-10	37	39	41
经营活动现金净流	**38**	**128**	**99**	**168**	**221**	**262**
资本开支	-45	-39	-28	-12	-33	-35
投资	2	0	0	-1	0	0
其他	9	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	**-34**	**-39**	**-28**	**-13**	**-33**	**-35**
股权募资	62	0	0	447	0	0
债权募资	0	-1	0	0	0	1
其他	-17	0	-19	0	-40	-54
筹资活动现金净流	**45**	**-1**	**-19**	**447**	**-40**	**-53**
现金净流量	**49**	**89**	**52**	**602**	**148**	**174**

资产负债表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	105	190	243	845	993	1,166
应收款项	48	54	95	82	104	127
存货	31	36	48	59	76	94
其他流动资产	9	6	8	14	17	21
流动资产	193	287	393	1,000	1,190	1,409
%总资产	49.3%	55.8%	61.0%	80.0%	81.4%	82.8%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	109	130	157	173	188	202
%总资产	27.8%	25.3%	24.3%	13.8%	12.8%	11.9%
无形资产	84	83	79	75	82	89
非流动资产	198	228	252	251	271	292
%总资产	50.7%	44.2%	39.0%	20.0%	18.6%	17.2%
资产总计	**392**	**515**	**645**	**1,251**	**1,462**	**1,701**
短期借款	1	0	0	0	0	0
应付款项	107	165	227	252	321	394
其他流动负债	29	27	27	83	108	133
流动负债	137	192	254	335	430	527
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	12	12	11	0	0	0
负债	**148**	**203**	**264**	**335**	**430**	**528**
普通股股东权益	243	312	381	910	1,020	1,154
少数股东权益	0	0	0	6	12	18
负债股东权益合计	**392**	**515**	**645**	**1,251**	**1,462**	**1,701**

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	1.38	1.47	1.88	1.97	2.64	3.23
每股净资产	5.23	6.70	8.18	14.64	16.41	18.58
每股经营现金净流	0.81	2.76	2.12	2.70	3.56	4.22
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.65	0.87	1.07
回报率						
净资产收益率	26.39%	21.98%	23.00%	13.49%	16.08%	17.39%
总资产收益率	16.40%	13.30%	13.57%	9.81%	11.22%	11.80%
投入资本收益率	23.05%	19.88%	21.04%	12.63%	14.57%	15.70%
增长率						
主营业务收入增长率	19.64%	1.80%	23.12%	29.94%	27.36%	22.02%
EBIT 增长率	6.06%	9.69%	26.34%	42.80%	29.99%	22.55%
净利润增长率	16.73%	6.75%	27.74%	40.18%	33.65%	22.41%
总资产增长率	21.54%	31.58%	25.21%	93.89%	16.87%	16.35%
资产管理能力						
应收账款周转天数	21	27	24	21	21	21
存货周转天数	40	41	39	42	42	42
应付账款周转天数	71	79	98	82	82	82
固定资产周转天数	67	86	90	78	68	61
偿债能力						
净负债/股东权益	-42.60%	-61.08%	-63.79%	-92.24%	-96.19%	-99.41%
EBIT 利息保障倍数	84.9	-226.0	-28.9	-12.2	-9.4	-9.8
资产负债率	37.88%	39.49%	40.99%	26.76%	29.40%	31.06%

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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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