

未来易拉罐制罐设备龙头

买入 首次

目标价格：暂无

投资要点：

- 公司主要环节设备均已突破
- 下游拓展瞄准智能制造和机器人自动化领域
- 首次给予买入评级

报告摘要：

- 啤酒两片罐的市占率逐步提高。金属包装是包装行业中增速最快的子行业，多年来增速均在两位数以上，同时啤酒两片罐是金属包装中未来被寄予期望最高的。2011年，中国的啤酒罐化率为8%，远低于美国的57%。随着消费升级及环保要求提高，玻璃瓶的成本优势将逐渐下降，啤酒包装的金属罐替代玻璃趋势将加速。预计2018年啤酒的罐化率将从2013年的约8%提升到30%。
- 金星的订单应该在2015年确认收入，公司主要环节的设备均已突破。2013年3月12日，斯莱克与河南金星啤酒集团投资有限公司签订了总价为1600万美元（不含税）易拉罐生产设备销售合同。截止目前公司与金星的订单仍未交付，主要原因是金星方面投资进度、土地方面等问题造成的，预计2015年此订单将大概率交付。公司在制罐主要的冲压、拉杯、彩印（外购）、缩颈四个环节设备上均可实现交付，已经可以实现整条生产线的生产制造。
- 下游拓展瞄准智能制造和机器人自动化领域。公司在精密连续级进模、高速同步运动机构、高速精密冲压设备、高速在线光电检测、材料成形等方面有多项关键技术，预计公司未来向广义智能制造和机器人自动化等领域拓展的概率较大，并同时瞄准国内和国外市场，运用多种手段进行下游行业的拓展。
- 盈利预测与估值。预计公司2014、2015年EPS分别为1.8元、2.37元，给予公司买入的投资评级。

主要经营指标	2012	2013	2014	2015	2016
营业收入(百万)	251	322	307	400	447
增长率(%)	44.4%	28.4%	-4.7%	30.3%	11.7%
归母净利润(百万)	89	96	96	126	140
增长率(%)	45.7%	8.7%	-0.7%	31.6%	10.8%
每股收益	1.93	2.10	1.80	2.37	2.62
市盈率	30.3	28.6	33.3	25.3	22.9

机械研究组

分析师：

李强(S1180514080002)

电话：010-88085610

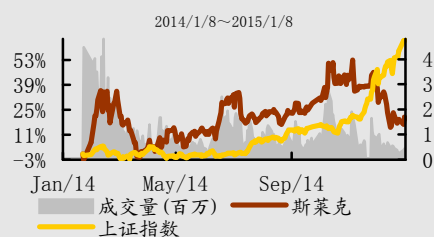
Email: liqiang1@hysec.com

曲伟(S1180514120001)

电话：010-88013558

Email: quwei@hysec.com

市场表现



相关研究

《业绩快报符合预期，15年转型可期——李强、曲伟》

2015/1/6

《外延扩张迈出实质一步——李强、曲伟》

2015/1/5

《被低估的压缩机龙头——李强、曲伟》

2014/12/25

《治霾第一股，一年目标市值300亿——李强、曲伟》

2014/12/24

《定增+员工持股，向上趋势确定——李强、曲伟》

2014/12/23

《游艇金融迈出关键一步——李强、曲伟》

2014/12/23

《由制造商向产业服务商转型——李强、曲伟》

2014/12/8

目录

一、公司概况	4
二、公司主营业务介绍	5
三、行业分析	7
四、行业竞争情况	9
五、公司技术优势	10
六、公司是次新股中质地优良的公司	10
七、募集资金用途	11
八、盈利预测与估值	12

插图

图 1: 斯莱克股权结构图.....	4
图 2: 典型易拉盖生产设备.....	5
图 3: 组合盖生产设备.....	6
图 4: 基础盖生产设备.....	6
图 5: 系统改造业务.....	6
图 6: 零部件业务.....	7
图 7: 公司在产业链环节所处位置.....	7
图 8: 金属包装容器制造收入及增长情况.....	8
图 9: 啤酒历年产量及增速.....	9
图 10: 啤酒月度产量.....	9
图 11: 啤酒易拉罐罐装率趋势图.....	9
图 12: 公司与竞争对手后的对比.....	9
图 13: 公司募集资金投向.....	11
图 14: 公司募集资金实施进展.....	12

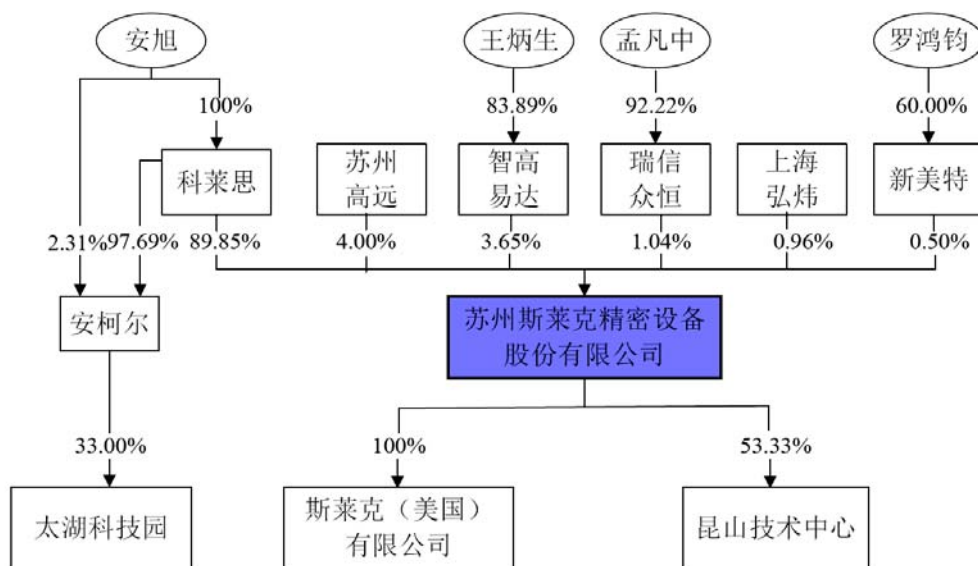
表格

表 1: 次新股财务指标对比.....	4
表 2: 次新股财务指标对比.....	11
表 3: 公司募集资金预计进展情况.....	12
表 4: 公司收入假设预测表.....	13

一、公司概况

斯莱克主要从事高速易拉盖生产设备的研发、设计、生产、装配调试及相关精密模具、零部件的研发、加工制造，主要产品包括易拉盖高速生产成套设备、易拉盖生产设备系统改造、相关精密模具、零备件等。2013 年公司金星啤酒做易拉罐成套设备，开启了公司易拉罐成套的生产新纪元，未来易拉罐设备将成为公司重要的组成部分。另外公司有意向广义自动化制造方向进军，预计未来进入方式将采取多样化策略，内生和外延并举。

图 1：斯莱克股权结构图



资料来源：宏源证券、招股书

2013 年公司收入 3.22 亿元，净利润 0.96 亿元；YOY 分别为 28%、8.7%；预计公司 2014 年在未交付金星啤酒订单的背景下，收入净利润下滑幅度在 10%以内。

表 1：次新股财务指标对比

	2013	2012	2011	2010	2009
营业收入	32,198.13	25,075.20	17,359.99	8,709.91	7,714.12
YOY	28.41%	44.44%	99.31%	12.91%	
高速易拉盖生产设备	25,951.55	21,212.03	14,841.58	6,200.45	5,515.98
系统改造	2,946.82	1,335.14	1,159.36	1,270.24	942.26
零备件及其他	3,299.75	2,528.03	1,359.06	1,239.22	1,255.88
毛利率(%)	46.14	50.47	51.85	59.98	48.91
高速易拉盖生产设备	45.13	49.47	50.33	58.86	48.27
系统改造	50.17	59.44	69.22	73.81	61.95

零备件及其他

50.42

54.09

53.66

51.39

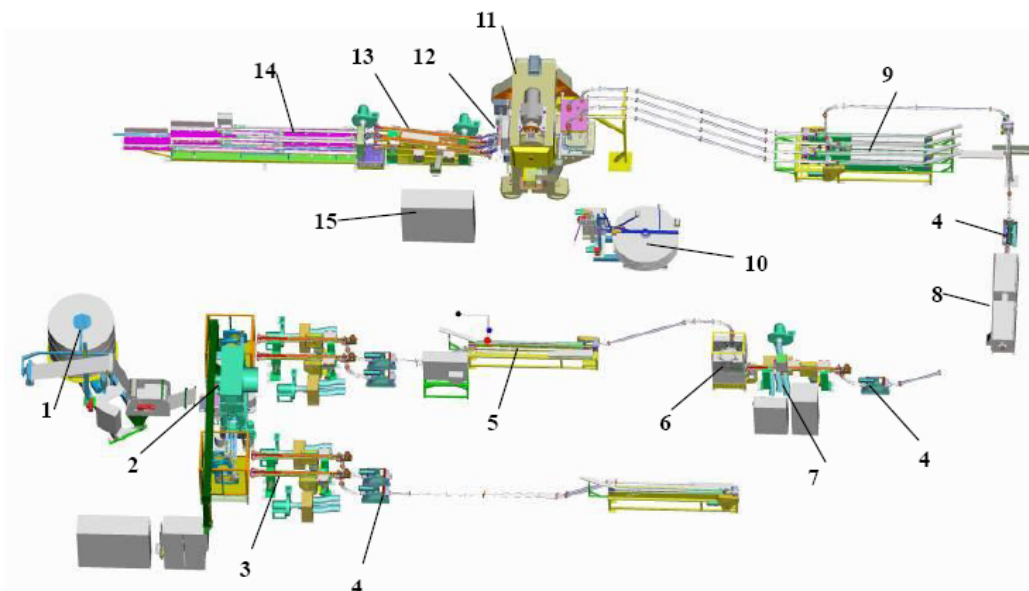
41.91

二、公司主营业务介绍

公司三块业务分别为：高速易拉盖生产设备、系统改造、零备件及其他，其中最主要的就是高速易拉盖生产设备，占主营收入的 80%以上，而且从 2010 年开始快速增长，主要得益于近几年易拉盖行业投资的快速增加，经过三四年大规模投入，预计未来行业投资增速将有所放缓，同时公司预计易拉盖生产设备板块收入也将有所放缓，预计 2015 年将有个位数的下滑。

公司整线生产设备在 1880-4348 万元之间；组合盖生产设备在 323-1372 万之间，其中多数组合盖设备价格区间在 600-1000 万，基础盖生产 06 设备在 286-872 万之间，系统改造价格一般在 300 万元以下，零备件单价从几元的垫片到上万元的刻刀线，差异很大。

图 2：典型易拉盖生产设备



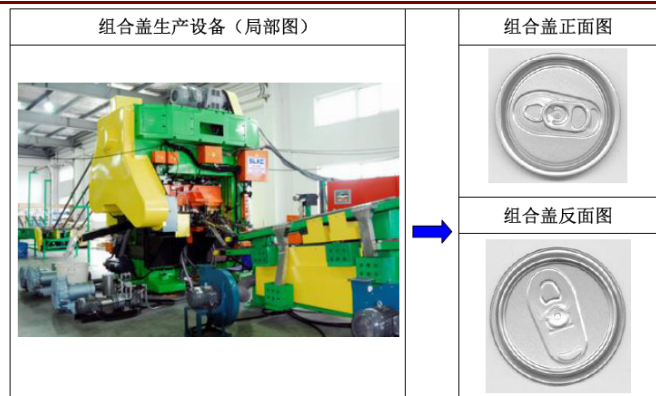
上述组成部分为：1、基础盖解卷机；2、基础盖冲压系统；3、平皮带输送系统；4、推盖器；5、注胶前人工转换台；6、注胶机；7、在线图像检测系统；8、烘干机；9、注胶后人工转换台；10、拉环带料解卷机；11、成品盖组合冲压系统；12、在线漏光监测系统；13、组合冲后平皮带输送系统；14、成品盖打包机；15、电气控制柜。其中 1、2、3、4、5、6、7、8 组成基础盖生产设备系统，4、9、10、11、12、13、14、15 组成组合盖生产设备系统。

资料来源：宏源证券、招股书

公司主导产品易拉盖高速生产设备填补了国内空白，技术达到国际先进水平，是行业内可提供易拉盖高速生产技术全面解决方案和最完整易拉盖生产线的设备制造商。该类设备具有精度高、材料省、产能大三大特征，解决了我国易拉盖行业长期以来依赖进口设备的问题。公司产品性价比优势明显，国内新增市场占据主导地位。高速制盖设备特别是组合盖设备有较高的技术和市场壁垒，经过多年的行业整合，基本形成了 STOLLE、DRT、STI 三家美国公司以及斯莱克的垄断竞争格局。目前，斯莱克产品性能已经达到国际先进水平，在国内外具备明显性价比

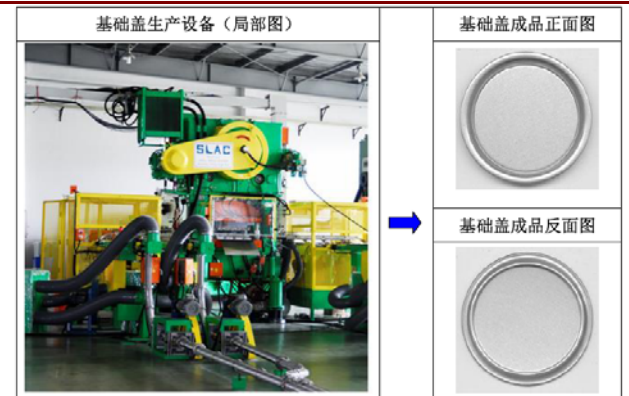
优势。同时，在国内制盖厂和制罐厂一般有长期合作关系。目前公司占据国内新增制盖市场份额约 70% 左右，已成为行业领导者。近几年，斯莱克占据了国内增量市场的大部分。从设备存量上看，目前以 STOLLE 为代表的国外设备仍占据大部分市场份额，但比例在逐步下降。以可口可乐、百事可乐为代表的老牌国际饮料品牌，大部分使用在公司成立前购买的 STOLLE 或 DRT 的设备来进行生产。而部分凉茶饮料、八宝粥以及旺仔牛奶、椰树椰汁等新兴国内品牌，则大部分用斯莱克的设备来生产。

图 3：组合盖生产设备



资料来源：宏源证券

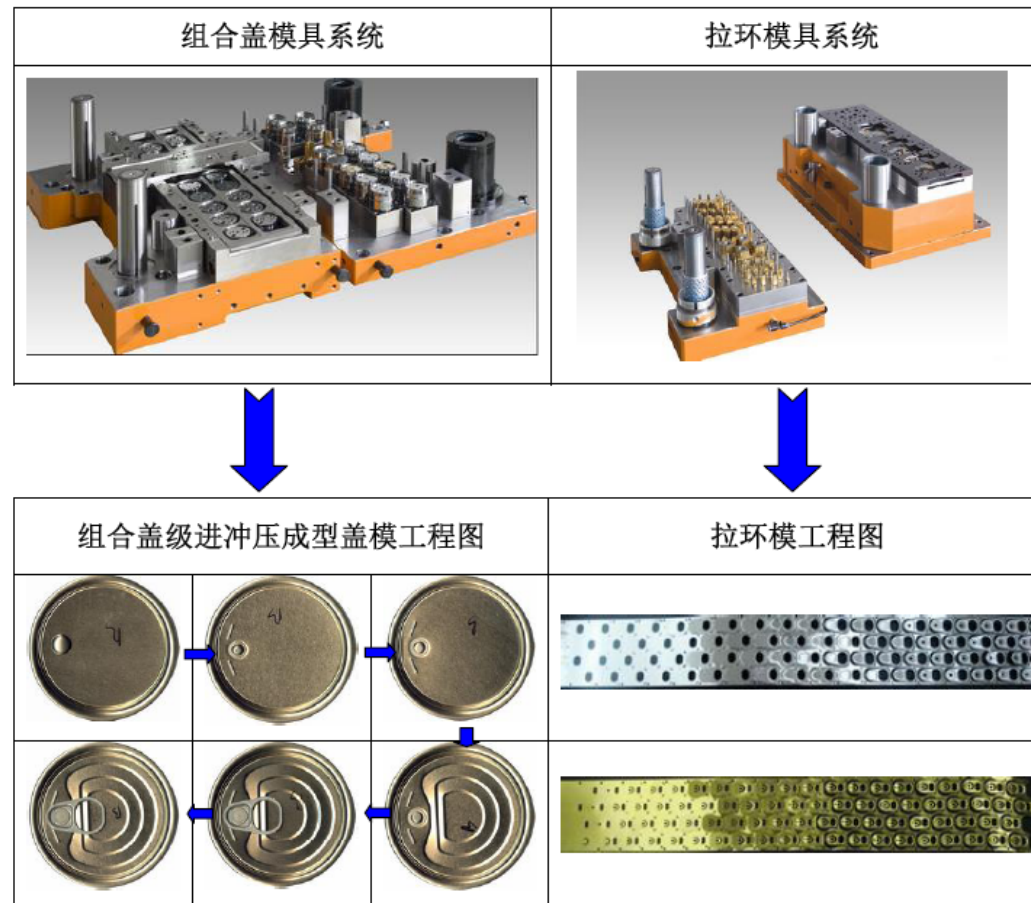
图 4：基础盖生产设备



资料来源：宏源证券

在易拉盖生产设备的基础上公司同时提供相关的设备系统改造服务以及零备件的相关生产，公司已经成为了相关产品的主导性供应商和服务商。

图 5：系统改造业务



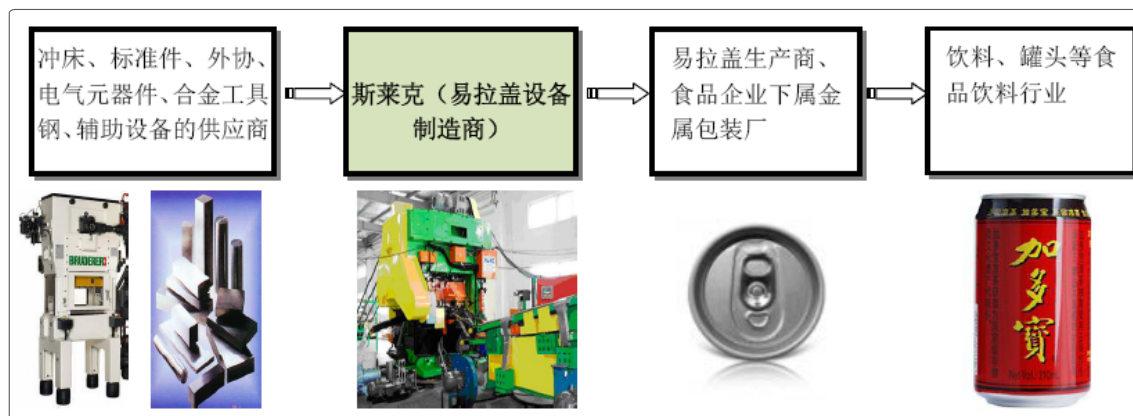
资料来源：宏源证券、招股书

图 6：零部件业务

盖模模具易损件	基本盖盖模易损件
	
刻线刀	拉环模具易损件
	

资料来源：宏源证券、招股书

图 7：公司在产业链环节所处位置



资料来源：宏源证券、招股书

三、行业分析

金属包装是中国包装工业的重要组成部分，其产值约占中国包装工业总产值的 10%，主要为食品、罐头、饮料、

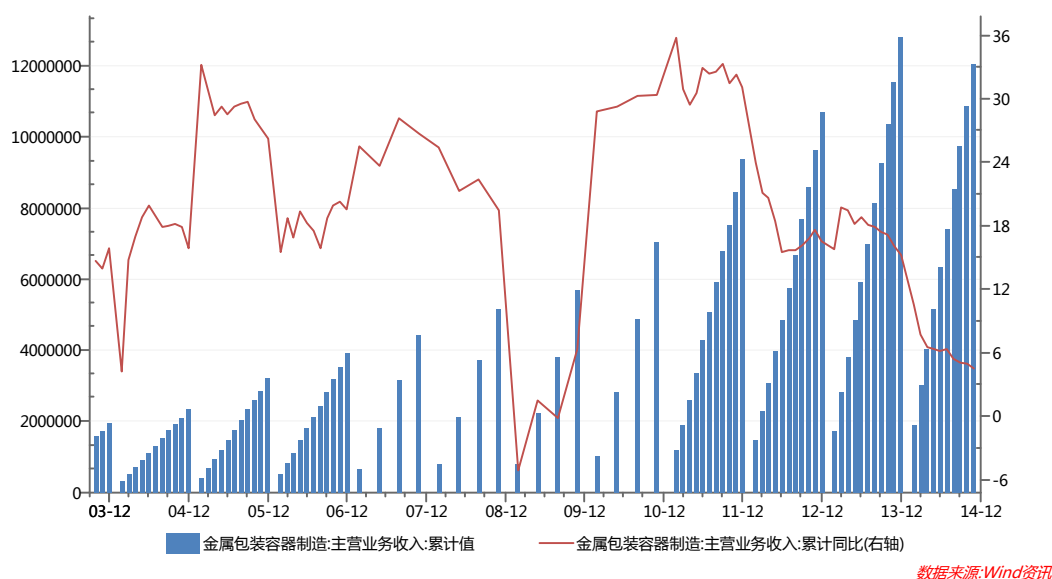
请务必阅读正文之后的免责条款部分

油脂、化工、药品、文化用品及化妆品等行业提供包装服务。

“十二五”期间，我国包装工业仍将持续快速增长，包装产业市场规模每年将超过 5000 亿元。按平均 9% 速度增长，而金属包装是包装行业中增速最快的子行业，其增速多年来维持两位数以上的增长。

2011 年，国际包装业总产值约为 5922 亿美元，其中金属包装为 1020 亿美元，占整个国际包装的 17%，人均消费为 13.6 美元。而同期，我国包装工业产值 8625 亿元人民币，其中金属包装业为 690 亿元人民币，仅占包装工业的 8%，人均消费仅为 5 美元。2012 年，我国金属包装市场再创新高达到 1140 亿元人民币。未来几年，金属包装在整个包装产业链中还有巨大发展空间。

图 8：金属包装容器制造收入及增长情况



数据来源:Wind资讯

资料来源：宏源证券

从国际角度来看，尽管经过连续 10 年的快速增长，我国人均年消费易拉罐数量仍仅为 17 罐，仅相当于美国（380 罐）的 1/22，仍然存在强劲的增长动力。金属包装市场增长的另一强大驱动力来自于啤酒行业。

2011 年，我国啤酒产量达 4898.9 万千升/年，同比增长 10.7%；利润水平、税金增长都在 10% 以上。2011 年，啤酒易拉罐约占啤酒总量的 5%，为 240 万千升，近 50 亿只罐。而美国、英国、巴西的啤酒罐化率分别达到 52%、49%、38%，啤酒易拉罐的市场空间巨大。

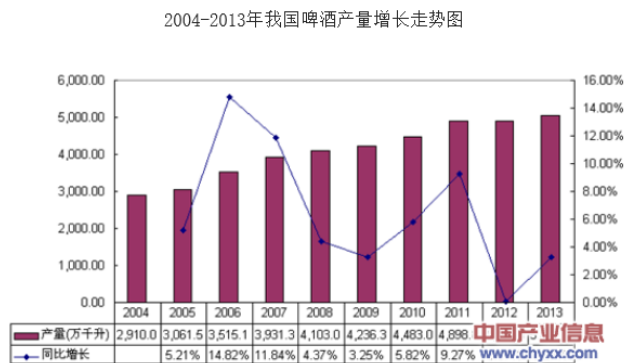
目前啤酒行业内各企业普遍调整产品结构，尤其都在玻璃瓶包装份额上做减法，易拉罐罐装上做加法。玻璃瓶的逆向物流成本和损耗太大，且容易产生质量隐患等；而易拉罐装运输成本低，安全系数高，市场增长较快。据相关统计数据显示，近年来国内罐装啤酒市场增速维持在 10%~15% 之间，远高于啤酒行业整体约 5% 的增速。易拉罐啤酒未来将有望成为啤酒消费市场的主流产品。

以珠江啤酒为例，珠江啤酒的湛江易拉罐啤酒灌装线目前已正式投产出酒，该项目达产后可新增易拉罐啤酒年产能 5 万千升，将满足湛江、茂名等粤西地区及海南省市场的易拉罐啤酒消费需求。此外，珠江啤酒今年还在广西珠江啤酒有限公司、梅州珠江啤酒有限公司分别投资新增一条易拉罐啤酒罐装线。粤西市场的易拉罐啤酒已占啤酒市场总容量的 30%，海南市场更是超过 40%，预计五年后易拉罐啤酒占比将会增加 5~10 个百分点。

未来啤酒行业易拉罐罐装比例将持续提高，预计 2014 年啤酒易拉罐罐装比例应该在 10~20% 之间，仍然有 1-2 倍的提升空间，未来国内啤酒易拉罐生产投资依然将维持较高的增长速度，斯莱克作为国内易拉罐、易拉盖的主要生产厂商将充分受益于这一进程，公司 2013 年接到金星啤酒易拉罐生产线的订单，2014 年末交货，预计 2015

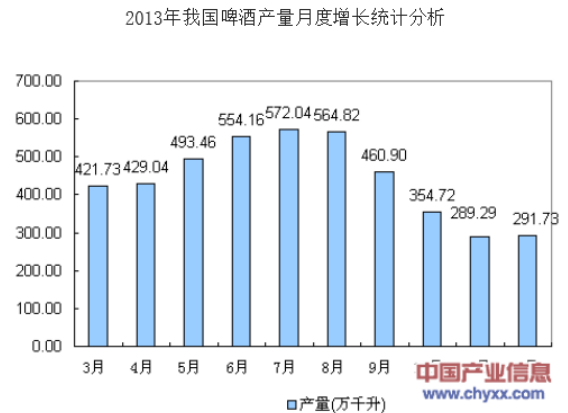
年将此订单的大部分交货，将给公司的增长带来全新的业务和增长速度。

图 9：啤酒历年产量及增速



资料来源：宏源证券、中国产业信息网

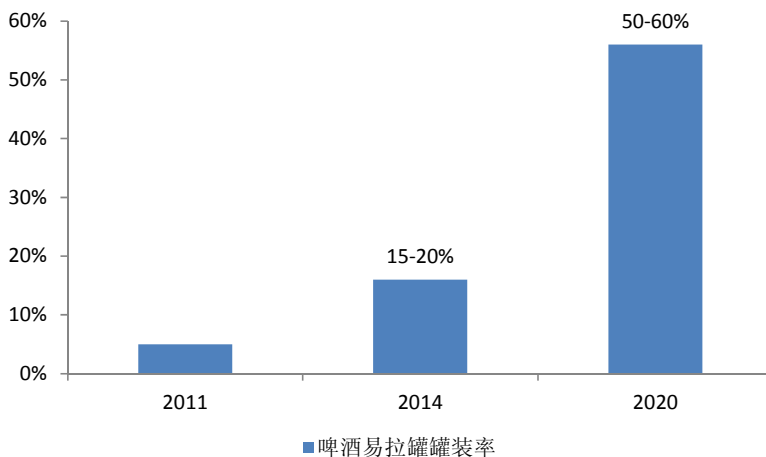
图 10：啤酒月度产量



资料来源：宏源证券、中国产业信息网

未来啤酒产量增长将趋于放缓，增长的空间预计不大，啤酒易拉罐罐装率的提高是促进易拉罐生产线投资的主要驱动力。

图 11：啤酒易拉罐罐装率趋势图



资料来源：宏源证券

另外，两片罐对于三片罐的替代也是未来的趋势，两片罐与三片罐相比具有如下优点。如罐身无缝、罐身与罐底无卷边封接，故密封性好，且节省了原材料；罐身可进行全面积装潢印刷；制罐程序简单，效率高等。但同时两片罐对制罐材料的性能要求高，设备投资都较大，制罐技术、设备与模具精度要求也较高等。

四、行业竞争情况

虽然由于公司历史较短，研发时间和验证时间还不长，但是整体上来看公司产品技术指标与 STOLLE 差异并不显著，与 DRT、STI 相比则有一定的优势；另一方面，与国外竞争对手相比，公司成套设备中自制设备所占比例较大，除冲床和注胶机、烘干机等辅助设备外，其他设备均可自主设计生产。

图 12：公司与竞争对手后的对比

项目	斯莱克	美国 STOLLE	美国 DRT	美国 STI
产品范围	制盖整线	制盖整线	组合盖系统	组合盖系统
是否柔性送进	是	是	是	无
应用图像检测	系统自带	外配	外配	外配
应用微漏光检测	系统自带	系统自带	外配	无
刻线深度及形状检测	激光式	光学式	无	无
最多通道数（组合盖）	4	4	4	4
组合盖每分钟最高产量	3,000	3,000	2,800	2,400
管路系统	系统自带	外配	外配	外配
解卷机	系统自带	外配	外配	外配

资料来源：宏源证券、招股书

在易拉罐设备生产方面，公司属于新进入者，与国际巨头应存在一定的差距，但是公司在制罐主要的冲压、拉杯、彩印（外购）、缩颈四个环节设备上均可实现交付，已经可以实现整条生产线的生产制造，制罐设备（两片装）是制盖设备的 5 倍以上，制罐单线设备价格为 1.5-2 亿元，因此公司未来的发展值得期待。

五、公司技术优势

技术创新是公司立足之本，也是公司突破和持续、快速成长的关键。公司易拉盖高速生产成套设备争先在精密连续级进模、高速同步运动机构、高速精密冲压设备、高速在线光电检测、材料成型等方面具有多项关键技术。

公司另外专门提及的两项自动化方面的技术是：

第一种是漏光检测技术。易拉盖生产设备在生产过程中由于材料、工艺参数调整或模具磨损的原因会造成微漏，这在易拉盖使用中是绝对不允许的，由于设备产量大，不可能也不允许全检，该技术利用光子探测技术，在易拉盖生产线上安装在线漏光检测设备，对漏盖进行 100% 的检测，同时通过数码化控制技术将问题盖直接排出。

第二种是高速图像检测技术。在基本盖的制造过程中，由于速度很快，对于制造缺陷不可能用人工的方式进行全检，该技术主要是在生产线上安装高速图像检测技术（3000 盖/分钟），对缺陷盖进行 100% 的检测，同时将问题盖直接排出。

预计公司未来向广义智能制造和机器人自动化等领域拓展的概率较大，并同时瞄准国内和国外市场，运用多种手段进行相关行业的拓展。

六、公司是次新股中质地优良的公司

斯莱克是 2013 年 12 月新股重新发行以来的机械类公司中质地优良的公司，通过相关同行业对比中发现，公司从毛利率、净利率、ROE、期间费用率、应收账款周转率、资产负债率、存货

等方面来看，各项指标均为前列。而且从行业地位来看，公司是亚洲易拉盖、以及未来易拉罐的龙头，因此公司是次新股中质地非常优良的公司，值得重点长期关注。

表 2：次新股财务指标对比

证券代码	证券简称	净资产收益率 ROE	销售毛利率	销售净利率	销售期间费用率	资产负债率	存货周转率	应收账款周转率
300382.SZ	斯莱克	35.9750	46.1356	29.9392	9.5466	43.6016	0.7888	10.4504
300362.SZ	天保重装	10.2040	38.8235	9.1188	27.0033	74.6045	0.7293	1.8973
300370.SZ	安控科技	23.3047	46.7461	15.5326	25.8032	57.6633	1.8705	1.7062
300371.SZ	汇中股份	33.0320	58.0952	32.7750	25.1863	15.7396	1.6196	3.8583
603308.SH	应流股份	15.3501	36.0806	12.4460	21.7155	68.3740	1.4193	4.0537
603699.SH	纽威股份	41.3080	44.9761	19.3587	19.4389	55.3303	1.6357	2.7780
603169.SH	兰石重装	6.6041	25.9575	3.8574	20.2337	76.2887	1.2448	1.5991
300400.SZ	劲拓股份	18.0489	38.7238	14.2654	25.5004	33.2170	2.0453	2.7149
603011.SH	合锻股份	10.5329	28.1361	8.1930	18.4505	57.3802	1.6293	3.1417
603088.SH	宁波精达	12.2688	44.4480	16.5646	24.6251	37.3649	1.1629	4.5520
300411.SZ	金盾股份	20.6037	38.5413	16.0049	17.2698	50.7606	9.6275	1.3834

资料来源：宏源证券、wind

七、募集资金用途

公司通过上市募集资金，投资易拉盖高速生产成套设备制造及系统改造项目、易拉盖高速生产设备零备件制造项目、企业技术中心建设三个项目及用于主营业务发展所需的营运资金。

图 13：公司募集资金投向

单位：万元

序号	项目名称	项目资金需求合计
1	易拉盖高速生产成套设备制造及系统改造项目	14,135.71
2	易拉盖高速生产设备零备件制造项目	6,432.31
3	企业技术中心建设项目	2,542.55
合计		23,110.57

资料来源：宏源证券、招股书

易拉盖高速生产成套设备制造及系统改造项目、易拉盖高速生产设备零备件制造项目两个项目建设期均为 1.5 年，企业技术中心建设项目建设期 1 年。

表 3：公司募集资金预计进展情况

	投资额	建设期	投资回收期	预计年收益
易拉盖高速生产成套设备及系统改造项目	1.4135	1.50	4.86	1.86
易拉盖高速生产设备零备件制造项目	0.6432	1.00	4.49	0.79
企业技术中心建设项目	0.2542	1.00		
合计	2.3109			2.65

资料来源：宏源证券、招股书

图 14：公司募集资金实施进展

单位：万元

序号	项目名称	项目总投资	预计投入时间进度			
			第一年	第二年	第三年	第四年
1	易拉盖高速生产成套设备制造及系统改造项目	14,135.71	5,401.50	4,648.23	2,176.26	1,909.72
2	易拉盖高速生产设备零备件制造项目	6,432.31	3,467.37	2,509.70	189.75	265.49
3	企业技术中心建设项目	2,542.55	2,442.55	100.00		

资料来源：宏源证券、招股书

八、盈利预测与估值

收入假设：

- 1、公司易拉盖设备市场由于经过前几年的快速增长，预计 2015 年将有个位数小幅下滑；
- 2、金星啤酒的易拉罐生产线，在 2014 年未有交付，主要金星方面的原因，公司已经做好了技术和产品方面的准备，预计 2015 年金星订单将大部分交付；

3、公司系统改造和零备件业务维持一个稳定的增长速度。

表 4: 公司收入假设预测表

	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	0.8	0.9	1.7	2.5	3.2	3.07	4.00	4.47
毛利率	35.5%	44.6%	38.5%	39.4%	34.3%	46.6%	46.4%	46.5%
毛利	0.27	0.39	0.67	0.99	1.10	1.43	1.86	2.08
YOY		13%	99%	44%	28%	-4.7%	30.3%	11.7%
其中:								
高速易拉盖生产设备								
收入	0.55	0.62	1.48	2.12	2.60	2.34	2.34	2.46
毛利	0.27	0.36	0.75	1.05	1.17	1.05	1.05	1.11
毛利率(%)	49%	58%	51%	50%	45%	45%	45%	45%
YOY		12.73%	138.71%	43.24%	22.64%	-10.00%	0.00%	5.00%
系统改造								
收入	0.09	0.13	0.12	0.13	0.29	0.33	0.38	0.44
毛利	0.06	0.09	0.08	0.08	0.15	0.1725	0.198375	0.228131
毛利率(%)	67%	69%	67%	62%	52%	52%	52%	52%
YOY		44.44%	-7.69%	8.33%	123.08%	15%	15%	15%
零备件及其他								
收入	0.13	0.12	0.14	0.25	0.33	0.40	0.48	0.57
毛利	0.05	0.06	0.07	0.14	0.17	0.204	0.2448	0.29376
毛利率(%)	38%	50%	50%	56%	52%	52%	52%	52%
YOY		-7.69%	16.67%	78.57%	32.00%	20%	20%	20%
易拉罐生产线								
收入							0.8	1

毛利	0.36	0.45
毛利率(%)	45%	45%
YOY		0.25

数据来源: wind、宏源证券研究所

预计公司 2014 年收入和净利润与 2013 年基本持平, EPS1.8 元, 如果 2015 年公司与金星啤酒的订单能够交付, 则预计公司 2015 年收入和净利润将增长 30%左右, EPS 为 2.37 元, 对应 PE 为 24.71X, 考虑到公司是行业龙头, 质地优良, 给予公司买入的投资评级。

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	82	112	269	257	309	营业收入	251	322	307	400	447
应收款项	57	96	68	89	99	营业成本	124	173	164	214	239
存货净额	182	257	111	144	160	营业税金及附加	1	4	3	4	4
其他流动资产	103	39	46	60	67	销售费用	5	6	23	28	31
流动资产合计	424	505	494	550	636	管理费用	21	26	37	40	41
固定资产	49	48	59	69	78	财务费用	0	-1	3	3	3
无形资产及其他	8	8	8	8	7	投资收益	0	0	0	5	5
投资性房地产	0	1	1	1	1	资产减值及公允价值变	0	-4	-1	-1	-1
长期股权投资	-	-	-	-	-	其他收入	0	0	0	0	0
资产总计	482	562	562	628	722	营业利润	99	110	76	114	132
短期借款及交易性金融	10	49	50	50	50	营业外净收支	6	4	14	14	14
应付款项	17	14	40	46	45	利润总额	104	114	90	128	146
其他流动负债	234	181	67	84	92	所得税费用	16	18	13	19	22
流动负债合计	261	244	157	180	187	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	-	-	-	-	-	归属于母公司净利润	89	96	76	109	124
其他长期负债	2	1	35	1	1						
长期负债合计	2	1	35	1	1	现金流量表 (百万元)					
负债合计	263	245	192	181	188		2012	2013	2014E	2015E	2016E
少数股东权益	0	0	0	(0)	(0)	净利润	89	96	76	109	124
股东权益	219	317	370	447	534	资产减值准备	(0)	3	3	1	1
负债和股东权益总计	482	562	562	628	722	折旧摊销	4	4	5	8	10
						公允价值变动损失	0	4	1	1	1
						财务费用	0	(1)	3	3	3
关键财务与估值指标						营运资本变动	(45)	(105)	116	(77)	(26)
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	其它	0	(3)	(3)	(1)	(1)
每股收益	1.93	2.10	0.26	0.38	0.43	经营活动现金流	48	(1)	198	41	110
每股红利	0.03	0.01	0.08	0.11	0.13	资本开支	0	(2)	(20)	(20)	(20)
每股净资产	4.76	6.89	1.28	1.55	1.85	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROIC	44%	32%	21%	32%	31%	投资活动现金流	0	(2)	(20)	(20)	(20)
ROE	40%	30%	21%	24%	23%	权益性融资	1	0	0	0	0
毛利率	50%	46%	47%	46%	46%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBIT Margin	40%	35%	26%	28%	29%	支付股利、利息	(1)	(0)	(23)	(33)	(37)
EBITDA Margin	41%	36%	28%	30%	32%	其它融资现金流	(27)	33	1	0	0
收入增长	44%	28%	-5%	30%	12%	融资活动现金流	(29)	33	(22)	(33)	(37)
净利润增长率	46%	9%	-21%	43%	14%	现金净变动	18	30	157	(12)	52
资产负债率	55%	44%	34%	29%	26%	货币资金的期初余额	64	82	112	269	257
息率	0.0%	0.0%	0.8%	1.2%	1.4%	货币资金的期末余额	82	112	269	257	309
P/E	#VALUE!	28.6	227.3	158.9	139.2	企业自由现金流	0	(8)	169	7	76
P/B	12.6	8.7	46.8	38.8	32.5	权益自由现金流	0	26	173	12	82
EV/EBITDA	29.3	25.8	206.2	144.5	124.0						

作者简介:

李强: 宏源证券研究所机械军工行业研究员, 南开大学经济学院硕士, 2014 年 7 月加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

公募	北京片区	李倩	010-88013561	13631508075	liqian@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@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	
机构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@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。