

向新能源汽车核心零部件供应商转型

投资要点

- **收购资产加快新能源核心零部件供应商转型升级。**公司长期看好我国新能源汽车发展的广阔前景,持续加大对汽车电控系统和新能源驱动电机业务的拓展力度,拟收购上海海能和德沃仕100%股权。
- **上海海能一国内柴油机动力总成电控龙头。**跨国集团在柴油发动机ECU市场份额超过90%,上海海能柴油发动机控制产品自主品牌市场占有率第一,随着排放标准升级带来的市场容量扩张,以及主机厂压缩成本加快国产化进程,公司进口替代空间巨大;上海海能也是国内少数实现AMT自动变速箱产业化的企业之一,产品已经在多地公交有效运行一年以上,具备显著的先发优势与技术优势。
- **德沃仕一拓宽公司新能源驱动电机范围。**德沃仕项目团队来自比亚迪,对高速永磁同步电机和大扭矩的直驱永磁同步电机有成熟的开发及生产经历,产品已覆盖7.5KW至45KW等多种功率电机,现已成为众泰汽车的主要驱动电机供应商,与宇通客车签署排他性轮边电机开发合作协议,正处于路试阶段。业绩承诺年均增速超过45%。
- **高科润一智能控制器成为业绩增长引擎。**公司去年完成深圳高科润公司的100%收购,上半年实现净利润962万元,是公司上半年盈利增长的引擎。全年可为公司贡献2000万元净利,预计占全年公司归母净利的73%。此外,高科润智能控制技术有利于促进公司缝纫机控制系统的升级换代。
- **估值与评级:**公司积极谋求汽车电控系统和新能源驱动电机业务的战略布局,实现新能源汽车核心零部件供应商的转型升级。假设成功收购上海海能与德沃仕并于2016年并表,我们预计公司2015-2017年EPS分别为0.15元、0.72元和0.83元,以9月6日收盘价17.65元为基准,对应动态市盈率分别为115倍、25倍和21倍,首次覆盖,给予“增持”评级。
- **风险提示:**收购上海海能及德沃仕失败的风险;新能源汽车发展增速不及预期的风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	622.48	803.80	1290.18	1490.94
增长率	27.76%	29.13%	60.51%	15.56%
归属母公司净利润(百万元)	10.19	27.33	127.92	147.73
增长率	87.32%	168.24%	368.13%	15.49%
每股收益EPS(元)	0.06	0.15	0.72	0.83
净资产收益率ROE	1.25%	3.31%	5.71%	7.25%
PE	309	115	25	21
PB	3.85	3.81	1.40	1.55

数据来源: Wind, 西南证券

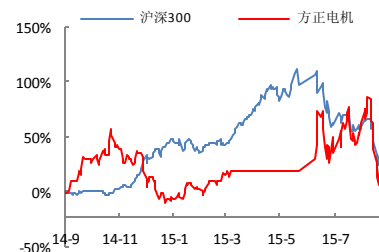
西南证券研究发展中心

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

联系人: 张荫先
电话: 0755-23617478
邮箱: zyx@swsc.com.cn

联系人: 简洁
电话: 0755-23605294
邮箱: jjie@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)	1.78
流通A股(亿股)	0.9
52周内股价区间(元)	14.35-31.74
总市值(亿元)	30.41
总资产(亿元)	12.73
每股净资产(元)	4.95

相关研究

目 录

1. 收购资产加快转型升级步伐	1
1.1 上海海能—国内柴油机动力总成电控龙头.....	1
1.2 德沃仕—拓宽公司新能源驱动电机范围.....	3
1.3 向新能源汽车核心零部件供应商转型升级迈进.....	4
2. 横向拓展战略成效显著	5
2.1 智能控制器成为业绩增长引擎.....	5
2.2 汽车应用业绩有望快速提升.....	6
3. 盈利预测与投资建议	7
4. 风险提示	8

图 目 录

图 1: 上海海能产品领域分布	1
图 2: 上海海能 AMT 变速箱执行结构原理	2
图 3: 上海海能主要产品销售情况 (万元)	3
图 4: 收购德沃仕后公司驱动电机系统型谱图	4

表 目 录

表 1: 发行股份及支付现金购买资产 (万元)	1
表 2: 上海电驱动采购伊顿 AMT 变速箱金额 (万元)	3
表 3: 深圳高科润主要产品及应用	5
表 4: 高科润营业收入及净利润预测	5
表 5: 丽水方正东进机电有限公司 (百万元)	6
表 6: 浙江方正 (湖北) 汽车零部件有限公司 (原名: 湖北钱潮汽车零部件有限公司) (百万元)	6
表 7: 分业务收入及毛利率	7
附表: 财务预测与估值	9

1. 收购资产加快转型升级步伐

方正电机是一家专业从事微型特种电机研制开发、生产、销售的公司，通过多年产业延伸及整合，现已基本形成缝纫机应用类、智能控制器类和汽车应用类三大主营业务结构。公司家用缝纫机电机和工业缝纫机电机产品销量均位于国内同类企业前列，汽车电机产品是美国江森公司在国内的首选供应商，新能源驱动电机已覆盖低速电动车、乘用车和商用车全系列车型。

公司长期看好我国新能源汽车发展的广阔前景，持续加大对汽车电控系统和新能源驱动电机业务的拓展力度，拟通过发行股份及支付现金方式收购上海海能和德沃仕 100% 股权，收购完成后，公司在燃油车领域的产品将延伸至动力总成电子控制业务，同时进一步完善驱动电机产品系列，提升新能源汽车动力总成系统集成能力。

表 1: 发行股份及支付现金购买资产 (万元)

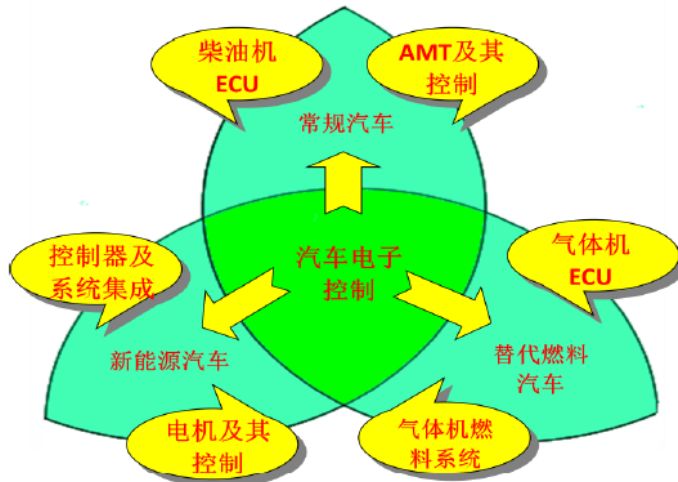
交易对方名称	交易价格	现金对价	股份对价	发行股份数量 (股)
上海海能 100% 股权	110,000	55,000	55,000	35,737,488
德沃仕 100% 股权	24,500	6,300	18,200	11,825,858
合计	134,500	61,300	73,200	47,563,346

数据来源: 公司公告, 西南证券

1.1 上海海能—国内柴油机动力总成电控龙头

上海海能专注于汽车动力总成电子控制类产品的研发、生产及销售业务，是我国汽车动力控制领域起步较早、系统设计和集成能力较为突出、自主创新能力较强的领军企业之一，也是我国柴油机自主品牌中 ECU 与商用车 GCU 市场占有率最大、国内少数实现 AMT 自动变速箱产业化的高新技术企业。主要产品包括柴油发动机控制类产品 (含 ECU 与 DCU)、气体发动机控制类产品 (GCU)、新能源汽车控制类产品 (HPT)、自动变速箱产品 (AMT) 等。

图 1: 上海海能产品领域分布



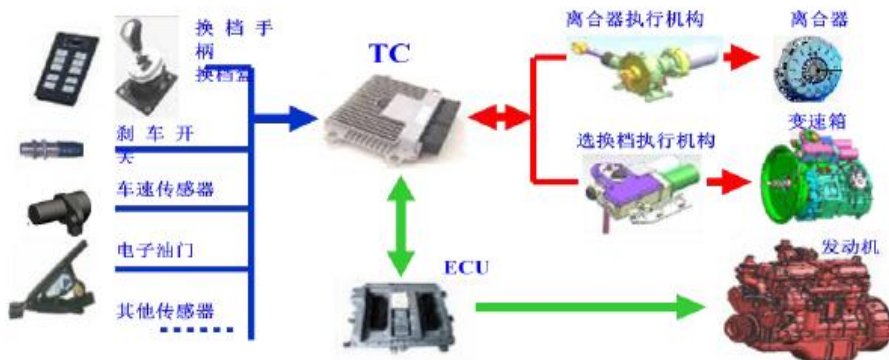
数据来源: 公司公告, 西南证券

柴油发动机控制产品自主品牌市占率第一，进口替代空间巨大：上海海能是国内最早实现柴油发动机控制类产品自主研发生产的企业，主要产品包括 ECU 和 DCU，其中已累计生产和配套应用的 ECU 超过 7 万套，自主品牌中市场占有率第一；DCU 产品市场累计销售超过 10 万套，目前主要配套国内柴油发动机销量第一的玉柴集团。今年一季度销售收入 2044 万元，完成去年全年销售收入的 40%，增长势头良好。

在柴油发动机 ECU 市场格局中，博世等跨国公司在国内柴油发动机 ECU 市场份额超过 90%，不仅形成垄断不利于下游柴油机企业的经营与业绩，甚至威胁我国商用车关键零配件的生存安全。而上海海能作为第一家实现 ECU 产业化及国内最大的 ECU 自主品牌供应商，生产的 ECU 产品已达到国际先进企业同类产品的功能水平，能够匹配单体泵及高压共轨两种主流类型的柴油机，因此，我们认为上海海能一方面受益于排放标准升级带来的市场容量扩张，另一方面在汽车产业不景气时期，主机厂为了压缩成本会加快国产化采购进程，公司柴油发动机控制产品“进口替代”空间巨大。

AMT 产业化能力奠定系统供应商坚实基础：AMT 自动变速箱具有传动效率高、结构紧凑、成本低、省油、易于制造、工作可靠及操纵方便等优点，适合于我国大、中巴与载重车应用。目前国内 AMT 产品主要由德国采埃孚集团和美国伊顿车辆集团供应，自主品牌主要有上海海能及苏州绿控传动科技有限公司。

图 2：上海海能 AMT 变速箱执行结构原理



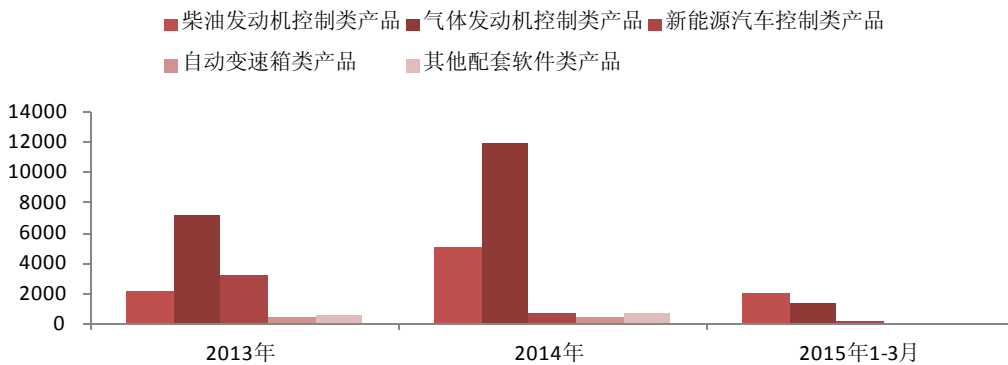
数据来源：公司公告，西南证券

查阅上海电驱动近三个报告期的前五大供应商名单发现，为上海电驱动提供 AMT 产品的美国伊顿公司均为第一大供应商，采购金额占比达到 30%；此外大洋电机收购上海电驱动预案中披露，公司将募集配套资金建设“基于 AMT 商用车插电式混合动力系统产业化项目”，打造在 AMT 商用车插电式混合动力系统总成的核心竞争力。因此不仅可以看到 AMT 在动力总成系统中价值占比较高，而且电机驱动系统厂家希望掌握包括电机、电控及自动变速箱的系统集成能力。而上海海能是国内少数实现 AMT 自动变速箱产业化的自主品牌企业之一，目前已经累计推广近 600 台，产品已经在各地公交有效运行一年以上，产品的可靠性得到充分认证，具备显著的先发优势与技术优势，也为公司成为新能源汽车动力总成系统供应商奠定坚实基础。

表 2: 上海电驱动采购伊顿 AMT 变速箱金额 (万元)

报告期	供应商名称	采购金额	占采购总额比例
2015 年 1-3 月	Eaton Corporation	2,130.11	23.34%
2014 年	Eaton Corporation	15,182.89	32.20%
2013 年	Eaton Corporation	5,720.42	29.78%

数据来源: 大洋电机收购上海电驱动预案, 西南证券

图 3: 上海海能主要产品销售情况 (万元)


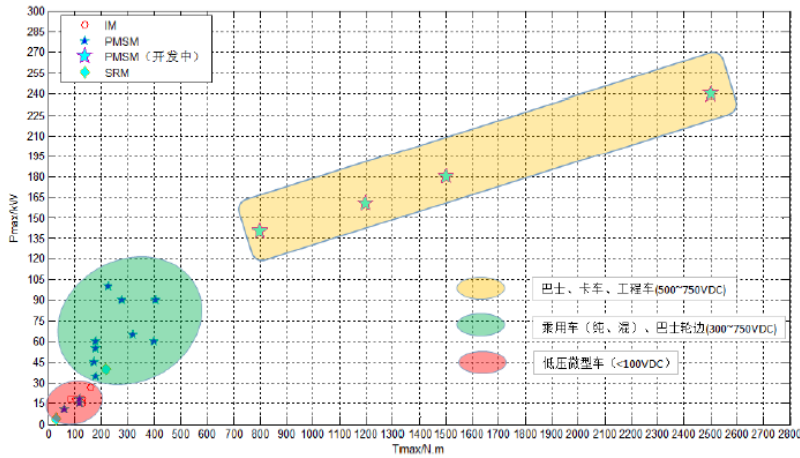
数据来源: Wind, 西南证券

根据业绩承诺, 上海海能 2015 年度、2016 年度、2017 年度当年实现的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润分别不低于 7600 万元、8000 万元及 8400 万元, 在节能环保政策压力日趋严格及新能源汽车爆发增长的大背景下, 我们认为上海海能业绩超出业绩承诺的概率较大。

1.2 德沃仕—拓宽公司新能源驱动电机范围

德沃仕专注于新能源汽车驱动电机的研发、生产及销售业务, 产品主要覆盖 7.5KW 至 45KW 等多种功率电机, 可应用于微型电动乘用车、小型电动乘用车、中小型商用车及采用轮边电机的电动大巴等多种类型的新能源汽车。同时, 德沃仕项目团队对高速永磁同步电机和大扭矩的直驱永磁同步电机有成熟的开发、生产经历, 目前正在开发 50KW 以上的大功率永磁同步电机。

目前德沃仕系国内新能源汽车龙头企业之一的众泰汽车的主要驱动电机供应商之一; 与国内客车龙头企业之一宇通客车签署技术合作协议, 双方共同合作开发新能源汽车的轮边电机系统, 并成为宇通客车唯一的轮边驱动电机系统合作方, 目前轮边系统项目正在测试开发过程中, 正处于路试阶段; 与广汽吉奥汽车有限公司签署技术合作协议, 开发纯电动物流车辆的高效永磁同步驱动系统。

图 4: 收购德沃仕后公司驱动电机系统型谱图


数据来源: 公司公告, 西南证券

收购德沃仕后, 方正电机驱动系统产品覆盖的车型也将从原来的低速电动车、轻卡等领域全面扩展至低压电动车、乘用车、中巴、大巴及工程车等全系列、全类型车型, 进而全面完善公司的新能源汽车驱动系统产品结构, 提高公司的产品竞争力及盈利能力。根据业绩承诺, 德沃仕 2015 年度、2016 年度、2017 年度当年实现的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润分别不低于 1650 万元、2400 万元及 3500 万元, 年均增速超过 45%。

1.3 向新能源汽车核心零部件供应商转型升级迈进

公司成立之初的主要产品是家用缝纫机电机等微型特种电机, 到 2006 年前后, 经过近十年的快速发展, 公司已经成为行业领先的缝纫机电机生产企业。为突破传统行业发展瓶颈, 增强公司发展后劲, 公司抓住电动汽车的发展机遇, 从 2009 年开始进行电动汽车关键零部件——驱动电机的研发, 并于 2014 年收购深圳市高科润电子有限公司, 初步具备了驱动电机的制造能力和驱动电机控制系统的开发能力。此次对上海海能及杭州德沃仕收购完成后, 公司在燃油车领域的产品将延伸至动力总成电子控制业务, 大幅提升公司的产品附加值及盈利能力, 完善公司从执行机构到控制系统的节能汽车产业链; 在新能源汽车领域将进一步完善驱动电机产品系列, 优化下游客户结构, 同时具备新能源汽车动力总成系统集成能力, 从而提高公司在节能与新能源汽车领域的综合竞争能力。

推动公司成为新能源汽车核心零部件供应商。本次收购前, 公司以配套汽车执行方面的零部件为主, 产品包括汽车座椅及雨刷配套电机等, 虽然业务发展迅速, 但产品结构完善程度相对不足, 综合附加值水平一般。此次收购完成后, 一方面凭借上海海能在汽车电子控制领域的技术及行业地位, 将公司的传统燃油汽车零部件业务延伸至汽车动力总成电子控制领域, 打造兼具硬件执行机构及软件控制系统的完善产品结构, 深化公司在汽车节能领域的产业布局; 另一方面借助上海海能在新能源汽车领域的动力总成集成及控制能力、德沃仕完善的产品结构及优质的客户资源, 方正电机将从新能源汽车驱动系统供应商升级为国内少数的整车动力总成等系统集成商之一, 拥有基于整车控制器、转向控制、电机控制等控制平台之上配套驱动电机等执行机构的系统集成能力。

协同效应快速提升公司盈利能力。公司本次交易可进一步完善汽车零部件行业的产业链整合，在研发、采购、生产及销售等业务环节均具备较强的协同效应。在研发端：各方将共享客户需求参数，共享研发人力、设备、平台等资源，从而大幅提高研发效率，节省研发费用；采购端：各方有多种类型的原材料可以实现集中采购，降低采购成本；生产端：各方可以根据各自产品产能及产销情况，在内部合理配置生产资源实现产能有效利用，如控制器贴片由高科润生产，母公司电机生产能力支撑驱动电机业务快速拓展；销售端：梳理并搭建客户信息共享及产品结构完善的销售平台，从而提高公司销售能力。

2. 横向拓展战略成效显著

2.1 智能控制器成为业绩增长引擎

公司基于进一步完善公司驱动电机产业链，促进缝制机械产品控制系统优化升级的战略考虑，于2014年10月完成深圳高科润公司的100%收购，从而完成公司在智能控制器领域的布局，双方利用各自在电机及控制方面的技术优势，在机电一体化、电机无刷化、控制智能化、产品移动化等方面做整合和开发。此次通过发行股份收购深圳高科润的交易金额2亿元，发行价格9.3元/股，增发2150.51万股，高科润承诺2014年、2015年、2016年实现的合并报表扣除非经常性损益后的净利润分别不低于1800万元、2000万元、2200万元。今年上半年高科润实现净利润962万元，是公司上半年盈利增长的引擎。

深圳高科润主要从事电子智能控制器的研发、生产和销售，是国内空调、冰箱、洗衣机等家用电器控制器领域的领先企业之一，客户范围覆盖伊莱克斯、美的等国内外知名家用电器生产商，在业内拥有较高的品牌知名度。电子智能控制器行业是提供各类智能控制器产品及相关解决方案的行业，是技术密集型和知识密集型相结合的产业，是软件产业、集成电路产业等相结合的细分产业。

表 3: 深圳高科润主要产品及应用

序号	下游应用领域	主要产品
1	家用电器	空调类、洗碗机、家用吸尘器、电磁炉、壁炉、电熨斗、热水器、冰箱、洗衣机等产品智能控制器
2	工业设备与电动工具	工业缝纫机、工业吸尘器、搅拌机、水泵等产品智能控制器
3	智能建筑与安防	智能照明开关、安防、消防等产品智能控制器
4	汽车电子	汽车动平衡仪、汽车空调、电动汽车驱动电机等产品智能控制器

数据来源：公司公告，西南证券

表 4: 高科润营业收入及净利润预测

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	182.3	210.1	266.4	298.5	331.8	344.4	349.3
净利润 (百万元)	12.2	19.6	17.9	19.9	22.0	21.0	19.3

数据来源：公司公告，西南证券

收购完成后，高科润智能控制技术有利于促进公司缝制机械控制系统的升级换代，协助电动汽车驱动电机系统产品控制方案的完善，另一方面也将提高本公司资产质量、改善公司财务状况和增强持续盈利能力。

2.2 汽车应用业绩有望快速提升

公司汽车应用类产品主要包括方正东进座椅电机、方正零部件雨刮器总成以及母公司的新能源驱动电机。

在汽车座椅电机领域，公司子公司方正东进已形成年产汽车配套电机（座椅电机）超过 300 万套的生产能力，与全球 500 强企业江森集团等知名汽车零配件供应商达成稳定合作关系，座椅后提升电机主要配置丰田凯美瑞、荣威、别克凯越等中高级热销轿车型，后续将重点拓展座椅前提升、水平及调角电机，从而快速提升座椅电机销量，我们预计全年可实现 7500 万元的营业收入。2016-2017 年营收增速为 20%、10%。

表 5: 丽水方正东进机电有限公司（百万元）

年份	营业收入	营业利润	净利润	净利率
2015H1	31.84	2.76	1.99	6.3%
2014 年	67.23	4.73	3.15	4.7%
2013 年	53.75	0.80	1.41	2.6%
2012 年	47.10	2.91	2.94	6.2%

数据来源：公司公告，西南证券

新能源驱动电机领域，母公司从 2009 年即开始研发电动汽车驱动电机，是国内较早以永磁同步电机作为技术路线进入电动汽车驱动电机领域的企业之一，目前公司已成功搭建了不同功率的电动汽车驱动电机生产平台。今年 8 月份先后与浙江绿巨能、重庆长帆分别签订 2000 套驱动电机及和 10000 套驱动电机总成的订单，公司也与比利时 PUNCH 公司开展了混合动力汽车用开关磁阻驱动电机的研发和样件制造，完成多种驱动电机系统的开发布局。预计今年完成绿巨能 2000 套、重庆长帆 1000 套的电机订单，实现营业收入 1200 万元，2016-2017 年营收增速为 130%、100%。

雨刮器总成领域，方正汽车零部件公司主要生产商用车雨刮器总成、制动阀系列产品，上半年由于整合尚未完成以及部分产品存在缺陷问题导致经营亏损，后续公司将停产缺陷产品，集中优势资源生产雨刮器总成，并积极向上市公司现有乘用车客户资源渗透，提升子公司的盈利水平。预计全年实现营业收入 4400 万元，基本实现盈亏平衡，2016-2017 年毛利率提升至 15% 以上并开始盈利。

表 6: 浙江方正（湖北）汽车零部件有限公司（原名：湖北钱潮汽车零部件有限公司）（百万元）

年份	营业收入	营业利润	净利润	净利率
2015H1	19.90	-2.28	-1.44	-7.2%
2014 年 1-8 月	45.88	-1.44	2.61	5.7%
2013 年	83.72	-13.01	-12.76	-15.2%
2012 年	91.79	-13.40	-13.57	-14.8%

数据来源：公司公告，西南证券

我们预计今年公司汽车应用业务实现营业收入 1.3 亿元，随着新能源驱动电机销量快速提升，以及方正汽车零部件的经营改善，汽车应用业绩将得以快速上升，2016-2017 综合毛利率水平上升至 20% 和 22%。

3. 盈利预测与投资建议

关键假设

缝纫机应用类产品：受到服装行业整体产能转移及需求不足的影响，我们预计公司 2015-2017 年营业收入增速分别为 -21.87%、-7.88% 和 0.31%。随着公司现有产能逐步转移至越南，2015-2017 年毛利率水平分别为 12.67%、13.23% 和 13.45%。

智能控制器类产品：根据业绩承诺，高科润 2015 年、2016 年实现的净利润不低于 2000 万元和 2200 万元，结合上半年业绩情况，我们预计 2015-2017 年营业收入增速分别为 19.69%、15% 和 15%。

汽车应用类产品：方正东进机电座椅电机产品逐步从后提升电机拓展至前提升、水平及调角电机；方正汽车零部件整合降本增效并往乘用车领域拓展；母公司新能源汽车驱动系统订单快速增长，我们预计 2015-2017 年营业收入增速分别为 91.2%、26.9% 和 25.1%。

收购上海海能及德沃仕：按照收购预案，假设 2016 年开始并表，上海海能、杭州德沃仕 2016-2017 年合计贡献 1.04 亿元、1.19 亿元净利润。

如果不考虑收购影响，预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.15 元、0.22 元和 0.28 元，假设成功收购上海海能与德沃仕并于 2016 年并表，我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.15 元、0.72 元和 0.83 元，以 9 月 6 日收盘价 17.65 元为基准，对应动态市盈率分别为 115 倍、25 倍和 21 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 7：分业务收入及毛利率

百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
合计				
营业收入	622.5	803.8	1,290.2	1,490.9
增速	27.76%	29.13%	60.51%	15.56%
毛利率	16.08%	17.02%	24.62%	25.05%
缝纫机应用类				
营业收入	410.1	320.4	295.1	296.0
增速	3.72%	-21.87%	-7.88%	0.31%
毛利率	12.92%	12.67%	13.23%	13.45%
智能控制器类				
营业收入	87.7	318.8	366.7	421.7
增速	-	19.69%	15.00%	15.00%
毛利率	19.13%	20.00%	21.00%	22.00%
汽车应用类				
营业收入	68.6	131.2	166.4	208.2
增速	53.8%	91.2%	26.9%	25.1%
毛利率	17.1%	17.6%	20.2%	21.8%

百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
上海海能 (收购)				
营业收入	-	-	228.6	240.0
增速	-	-	-	5.00%
毛利率	-	-	48.00%	48.00%
德沃仕 (收购)				
营业收入	-	-	200.0	291.7
增速	-	-	-	45.83%
毛利率	-	-	25.00%	25.00%
其他				
营业收入	58.95	33.40	33.4	33.4
增速	24.74%	-43.33%	0.00%	0.00%
毛利率	27.81%	28.00%	25.00%	22.00%

注：智能控制器 2014 年营业收入数据指第四季度并表数据。数据来源：公司公告，西南证券。

4. 风险提示

收购上海海能及德沃仕失败的风险；新能源汽车发展增速不及预期的风险。

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	622.48	803.80	1290.18	1490.94	净利润	10.19	27.33	127.92	147.73
营业成本	522.41	666.96	972.48	1117.53	折旧与摊销	25.25	47.33	47.33	47.33
营业税金及附加	2.75	3.25	5.38	6.21	财务费用	7.50	5.75	3.63	7.87
销售费用	17.12	18.91	30.81	36.09	资产减值损失	3.71	2.30	2.51	2.99
管理费用	69.94	88.27	143.90	165.64	经营营运资本变动	-62.88	-115.41	-186.75	-83.31
财务费用	7.50	5.75	3.63	7.87	其他	86.14	-4.78	-6.22	-6.86
资产减值损失	3.71	2.30	2.51	2.99	经营活动现金流净额	69.92	-37.47	-11.57	115.75
投资收益	5.58	3.18	3.63	3.79	资本支出	-82.21	0.00	-1132.13	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-12.14	39.09	1.24	1.48
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-94.36	39.09	-1130.89	1.48
营业利润	4.63	21.54	135.11	158.40	短期借款	39.37	-118.60	-31.33	198.29
其他非经营损益	7.74	9.03	8.91	8.86	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	12.37	30.57	144.01	167.26	股权融资	194.47	7.54	1362.00	0.00
所得税	2.18	3.25	16.10	19.53	支付股利	-14.93	-27.96	-75.01	-351.16
净利润	10.19	27.33	127.92	147.73	其他	-210.63	-3.38	-2.35	-6.49
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	8.29	-142.41	1253.31	-159.36
归属母公司股东净利润	10.19	27.33	127.92	147.73	现金流量净额	-17.53	-140.79	110.84	-42.13
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	221.17	80.38	191.22	149.09	成长能力				
应收和预付款项	222.11	266.17	425.45	497.81	销售收入增长率	27.76%	29.13%	60.51%	15.56%
存货	247.88	315.76	460.81	529.71	营业利润增长率	5.76%	365.66%	527.11%	17.24%
其他流动资产	54.44	70.29	112.83	130.38	净利润增长率	87.32%	168.24%	368.13%	15.49%
长期股权投资	0.36	0.36	0.36	0.36	EBITDA 增长率	35.84%	99.65%	149.33%	14.80%
投资性房地产	54.78	18.86	21.34	23.40	获利能力				
固定资产和在建工程	294.48	257.61	220.74	183.87	毛利率	16.08%	17.02%	24.62%	25.05%
无形资产和开发支出	164.63	154.63	1276.76	1266.76	三费率	15.19%	14.05%	13.82%	14.06%
其他非流动资产	11.72	11.27	10.71	10.50	净利率	1.64%	3.40%	9.91%	9.91%
资产总计	1271.57	1175.34	2720.22	2791.89	ROE	1.25%	3.31%	5.71%	7.25%
短期借款	149.92	31.33	0.00	198.29	ROA	0.80%	2.32%	4.70%	5.29%
应付和预收款项	278.88	289.88	445.44	518.75	ROIC	1.56%	3.09%	8.27%	6.74%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	6.00%	9.28%	14.42%	14.33%
其他负债	25.74	28.74	34.47	37.98	营运能力				
负债合计	454.55	349.94	479.92	755.02	总资产周转率	0.57	0.66	0.66	0.54
股本	170.79	178.33	264.29	264.29	固定资产周转率	2.22	3.06	5.72	7.90
资本公积	545.23	545.23	1821.27	1821.27	应收账款周转率	4.17	3.97	4.50	3.88
留存收益	91.72	91.08	143.98	-59.45	存货周转率	2.37	2.36	2.50	2.25
归属母公司股东权益	806.26	814.63	2229.54	2026.11	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	105.48%	—	—	—
少数股东权益	10.76	10.76	10.76	10.76	资本结构				
股东权益合计	817.02	825.40	2240.30	2036.87	资产负债率	35.75%	29.77%	17.64%	27.04%
负债和股东权益合计	1271.57	1175.34	2720.22	2791.89	带息债务/总负债	32.98%	8.95%	0.00%	26.26%
					流动比率	1.71	2.21	2.59	1.78
					速动比率	1.14	1.26	1.59	1.06
					股利支付率	146.55%	102.34%	58.64%	237.71%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	37.38	74.63	186.07	213.61	每股收益	0.06	0.15	0.72	0.83
PE	308.98	115.19	24.61	21.31	每股净资产	4.58	4.63	12.56	11.42
PB	3.85	3.81	1.40	1.55	每股经营现金	0.39	-0.21	-0.06	0.65
PS	5.06	3.92	2.44	2.11	每股股利	0.08	0.16	0.42	1.97
EV/EBITDA	74.15	40.67	23.66	21.71					
股息率	0.47%	0.89%	2.38%	11.16%					

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