

上海机电 (600835.SH)

机械行业

评级：增持 首次评级

公司研究

市场价格 (人民币): 32.87 元

目标价格 (人民币): 45.00-45.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	806.50
总市值(百万元)	33,617.44
年内股价最高最低(元)	34.02/14.60
沪深 300 指数	4807.59
上证指数	4527.40



确立智能装备发展平台，享受混改加速红利

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.923	0.839	1.144	1.398	1.748
每股净资产(元)	5.63	6.12	6.97	8.04	9.49
每股经营性现金流(元)	1.72	1.97	2.09	2.65	2.38
市盈率(倍)	19.13	22.37	29.13	23.84	19.07
行业优化市盈率(倍)	5.98	9.01	11.58	11.58	11.58
净利润增长率(%)	34.16%	-9.11%	36.39%	22.18%	25.03%
净资产收益率(%)	16.40%	13.70%	16.42%	17.38%	18.41%
总股本(百万股)	1,022.74	1,022.74	1,022.74	1,022.74	1,022.74

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 电梯行业景气度下降，保有量份额优势将助公司电梯业务稳定增长。房地产行业自 2014 年以来景气度大幅下滑，房地产行业的深度调整将会对整电梯行业产生较大冲击。然而考虑电梯行业业绩影响相对地产开工节奏有两年左右的滞后性，以及公司在保有量份额上的市场优势所带来的维保业务高增速，预计未来 3 年，公司主营电梯业务仍能维持 10% 左右的增速，电梯维保业务收入占比将逐步提升，有望成为公司业绩新的增长点。
- 精密减速器如期落地，为公司确立了智能装备发展平台。今年成立的合资公司纳博（中国）精机将利用合作双方在技术、制造和渠道方面的优势，加速高端精密减速机产品在国内的产业化进程。预计 2016 年，精密减速器项目将给公司带来 1.65-3.3 亿元左右的权益收入。公司目前在手现金 121 亿，资源丰富，或将采取外延并购方式打造智能装备平台，确立长期投资价值。
- 印包机械业务或年内置出，亏损业务逐步剥离。2014 年，长期处于拖累公司业绩的印机业务的资产剥离取得重要进展。公司管理层表示要彻底改观印机业务对于上海机电长期的负面影响，将采用各种积极措施主动减亏，今年有望将剩余印包机械资产剥离。预计公司年内或能完成剥离美国高斯，从而大幅改善业绩表现。
- 国企改革混改加速，公司有望成为集团资产证券化平台。上海机电作为上海国资委下的高端制造业重要代表，且被上海电气集团控股，有望成为享受国改政策红利的第一批上市公司。随着一篮子具体方案有望在上半年出台，混合带来的政治意义和经营效益的提升也为公司业绩增厚提供更多机会。

投资建议

- 考虑到公司电梯业务平稳增长的态势，以及减速器项目如期落地、国企改革混改加速，我们给予“买入”评级，目标价 45 元。

估值

- 我们预测公司 2015-2017 年的主营业务收入分别为 217.85 亿元、247.10 亿元和 282.30 亿元，分别同比增长 4.8%、13.4% 和 14.2%。EPS 分别为 1.144/1.398/1.748 元，对应 PE 为 29/24/19 倍。

风险

- 国家宏观经济增速放缓、减速器业务进展不顺、印包资产剥离进度低于预期、国企改革进度缓慢。

潘贻立

 联系人
 (8621)60230252
 panyili@gjzq.com.cn

后立尧

 分析师 SAC 执业编号: S1130515020001
 (8621)61038200
 houliyao@gjzq.com.cn

内容目录

1、公司是上海电气集团电气一体化运作平台	3
2、电梯行业价值重估，内生增长配合外延驱动力	4
3、公司看点：电梯业务平稳发展，减速器业务如期落地，享受混改加速红利	7
4、盈利预测与投资建议	8

图表目录

图表 1：上海机电业务板块.....	3
图表 2：公司营业收入平稳增长	3
图表 3：净利润有波动，总体为增长趋势.....	3
图表 4：电梯业务收入逐年增长	4
图表 5：2014 年产品收入比例	4
图表 6：公司各产品毛利率.....	4
图表 7：公司盈利能力稳定.....	4
图表 8：电梯行业上市公司近年电梯业务营业收入	5
图表 9：我国城镇化率不断提升	5
图表 10：二三线城市投资开发占比高于一线城市	5
图表 11：我国电梯保有量快速增长	6
图表 12：电梯企业积极布局机器人业务	6
图表 13：近年来公司电梯安装维保业务增长稳定.....	7
图表 14：公司电梯维保业务收入及市场份额估计.....	7
图表 15：销售预测拆分	9

1、公司是上海电气集团电气一体化运作平台

- **公司是上海电气集团电气一体化运作平台。**公司实际控制人上海电气集团是我国最大的装备制造业集团之一，实力雄厚，拥有多项优质资产。公司是电气集团电气一体化资产的核心运作平台，主要产品市场地位位居前列。公司拥有世界销量第二的上海三菱电梯有限公司及其“上海”三菱品牌，与美、日、法等世界著名跨国公司共同组建了 12 家合资企业。
- **公司主营机电装备制造，业务种类较多。**公司是一家从事机电装备制造的大型上市公司，主营业务种类较多，涉及七个领域，包括电梯制造、冷冻空调设备制造、印刷包装机械制造、焊接器材制造、人造板机械制造、人造板板材制造和工程机械制造七大领域。

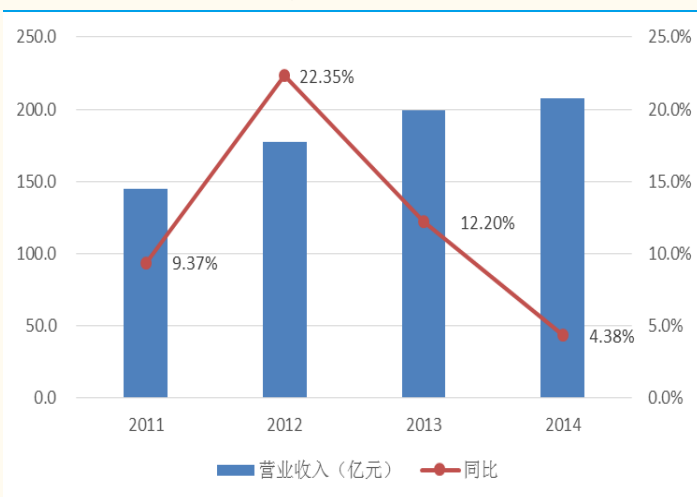
图表 1：上海机电业务板块



来源：公司网站，国金证券研究所

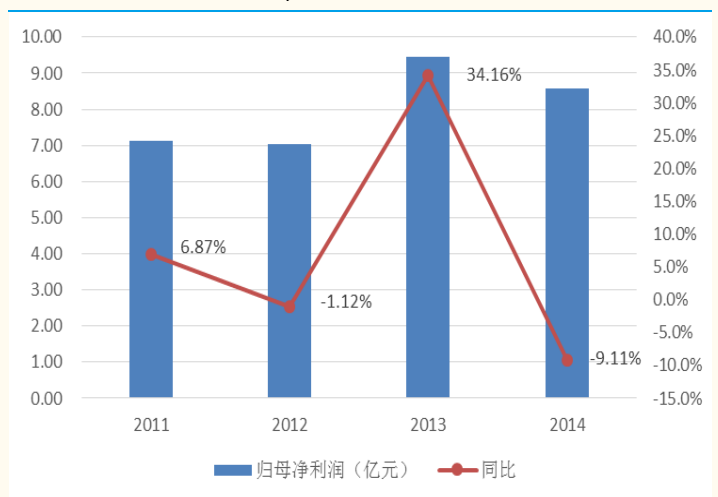
- **营业收入平稳增长，净利润有所波动。**2011 年至 2014 年公司营业收入从 145 亿元增长到 207 亿元，年均复合增长率为 12.7%，公司营业收入保持了稳定增长的趋势。净利润相比营收而言表现出一定程度的波动，2013 年公司净利润达到 9.44 亿元，比 2012 年大增 34.16%；2014 年公司净利润则同比下降了 9.11%。

图表 2：公司营业收入平稳增长



来源：wind，国金证券研究所

图表 3：净利润有波动，总体为增长趋势

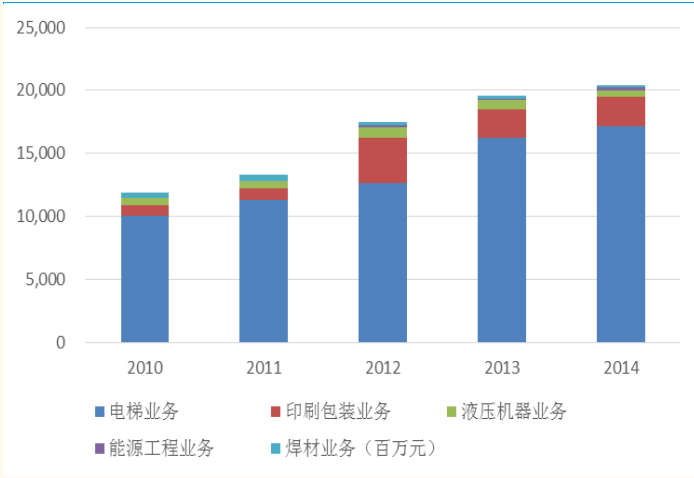


来源：wind，国金证券研究所

- **电梯业务收入是公司收入主要来源。**公司产品业务较为广泛，主要包括电梯业务、印刷包装业务、液压机器业务、能源工程业务等。其中，电梯业务占公司营业收入的大部分，2011 至 2014 年间电梯业务为公司创收

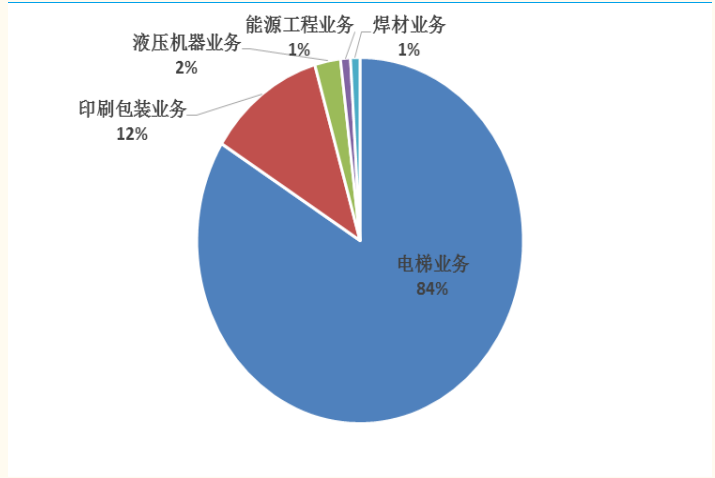
572.7 亿元，占公司营收比例约为 80%。而印刷包装业务作为公司业绩的长期拖累，正在被逐步剥离，在公司收入构成中的比例逐年下降。

图表 4：电梯业务收入逐年增长



来源：wind，国金证券研究所

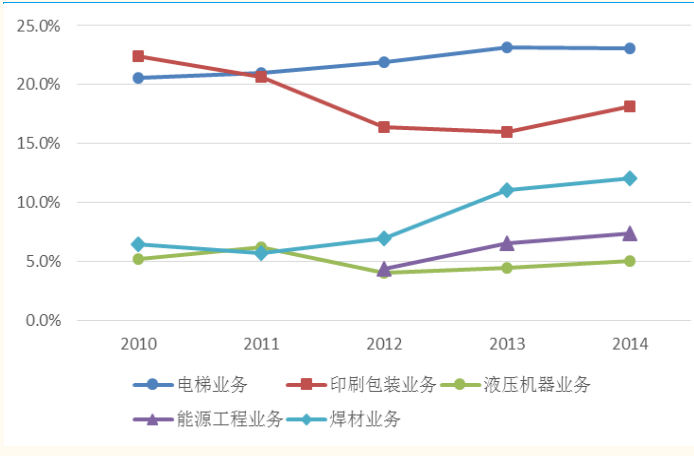
图表 5：2014 年产品收入比例



来源：wind，国金证券研究所

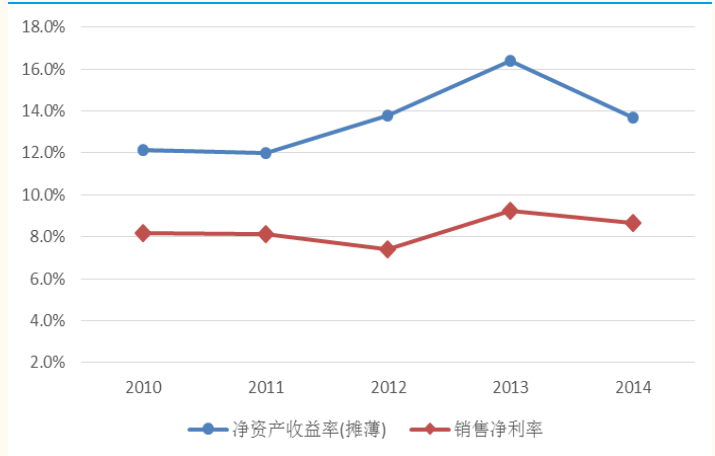
- **电梯业务毛利率为各产品中最高。**公司各项主要产品毛利率近年来保持稳定，其中焊材业务、能源工程和液压机器业务毛利率在 15% 以下，其份额在总收入中所占比例也较低。另一方面，作为公司收入最主要来源的电梯业务毛利率则保持在 20% 以上。
- **盈利能力较为稳定。**近年来，公司销售净利率保持在 8% 左右，净资产收益率在 15% 上下，公司盈利能力较为稳定，随着未来精密减速器业务的建成投产，公司盈利能力有望进一步提升。

图表 6：公司各产品毛利率



来源：wind，国金证券研究所

图表 7：公司盈利能力稳定



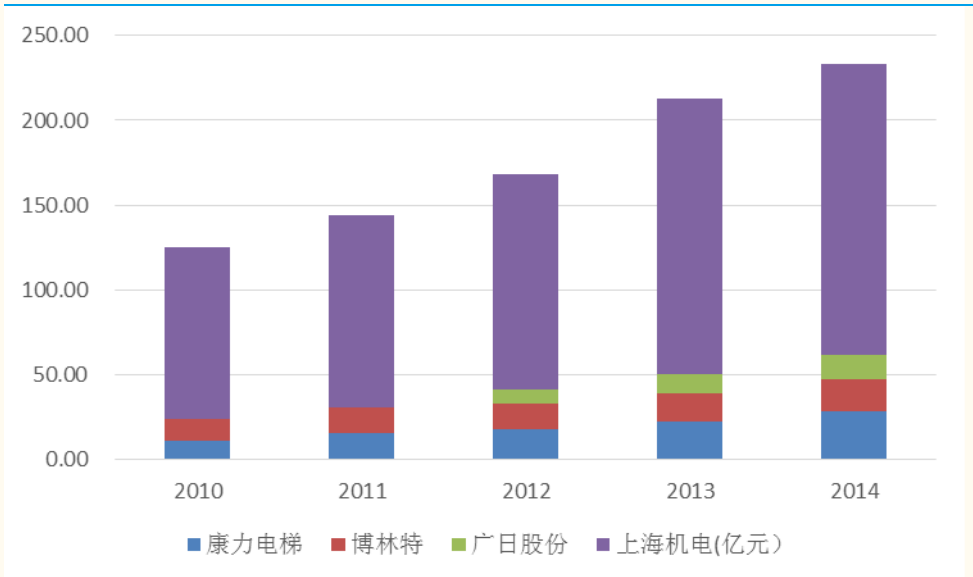
来源：wind，国金证券研究所

- **一季度业务基本符合预期，全年将实现增长。**公司 2015 年一季度实现营业收入 41.51 亿，同比增长 0.44%；营业利润 3.26 亿，同比增长-4.56%；归母净利润 1.42 亿，同比增长-17.05%；扣非后归母净利润 1.38 亿，同比增长-10.45%。公司电梯业务继续保持稳健增长，总营收持平于去年的主要原因是印机业务的整合以及个别联营企业收益的减少导致的利润下降。公司销售毛利率维持在 20.22%，基本持平于去年同期 20.89%，产品定位于中高端，竞争环境相对宽松。一季度期间费用率 12.82%，同比下降 1.16%，费用管理得当提升公司经营效率。

2、电梯行业价值重估，内生增长配合外延驱动力

- **电梯需求受房地产影响有限：**房地产投资与电梯需求之间的滞后期间约为两年，而电梯的需求又有其多样性和特殊性，因此前期的房地产下滑对电梯的需求影响有限。2014 年电梯行业仍保持稳定增长，年末在手订单数也同比有所增长，又保障了 2015 年的业绩。

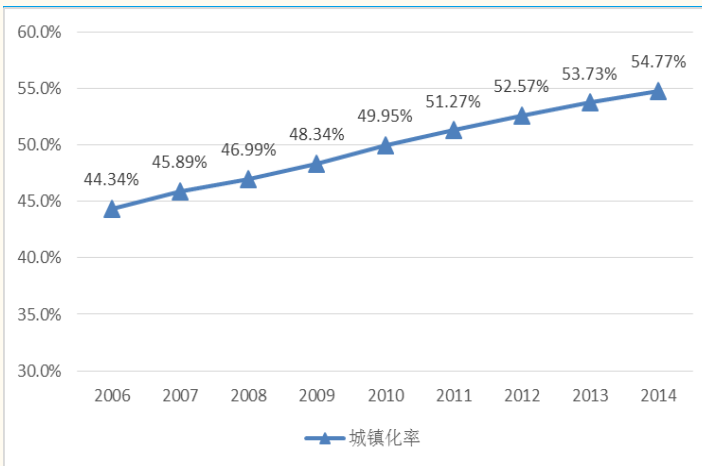
图表 8：电梯行业上市公司近年电梯业务营业收入



来源：wind，国金证券研究所

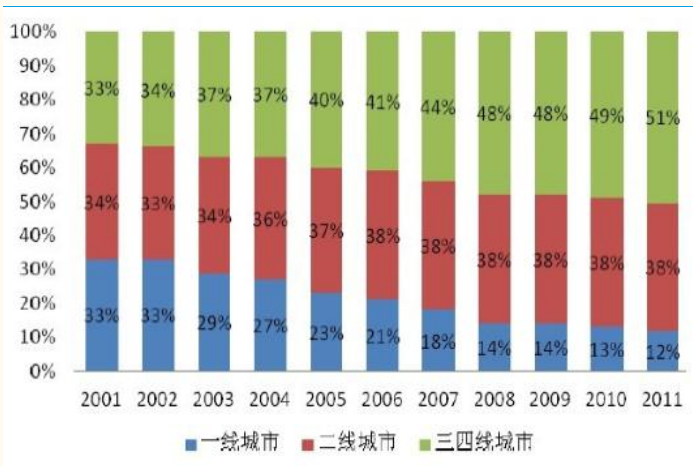
- **三大因素夯实电梯未来需求：**1) 与欧美发达国家 70%-80%的城镇化率相比，我国城镇化仍然有很大空间。随着新型城镇化的推进，城镇化的带动效应在二三线城市更为显著，二三四线城市将是电梯新增需求的主要区域。2) 随着优秀内资品牌的崛起，旧有电梯的更新改造与新建地产项目出于性价比考虑，电梯安装将趋向内资品牌。3) 人口老龄化和人民生活水平的提高是另一个扩大电梯需求量的因素。

图表 9：我国城镇化率不断提升



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

图表 10：二三线城市投资开发占比高于一线城市

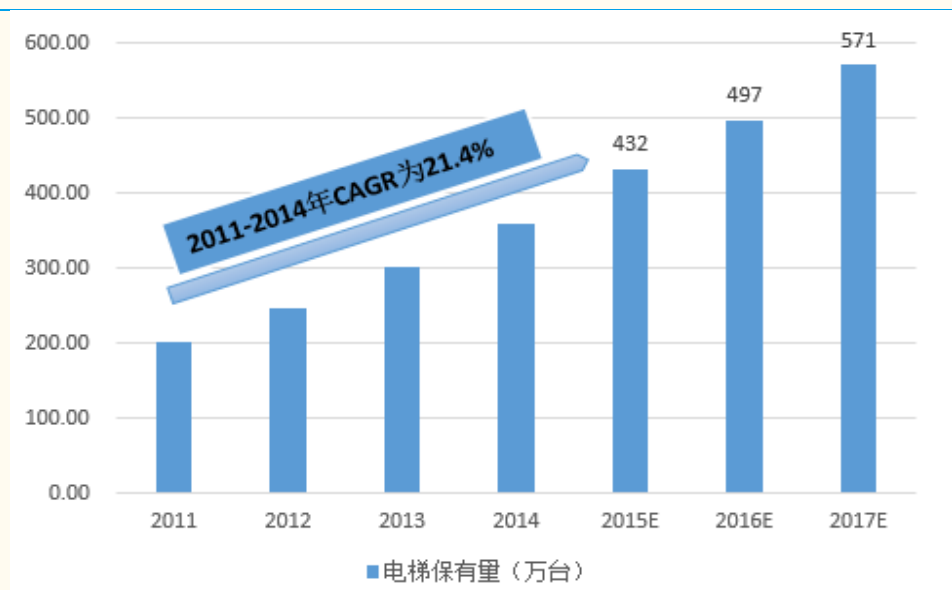


来源：中国产业信息网，国金证券研究所

- **维保业务成新增长点，外延布局机器人：**2014 年电梯保有量突破 350 万台，未来电梯新增消费的减少，维保业务将成为各公司未来重要的收入来源。随着“中国制造 2025”计划的实施，电梯行业凭借充裕的现金流和自动化优势，布局工业 4.0，向智能制造转型，外延介入机器人产业，未来电梯企业已不仅靠电梯市场需求驱动。
- **电梯保有量稳步增长，预计 2017 年电梯维保市场规模超 400 亿元。**我国电梯保有量从 2011 年的 201 万台增加到 2014 年的 360 万台，年均复合增长率在 20%以上。按此增速预测，到 2017 年我国电梯保有

量将达到 570 万台。国内使用中的电梯以 11-30 层为主流，每年维保费用约为 8000 元，按此标准计算，2017 年电梯维保市场规模为 457 亿元。

图表 11：我国电梯保有量快速增长



来源：wind，国金证券研究所

- 电梯业务本身自动化程度高，且电梯行业由于产品的高安全性要求、舒适度要求，对下游具有较高的议价能力和严格的付款条件，现金流非常好。自动化技术优势和充裕的现金资本是电梯企业向工业 4.0 领域外延扩张的先天优势。

图表 12：电梯企业积极布局机器人业务

公司名称	事件	意义
康力电梯	增资参股紫光优蓝机器人技术有限公司，持其40%股份	进入家用智能机器人领域，紫光优蓝在AI（人工智能）、语音识别、智能感应、交互式软件等方面都是行业的专家，销售的产品有爱乐优家庭亲子机器人、体外骨骼型义肢机器人（用于老年人助力行走、残障人士）等产品
博林特	定向增发收购大股东机器人业务，设立机器人子公司	产品主要为智能磨削机器人，广泛用于工业部件加工
上海机电	与日本纳博设立合资公司纳博精机	合资公司主要生产精密减速器，布局工业机器人产业链上游
广日股份	年报中公司已明确将利用资本运作平台积极进入工业4.0领域，且在机器人领域已积累相关技术以及样品试制，不排除公司通过兼并收购方式来快速推进机器人业务的可能。	

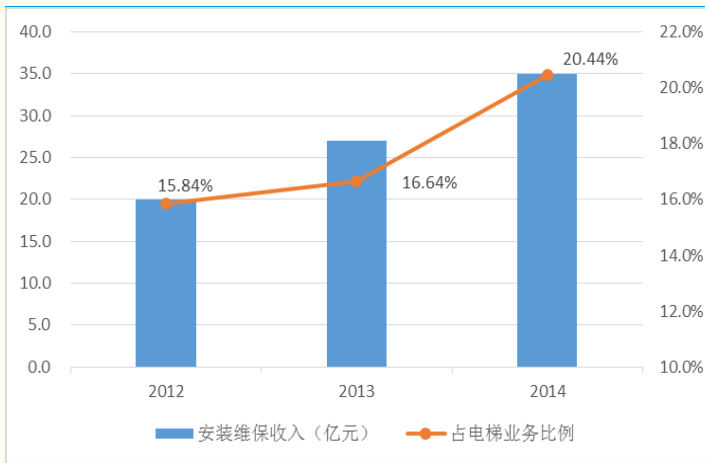
来源：国金证券研究所

- 地产新政强化行业增长，一带一路带动电梯出口。2015 年 3 月 30 日，央行、住建部、银监会联合下发通知，调低购房首付比例，财政部也于同日调整个人住房转让营业税政策，地产行业的景气度回升，而电梯需求又与房地产投资正相关，房地产超预期的放松政策有利于强化行业增长的确性。随着重量级政策的相继出台，预计二季度大中城市住房成交面积有望达到 20%增长，从而对下半年的电梯市场产生积极作用。
- 国家提出“一带一路”战略促进国内产能出口，输出国内交通、电力、通信等基础设施建设将直接拉动国内电梯产品中除直梯以外的扶梯出口需求，而发达国家电梯的更新改造及新兴国家的庞大新增需求使国际电梯市场面临良好的发展前景，国内企业凭借性价比优势，电梯出口将持续增长。

3、公司看点：电梯业务平稳发展，减速器业务如期落地，享受混改加速红利

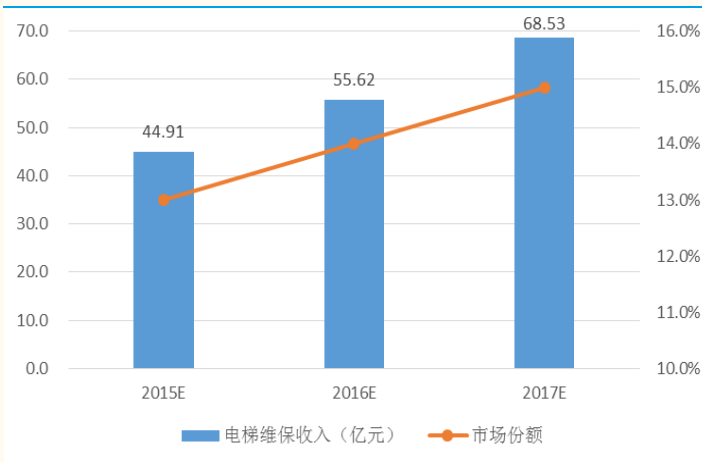
- **电梯行业景气度下滑，但保有量份额优势将助公司电梯业务保持平稳。**房地产行业自 2014 年以来景气度大幅下滑，全年固定资产投资增速下滑至 10%，房地产行业的深度调整也会对整电梯行业产生较大冲击。考虑电梯行业业绩影响相对地产开工节奏有两年左右的滞后性，以及公司在保有量份额上的市场优势所带来的维保业务高增速，预计未来 3 年，公司主营电梯业务仍能维持 10%左右的增速，电梯维保业务收入占比将逐步提升，有望成为公司业绩新的增长点。
- **电梯维保业务增长稳定，成为收入新增长点。**2014 年，上海机电安装、维保等服务业收入超过 35 亿元，相比 2012 年增长了 75%；占电梯业务销售收入的比重也从 2012 年的 15.8%提高到 20.44%。预计未来几年公司电梯维保业务收入将保持 20%以上的稳定增长。从近年来的市场占有率来看，2012 年公司维保业务收入 20 亿元，约占整体市场规模的 10%以上。从 2012 年至 2014 年，公司维保业务市场占有率大约每年提升一个百分点，按此增速并结合未来电梯维保业务的整体规模，预计 2017 年公司维保业务收入将达到 68 亿元左右。

图表 13：近年来公司电梯安装维保业务增长稳定



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 14：公司电梯维保业务收入及市场份额估计



来源：国金证券研究所

- **纳博机器人减速器如期落地，为公司确立了智能装备发展平台。**纳博（中国）精机的成立，是继去年公司与日本纳博在精密减速机产品销售层面合作一年之后的更进一步，是双方从渠道向制造的合作深化。日本纳博作为全球精密减速机行业绝对龙头，20 多年来市场份额稳居 60%左右，是国际高端减速机的优秀代表。
- **2014 年我国的工业机器人销量为 3.2 万台，占世界总量 20%，已快速发展成为全球第一大市场，但目前核心部件国产化还处于起步阶段。**纳博精机将利用双方在技术、制造和渠道方面的优势，加速高端精密减速机产品在国内的产业化进程。目前主要为满足中国市场这块的增量，产品定位高端，订价不会明显低于日本售价，主要用于工业机器人，实际用途广泛。
- **纳博精机的精密减速机产品将于 2016 年 1 月正式投入生产。**计划产能 20 万台，每台售价约为 8000 元；预计 2016 年，精密减速机项目将给公司带来 1.65-3.3 亿元的销售收入，实现净利润 7000 万元左右。
- **长远来看，此项目的合作意义大于实质，因为这是公司确立向智能装备制造转型的重要一步，平台建立的基础，未来必将加速机器人业务的布局，这也是集团和上海市政府的产业布局方向。**随着市场需求空间的扩大，公司不排除在未来不久之内从减速器衍生到智能装备其它领域（如环保、传动设备、起落架等等）。公司目前在手现金 121 亿，

资源丰富，或将采取外延并购方式打造智能装备平台，确立公司长期投资价值。

- **国企改革混改加速，期待公司成为集团资产证券化平台。**随着上海地区混合所有制改革的加速推进，电气集团旗下自仪股份已完成壳转让，海立也已实现混改，电气股份和上海机电改革势在必行。上海机电作为上海国资委下的高端制造业重要代表，且被上海电气集团控股，有望成为享受国改政策红利的第一批上市公司。随后一篮子具体方案有望在上半年出台并在年内实现突破，混合带来的政治意义和经营效益的提升也为公司业绩增厚提供更多机会，成为市场表现的催化剂。
- 考虑到电气集团还有大量资产尚未证券化，且公司目前账面资金充裕，有较大机会在集团层面选择优质资产注入，并在逐步推进过程中，上海机电有可能成为集团实现资产证券化长期目标的重要平台。
- **印机业务计划尽快剥离，管理层主动减亏势在必行。**随着互联网快速发展对纸质杂志报业的冲击，国外影印行业面临长期弱势，也改变了包装行业整体生产模式。虽然公司今年已将多个工厂关闭，但实际订单下降速度仍快于产能缩减速度。
- 2014 年，长期处于拖累公司业绩的印机业务的资产剥离取得重要进展，电气路业以 9227 万元收购申威达 100% 股权，其他几块印包资产也在积极出售中。公司管理层表示要彻底改观印机业务对于上海机电长期的负面影响，将采用各种积极措施主动减亏，今年有望将剩余印包机械资产剥离。预计公司年内或能完成剥离美国高斯，从而大幅改善业绩表现。

4、盈利预测与投资建议

估值

- 我们预测公司 2015-2017 年的主营业务收入分别为 217.85 亿元、247.10 亿元和 282.30 亿元，分别同比增长 4.8%、13.4% 和 14.2%。EPS 分别为 1.144/1.398/1.748 元，对应 PE 为 29/24/19 倍。

投资建议

- 考虑到公司电梯业务平稳增长的态势，以及减速器项目进展顺利、国企改革混改加速，我们给予“买入”评级，目标价 45 元。

风险提示

- 国家宏观经济增速放缓、减速器业务进展不顺、印包资产剥离进度低于预期、国企改革进度缓慢。

图表 15：销售预测拆分

项 目	2012	2013	2014	2015 E	2016 E	2017 E
电梯业务						
销售收入（百万元）	12,627.78	16,229.12	17,122.60	18,700.00	21,700.00	25,300.00
增长率（YOY）	11.87%	28.52%	5.51%	9.21%	16.04%	16.59%
毛利率	21.88%	23.16%	23.08%	23.50%	23.00%	23.00%
销售成本（百万元）	9,864.82	12,470.46	13,170.70	14,305.50	16,709.00	19,481.00
增长率（YOY）	10.60%	26.41%	5.62%	8.62%	16.80%	16.59%
毛利（百万元）	2,762.96	3,758.66	3,951.90	4,394.50	4,991.00	5,819.00
增长率（YOY）	16.67%	36.04%	5.14%	11.20%	13.57%	16.59%
占总销售额比重	71.17%	81.52%	82.40%	85.84%	87.82%	89.62%
占主营业务利润比重	80.84%	88.72%	87.06%	90.28%	91.21%	91.79%
印刷包装业务						
销售收入（百万元）	3,555.41	2,253.63	2,378.36	1,900.00	1,600.00	1,300.00
增长率（YOY）	303.35%	-36.61%	5.53%	-20.11%	-15.79%	-18.75%
毛利率	16.36%	15.96%	18.18%	16.50%	16.00%	16.00%
销售成本（百万元）	2,973.74	1,893.95	1,945.97	1,586.50	1,344.00	1,092.00
增长率（YOY）	325.11%	-36.31%	2.75%	-18.47%	-15.29%	-18.75%
毛利（百万元）	581.67	359.68	432.39	313.50	256.00	208.00
增长率（YOY）	219.71%	-38.16%	20.21%	-27.50%	-18.34%	-18.75%
占总销售额比重	20.04%	11.32%	11.45%	8.72%	6.48%	4.61%
占主营业务利润比重	17.02%	8.49%	9.53%	6.44%	4.68%	3.28%
液压机器业务						
销售收入（百万元）	880.95	729.36	520.87	430.00	390.00	360.00
增长率（YOY）	37.74%	-17.21%	-28.59%	-17.45%	-9.30%	-7.69%
毛利率	3.99%	4.46%	5.04%	5.00%	5.00%	5.00%
销售成本（百万元）	845.80	696.83	494.62	408.50	370.50	342.00
增长率（YOY）	40.97%	-17.61%	-29.02%	-17.41%	-9.30%	-7.69%
毛利（百万元）	35.15	32.53	26.25	21.50	19.50	18.00
增长率（YOY）	-11.21%	-7.46%	-19.30%	-18.10%	-9.30%	-7.69%
占总销售额比重	4.96%	3.66%	2.51%	1.97%	1.58%	1.28%
占主营业务利润比重	1.03%	0.77%	0.58%	0.44%	0.36%	0.28%
减速器						
销售收入（百万元）					260.00	500.00
增长率（YOY）						92.31%
毛利率					30.00%	33.00%
销售成本（百万元）					182.00	335.00
增长率（YOY）						84.07%
毛利（百万元）					78.00	165.00
增长率（YOY）						111.54%
占总销售额比重					1.05%	1.77%
占主营业务利润比重					1.43%	2.60%
其他						
销售收入（百万元）	679.11	694.97	757.10	755.00	760.00	770.00
增长率（YOY）	-59.90%	2.34%	8.94%	-0.28%	0.66%	1.32%
毛利率	5.60%	12.30%	17.01%	18.26%	16.74%	16.83%
销售成本（百万元）	641.08	609.51	628.34	617.13	632.80	640.40
增长率（YOY）	-55.48%	-4.92%	3.09%	-1.78%	2.54%	1.20%
毛利（百万元）	38.03	85.46	128.76	137.88	127.20	129.60
增长率（YOY）	-85.00%	124.73%	50.67%	7.08%	-7.74%	1.89%
占总销售额比重	3.83%	3.49%	3.64%	3.47%	3.08%	2.73%
占主营业务利润比重	1.11%	2.02%	2.84%	2.83%	2.32%	2.04%
销售总收入（百万元）	17743.25	19907.08	20778.93	21785.00	24710.00	28230.00
销售总成本（百万元）	14325.45	15670.75	16239.63	16917.63	19238.30	21890.40
毛利（百万元）	3417.80	4236.33	4539.30	4867.38	5471.70	6339.60
平均毛利率	19.26%	21.28%	21.85%	22.34%	22.14%	22.46%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	17,743	19,907	20,779	21,785	24,710	28,230
增长率	22.4%	12.2%	4.4%	4.8%	13.4%	14.2%
主营业务成本	-14,295	-15,671	-16,242	-16,918	-19,238	-21,890
%销售收入	80.6%	78.7%	78.2%	77.7%	77.9%	77.5%
毛利	3,448	4,236	4,537	4,867	5,472	6,340
%销售收入	19.4%	21.3%	21.8%	22.3%	22.1%	22.5%
营业税金及附加	-151	-138	-155	-163	-173	-198
%销售收入	0.9%	0.7%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%
营业费用	-859	-938	-984	-1,024	-1,137	-1,299
%销售收入	4.8%	4.7%	4.7%	4.7%	4.6%	4.6%
管理费用	-1,482	-1,840	-1,877	-1,961	-2,224	-2,541
%销售收入	8.4%	9.2%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	956	1,321	1,522	1,719	1,938	2,303
%销售收入	5.4%	6.6%	7.3%	7.9%	7.8%	8.2%
财务费用	160	259	228	200	289	348
%销售收入	-0.9%	-1.3%	-1.1%	-0.9%	-1.2%	-1.2%
资产减值损失	-53	-96	-124	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	437	243	316	320	320	320
%税前利润	26.0%	11.7%	14.9%	13.1%	11.6%	10.1%
营业利润	1,500	1,727	1,942	2,240	2,547	2,970
营业利润率	8.5%	8.7%	9.3%	10.3%	10.3%	10.5%
营业外收支	180	355	185	210	210	210
税前利润	1,679	2,082	2,127	2,450	2,757	3,180
利润率	9.5%	10.5%	10.2%	11.2%	11.2%	11.3%
所得税	-364	-245	-327	-380	-427	-493
所得税率	21.7%	11.7%	15.4%	15.5%	15.5%	15.5%
净利润	1,315	1,837	1,800	2,070	2,330	2,687
少数股东损益	611	893	942	900	900	900
归属于母公司的净利润	703	944	858	1,170	1,430	1,787
净利率	4.0%	4.7%	4.1%	5.4%	5.8%	6.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	1,315	1,837	1,800	2,070	2,330	2,687
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	279	309	364	180	178	185
非经营收益	-420	-242	-351	-455	-499	-517
营运资金变动	1,934	-139	192	347	705	78
经营活动现金净流	3,107	1,765	2,005	2,143	2,713	2,435
资本开支	-488	-315	-384	192	-10	-20
投资	-680	-29	139	0	0	0
其他	628	305	257	320	320	320
投资活动现金净流	-539	-39	13	512	310	300
股权募资	0	0	4	0	-21	0
债权募资	1,396	-1,539	-5	-174	-796	-312
其他	-783	-836	-1,089	-76	-338	-320
筹资活动现金净流	613	-2,375	-1,090	-250	-1,155	-632
现金净流量	3,181	-649	928	2,405	1,868	2,102

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	11,856	11,186	12,118	14,523	16,391	18,493
应收款项	2,417	2,400	2,712	2,774	3,214	3,855
存货	4,904	6,386	7,661	7,787	8,697	9,896
其他流动资产	1,757	2,254	2,160	2,329	2,631	3,195
流动资产	20,933	22,227	24,651	27,413	30,933	35,438
%总资产	81.3%	82.0%	82.8%	84.7%	86.1%	87.5%
长期投资	2,265	2,472	2,530	2,530	2,530	2,530
固定资产	2,033	1,905	1,980	1,852	1,906	1,961
%总资产	7.9%	7.0%	6.7%	5.7%	5.3%	4.8%
无形资产	307	320	409	375	364	353
非流动资产	4,811	4,894	5,118	4,958	5,000	5,045
%总资产	18.7%	18.0%	17.2%	15.3%	13.9%	12.5%
资产总计	25,744	27,120	29,769	32,370	35,933	40,483
短期借款	1,729	1,564	174	802	313	207
应付款项	13,622	15,855	17,865	18,525	20,773	23,151
其他流动负债	963	853	932	1,282	1,391	1,494
流动负债	16,314	18,272	18,971	20,609	22,476	24,852
长期贷款	1,463	45	1,416	604	297	91
其他长期负债	836	737	770	782	782	782
负债	18,613	19,054	21,157	21,995	23,556	25,725
普通股股东权益	5,105	5,754	6,261	7,124	8,226	9,707
少数股东权益	2,026	2,312	2,351	3,251	4,151	5,051
负债股东权益合计	25,744	27,120	29,769	32,370	35,933	40,483

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	0.688	0.923	0.839	1.144	1.398	1.748
每股净资产	4.991	5.626	6.121	6.965	8.043	9.491
每股经营现金净流	3.051	1.720	1.967	2.095	2.653	2.380
每股股利	0.100	0.200	0.300	0.300	0.300	0.300
回报率						
净资产收益率	13.78%	16.40%	13.70%	16.42%	17.38%	18.41%
总资产收益率	2.73%	3.48%	2.88%	3.61%	3.98%	4.42%
投入资本收益率	7.16%	11.94%	12.53%	12.25%	12.53%	12.86%
增长率						
主营业务收入增长率	22.35%	12.20%	4.38%	4.84%	13.43%	14.25%
EBIT 增长率	7.82%	38.14%	15.22%	13.00%	12.72%	18.81%
净利润增长率	-1.12%	34.16%	-9.11%	36.39%	22.18%	25.03%
总资产增长率	43.74%	5.35%	9.77%	8.74%	11.01%	12.66%
资产管理能力						
应收账款周转天数	34.1	35.8	36.1	36.0	37.0	39.0
存货周转天数	103.4	131.5	157.8	168.0	165.0	165.0
应付账款周转天数	46.3	48.0	46.7	47.0	47.0	47.0
固定资产周转天数	34.2	28.7	28.8	22.8	19.0	15.7
偿债能力						
净负债/股东权益	#####	-118.72%	#####	#####	#####	#####
EBIT 利息保障倍数	-6.0	-5.1	-6.7	-8.6	-6.7	-6.6
资产负债率	72.30%	70.26%	71.07%	67.95%	65.55%	63.55%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-61620767

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD