



## 激光龙头布局未来发展

### 投资要点:

- **公司近日公布半年业绩快报, 营收稳步增长:** 2015年上半年, 公司实现营业收入25.45亿元, 同比增长11.0%; 实现净利润2.31亿元, 同比增长31.3%。收入增长的主要催化因素是下游消费电子领域需求进一步上升。
- **小功率激光器前景继续看好:** 公司2014年小功率激光收入29.1亿元, 占2014年全年总收入的52%。公司小功率激光下游客户需求旺盛; 公司积极拓展新客户, 已经成为包括华为、三星、小米等超过3万个全球主力客户的装备供应商; 公司在小功率产品上实现垂直一体化生产, 拥有价格优势; 公司有超过三千人的研发团队, 近两年获得国内外专利发明300多项, 有实力始终保持技术的先进性; 公司涉及多个产品细分领域, 去年在蓝宝石切割领域收入超过5亿元, 多点发力, 保证收入的弹性和可持续性。
- **大功率光纤激光器是未来新的利润增长点:** 大功率光纤激光器市场广阔, 目前技术被IPG等海外企业垄断。公司借助在下游高功率光纤切割机领域的先发优势, 打入上游高功率光纤激光器关键技术, 力争早日完成国产化替代。
- **关注高功率激光器与工业自动化机器人的协同效应:** 公司目前已经具备生产包括汽车座椅调角器、滑轨、离合器、安全气囊、减震器、双联齿轮等汽车自动化激光焊接设备的能力, 未来拟从汽车工业领域全面切入工业机器人领域, 实现激光器与工业机器人的联动发展, 我们认为公司有能力和资源也有机会完成这次横向拓宽市场的战略布局。
- **定增计划:** 公司7月发布定增预案, 拟以不低于30.0元/股募集不超过41亿元, 支持项目建设研发。一旦发行成功, 会对公司未来的发展规划提供强有力的资金支持, 从而整体提升公司整体竞争实力。
- **估值与评级:** 考虑到目前公司激光领域龙头地位难以撼动, 公司将持续受益于下游需求增长, 公司未来发展空间巨大。在考虑增发摊薄的情况下, 预计公司2015年-2017年EPS分别为0.92元、1.16元和1.44元, 对应股价PE分别为28倍、23倍和18倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 定增进展或低于预期; 下游需求或不达预期。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	5,565.59	6,665.35	8,230.71	10,718.13
增长率	28.41%	19.76%	23.49%	30.22%
归属母公司净利润(百万元)	707.53	1,097.53	1,381.24	1,717.89
增长率	28.93%	55.12%	25.85%	24.37%
每股收益EPS(元)	0.59	0.92	1.16	1.44
净资产收益率ROE	16.59%	12.09%	13.75%	15.29%
PE	47	30	24	19
PB	7.68	3.61	3.26	2.91

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

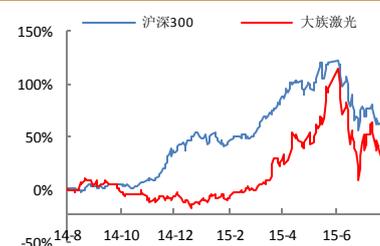
分析师: 熊莉

执业证号: S1250514080002

电话: 023-63786278

邮箱: xiongli@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

### 基础数据

总股本(亿股)	10.56
流通A股(亿股)	9.57
52周内股价区间(元)	15.21-39.61
总市值(亿元)	278.57
总资产(亿元)	70.87
每股净资产(元)	4.01

### 相关研究

## 目 录

1. 激光龙头，上半年业绩稳步发展.....	1
2. 小功率激光助推公司持续稳健发展.....	2
3. 聚焦两大板块，未来发展新动力.....	3
3.1 高功率光纤激光器打造“大族品牌”.....	3
3.2 发挥联动效应，激光巨人进军工业机器人领域.....	4
4. 定增方案补充发展资金.....	6
5. 盈利预测与投资建议.....	6
6. 风险提示.....	7

## 图 目 录

图 1: 2010-2015Q1 公司营业收入及增速.....	1
图 2: 2010-2015Q1 公司净利润及增速.....	1
图 3: 2014 年公司主营业务结构.....	2
图 4: 2014 年公司主营业务分类别毛利率.....	2
图 5: 全球市场智能手机需求预测.....	3
图 6: iphone 手机销量统计.....	3
图 7: 2015 年激光器应用领域利润分布格局.....	4
图 8: IPG YLS 系列高功率光纤激光器.....	4
图 9: 世界、中国工业机器人销售预测.....	5

## 表 目 录

表 1: 公司主要产品.....	1
表 2: 公司汽车领域自动化焊接产品.....	5
表 3: 公司拟定增方案.....	6
表 4: 可比公司 PE.....	7
附表: 财务预测与估值.....	8

## 1. 激光龙头，上半年业绩稳步发展

大族激光是全球第二大，中国第一大激光设备制造企业，占据着中国激光市场接近 1/3 的市场份额。公司主营业务包括中小功率、大功率激光设备，在激光打标、激光切割、激光焊接上有广泛应用。同时，公司涉足多个激光应用领域里的行业专用设备，包括量测行业、LED 行业、脆性材料加工等。

**表 1: 公司主要产品**

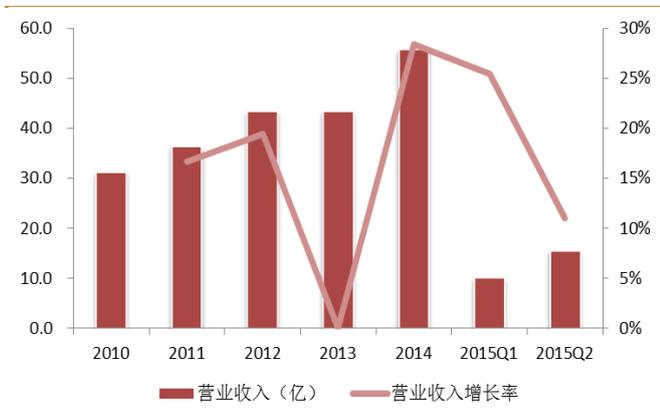
产品大类	产品小类
中小功率激光设备	中小功率激光打标机、中小功率激光切割机、中小功率激光焊接机
大功率激光设备	大功率激光切割机、大功率激光焊接机
行业专用设备	量测行业、LED 行业、芯片激光开封装备、脆性材料加工
其他机械设备	PCB 数控钻铣机、CNC 高速钻铣攻牙中心

数据来源: 公司网站, 西南证券

**今年中期公司净利增三成:** 公司近日公布了 2015 年上半年业绩快报, 2015 年上半年, 公司实现营业收入 25.45 亿元, 同比增长 11.0%; 实现净利润 2.31 亿元, 同比增长 31.3%。公司营业收入的稳步增长主要来自公司在消费电子领域的订单持续放量; 公司净利润的大幅增长主要因为公司同期财务费用有所下降。

公司自 2010 年以来, 仅仅在 2013 年由于下游市场的需求波动, 营业收入和净利润出现小幅下滑; 近 5 年, 公司保持着营业收入 15.7%、净利润 17.2% 的复合增长率。

**图 1: 2010-2015Q1 公司营业收入及增速**



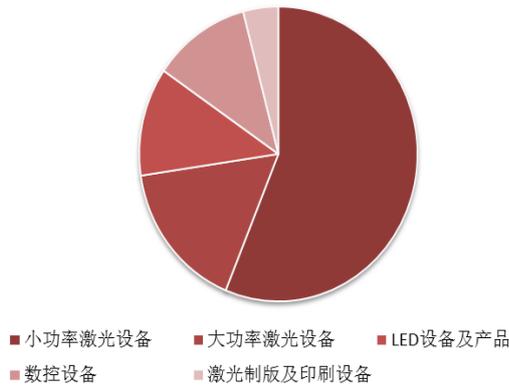
数据来源: 公司公告, 西南证券

**图 2: 2010-2015Q1 公司净利润及增速**

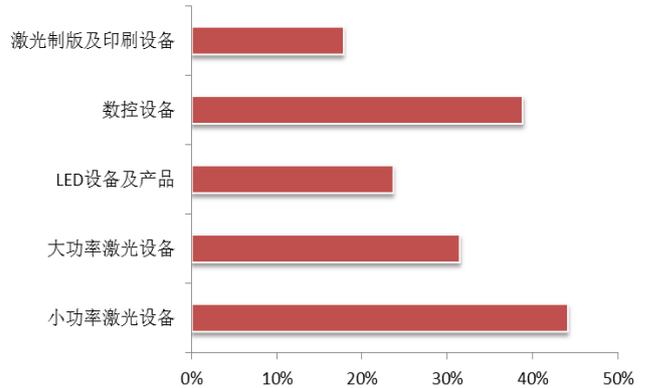


数据来源: 公司公告, 西南证券

公司主营业务突出, 盈利能力稳定: 激光设备是目前公司主要的收入来源, 占公司同期收入的 71% 以上, 其中又以小功率激光为主, 占公司同期收入的 52%。受惠于小功率激光在消费电子领域 44% 的高毛利水平, 公司综合毛利率达到 36.4%, 在同行业中处于较高水平。

**图 3: 2014 年公司主营业务结构**


数据来源: 公司公告, 西南证券

**图 4: 2014 年公司主营业务分类毛利率**


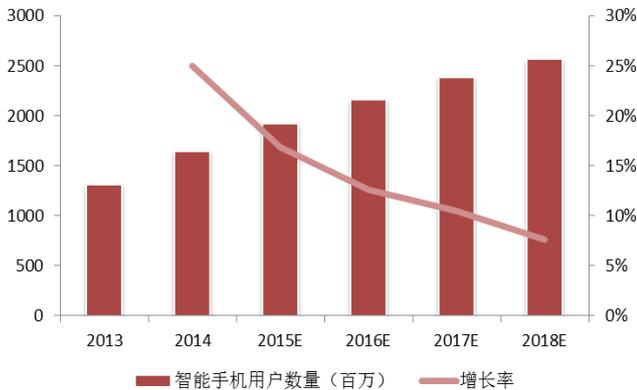
数据来源: 公司公告, 西南证券

## 2. 小功率激光助推公司持续稳健发展

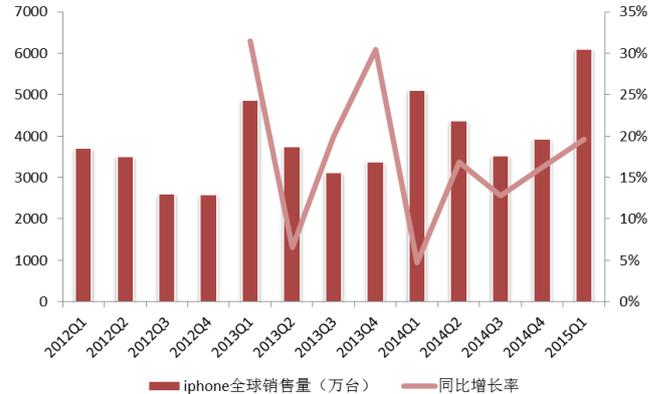
公司以小功率激光器起家, 产品覆盖小功率激光打标设备、小功率激光切割设备和小功率激光焊接设备等多个应用领域, 涉及 LED 行业、量测行业、脆性材料行业等细分行业专用设备领域。公司小功率激光器在国内有着绝对的优势, 部分领域如激光打标设备领域, 市场占有率已经超过 70%。

**看好公司主要客户苹果:** 公司自 2010 年进入苹果供应链以来, 苹果已经成为公司最重要的客户之一。近年来, **苹果产品线日渐丰富, 产品更新周期缩短:** 今年推出 apple watch, 进军可穿戴设备领域; 同时苹果今年 9 月即将召开新品发布会, 除 iphone6s 外, 很可能发布新款的 ipad 和 apple TV。**苹果手机需求旺盛:** 苹果去年发布的大屏 iphone6 和超大屏 iphone6 plus 因其突破式的大屏设计, 销量飘红, 比 2013 年 iphone5s 发布后的销量同比增长了 20% 左右。Iphone6s 相对 iphone6 在系统上又做了大幅升级, 将搭载 A9 处理器, 处理效能将更快也会更省电; 同时新增的压力感应 (force touch) 技术及玫瑰金色 iphone6s 外壳也成为一大卖点, 我们有理由期待 iphone6s 将会为四季度的手机市场带来惊喜。

**积极拓展非苹果客户:** 公司不断拓展新的客户群体, 去年公司在小功率激光设备市场, 独立组建的三星项目组全面切入, 与三星相关的订单超过 1 亿; 今年开始全面向三星提供 CNC 设备。目前, 公司已经成为包括华为、三星、小米等超过 3 万个全球主力客户的装备供应商。公司建有完善的营销渠道, 大力推广公司产品: 目前公司在国内外设有 100 多个办事处、联络点以及代理商, 有完整的销售和服务网络。09 年开始, 公司组织架构调整, 采取扁平化的管理模式, 更贴近市场, 了解客户需求。随着以智能手机为代表的消费电子市场持续升温, 未来公司在消费电子领域将有更大的空间。

**图 5: 全球市场智能手机需求预测**


数据来源: eMarketer, 西南证券

**图 6: iPhone 手机销量统计**


数据来源: 中商情报网, 西南证券

**一体化生产带来成本优势:** 公司在小功率光纤小功率激光器上, 拥有从上游元器件如透镜, 到下游激光打标、切割、焊接自动化系统垂直一体化生产优势, 一体化生产为公司带来成本优势; 此外公司与 IPG 等上游核心零部件商保持良好合作关系, 进一步压缩采购成本。公司的小功率激光器产品比欧洲产品价格低 30% 左右。

**加强研发水平, 保持技术先进性:** 公司继续增强研发水平, 未来拟切入光纤激光器上游的半导体元器件和特种光纤上领域, 掌握核心技术优势, 进一步增强议价水平。公司拥有超过三千人的研发团队, 近两年获得国内外发明专利 300 多项, 有实力始终保持技术的先进性。

**产品细分领域大有可为:** 公司结合在小功率激光器上的优势, 还涉及多个产品细分领域, 近年来在脆性材料切割、PCB 版钻孔打标, LED 等领域也收获颇丰。以蓝宝石切割业务为例, 公司去年蓝宝石切割领域抢下苹果超过 5 成的订单, 在去年收入超过 5 亿元。蓝宝石屏幕以其硬度高, 防刮花等优势近年来也越来越受手机厂商青睐。近年来华为、vivo 等品牌多款手机陆续采取了蓝宝石屏幕, 蓝宝石切割业务前景可期。

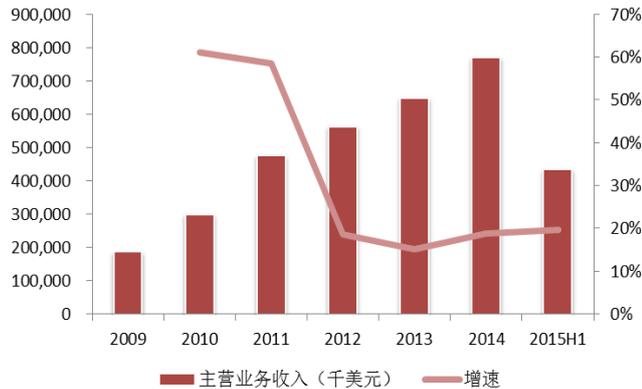
### 3. 聚焦两大板块, 未来发展新动力

#### 3.1 高功率光纤激光器打造“大族品牌”

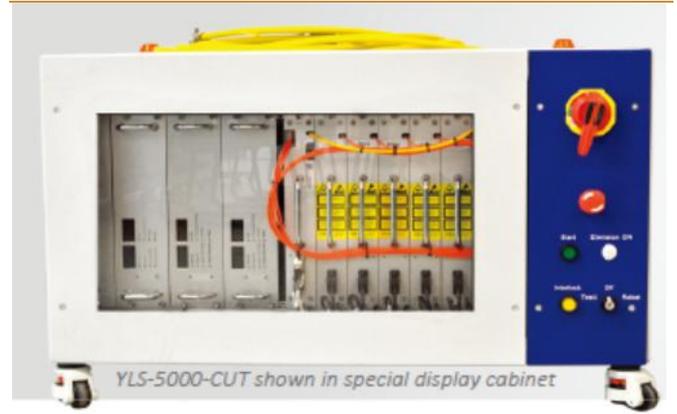
光纤激光器由于其结构简单、阈值低、散热性能好、转换效率高、光束质量好等优点, 已经在激光打标, 材料加工等诸多应用领域能够替代传统的 CO2 激光器和普通固体激光器。从销售额和利润率上来看, 光纤激光器最大的市场在千瓦级以上的应用, 即高功率光纤激光器。

提到高功率光纤激光器, 就不得不提世界光纤激光器龙头企业 IPG: IPG 拥有大功率光纤激光器从半导体器件、特种光纤等元器件生产到系统集成的一体化制造工艺, 是世界上第一家量产高功率光纤激光器的企业。早在 2008 年, 宝马汽车就在生产线中启用 IPG 生产的 63kw 联系波长掺镱大功率光纤激光器; 目前 IPG 的高功率光纤激光器作为先进焊接技术领域的主力军, 产品已广泛应用于北美、欧洲和日本的汽车制造业、船舶制造业、海上平台和石油管道、航空航天和技术加工等工业领域。2009 年-2014 年, IPG 收入由 1.9 亿美元增长到 7.7 亿美元, 复合增长率达到 33%, 其中主要驱动力正是来自于高功率光纤激光器的高需

求：IPG 高功率光纤激光器大约占其总销售额的 50% 以上。未来高功率光纤激光器空间仍然很大，其中需求一方面来自于部分 CO2 和固体激光器的替代需求，据预测高功率光纤激光器到 2020 年市场占有率将由现在的 40% 升到 60%-80%；另一方面来自传统技术的升级需求，如汽车电阻电焊技术向高功率激光器技术升级等，其中又以发展中国家空间更大。

**图 7：2015 年激光器应用领域利润分布格局**


数据来源：公司公告，西南证券

**图 8：IPG YLS 系列高功率光纤激光器**


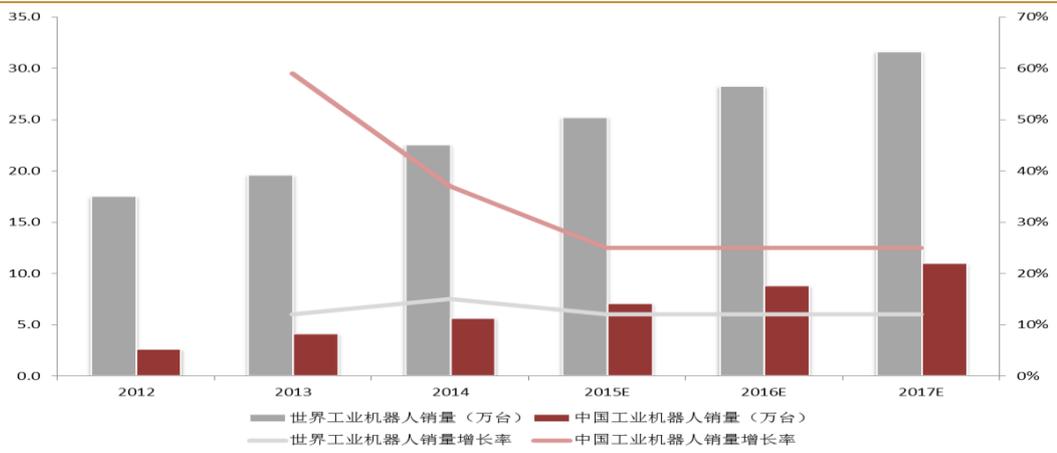
数据来源：YLS 产品宣传册

公司目前在大功率固体激光器、大功率 CO2 激光器上都具备从激光器生产到系统集成应用的能力。但在大功率光纤激光器上，公司还非常依赖 IPG 提供激光器设备。相对于小功率光纤激光器，大功率光纤激光器有更多技术难点，包括双包层泵浦技术、端面耦合技术、激光合成技术等。目前国内的大功率光纤激光器尚处起步阶段，国内从事大功率光纤激光器的企业绝大多数核心零部件依然依赖进口。

在中小功率光纤激光器门槛越来越低，竞争越来越激烈的背景下，高功率光纤激光器以其广阔的市场应用前景成为国产激光器公司瞄准的新蓝海。包括华工科技、武汉瑞科等公司已经投入了高功率光纤激光器的研发工作，大族激光自然不想失掉这块“兵家必争之地”。公司从应用端率先着手，旗下的大族钣金装备实业部已经能提供型号为 G3015F, G4020F, G6020F 等大功率光纤激光切割机机型，抢先布局国内光纤激光器下游市场；技术上，公司借助在小功率光纤激光器上的技术优势，积极布局大功率光纤激光器特种光纤、半导体器件技术，力争早日打破国外产品在上游技术上的垄断，实现技术自立，打造真正的“民族”高功率光纤激光器。

### 3.2 发挥联动效应，激光巨人进军工业机器人领域

据国际机器人协会（IFR）统计，2014 年，全球工业机器人销量达 22.5 万台，同比增长 27%；其中中国作为工业机器人最大的需求市场，去年机器人销量约为 5.6 万台，增幅高达 54%。据预测，2015-2017 年，中国工业机器人的年均增长率预计将达 25%，2017 年销量将达 10 万台。目前，国产工业机器人的比重占国内工业机器人市场的 30% 左右。未来，随着中国工业机器人的市场越来越大，国产工业机器人的技术水平越来越高，中国本土工业机器人供应商的发展潜力和替代机会巨大。

**图 9: 世界、中国工业机器人销售预测**


数据来源: IFR, 中华工控网, 西南证券

从全球范围来看, 汽车工业是工业机器人应用最广泛的领域, 约占机器人装机总量的 40%。公司的大功率激光焊接设备以汽车领域为突破口, 发挥公司在激光焊接领域的传统优势, 提供激光焊接设备与自动化生产线相结合的集成化产品。目前公司已经具备生产包括汽车座椅调角器、滑轨、离合器、安全气囊、减震器、双联齿轮自动化焊接设备的能力, 为汽车行业提供全方位的自动化焊接解决方案。同时公司继续加强新产品线的研发, 今年推出了汽车覆盖件机器人焊接工作站, 现已完成客户认证, 为奔驰天窗进行 2mm 双面镀锌板叠焊激光远程焊接, 实现产品产业化。

**表 2: 公司汽车领域自动化焊接产品**

产品名称	产品介绍
汽车覆盖件机器人激光焊接工作站	机器人焊接工作站, 是集激光焊接、汽车零部件装焊、数控技术、自动化等学科于一体的高新技术产品, 具有高精度、高效率、高性价比、高自动化等特点。主要应用在汽车车身覆盖件类零件的组焊, 已成功应用于汽车天窗、汽车 A、B 柱等零部件焊接和汽车总成的生产。
发动机活塞激光焊接自动化生产线	发动机活塞激光焊接自动化生产线配备四工位 FA 系统焊接机床、激光-电弧复合焊接系统、焊缝跟踪系统、自动上下料系统等多组设备, 其中激光-电弧复合焊接系统配备高功率激光器, 配合激光-电弧复合焊接头可实现激光焊、激光填丝焊、激光电弧复合焊等多种功能; 现主要用于不同尺寸活塞的自动化生产。
汽车安全气囊自动化生产线	该设备由机器人或机床, 夹具 (含自动上下料系统、旋转轴等), 转台, 流水线, 激光器, 控制系统, CCD 监测系统以及排除除尘系统等等组成。具有自动化程度高, 高效率, 高柔性, 焊接质量高, 焊后变形小等优点, 适用于环焊缝件的批量生产。汽车安全气囊自动化生产线汽车安全气囊自动化生产线安全气囊焊接样品。
汽车减震器自动激光焊接设备	激光发生器和运动装置采用光纤连接赋予整个焊接系统极高柔性, 同时先进数控系统赋予其极高自动化, 从而使得该设备具有极强的操作性和可实现性。自动输送线带动工件进入焊接区域, 上料机构自动将工件输送至焊接夹具上, 夹具自动夹紧工件, 焊接头静止不动, 变位机带动工件旋转以实现圆周焊接。变位机的引入给激光焊接带来更高的精度和稳定性

数据来源: 公司网站

未来,公司拟以当前的汽车焊接工业机器人为突破口,横向拓展到其他工业机器人应用市场。公司有能力、有资源也有机会完成这次横向拓宽市场的战略布局:**公司拥有“自动化基因”,技术背景深厚**;公司在工业机器人的各个技术环节都有涉足,其关节机器人去年实现超过3亿元收入;公司广义上的自动化领域产值超过公司去年全年收入的30%,产品遍地开花,如2013年,公司成功研制出新世代CNC高速钻铣攻牙中心机,目前已实现量产,月产能在300台以上。公司的“自动化基因”为未来业务拓展提供技术保证。**公司逐渐积累客户资源**:相对于国外ABB,KUKA等成熟的机器人供应商,国产机器人一个很大的问题就是市场认可度不够,下游企业不敢尝试国内的产品。公司以汽车领域为突破口,打造大族机器人品牌,逐步赢得客户认可。**成立机器人产业基金**:公司分别与第一创业公司、国信弘盛公司共同成立机器人产业基金,公司合计投资3亿元,加强在自动化系统集成以及机器人领域的投入和布局。**3C机器人领域存发展空间**:3C行业作为劳动密集型产业,对工业机器人的需求非常巨大。我国作为3C电子产品主要生产国,目前3C行业的工业机器人渗透率仅有11台/万人,相对于日韩等国1200台/万人的水平,我国3C行业工业机器人有望迎来爆发性增长。公司的小功率激光在3C领域被广泛应用在打标、切割、焊接等多个方面,有着良好的行业口碑,如果能以此为契机切入3C电子领域机器人市场,未来发展不可限量。

## 4. 定增方案补充发展资金

公司7月发布定增预案,拟以不低于30.0元/股募集不超过41亿元,用于投资高功率半导体器件、特种光纤及光纤激光器产业化项目,高功率激光切割焊接系统及机器人自动化装备产业化项目,脆性材料加工与量测设备产业化项目和工业机器人关键技术研发中心项目。

**表 3: 公司拟定增方案**

序号	项目名称	项目投资额(万元)	拟使用募集(万元)
1	高功率半导体器件、特种光纤及光纤激光器产业化项目	183,828.57	155,000.00
2	高功率激光切割焊接系统及机器人自动化装备产业化项目	161,534.65	135,000.00
3	脆性材料加工与量测设备产业化项目	100,077.71	70,000.00
4	工业机器人关键技术研发中心项目	77,401.24	50,000.00

数据来源:公司公告

公司的定增方案已经在8月3日被证监会受理。一旦发行成功,会对公司未来的发展规划提供强有力的资金支持,从而整体提升公司整体竞争实力。

## 5. 盈利预测与投资建议

主要假设:

(1) 小功率激光领域:公司近两年快速积累新的客户资源,维持行业龙头地位,预计2015-2017年保持20%的收入增长率;未来三年随着高附加值的光纤激光器业务和自动化业务逐步扩张,毛利率有望提升,未来三年小功率激光器毛利率设为46%、47%和48%。

(2) 大功率激光领域:预计公司未来三年随着在大功率激光和工业机器人上的积极布局,大功率激光业务有望大幅增长。2015-2017年给予50%、60%和70%的收入增长率预测;未来三年大功率激光器毛利率设为33%、35%和37%。

考虑到目前公司激光领域龙头地位难以撼动,公司将持续受益于下游需求增长;未来随着新项目建设的陆续开工,公司未来发展空间巨大。在考虑增发摊薄的情况下,预计公司 2015 年-2017 年 EPS 分别为 0.92 元、1.16 元和 1.44 元,对应股价 PE 分别为 30 倍、24 倍和 19 倍,参考同类公司 PE 情况,因机器人、激光题材股票估值较高,最低的也有约 50 倍估值左右,保守考虑给予大族激光 50 倍估值。但是由于近期股市行情不确定因素比较多,调低估值至 40 倍,给予“买入”评级

**表 4: 可比公司 PE**

代码	证券简称	最新收盘价	市值(万元)	EPS			PE		
				2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E
000988.SZ	华工科技	17.69	1,436,480.01	0.19	0.33	0.45	93.65	53.51	39.05
300024.SZ	机器人	87.76	5,285,310.49	0.5	0.71	0.96	173.13	121.56	90.08
300220.SZ	金运激光	41.80	467,460.00	0.05	0.15	0.25	805.19	291.86	174.02
300227.SZ	光韵达	30.62	388,395.90	0.2	0.3	0.46	100.53	66.26	47.55

数据来源: wind, 西南证券

## 6. 风险提示

- (1) 定增进展或低于预期;
- (2) 下游小功率激光器市场需求或低于预期。

**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	5,565.59	6,665.35	8,230.71	10,718.13	净利润	716.69	1,111.74	1,399.13	1,740.14
营业成本	3,361.34	3,733.90	4,591.29	6,022.06	折旧与摊销	143.59	205.39	229.54	254.66
营业税金及附加	55.02	65.89	81.36	105.95	财务费用	105.00	50.52	28.23	40.09
销售费用	602.12	754.86	916.46	1,194.58	资产减值损失	44.30	45.96	48.30	49.00
管理费用	778.76	964.49	1,194.35	1,544.58	经营营运资本变动	-248.42	-396.66	-592.23	-972.81
财务费用	105.00	50.52	28.23	40.09	其他	197.14	-61.06	-49.30	-23.05
资产减值损失	44.30	45.96	48.30	49.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>958.32</b>	<b>955.89</b>	<b>1,063.66</b>	<b>1,088.03</b>
投资收益	44.81	43.03	43.03	43.03	资本支出	-88.24	-205.80	-332.09	-245.50
公允价值变动损益	0.03	-	-	-	其他	-255.51	43.36	43.03	43.03
其他经营损益	-	-	-	-	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-343.75</b>	<b>-162.44</b>	<b>-289.06</b>	<b>-202.47</b>
<b>营业利润</b>	<b>663.90</b>	<b>1,092.77</b>	<b>1,413.76</b>	<b>1,804.89</b>	短期借款	-154.22	-788.56	-	-
其他非经营损益	170.85	172.72	177.88	182.80	长期借款	-107.38	-	-	-
<b>利润总额</b>	<b>834.75</b>	<b>1,265.49</b>	<b>1,591.64</b>	<b>1,987.69</b>	股权融资	-19.23	4,100.00	-	-
所得税	118.06	153.75	192.51	247.56	支付股利	-211.10	-272.16	-422.18	-531.32
净利润	716.69	1,111.74	1,399.13	1,740.14	其他	-2.41	-302.95	-28.23	-40.09
少数股东损益	9.16	14.21	17.88	22.24	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-494.34</b>	<b>2,736.33</b>	<b>-450.41</b>	<b>-571.41</b>
归属母公司股东净利润	707.53	1,097.53	1,381.24	1,717.89	<b>现金流量净额</b>	<b>106.56</b>	<b>3,529.78</b>	<b>324.20</b>	<b>314.15</b>
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	1,018.42	4,548.20	4,872.39	5,186.54	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1,990.09	2,457.08	2,990.04	3,901.79	销售收入增长率	28.41%	19.76%	23.49%	30.22%
存货	1,442.45	1,615.62	2,009.55	2,667.80	营业利润增长率	43.14%	64.60%	29.37%	27.67%
其他流动资产	205.18	191.62	236.62	308.13	净利润增长率	24.87%	55.12%	25.85%	24.37%
长期股权投资	126.04	126.04	126.04	126.04	EBITDA 增长率	30.77%	47.80%	23.94%	25.61%
投资性房地产	300.16	300.16	300.16	300.16	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1,438.74	1,445.39	1,555.45	1,551.54	毛利率	39.61%	43.98%	44.22%	43.81%
无形资产和开发支出	270.03	270.35	269.42	270.74	三费率	26.70%	26.55%	25.99%	25.93%
其他非流动资产	405.05	398.15	391.58	385.01	净利率	12.88%	16.68%	17.00%	16.24%
<b>资产总计</b>	<b>7,196.14</b>	<b>11,352.60</b>	<b>12,751.23</b>	<b>14,697.74</b>	ROE	16.59%	12.09%	13.75%	15.29%
短期借款	788.56	-	-	-	ROA	9.96%	9.79%	10.97%	11.84%
应付和预收款项	1,532.63	1,773.86	2,157.22	2,830.96	ROIC	16.39%	22.86%	25.13%	26.80%
长期借款	80.00	80.00	80.00	80.00	EBITDA/销售收入	16.40%	20.23%	20.31%	19.59%
其他负债	474.98	302.70	341.02	404.98	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2,876.17</b>	<b>2,156.56</b>	<b>2,578.25</b>	<b>3,315.94</b>	总资产周转率	0.80	0.72	0.68	0.78
股本	1,055.97	1,192.97	1,192.97	1,192.97	固定资产周转率	4.39	5.16	6.10	7.70
资本公积	708.31	4,671.31	4,671.31	4,671.31	应收账款周转率	3.44	3.29	3.33	3.42
留存收益	2,296.85	3,122.22	4,081.28	5,267.86	存货周转率	2.06	2.29	2.40	2.47
归属母公司股东权益	4,124.64	8,986.50	9,945.57	11,132.14	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	91.29%	—	—	—
少数股东权益	195.33	209.54	227.42	249.66	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>4,319.96</b>	<b>9,196.04</b>	<b>10,172.99</b>	<b>11,381.81</b>	资产负债率	39.97%	19.00%	20.22%	22.56%
负债和股东权益合计	7,196.14	11,352.60	12,751.23	14,697.74	带息债务/总负债	30.20%	3.71%	3.10%	2.41%
					流动比率	1.75	4.54	4.28	3.89
					速动比率	1.21	3.71	3.43	3.03
					股利支付率	29.84%	24.80%	30.57%	30.93%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	912.50	1348.68	1671.52	2099.65	每股收益	0.59	0.92	1.16	1.44
PE	44.11	28.44	22.59	18.17	每股净资产	3.62	7.71	8.53	9.54
PB	7.22	3.39	3.07	2.74	每股经营现金	0.80	0.00	0.00	0.00
PS	5.61	4.68	3.79	2.91	每股股利	0.18	0.23	0.35	0.45
EV/EBITDA	28.96	18.91	15.06	11.84					
股息率	0.68%	0.87%	1.35%	1.70%					

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 15 楼

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 楼

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

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

### 上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn