

柳工 (000528.SZ) 工程机械行业

评级：买入 首次评级

公司研究

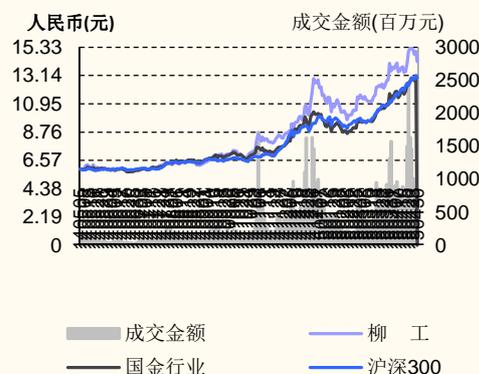
市场价格(人民币): 14.20元

目标价格(人民币): 20.00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)	1,125.09
总市值(百万元)	15,978.44
年内股价最高最低(元)	15.34/5.70
沪深300指数	4749.89
深证成指	14818.64



公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.298	0.176	0.221	0.307	0.383
每股净资产(元)	8.30	8.08	8.06	8.11	8.25
每股经营性现金流(元)	0.96	0.49	1.82	0.80	0.66
市盈率(倍)	21.35	71.31	62.28	44.92	35.98
行业优化市盈率(倍)	5.98	9.01	10.51	10.51	10.51
净利润增长率(%)	20.41%	-40.77%	25.42%	38.64%	24.84%
净资产收益率(%)	3.59%	2.18%	2.75%	3.78%	4.64%
总股本(百万股)	1,125.24	1,125.24	1,125.24	1,125.24	1,125.24

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 海内外市场齐头并进打造世界级企业, 畅享“一带一路”增量空间。柳工地处广西柳州, 地理位置邻近越南等东南亚发展中国家, 可谓是“一带一路”推动我国基建设备出口的最大受益者之一。2014年中国工程机械行业海外市场占比仅约10%, 而柳工的海外收入占比约25%, 仅次于三一重工位居行业第二, 是海外布局最早的工程机械企业。公司体量较小, 出口增量对公司业绩弹性大, 有望持续受益于“一带一路”建设。
- 高端产品研发, 引领国内工程机械技术发展。面对产能过剩、市场竞争激烈等不利因素, 公司长期追求对技术的革新, 注重与海外先进技术的合作, 已建立多个合资公司, 研发产品在技术性能、可靠作业效率上均保持了行业领先地位, 并已获得国内外中高端客户的认可与海外发达市场营销突破。
- 柳工是广西省国资委旗下重点企业。公司管理层表示, 下一步改革的重点在于通过创新加强公司绩效激励体系。公司管理层目前基本没有持股, 对于变革的诉求明确, 有较强动力实现员工持股计划。我们认为公司存在极大的资产注入和激励机制变革的可能性。

盈利预测与估值

- 考虑到“一带一路”推动铁路、电力、通信、工程机械等装备走出去为工程机械提供的需求支撑。公司以装载机、挖掘机产品为核心, 着力发展叉车业务为业绩新增点; 产品向大型高端化转型, 加速发展核心零部件及供应链优化, 极力打造融资租赁、维保服务和配件等后市场竞争力, 形成提供全面解决方案的能力; 打造精益化产业链价值, 着眼于新兴市场以及区域性发展战略, 提升公司核心竞争力。
- 预计2015-2017年公司主营业务收入分别可达115.80亿元、133.00亿元和154.70亿元, 同比增长12.5%、14.9%、16.3%; 归属母公司净利润达2.49亿元、3.45亿元和4.31亿元, 同比增长25.42%、38.64%和24.84%; EPS分别为0.22元、0.31元和0.38元(考虑摊薄后), 给予“买入”评级, 年内目标价20元。

风险

- 行业增速继续放缓、产能过剩风险; 市场无序竞争冲击市场份额; 原材料成本大幅上升的风险; 基建投资不达预期等。

潘贻立 分析师 SAC 执业编号: S1130515040004
(8621)60230252
panyili@gjzq.com.cn

内容目录

业绩表现优于同业，产品线结构不断优化.....	4
柳工是我国工程机械第一家上市公司.....	4
产品线结构不断优化，三大产品齐头并进.....	4
业绩经历低谷，下半年有望回暖.....	4
公司提出明确的业绩目标和三大战略部署.....	5
国内工程机械行业下半年有望触底回升.....	5
海内外市场齐头并进打造世界级企业，畅享“一带一路”增量空间.....	7
地处广西邻近东南亚，有望持续受益于“一带一路”建设.....	7
最早期布局海外市场的工程机械企业.....	7
多项海外技术合作，研发优势业内公认.....	8
集团层面国企改革，股权激励加资产注入.....	9
柳工是国企改革第一梯队成员.....	9
盈利预测与估值.....	10
盈利预测与估值.....	10
风险.....	10

图表目录

图表 1：公司近年来主营业务收入情况——按产品拆分.....	4
图表 2：主营业务毛利率稳定上升.....	4
图表 3：公司近年来营业收入持续下降.....	5
图表 4：近年来净利润大幅下滑后在低位探底.....	5
图表 5：工程机械近年来销量及增幅.....	6
图表 6：工程机械行业固定资产净值.....	6
图表 7：公司近年来国内外收入增长情况.....	8
图表 8：公司 2014 年主营业务国内外收入占比.....	8
图表 9：公司主营业务收入拆分.....	11

业绩表现优于同业，产品线结构不断优化

柳工是我国工程机械第一家上市公司

- 公司自 1993 年上市以来，主营业务已扩展为装载机、挖掘机、起重机、压路机、叉车、推土机等一系列工程机械及配件的研发、生产、销售、售后维修和融资租赁业务等，销售面向全球 130 多个国家和地区。

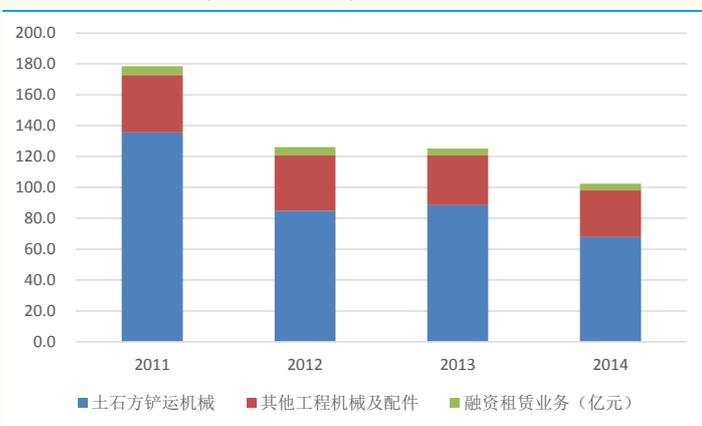
产品线结构不断优化，三大产品齐头并进

- **挖掘机优势地位稳固，产品结构战略调整方案明确。**公司的挖掘机产品的技术和品质处于国内行业领先水平，尤其是目前推出的 E 系列产品已达到国际先进水平。挖机技术门槛较高，公司的挖掘机业务目前和三一同处于国内龙头地位。公司 2014 年的国内市场挖掘机销量增速达到行业第一，2015 年的公挖掘机销量预计将超过 10 万台。
- **业绩优于同行平均水准。**在近年来严峻的行业形势下，公司业绩优于同行平均水准，其中装载机继续保持行业领先地位，挖掘机和压路机逆势增长，高于行业平均 22 个百分点，压路机行业增速位于前列，高于行业平均 12 个百分点。装载机业务方面，公司预计 2015 年中国装载机市场整体有望增长 5-10%，未来挖掘机有望在市场上逐步取代装载机，公司主要着力于欧美高端市场的发展。
- **大力拓展叉车市场，致力于打造全产品线世界级企业。**随着我国劳动力成本的快速上升，叉车替代的经济性日益凸显。同时，国内物流行业迅速发展也带动了叉车等物流装备的销售增长，未来市场空间巨大。公司除装载机和挖掘机外，计划将叉车发展成为第三大主业，努力提高叉车市场份额，其他工程机械齐头并进，致力于打造成拥有最全工程机械产品线及解决方案的世界级企业。
- **起重机业务长期拖累业绩，公司正积极处理。**公司的起重机、混凝土机械业务受制于国内房地产低迷，今年预计实现小幅回升。公司针对导致整体业绩拖累的起重机和推土机业务积极采取结构化调整措施。2014 年公司已关闭天津工厂，将推土机业务（2013 年亏损 6,364 万元，2014 年前 11 月亏损 6,300 万元）转移至常州经营，提升管理效率与运营能力，增厚公司利润。2015 年，公司计划对亏损严重的安徽起重机进行战略性处理，进一步优化资产，高效化控制营业成本，改善闲置资产与设备利用率。

业绩经历低谷，下半年有望回暖

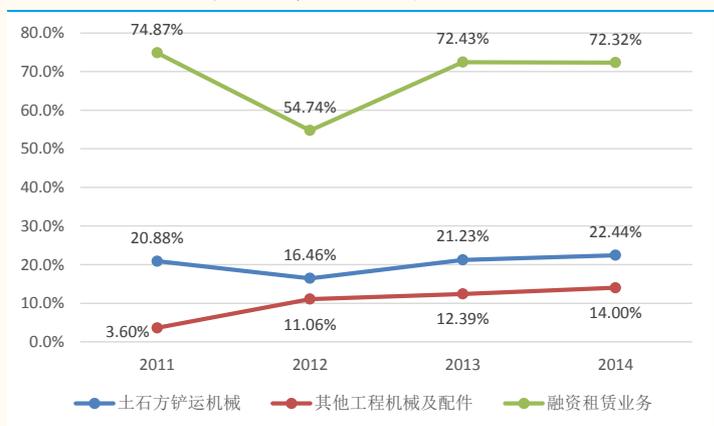
- 回顾 2010-2014 年，公司营业收入在 2011 年达到顶点为 179 亿元，之后持续下降探底，到 2014 年已降至 103 亿元，与去年相比，同比减少 18.21%，相比中联重科（32.93%），下降幅度较少，同时公司也是工程机械行业中计提政策最为稳健的企业。

图表 1：公司近年来主营业务收入情况——按产品拆分



来源：公司资料，国金证券研究所

图表 2：主营业务毛利率稳定上升



来源：公司资料，国金证券研究所

- 公司净利润降至低位徘徊。2010 年至 2014 年，公司净利润下降至 1.92 亿

元，只在 2013 年出现短暂回升。受经济低迷，主营下降影响，2014 年净利润同比减少 41.78%，相比三一（预计降幅 60%）、中联（84.11%），净利润降幅较小。

图表 3：公司近年来营业收入持续下降



来源：公司资料，国金证券研究所

图表 4：近年来净利润大幅下滑后在低位探底



来源：公司资料，国金证券研究所

公司提出明确的业绩目标和三大战略部署

- 公司年复合增长欲达 15%。公司今年全年的销售收入目标要超过 110 亿元，长期经营目标是 5 年后销售规模突破 300 亿元。
- 为实现目标，柳工将实施三大战略：1) 强化装备制造业的全球竞争力，巩固和提升工程机械的全球竞争力，加速发展建筑机械和压缩机产业，提升装备制造业的关键零部件市场开拓；2) 以中国消费和全球消费为核心，探索消费服务产业；3) 构建链接装备制造业和消费服务产业的金融纽带。

国内工程机械行业下半年有望触底回升

- 由于我国经济的持续结构调整以及固定资产投资增速减缓，使相关业务的较大存量设备开工率低、上下游新增设备需求低迷、产能过剩与库存增加。工程机械行业经过 2011 年至今的 4 年调整，需求仍处于低位，2014 年中国主要土方工程机械产品（装载机、挖掘机、推土机、压路机、平地机）行业销量持续下滑约 20%，大部分企业的盈利均出现了大幅度下滑。2015 年 2-3 月属于传统销售旺季，工程机械销量亦十分低迷。
- 工程机械的销售 80% 依赖信用销售，下游投资则受利率影响较大，2015 年国内进入降息周期，投资商可能补库存，行业需求虽仍处于低位，但下降幅度已逐步收窄，预计今年二季度产业持续去库存去杠杆化的情况将在二季度将得到改善。公司管理层认为，工程机械行业基本面一季度已触底，下半年销量有望逐步回暖。
- 2015 年全球经济增长略好于 2014 年，但仍然存在较多的不确定性和不稳定性。美国经济将保持回升态势，欧日经济将依然低迷，中国经济仍处面临结构性调整和经济下行压力，GDP 增速在 7% 左右，固定资产投资将继续维持稳中略降的态势，但棚户区和危房改造、城市地下管网等民生项目，重大水利工程建设，物流仓储设施，高速铁路、机场、公路、地铁等交通基础设施，仍有巨大的投资需求空间。同时，“一带一路”的国际合作平台建设也将使更多的企业受益于境外基础设施建设和国际产能合作，推动铁路、电力、通信、工程机械等装备走出去，这将为工程机械需求提供一定的支撑。
- 国际市场方面，近几年发展中国家经济增量整体放缓，工程机械需求情况与中国类似。去年受到全球政治与经济波动双影响，公司的海外市场业务除北美、日本市场外，盈利有近 30% 的跌幅，其中俄罗斯市场波动影响最大，产品销量减少 80%。公司认为，未来国际市场会有所回暖，2015 年全球行业将达到 4% 左右的增幅。

因此中长期看，楼市新政影响地产投资预期改善，以及亚投行推进“一带

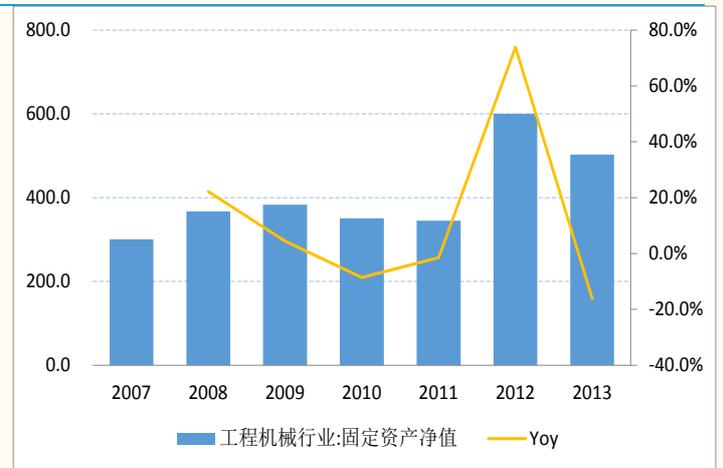
一路”战略加速，帮助消化国内设备过剩产能，货币宽松和地产调控放松将为国内地产投资复苏带来多重利好，工程机械行业长期发展前景将得到改善。2015年预计工程机械行业增幅5%。

图表 5：工程机械近年来销量及增幅



来源：公司资料，国金证券研究所

图表 6：工程机械行业固定资产净值



来源：公司资料，国金证券研究所

海内外市场齐头并进打造世界级企业，畅享“一带一路”增量空间

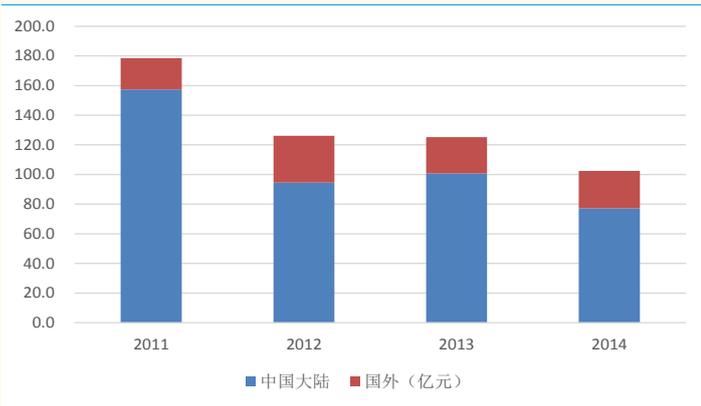
地处广西邻近东南亚，有望持续受益于“一带一路”建设

- **“一带一路”愿景与行动正式发布，市场给予高度关注。**近日发布的《一带一路愿景与行动》中明确指出未来将以福建和新疆作为中亚欧海上丝绸之路核心区，广西和云南则分别是门户和辐射区域，西南地区要发挥广西与东盟国家陆海相邻的独特优势，形成 21 世纪海上丝绸之路与丝绸之路经济带有机衔接的重要门户；发挥云南区位优势，建设成为面向南亚、东南亚的辐射中心；推进西藏与尼泊尔等国家边境贸易和旅游文化合作。
- **“一带一路”打开未来基建市场空间。**“一带一路”欧亚丝绸之路被誉为中国版的马歇尔计划，核心目的是对内加强区域协同、消化过剩产能，由政府承担贷款风险；对外带动产能输出、拓展外交、促进金融通和人民币国际化。
- **公司地域优势明显，尽享区域发展红利。**柳工地处广西柳州，地理位置邻近越南等东南亚发展中国家，可谓是“一带一路”推动我国基建设备出口的最大受益者之一。

最早期布局海外市场的工程机械企业

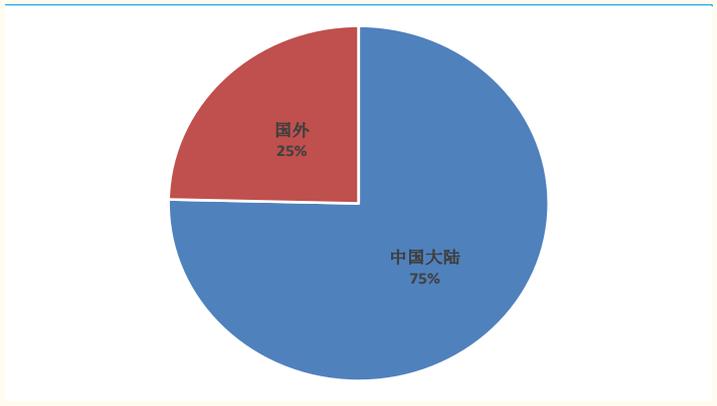
- **2014 年公司海外收入占比约 25%，仅次于三一重工位居行业第二，是海外布局最早的工程机械企业。**由于海外出口毛利率较低，预计随着海外基建投资加速海外业务以及国家政策推动，海外收入增速有望提升至 20% 以上，毛利率也将进一步提升。据统计，2014 年中国工程机械行业海外市场占比仅约 10%，而柳工的出口业务占比高达 25%，在行业中保持遥遥领先。公司目前海外收入以出口贸易为主，还未设立海外较大规模生产基地。公司拟投资 3,000 万元人民币于巴西圣保罗州投资建设制造基地。尽管投资规模相对较小，但这是柳工放眼全球、拓展海外市场迈出的又一步。与其他工程机械企业相比，公司体量较小，出口增量对公司业绩弹性大，有望持续受益于“一带一路”建设。
- **成熟布局全球经销模式，国际市场竞争力突出。**公司长期以来都非常注重国际市场，在海外销售渠道、采购系统、全球服务和配件供给网络的搭建上投入了大量的人力和物力，经销模式非常成熟，现已拥有 260 多家经销商，遍及 130 多个国家，公司海外市场部员的国际语言多达 50 多种。2014 年公司成立柳工机械香港有限公司，打造柳工境外业务的贸易平台、资金管理平台、融资平台等服务性业务，为海外经销商销售、融资等方面提供便利，拓展公司价值链，为扩大国际业务奠定基础。
- 柳工的产品定价较国际主要竞争对手普遍低 20% 左右，同时，公司目前在北美提供的质保期是市场中最长的，而产品利润率依然能够保持稳健的原因在于：公司的主要零部件来自合资公司，可借助中国较低的劳动力成本优势和规模效应。
- 随着欧美工程机械高端市场需求逐步提升，以及公司产品结构和毛利率的持续改善，未来公司搭乘“一带一路”建设东风，扩大亚洲地区基础设施建设欠发达国家市场规模的同时，将积极进军欧美高端设备市场，凭借其区域优势和技术竞争力在未来几年的海外市场竞争中脱颖而出。

图表 7：公司近年来国内外收入增长情况



来源：公司资料，国金证券研究所

图表 8：公司 2014 年主营业务国内外收入占比



来源：公司资料，国金证券研究所

多项海外技术合作，研发优势业内公认

- 注重高端产品研发，引领国内工程机械技术发展。**过去几年，面对全球工程机械市场的激烈竞争及需求大幅波动给经营带来的巨大挑战，公司经营业绩出现下滑。面对行产能过剩、市场竞争激进等不利因素，公司对外持续倡导行业回归价值向的规范化竞争，对内持续加强产品技术研发与贮备，确保公司的可持续发展。公司长期追求对技术的革新，全年研发费用的投入比例占公司主营业务收入 4.05%。2014 年，公司的国家土石方机械研发中心成功完成验收，目前在全球范围内已拥有 4 个国际联合研发平台，外籍研发人员 1000 多人；此外，公司建立柳工科学家体系建设，外籍占比达 20%。公司认为，未来市场需求以产品更新换代为主，去年已全面开展 15 条产品线的更新工作，挖掘机、压路机等系列新产品陆续上市。

公司积极研发满足欧美 IV 阶段排放需求的装载机、挖掘机、压路机、滑移装载机和叉车，目前的 18 套定位欧美 IV 阶段需求的全系列高端产品及配套零件已进入试验阶段，预计 2015 年将陆续投放至欧美高端市场，未来的长期目标是建立 10% 以上的市场份额。同时，公司提升研究成果应用，公司的减震降噪技术的成功运用，使公司装载机、挖掘等产品在声指标方面达到国际领先水平。

- 海外先进技术合作，建立多个合资公司。**公司与国际间企业技术合作密切，深化与美国康明斯（发动机领域）、德国采埃孚 ZF（传动件领域）、五菱等世界一流企业在装载机、挖掘机、高端零部件领域的国际合资项目，进行了一系列产品的联合研发并逐步实现批量销售，这些核心技术与关键零部件的应用开发，使柳工的产品在技术性能、可靠作业效率上均保持了行业领先地位，并已获得国内外中高端客户的认可与海外发达市场营销突破。管理层表示，未来公司的盈利点仍不在于价格战，而将更加注重产品的创新性以及渠道的搭建。

集团层面国企改革，股权激励加资产注入

柳工是国企改革第一梯队成员

- **广西省国资委旗下重点企业，管理层目前基本没有持股。**柳工集团目前持有公司 34.98% 股份，实际控制人为广西国资委。集团总裁兼公司董事长表示柳工将积极响应国家号召，下一步改革的重点在于通过创新加强公司绩效激励体系。公司管理层目前基本没有持股，对于变革的诉求明确，有较强动力实现员工持股计划。同时，公司历来的销售政策偏于谨慎，如果采取激励将充分调动销售的积极性，有利于公司业绩和市场份额的加速提升。柳工作为广西省国资委旗下重点企业，未来将成为受益于国企改革政策推进的第一梯队成员。
- **集团优质资产整合动力强。**目前集团内有桩工机械业务，适合注入上市公司，净利润约占上市公司的 10% 左右。我们认为公司存在极大的资产注入和激励机制变革的可能性。广西区政府近期已就国企改革开展了广泛的企业调研，预计上半年有望出台具体实施政策，公司将在政府出台国改细则后，积极加快改革步伐。

盈利预测与估值

盈利预测与估值

- 考虑到“一带一路”推动铁路、电力、通信、工程机械等装备走出去为工程机械提供的需求支撑。公司以装载机、挖掘机产品为核心，着力发展叉车业务为业绩新增点；产品向大型高端化转型，加速发展核心零部件及供应链优化，极力打造融资租赁、维保服务和配件等后市场竞争力，形成提供全面解决方案的能力；打造精益化产业链价值，着眼于新兴市场以及区域性发展战略，提升公司核心竞争力。
- 我们首次对公司进行盈利预测，预计 2015-2017 年的主营业务收入分别可达 115.80 亿元、133.00 亿元和 154.70 亿元，同比增长 12.5%、14.9%、16.3%；归属母公司净利润达 2.49 亿元、3.45 亿元和 4.31 亿元，同比增长 25.42%、38.64%和 24.84%；EPS 分别为 0.22 元、0.31 元和 0.38 元（考虑摊薄后），给予“买入”评级，年内目标价 20 元。

风险

- 行业增速继续放缓、产能过剩风险；市场无序竞争冲击市场份额；原材料成本大幅上升的风险；基建投资不达预期等。

图表 9: 公司主营业务收入拆分

项 目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
土石方铲运机械					
销售收入 (百万元)	8,846.78	6,778.43	7,650.00	8,780.00	10,200.00
增长率 (YOY)	4.36%	-23.38%	12.86%	14.77%	16.17%
毛利率	21.23%	22.44%	22.00%	22.00%	22.00%
销售成本 (百万元)	6,968.61	5,257.35	5,967.00	6,848.40	7,956.00
增长率 (YOY)	-1.60%	-24.56%	13.50%	14.77%	16.17%
毛利 (百万元)	1,878.17	1,521.08	1,683.00	1,931.60	2,244.00
增长率 (YOY)	34.60%	-19.01%	10.65%	14.77%	16.17%
占总销售额比重	70.05%	65.85%	66.06%	66.02%	65.93%
占主营业务利润比重	71.86%	67.16%	66.88%	67.26%	67.51%
其他工程机械及配件					
销售收入 (百万元)	3,338.56	3,083.60	3,450.00	3,990.00	4,680.00
增长率 (YOY)	-6.85%	-7.64%	11.88%	15.65%	17.29%
毛利率	12.39%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%
销售成本 (百万元)	2,924.91	2,651.90	2,967.00	3,431.40	4,024.80
增长率 (YOY)	-8.24%	-9.33%	11.88%	15.65%	17.29%
毛利 (百万元)	413.65	431.70	483.00	558.60	655.20
增长率 (YOY)	4.36%	4.37%	11.88%	15.65%	17.29%
占总销售额比重	26.43%	29.96%	29.79%	30.00%	30.25%
占主营业务利润比重	15.83%	19.06%	19.19%	19.45%	19.71%
融资租赁业务					
销售收入 (百万元)	444.33	431.38	480.00	530.00	590.00
增长率 (YOY)	-19.60%	-2.91%	11.27%	10.42%	11.32%
毛利率	72.43%	72.32%	73.00%	72.00%	72.00%
销售成本 (百万元)	122.50	119.41	129.60	148.40	165.20
增长率 (YOY)	-51.02%	-2.53%	8.54%	14.51%	11.32%
毛利 (百万元)	321.83	311.97	350.40	381.60	424.80
增长率 (YOY)	6.38%	-3.06%	12.32%	8.90%	11.32%
占总销售额比重	3.52%	4.19%	4.15%	3.98%	3.81%
占主营业务利润比重	12.31%	13.78%	13.92%	13.29%	12.78%
销售总收入 (百万元)	12629.67	10293.41	11580.00	13300.00	15470.00
销售总成本 (百万元)	10016.02	8028.65	9063.60	10428.20	12146.00
毛利 (百万元)	2613.65	2264.76	2516.40	2871.80	3324.00
平均毛利率	20.69%	22.00%	21.73%	21.59%	21.49%

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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	12,630	12,585	10,293	11,580	13,300	15,470	货币资金	3,572	4,277	3,949	4,514	4,641	4,622
增长率		-0.4%	-18.2%	12.5%	14.9%	16.3%	应收款项	2,787	3,545	4,090	3,895	4,292	4,992
主营业务成本	-10,531	-9,984	-8,035	-9,064	-10,428	-12,146	存货	4,626	4,087	3,528	4,097	4,571	4,992
%销售收入	83.4%	79.3%	78.1%	78.3%	78.4%	78.5%	其他流动资产	3,588	2,757	2,946	2,791	2,704	2,721
毛利	2,098	2,600	2,258	2,516	2,872	3,324	流动资产	14,573	14,666	14,513	15,297	16,208	17,327
%销售收入	16.6%	20.7%	21.9%	21.7%	21.6%	21.5%	%总资产	64.5%	66.1%	69.8%	72.4%	73.3%	74.5%
营业税金及附加	-59	-65	-57	-63	-69	-77	长期投资	3,466	2,930	2,294	2,294	2,294	2,294
%销售收入	0.5%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	3,448	3,403	2,936	2,863	2,940	2,987
营业费用	-697	-811	-814	-917	-1,062	-1,235	%总资产	15.3%	15.3%	14.1%	13.5%	13.3%	12.8%
%销售收入	5.5%	6.4%	7.9%	7.9%	8.0%	8.0%	无形资产	828	838	700	683	672	662
管理费用	-844	-846	-876	-963	-1,088	-1,235	非流动资产	8,011	7,514	6,289	5,842	5,908	5,944
%销售收入	6.7%	6.7%	8.5%	8.3%	8.2%	8.0%	%总资产	35.5%	33.9%	30.2%	27.6%	26.7%	25.5%
息税前利润 (EBIT)	499	878	511	574	653	776	资产总计	22,584	22,180	20,802	21,139	22,116	23,271
%销售收入	3.9%	7.0%	5.0%	5.0%	4.9%	5.0%	短期借款	3,745	1,453	2,137	1,000	1,000	1,000
财务费用	-193	-217	-174	-153	-125	-126	应付款项	4,720	5,714	4,834	6,131	7,052	8,041
%销售收入	1.5%	1.7%	1.7%	1.3%	0.9%	0.8%	其他流动负债	-166	-208	273	481	493	508
资产减值损失	-125	-340	-175	-140	-120	-120	流动负债	8,298	6,959	7,244	7,612	8,545	9,550
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	999	1,970	766	766	766	767
投资收益	17	6	-9	5	5	5	其他长期负债	3,958	3,883	3,665	3,667	3,647	3,647
%税前利润	5.0%	1.4%	n.a	1.4%	1.0%	0.8%	负债	13,255	12,811	11,676	12,046	12,958	13,964
营业利润	197	327	153	286	413	536	普通股股东权益	9,295	9,334	9,097	9,065	9,128	9,278
营业利润率	1.6%	2.6%	1.5%	2.5%	3.1%	3.5%	少数股东权益	33	35	29	29	29	29
营业外收支	141	96	144	80	80	80	负债股东权益合计	22,584	22,180	20,802	21,139	22,116	23,271
税前利润	338	423	297	366	493	616	比率分析						
利润率	2.7%	3.4%	2.9%	3.2%	3.7%	4.0%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-59	-91	-104	-117	-148	-185	每股指标						
所得税率	17.5%	21.5%	34.9%	32.0%	30.0%	30.0%	每股收益	0.247	0.298	0.176	0.221	0.307	0.383
净利润	279	332	193	249	345	431	每股净资产	8.261	8.295	8.084	8.056	8.112	8.245
少数股东损益	0	-3	-5	0	0	0	每股经营现金净流	0.513	0.963	0.493	1.818	0.805	0.657
归属于母公司的净利润	278	335	199	249	345	431	每股股利	0.300	0.500	0.300	0.250	0.250	0.250
净利率	2.2%	2.7%	1.9%	2.2%	2.6%	2.8%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	2.99%	3.59%	2.18%	2.75%	3.78%	4.64%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	总资产收益率	1.23%	1.51%	0.95%	1.18%	1.56%	1.85%
净利润	279	332	193	249	345	431	投入资本收益率	2.37%	4.28%	2.19%	2.79%	3.25%	3.83%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	417	656	519	434	444	474	主营业务收入增长率	-29.36%	-0.36%	-18.21%	12.50%	14.85%	16.32%
非经营收益	201	166	233	358	-32	-32	EBIT 增长率	-71.01%	76.08%	-41.81%	12.35%	13.79%	18.89%
营运资金变动	-320	-70	-390	1,005	149	-133	净利润增长率	-78.94%	20.41%	-40.77%	25.42%	38.64%	24.84%
经营活动现金净流	577	1,083	554	2,046	906	740	总资产增长率	-0.74%	-1.79%	-6.21%	1.62%	4.62%	5.22%
资本开支	-496	-195	-159	-264	-430	-430	资产管理能力						
投资	-512	-65	-25	0	0	0	应收账款周转天数	63.9	71.7	110.9	100.0	95.0	95.0
其他	71	-42	26	5	5	5	存货周转天数	167.3	159.3	172.9	165.0	160.0	150.0
投资活动现金净流	-936	-302	-157	-259	-425	-425	应付账款周转天数	73.0	77.9	90.7	95.0	95.0	90.0
股权募资	26	5	0	0	0	0	固定资产周转天数	75.8	327.6	89.3	82.3	71.5	60.7
债权募资	1,326	394	-110	-1,135	-20	1	偿债能力						
其他	-548	-551	-550	-86	-334	-334	净负债/股东权益	47.76%	25.97%	22.80%	4.16%	2.76%	2.92%
筹资活动现金净流	804	-153	-660	-1,222	-354	-333	EBIT 利息保障倍数	2.6	4.1	2.9	3.8	5.2	6.2
现金净流量	446	629	-263	565	126	-19	资产负债率	58.69%	57.76%	56.13%	56.98%	58.59%	60.01%

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	1
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	1.00

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：021-60753903

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