

富奥股份(000030)深度报告

# 混合所有制框架, 受益于一汽大众扩张

## 投资要点

- 富奥股份(000030)是国内汽车行业上市公司首家混合所有制企业, 前身为一汽集团全资子公司。看好公司的主要逻辑: 1、公司激励机制相对完善, 管理层和核心技术人员持股 8.34%; 2、公司将受益于下游需求增长, 主要客户包括一汽大众、一汽丰田等, 我们预计配套一汽大众贡献净利润超过一半, 公司有望受益于大众成都、佛山工厂产能释放; 3、子公司大众一汽平台、富奥石川岛(涡轮增压器)、富奥天合等业绩稳定增长, 增厚公司投资收益。
- 国内汽车行业上市公司首家混合所有制企业。富奥股份前身为一汽集团的全资子公司, 2007年公司引入吉林省国资、民营资本。改制后, 国资委下属的天亿投资和亚东投资为一致行动人, 合计持有 29.92%的股权, 为公司控股股东。公司高管及核心技术人员共持有公司 1.1 亿股, 持股比例占比 8.34%, 激励人数 122 人, 对管理层具有较好的激励作用。
- 参股公司投资收益贡献大部分利润, 主要来源于一汽大众配套。富奥拥有 33 家下属公司, 其中 8 家为一汽集团核心供应商, 12 家为一汽-大众 A 级供应商。2013 年富奥参股公司投资收益为 4.38 亿元, 占公司净利润的 74%。我们粗略统计公司净利润或超过 50%来自于配套一汽大众。2014 年一汽大众共投放 10 余款新车, 前五个月共销售 67.4 万辆, 同比增长 22%。一汽大众成都、佛山工厂产能释放使销量得到有效保证。
- 富奥石川岛等子公司业绩有望快速增长。公司现已经和多家国外零部件巨头开展合资合作, 与法雷奥、伟世通、采埃孚、电装、天合、克虏伯、石川岛等建立了合资企业, 后续业务拓展便捷。其中富奥石川岛主要生产涡轮增压器, 配套大众、长城等整车, 产品市场空间广阔。
- 投资建议: 我们预计 14 年、15 年、16 年 EPS 为 0.491、0.576 元、0.664 元, 对应的动态市盈率分别为 13.8 倍、11.8 倍、10.2 倍。我们看好公司一汽大众、一汽轿车等客户销量增大带来的业绩的增长, 但考虑到公司近年配套建厂投资较大, 并综合考虑公司当前估值, 首次给予“增持”评级。
- 风险提示: 宏观经济不景气; 汽车行业销量不达预期; 原材料价格大幅波动。

指标年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	5227.80	5646.03	6097.71	6585.53
增长率	8.28%	8.00%	8.00%	8.00%
归属母公司净利润(百万元)	543.01	637.90	747.50	862.90
增长率	16.28%	17.48%	17.18%	15.44%
每股收益 EPS(元)	0.418	0.491	0.576	0.664
净资产收益率 ROE	14.31%	14.39%	14.43%	14.28%
PE	14.76	12.56	10.72	9.29
PB	2.11	1.81	1.55	1.33

数据来源: 西南证券

请务必阅读正文后的免责声明部分

## 西南证券研究发展中心

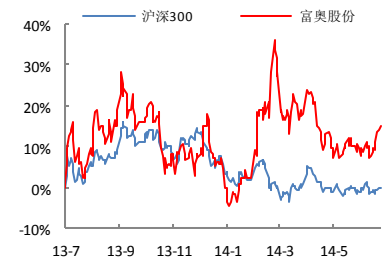
分析师: 徐永超  
执业证号: S1250512110002  
电话: 010-57631186  
邮箱: xycho@swsc.com.cn

研究助理: 高翔  
电话: 023-67898841  
邮箱: gaoo@swsc.com.cn

研究助理: 梁超  
电话: 023-67791327  
邮箱: lchao@swsc.com.cn

研究助理: 简洁  
电话: 023-67610282  
邮箱: jjie@swsc.com.cn

## 相对指数表现



数据来源: 西南证券

## 基础数据

总股本(亿股)	12.99
流通 A 股(亿股)	5.1
52 周内股价区间(元)	5.36-7.85
总市值(亿元)	84.42
总资产(亿元)	72.20
每股净资产(元)	3.04

## 相关研究

## 目 录

一、公司概况：国内汽车上市公司首家混合所有制企业.....	1
二、一汽大众产能扩张带来的业绩增长.....	4
（一）一汽大众成都工厂全面投产，生产速腾和新捷达.....	6
（二）一汽大众佛山工厂一期 30 万产能建成，二期 30 万启动.....	6
三、公司有望依托一汽大众，实现稳定增长.....	7
（一）涡轮增压成发展趋势，富奥石川岛业务有望快速增长.....	7
（二）受益于大众销量上升，大众一汽平台业绩稳定增长.....	8
（三）富奥天合安全配套稳定，逐步打入高端车市场.....	9
四、盈利预测与投资建议.....	9
五、风险提示.....	10
（一）宏观经济不景气风险.....	10
（二）汽车行业销量大幅下滑.....	10
（三）原材料大幅上涨风险.....	10

## 插图目录

图 1: 股权结构, 吉林省国资委控股下的混合所有制企业.....	1
图 2: 2013 年主营业务收入情况.....	2
图 3: 2013 年主营业务毛利情况.....	2
图 4: 汽车底盘系统.....	3
图 5: 汽车环境系统.....	3
图 6: 汽车转向系统.....	3
图 7: 汽车安全系统.....	3
图 8: 一汽大众产能扩张迅速, 布局逐步完善.....	5
图 9: 一汽大众 (不含一汽大众奥迪) 销量快速增长 (单位: 辆).....	6
图 10: 一汽大众速腾.....	6
图 11: 一汽大众新捷达.....	6
图 12: 一汽大众奥迪 A3.....	7
图 13: 一汽大众高尔夫 A7.....	7
图 14: 富奥石川岛增压器净利润及增速.....	8
图 15: 大众一汽平台公司净利润及增速.....	8
图 16: 富奥天合安全公司净利润及增速.....	9

## 表格目录

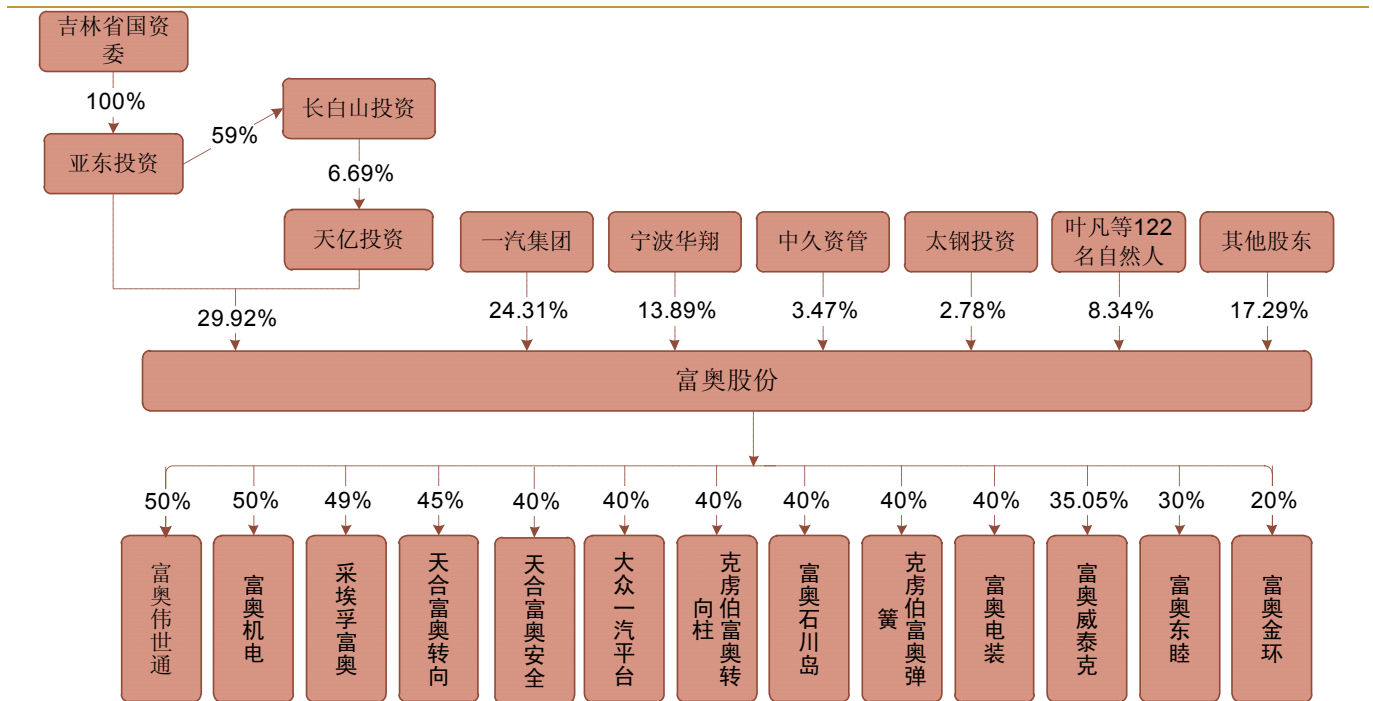
表 1: 依托一汽集团, 与零部件巨头建立合资企业.....	2
表 2: 大众在中国的产能布局及预测.....	4
表 3: 2014 年一汽-大众上市新车.....	5
附: 财务预测表 (单位: 百万元).....	11

## 一、公司概况：国内汽车上市公司首家混合所有制企业

**国内汽车上市公司首家混合所有制企业。**富奥股份前身为一汽集团的全资子公司，2007年公司引入吉林省国资、民营资本，改制后，由一汽集团、天亿投资、亚东投资、宁波华翔及公司管理团队持股的股份公司，是汽车行业首家混合所有制企业。

**公司实际控制人为吉林省国资委。**国资委下属的天亿投资和亚东投资为一致行动人，合计持有 29.92% 的股权，为公司控股股东。董事会席位上，天亿和亚东共 3 个席位、一汽集团 2 个席位，董事长 1 个席位，独立董事 3 个席位、宁波华翔 1 个席位。公司高管及核心技术人员共持有公司 1.1 亿股，持股比例占比 8.34%，激励人数 122 人，分为股份公司层面和子公司、分公司管理层及技术人员层面两级。

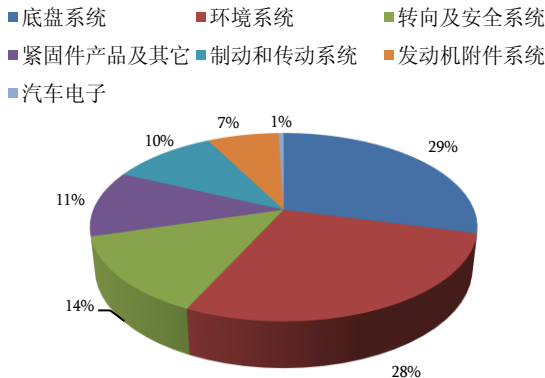
图 1：股权结构，吉林省国资委控股下的混合所有制企业



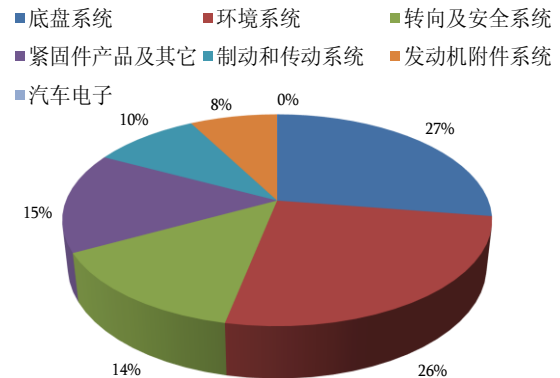
数据来源：公司公告，西南证券

**参股公司投资收益贡献大部分利润，主要来源于一汽大众配套。**富奥股份拥有长春、天津、山东蓬莱、成都、佛山五大生产基地，33 家下属公司，其中 10 家分公司、6 家控股子公司和 17 家参股公司。8 家下属企业被评为一汽集团核心供应商，12 家下属企业被评为一汽-大众 A 级供应商，2 家下属企业被评为上海-大众 A 级供应商，2 家下属企业被评为东风神龙 A 级供应商。主要整车客户有一汽大众、上海大众、一汽通用、上海通用等。2013 年公司参股的 17 家合资公司投资收益为 4.38 亿元，占公司净利润的 74%。从公司 2013 年利润结构拆分来看，投资收益主要来源于大众一汽平台、天合富奥安全、富奥石川岛富奥电装等，均主要配套一汽大众。我们预计公司净利润来源中或超过 50% 来自于配套一汽大众。

公司的主要产品包括环境系统、制动和传动系统、底盘系统、转向及安全系统、电子电器系统、发动机附件系统等六大系列产品。产品品种覆盖重、中、轻、微型商用车和高、中、低档乘用车等系列车型。2013 年年报显示，各主要零部件在主营业务中占比依次为：

**图 2: 2013 年主营业务收入情况**


数据来源: 公司公告, 西南证券

**图 3: 2013 年主营业务毛利情况**


数据来源: 公司公告, 西南证券

**发展战略布局:** 抓住整车市场持续增长机遇, 推进一个转变 (走技术发展之路, 向技术领先转变, 成为创新型企业)、两个打造 (打造一流人才队伍、打造特色企业文化) 和三项调整 (产品结构调整; 市场结构调整; 企业结构调整), 持续进行质量改善和成本改善, 增强企业核心竞争力, 扩大公司品牌影响力, 促进企业快速健康发展。

**表 1: 依托一汽集团, 与零部件巨头建立合资企业**

企业名称	持股比例	主要业务/产品	合作客户
一汽-法雷奥汽车空调有限公司	子公司	汽车空调 (60 万套/年)、蒸发器 (60 万台/年)、冷凝器 (60 万台/年) 等	一汽大众、一汽轿车、一汽解放汽车等
一汽东机工减振器有限公司	子公司	乘用车、商用车减振器 (3 万支/天)。	一汽大众、一汽轿车、一汽解放汽车、一汽丰田等
一汽光洋转向装置有限公司	子公司	齿轮齿条式动力转向器总成和齿轮齿条式机械转向器总成 (电动转向系统), 年产能力 170 万套。	一汽大众、一汽轿车、一汽海马、天津一汽等
天合富奥汽车安全系统 (长春) 有限公司	参股公司	底盘 (200 万/年)、方向盘 (250 万套/年) 和安全气囊 (230 万套/年)。	一汽轿车、一汽大众、一汽丰田、上海大众、北京奔驰、华晨宝马等
采埃孚富奥底盘技术 (长春) 有限公司	参股公司	前桥装配 (9 万套/年)、控制臂 (190 万件/年)、稳定杆连接杆总成 (150 万件/年)、商用车杆件 (3 万套/年) 等。	一汽大众、一汽轿车、一汽解放汽车等
大众一汽平台零部件有限公司	参股公司	前副车架焊接总成、后副车架 (后轴) 焊接总成、前桥装配、后轴装配、制动踏板总成、离合器踏板总成等产品。	一汽大众、一汽轿车、一汽解放汽车等

数据来源: 公司公告, 西南证券

### 从各业务板块来看:

**汽车底盘系统:** 主要产品包括发动机横梁、车架、控制臂、油底壳、电池夹等, 生产企业包括大众平台、天合安全、采埃孚, 塔奥、威泰克 (供马自达), 各公司规模技术差别不大, 客户群体不同。2013 年底盘系统, 合并报表中, 实现营业收入 1.46 亿元, 毛利 0.23 亿元, 综合毛利率 15.88%。

**环境系统:** 主要产品包括汽车空调、冷凝器、中冷器等。其中车用空调方面, 国内汽车空调市场主要由四家企业: 电装、法雷奥、贝尔、伟世通占据。2013 年一汽-法雷奥汽车空调有限公司营业收入 10.7 个亿, 净利润 0.54 亿元。产品采用法雷奥压缩机, 主要配套南北

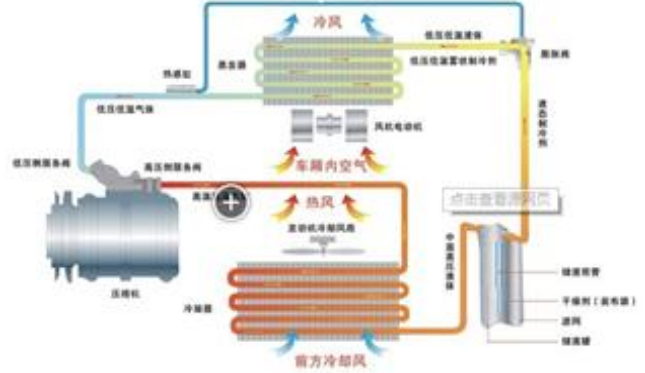
大众、一汽轿车和长城汽车，在长春建有生产基地，由长春生产运输到上海。南北大众除了采用富奥法雷奥空调外还包括天津电装、伟世通和贝尔，而一汽丰田采用的全部是电装的空调。2013年环境系统，合并报表中，实现营业收入1.41亿元，毛利0.22亿元，综合毛利率15.55%。

图 4: 汽车底盘系统



数据来源: 公开资料, 西南证券

图 5: 汽车环境系统



数据来源: 公开资料, 西南证券

**转向及安全系统:** 主要产品包括动力转向器、传动轴、方向盘等。生产转向器主要子公司一汽光洋转向装置有限公司，2013年营业收入7亿元，净利润0.33亿元。主要配套是一汽大众捷达平台下的车型。转向助力安装在转向器还是转向柱上，并未形成统一，两者均处于推进当中，目前行业内有一种趋势是：排量大的侧重于转向器上，排量小的在转向柱上。从成本角度考虑：转向器上需要成本更多，需要两个电机，转向柱上集成比较高，附加值高。2013年公司的合并报表中，转向及安全系统实现营业收入0.68亿元，毛利0.11亿元，综合毛利率17.37%。

图 6: 汽车转向系统



数据来源: 公开资料, 西南证券

图 7: 汽车安全系统



数据来源: 公开资料, 西南证券

## 二、一汽大众产能扩张带来的业绩增长

成都工厂和佛山一期投产, 青岛、天津建立华东、华北两个新的生产基地, 一汽大众产能迅速扩张。当前一汽大众产能布局: 长春工厂 90 万辆产能、成都工厂 54 万辆产能, 目前员工数量为 7,300 人, 佛山一期已有 30 万辆产能, 在建二期工厂 30 万辆产能。其中长春工厂已经处于满产状态, 成都工厂 2013 年产量为 48 万辆, 预计 2014 年生产 55-60 万辆之间, 我们预计佛山工厂今年产量为 30 万辆。

7 月 7 日, 中国第一汽车股份有限公司同大众在北京签署《关于建立一汽-大众新生产基地联合声明》, 一汽-大众将分别在青岛、天津建立华东、华北两个新的生产基地, 新工厂的投资额为 20 亿欧元。大众方面表示, 青岛生产基地将率先投建, 预计 2017 年至 2018 年投入运行, 主要投产 A 级车和 SUV 车型; 而天津生产基地产品还在筹划中。目前中国车市中, A 级车和 SUV 细分市场高速增长, 大众看好中国市场前景, 并具有针对性进行扩产。

一汽大众青岛、天津新的生产基地达产后, 后续产能有望持续扩张, 推进大众 2018 年在中国产能预计达到 400 万辆/年的计划。

表 2: 大众在中国的产能布局及预测

大众在华产能(万辆)		2013 年	2015 年(预计)	2018 年(预计)	2018 年前后(预计)
一汽大众	长春	66	90	90	90
	成都	45	45	60	60
	佛山	5	30	60	60
	青岛				30
	天津				30
	<b>合计</b>	<b>116</b>	<b>165</b>	<b>180</b>	<b>270</b>
上海大众	安亭	80	80	80	80
	南京	30	30	30	30
	仪征	10	30	30	30
	宁波	10	30	30	30
	乌鲁木齐	5	5	5	30
	长沙		5	30	60
	<b>合计</b>	<b>135</b>	<b>180</b>	<b>205</b>	<b>270</b>
	<b>总计</b>	<b>251</b>	<b>345</b>	<b>385</b>	<b>540</b>

数据来源: 盖世汽车, 西南证券

图 8: 一汽大众产能扩张迅速, 布局逐步完善



数据来源: 公开资料, 西南证券

表 3: 2014 年一汽-大众上市新车

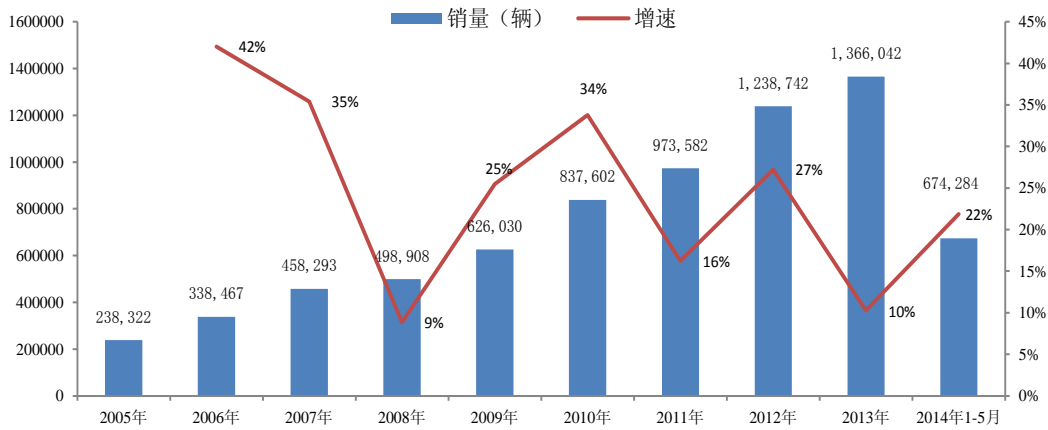
品牌	级别	车型	原产地/基地
大众	A 级性能车	高尔夫 7 GTI	佛山
	A 级车	高尔夫 7 蓝驱版	佛山
		宝来运动版	长春
		全新捷达运动版	成都
奥迪	A 级车	国产 A3 两厢/三厢	佛山
	A 级性能车	S3	海外
	紧凑型 SUV	Q3 1.4T 版本	佛山
	C 级性能车	RS7	海外
	D 级性能车	全新 S8	海外
	D 级混动车	全新 A8L hybrid	海外

数据来源: 公开资料, 西南证券

一汽大众(含一汽大众奥迪)今年产销预计 170 万辆。2014 年 1-5 月, 一汽大众共销售 67.4 万辆, 同比增长 22%, 大幅超过同期汽车行业整体增速 9%和乘用车销量的 11.1%。新车密集投放是一汽大众产销持续高增长的保障, 2014 年一汽大众共投放 10 余款新车, 且多为热销车型。产销大幅增长, 保证了对零部件供应商的需求。



图 9: 一汽大众 (不含一汽大众奥迪) 销量快速增长 (单位: 辆)



数据来源: 中国汽车工业协会, 西南证券

### (一) 一汽大众成都工厂全面投产, 生产速腾和新捷达

2013年1月全面建成投产, 生产车型速腾和新捷达(2014年1-5月速腾共销售129,253辆, 月均2.59万辆; 捷达共销售128,053辆, 月均2.56万辆)。产能54万辆, 2013年产量为48万辆, 2014年预计产量将超过54万辆, 接近60万辆, 产能利用率超过100%。富奥股份作为一汽大众重要的零部件配套商, 在成都工厂已建有富奥工业园, 相关合资公司及业务中克虏伯富奥转向柱、东机工减震器、大众一汽平台、天合富奥汽车安全、一汽-法雷奥汽车空调、泵业分公司都已经在成都建厂配套生产。

图 10: 一汽大众速腾



数据来源: 汽车之家, 西南证券

图 11: 一汽大众新捷达



数据来源: 汽车之家, 西南证券

### (二) 一汽大众佛山工厂一期 30 万产能建成, 二期 30 万启动

一汽大众佛山工厂是一汽大众国内第4个工厂, 全球第一个完全满足“MQB平台”生产的工厂, 共享同样规格的发动机、变速箱及空调等总成。一期30万产能已经建成, 二期30万产能今年5月开建, 二期建设周期36个月, 生产奥迪A3(两厢、三厢)、高尔夫A7等车型, 两款车均为上量车型。2014年1-5月高尔夫共销售76,330辆, 月均1.53万辆;

2014 款奥迪 A3 今年 3 月上市, 5 月份销售 2354 万辆, 处于上量爬坡阶段。大众一汽平台佛山工厂去年年底投产, 其他多家公司已积极布局配套生产。

图 12: 一汽大众奥迪 A3



数据来源: 易车网, 西南证券

图 13: 一汽大众高尔夫 A7



数据来源: 易车网, 西南证券

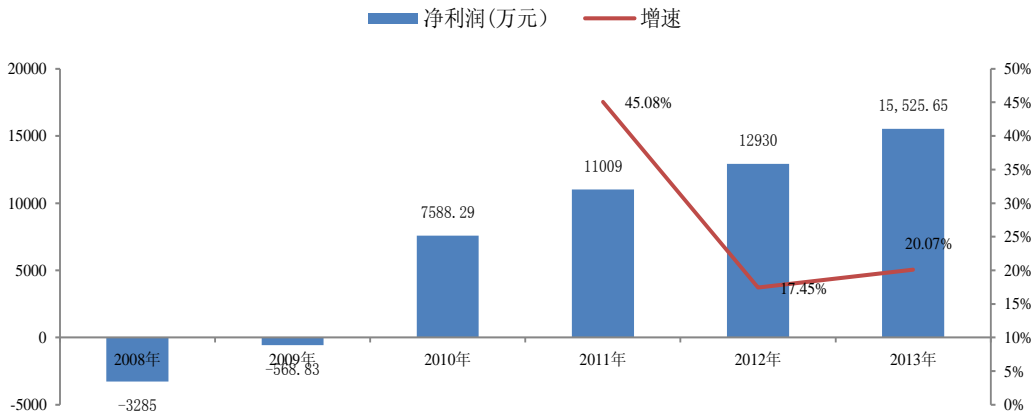
### 三、公司有望依托一汽大众, 实现稳定增长

公司现已经和多家国外零部件巨头开展合资合作, 与法雷奥、伟世通、采埃孚、电装、天合、克虏伯、石川岛等建立了合资企业。业务涉足汽车空调、转向系统、悬架系统、平台零部件和涡轮增压器等多个领域。合资公司的主要客户为一汽大众、一汽轿车、一汽丰田、一汽夏利等整车企业。2013 年公司参股的 17 家合资公司投资收益为 4.38 亿元, 占公司净利润的 74%。

#### (一) 涡轮增压成发展趋势, 富奥石川岛业务有望快速增长

2013 年国内涡轮增压器总销量约 500-600 万只, 按照 1200 元/只的均价粗略估计, 市场规模约 70 亿元。我们预计 2014 年国内涡轮增压器市场需求或超 700 万只, 近 100 亿元市场规模, 我们预计国内涡轮增压器需求将迎来快速增长期, 我们预计年复合增速有望达到 15%-20%, 而乘用车涡轮增压器增速将更高。

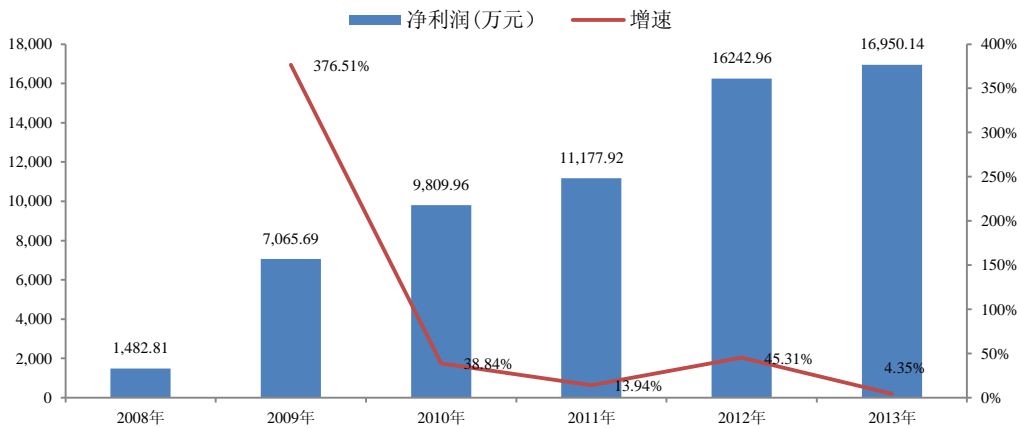
富奥石川岛主要生产涡轮增压器, 2013 年营业收入 14.1 亿元, 净利润 1.55 亿元, 产能已超 30 万套, 依托日本株式会社 IHI 增压器技术 (全球四大涡轮增压器生产企业, 其车辆增压器供应全世界包括丰田、奔驰、大众-奥迪在内的 30 多个整车厂家), 逐步打开中国市场, 当前配套包括一汽大众、上海大众、长城汽车等。随着近年来国内乘用车涡轮增压器的装配比的快速提升, 富奥石川岛净利润有望维持高速增长。

**图 14: 富奥石川岛增压器净利润及增速**


数据来源: 公司公告, 西南证券

## (二) 受益于大众销量上升, 大众一汽平台业绩稳定增长

大众一汽平台公司主要产品有: 轿车前轴模块、后轴模块、左/右前悬架模块、制动器踏板总成、离合器踏板总成等, 包括悬挂、制动、转向系统、前桥和后桥等汽车关键底盘零部件。公司引进德国大众公司的产品技术, 建设有长春、成都和佛山生产基地, 主要为一汽大众和上海大众供货。尽管建设费用抵消部分投资收益, 但随着一汽大众新基地产能的逐步释放, 一汽大众平台净利润有望维持高速增长。

**图 15: 大众一汽平台公司净利润及增速**


数据来源: 公司公告, 西南证券

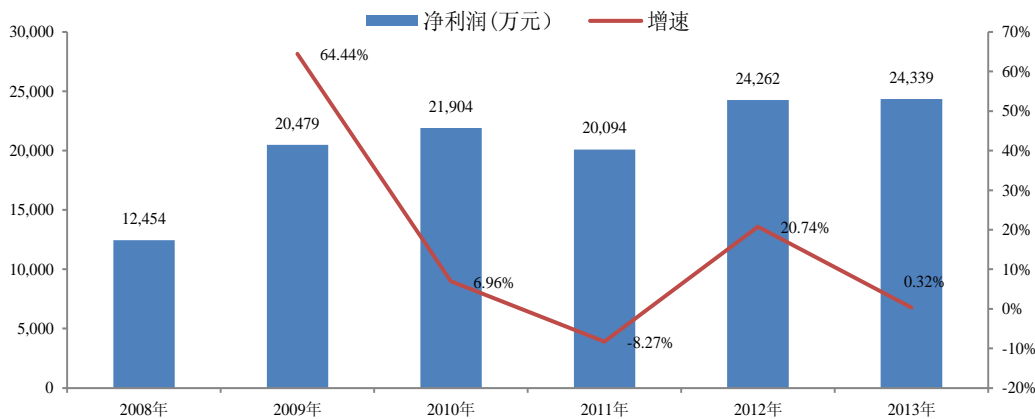
### （三）富奥天合安全配套稳定，逐步打入高端车市场

天合富奥汽车安全系统（长春）有限公司是由美国天合汽车（TRW）公司和一汽富奥汽车零部件股份有限公司于 1995 年 10 月合资兴建的中外合资企业，总投资为 31416 万元，中美双方投资比例分别为：美国天合 60%、富奥 40%。

公司主要生产底盘系统和安全系统两大系列产品，其中底盘系统产品包括转向节总成、前桥装配、后轴装配、车轮前轮毂/后轮毂轴、车轮支架、手制动器总成、制动盘、控制臂、方向盘、安全气囊和安全带等产品，安全系统产品包括方向盘、安全气囊等产品。

公司具有年产 200 万辆汽车底盘和制动系统总成、250 万套方向盘和 230 万套安全气囊的生产能力，主要配套市场包括一汽大众、一汽轿车、上海大众、华晨宝马、奇瑞汽车等。

图 16：富奥天合安全公司净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券

## 四、盈利预测与投资建议

富奥股份前身为一汽集团的全资子公司，主要客户包括一汽大众、一汽解放、一汽轿车等整车企业，公司的利润来源主要是参股子公司配套一汽大众、一汽丰田等投资收益。在一汽大众成都工厂（54 万辆产能）和佛山工厂（一期 30 万投产，二期 30 万启动）的产能释放，公司大众一汽平台、富奥石川岛等子公司业绩带动下，有望实现营业利润和投资收益的稳定增长。我们针对公司的主要盈利预测和假设，如下：

假设 1：公司主营业务收入主要是环境系统、制动和传动系统、底盘系统、转向及安全系统、电子电器系统、发动机附件系统等六大系列产品，下游客户包括一汽大众、一汽轿车、一汽解放，考虑到一汽大众产销增速远高于行业平均，我们假设 2014-2016 年，营业收入增速维持 8%。

假设 2：随着公司在成都和佛山工厂投建，新工厂生产工艺和生产规模的改善。钢材等原材料价格继续低位徘徊，我们认为公司产品毛利率有望小幅提高，假设 2014-2016 年分别为：18.5%、18.8%、19%。

假设 3：公司的主要利润来源是对联营和合营企业的投资收益（2013 年为 4.38 亿元，

占净利润的 74%)，而参股子公司是和石川岛等国际汽车零部件巨头合作，产品具有较强竞争力，配套一汽大众、一汽轿车、一汽丰田等企业，客户整车销量有望超行业平均增速，我们假设 2014-2016 年投资收益增速均为 15%。

我们预计 14 年、15 年、16 年 EPS 为 0.491、0.576 元、0.664 元，对应股价 6.78 元的动态市盈率分别为 13.8 倍、11.8 倍、10.2 倍。我们看好一汽大众、一汽轿车等客户销量增大带来的公司业绩的增长，但考虑到公司近年配套建厂投资较大，并综合考虑公司当前估值，首次给予“增持”评级。

## 五、风险提示

### （一）宏观经济不景气风险

汽车行业属于周期性行业，行业的发展与宏观经济相关，宏观经济的恶化，对汽车销售产生较大负面影响。同时宏观经济的不景气将导致竞争环境、人力成本等方面产生波动，从而影响公司的经营。

### （二）汽车行业销量大幅下滑

公司为汽车零部件生产商，汽车市场的销量直接影响公司下游的需求空间，中国汽车市场在经历快速发展时期后进入中低速稳定发展阶段，但该阶段的市场发展仍存在较大的不确定性，在行业不景气的情况下，公司下游一汽大众、一汽轿车等客户销量下滑导致需求下降。

### （三）原材料大幅上涨风险

公司的产品分布较广，下游的原材料包有色金属、钢铁等原材料，原材料价格的大幅上涨将提高公司产品成本，压缩公司的盈利空间，对公司盈利构成影响。

**附：财务预测表 (单位：百万元)**

利润表	2013A	2014E	2015E	2016E		2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	5227.80	5646.03	6097.71	6585.53	<b>收益率</b>				
减：营业成本	4271.34	4601.51	4951.34	5334.28	毛利率	18.30%	18.50%	18.80%	19.00%
营业税金及附加	29.42	31.77	34.31	37.06	三费/销售收入	13.97%	13.76%	13.52%	13.38%
营业费用	258.35	279.02	301.34	325.45	EBIT/销售收入	12.06%	12.82%	13.72%	14.55%
管理费用	466.73	504.07	544.40	587.95	EBITDA/销售收入	15.24%	18.40%	18.99%	19.51%
财务费用	5.45	-6.34	-21.05	-32.07	销售净利率	11.29%	12.28%	13.33%	14.25%
资产减值损失	20.39	20.39	20.39	20.39	<b>资产获利率</b>				
加：投资收益	437.58	503.21	578.69	665.49	ROE	14.31%	14.39%	14.43%	14.28%
<b>营业利润</b>	<b>613.70</b>	<b>718.81</b>	<b>845.67</b>	<b>977.97</b>	ROA	8.96%	12.22%	10.04%	12.25%
加：其他非经营损益	8.33	8.33	8.33	8.33	ROIC	-111.3%	15.72%	19.59%	17.99%
<b>利润总额</b>	<b>622.04</b>	<b>727.15</b>	<b>854.01</b>	<b>986.30</b>	<b>增长率</b>				
减：所得税	31.66	33.59	41.30	48.12	销售收入增长率	8.28%	8.00%	8.00%	8.00%
<b>净利润</b>	<b>590.38</b>	<b>693.56</b>	<b>812.71</b>	<b>938.18</b>	EBIT 增长率	16848%	14.84%	15.53%	14.53%
减：少数股东损益	47.37	55.65	65.21	75.28	EBITDA 增长率	21263.0%	30.41%	11.49%	10.92%
归属母公司股东净利润	543.01	637.90	747.50	862.90	净利润增长率	16103.0%	17.48%	17.18%	15.44%
					总资产增长率	520.10%	-15.76%	40.57%	-6.14%
					股东权益增长率	230462%	16.81%	16.86%	16.66%
					经营营运资本增长率	91.13%	-49.70%	128.80%	-42.18%
<b>资产负债表</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>资本结构</b>				
货币资金	342.84	1015.44	825.75	1970.39	资产负债率	39.61%	16.62%	30.93%	14.41%
应收和预付款项	2251.34	206.39	2447.78	418.59	投资资本/总资产	61.85%	68.10%	60.53%	61.92%
存货	594.11	620.12	686.42	721.17	带息债务/总负债	14.12%	5.44%	2.08%	4.75%
其他流动资产	11.02	11.02	11.02	11.02	流动比率	1.50	5.54	2.06	6.55
长期股权投资	1935.78	2438.98	3017.67	3683.16	速动比率	1.21	3.65	1.70	5.01
投资性房地产	117.60	104.81	92.01	79.22	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
固定资产和在建工程	1458.24	1245.83	1006.41	731.99	<b>资产管理效率</b>	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
无形资产和开发支出	300.69	260.72	220.76	180.79	总资产周转率				
其他非流动资产	23.11	23.03	22.95	22.95	固定资产周转率	0.74	0.95	0.73	0.84
<b>资产总计</b>	<b>7034.71</b>	<b>5926.33</b>	<b>8330.75</b>	<b>7819.28</b>	应收账款周转率	3.78	4.80	6.38	9.25
应付和预收款项	1727.14	265.20	1856.92	407.26	存货周转率	2.58	34.86	2.77	18.77
其他负债	53.54	53.54	53.54	53.54					
<b>负债合计</b>	<b>666.11</b>	<b>666.11</b>	<b>666.11</b>	<b>666.11</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
资本公积	2786.78	984.84	2576.56	1126.90	EBIT	630.42	723.98	836.38	957.93
留存收益	1298.70	1298.70	1298.70	1298.70	EBITDA	796.62	1038.84	1158.24	1284.72
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>504.31</b>	<b>504.31</b>	<b>504.31</b>	<b>504.31</b>	NOPLAT	590.42	683.78	790.64	906.98
少数股东权益	1992.06	2629.97	3377.46	4240.36	净利润	543.01	637.90	747.50	862.90
<b>股东权益合计</b>	<b>3795.06</b>	<b>4432.97</b>	<b>5180.46</b>	<b>6043.36</b>	EPS	0.418	0.491	0.576	0.664
负债和股东权益合计	452.87	508.52	573.73	649.01	BPS	2.922	3.413	3.989	4.653
					PE	14.76	12.56	10.72	9.29
					PEG	0.88	N/A	N/A	N/A
					PB	2.11	1.81	1.55	1.33
					PS	1.53	1.42	1.31	1.22
<b>现金流量表</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>					
经营性现金净流量	-77.84	1072.35	-164.40	1129.18					
投资性现金净流量	-18.84	-62.92	-42.92	-12.92					
筹资性现金净流量	-172.63	-336.83	17.63	28.37					
<b>现金流量净额</b>	<b>-271.24</b>	<b>672.60</b>	<b>-189.69</b>	<b>1144.64</b>					

数据来源：西南证券

## 独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

## 西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 西南证券研究发展中心

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼  
邮编：400023  
电话：(023) 63725713  
网站：www.swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层  
邮编：100033  
电话：(010) 57631234  
邮箱：research@swsc.com.cn