

客车电子系统龙头，成长值得期待

投资要点

- **国内领先的客车车身电子控制产品提供商。**公司是国内领先的客车车身电子控制产品提供商，自成立以来一直致力于汽车电子产品的研发、设计、制造与销售，公司主要产品包括CAN总线产品、控制器(ECU控制单元)、仪表、传感器等系列产品。
- **利润率显著高于行业平均水平，盈利能力较强。**公司14年综合毛利率达到56%，净利率高达42%。而整个汽车零部件行业的平均毛利率仅为15%左右，汽车电子制造企业的平均毛利率20%左右。公司产品的利润率水平显著高于行业平均水平，盈利能力强。在公司各类产品中，CAN总线产品毛利率最高，近60%。
- **汽车电子快速增长，客车车身电子控制系统空间大。**据中研网相关报告指出，目前，普通车型汽车电子成本占比约为25%，未来有望提升到50%以上。近年来，车身电子控制及车载电子装置产品市场规模增幅相对明显，年均增幅超过20%。以CAN总线网络技术为载体的客车车身网络控制系统在客车车身电子系统中逐渐成为核心系统。因节能环保压力增大，未来CAN总线控制系统市场空间广阔，且与欧美国家客车CAN总线控制系统近100%的装配率，国内大中型客车CAN总线控制系统的装配率提升空间较大。
- **公司优势明显，将充分受益于CAN总线控制系统的快速渗透。**公司作为国内领先的客车车身电子控制产品提供商，优势体现在研发技术平台优势、核心技术优势、品牌优势、市场客户优势、技术支持保障优势、产品种类系列优势。公司在国内客车CAN总线控制系统产品上处于领先地位，主要为国内优质客车主机厂配套，未来将充分受益于CAN总线控制系统的快速渗透。
- **募投项目缓解产能压力，优化产品结构。**目前公司汽车CAN总线控制系统产能处于超负荷运行状态，报告期CAN总线控制系统的产能利用率均在120%以上。汽车CAN总线控制系统产能扩建项目建设期为2年，项目建成达产后，公司CAN总线控制系统产品产能不足的情况将得到极大改善。
- **盈利预测与估值。**我们预计2015-2017年公司EPS分别为1.22元、1.48元、1.79元。参考汽车电子行业平均估值水平，结合公司的经营情况，给予公司2015年50倍估值，对应股价61元。
- **风险提示：**募投项目投产进度或不达预期，下游增长或放缓。

指标/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	202.62	228.29	268.60	318.94
增长率	9.81%	12.67%	17.65%	18.74%
归属母公司净利润(百万元)	84.50	97.26	118.18	142.87
增长率	19.16%	15.10%	21.51%	20.89%
每股收益EPS(元)	1.06	1.22	1.48	1.79
净资产收益率ROE	52.69%	22.51%	23.56%	24.41%
PE	12.54	10.90	8.97	7.42
PB	6.61	2.45	2.11	1.81

数据来源：Wind，西南证券

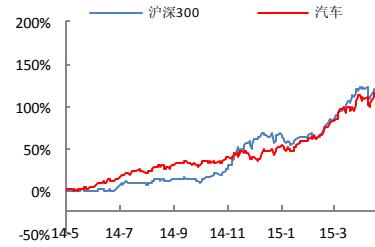
西南证券研究发展中心

分析师：高翔
执业证号：S1250515030001
电话：023-67898841
邮箱：gaox@swsc.com.cn

联系人：简洁
电话：023-67610282
邮箱：jjie@swsc.com.cn

联系人：梁超
电话：023-67791327
邮箱：lchao@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源：西南证券

本次发行情况

发行前总股本(万股)	6000
本次发行(万股)	2000
发行后总股本(万股)	8000
2014年每股收益(摊薄后)(元)	1.41
2014年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	1.22

主要指标(2014年)

每股净资产(元)	2.67
毛利率(%)	56.35
流动比率(倍)	3.16
速动比率(倍)	2.38
应收账款周转率(次)	3.77
资产负债率(合并报表)(%)	28.33
净资产收益率(加权平均)(%)	41.09

相关研究

目 录

一、国内领先的客车车身电子控制产品提供商	1
二、利润率显著高于行业平均水平，盈利能力较强	2
三、汽车电子快速增长，客车电子控制系统空间大	3
(一) 汽车电子行业蓬勃发展	3
(二) 客车 CAN 总线控制系统市场容量将大幅提高	4
四、公司优势明显，充分受益客车 CAN 总线的快速渗透	6
五、募投项目缓解产能压力，优化产品结构	6
六、盈利预测与估值	7

图 目 录

图 1: 公司主要产品.....	1
图 2: 营业收入、利润 (百万元) 及增速.....	2
图 3: 销售毛利率与净利率.....	2
图 4: 各产品毛利率.....	3
图 5: 汽车电子图解.....	3
图 6: 中国汽车电子产品结构 (2012 年)	3
图 7: 我国汽车电子消费额 (亿元)	4
图 8: 客车全车 CAN 总线控制系统.....	5

表 目 录

表 1: 收入分产品	2
表 2: 国内汽车电子细分产品市场的规模和份额 (亿元)	4
表 3: 公司优势分析.....	6
表 4: 募集资金项目投资情况.....	7
表 5: 汽车 CAN 总线控制系统产能情况.....	7
表 6: 分业务收入 (百万元) 及增速.....	7
表 7: 可比公司盈利及估值水平	8
附表: 财务预测与估值	9

一、国内领先的客车车身电子控制产品提供商

公司控股股东及实际控制人为陈振华，本次发行前陈振华持有公司股份 3617 万股，占股本总额的 60.3%。本次发行结束后，陈振华仍为公司控股股东。

公司是国内领先的客车车身电子控制产品提供商，自成立以来一直致力于汽车电子产品的研发、设计、制造与销售，公司主要产品包括 CAN 总线产品、控制器（ECU 控制单元）、仪表、传感器等系列产品。

图 1：公司主要产品

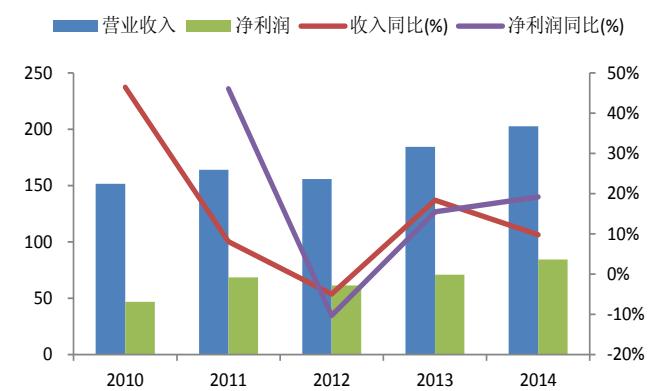
产品类别	具体产品 ⁴	产品功能
CAN 总线产品	CAN 总线控制系统	是整车控制及信息交换的网络平台。详见本节“一、（一）发行人的主营业务与主要产品”之“2、（2）主要产品的介绍”。
	总线控制单元	详见本节“一、（一）发行人的主营业务与主要产品”之“2、（2）主要产品的介绍”。
控制器（ECU 控制单元）	中央电器盒	是汽车电器的电路保护控制装置，可通过专用继电器实现一定的逻辑控制功能。
	行车记录仪	对车辆速度、时间、里程等有关行驶信息进行记录、存储并通过接口实现数据输出下载；可采集记录 30 多种车辆行驶状态数据，方便运营管理、车辆事故分析。
	缓速器控制单元	是车辆缓速器工作的“大脑”，采集车速、ABS 等信号，实现对缓速器优化逻辑控制，提高车辆行驶安全性。
仪表	数字信号组合仪表	具有 CAN 通信接口、信息采集、自动识别功能。
	模拟信号组合仪表	采用电磁感应技术，控制电路实现简单，抗干扰性强。
传感器	电子式油量传感器	感应燃油液面高度，输出数字信号，精确测量油量，测量误差小于 1%。
	转速传感器	采用电磁感应技术测量发动机转速，以脉冲频率信号方式输出，无机械磨损。

数据来源：公司网站，西南证券

二、利润率显著高于行业平均水平，盈利能力较强

公司 2014 年营业收入 2.02 亿元，同比增长 9.8%，净利润 8450 万元，同比增长 19.2%。公司产品的利润率水平较高，14 年综合毛利率达到 56%，净利率高达 42%。而整个汽车零部件行业的平均毛利率仅为 15%左右，汽车电子制造企业的平均毛利率 20%左右。由此可见，公司产品的利润率水平显著高于行业平均水平，盈利能力强。

图 2：营业收入、利润（百万元）及增速



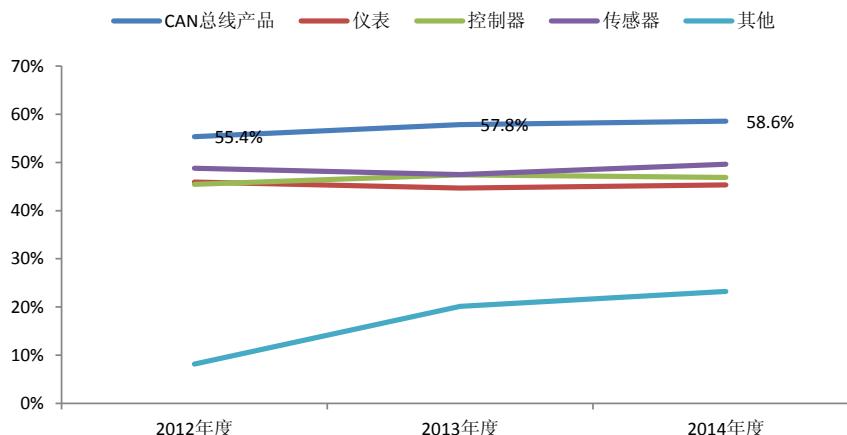
数据来源：公司公告，西南证券

高利润率主要得益于公司收入的主要来源——CAN 总线产品的优质、高端。在公司各类产品中，CAN 总线产品毛利率最高，近 60%。CAN 总线产品是公司的核心产品，在经营业绩贡献方面，该产品是公司营业收入和利润的主要来源，报告期各期该产品销售收入占比分别为 77.7%、82.9% 和 85.8%，呈现持续增长的趋势；在产品功能和客户需求方面，控制器和传感器主要用于 CAN 总线产品和仪表产品的配套和售后替换等辅助用途。

表 1：收入分产品

	2012 年度		2013 年度		2014 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
CAN 总线产品	120.3	77.7%	153.0	82.9%	173.9	85.8%
仪表	5.9	3.8%	3.6	2.0%	2.4	1.2%
控制器	15.5	10.0%	13.6	7.4%	12.6	6.2%
传感器	10.2	6.6%	9.0	4.9%	7.9	3.9%
其他	2.8	1.8%	5.4	2.9%	5.7	2.8%
合计	154.8	100.0%	184.5	100.0%	202.6	100.0%

数据来源：公司公告，西南证券

图 4: 各产品毛利率


数据来源: 公司网站, 西南证券

三、汽车电子快速增长, 客车电子控制系统空间大

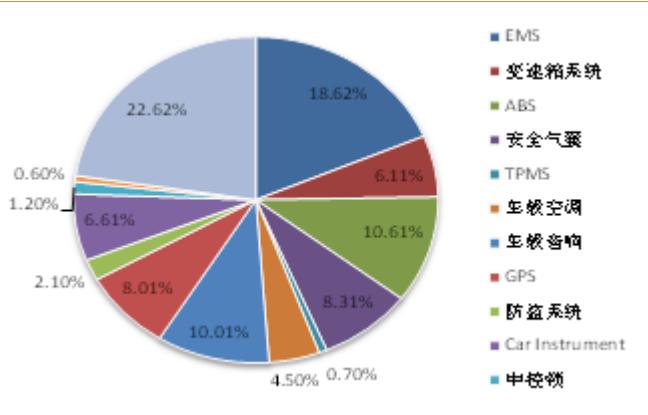
(一) 汽车电子行业蓬勃发展

随着车联网、汽车智能化的发展, 汽车电子的成本占比日渐提高。据中研网相关报告指出, 目前, 普通车型汽车电子成本占比约为 25%, 未来有望提升到 50%以上。此外, 随着元器件的增多, 汽车电子也向集成化、网路化发展。

《国家十二五科学和技术发展规划》中将车联网项目作为物联网领域的核心应用, 第一期资金投入达百亿级别, 扶持资金将集中在汽车电子、信息通信及软件解决方案领域。赛迪顾问数据显示, 我国汽车电子市场规模从 2007 年的 1216 亿元增长到 2012 年的 2672 亿元(年均复合增长率达到 17%), 预计到 2015 年, 中国汽车电子市场规模将超过 4000 亿元。我国汽车电子产业的快速发展, 得益于国内汽车市场不断扩容、私人消费的迅猛增长和汽车产品结构的持续优化, 且监管部门要求提高安全性和降低汽车污染排放的规定也助推了汽车电子行业的发展。

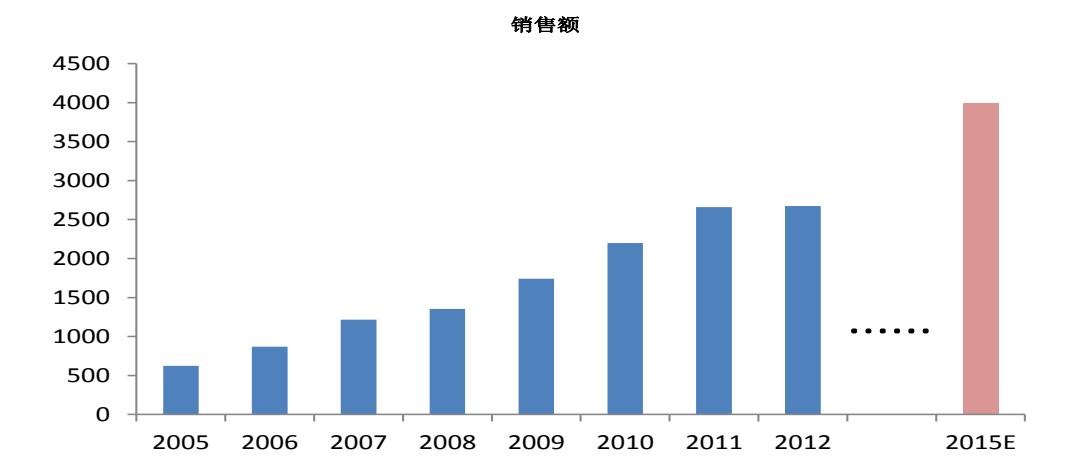
图 5: 汽车电子图解


数据来源: 百度图片, 西南证券

图 6: 中国汽车电子产品结构 (2012 年)


数据来源: 《我国汽车电子行业发展模式分析》, 西南证券

图 7: 我国汽车电子消费额 (亿元)



数据来源:《2013年汽车电子行业分析报告》，西南证券

近年来，国内汽车电子细分产品市场保持稳定增长，其中车身电子控制及车载电子装置产品市场规模增幅相对明显，年均增幅超过20%。2008年、2010年和2012年，国内汽车电子细分产品市场的规模和份额如下：

表 2: 国内汽车电子细分产品市场的规模和份额 (亿元)

		2008年		2010年		2012年		4年平均复合增长率
		市场规模	份额占比	市场规模	份额占比	市场规模	份额占比	
1	发动机控制	393	29%	601	27%	660	25%	14%
2	底盘与安全控制	506	37%	765	35%	887	33%	15%
3	车身电子控制	272	20%	463	21%	609	23%	22%
车体电子控制系统小计		1,171	86%	1,829	83%	2,156	81%	16%
4	车载电子装置	184	14%	369	17%	516	19%	29%
汽车电子合计		1,354	100%	2,198	100%	2,672	100%	19%

数据来源:公司公告，西南证券

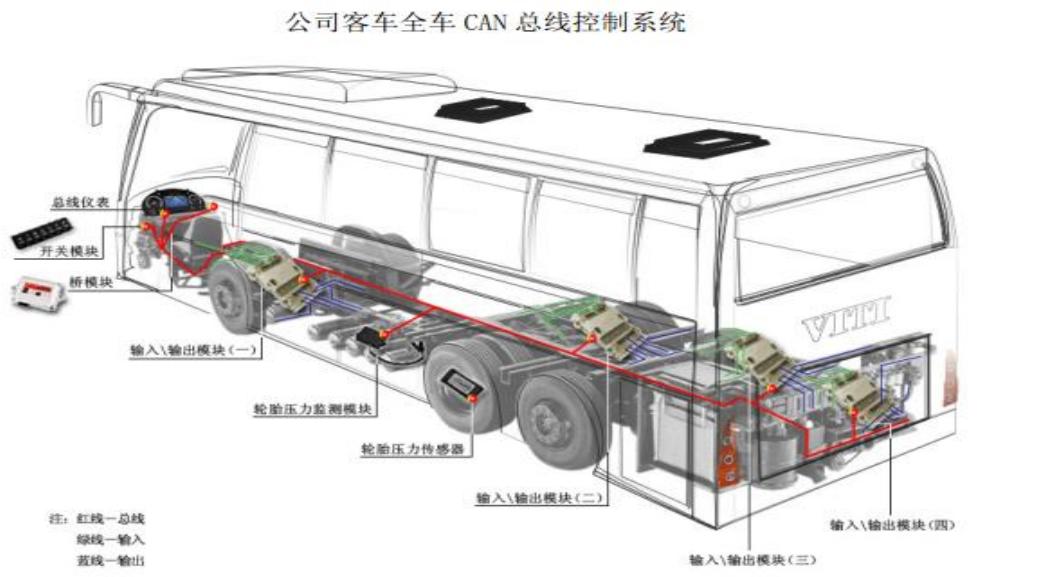
(二) 客车 CAN 总线控制系统市场容量将大幅提高

客车车身电子作为汽车电子中的细分领域，是伴随着我国客车行业的发展逐步形成的。而客车车身电子控制产品，即专门为客车研发使用的车身电子控制产品。由于客车车身大、载人安全性及舒适性要求高等因素影响，客车车身电子控制技术要比卡车、乘用车车身电子控制技术相对复杂。客车车身电子控制产品主要包括：仪表、各种传感器（气压、油压、水温、油温、燃油、转速、车速及各种感应传感器等）、各种电器控制 ECU（雨刮电机、空调、暖风、排风、绞接盘、门控等等）、各种车灯及车内照明等和车身网络系统（CAN 总线控制系统）。

以 CAN 总线网络技术为载体的客车车身网络控制系统在车身电子系统中逐渐成为核心系统，成为国内汽车电子技术同国外同行竞争的良好平台。客车车身电子行业发展有其自身的特点：①我国客车行业形成自主研发生产体系，国内客车车身电子企业得以进入其配套体

系；②客车车身电子产品多品种、小批量、个性化设计、定制生产，产品功能设计更改频繁；③国内客车车身电子企业在客车车身电子产品配套中占据较强优势。

图 8：客车全车 CAN 总线控制系统



数据来源：《2013年汽车行业分析报告》，西南证券

目前国内 CAN 总线控制系统主要应用于乘用车、大中型客车及中重型卡车，其中乘用车、中重型卡车市场容量巨大，但该市场基本被跨国汽车电子企业所垄断。国内客车车身电子企业 CAN 总线控制系统产品市场主要集中在大中型客车市场。

我们认为未来客车 CAN 总线控制系统装配率提升空间较大。

1、为满足国家对发动机排放标准提升的要求，未来 CAN 总线控制系统必将得到更广泛的推广应用。由于国四及国五标准发动机均配备带总线通信接口的 ECU 控制单元，要进一步实现这些 ECU 控制单元的智能化精确控制及充分发挥发动机性能，实现节能和减少尾气排放，必须采用总线控制技术。因此大中型客车、卡车等车辆需要实现全车 CAN 总线通信网络，以满足排放标准提升的需要。此外，在新能源产业政策扶植下，新能源公交车面临爆发式增长，由于新能源汽车中汽车电子成本占比高于普通汽车的成本，更需要借助 CAN 总线控制系统实现全车通信、反馈和控制，新能源客车装配 CAN 总线控制系统比例要高于普通客车，因此，借助新能源客车的快速增长，CAN 总线控制系统也将同步增长。

2、近年来随着 CAN 总线控制系统在大中型客车的应用，其显著的技术及经济价值已逐步被客车整车厂及终端用户广泛认可。

国内客车 CAN 总线控制系统的应用始于 2003 年，厦门金龙率先尝试引入西门子 CAN 总线车身控制系统应用于其高端产品。此后几年国内客车 CAN 总线控制系统只在个别客车整车厂小批量试装，每年以小批量推向市场。2008 年为服务北京奥运会，北京公交系统更新的公交车辆统一应用 CAN 总线控制系统，对其在客车市场的推广应用起到了极强的示范带动作用。近年来，越来越多的大中型客车采用 CAN 总线控制系统，车身电子控制系统等产品正逐步成为客车整车的标准配置。2012 年至 2014 年，公司 CAN 总线产品销售收入持续增长，各期同比增长分别为 4.69%、27.20% 和 13.66%。

3、相对于欧美国家客车 CAN 总线控制系统近 100%的装配率，国内大中型客车 CAN 总线控制系统的装配率提升空间较大。

四、公司优势明显，充分受益客车 CAN 总线的快速渗透

公司作为国内领先的客车车身电子控制产品提供商，优势体现在研发技术平台优势、核心技术优势、品牌优势、市场客户优势、技术支持保障优势、产品种类系列优势。

表 3：公司优势分析

	优势	具体内容
1	研发技术平台优势	公司根据汽车电子技术发展路径和技术创新的特点，将产品技术经验数据积累及技术平台建设提升至企业生存与发展的战略高度，视为企业竞争优势的根本。公司技术平台的逐渐丰富和进步，保证了公司核心技术的持续传承和提高，对保持公司行业技术领先地位和持续创新能力奠定了坚实基础。
2	核心技术优势	公司掌握了国际先进的汽车车身控制技术—CAN 总线控制技术，成为国内少数成功进入车身电子控制领域的企业。公司汽车 CAN 总线控制系统产品打破了外资企业同类产品对国内市场的垄断，产品技术已达到了国际先进水平，并获得了整车厂商和最终用户的高度认可。
3	品牌优势	公司成为宇通客车、厦门金龙、苏州金龙、厦门金旅等国内客车龙头企业的主要配套商，拥有了行业领先的品牌效应和技术声誉，威帝的品牌逐步成为了国内客车车身电子控制领域的著名品牌
4	市场客户优势	公司是宇通客车、厦门金龙、苏州金龙、厦门金旅等国内主要客车生产企业客车车身电子产品的主要配套商，公司目前提供配套的国内客车生产企业超过 70 家。由于国内客车生产集中度较高，公司优质客户资源较多，为公司盈利的稳定性、连续性和新产品、新技术的推广应用提供了坚实的客户基础
5	技术支持保障优势	由于产品小批量、个性化设计定制生产、产品功能设计更改频繁等特点，客车行业对配套企业的技术支持能力及售后服务能力要求很高。公司目前在主要客户所在区域设有 14 个办事处，配备技术工程师负责技术支持及售后服务，并在全国设有 32 处配件销售服务网点，建立了比较完善的技术支持和售后服务体系。
6	产品种类系列优势	经过十余年的发展，公司目前已形成比较完整的客车车身电子控制产品线，产品涵盖 CAN 总线控制系统、仪表、控制器（ECU 控制单元）、传感器等数十个品种的车身电子产品，基本涵盖了客车车身电子控制领域，形成了系统配套能力，产品种类系列较为齐全已成为公司重要的市场竞争优势。

数据来源：公司公告，西南证券

目前，公司在行业内的主要竞争对手有欧科佳（上海）汽车电子设备有限公司、宁波市鄞州雪利曼电子仪表有限公司、延锋伟世通怡东仪表有限公司、浙江中科正方电子技术有限公司。其中欧科佳（上海）汽车电子设备有限公司是本公司客车 CAN 总线控制系统产品的主要竞争对手。

公司在国内客车 CAN 总线控制系统产品上处于领先地位，主要为国内优质客车主机厂配套，未来将充分受益于 CAN 总线控制系统的快速渗透。

五、募投项目缓解产能压力，优化产品结构

公司本次拟公开发行股票数量 2000 万股，计划募集资金净额 21667 万元。资金将用于“汽车 CAN 总线控制系统产能扩建项目”和“汽车电子技术研发中心建设项目”。

表 4: 募集资金项目投资情况

项目名称	投资总额 (百万元)	募集资金投资额 (百万元)	实施周期
汽车 CAN 总线控制系统产能扩建	179.10	179.10	24 个月
汽车电子技术研发中心建设	37.57	37.57	12 个月
合计	216.67	216.67	

数据来源: 公司公告, 西南证券

汽车 CAN 总线控制系统产能扩建项目: 目前公司生产设备已处于超负荷运行状态, 只能通过增加人工工时来保证产品的正常供应, 报告期 CAN 总线控制系统的产能利用率均在 120% 以上, 有明显的产能瓶颈。汽车 CAN 总线控制系统产能扩建项目建设期为 2 年, 项目建成达产后, 公司 CAN 总线控制系统产品产能不足的情况将得到极大改善。

表 5: 汽车 CAN 总线控制系统产能情况

产品	现有产能 (套/年)	募投项目达产后合计产能 (套/年)	产能扩张倍数
汽车 CAN 总线控制系统	31,000 (2014 年)	73,000	1.35

数据来源: 公司公告, 西南证券

汽车电子技术研发中心建设项目: 研发中心建设将显著推动公司不断研究开发新产品、新工艺和改进设计理念, 提高产品研究和技术开发的效率, 为公司快速发展提供强大的技术支撑和可持续发展的后劲, 培育和建立具有自主知识产权的技术和产品体系。通过研发中心建设, 公司将重点开发混合动力整车控制系统、新能源汽车 CAN 总线控制系统、客车电子稳定系统、汽车前照灯随动系统、客车、卡车电子转向助力系统、主动避撞报警系统等新产品和技术, 丰富公司现有产品, 显著提升高附加值产品比例, 增强公司的市场竞争优势。

六、盈利预测与估值

假设 1: 公司募集项目顺利投产, CAN 总线产品 15、16、17 年收入增速分别为 15%、20%、20%。

假设 2: 仪表产品因单价下降、组合仪表的部分产品升级为总线仪表等原因导致收入减少, 我们预计未来 2-3 年期收入仍然会呈现负增长, 预计 15-17 年仪表产品收入增长 -25%、-20%、-15%。

假设 3: 控制器和传感器主要用于 CAN 总线产品和仪表产品的配套和售后替换等辅助用途。我们预计随着 CAN 总线产品的增长, 控制器和传感器销量的下滑幅度也将收窄, 预计 15-17 年增长率分别为 -5%、-2%、5%。

表 6: 分业务收入 (百万元) 及增速

		2014 年度	2015E	2016E	2017E
CAN 总线产品	收入	173.92	200.01	240.01	288.01
	增速	13.7%	15.0%	20.0%	20.0%
仪表	收入	2.40	1.92	1.63	1.55
	增速	-33.2%	-25.0%	-20.0%	-15.0%
控制器	收入	12.62	11.99	11.75	12.34
	增速	-7.1%	-5.0%	-2.0%	5.0%

传感器	收入	7.94	7.54	7.39	7.76
	增速	-11.4%	-5.0%	-2.0%	5.0%
其他	收入	5.74	6.60	7.59	9.11
	增速	7.0%	15.0%	15.0%	20.0%
合计	收入	202.24	227.91	268.38	319.02
	增速	9.8%	12.6%	17.7%	18.8%

数据来源：公司公告，西南证券

表 7：可比公司盈利及估值水平

公司名称	最新股价	EPS		PE	
		2015E	2016E	2015E	2016E
东风科技	26.8	0.71	0.87	37.7	30.8
亚太股份	19.17	0.64	0.78	30.0	24.6
均胜电子	44.93	0.89	1.18	50.5	38.1
京威股份	18.14	0.82	1.03	22.1	17.6
得润电子	56.66	0.41	0.67	138.2	84.6
长盈精密	39.2	0.88	1.26	44.5	31.1
平均值	-	-	-	53.8	37.8

数据来源：WIND，西南证券

我们预计 2015-2017 年公司 EPS 分别为 1.22 元、1.48 元、1.79 元。参考汽车电子行业平均估值水平，结合公司的经营情况，给予公司 2015 年 50 倍估值，对应股价 61 元。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	202.62	228.29	268.60	318.94	净利润	84.50	97.26	118.18	142.87
营业成本	88.44	98.17	112.81	130.76	折旧与摊销	2.12	3.37	3.79	4.31
营业税金及附加	2.34	2.64	3.10	3.69	财务费用	-0.24	-0.27	-0.77	-0.86
销售费用	13.04	14.12	16.86	20.01	资产减值损失	4.01	2.00	2.00	2.00
管理费用	25.14	28.74	33.54	39.89	经营营运资本变动	4.63	-6.82	-24.92	-26.04
财务费用	-0.24	-0.27	-0.77	-0.86	其他	-18.21	-6.97	-3.14	-3.76
资产减值损失	4.01	2.00	2.00	2.00	经营活动现金流净额	76.82	88.57	95.14	118.52
投资收益	1.45	2.00	2.50	3.00	资本支出	-2.94	-5.00	-6.00	-10.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	3.33	2.00	2.50	3.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	0.39	-3.00	-3.50	-7.00
营业利润	71.34	84.91	103.55	126.45	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	24.16	25.00	30.00	35.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	95.49	109.91	133.55	161.45	股权融资	0.00	216.67	0.00	0.00
所得税	10.99	12.65	15.37	18.58	支付股利	-150.00	-42.25	-48.63	-59.09
净利润	84.50	97.26	118.18	142.87	其他	13.00	0.27	0.77	0.86
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-137.00	174.69	-47.86	-58.23
归属母公司股东净利润	84.50	97.26	118.18	142.87	现金流量净额	-59.79	260.26	43.77	53.30
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	15.99	276.25	320.03	373.32	成长能力				
应收和预付款项	134.68	150.36	176.49	203.62	销售收入增长率	9.81%	12.67%	17.65%	18.74%
存货	49.39	55.85	64.45	75.16	营业利润增长率	6.75%	19.03%	21.96%	22.12%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	19.16%	15.10%	21.51%	20.89%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	7.13%	20.20%	21.09%	21.89%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	18.41	20.60	23.37	29.62	毛利率	56.35%	57.00%	58.00%	59.00%
无形资产和开发支出	3.88	-0.56	-1.12	-1.67	三费率	18.72%	18.65%	18.48%	18.51%
其他非流动资产	1.45	5.33	5.33	5.33	净利率	41.70%	42.60%	44.00%	44.80%
资产总计	223.80	507.83	588.55	685.37	ROE	52.69%	22.51%	23.56%	24.41%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	24.39%	37.76%	19.30%	20.21%
应付和预收款项	50.35	61.27	70.27	80.66	ROIC	38.03%	44.51%	48.32%	50.31%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	36.13%	38.55%	39.68%	40.73%
其他负债	13.06	14.49	16.65	19.30	营运能力				
负债合计	63.41	75.76	86.93	99.97	总资产周转率	0.79	0.63	0.49	0.50
股本	60.00	80.00	80.00	80.00	固定资产周转率	10.73	11.70	12.36	12.82
资本公积	29.95	226.62	226.62	226.62	应收账款周转率	3.65	3.54	3.70	3.69
留存收益	70.44	125.44	195.00	278.78	存货周转率	1.69	1.75	1.78	1.79
归属母公司股东权益	160.39	432.07	501.62	585.40	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	119.28%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	160.39	432.07	501.62	585.40	资产负债率	28.33%	15.03%	14.87%	14.67%
负债和股东权益合计	223.80	507.83	588.55	685.37	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	流动比率	3.16	6.37	6.45	6.52
EBITDA	73.22	88.00	106.57	129.90	速动比率	2.38	5.63	5.71	5.77
PE	12.54	10.90	8.97	7.42	股利支付率	177.51%	43.44%	41.15%	41.36%
PB	6.61	2.45	2.11	1.81	每股指标				
PS	5.23	4.64	3.95	3.32	每股收益	1.06	1.22	1.48	1.79
EV/EBITDA	10.62	8.89	6.93	5.28	每股净资产	2.00	5.40	6.27	7.32
股息率	14.15%	3.99%	4.59%	5.57%	每股经营现金	0.96	1.11	1.19	1.48
					每股股利	1.88	0.53	0.61	0.74

数据来源：WIND, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址: 上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编: 200120

邮箱: research@swsc.com.cn

北京

地址: 北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

重庆

地址: 重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编: 400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠	蒋诗烽 (地区销售总监)	刘娟 (地区销售总监)
010-57631295	021-50755210	0755-83288793
13716334008	18621310081	18665815531
wangyanan@swsc.com.cn	jsf@swsc.com.cn	liuj@swsc.com.cn
陆铂锡	罗月江	张婷
010-57631175	021-50755210	0755-88286971
13520109430	13632421656	13530267171
lbx@swsc.com.cn	lyj@swsc.com.cn	zhangt@swsc.com.cn
曾毅		罗聪
010-57631077		0755-88286972
15810333856		15219509150
zengyi@swsc.com.cn		luoc@swsc.com.cn

上海地区

蒋诗烽 (地区销售总监)	罗月江	张婷
021-50755210	021-50755210	0755-88286971
18621310081	13632421656	13530267171
jsf@swsc.com.cn	lyj@swsc.com.cn	zhangt@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟 (地区销售总监)	0755-83288793
18665815531	liuj@swsc.com.cn
张婷	0755-88286971
13530267171	zhangt@swsc.com.cn
罗聪	0755-88286972
15219509150	luoc@swsc.com.cn