

金自天正 (600560.SH) 机械设备行业

评级：买入 首次评级

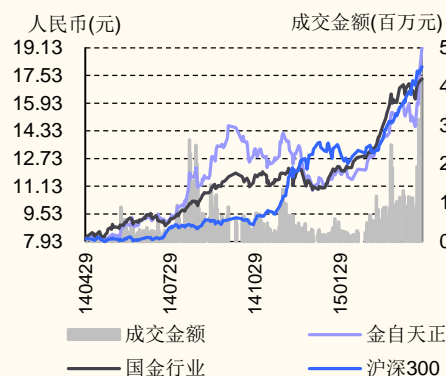
公司研究

市场价格(人民币): 18.08 元
 目标价格(人民币): 26.00-26.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	223.65
总市值(百万元)	4,043.51
年内股价最高最低(元)	19.16/8.05
沪深 300 指数	4741.86
上证指数	4476.22



立足冶金自动化, 拓展机器人行业

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.280	0.079	0.175	0.208	0.239
每股净资产(元)	3.14	3.14	3.26	3.42	3.61
每股经营性现金流(元)	0.48	-0.63	0.38	0.31	0.30
市盈率(倍)	30.58	141.50	99.84	83.87	72.90
行业优化市盈率(倍)	81.15	98.18	149.87	149.87	149.87
净利润增长率(%)	-20.73%	-71.87%	122.08%	19.04%	15.05%
净资产收益率(%)	8.89%	2.50%	17.04%	16.85%	11.23%
总股本(百万股)	223.65	223.65	223.65	223.65	223.65

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **钢铁行业推进两化深度融合, 自动化系统产品和技术是转型升级基础。**我国钢铁行业目前处于产能过剩阶段, 未来发展将以提高质量和效益为核心。根据工信部 2015 年 1 月印发的《原材料工业两化深度融合推进计划》, 钢铁行业未来的发展的主要内容将是应用“互联网+”, 把信息化技术应用的钢铁行业较为成熟的自动化系统中, 这一过程离不开冶金自动化产品和技术的支持。
- **公司从事冶金自动化行业多年, 产品和技术积淀丰厚助力钢铁行业转型升级。**近年来虽然钢铁行业投资规模下降, 但总额仍处于相对高位。我们估算, 2015 年钢铁行业自动化系统市场规模为 330-370 亿元。公司继承冶金自动化院 30 年的科研成果, 拥有强劲的技术实力和丰富的产品, 具有承接大型、复杂自动化工程的综合能力。公司秉持“立足冶金”的战略, 有望继续在冶金自动化领域获得更多市场份额。
- **积极拓展非钢铁领域, 码垛机器人项目落地, 拓宽产品市场空间。**由于公司业绩受钢铁行业影响较大, 公司已制定“拓展外行业应用”的战略, 将自动化领域产品应用于轻工、建筑、环保等领域。近年来, 非钢铁领域收入持续增长, 收入占比逐步提升至 2014 年的 23%。此外, 公司凭借在自动化行业积累的技术经验, 开发了全自动机器人码垛系统, 介入码垛机器人应用市场。该产品应用领域广泛, 包括食品、饮料、医药、化肥等行业, 目前已有项目在东莞和北京实施。

投资建议

- 考虑公司在冶金自动化领域丰厚的技术积淀、非钢铁领域业务持续拓展、码垛机器人项目的落地实施, 我们给予“买入”评级。

估值

- 我们预测公司 2015-2017 年的主营业务收入分别为 6.33 亿元、7.28 亿元、8.48 亿元, 分别同比增长 10.7%、15.0%、16.5%; 归母净利润分别为 3900 万元、4700 万元、5400 万元, 分别同比增长 122%、19%、15%。EPS 分别为 0.18/0.21/0.24 元, 对应 PE 分别为 99/83/72 倍。

风险

- 下游钢铁行业持续低迷、转型升级进展缓慢, 非钢铁领域进展不顺。

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

沈伟杰 联系人
 (8621)60870933
 shenweijie@gjzq.com.cn

内容目录

1、公司简介	4
1.1、公司概况	4
1.2、业务概述	4
1.3、经营分析	5
2、下游钢铁行业概况	7
2.1、下游钢铁行业产能过剩，未来发展将以提高质量和效益为核心	7
2.2、下游推进两化深度融合，自动化系统是转型升级基础	8
3、公司增长点	9
3.1、冶金自动化产品夯实钢铁行业转型升级基础	9
3.2、立足冶金行业开拓其他领域，码垛机器人项目落地实施	10
4、估值与投资建议	13
4.1、盈利预测	13
4.2、投资建议	13

图表目录

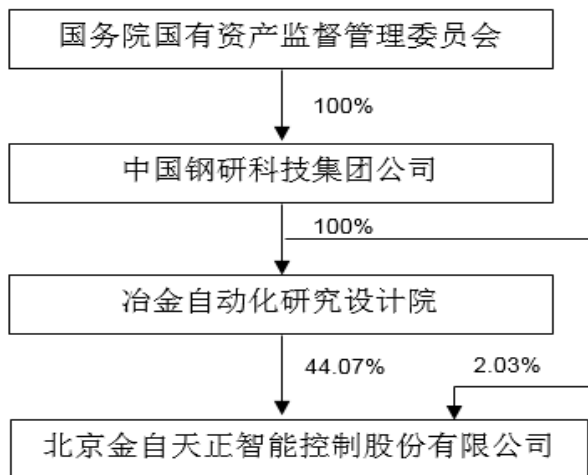
图表 1: 金自天正股权结构.....	4
图表 2: 金自天正主要子公司.....	4
图表 3: 公司生产的部分自动化产品.....	4
图表 4: 冶金自动化研究设计院部分科研成果.....	5
图表 5: 2011-2014 年公司营业收入情况.....	5
图表 6: 2011-2014 年公司净利润情况.....	5
图表 7: 2013-2014 年订单比较.....	6
图表 8: 2011-2014 年公司各类产品收入情况.....	6
图表 9: 2014 年三电产品收入比例.....	6
图表 10: 公司营业收入大部分来自钢铁行业.....	7
图表 11: 近年来钢铁行业收入占比逐渐下降.....	7
图表 12: 产品毛利率在基本稳定.....	7
图表 13: 公司盈利能力下滑.....	7
图表 14: 2011-2014 年粗钢产量.....	8
图表 15: 2014 年钢材出口量增幅较大.....	8
图表 16: 2011-2014 年黑色金属冶炼业固定资产投资情况.....	8
图表 17: 冶金行业生产流程.....	9
图表 18: 原材料工业两化深度融合推进计划钢铁行业重点工程.....	9
图表 19: 2015 年冶金自动化系统市场规模估算.....	10
图表 20: 国家发展战略将拉动钢铁需求上升.....	10
图表 21: 公司研发的部分智能和节能型自动化产品.....	10
图表 22: 公司非钢铁行业收入占比逐渐提高.....	11
图表 23: 公司业务拓展: 搬运/码垛解决方案供应商.....	11
图表 24: 公司码垛机器人设备特点.....	11
图表 25: 东莞海大饲料有限公司机器人码垛项目.....	12
图表 26: 北京红牛饮料公司机器人码垛项目.....	12
图表 27: 公司主营业务收入拆分.....	13

1、公司简介

1.1、公司概况

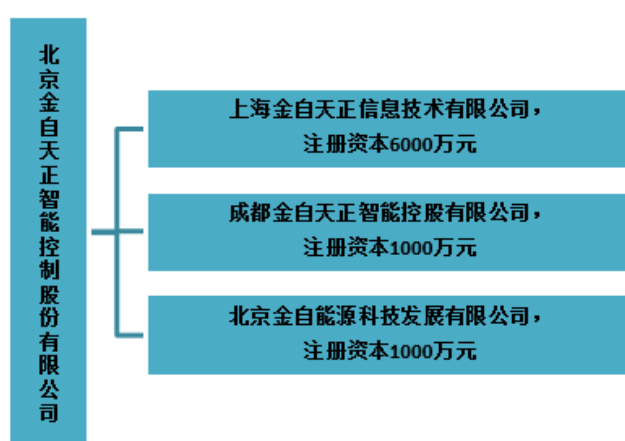
- 公司是由中国钢研科技集团有限公司冶金自动化研究设计院控股的大型工业自动化综合性高科技企业，成立于 1999 年 12 月，位于北京市中关村丰台园区。公司于 2002 年 9 月在上交所上市，注册资本 2.24 亿元，目前在全国各地拥有三家主要子公司。

图表 1：金自天正股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：金自天正主要子公司



来源：公司公告，国金证券研究所

1.2、业务概述

- **公司主营工业自动化系列产品。**公司主要从事工业自动化领域系列产品的研发、生产、销售以及承接自动化工程及技术服务等，可为用户提供系统、先进、定制化、高性价比的工业自动化全面解决方案。主要产品包括：开放式分布控制系统、电气传动系列产品、工业检测仪表系列产品和冶金流程成套控制系统等；主要应用领域为冶金、矿山、化工、石油、机械、电力、能源、环保等行业。

图表 3：公司生产的部分自动化产品

AriCC系列专用控制器



TCH同位素测厚仪



KF201数字测温仪



新一代中压变频器



高压变频调速装置



Ari-CON开放式分布控制系统



来源：公司网站，国金证券研究所

- **依托冶金自动化研究设计院，科研实力强劲。**公司是由科研院所改制而来的高新技术企业，公司第一大股东冶金自动化研究设计院原为冶金工业部直属的专业科研院所，拥有国家冶金自动化工程技术研究中心、冶金自动化生产力促进中心及冶金自动化创新基地三大科研阵地。公司继承了自动化院在工业自动化领域 30 年的科研成果，拥有强劲的技术实力，承担多项国家重大科技攻关和 863 项目，具有承接大型、复杂自动化工程的综合能力，尤其在智能控制技术、冶金工艺流程自动化成套技术、大型自动化工程规范和开发平台、激光检测和节能仪表技术等处于国内领先水平。

图表 4：冶金自动化研究设计院部分科研成果

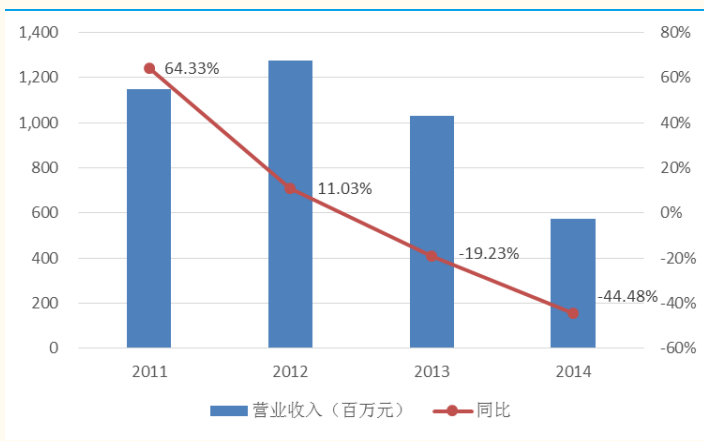
科研分类	科研成果名称	授予年份
授权专利	钢丝绳自系紧索具装置	2011年
	重载绝对式多圈旋变编码器	2011年
	一种基于ModBus现场总线协议的LED显示装置	2011年
	一种冶金电炉智能控制器	2010年
软件著作权	AGP光伏发电厂监控系统软件V1.0	2011年
	整流器智能控制软件V1.0	2011年
	AriEEM能源设备管理系统软件V2.0	2010年
获奖成果	7500kVA大功率IGCT交直交变频系统/国家科技进步奖	2010/2011年
	新122毫米自行榴弹炮研制/中国兵工集团科技进步奖	2010年
	钢铁企业冶金煤气动态预测与优化调度技术/冶金科学技术奖	2009年

来源：冶金自动化研究设计院网站，国金证券研究所

1.3、经营分析

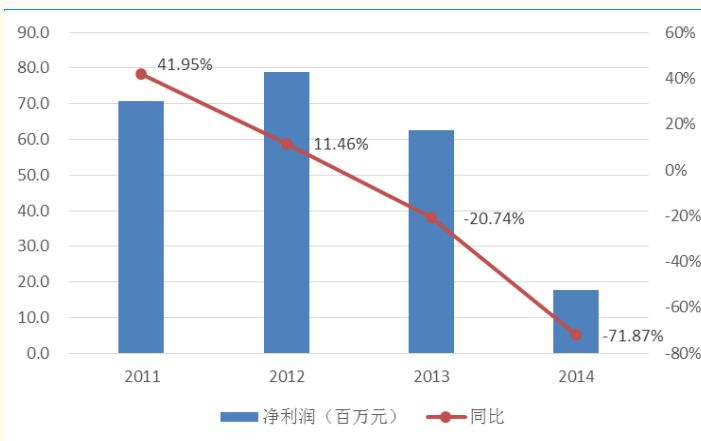
- **下游钢铁行业不景气致公司经营业绩大幅下降。**2014 年公司营业收入 5.72 亿元，同比下降 44.48%；归母净利润 1759 万元，同比下降 71.87%。公司业绩下降的主要原因在于，公司的销售服务对象主要集中在钢铁行业，受钢铁行业整体不景气的影响，冶金自动化市场竞争激烈，致使公司收入及利润大幅减少。

图表 5：2011-2014 年公司营业收入情况



来源：wind，国金证券研究所

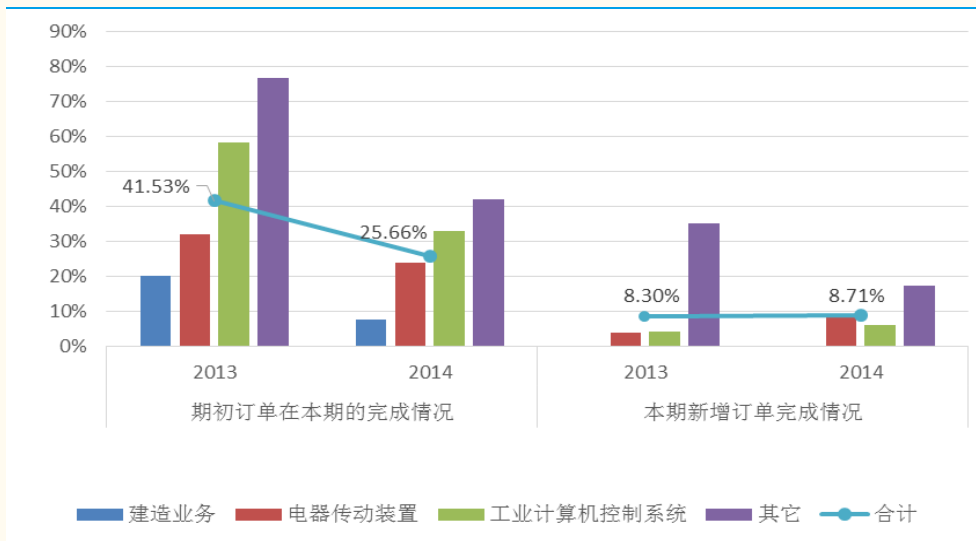
图表 6：2011-2014 年公司净利润情况



来源：wind，国金证券研究所

- **年内新签及完工项目减少。**由于钢铁行业的不景气，对冶金自动化产品的需求大幅降低，公司 2014 年度期初订单合计完成 25.66%，新增订单合计完成 8.71%，订单总体完成情况相比上年下滑较大。

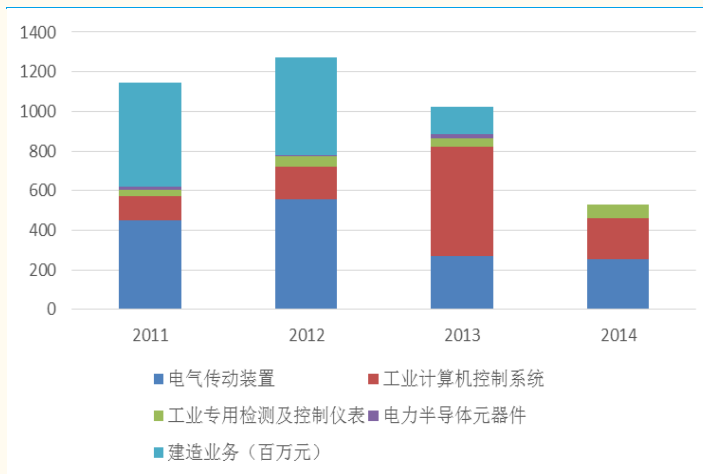
图表 7：2013-2014 年订单比较



来源：公司年报，国金证券研究所

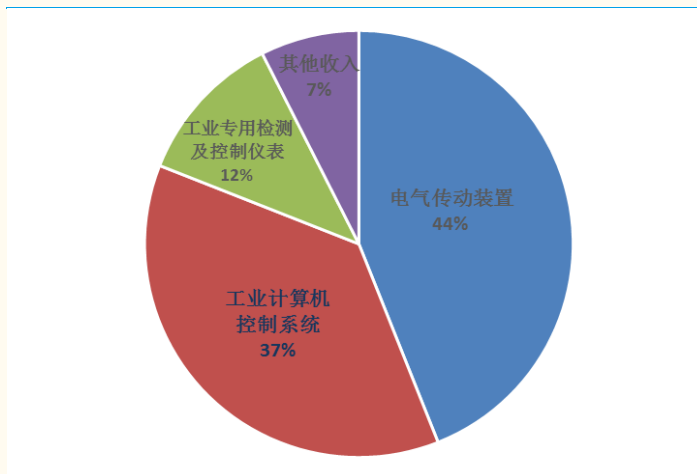
- **自动化“三电”产品占公司营业收入绝大部分。**公司目前主营产品为工业自动化领域的三电产业相关产品，包括工业计算机控制系统、电气传动装置、工业检测及控制仪表等。2014 年，三电产品合计占据公司营业总收入的 93%。

图表 8：2011-2014 公司各类产品收入情况



来源：wind，国金证券研究所

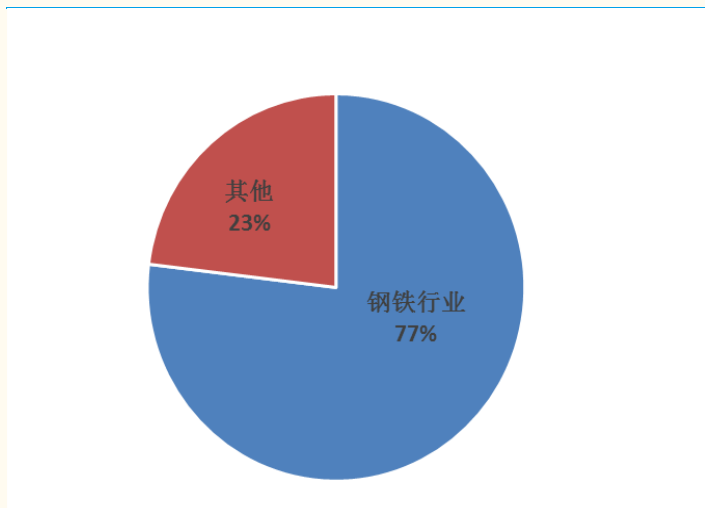
图表 9：2014 年三电产品收入比例



来源：wind，国金证券研究所

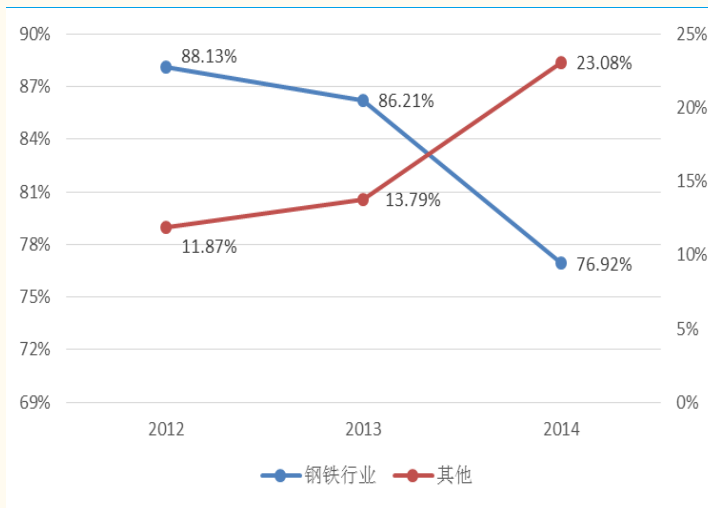
- **公司对下游钢铁行业依赖性较大，积极向其他领域拓展。**2014 年公司营收 77% 来自钢铁行业，2012-2014 年钢铁行业营收占比平均为 85%。针对目前过于集中的依赖性问题，公司通过扩大对外合作的范围，将冶金自动化领域的技术和产品尽可能地应用于轻工、建材、环保等行业。从目前来看已经取得了一定的效果，钢铁行业收入占比最近三年来逐渐下降，在一定程度上减少了对钢铁行业的依赖性。

图表 10：公司营业收入大部分来自钢铁行业



来源：wind，国金证券研究所

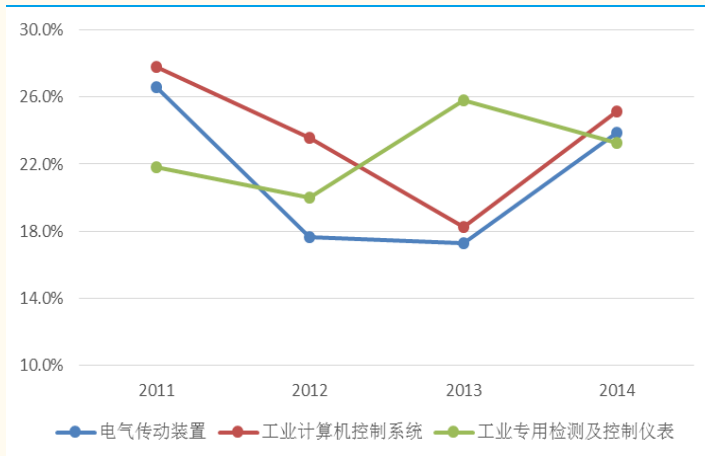
图表 11：近年来钢铁行业收入占比逐渐下降



来源：wind，国金证券研究所

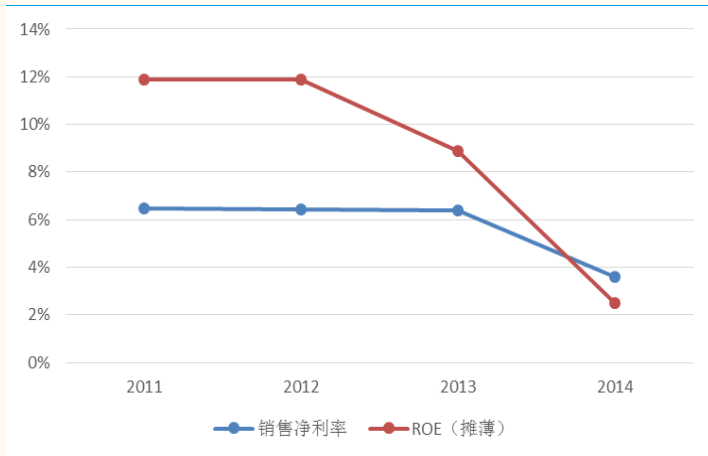
- 公司产品毛利率基本稳定、盈利能力因年内坏账损失增加而下滑。公司三电系列产品毛利率基本保持在 18%-30%之间。此外，2014 年公司应收账款账期延长导致坏账损失增加 2,548 万元，公司共计发生资产减值损失 3,263 万元，同比增加 366%，使得公司净利润受到影响而大幅减少，进而导致销售净利率和 ROE 相比去年下滑较大。

图表 12：产品毛利率在基本稳定



来源：wind，国金证券研究所

图表 13：公司盈利能力下滑



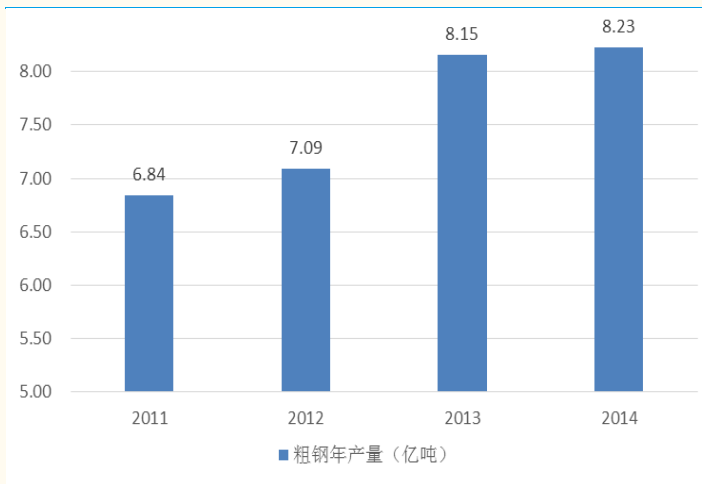
来源：wind，国金证券研究所

2、下游钢铁行业概况

2.1、下游钢铁行业产能过剩，未来发展将以提高质量和效益为核心

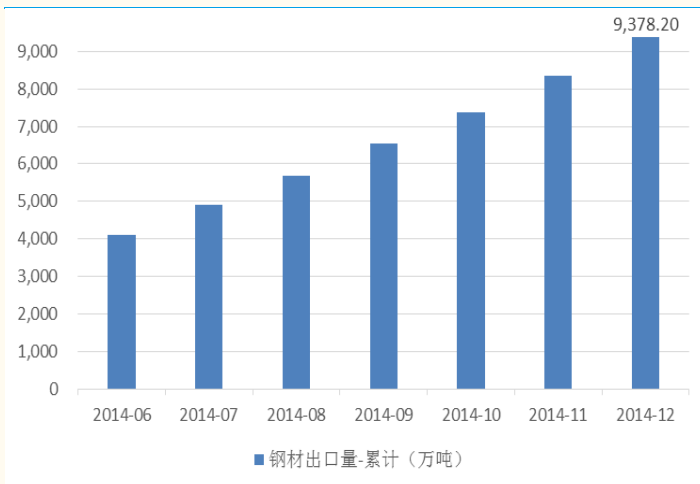
- 当前，我国经济已进入中高速增长的新常态，钢铁行业面临的形势也随之发生变化。2014 年，钢铁行业在化解过剩产能、节能减排等方面取得了新的进展。同时，由于下游行业需求减弱，钢材价格持续下跌，企业面临的经营形势依然严峻。
- 粗钢产量小幅增长，钢材出口量增幅较大。2014 年，我国粗钢产量达到 8.23 亿吨，同比增长 0.9%，约占全球粗钢产量的一半；全国粗钢产能已达 11.6 亿吨，产能过剩问题依然严重。另一方面，2014 年我国出口钢材 9378 万吨，同比增长 50.5%，这主要是由于发达国家经济有所复苏，使得国际上钢铁需求旺盛，带动了国内钢材出口的大幅增长。

图表 14：2011-2014 年粗钢产量



来源：国家统计局，国金证券研究所

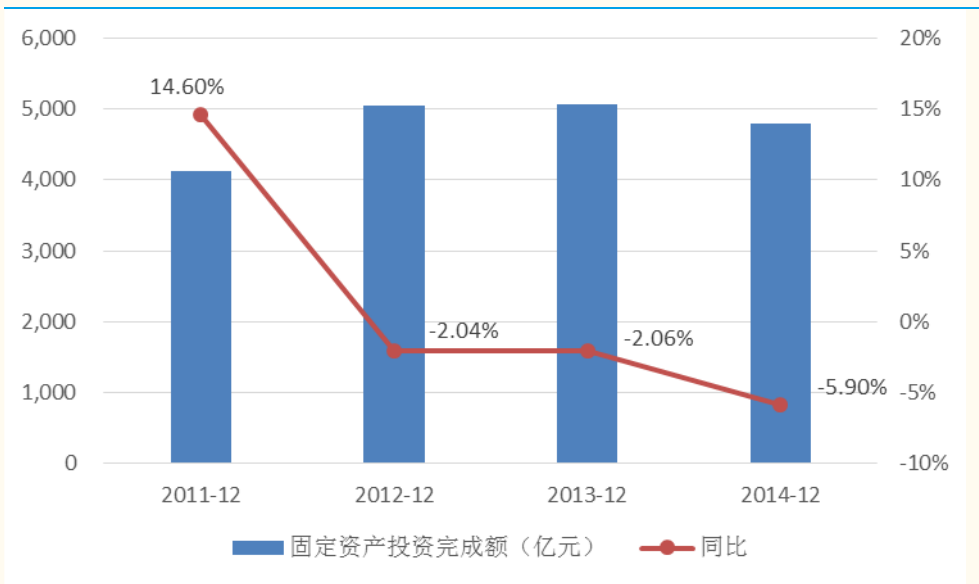
图表 15：2014 年钢材出口量增幅较大



来源：海关总署，国金证券研究所

- **固定资产投资速度下降，逐步化解产能过剩矛盾。**2014 年，我国钢铁行业固定资产投资 6,479 亿元，同比下降 3.8%。其中黑色金属（主要指钢铁）冶炼及压延业完成固定资产投资 4,789 亿元，同比下降 5.9%。从新项目情况看，2014 年新开工项目 2037 个，同比减少 215 个，产能盲目扩张态势得到控制；根据工信部规划，2015-2017 年钢铁工业要严格控制新增产能，优化产业布局，计划压缩 8,000 万吨钢铁产能。

图表 16：2011-2014 年黑色金属冶炼业固定资产投资情况



来源：国家统计局，国金证券研究所

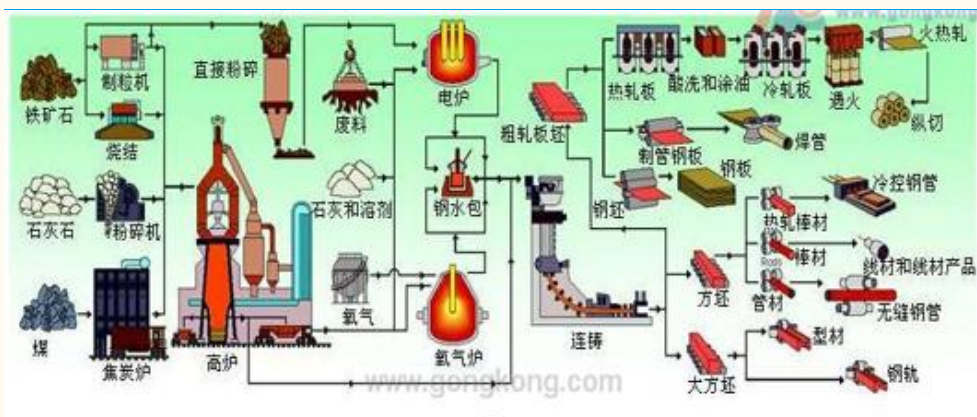
- **2015 年钢铁行业难言乐观，发展将以提高质量和效益为核心。**根据工信部发布的《2014 年钢铁运行情况和 2015 年展望》，整体看来，2015 年钢材市场供过于求的现状难以好转、出口将略有降低、钢材价格仍将低位徘徊、钢厂盈利状况难言乐观，钢材市场将依然弱势运行。2015 年钢铁行业将以提高质量和效益为核心，推进化解产能严重过剩问题、促进两化融合、提升企业竞争力和经营效益。

2.2、下游推进两化深度融合，自动化系统是转型升级基础

- **钢铁行业属于典型流程行业，自动化技术较为成熟，未来方向在于“互联网+”的应用。**从产品类型和生产工艺的组织方式上来看，钢铁行业属典型流程行业，以批量或连续的方式进行生产，广泛采用 PCS（过程控制系统），控制生产工艺条件的自动化设备比较成熟，生产车间的人员主要是管理、

监视和设备检修。结合工信部有关钢铁行业发展规划的文件，钢铁行业未来的发展的主要内容将是应用“互联网+”，把信息化技术应用的钢铁行业较为成熟的自动化系统中。

图表 17：冶金行业生产流程



来源：工控网，国金证券研究所

- **工业 4.0 时代，钢铁行业推进工业化和信息化深度融合。**工信部《2014 年钢铁运行情况和 2015 年展望》指出，2015 年钢铁行业发展的重心是高质量和效益。2015 年 1 月底，工信部印发《原材料工业两化深度融合推进计划（2015-2018 年）》，大力推进包括钢铁、石化、建材等原材料工业转型升级。在当前发达国家纷纷启动“再工业化”战略的背景下，加快推进原材料工业实现工业化和信息化的深度融合机不可失。在钢铁行业推进工业化和信息化深度融合的过程中，离不开冶金自动化产品和技术的支持

图表 18：原材料工业两化深度融合推进计划钢铁行业重点工程

重点工程	工程内容
数字化设计工具开发应用工程	产品生命周期管理（PLM）技术，计算机辅助设计工具（CAPP），动态仿真及控制优化技术
关键工艺流程数控化工程	选矿全流程智能控制系统、烧结机智能闭环控制系统、高炉专家系统等
智能工厂示范工程	实时生产信息管理系统，智能决策技术
供应链协同管理促进工程	供应链协同管理体系，大数据预报模型

来源：《原材料工业两化深度融合推进计划（2015-2018 年）》，国金证券研究所

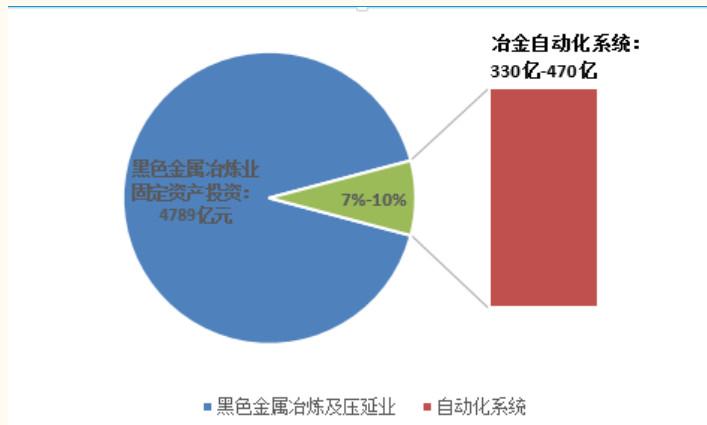
3、公司增长点

3.1、冶金自动化产品夯实钢铁行业转型升级基础

- **钢铁行业当下经历转型“阵痛”，未来焕发高效节能产业新面貌。**公司下游钢铁行业目前正处于化解过剩产能、节能减排的转型阶段。虽然目前钢铁行业经营形势严峻，但也应看到，钢铁行业在我国国民经济和未来国内外发展战略中仍占据着基础性的地位。目前，钢铁行业所经历的压缩产能、节能减排改造等转型升级“阵痛”，应该看作是对未来高效节能行业新面貌付出的必要成本。
- 2014 年，我国黑色金属冶炼及压延业固定资产投资下降 5.9%，但仍处于相对高位，投资总额达 4789 亿元。冶金自动化系统的改造一般占总投资的 7%-10%，根据近年来投资规模趋势，2015 年钢铁行业固定资产投资可能与上年持平或有小幅下降，按此规模和比例测算，2015 年钢铁行业在自动化系统方面的投资规模约为 330 亿-470 亿。此外，未来

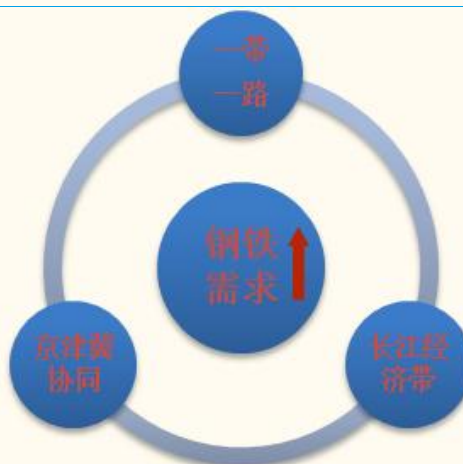
随着“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带等国家重点战略的推进，钢材需求将有所提升，自动化产品需求也有望随之增长。

图表 19：2015 年冶金自动化系统市场规模估算



来源：工信部，国金证券研究所

图表 20：国家发展战略将拉动钢铁需求上升



来源：工信部，国金证券研究所

- 公司从事冶金自动化行业多年，丰富的产品和技术助力钢铁行业实现转型升级。目前，钢铁行业正积极裁旧枝、接新芽，推进工业化和信息化的深度融合，这一过程离不开冶金自动化产品和技术的支持。公司从事冶金自动化产业多年，积累了丰富的产品和技术，在推动钢铁行业转型升级方面大有可为。公司秉持“立足冶金”的战略，主营业务冶金自动化产品基础扎实、技术领先，将继续在冶金自动化领域保持一定市场份额。

图表 21：公司研发的部分智能和节能型自动化产品

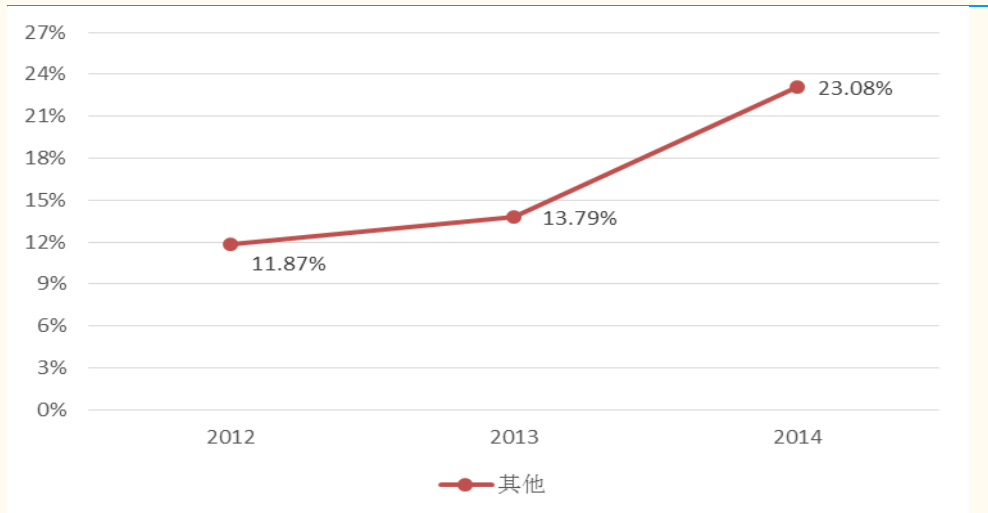
产品名称	主要用途	功能特点
Ariert中压变频器	风机、泵、研磨机等中压电动机变频调速场合	提高运行效率、降低电机能耗、实现节能环保
AriCC系列专用控制器	冶金生产过程、空气压缩机、鼓风机等的自动化	较高的可编程控制及人机界面一体化功能
KF-201数字测温仪	测量铁水、钢水及其他金属溶液温度	多种滤波方式、跟踪处理信号、大幅提高精度
智能电炉系列产品	电炉和钢包精炼炉自动化应用技术	网络扩展方便，实现与现有或新增的计算机、PLC通讯和信息交互

来源：公司网站，国金证券研究所

3.2、立足冶金行业开拓其他领域，码垛机器人项目落地实施

- 立足冶金，拓展其他应用领域。最近三年，公司营业收入中平均 85%来自钢铁行业，公司业绩对钢铁行业的依赖性明显，国家有关冶金工业的政策变化、国内外冶金行业自身景气程度的周期性波动均会对公司收入及利润产生较大影响。针对目前过于集中的行业依赖性，公司制定了“立足冶金，拓展外行业应用”的战略，不断扩大对外合作的范围，将工业自动化领域三电产业的技术和产品应用于轻工、石化、建筑、建材和环保等领域。2014 年，公司非钢铁领域实现营业收入 1.3 亿元，占公司总收入的比例首次超过 20%。

图表 22：公司非钢铁行业收入占比逐渐提高



来源：wind，国金证券研究所

- **介入码垛机器人应用市场。**公司凭借在冶金自动化行业积累的技术经验，开发了全自动机器人码垛系统。目前，可以为客户提供集开发、设计、制造、安装调试及售后服务为一体的机器人码垛自动化设备，产品涵盖各式物料输送机系统、机器人码垛系统、薄膜缠绕机、托盘输送系统等，可广泛应用于食品、啤酒、饮料、日化、医药、化肥、化工、建材及奶制品等行业。

图表 23：公司业务拓展：搬运/码垛解决方案供应商



来源：公司网站，国金证券研究所

图表 24：公司码垛机器人设备特点

- 1 保养方便：**维护简便、使用寿命超过10年
- 2 占地面积小：**最小的机器人码垛单元只有15平方米
- 3 适用性强：**产品尺寸变化时只需在触摸屏上修改即可
- 4 能耗低：**码垛机器人的功率为10kW，大大降低客户的长期运行成本

来源：公司网站资料整理，国金证券研究所

- **码垛机器人项目在东莞和北京落地实施。**公司生产的码垛机器人能大量节省人工成本，对于单台量产 900-1400 袋/小时、物料重量小于 50kg 的包装生产线，若使用公司的码垛机器人系统，只需要 1-2 名巡检员，即可照顾 5-10 条码垛生产线。公司推荐机器人的寿命是 10 年，设备的投入成本 2-3 年可以收回，剩下的 8 年完全为企业创收。公司目前已在东莞和北京有两个已实施的码垛机器人项目，其中东莞海大饲料项目为饲料袋单爪手、双工位码垛，输送能力为 900-1200 袋/小时；北京红牛项目为吸盘抓手、双码垛位置，输送能力为 1800-2200 箱/小时。

图表 25：东莞海大饲料有限公司机器人码垛项目



来源：公司网站，国金证券研究所

图表 26：北京红牛饮料公司机器人码垛项目



来源：公司网站，国金证券研究所

4、估值与投资建议

4.1、盈利预测

- 我们预测公司 2015-2017 年的主营业务收入分别为 6.33 亿元、7.28 亿元、8.48 亿元，分别同比增长 10.7%、15.0%、16.5%；归母净利润分别为 3900 万元、4700 万元、5400 万元，分别同比增长 122%、19%、15%。EPS 分别为 0.18/0.21/0.24 元，对应 PE 分别为 99/83/72 倍。

4.2、投资建议

- 考虑到公司在冶金自动化领域丰厚的技术积淀、非钢铁领域业务持续拓展、码垛机器人项目的落地实施，我们给予公司“买入”评级。

图表 27：公司主营业务收入拆分

项 目	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
电气传动装置						
销售收入（百万元）	558.24	271.16	251.50	265.00	290.00	320.00
增长率（YOY）	24.25%	-51.43%	-7.25%	5.37%	9.43%	10.34%
毛利率	17.65%	17.27%	23.87%	23.00%	23.00%	23.00%
销售成本（百万元）	459.71	224.33	191.47	204.05	223.30	246.40
增长率（YOY）	39.39%	-51.20%	-14.65%	6.57%	9.43%	10.34%
毛利（百万元）	98.53	46.83	60.03	60.95	66.70	73.60
增长率（YOY）	-17.52%	-52.47%	28.20%	1.53%	9.43%	10.34%
占总销售额比重	43.77%	26.32%	43.97%	41.86%	39.84%	37.74%
占主营业务利润比重	48.89%	27.34%	44.18%	41.38%	39.21%	37.06%
工业计算机控制系统						
销售收入（百万元）	161.00	549.81	211.71	230.00	255.00	290.00
增长率（YOY）	31.04%	241.50%	-61.49%	8.64%	10.87%	13.73%
毛利率	23.56%	18.24%	25.11%	25.00%	25.00%	25.00%
销售成本（百万元）	123.07	449.52	158.55	172.50	191.25	217.50
增长率（YOY）	38.70%	265.26%	-64.73%	8.80%	10.87%	13.73%
毛利（百万元）	37.93	100.29	53.16	57.50	63.75	72.50
增长率（YOY）	11.14%	164.38%	-46.99%	8.16%	10.87%	13.73%
占总销售额比重	12.62%	53.37%	37.01%	36.33%	35.03%	34.20%
占主营业务利润比重	18.82%	58.54%	39.12%	39.04%	37.47%	36.51%
工业专用检测及控制仪表						
销售收入（百万元）	52.15	41.83	66.12	90.00	130.00	180.00
增长率（YOY）	67.68%	-19.79%	58.07%	36.12%	44.44%	38.46%
毛利率	19.98%	25.79%	23.26%	23.50%	24.00%	24.00%
销售成本（百万元）	41.73	31.04	50.74	68.85	98.80	136.80
增长率（YOY）	71.57%	-25.61%	63.46%	35.69%	43.50%	38.46%
毛利（百万元）	10.42	10.79	15.38	21.15	31.20	43.20
增长率（YOY）	53.76%	3.54%	42.56%	37.52%	47.52%	38.46%
占总销售额比重	4.09%	4.06%	11.56%	14.22%	17.86%	21.23%
占主营业务利润比重	5.17%	6.30%	11.32%	14.36%	18.34%	21.75%
其他						
销售收入（百万元）	503.99	167.31	42.64	48.00	53.00	58.00
增长率（YOY）	-7.61%	-66.80%	-74.51%	12.57%	10.42%	9.43%
毛利率	10.84%	8.01%	17.14%	16.00%	16.00%	16.00%
销售成本（百万元）	449.35	153.91	35.33	40.32	44.52	48.72
增长率（YOY）	-10.67%	-65.75%	-77.05%	14.12%	10.42%	9.43%
毛利（百万元）	54.64	13.40	7.31	7.68	8.48	9.28
增长率（YOY）	28.56%	-75.48%	-45.45%	5.06%	10.42%	9.43%
占总销售额比重	39.52%	16.24%	7.45%	7.58%	7.28%	6.84%
占主营业务利润比重	27.11%	7.82%	5.38%	5.21%	4.98%	4.67%
销售总收入（百万元）	1275.38	1030.11	571.97	633.00	728.00	848.00
销售总成本（百万元）	1073.86	858.81	436.09	485.72	557.87	649.42
毛利（百万元）	201.52	171.30	135.88	147.28	170.13	198.58
平均毛利率	15.80%	16.63%	23.76%	23.27%	23.37%	23.42%

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	1,275	1,030	572	633	728	848
增长率		-19.2%	-44.5%	10.7%	15.0%	16.5%
主营业务成本	-1,074	-859	-436	-486	-558	-649
%销售收入	84.2%	83.4%	76.2%	76.7%	76.6%	76.6%
毛利	202	171	136	147	170	199
%销售收入	15.8%	16.6%	23.8%	23.3%	23.4%	23.4%
营业税金及附加	-8	-6	-3	-3	-4	-4
%销售收入	0.6%	0.6%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-22	-24	-20	-25	-28	-33
%销售收入	1.7%	2.3%	3.6%	3.9%	3.9%	3.9%
管理费用	-86	-89	-76	-82	-95	-110
%销售收入	6.7%	8.6%	13.2%	13.0%	13.0%	13.0%
息税前利润 (EBIT)	86	52	37	37	43	51
%销售收入	6.8%	5.0%	6.5%	5.9%	6.0%	6.0%
财务费用	6	9	5	-1	2	2
%销售收入	-0.4%	-0.9%	-0.8%	0.1%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	6	-7	-33	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	3	8	7	7	7
%税前利润	1.0%	4.3%	31.9%	14.1%	12.0%	10.5%
营业利润	98	57	17	43	52	60
营业利润率	7.7%	5.5%	3.0%	6.9%	7.2%	7.1%
营业外收支	-2	19	7	6	6	6
税前利润	97	76	24	49	58	66
利润率	7.6%	7.4%	4.2%	7.8%	8.0%	7.8%
所得税	-15	-10	-3	-7	-9	-10
所得税率	15.1%	13.0%	14.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	82	66	20	42	50	57
少数股东损益	3	3	3	3	3	3
归属于母公司的净利润	79	63	18	39	47	54
净利率	6.2%	6.1%	3.1%	6.2%	6.4%	6.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	82	66	20	42	50	57
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	4	17	43	10	11	13
非经营收益	-1	-5	-9	-12	-13	-13
营运资金变动	95	29	-195	45	21	10
经营活动现金净流	180	106	-141	86	69	66
资本开支	-5	-20	-30	-24	-27	-32
投资	-12	-70	-96	0	0	0
其他	1	3	-101	7	7	7
投资活动现金净流	-16	-87	-227	-17	-20	-25
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	60	-60	0	0
其他	-10	-26	2	-2	-11	-11
筹资活动现金净流	-10	-26	62	-62	-11	-11
现金净流量	153	-6	-306	7	38	30

资产负债表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	366	358	61	67	105	135
应收款项	645	502	480	492	564	653
存货	694	681	789	798	734	818
其他流动资产	274	122	204	197	217	243
流动资产	1,980	1,663	1,534	1,555	1,620	1,850
%总资产	91.2%	85.9%	79.8%	79.2%	79.0%	80.2%
长期投资	15	85	181	181	181	181
固定资产	150	143	163	173	185	202
%总资产	6.9%	7.4%	8.5%	8.8%	9.0%	8.7%
无形资产	13	30	28	38	47	56
非流动资产	191	274	389	409	430	456
%总资产	8.8%	14.1%	20.2%	20.8%	21.0%	19.8%
资产总计	2,171	1,936	1,923	1,964	2,050	2,305
短期借款	0	0	60	0	0	0
应付款项	1,465	1,182	1,122	1,176	1,217	1,422
其他流动负债	16	19	18	34	41	46
流动负债	1,481	1,201	1,200	1,211	1,258	1,468
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	11	16	2	2	2	2
负债	1,492	1,217	1,202	1,213	1,260	1,470
普通股股东权益	665	703	702	730	765	808
少数股东权益	14	16	19	22	25	28
负债股东权益合计	2,171	1,936	1,923	1,964	2,050	2,305

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	0.353	0.280	0.079	0.175	0.208	0.239
每股净资产	2.973	3.144	3.140	3.265	3.423	3.612
每股经营现金净流	0.804	0.476	-0.630	0.382	0.309	0.295
每股股利	0.080	0.100	0.060	0.050	0.050	0.050
回报率						
净资产收益率	11.87%	8.89%	2.50%	17.04%	16.85%	11.23%
总资产收益率	3.63%	3.23%	0.91%	5.18%	6.37%	4.10%
投入资本收益率	10.78%	6.28%	4.10%	12.67%	14.45%	9.27%
增长率						
主营业务收入增长率	11.03%	-19.23%	-44.48%	10.67%	15.01%	16.48%
EBIT 增长率	-9.12%	-39.74%	-28.16%	-0.51%	17.02%	17.42%
净利润增长率	11.44%	-20.73%	-71.87%	122.08%	19.04%	15.05%
总资产增长率	3.09%	-10.83%	-0.70%	179.75%	-5.05%	14.80%
资产管理能力						
应收账款周转天数	81.9	104.1	194.4	190.0	185.0	180.0
存货周转天数	239.3	292.4	615.3	600.0	480.0	460.0
应付账款周转天数	125.5	161.6	260.0	270.0	275.0	280.0
固定资产周转天数	42.9	50.5	99.7	92.5	83.1	74.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-53.89%	-49.76%	-0.04%	2.75%	-15.17%	-4.99%
EBIT 利息保障倍数	-15.7	-5.9	-7.7	26.2	20.3	18.5
资产负债率	68.71%	62.84%	62.51%	68.71%	61.06%	62.32%

来源：公司年报、国金证券研究所

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为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：021-60753903

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