

和而泰 (002402)

—主业稳步增长、大数据布局深远

投资评级 推荐 评级调整 首次推荐 收盘价 20.49 元

投资要点:

※ 智能控制器行业领导者

公司是专业从事智能控制器技术研发、产品设计、软件服务、产品制造的高新技术企业,各项指标均名列国内同类企业前茅,是国内智能控制器行业具有领导地位的龙头企业,产品包括家用电器、健康与护理产品、电动工具、智能建筑、汽车电子等领域的智能控制器。公司研发了中国第一套低成本商品化网络型冰箱控制系统、第一套直流变频冰箱控制系统、第一套 DSP 直流变频洗衣机控制系统、第一套无位置传感器正弦无刷直流变频洗衣机控制系统等多项领先技术与产品合作伙伴。

※ 分享国内智能家居盛宴,发力大数据转型探索转型与更大的市场空间

家居智能化和节能环保是未来家电产业的升级方向。作为家电配套的智能控制器行业,公司作为行业领导者将分享国内智能家居盛宴;2014 年公司成立和而泰智能家居在线网络科技有线公司与云栖小溪科技有限公司,在确保智能控制器主业快速健康发展的同时,将适应移动互联网产业、万联网产业、智能家居产业的革命性发展浪潮给公司带来的发展机遇,迅速整合资源,实现战略延伸,构建以在线云服务平台和大数据平台为代表的智能家居在线管理互联网服务平台,在未来形成新的强大的运营和盈利能力。

※ 盈利预测与投资建议

我们预计,公司 2014/2015/2016 将实现营业收入 8.7/10.1/11.7 亿元,实现归属上市公司股东净利润 4600/6300/8500 万元,实现基本每股收益 0.31/0.42/0.57 元。从公司的估值来看,公司目前处于估值过高的水平,但我们认为,对于公司这样处于发展中的成长性公司来说,我们认为,高估值并不能成为我们看好公司的障碍,公司目前市值 35 亿,收入与未来广阔的市场前景相比,我们看好公司未来的成长空间,以及对公司的转型充满期待,给予公司推荐的投资评级。

发布时间: 2015 年 2 月 25 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	28.85/13.50
上证指数/深圳成指	3246.91/11718.56
50 日均成交额(百万元)	50.46
市净率(倍)	4.44
股息率	1.46%

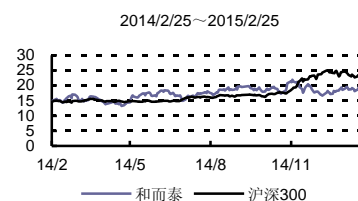
基础数据

流通股(百万股)	120.96
总股本(百万股)	166.09
流通市值(百万元)	2478.47
总市值(百万元)	3403.20
每股净资产(元)	4.62
净资产负债率	34.22%

股东信息

大股东名称	刘建伟
持股比例	25.12%
国元持仓情况	

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员: 邹翠利
 执业证书编号: S0020511030012
 电话: 021-51097188-1922
 电邮: zoucuili@gyzq.com.cn
 地址: 邮箱:

	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	751	871	1010	1172
营业收入增长率	34%	16%	16%	16%
净利润(百万元)	35	46	63	85
净利润增长率	34%	31%	38%	35%
EPS(元)	0.23	0.31	0.42	0.57
ROE	4.6%	5.9%	7.5%	9.2%
P/E	91.05	69.48	50.47	37.48
P/B	4.17	4.09	3.78	3.43
EV/EBITDA	48	44	35	28

目录

第 1 部分 公司概况	3
1.1 智能控制器行业领导者	3
1.2 智能控制器涉及下游领域众多	3
1.3 公司股权结构	4
1.4 公司上市以来的经营情况	5
第 2 部分 公司竞争优势分析	6
2.1 全球智能控制器行业市场容量大，国内厂商承接全球产能转移是趋势	6
2.2 智能家居将成为家电产业升级的方向，公司掌握智能家居核心控制器	8
2.3 联手喜临门，劲嘉股份发力大数据业务、构建智能家居生态圈	9
第 3 部分 盈利预测与投资建议	10
3.1 盈利预测	10
3.2 投资建议	11

图表目录

图 1 2013 年各智能控制器收入占比	3
图 2 2013 年各智能控制器毛利占比	3
图 3 公司股权结构	5
图 4 公司上市以来的经营情况（单位：百万元 %）	6
图 5 全球智能控制器市场结构	7
图 6 全球智能控制器市场区域分布	7
图 7 中国智能控制器市场结构	8
图 8 美的的智能家居战略	9
图 9 和而泰 PE-BAND	11
图 10 和而泰 PB-BAND	11

表 1 公司产品下游应用情况	4
表 2 盈利预测表	12

第 1 部分 公司概况

1.1 智能控制器行业领导者

公司是专业从事智能控制器技术研发、产品设计、软件服务、产品制造的高新技术企业，各项指标均名列国内同类企业前茅，是国内智能控制器行业具有领导地位的龙头企业，产品包括家用电器、健康与护理产品、电动工具、智能建筑、汽车电子等领域的智能控制器。公司研发了中国第一套低成本商品化网络型冰箱控制系统、第一套直流变频冰箱控制系统、第一套 DSP 直流变频洗衣机控制系统、第一套无位置传感器正弦无刷直流变频洗衣机控制系统等多项领先技术与产品合作伙伴。

公司的主营业务收入中，家用电器智能控制器占比达 70%，毛利润占比达 76.19%，公司在家用电器智能控制器领域的应用最高，经过多年发展，已经掌握了智能控制器核心技术，为公司其他业务的拓展奠定了坚实的基础。公司在电动工具智能控制器的收入和利润也已经形成一定的规模。

图 1 2013 年各智能控制器收入占比

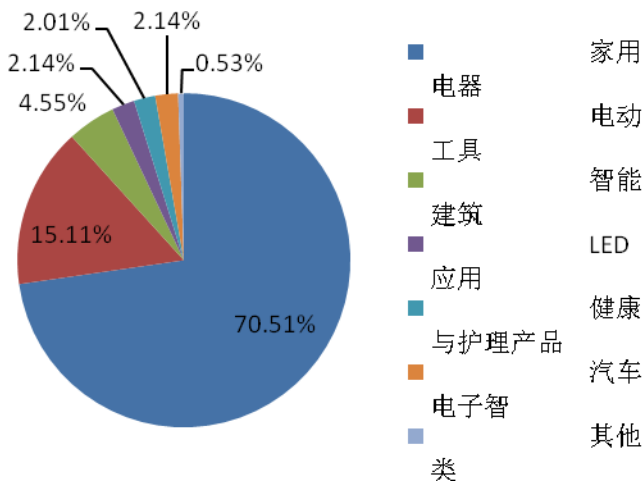
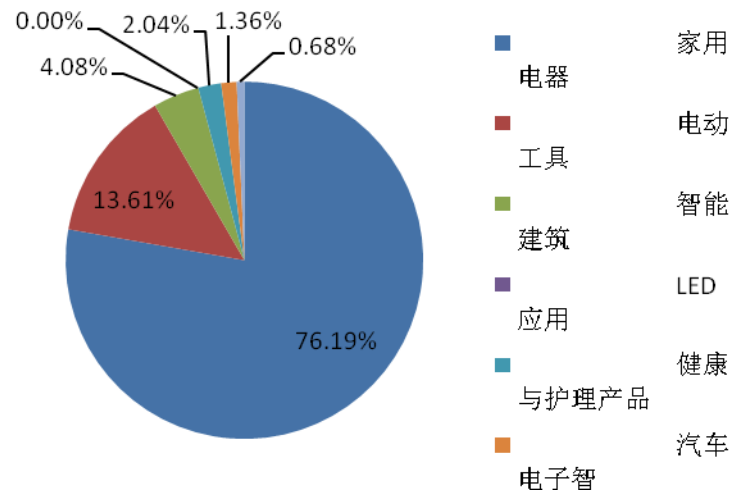


图 2 2013 年各智能控制器毛利占比



资料来源:wind、国元证券研究中心

1.2 智能控制器涉及下游领域众多

智能控制器是指在仪器、设备中为完成特定用途而设计实现的计算机控制单元，它一般是以微控制器（MCU）芯片或数字信号处理器（DSP）芯片为核心，依据不同功能要求辅以外围模拟及数字电子线路，并置入相应的计算机软件程序，经电子加工工艺制造而形成的电子部件。智能控制器属于典型的嵌入式软件产品，作为核心和关键部件内置于家电等设备中，扮演“神经中枢”及“大脑”的角色。

公司主营产品为智能控制器，智能控制器涉及的下流领域众多，公司的智能控制器占比最大的家用电器智能控制器，从大白电到小家电，基本上涉及全部家电产品，且供应商均为国外知名家电厂商，使得公司的产品品质得到了在同行中名列前茅，同时，公司积极拓展智能控制器产品的更多的应用领域，目前在健康与护理，电动工具，汽车电子、智能建筑与家居控制器领域已经开始渗透，这些领域现阶段的收入占比还比较小，除家电与电动工具外，其余的产品的收入与利润占比均在个位数，仍处于培育阶段，我们认为，公司的智能控制器在家电领域多年的经验和品质积累，将有助于公司向其他领域的拓展之路走得比同行更加准确有速，也为公司拓宽了巨大的成长空间。

表 1 公司产品下游应用情况

产品类别	终端产品	主要客户	
家用电器智能控制器	冰箱	1、ELECTROLUX DO BRASIL S.A 2、伊莱克斯（中国）电器有限公司	
	空调	1、欧威尔空调（中国）有限公司 2、中山捷讯电器有限公司	
	洗衣机	1、ELECTROLUX THAILAND CO.,LTD. 2、江门市汉宇电器有限公司	
	电磁炉	1、珠海格力电器股份有限公司中山小家电制造分公司 2、广东伊立浦电器股份有限公司	
	电饭煲	1、佛山市顺德区美的电热电器制造有限公司 2、广东伊立浦电器股份有限公司	
	干衣机	ELECTROLUX THAILAND CO.,LTD	
	电压力锅	广东伊立浦电器股份有限公司	
	加湿机	SUNBEAM INTERNATIONAL (ASIA) LTD	
	咖啡壶	1、森成企业（香港）有限公司 2、SANFAT ELECTRIC FACTORY	
	燃气灶	伊莱克斯（杭州）家用电器有限公司	
	洗碗机	INDESIT COMPANY POLSKA S.P. Z O.O.	
	健康与护理产品智能控制器	直发器	WIK FAR EAST LTD.
		电热美容护理仪器	东莞威煌电器制品有限公司
电动牙刷		1、东莞威煌电器制品有限公司 2、喜高实业（深圳）有限公司	
电动工具智能控制器	打磨机	TECHTRONIC APPLIANCES INTERNATIONAL LTD.	
	电动真空仪	SUNBEAM INTERNATIONAL (ASIA) LTD.	
	工业吸尘器	ELECTROLUX NORTH AMERICA	
	搅拌机	MAIN POWER ELECTRICAL FACTORY LTD	
	开罐器	MAIN POWER ELECTRICAL FACTORY LTD	
汽车电子智能控制器	车载冰箱	1、美国电子（深圳）有限公司 2、大冷王运输制冷有限公司	
智能建筑与家居控制器	智能照明控制器	1、西门子（山东）开关插座有限公司 2、中山市港联华凯电器制品有限公司 3、新盛世机电制品（中山）有限公司	
	阻隔式温度调节器	1、广东松下环境系统有限公司 2、广东松下环境系统有限公司北京分公司	
	顶置式空气循环装置控制器	1、广东松下环境系统有限公司 2、中山市港联华凯电器制品有限公司	
	壁挂式干手机	MEDICLINICS,S.A./BELL TAIH CORP.	
	空气清新机	JOIN-ONE INDUSTRIAL (HK)	
	安防门	PRATEL S.P.A	
其他类智能控制器	音乐盒控制器	宝钰（中国）儿童用品有限公司	

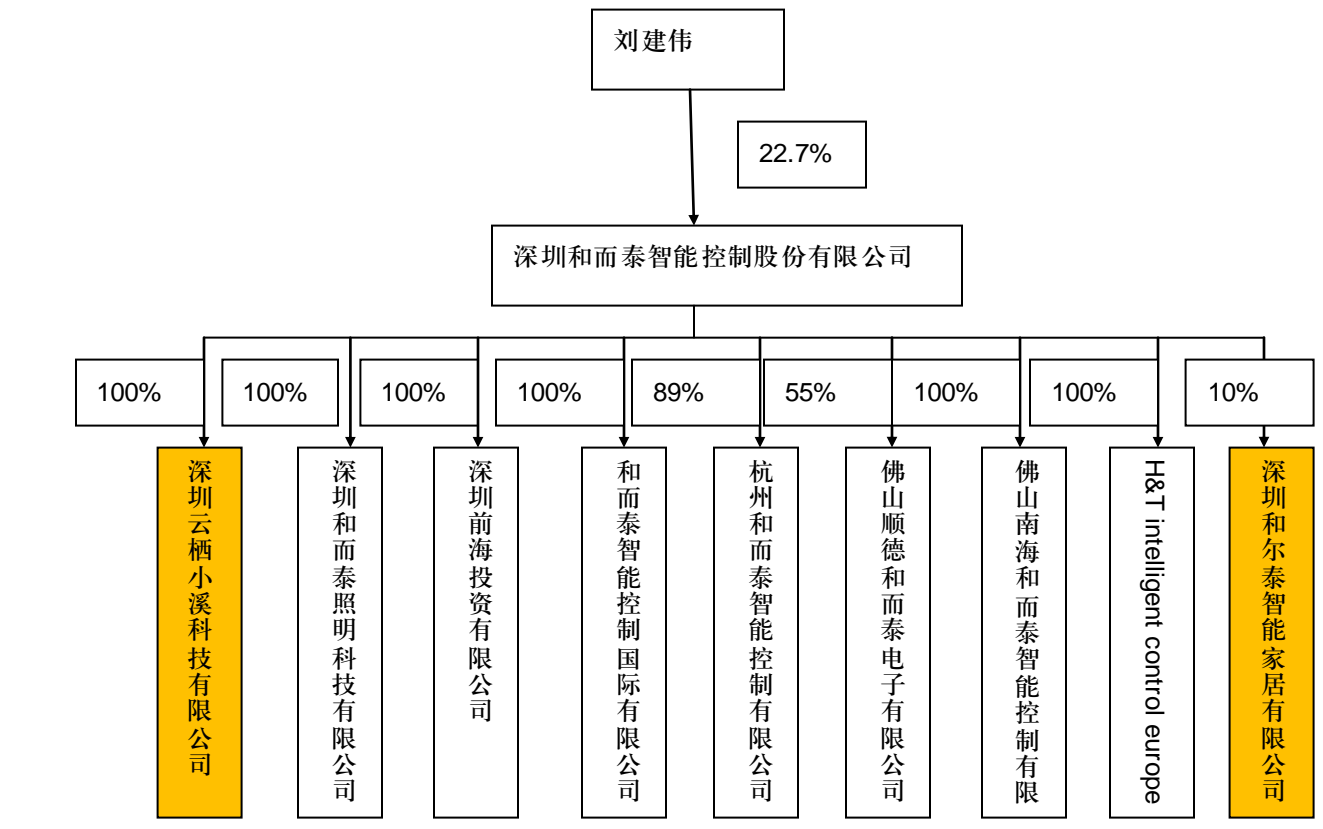
资料来源:公司定期报告、国元证券研究中心

1.3 公司股权结构

公司第一大股东为公司董事长刘建伟先生，同时也是公司的实际控制人，公司控股参股的公司原来有 8 家，公司 2014 年 8 月 21 日发布公告，公司出售其持有的全部汇思科电子科技有限公司 20%的股权后，公司将不再参股该公司，同时，公司在 2014 年投资成立了全资子公司云栖小溪科技有限公司，通过发起和引进战投的方式，实现参股深圳和而泰智能家居有限公司 10%的股权，目前已经该两家公司已经完成注册；同时，公司 2015 年 1 月 24 日宣布，拟投资 4000 万，设立全资子公司浙江和而泰投资公司，设立进展情况未公告。

董事长刘建伟是哈工大任职教授，可以利用学校与企业、科研单位等多种不同教学环境和教学资源以及在人才培养方面的各自优势，把学校与企业有机的结合在一起。

图 3 公司股权结构



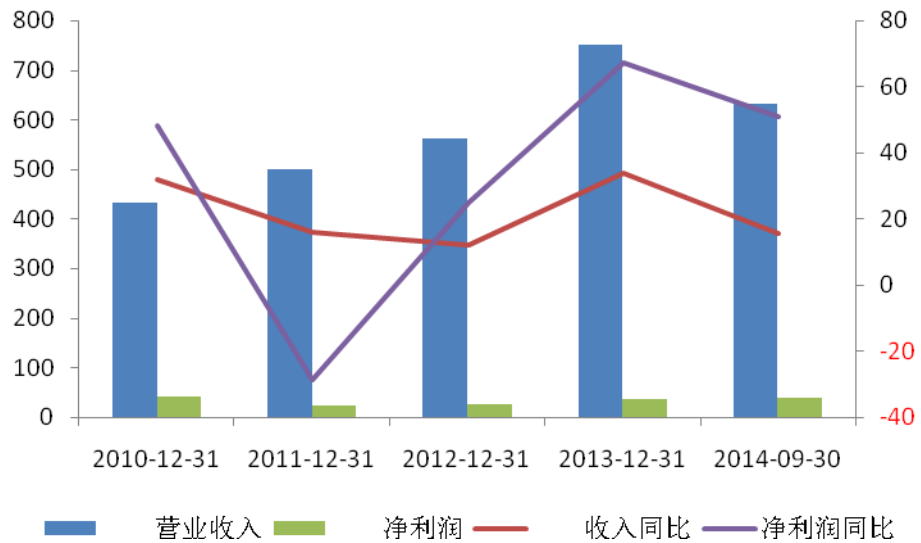
资料来源：公司公告，国元证券

公司从去年下半年开始，向智能家居领域进军，新成立的两家公司均为拓展智能家居业务做准备，我们认为，智能家居是未来家居不可逆转的发展方向，虽然现阶段还只是起步阶段，但未来智能家居的前景将是非常广阔的，凭借在智能控制器领域多年的积累，公司未来在智能家居时代将会扮演重要的角色。

1.4 公司上市以来的经营情况

公司自上市以来，收入保持 10% 以上的稳定增长，净利润经历 2011 年同比下滑 45% 之后，近三年公司利润逐步回到正常的增长轨道上来了，近两年净利润同比增长均在 30% 以上。公司已经发布 2014 年业绩预告，公告称 2014 年公司实现营业总收入 86,803.05 万元，比上年同期增长 15.64%；实现营业利润 5,272.27 万元，比上年同期增长 25.70%；实现利润总额 5,555.59 万元，比上年同期增长 29.21%；实现归属于上市公司股东的净利润 4,532.46 万元，比上年同期增长 28.85%。公司在 2014 年发力大数据业务，新成立的两家网络公司均在投入期，对公司 2014 年业绩会有一些影响，剔除这个影响，我们认为，公司 2014 年利润应好于实际公布数据。从公司的收入规模来看，公司目前仍处于成长初期，未来高速增长可期。

图 4 公司上市以来的经营情况（单位：百万元 %）



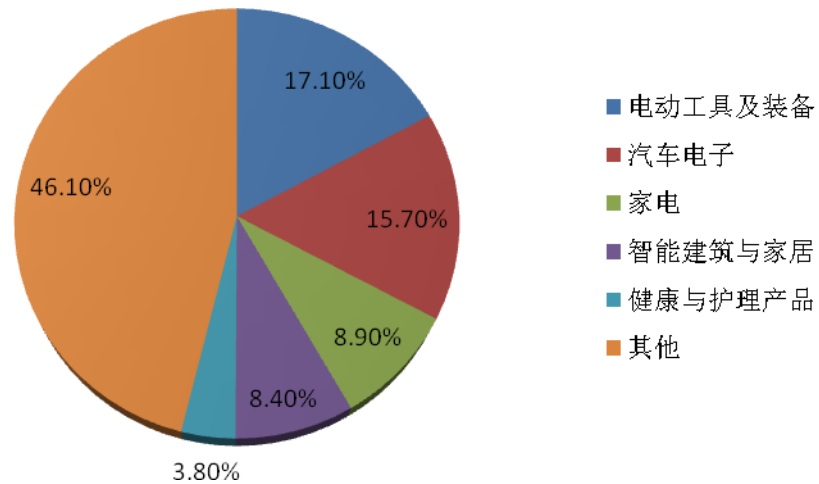
资料来源：WIND 国元证券研究中心

第 2 部分 公司竞争优势分析

2.1 全球智能控制器行业市场容量大，国内厂商承接全球产能转移是趋势

根据公司招股说明书资料显示，2006-2009 年全球智能控制器行业复合增长率为 12.55%，2009 年全球电子智能控制器行业市场规模达到 5480.64 亿美元。根据中国产业信息网的统计，2013 年全球电子智能控制行业市场规模达到了 10,711 亿美元，并继续保持持续较快增长，预计 2015 年将突破 15,000 亿美元，2013 年全球电子智能控制器行业市场规模较 2009 年翻了一倍，全球市场规模保持 20% 的增长，与 2006-2009 年相比，行业复合增长率继续攀升，呈高长态势。2006-2009 年中国电子智能控制器规模年复合增长率 14.47%，2009 年为 661.2 亿美元，2013 年中国电子智能控制行业市场规模达到 1328 亿美元，15 年市场规模将达到 1961 亿美元，中国电子智能控制器的年复合增长率略高于全球水平，且目前智能控制器国产化率仅 12%，未来市场空间还很大。

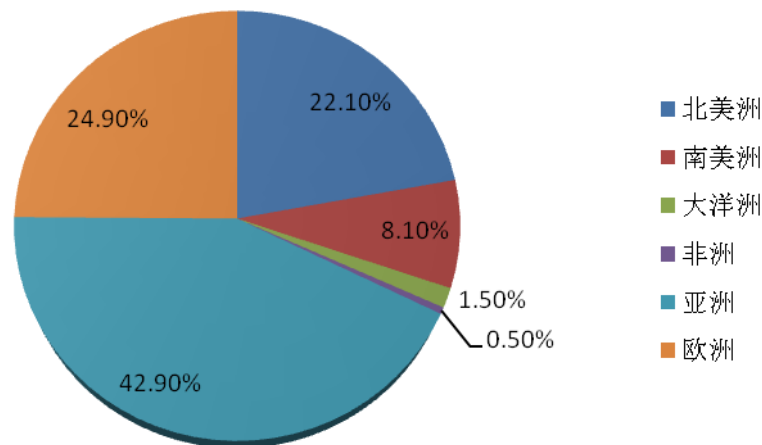
图 5 全球智能控制器市场结构



资料来源：公司招股说明书 国元证券研究中心

从全球分布来看，根据赛迪顾问统计，智能控制器的销售主要集中在亚洲、欧洲和北美洲，分别占 42.9%、24.9%、22.1%，南美洲、非洲和大洋洲所占比例小，合计只占 10% 的市场份额。

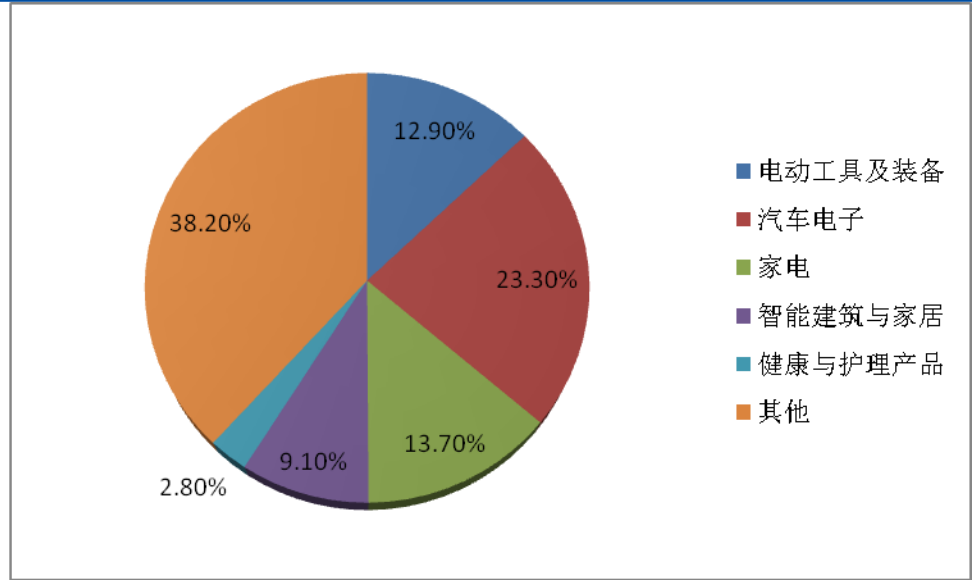
图 6 全球智能控制器市场区域分布



资料来源：公司招股说明书 国元证券研究中心

随着全球家电制造业向中国转移，中国已成为全球家电制造基地，为国内智能控制器等零配件厂商在国内的提供了良好的发展机遇。作为国际高端客户的供应商中国智能控制器产品在品质和技术上逐步向国际高端品牌靠拢。

图 7 中国智能控制器市场结构



资料来源：公司招股说明书 国元证券研究中心

和而泰就是在这样的机遇中成长起来的，公司的智能控制器供应全球知名家电企业伊莱克斯、惠而浦、TTI、HUNTER、欧威尔等优秀客户群体，2014年11月13日，Electrolux（中文简称：伊莱克斯）在2014年度全球供应商奖励大会上，授予深圳和而泰智能控制股份有限公司（以下简称“公司”“和而泰”）“卓越供应商”（英文名称：Supplier Excellence）的称号。伊莱克斯在全球有数千家供应商，和而泰成为亚太区所有供应商中唯一一家获得“卓越供应商”称号的企业。

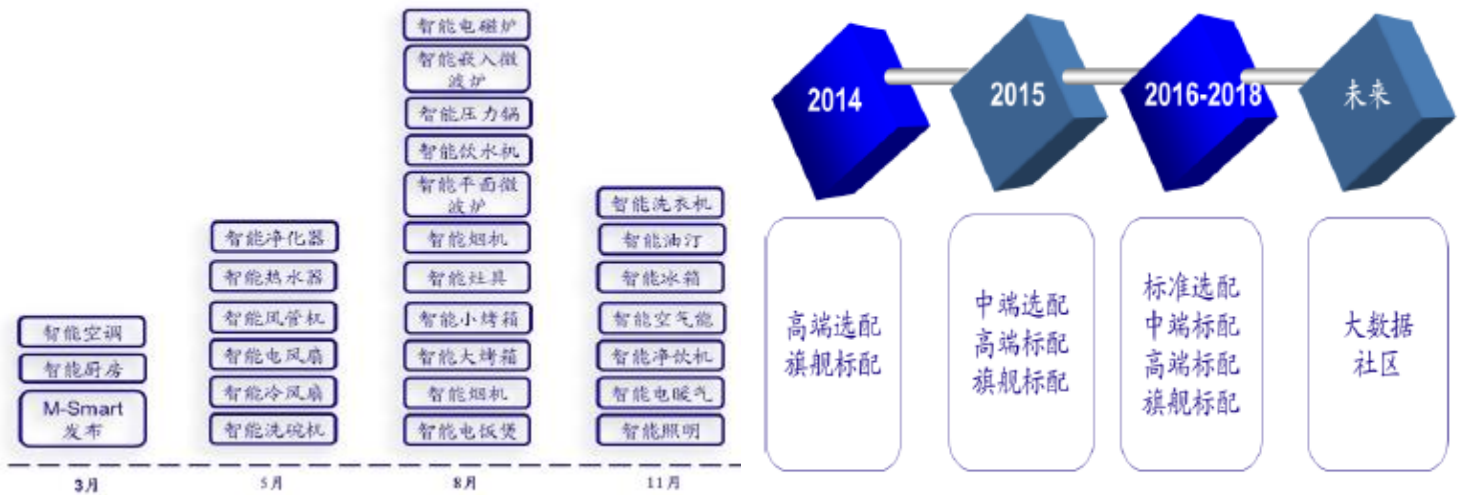
2.2 智能家居将成为家电产业升级的方向，公司掌握智能家居核心控制器

家居智能化和节能环保是未来家电产业的升级方向。作为家电配套的智能控制器行业，将随着家居智能化的浪潮迎来一个巨大的发展机遇。智能控制器是上游产品，作为核心和关键部件内置于下游智能家居终端产品中，相比之下技术复杂、零组件多、工艺先进、对整体性能的影响高，其先进性与可靠性往往成为终端产品技术水平的标志和质量水平的标志，对终端产品的品牌形象影响甚大，是各类终端产品的“神经中枢”和“大脑”，智能控制器对应的技术是各类终端产品的核心技术和关键技术。

从去年开始，在国外苹果、Goole 等有影响力的巨头布局智能家居，引起大家对智能家居概念的重视；在国内，去年年初美菱发布全球首款云图像识别冰箱 CHIQ 智能冰箱，通过冰箱内的摄像头拍摄冰箱内的食品，上传至云端，与云端的图片库进行比对，再传回到冰箱和手机，从而建立食品清单列表。该技术将云端、手机、冰箱形成一个整体，为全球首款云图像识别冰箱，能实现保鲜、过期提醒、远程控制、比价、菜谱推荐等多种功能。

随后美的集团高级副总裁蔡其武在美的 M-Smart 智慧家居战略发布会上，对外公布了美的在智慧家居领域的战略构想和行动计划，依托物联网、云计算等先进技术，美的将由一家传统家电制造商，变为一家智慧家居创造商。根据规划，美的在智慧家居领域将实施“1+1+1”战略，即“一个智慧管家系统+一个 M-Smart 互动社区+一个 M-BOX 管理中心”，将基于全球最齐全的产品群优势，致力于给消费者提供最专业的智慧家居体验，通过打造“空气智慧管家”、“营养智慧管家”、“水健康智慧管家”、“能源安防智慧管家”等智能服务板块，加速布局物联网家居市场。

图 8 美的智能家居战略



资料来源：公开资料 国元证券研究中心

从美的智能家居产品战略图来看，未来将会给所有的家电搭载智能化的功能，所有的家电具备智能化的前提都是要搭载智能控制器。国内智能家居目前仍处于发展前期，虽然有着标准不统一，市场主导不明确的问题，但智能家居一定是未来家居发展的方向。国内智能家电的兴起，将能智能控制器厂商带来新的发展机遇。公司在多年服务国际高端客户，我们认为，公司未来将在国内智能家居崛起的浪潮中占较大的优势，有望分享国内智能家居盛宴。

2.3 联手喜临门，劲嘉股份发力大数据业务、构建智能家居生态圈

深圳和而泰智能控制股份有限公司（以下简称“和而泰”或“公司”）与喜临门家具股份有限公司（以下简称“喜临门”）于2014年6月12日签订战略合作框架协议。

1、合作内容

和而泰和喜临门（以下简称“双方”）在智能家居领域开展战略合作，具体业务的合作内容包括：

(1) 双方拟共同规划、研究、开发、生产系列化科学睡眠与智能卧室产品，含睡眠状态、生命体征、睡眠质量监测类产品系列，助眠、睡眠环境营造、智能寝具类产品系列，以及针对妇女、儿童、老人、病人等特定人群的智能睡眠监控系统与管理系统。

(2) 将结合移动互联网技术、网络通讯技术、大数据与云计算技术，开发相应云监测与云技术分析平台。和而泰将作为智能卧室系统的唯一云服务提供商，为喜临门及喜临门的用户提供相应产品在线监控服务以及基于网络平台和大数据、云计算技术的后续专项增值服务。

(3) 双方将致力于研发在相应领域内领先于国内外同行业的核心技术与关键技术，打造在行业内具有领先优势的新一代科学睡眠产品。

2、合作方式

在战略合作的前期阶段，双方将以项目合作方式共同开发智能卧室系列产品。在共同立项后，由喜临门向和而泰支付一部分产品合作开发费用，公司自行承担另一部分产品合作开发的成本与费用，双方共同完成产品的测试与验证。在产品研发定型后，由合作双方根据各自的优势和特点合作进行生产与制造。

3、合作期限

本战略合作协议有效期自 2014 年 6 月 13 日起至 2016 年 6 月 12 日止。在前期阶段的密切合作后，基于共同的愿景以及技能和互信的提升，双方将进一步寻求包括研发、制造、经营、资本等全方位的深度合作。

喜临门系国内卧室家居产品研发生产的龙头企业，拥有床垫、软床等家居产品生产研发领先优势，并拥有国内同类企业领先的市场占有率、产品知名度与美誉度；

公司系国内电子智能控制器行业的龙头企业，拥有大量智能控制技术自主知识产权和技术储备，在研发、测试、工艺、设备、质量管理等领域均具有领先优势，并占据全球高端市场；

公司与喜临门建立战略合作，研发并制造以科学睡眠为核心理念的智能卧室系列产品，实现优势互补，合作共赢，对公司进一步拓展相关领域的产品与市场，加速智能卧室项目与产品的普及和推广，促进智能家居产业的规模化发展有着积极的意义。

2014 年 12 月 10 日，公司与深圳劲嘉彩印集团股份有限公司于签署了《关于智能电子烟、智能健康产品研发、生产与云平台管理的合作框架协议》。和而泰系国内电子智能控制器行业的龙头企业，拥有大量智能控制技术自主知识产权和技术储备，在研发、测试、工艺、设备、质量管理等领域均具有领先优势，并占据全球高端市场。劲嘉股份系一家专业从事烟标印刷包装业务的深交所上市公司，在烟草行业具有丰富的客户资源和服务经验，正积极开展智能电子烟、智能健康产品业务。

公司与劲嘉股份建立战略合作，研发并制造以智能电子烟、智能健康产品研发、生产与云平台管理合作的智能健康系列产品，实现优势互补，合作共赢，对公司进一步拓展相关领域的产品与市场，加速智能健康项目与产品的普及和推广，促进智能健康产业的规模化发展有着积极的意义。

2014 年公司成立和而泰智能家居在线网络科技有线公司，并通过增资扩股的方式引入战略投资者，本着在利益共享，风险共担的出发点，使公司的持股比例降到 10%，降低该公司对公司主营业务的影响，且公司未来有权以合适的价格，在公司发展具备一定规模后回购股权。同时，成立云溪小栖科技公司，在确保智能控制器主业快速健康发展的同时，将适应移动互联网产业、万联网产业、智能家居产业的革命性发展浪潮给公司带来的发展机遇，迅速整合资源，实现战略延伸，构建以在线云服务平台和大数据平台为代表的智能家居在线管理互联网服务平台，抢占万联网产业快速发展的制高点，并在未来形成新的强大的运营和盈利能力。

公司以智能控制器为切入口，为互联网在线服务平台提供规模庞大的数据端口；同时，互联网平台将有效保障智能控制器主业拥有顶层平台服务能力，构建未来的核心竞争优势。智能控制器与互联网平台相互促进，形成智能家居有机生态系统，前景值得看好，为公司打开更大的成长空间。

第 3 部分 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

在对公司未来进行盈利预测的之前，我们对未来三年的经营情况做以下

- 1、公司已于 2014 年 11 月份完成非公开增发事项，募集资金已全部到位，本次发行募集资金总额不超过 1.60 亿元，将用于智能控制器生产技术改造及产能扩大项目（二期），该项目总投资 1.95 亿元。新建智能控制器生产基地和新增设备，计划达产后智能控制器新增产能 2,800 万套/年。公司募投项目顺利完成，产能瓶颈有效缓解，主业智能控制器保持每年正常增长。

2、公司智能家居项目未来三年对公司收入与利润的贡献有限，但项目的前影非常可观，新领域的拓展不断增加。

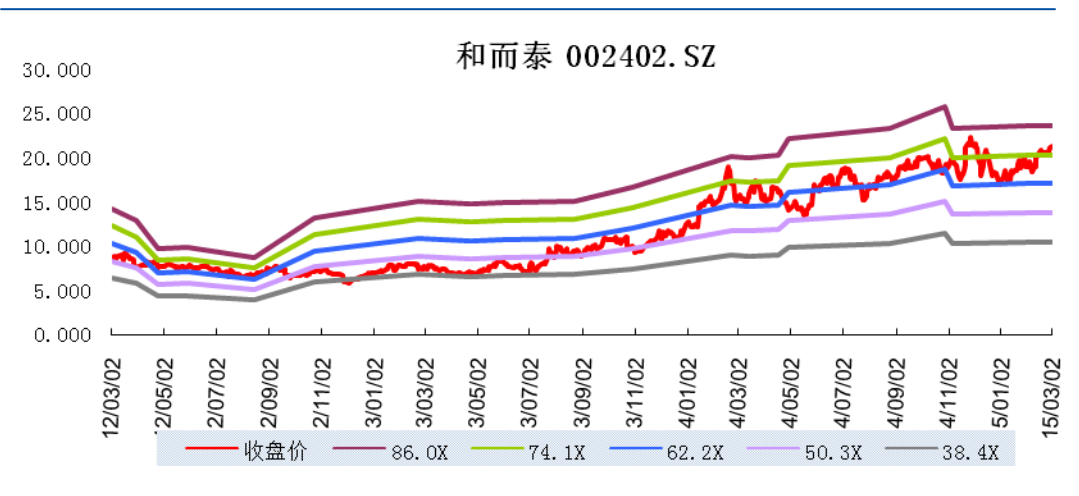
3、公司智能家居生态圈雏形形成。

我们预计，公司 2014/2015/2016 将实现营业收入 8.7/10.1/11.7 亿元，实现归属上市公司股东净利润 4600/6300/8500 万元，实现基本每股收益 0.31/0.42/0.57 元。

3.2 投资建议

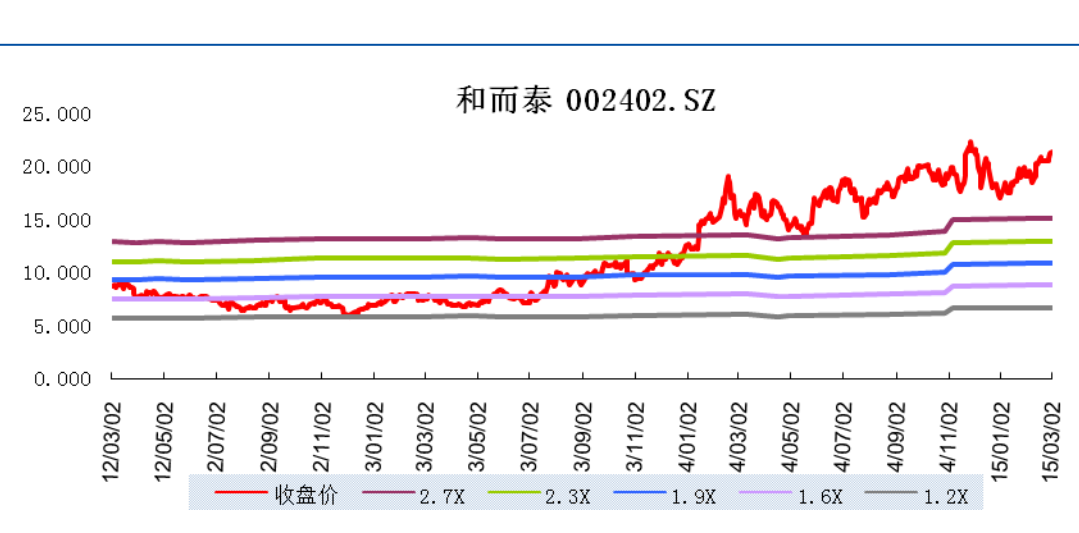
从公司的估值来看，公司目前处于估值过高的水平，但我们认为，对于和而泰这样处于发展中的成长性公司来说，我们认为，高估值并不能成为我们看好公司的障碍，公司目前市值 35 亿，收入与未来广阔的市场前景相比，我们看好公司未来的成长空间，以及对公司的转型充满期待，给予公司推荐的投资评级。

图 9 和而泰 PE-BAND



资料来源：WIND 国元证券研究中心

图 10 和而泰 PB-BAND



资料来源：WIND 国元证券研究中心

表 2 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	682	745	870	1023	营业收入	751	871	1010	1172
现金	211	209	255	316	营业成本	604	697	798	914
应收账款	260	296	343	398	营业税金及附加	3	3	4	5
其他应收款	7	8	9	11	营业费用	25	30	34	40
预付账款	4	7	8	9	管理费用	72	84	97	112
存货	144	170	194	223	财务费用	2	1	0	-2
其他流动资产	57	55	61	67	资产减值损失	4	3	3	3
非流动资产	355	333	313	292	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	22	22	22	22	投资净收益	2	1	1	1
固定资产	240	220	199	178	营业利润	42	55	75	100
无形资产	74	74	74	74	营业外收入	2	2	3	4
其他非流动资产	19	18	18	18	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1038	1078	1182	1315	利润总额	43	56	77	103
流动负债	262	285	323	367	所得税	7	8	11	15
短期借款	2	0	0	0	净利润	36	48	66	88
应付账款	175	195	223	256	少数股东损益	1	2	2	3
其他流动负债	85	90	100	112	归属母公司净利润	35	46	63	85
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	69	76	96	120
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.35	0.31	0.42	0.57
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	262	285	323	367	主要财务比率				
少数股东权益	8	10	12	15	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
股本	100	150	150	150	成长能力				
资本公积	514	464	464	464	营业收入	33.7%	16.0%	16.0%	16.0%
留存收益	154	170	233	319	营业利润	69.3%	30.5%	36.5%	34.3%
归属母公司股东权益	767	784	847	933	归属于母公司净利润	34.1%	31.0%	37.7%	34.7%
负债和股东权益	1038	1078	1182	1315	获利能力				
					毛利率(%)	19.6%	20.0%	21.0%	22.0%
					净利率(%)	4.7%	5.3%	6.3%	7.3%
					ROE(%)	4.6%	5.9%	7.5%	9.2%
					ROIC(%)	6.8%	8.5%	11.0%	13.9%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	25.3%	26.4%	27.3%	27.9%
					净负债比率(%)	0.73%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.60	2.62	2.69	2.78
					速动比率	2.04	2.00	2.07	2.16
					营运能力				
					总资产周转率	0.76	0.82	0.89	0.94
					应收账款周转率	3	3	3	3
					应付账款周转率	4.05	3.77	3.81	3.81
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.23	0.31	0.42	0.57
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	0.19	0.29	0.39
					每股净资产(最新摊薄)	5.11	5.22	5.64	6.21
					估值比率				
					P/E	91.05	69.48	50.47	37.48
					P/B	4.17	4.09	3.78	3.43
					EV/EBITDA	48	44	35	28

资料来源：国元证券研究中心

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义

	二级市场评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%” 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司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。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn