

# 红外商业化在即，尽享先发优势

增持 首次

## 核心观点：

- 率先实现非制冷探测器国产化，建立核心竞争优势
- 车载红外市场启动在即，公司享有先发优势
- 军品业务步入定型收获期，保证业绩稳步增长

- 公司率先实现红外热像仪“灵魂”部件——非制冷焦平面探测器的国产化，建立起核心竞争优势。美、法两垄断着焦平面探测器产业化的核心技术，严苛的技术管制和出口许可制度大大限制了其他国家红外产业的发展。我国焦平面探测器基本源自法国，ULIS 是最重要的供货商。公司经过多年研发，率先实现了 45 微米/35 微米/25 微米三个间距系列的中高分辨率非制冷焦平面探测器的国产化。其中，25 微米和 35 微米系列是当前主流型号，法国政府限制出口数量，公司这两个系列探测器的性能品质完全能够替代法国进口产品。
- 定增扩产力推红外热像仪的产业化。募集资金用于 6000 台红外热像仪、13000 只非制冷焦平面探测器的生产线建设以及补充流动资金。探测器优先保证自用，如有剩余才考虑外售，热像仪项目达产后可贡献收入 4.72 亿元/年，是公司 2013 年总收入的 1.8 倍，盈利可观。
- 公司选择汽车后装市场做切入点，在车载红外领域开疆拓土。汽车是最大的民用红外热像仪市场，只因热像仪价格昂贵这部分需求一直未被有效撬动，即便在国外也仅有奥迪、宝马等高端品牌的高端车型配置。公司实现探测器国产化后，积极研发新的封装技术、专用芯片来进一步降低热像仪造价，以推动其产业化及商业应用。我们认为，随着成本售价的降低，车载红外系统会是下一个汽车天窗，从高端车型选配发展成为中高端车型标配，最后普及成汽车标配，发展空间巨大。
- 公司军品业务主攻“稳增长”。2004 年公司试水军品行业，2008 年取得了总装备部和国防科工委的军品承制单位资格，以自有品牌承揽军队部件和整机项目，迄今共 30 余项。目前，公司在手的军队科研项目已从培育期进入定型收获期，部分项目附加值较高，收益回报率明显提升，足以保证公司未来 2-3 年业绩的稳步增长。
- 盈利预测及估值。我们预计公司 2014-2016 年 EPS 为 0.36 元/0.51 元/0.66 元，对应 PE56 倍/40 倍/31 倍，看好公司红外热像仪的技术国产化、价格平民化、产品标配化三部曲，首次给予“增持”评级。

主要经营指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营收入(百万)	272.19	261.45	366.03	494.14	642.39
同比增长率	17.94%	-3.95%	40.00%	35.00%	30.00%
净利润(百万)	33.53	33.87	83.13	117.31	150.53
同比增长率	8.38%	1.01%	145.43%	41.12%	28.31%
每股收益(元)	0.146	0.148	0.362	0.512	0.656
净资产收益率	7.33%	7.04%	8.49%	11.05%	12.90%

## 中小市值公司研究组

### 首席分析师：

王风华(S1180511010001)

新财富 2013 年最佳中小市值分析师

电话：010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

### 资深分析师：

周蓉姿(S1180050120006)

电话：010-88085982

Email: zhourongzi@hysec.com

## 市场表现



## 相关研究

《美盛文化：收购影视公司完善文化产业链》

2014/05/07

《隆基机械：借合资布局新能源汽车配件大市场》

2014/05/06

《天通股份：蓝宝石和磁性材料是未来增长双引擎》

2014/04/30

《隆基机械：产品升级在即，主业延伸可期》

2014/04/23

## 目录

我们的核心观点.....	4
一、红外热像仪用途广泛.....	5
二、公司是国内红外热像仪行业强者.....	6
三、公司率先国产化探测器，建立核心优势.....	7
1. 非制冷焦平面探测器前途无量.....	8
2. 公司是焦平面探测器技术垄断的破冰者和领跑者.....	8
3. 非制冷探测器国产化战略性、实用性兼备.....	9
4. 适时增发扩产，推动国产探测器的产业化.....	9
四、在车载红外市场开疆拓土.....	10
1. 公司是我国民用红外热像仪“一哥”.....	10
2. 汽车行业是最大的民用红外热像仪市场.....	10
3. 公司选择汽车后装市场做切入点.....	11
五、公司军品业务主攻“稳增长”.....	11
1. 我国军费开支增速平稳.....	11
2. 公司军品项目步入集中收获期.....	12
六、盈利预测及估值.....	13

## 图表

图 1 红外热像仪在智能电网行业的应用.....	5
图 2 红外热像仪用于消防搜救.....	5
图 3 红外热像仪用于石化行业.....	6
图 4 红外热像仪用于人体测温.....	6
图 5 红外热像仪用于煤矿安全生产领域.....	6
图 6 红外热像仪用于机房隐患监查.....	6
图 7 公司历史沿革.....	7
图 8 公司细分产品构成（2012 年度）.....	7
图 9 公司盈利走势（%）.....	7
图 10 384×288 (35/25/17μm) 非制冷焦平面探测器.....	8
图 11 640×480 (35/25/17μm) 非制冷焦平面探测器.....	8
图 12 公司非公开增发募投项目一览.....	9
图 13 1999-2013 年我国 GDP/财政收入/军费支出情况（亿元）.....	11
图 14 1999-2013 年我国军费增速以及占 GDP、财政收入的比例.....	12

## 我们的核心观点

- 核心竞争力：率先实现探测器的国产化和产业化。**公司是国内首家依靠自主技术将非制冷焦平面探测器国产化的厂商，整体性能完全可以实现进口替代，国内红外热像仪产品正处于成本/售价下行、供给上行的拐点期，以及下游需求爆发的黎明期。在此时点上，公司及时而适时的启动非公开增发，募集资金用于 6000 台红外热像仪和 13000 只非制冷探测器的建设项目以及补充流动资金，降低成本、扩大供给，加快红外热像仪的产业化。公司作为先行者和领导者，将获得丰厚的先发收益。
- 民品业务：在车载红外热像仪领域开疆拓土、大步前行。**车载红外热像仪对灵敏度、刷新率等性能要求较高，基本相当于军品，而军品级红外热像仪的关键部件非制冷焦平面探测器一直依赖进口，售价昂贵且数量受限。因此，虽然车载红外热像仪的潜在需求相当于其它民品领域的应用之和，但迟迟未被撬动，国外也仅与宝马、奥迪等品牌的高端车型配套。公司通过充分的市场调研，计划从汽车后装市场切入，通过价格优势吸引客户尝试，同时也可以覆盖高端车型车主的更换需求。随着我国红外热像仪产业化的逐步推进，我们认为车载红外系统将复制汽车天窗，先只作为高端车型选配，而后加入中高端车型的标配阵营，最后变成轿车标配，需求空间巨大。
- 军品业务：在手科研项目逐步进入定型、供货期，并与新一届政府倡导的军品国产化周期共振，是公司未来 2-3 年业绩增长的主要驱动力。**2004 年公司试水军品行业，主要做外围配套和部品部件；2008 年公司取得了总装备部和国防科工委的军品承制单位资格，能够以自有品牌承揽军队部件和整机项目，共计 30 余项。目前，公司正在进行中的科研项目回报率明显高于以前，足以保证公司未来 2-3 年的业绩稳步增长。

## 一、红外热像仪用途广泛

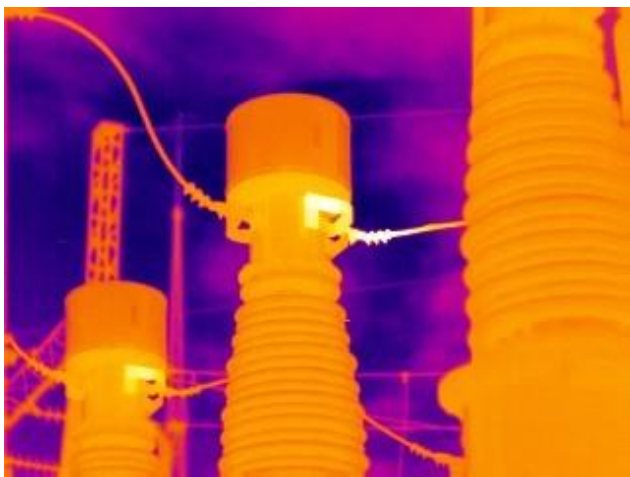
热像仪是利用红外探测器和光学成像物镜接受被测目标的红外辐射能量分布图形反映到红外探测器的光敏元件上，从而获得红外热像图，这种热像图与物体表面的热分布场相对应。通俗地讲热像仪就是将物体发出的不可见红外能量转变为可见的热图像。热图像的上面的不同颜色代表被测物体的不同温度。

任何有温度的物体都会发出红外线，热像仪就是接收物体发出的红外线，通过有颜色的图片来显示被测量物表面的温度分布，根据温度的微小差异来找出温度的异常点，从而起到与维护的作用。一般也称作红外热像仪。

凡是有温度差异的地方都可以使用红外热像仪，因此红外热像仪具有很高的军事应用价值和民用价值。军事方面，红外热像仪可用于夜视侦查、武器瞄具、夜视导引、红外搜索和跟踪、卫星遥感等多个领域，现代战争中，卫星、导弹、飞机等军事武器上均有配备。民用方面，随着非制冷红外热成像技术的发展，尤其是随着产业化过程中生产成本的大幅度降低，红外热像仪已广泛应用于电力、消防、工业、医疗、安防等行业，用于材料缺陷的检测与评价、建筑节能评价、设备状态热诊断、生产过程监控、自动测试、减灾防灾等。

例如：在电力行业，检查电线、连接处、快关闸、变电柜等；在消防领域可以查找火源，判定事故的起因，查找烟雾中的受伤者；汽车生产领域可以检测轮胎的行走性能、空调发热丝、发动机、排气喉等性能；医学可以检测针灸效果、早期发现鼻咽癌、乳腺癌等疾病；在建筑领域，检查空鼓、缺陷、瓷砖脱落、受潮、热桥等；公安系统可以找夜间藏匿的人。

图 1 红外热像仪在智能电网行业的应用



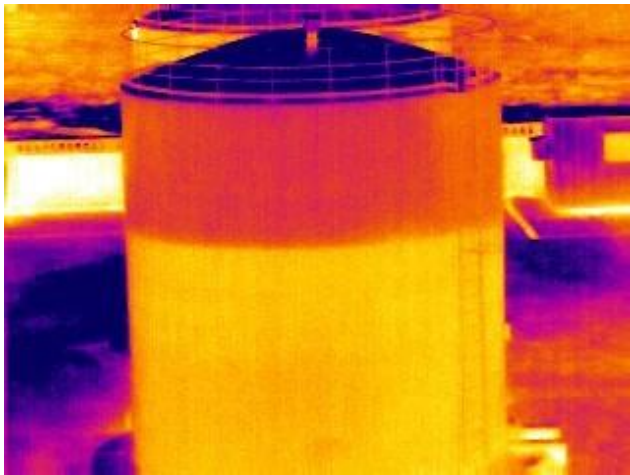
资料来源：公司公开资料，宏源证券

图 2 红外热像仪用于消防搜救



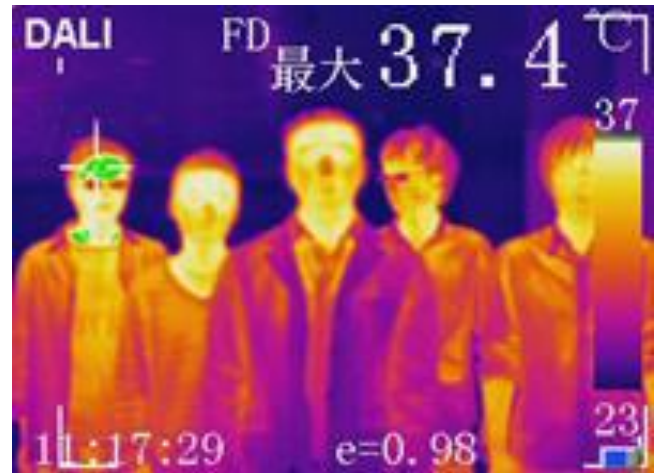
资料来源：公司公开资料，宏源证券

图 3 红外热像仪用于石化行业



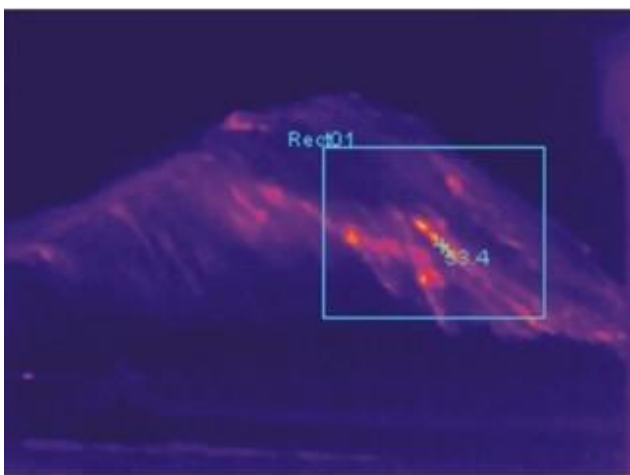
资料来源：公司公开资料，宏源证券

图 4 红外热像仪用于人体测温



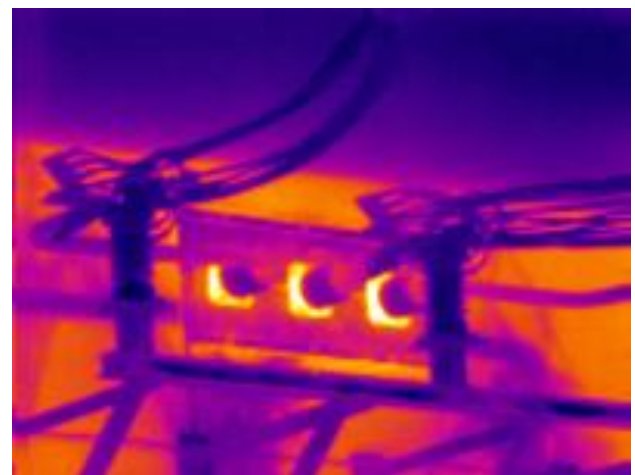
资料来源：公司公开资料，宏源证券

图 5 红外热像仪用于煤矿安全生产领域



资料来源：公司公开资料，宏源证券

图 6 红外热像仪用于机房隐患监查



资料来源：公司公开资料，宏源证券

## 二、公司是国内红外热像仪行业强者

大立科技是由 1984 年成立的浙江省测试技术研究所改制而成的股份制高新技术企业，专业从事非制冷焦平面探测器、红外热像仪、红外热成像系统的研发、生产和销售。经过多年稳健发展，大立科技已经从研究所成长为具有较强自主研发和技术创新能力且经营业绩稳定增长的上市公司。目前，公司是国内规模最大、综合实力最强的红外热像产品生产厂商之一。

公司先后有多个红外热像仪产品获“国家级重点新产品”，一项红外热成像技术获“浙江省科学技术进步二等奖”，一项图像软件被列为“浙江省十大推荐优秀软件产品”，制冷型红外热像仪的开发被列入“国家 863 计划项目”。同时公司多年连续被评为“全球安防五十强”等荣誉称号。

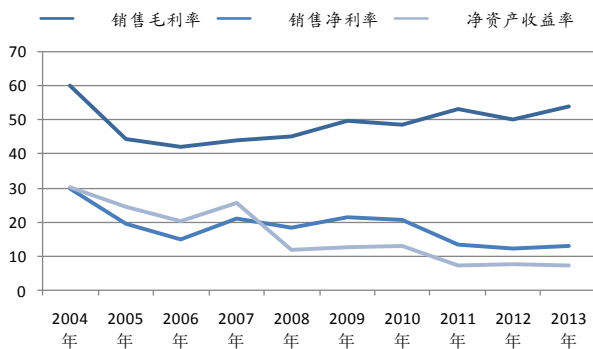
自 2006 年起，公司的综合毛利率稳步上行，8 年间已提升 11.79 个百分点，但期间费用率大幅增加，公司的净利率和净资产收益率双双下降。

图 7 公司历史沿革



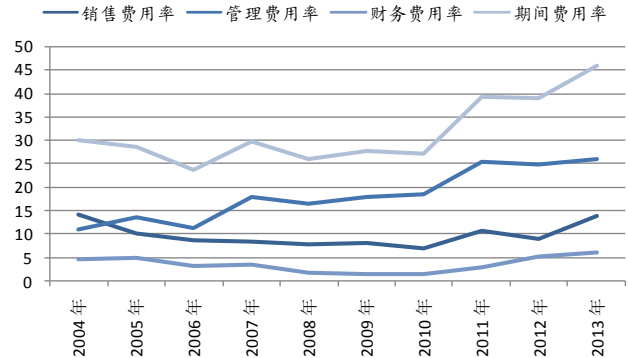
资料来源：公司公开资料，宏源证券

图 8 公司细分产品构成（2012 年度）



资料来源：公司公开资料，宏源证券

图 9 公司盈利走势 (%)



资料来源：公司公开资料，宏源证券

### 三、公司率先国产化探测器，建立核心优势

红外热像仪技术起源于美国、欧洲，最初为了军事目的而研发，20 世纪 70 年代已广泛应用于各个行业。目前，全球共有 40 多家红外热像仪生产销售企业，市场高度集中，CR10 占有超 70% 的市场份额，其中规模最大的 FLIR System 一家就占到 35% 左右。至于核心部件——焦平面探测器，生产厂商仅有 20 多家，集中在美国、法国、日本、以色列 4 个国家，而且其产业化核心技术被美、法两国垄断。

我国对红外热像仪的研发与应用始于 1980-1990 年代，历经多年发展，目前后端电路（软件识别、算法）及前端光学（红外镜头）环节已基本达到国际先进水平，技术差距主要体现在焦平面探测器上，2010 年后国内才拥有较为成熟的自主技术。

## 1. 非制冷焦平面探测器前途无量

焦平面探测器的功能在于感知目标物体发出的、通过镜头的不同红外线，通过热敏电阻式微辐射热计将光信号转换为微弱的电信号，分为制冷型和非制冷型两大类。

制冷型焦平面探测器，工作时借助专用制冷设备冷却至液氮温度（约零下 200 度），敏感度极高，须使用特殊的非硅基半导体材料，制造和使用成本高、体积大、寿命短，主要应用于军事、航天等高端领域，售价可以高达 70 万元/台，使用寿命仅几千个小时。国内隶属于北方夜视集团的 211 所走在前沿，能够实现进口替代。

非制冷焦平面探测器，无需额外的制冷设备，而且随着平面阵列技术的进步，包括灵敏度在内的各项技术指标大幅提高，具有价格低、较便携、寿命长、低功耗等优势，已经能够在很多领域替代制冷型探测器，20 万元即可购买到高端产品，使用寿命 5 年左右，性价比远远超过制冷型探测器，因此应用前景也更为广阔和乐观。大立科技是我国非制冷焦平面探测器技术的领先者。

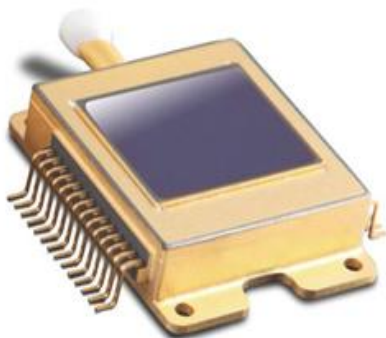
## 2. 公司是焦平面探测器技术垄断的破冰者和领跑者

一直以来美、法两国走在红外技术的前沿，垄断着焦平面探测器产业化的核心技术，严苛的技术管制和出口许可制度使其他国家红外产业的发展大大受限。我国焦平面探测器基本源自法国，ULIS 是最重要的供货商之一，也是公司的探测器进口供货商。

公司经过多年研发，率先实现了三个间距系列 45 微米、35 微米、25 微米的中高分辨率（ $160 \times 120$ ,  $384 \times 288$ ,  $640 \times 280$ ）非制冷焦平面探测的国产化，其中 25 微米和 35 微米系列是主流，法国政府限制出口数量，而且出口时工业级和军用级产品混杂，需要购买方自行筛选分辨。公司这两个系列的探测器完全能够替代法国进口产品且做到军用级别。2012 年 10 月后，公司基本停止从法国进口非制冷焦平面探测器，除非客户有特殊要求必须使用。

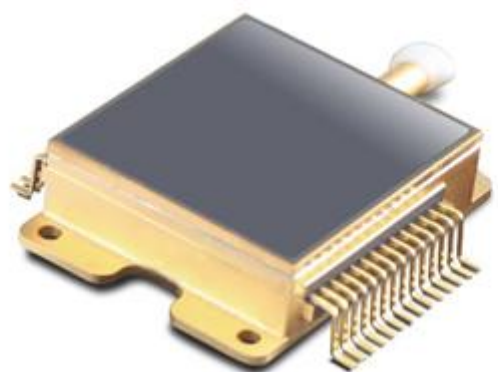
大面阵、小像元、高灵敏度是非制冷焦平面探测器的未来发展方向和趋势，公司正在积极研发 17 微米  $640 \times 280$ 、 $1024 \times 1024$  系列（现被法国列为高端禁售品），有望于 2015 年推出，届时公司的非制冷探测器焦平面技术将更进一步，达到国际先进水平。

图 10  $384 \times 288$  (35/25/17 $\mu\text{m}$ ) 非制冷焦平面探测器



资料来源：公司公开资料，宏源证券

图 11  $640 \times 480$  (35/25/17 $\mu\text{m}$ ) 非制冷焦平面探测器



资料来源：公司公开资料，宏源证券

### 3. 非制冷探测器国产化战略性、实用性兼备

我们认为，实现非制冷焦平面探测器的国产化既符合国家安全战略，又具备在民用领域广泛推广的实用性，意义重大。

首先，符合我国军备国产化趋势。红外热像仪在现代战争中扮演着越来越重要的角色，焦平面探测器作为“灵魂”部件，其核心技术突破国外垄断、实现国产化后能够保障我国军队即使在非常时期也能够以合理成本获得充足的红外产品供应，大大提升军事实力。

其次，将引爆民用领域的应用热情。如前文所述，红外热像仪可用于材料缺陷的检测与评价、建筑节能评价、设备状态热诊断、生产过程监控、自动测试、减灾防灾等多个领域，但因成本过高导致售价昂贵，加之美、法两国严格的出口管制，上述需求只能被迫“潜伏”难以“变现”。焦平面探测器实现国产化后，价格、数量双瓶颈一并被打破，目前整个红外热像仪产业正处于成本/售价下行、供给上行的拐点期，下游需求放量指日可待。

### 4. 适时增发扩产，推动国产探测器的产业化

不管是继续承接军品订单，还是开拓民用红外热像仪市场，都需要足够低的成本和充足的供给，并通过规模效应进一步降低成本。因此，2014年公司及时且适时地启动了非公开增发，以15元/股的价格发行2933.33万股，募集资金4.4亿元，用于6000台红外热像仪和13000只非制冷焦平面探测器两个建设项目以及补充流动资金。募投项目达产后，红外热像仪项目可贡献收入4.72亿元/年，是公司2013年总收入的1.8倍；非制冷焦平面探测器首先保证自给，若有剩余才考虑外销。董事长和实际控制人庞惠民认购15%，显示出管理层对公司发展前景的信心。

图 12 公司非公开增发募投项目一览

项目名称	拟投入募集资金 (万元)	达产后新增产能	达产后新增年收入 (万元)	建设期	地点
红外热像仪建设项目	24211	6000台	47200	2年	公司本部
非制冷红外焦平面阵列探测器建设项目	10789	13000只	10220	2年	公司本部
补充流动资金	9000				
合计	44000		57420	2年	

资料来源：公司公开资料，宏源证券

## 四、在车载红外市场开疆拓土

### 1. 公司是我国民用红外热像仪“一哥”

根据美国权威机构 Maxtech International 统计，大立科技在 2012 年全球民用红外设备制造商市场占有率排名中位居第 10，市场份额 1%。在国内民用红外热像仪市场，公司在华东、华南、华北、东北、华中等多个区域建立起独立的销售队伍，产销量相当于其他厂商之和，市占率高居榜首。

我国民用红外热像仪市场较为分散和小众，一方面由于解决方案不成熟，更重要的是因为产品价格昂贵。电力是当前应用最成熟、渗透率最高的民用行业，主要用于对变电站和输电设备线路的预防性检测。以往多使用手持式红外热像仪定期巡检，现在已经发展成为在线监控，即在重点区域设置红外摄像头，实时进行热成像安全评估，超高压线路则是利用机器人或者无人飞机携带红外热像仪检测。由于红外热像仪价格昂贵，最便宜的民用机也要 2-3 万元/台，因此选择手持式还是实时监控系统与使用地区的经济情况和工业用电量有直接关系。沿海发达地区对电网稳定性要求较高，老式的定期停电检查难以满足要求，因此大多一步到位引入在线监控系统。整体看来，经济发达区域的红外热像仪需求采购量较为稳定，例如江苏省每年采购金额在 600-1000 万元，上海、华东、东北等地区变化也不大。

公司作为业内“一哥”，2010 年前业务全部集中于电力行业，即便现在军品业务快速成长，电力订单仍占主业总额的 20%、民品业务的 50%。但由于需求进入平稳期，电力行业的趋势是稳定有余，弹性不足。

公司其余 50% 的民品业务分布在钢铁、冶金、石化、玻璃、造纸、PCB 制造等行业，随着红外热像仪成本/售价的下降，预计未来 2-3 年消防（图像搜救）和安防监控领域的需求将快速兴起。

### 2. 汽车行业是最大的民用红外热像仪市场

2013 年，全球及中国分别有 6538.66 万辆和 1644.84 万辆乘用车下线，背靠巨量需求基数，红外热像仪在汽车行业的商业化前景相对于其他民用行业更为可观和乐观。但我国这部分需求一直未被有效撬动，主要原因就是车载红外热像仪的核心部件——非制冷焦平面探测器完全依赖进口，从而导致热像仪售价昂贵且供给严重不足。车载红外热像仪对灵敏度、刷新率等指标要求较高，基本相当于军品级，目前主要使用 25 微米非制冷探测器，如果从法国进口大约每只需 2000 美元，而且数量受限，无法进行商业化应用。

即便在国外，车载红外系统也只在宝马、奥迪这类品牌的高端车型上配备，原因在于红外产品起家于军品和工业专用设备，技术和市场都相对垄断，利润丰厚，厂商低价拓展民用领域的动力不足，价格高企的夜视系统只能用于高端车型。

面对难以逾越的价格瓶颈，公司除率先国产化非制冷探测器，保证热像仪核心部件价格合理、品质优异、供应充足之外，还积极探索其它路径以降低成本：（1）正在研发第三代晶圆级封装技术，能够使材料成本至少降低 50%，而且可以在真空环境直接封装，

省去了原有的焊接、排气环节，产能大大提升；（2）将后端电路和芯片集成于性价比高、民用级别的专用芯片中，降低造价。

上述技术工艺完全实现后，红外热像仪组件成本可能会降至千元以下，成本障碍的突破将引爆以汽车行业为代表的民用红外热像仪市场。

### 3. 公司选择汽车后装市场做切入点

我国宝马、奥迪的国产车型无力配置车载红外系统，只是预留了安装接口，因此公司计划通过汽车后装市场导入车载红外热像仪，借助价格优势吸引客户尝试。

至于宝马、奥迪的进口高端车型，虽在前装市场预装了红外夜视系统，但由于红外线不能穿过玻璃，热像仪须安置在车前进气栅格内，易被损坏，用户重新更换时因美探测器在美国、法国受到出口管制，往往只能购买到帧数较低的低级别热像仪，造成拖影等问题，大大影响夜视系统的性能。公司选择切入的汽车后装市场亦能覆盖这部分需求。

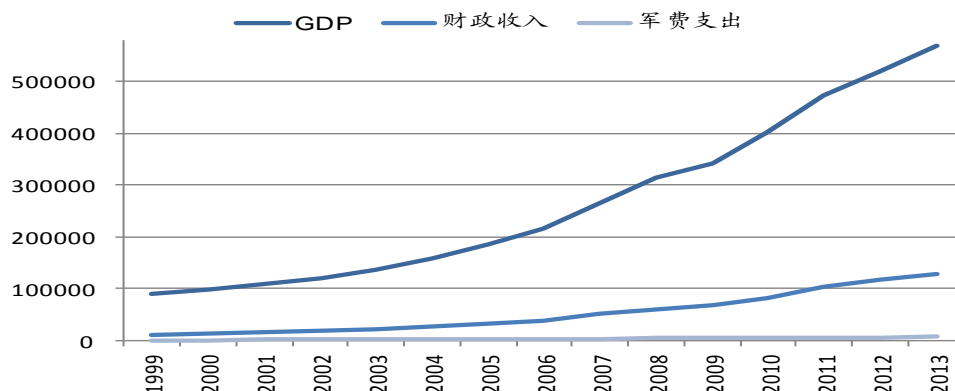
车载红外系统是提高用户驾驶安全性、智能化的舒适品，并非必备品，就像汽车天窗，但随着成本的降低，天窗如今几乎变成了标配。我们认为，车载红外系统迎来价格拐点后会快速渡过从无到有的培育期，相应的产品由高端车型选配加速进入中高端车型“标配”阵营，最终变成轿车标配。公司将凭借技术、成本、产能三重壁垒，充分享受先发优势，迎来业绩爆点。

## 五、公司军品业务主攻“稳增长”

### 1. 我国军费开支增速平稳

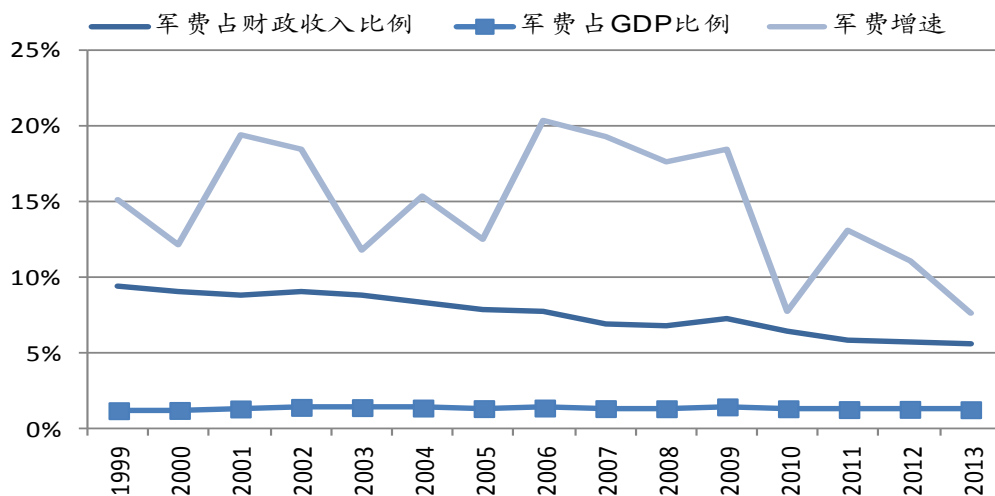
最近 15 年，我国军费占财政收入的比例逐年降低，从 1999 年的 9.41% 滑落至 2013 年的 5.48%，军费对 GDP 的占比峰值仅为 1.45%，2011-2013 年的平均占比进一步下降至 1.275%。即便按照瑞典智库的广义口径，2013 年中国军费开支 1660 亿美元，GDP 占比也仅为 2%，而美国、俄罗斯、英国分别为 4.4%、4.4% 和 2.5%。

图 13 1999-2013 年我国 GDP/财政收入/军费支出情况（亿元）



资料来源：宏源证券

图 14 1999-2013 年我国军费增速以及占 GDP、财政收入的比例



资料来源：宏源证券

我们认为，在亚洲地区国家军费普遍增长、国际地缘政治局势较为动荡、军品信息化程度提高等多重因素的影响下，我国军费将维持两位数左右的增速可能会是常态。最新公布的中国 2014 年军费开支预算 8082 亿元，同比增长 12.2%，增加的国防经费将重点向武器装备倾斜，训练费用也将相应增长，军兵种方面则会向海空二炮倾斜。

根据测算，2015 年我国军队领域的红外产品市场规模有 30-50 亿元，预计“十三五”末将达百亿元。在军队装备国产化趋势下，民参军条件越来越宽松，总装和国防科工委正在拿出更多的项目、拨出更多的经费与民企合作，包括核高基项目。在此背景下，国有科研院所在承接军品项目上的绝对优势地位不会改变，只是未来市场份额会有所减少，相应的民营企业占有率会有所提升。

## 2. 公司军品项目步入集中收获期

公司 2004 年进入军品行业，主要做外围配套和部品部件，2008 年取得总装武器承制单位资格，能够以自有品牌承揽军队部件和整机项目，截至现在共计 30 余项，全面覆盖海陆空及二炮军兵种，市场份额约占 10%。

目前公司在手的军队科研项目已从科研培育期进入定型收获期，部分项目附加值较高，收益回报率明显提升，即便没有新军品项目入账，也足以保证公司未来 2-3 年业绩的稳步增长。而且，我们认为在军品国产化大潮的推动下，公司市占率有进一步提升空间，军品业务将是支撑盈利增长的重要基石。

## 六、盈利预测及估值

我们预计，公司 2014-2016 年将实现净利润 8313 万元/1.17 亿元/1.50 亿元，对应的 EPS 为 0.36 元/0.51 元/0.66 元，对应的 PE 为 56.3 倍/39.9 倍/31.1 倍。

我们认为，公司凭借领先的技术、敏锐的市场嗅觉、精准的布局，将谱出红外热像仪技术国产化、价格平民化、产品标配化三部曲，发展前景乐观。

利润表(百万元)					资产负债表(百万元)				
	2013A	2014E	2015E	2016E		2013A	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	261.45	366.03	494.14	642.39	货币资金	70.97	337.09	165.60	133.88
减: 营业成本	121.02	164.71	219.89	282.65	应收和预付款项	287.39	380.14	443.91	480.29
营业税金及附加	3.08	3.84	5.19	6.75	存货	271.56	327.40	349.20	357.42
销售费用	36.14	45.75	60.29	77.09	其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	67.57	87.85	108.71	128.48	长期股权投资	0.16	0.16	0.16	0.16
财务费用	16.05	-11.42	-12.95	-1.66	投资性房地产	4.30	3.61	2.92	2.24
资产减值损失	3.98	3.00	3.00	3.00	固定资产和在建工程	102.52	144.17	319.83	425.48
加: 投资收益	-0.29	0.00	0.00	0.00	无形资产和开发支出	29.88	26.00	22.12	18.24
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	13.31	72.30	110.01	146.09	资产总计	766.78	1218.58	1303.74	1417.72
加: 其他非经营损益	22.76	25.50	28.00	31.00	短期借款	55.09	0.00	0.00	0.00
利润总额	36.07	97.80	138.01	177.09	应付和预收款项	38.21	46.91	49.96	58.57
减: 所得税	2.20	14.67	20.70	26.56	长期及其他负债	168.48	168.48	168.48	168.48
净利润	33.87	83.13	117.31	150.53	负债合计	283.99	237.60	240.65	249.25
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	股本	200.00	229.33	229.33	229.33
母公司所有者净利润	33.87	83.13	117.31	150.53	资本公积	31.90	442.56	442.56	442.56
现金流量表	2013A	2014E	2015E	2016E	留存收益	249.39	307.58	389.70	495.07
经营性现金净流量	23.94	-48.94	43.95	143.43	归属母公司股东权益	481.29	979.48	1061.60	1166.97
投资性现金净流量	-4.05	-38.33	-176.20	-123.65	少数股东权益	1.50	1.50	1.50	1.50
筹资性现金净流量	29.43	353.39	-39.24	-51.49	股东权益合计	482.79	980.98	1063.10	1168.47
现金流量净额	47.75	266.12	-171.49	-31.71	负债和股东权益合计	766.78	1218.58	1303.74	1417.72
收益率指标	2013A	2014E	2015E	2016E	每股指标	2013A	2014E	2015E	2016E
毛利率	53.71%	55.00%	55.50%	56.00%	每股收益	0.148	0.362	0.512	0.656
三费/销售收入	45.81%	33.38%	31.58%	31.74%	每股经营性现金流	0.104	-0.213	0.192	0.625
EBIT/销售收入	19.26%	28.51%	28.75%	28.55%	增长率指标	2013A	2014E	2015E	2016E
EBITDA/销售收入	24.22%	33.95%	33.99%	35.70%	销售收入增长率	-3.95%	40.00%	35.00%	30.00%
销售净利率	12.95%	22.71%	23.74%	23.43%	EBIDA 增长率	11.65%	96.27%	35.15%	36.53%
资产获利率指标	2013A	2014E	2015E	2016E	净利润增长率	1.01%	145.4%	41.12%	28.31%
ROE	7.04%	8.49%	11.05%	12.90%	营运资本增长率	6.59%	26.93%	12.62%	5.01%
ROA	6.57%	8.57%	10.90%	12.94%	估值指标	2013A	2014E	2015E	2016E
ROIC	4.37%	10.51%	11.88%	12.10%	PE	138.06	56.25	39.86	31.06
资本结构指标	2013A	2014E	2015E	2016E	PB	17.89	12.78	9.46	7.28
资产负债率	37.04%	19.50%	18.46%	17.58%	EV/EBITDA	66.28	35.96	27.63	20.38

## 作者简介:

**王风华:** 宏源证券研究所首席分析师, 分管中小市值、医药、机械、旅游、农业等行业研究组,《新财富》2013 年最佳中小市值研究机构第三名, 得分 7197 分。中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学。17 年从业经历, 曾在多家券商任职, 任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。主要研究覆盖公司: 世纪鼎利、首航节能、天玑科技、天通股份、天马精化、嘉应制药、天音控股、科力远、金宇集团、德力股份、尚荣医疗、海虹控股、紫光股份、众生药业、华星化工、久立特材、双塔食品、利亚德、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、长信科技、煌上煌、积成电子、开尔新材等。

## 机构销售团队

公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	yuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机构	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com

## 宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

## 免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。