

中鼎股份(000887)/汽车零部件  
件

## 业绩持续高增长, 打造全球龙头

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 19.13

目标价格: 24—26

分析师: 王华君

执业证书编号: S0740517020002

电话: 01059013814

Email: wanghj@r.qlzq.com.cn

联系人: 朱荣华

Email: zhurh@r.qlzq.com.cn

联系人: 范炜

Email: fanwei@r.qlzq.com.cn

联系人: 于文博

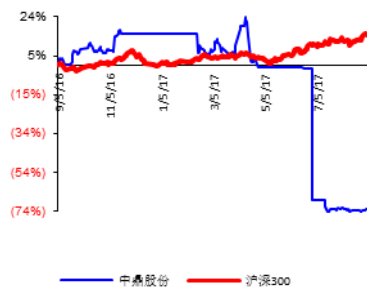
Email: yuwb@r.qlzq.com.cn

联系人: 许忠海

Email: xuzh@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1,234
流通股本(百万股)	1,214
市价(元)	19.13
市值(百万元)	23,615
流通市值(百万元)	23,222

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 《中鼎股份(000887): 控股股东拟增持1%-2%公司股份; 中报业绩预增30-40%》-2017.07.14
- 2 《中鼎股份(000887): 一季报预增30-40%; 传统主业稳健增长, 战略布局汽车电子、新能源汽车》-2017.04.23
- 3 《中鼎股份(000887): 橡胶件龙头, 大力布局汽车电子(ADAS)、新能源汽车》-2017.03.28

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6,543.08	8,384.37	10,099.64	11,904.02	14,038.25
增长率 yoy%	29.82%	28.14%	20.46%	17.87%	17.93%
净利润	713.71	901.05	1,326.83	1,603.22	1,904.91
增长率 yoy%	25.97%	26.25%	47.25%	20.83%	18.82%
每股收益(元)	0.64	0.73	1.07	1.30	1.54
每股现金流量	0.98	0.74	1.13	1.44	1.67
净资产收益率	19.48%	13.58%	16.93%	16.98%	16.79%
P/E	37	36	18	15	12
PEG	1.42	1.35	0.38	0.71	0.66
P/B	7.19	4.83	3.01	2.50	2.08

备注:

**投资要点**

- **事件:** 公司发布2017年半年报, 2017年上半年, 公司实现营业收入53.82亿元, 同比增长47.94%; 归属于上市公司股东的净利润6.24亿元, 同比增长31.93%; 扣除非经常性损益的净利润5.99亿元, 同比增长34%; 公司继续跻身“全球非轮胎橡胶制品行业50强”(名列第18位)。
- **业绩增长主要原因** (1) 主营业务经营业绩持续增长; (2) 2016年7月完成德国AMK公司并购、2017年2月完成德国THF公司并购, 并表因素。
- **2017年上半年海外营收占比已达67%, 持续看好公司内生+外延增长。**
- **海外并购标的融合进度超预期:** 2017年上半年, 无锡嘉科和安徽嘉科营收和净利润分别为2亿、0.25亿, 分别达16年全年的76%和87%; 安徽威固营收和利润分别为3813万、772万, 分别达16年全年的131%和128%。
- **大力发展ADAS(驾驶辅助)业务切入汽车电子领域。** ADAS是公司在坚持汽车零部件领域行业发展战略下, 新的业务方向选择。未来公司有望加大ADAS和汽车电子领域的投入, 提升公司的品牌价值, 使公司成为全球汽车零部件配套供应商百强企业。
- **公司2017年3月完成Tristone股权收购, 加码新能源汽车布局。** Tristone将借助中鼎股份在国内市场资源和影响力, 逐步进入中国市场, 同时公司获得全球汽车管件以及流量系统一类供应商, 以及欧洲领先发动机/电池冷却相关技术, 为未来在新能源汽车市场的产业布局打下坚实的基础。

公司之前先后收购GMS27.28%股权、ADG100%股权、AMK100%股权。有助于提升在全球汽车零部件市场份额, 大力布局汽车电子、新能源汽车领域。通过海外并购和自主研发, 公司在新能源领域配套有了大幅提升, 2017年1-6月已经达到4.5亿销售额, 对比2016年同期超过389%。

- **储备项目: OPOC环保发动机将打开成长空间。** 中鼎动力OPOC环保发动机是重大革新型产品, 可省油15%左右, 减排效果明显, 有助于雾霾治理; 与特斯拉齐名, 获《Popular Science》2011年美国汽车类最佳科技成果第1名; 2012年第1名为特斯拉电动车。
- **实施大范围股权激励, 要求业绩持续快速增长。** 2016年8月, 公司股权激励授予, 首次授予激励对象共591人, 限制性股票数量1865.65万股。此次股权激励解锁条件为2016-2018净利润增长率(以2015年为基础)为20%、40%、60%, 公司通过内生+外延过去常年保持30%的净利润增速。
- **考虑收购标的全年并表, 预计公司2017-2019年备考EPS为1.07/1.30/1.54元, 备考PE为18/15/12倍。** 看好公司持续海外并购, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 外延发展低于预期、OPOC环保发动机产业化风险、天然橡胶价格和汇率波动。

## 内容目录

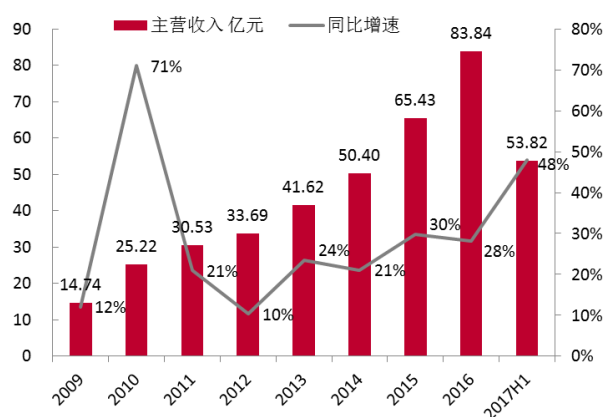
一、上半年业绩保持高增长，并购标的融合进度超预期.....	- 3 -
1. 上半年公司业绩同比增长 32%，海外营收占比创新高 .....	- 3 -
2. 海外并购标的融合进度超预期.....	- 4 -
二、控股股东增持 1.24%公司股份，总金额近 3 亿元.....	- 5 -
三、定位全球汽车零部件百强，大力拓展汽车电子（ADAS 等） .....	- 5 -
1. 收购欧洲汽车电子顶级企业 AMK，配套特斯拉等 .....	- 5 -
2. 收购 WEGU 等 5 个项目；将持续全球扩张.....	- 6 -
3. 大力发展 ADAS（驾驶辅助）业务切入汽车电子领域 .....	- 6 -
四、加大布局新能源汽车领域.....	- 6 -
1. 完成法国 Tristone100%股权收购 .....	- 6 -
2. 充电桩：外延持续推进，布局日趋完善.....	- 7 -
五、储备项目：OPOC 环保发动机将打开成长空间 .....	- 7 -
六、实施大范围股权激励，要求业绩持续快速增长.....	- 8 -
七、投资建议 .....	- 8 -
八、风险提示 .....	- 8 -

## 一、上半年业绩保持高增长，并购标的融合进度超预期

### 1. 上半年公司业绩同比增长 32%，海外营收占比创新高

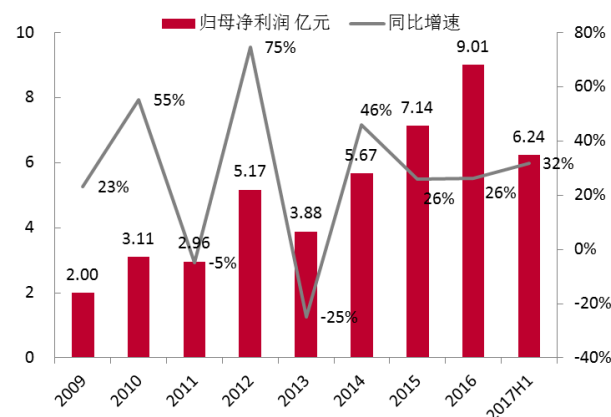
- **事件:**公司发布 2017 年半年报,2017 年上半年,公司实现营业收入 53.82 亿元,同比增长 47.94%; 归属于上市公司股东的净利润 6.24 亿元,同比增长 31.93%; 扣除非经常性损益的净利润 5.99 亿元,同比增长 34%; 公司继续跻身“全球非轮胎橡胶制品行业 50 强”(名列第 18 位)。
- **我们判断业绩增长的主要原因是:**(1) 公司主营业务经营业绩持续增长;(2) 2016 年 7 月完成德国 AMK 公司并购、2017 年 2 月完成德国 THF 公司并购,合并范围发生变化,增厚业绩。
- **海外营收占比达 67%,创历史新高:**近年来公司通过不断收购海外优质公司,达到产业全球布局的目的。考虑到 2016 年 7 月完成的德国 AMK 公司并购、2017 年 2 月完成德国 THF 公司并购,2017 年上半年公司海外营收占比已达 67%,创历史新高。

图表 1: 2017 年上半年公司营收同比增长 47.94%



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 2017 年上半年公司净利润同比增长 31.93%



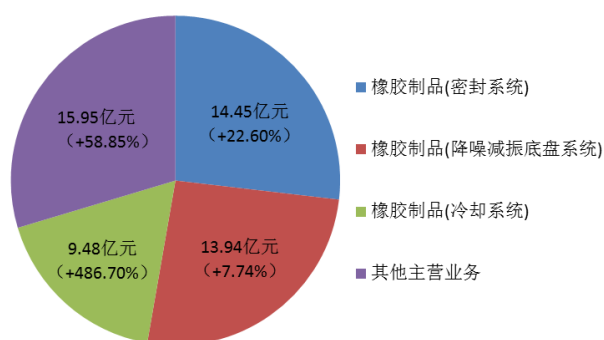
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 通过海外并购和扩张过程中对欧美先进技术工艺的引进消化吸收, 公司积极打造非轮胎橡胶制品多个细分领域的顶尖企业, 在非轮胎橡胶制品的“冷却系统”、“降噪减振底盘系统”、“密封系统”三大领域确定了行业领先地位。
  - 1) **冷却系统领域:** 公司旗下全资子公司中鼎胶管是国内自主品牌冷却系统领域领先的企业, 而 2017 年并购的德国 TFH 则更是发动机/新能源汽车电池冷却系统优秀供应商, 在所处细分领域行业全球排名前三, 拥有自主专利的独家生产技术 creatube, 即自动一体成型胶管生产技术, 相较传统生产工艺生产效率更高, 质量更加稳定可靠。
  - 2) **降噪减振底盘系统领域:** 公司旗下全资子公司中鼎减震一直深耕于汽车减振系统, 在衬套类、顶端链接板类、发动机悬置类产品上拥有多项专利。在公司收购德国 WEGU 后, 其核心产品硅胶动力吸振技术为汽车领域提供了快捷高效的振动噪音解决方法, 在橡胶减振降噪领域走在了全球同行业的前列。目前公司正在积极整合 AMK 底盘控制系统、空气悬架、底盘减振系统, 发展减振底盘系统总成

技术，为新能源汽车降噪减振提供全方位底盘系统服务。

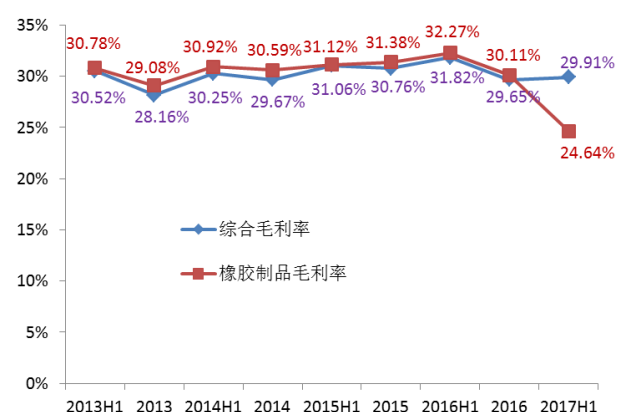
- 3) **密封系统领域**：通过海外并购美国库伯、美国 ACUSHNET、德国 KACO 这些企业，公司拥有国际前三的密封系统技术。以德国 KACO 为例，KACO 成功为大众，BAIC 等客户开发了第三代 PTFE 唇片为一体的组合式塑料法兰油封。它集信号轮，传感器，PTFE 唇片为一体，不仅具有高密封性能，而且精确记录轴的转速，角度或位置，并利用这些记录信息来控制发动机，同时也使得发动机的空间更加紧凑。同时，公司目前已经开发批产新能源汽车电池模组密封系统，并运用法国 SOLYEM 密封技术，积极开发燃料电池模组密封系统。
- 4) **新能源领域**：通过海外并购和自主研发，公司在新能源领域配套有了大幅提升，2017 年 1-6 月份已经达到 4.5 亿销售额，对比 2016 年同期超过 389%。

图表 3：非轮胎橡胶制品三大领域营收占比达 70%



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 4：受并表影响，上半年公司毛利率略有下滑



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **毛利率同比下滑，主要受收购标的并表影响**：2017 年上半年，公司综合毛利率为 29.91%，同比下降 1.91 个百分点。橡胶制品毛利率为 24.64%，同比下降 7.63 个百分点，其中橡胶制品（降噪减振底盘系统）毛利率为 26.43%，同比上涨 1.96 个百分点；橡胶制品（密封系统）毛利率为 26.64%，同比上涨 9.13 个百分点；橡胶制品（冷却系统）毛利率为 18.96%，同比下降 14.94 个百分点，我们判断主要受 TFH 毛利率较低影响。

## 2. 海外并购标的融合进度超预期

- 公司通过收购海外公司，引进先进技术，并在国内进行项目落地，实现国内高端市场的突破。2017 年上半年，公司收购 KACO 和 WEGU 的内陆分公司均取得快速增长。其中无锡嘉科和安徽嘉科营收和净利润分别为 2 亿元和 0.25 亿元，分别达 2016 年全年的 76% 和 87%；安徽威固的营收和利润分别为 3813 万元和 772 万元，分别达 2016 年全年的 131% 和 128%。

**图表 5: KACO 和 WEGU 内地子公司业绩同比快速增长**

	2017 年 1-6 月		2016 年		2015 年	
	营业收入	净利润	营业收入	净利润	营业收入	净利润
无锡嘉科、安徽嘉科	20070	2505	26247	2886	21851	2600
安徽威固	3813	772	2911	604		

来源：公司公告，中泰证券研究所

## 二、控股股东增持 1.24% 公司股份，总金额近 3 亿元

- 2017 年 7 月 14 日~7 月 17 日期间，中鼎集团通过深圳证券交易所系统竞价方式增持公司股份 15,385,200 股，增持金额为 297,804,205.09 元，占公司总股本的 1.24%，增持均价为 19.36 元/股

**图表 6: 大股东中鼎集团 7 月 14 日~7 月 17 日增持 1.24% 公司股份，增持均价 19.36 元/股**

增持人	增持方式	增持日期	增持数量 (股)	增持比率 (股)	增持金额 (元)	增持均价 (元/股)
安徽中鼎控股(集团)股份有限公司	二级市场	2017. 7.14	10,055,200	0.81%	199,904,301	19.88
安徽中鼎控股(集团)股份有限公司	二级市场	2017. 7.17	5,330,000	0.43%	97,899,904	18.37
	合计		15,385,200	1.24%	297,804,205	19.36

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 本次增持前，中鼎集团持有公司 547,193,977 股股份，占公司总股本的 44.33%。7 月 17 日增持后，中鼎集团持有本公司股份 562,579,177 股，占公司总股本的 45.57%。

## 三、定位全球汽车零部件百强，大力拓展汽车电子 (ADAS 等)

- 公司之前先后收购 GMS27.28% 股权、ADG100% 股权、AMK100% 股权。GMS 主营充电站和停车管理系统的一体化管理和维护服务，在瑞士、法国、比利时和英国拥有超过 640 个充电站在运营，在瑞士的目标市场拥有超过 60% 的市场份额。ADG 主要生产和销售用于汽车和机电行业的铝压铸件，如发动机部件、传动系统和底盘零部件、结构部件，主要客户为奥迪、宝马、大众。AMK 是行业领先的电机控制系统、驾驶辅助和底盘电子控制系统供应商，主要产品为转向电机 (电动助力转向系统)、空气压缩机 (空气悬挂系统)、伺服电机等。
- 我们认为，公司一系列海外收购，有助于提升在全球汽车零部件市场的占有份额，大力布局新能源汽车领域。

### 1. 收购欧洲汽车电子顶级企业 AMK，配套特斯拉等

- AMK 2015 年收入 1.97 亿欧元 (约 14.6 亿元人民币)，净利润 1472 万欧元 (约 1.09 亿元人民币)，此次收购作价 1.3 亿欧元 (约 9.7 亿元人民币)，对应 2015 年 PE 约为 8.8 倍。
- AMK 是电机电池控制系统、驾驶辅助和底盘电子控制系统供应商，为行业内的领先者。业务分为汽车和驱动控制技术两大模块 (汽车业务占比

70%左右，销售主要集中在其本土市场)，产品包括传统汽车、电动车和混合动力车的电力可控系统、电力动力总成等，为特斯拉、奔驰、

- 宝马、捷豹、路虎、沃尔沃等世界顶级主机生产商配套，其拥有的伺服电机驱动技术、电池控制技术、工业自动化工程技术在近五十年内都处于行业领先地位。
- 收购完成后将显著增强公司在汽车电子领域的技术水平，对公司实现产品由零件向部件升级；行业从汽车向多元化发展；市场从传统汽车向节能环保、新能源汽车拓展；实现从产品到服务再到解决方案的转变这一发展战略起到快速推进作用。

## 2. 收购 WEGU 等 5 个项目；将持续全球扩张

- 2016 年 4 月 29 日公司发布公告，增发募集资金完成，募集资金全部用于收购 WEGU100%的股权、汽车后市场“O2O”电商服务平台等 5 个项目，发行价格为 19.75 元，共募资 19.59 亿元，增发股份 9920 万股，占增发后总股本的 8.16%。本次收购将进一步丰富公司产品体系，优化产品结构，提高产能规模和盈利能力，增强核心竞争力。
- 2015 年公司海外业务收入已经过半，自 2008 年公司迈出国门开始公司国际化步伐成效初显。目前，公司已连续收购 5 家美国公司和德国 KACO、WEGU，公司将持续通过资本市场做大做强上市公司，不断整合国内外优势资源，不断完善延伸产业链及产品应用领域。

## 3. 大力发展 ADAS（驾驶辅助）业务切入汽车电子领域

- 根据公司近期多份公告（投资者关系活动记录表），ADAS 则将是公司在坚持汽车零部件领域行业发展战略下，新的业务方向选择。未来，公司会加大 ADAS 和汽车电子领域的投入，提升公司的品牌价值，使公司成为全球汽车零部件配套供应商百强企业。

# 四、加大布局新能源汽车领域

## 1. 完成法国 Tristone100%股权收购

- 公司 2017 年 3 月 7 日公告，完成法国 Tristone Flowtech Holding SAS 100%股权收购（以下简称 Tristone）。Tristone 是一个全系统供应商，产品主要为发动机冷却系统产品、新能源汽车电池冷却系列产品、充气管件系列产品、进气管件系列产品及其他产品，客户主要为沃尔沃、宝马、大众、福特、菲亚特等知名汽车生产商。根据 William Blair Research 公布的资料，Tristone 销售区域覆盖欧盟、北美、亚洲，2015 年度销售额为 2.29 亿欧元，占据所处细分行业市场销售总额 13%，市场占有率排名全球第二。
- 本次收购完成后，Tristone 将借助中鼎股份在国内市场的资源和影响力，逐步进入庞大的国内市场，同时公司获得全球汽车管件以及流量系统一类供应商，以及欧洲领先发动机/电池冷却相关技术，为公司在未来在新能源汽车市场的产业布局打下坚实的基础。

## 2. 充电桩：外延持续推进，布局日趋完善

- **1、收购瑞士 Green Motion：**Green Motion 为电动汽车能源供应覆盖网的管理提供硬件和软件应用，在集成充电系统和软件应用等领域均具有领先地位，同时在充电覆盖网智能配置和管理方面是欧洲市场领导者。截止目前，Green Motion 在瑞士、法国、比利时和英国拥有超过 640 个充电站在运营（主要在瑞士），拥有 25 个经销商和 175 个机构客户（公司和公共机构），在瑞士的目标市场（公共充电站和高端私人充电站）拥有超过 60% 的市场份额，可实现与市场上所有的电动车相兼容，并直接参与非补贴市场竞争，目前客户为特斯拉、雷诺-尼桑、雪铁龙、三菱、起亚等世界知名品牌电动汽车生产商。
- **2、挚达中鼎新一代智能充电产品批量投产：**上海挚达是全国领先的新能源汽车智能充电产品和服务配套高科技企业，获得“全球电动汽车服务专业运营资质”，是特斯拉中国最早签约的充电服务专业提供商之一；在全国超过 40 个城市 500 多个社区为特斯拉、上汽、北汽、江淮等众多新能源汽车公司提供智能充电产品、上门充电服务、公共充电导航等配套业务；计划以 O2O 模式，建设覆盖全国的上门汽车充电服务网络，同时打造基于物联网和移动互联网的充电共享信息平台，为新能源汽车大规模走入家庭做好充电产品与服务的配套。

公司在新能源汽车领域的布局逐渐完善，收购瑞士 Green Motion 将使欧洲先进的电动汽车充电覆盖网智能配置和管理技术与公司现有的充电桩制造能力、国内市场研发与拓展能力完美结合，帮助公司积极拓展海外充电桩、充电站市场，同时能为国内电动汽车充电桩、充电站的立体交换提供智能解决方案，实现充电信息平台共享。

## 五、储备项目：OPOC 环保发动机将打开成长空间

- **中鼎动力为中鼎控股集团有限公司的控股子公司。**中鼎股份（上市公司）通过现金收购和增资，目前持有中鼎动力 6.25% 的股权。中鼎动力现注册资本 8 亿元，其中中鼎控股集团有限公司控股 87.5%，优华劳斯汽车系统（上海）有限公司参股 6.25%。
- **中鼎动力 OPOC 环保发动机是重大革新型产品，可省油 15% 左右，减排效果明显，有助于雾霾治理；**与特斯拉齐名，获《Popular Science》2011 年美国汽车类最佳科技成果第 1 名；2012 年第 1 名为特斯拉电动车。

OPOC 发动机是一种先进环保型发动机。相比当前传统涡轮增压柴油机，OPOC 发动机零部件减少 50%、重量减轻 30%、体积缩小 25%、百公里油耗降低 15%；具备功率大、重量轻、高热效比、低油耗、低排放的典型节能环保特征。使用 OPOC 发动机的小型汽车排放标准可达欧 VI 标准，百公里油耗可低至 2.4 升，不同版本的 OPOC 发动机可使用柴油燃料、汽油或压缩天然气等不同燃料。

OPOC 发动机从大功率的柴油发动机研发起步，其功率可实现从几千瓦到几百千瓦，配置组合非常灵活，并且适用于轿车、重卡、发电机组等非道路机械、无人机、坦克装甲车等，包括任何采用传统汽油或柴油作为动力的设备。

五中全会明确提出，“十三五”期间要加快建设资源节约型、环境友好型社会，形成人与自然和谐发展现代化建设新格局，推进美丽中国建设。我们判断 OPOC 发动机未来将持续取得突破，有望带来内燃机革命，助推“美丽中国”。

## 六、实施大范围股权激励，要求业绩持续快速增长

- 2016 年 8 月，公司股权激励完成授予，首次授予激励对象共 591 人，首次授予的限制性股票数量 1865.65 万股。激励对象包括公司董事、高级管理人员、核心管理人员、中层管理人员和核心业务（技术）人员，激励范围广，有助于进一步理顺公司内部利益。
- 股权激励授予价格 11.99 元/股。
- 此次股权激励解锁条件为 2016-2018 净利润增长率（以 2015 年为基础）为 20%、40%、60%，公司通过内生+外延过去常年保持 30%的净利润增速。
- 预计未来四年限制性股票激励成本为 6627 万元，比之前预案的 1 亿元左右节省 3000 多万元。

## 七、投资建议

- 预计公司 17-19 年备考 EPS 为 1.07/1.30/1.54 元，备考 PE 为 18/15/12 倍。看好公司持续海外并购，持续推荐，维持“买入”评级。

## 八、风险提示

- 外延发展低于预期、OPOC 环保发动机产业化风险、天然橡胶价格和汇率波动。



**图表 7：中鼎股份三张表**

损益表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	5,040,191	6,543,080	8,384,369	10,099,641	11,904,017	14,038,254
增长率	21.11%	29.8%	28.1%	20.5%	17.9%	17.9%
营业成本	-3,544,757	-4,530,708	-5,898,508	-6,816,342	-7,986,483	-9,419,371
% 销售收入	70.3%	69.2%	70.4%	67.5%	67.1%	67.1%
毛利	1,495,434	2,012,372	2,485,861	3,283,299	3,917,534	4,618,882
% 销售收入	29.7%	30.8%	29.6%	32.5%	32.9%	32.9%
营业税金及附加	-33,840	-37,300	-62,903	-68,379	-81,378	-97,219
% 销售收入	0.7%	0.6%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-299,404	-328,500	-402,904	-511,677	-591,833	-698,476
% 销售收入	5.9%	5.0%	4.8%	5.1%	5.0%	5.0%
管理费用	-385,416	-662,568	-835,517	-972,846	-1,169,649	-1,373,576
% 销售收入	7.6%	10.1%	10.0%	9.6%	9.8%	9.8%
息税前利润 (EBIT)	776,774	984,005	1,184,537	1,730,398	2,074,674	2,449,611
% 销售收入	15.4%	15.0%	14.1%	17.1%	17.4%	17.4%
财务费用	-59,451	-76,919	-58,957	-65,109	-66,995	-63,687
% 销售收入	1.2%	1.2%	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%
资产减值损失	-59,480	-31,661	-91,491	-60,877	-61,343	-71,237
公允价值变动收益	-7,839	1,464	3,197	4,183	4,928	6,156
投资收益	31,804	-870	18,801	14,411	13,328	14,601
% 净利润	4.5%	—	1.7%	0.9%	0.7%	0.6%
营业利润	681,808	876,019	1,056,088	1,623,006	1,964,592	2,335,445
营业利润率	13.5%	13.4%	12.6%	16.1%	16.5%	16.6%
营业外收支	17,296	35,035	44,744	36,933	39,220	39,378
税前利润	699,104	911,054	1,100,831	1,659,939	2,003,812	2,374,823
利润率	13.9%	13.9%	13.1%	16.4%	16.8%	16.9%
所得税	-111,441	-161,124	-172,036	-271,662	-327,418	-385,428
所得税率	15.9%	17.7%	15.6%	16.4%	16.3%	16.2%
净利润	587,663	749,930	928,796	1,388,277	1,676,395	1,989,395
少数股东损益	21,073	36,224	27,749	61,444	73,174	84,488
归属于母公司的净利润	566,589	713,706	901,047	1,326,833	1,603,221	1,904,907
净利率	11.2%	10.9%	10.7%	13.1%	13.5%	13.6%

现金流量表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	587,663	749,930	928,796	1,388,277	1,676,395	1,989,395
少数股东损益	0	0	0	61,444	73,174	84,488
非现金支出	209,207	274,294	392,012	405,113	468,863	536,068
非经营收益	14,648	94,398	23,730	-55,527	-57,476	-60,136
营运资金变动	-264,122	-27,955	-433,924	-342,538	-307,025	-408,145
经营活动现金净流	547,396	1,090,667	910,614	1,456,769	1,853,930	2,141,671
资本开支	223,145	338,711	600,773	-16,912	602,590	539,681
投资	-412,646	-760,876	-882,172	0	0	0
其他	0	-8,000	-1,601,132	18,594	18,256	20,757
投资活动现金净流	-635,792	-1,107,586	-3,084,076	35,506	-584,335	-518,924
股权募资	0	4,169	2,153,496	0	0	0
债权募资	199,685	1,037,449	232,628	-410,884	0	0
其他	-121,078	-140,665	-160,763	-1	-123,444	0
筹资活动现金净流	78,607	900,953	2,225,360	-410,885	-123,444	0
现金净流量	-9,788	884,033	51,898	1,081,390	1,146,152	1,622,747

资产负债表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	372,472	1,274,485	1,315,494	2,335,440	3,408,418	4,946,677
应收账款	1,512,239	1,802,582	2,550,225	2,679,370	3,148,444	3,721,836
存货	1,117,677	1,145,742	1,416,554	1,617,642	1,858,373	2,182,004
其他流动资产	110,012	84,300	1,770,810	1,780,127	1,796,833	1,825,888
流动资产	3,112,401	4,307,110	7,053,083	8,412,579	10,212,068	12,676,406
% 总资产	57.4%	57.7%	59.5%	65.2%	68.4%	72.4%
长期投资	61,976	127,189	181,102	181,102	181,102	181,102
固定资产	1,423,685	1,627,500	2,277,923	2,423,791	2,530,544	2,602,699
% 总资产	26.2%	21.8%	19.2%	18.8%	16.9%	14.9%
无形资产	718,371	1,287,594	2,146,052	1,675,969	1,803,507	1,845,579
非流动资产	2,313,846	3,163,909	4,810,367	4,486,152	4,720,443	4,834,671
% 总资产	42.6%	42.3%	40.5%	34.8%	31.6%	27.6%
资产总计	5,426,247	7,471,019	11,863,450	12,898,732	14,932,511	17,511,077
短期借款	584,414	461,134	539,854	128,970	128,970	128,970
应付账款	876,697	999,720	1,847,895	1,735,619	2,072,095	2,479,975
其他流动负债	317,604	365,238	430,187	662,919	622,484	732,539
流动负债	1,778,715	1,826,092	2,817,936	2,527,508	2,823,549	3,341,484
长期贷款	366,593	1,596,502	1,997,206	1,997,206	1,997,206	1,997,206
其他长期负债	144,395	248,536	247,447	308,325	369,667	440,904
负债	2,289,703	3,671,130	5,062,589	4,833,039	5,190,423	5,779,594
普通股股东权益	2,993,593	3,663,121	6,633,704	7,837,093	9,440,314	11,345,220
少数股东权益	142,950	136,767	167,156	228,600	301,774	386,262
负债股东权益合计	5,426,247	7,471,019	11,863,450	12,898,732	14,932,511	17,511,077

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.508	0.640	0.730	1.075	1.299	1.543
每股净资产 (元)	2.684	3.284	5.374	6.349	7.647	9.191
每股经营现金流 (元)	0.491	0.978	0.738	1.130	1.443	1.666
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.100	0.100	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	18.93%	19.48%	13.58%	16.93%	16.98%	16.79%
总资产收益率	10.61%	9.75%	7.61%	10.35%	10.84%	11.01%
投入资本收益率	17.84%	18.02%	12.67%	18.74%	20.84%	23.38%
增长率						
营业总收入增长率	21.11%	29.82%	28.14%	20.46%	17.87%	17.93%
EBIT增长率	44.00%	26.68%	20.38%	46.08%	19.90%	18.07%
净利润增长率	45.87%	25.97%	26.25%	47.25%	20.83%	18.82%
总资产增长率	30.59%	37.07%	61.86%	8.73%	15.77%	17.27%
资产管理能力						
应收账款周转天数	80.6	74.4	74.5	75.5	75.0	75.1
存货周转天数	99.6	91.2	79.3	86.6	84.9	84.6
应付账款周转天数	57.2	52.9	52.3	53.3	52.9	52.9
固定资产周转天数	82.4	79.7	77.0	74.6	64.7	54.8
偿债能力						
净负债/股东权益	18.04%	20.40%	17.88%	-2.66%	-13.22%	-24.09%
EBIT利息保障倍数	13.1	12.8	20.1	26.6	31.0	38.5
资产负债率	41.24%	48.07%	42.58%	37.08%	34.13%	32.18%

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。