

**投资评级：买入（首次覆盖）**

收盘价（元）	17.74
目标价（元）	25.00
上次目标价（元）	N/A

# 方正电机(002196 CH)

## —成功转型为新能源电机供应商

### 核心观点

- ◆ 我们看好新能源汽车产业链，预计到2020年新能源汽车销量可达230万台，较2015年的20万台，隐含年复合增长率为超60%，远高于中国汽车产业每年3-5%左右的成长。新能源汽车电机，是核心零部件之一，占新能源汽车整车成本的约3-5%，受益于整个行业的爆发性增长。
- ◆ 我们看好方正电机从家电电机转型为新能源电机供应商。相对电芯与电控，电机技术更为成熟，而且公司在新能源汽车电机领域的耕耘已有5年，通过内生性发展以及并购深圳高科润、上海海能以及杭州德沃仕100%股权，获得了技术与生产准备，并已收获众泰、宇通、广汽吉奥等整车厂订单。预计2016年市场份额可提升至21%。
- ◆ 考虑到上海海能与杭州德沃仕预计10月底完成并表，我们预计2015-17年公司合并后的归属母公司净利润分别0.6亿元、1.7亿元与2.0亿元，对应每股收益为0.32元、0.62元与0.77元。首次纳入覆盖，给予“买入”评级，目标价为25元，基于2016年40倍市盈率，隐含上涨空间41%。

**穆启国**

执业证书编号：S1100513040001  
8621-68416988-208  
muqiguo@cczq.com

### 川财证券研究所

成都：  
交子大道177号中海国际B座17楼，  
610041  
总机：(028) 86583000  
传真：(028) 86583002

### 财务和估值数据摘要

(百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
营业收入	487	622	813	1,342	1,739
年增率 (%)	2%	28%	31%	65%	30%
归属母公司净利润	5	10	62	165	203
年增率 (%)	-73%	87%	511%	164%	23%
加权平均股本 (百万股)	136	146	192	264	264
每股收益 (元)	0.04	0.07	0.32	0.62	0.77
市盈率 (倍)	475.0	271.4	58.7	30.5	24.7

## 目 录

投资建议.....	4
盈利低点已过，新项目带动盈利强劲增长.....	6
上海海能：国产替代题材.....	8
杭州德沃仕：与众泰与宇通之合作令人期待.....	9
本部：新业务高成长，抵消传统业务下滑的负面影响.....	10
产业看法：新能源汽车电机需求爆发，成本控制是取胜关键.....	11
风险提示.....	11

## 图表目录

图 1:	新能源汽车电机电控公司估值一览.....	4
图 2:	方正电机 2016 年新能源汽车电机业务利润占比超 40%.....	5
图 3:	方正电机净利润预测拆分 .....	6
图 4:	通过外延式并购, 加速切入新能源电机产业链 .....	6
图 5:	方正电机业务一览: 本部+并购业务 .....	7
图 6:	并购完成后, 大股东张敏先生持股比例为 18%.....	7
图 7:	上海海能 2015-17 年净利润预测拆分 .....	8
图 8:	杭州德沃仕 2015-17 年净利润预测拆分 .....	9
图 9:	本部 2015-17 年净利润预测拆分 .....	10
图 10:	预计到 2020 年新能源汽车电机市场规模达 175 亿元 .....	11

## 投资建议

我们看好方正电机在新能源汽车电机领域的发展，理由如下：

首先，我们看好新能源汽车产业链，预计到 2020 年新能源汽车销量可达 230 万台，较 2015 年的 20 万台，隐含年复合增长率为超 60%，远高于中国汽车产业每年 3-5%左右的成长。新能源汽车电机，是核心零部件之一，占新能源汽车整车成本的约 3-5%，亦受益于整个行业的爆发性增长。

第二，相对电芯与电控，电机的技术已经成熟，门槛相对低，对于电机供应商，未来取胜的关键在于成本控制与质量保证。方正电机以家电电机制造起家，但在新能源汽车电机领域的耕耘已有 5 年，通过内生性发展与外延式并购的途径，已获得技术与订单。我们预计方正电机及旗下子公司在新能源电机的市场份额可持续提高，2015-16 年分别为 14%与 21%。

第三，从大洋电机、方正电机与信质电机横向来看，到 2016 年方正电机的新能源汽车业务的净利润占比为 41%，高于大洋电机的 32%与信质电机的不到 5%，此外，从市值与市盈率估值来看，方正电机的市值仅 32 亿，属于三家电机厂中最低，且从市盈率角度，目前股价估值为 2016 年 29 倍，也属于三家中最低。

考虑到并购重组的影响，我们预计方正电机 2015-17 年归属母公司净利润分别为 0.6 亿元、1.7 亿元与 2.0 亿元，对应每股收益为 0.32 元、0.62 元与 0.77 元，隐含年增长 362%、93%与 23%。我们将方正电机首次纳入研究覆盖，给予“买入”评级，目标价为 25.0 元，基于 2016 年 40 倍预期市盈率，较当前股价有 41%的上涨空间。

图 1：新能源汽车电机电控公司估值一览

公司	股票代码	收盘价	市值 亿元	EPS增长率 (%)		市盈率 (x)		市净率 (x)	股利收益率 (%)
		2015/9/18		2015F	2016F	2015F	2016F	2015F	2015F
信质电机	002664.sz	21.47	86	-40.4	7.5	38.8	36.1	5.4	0.8
大洋电机	002249.sz	9.44	163	-52.2	-2.2	50.7	51.8	3.5	1.2
方正电机	002196.sz	17.74	32	362.1	92.7	54.8	28.5	1.5	0.6
汇川技术	300124.sz	34.92	277	23.0	29.5	33.4	25.8	7.0	1.5
正海磁材	300224.sz	22.99	116	-18.1	43.8	59.7	41.5	6.2	0.3

资料来源：WIND，川财证券研究所

**图 2：方正电机 2016 年新能源汽车电机业务利润占比超 40%**

	大洋电机 002249 CH	方正电机 002196 CH	信质电机 002664 CH
营收规模(2014年)	44亿元	6亿元	16亿元
利润规模(2014年)	3亿元	1000万	2亿元
市值(2015-9-18)	163亿元	32亿元	86亿元
传统业务	大洋电机成立于1994年，以空调电机起家，经过20多年的发展，目前在北美市场份额约50%，中国市场份额约20%	方正电机成立于1995年，是一家以缝纫机电机起家的传统制造型企业，由于公司在缝纫机电机产业做到全球市场份额第一，占有率达80%	信质电机成立于1990年，从事电机定转子制造，下游应用为汽车电机、电动自行车电机与电动工具等，市场份额全球第一
并购步伐	2011-2015，相继收购芜湖杰诺瑞、北京佩特来、美国佩特来、上海电驱动，布局传统汽车起动机/发电机业务，以及新能源汽车电机/电控业务	公司2014年起通过外延式发展，收购了深圳高科润、杭州德沃仕与上海海能100%股权，并获得了众泰汽车、宇通汽车等重要客户资源	公司自2014年以来先后收购了上海鑫永75%股权、苏州和鑫24%股权，投资美国RMF公司，获得了感应式电机+永磁电机+电控制造+电控研发技术
优势	(1) 并购的标的上海电驱动是中国新能源汽车电机/电控龙头，市场份额超20%，与下游的整车厂关系合作紧密	(1) 并购标的具有不错的客户资源； (2) 由于传统业务利润贡献几乎为零，方正电机的新能源汽车业务净利润占比高，2016年约40%，高于同业	(1) 公司对汽车行业熟悉，具有优势客户资源，如博世，法雷奥等；(2) 传统业务仍有成长，预计1-9月份的成长为0-20%
劣势	(1) 从家电电机行业转入汽车电机产业，在产品、客户资源相对较弱；(2) 传统的家电电机行业景气度不高，对整体业绩有拖累；(3) 并购上海电驱动的代价略高	(1) 与大洋电机类似，从家电电机行业转入汽车电机产业，在产品、客户资源相对较弱；(2) 传统的家电电机行业景气度不高，对整体业绩有拖累；(3) 并购的代价略高	(1) 新能源汽车业务占比不大，如果不考虑有额外的资产并购，2016年利润占比不到5%

资料来源：川财证券研究所

## 盈利低点已过，新项目带动盈利增长

方正电机成立于 1995 年，是一家以缝纫机电机起家的传统制造型企业，由于公司在缝纫机电机产业做到全球市场份额第一，占有率达 80%，而且中国缝纫机产业已处于衰退期，因此公司面临转型升级的迫切需求。公司 2007 年完成 A 股 IPO 上市，2010 年开始布局新能源汽车电机产业，到目前已有 5 年的历史，成果并不显著。一方面是由于 2014 年以前，新能源汽车的推进是低于政府预期，二是公司从传统家用与工业缝纫机电机，跨入汽车供应链，需要时间。因此 2013-14 年公司的净利润处于低谷。

2015 年已现转折，原因为一是，国家新能源汽车产业政策环境改善，带动新能源汽车与上下游零部件需求快速增长，今年上半年新能源汽车销量超 7 万台，已达到 2014 年全年的水平。二是，公司 2014 年起通过外延式发展，收购了深圳高科润、杭州德沃仕与上海海能 100% 股权，并获得了众泰、宇通、广汽吉奥等重要客户资源。我们因此认为公司盈利的低谷已过，预计 2015 年起盈利会出现明显改善，我们预计 2015-17 年归属母公司净利润分别为 0.6 亿元、1.7 亿元与 2.0 亿元。

图 3：方正电机净利润预测拆分

(百万元)	2014	2015F	2016F	2017F
<b>净利润(未合并)</b>				
本部	7	26	36	56
缝纫机电机+座椅电机	27	26	26	36
新能源汽车电机	-20	0	10	20
深圳高科润	18	20	22	24
杭州德沃仕	-14	18	25	35
上海海能	81	76	81	89
<b>合并净利润</b>	<b>10</b>	<b>62</b>	<b>165</b>	<b>203</b>
平均加权股本(百万股)	146	192	264	264
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.07</b>	<b>0.32</b>	<b>0.62</b>	<b>0.77</b>

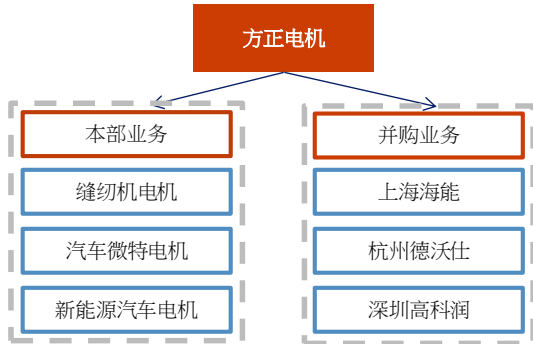
资料来源：川财证券研究所

图 4：通过外延式并购，加速切入新能源电机产业链

交易完成时间	并购对象	并购代价 (百万元)	并购市盈率 (倍)	并购市净率 (倍)	状态
2014年9月	深圳高科润100%股权	200	11.1	2.8	已完成
预计2015年下半年	上海海能100%股权	1100	14.5	5.5	等证监会批准
预计2015年下半年	杭州德沃仕100%股权	245	14.8	13.0	等证监会批准

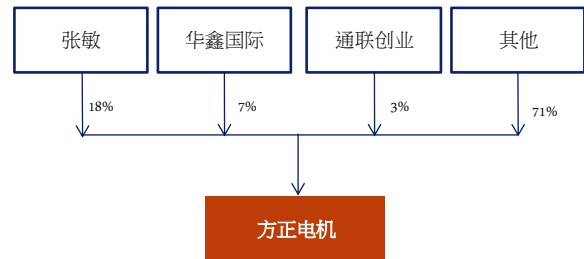
资料来源：川财证券研究所

图 5：方正电机业务一览：本部+并购业务



资料来源：川财证券研究所

图 6：并购完成后，大股东张敏先生持股比例为 18%



资料来源：川财证券研究所

## 上海海能：国产替代进口题材

上海海能成立 2002 年，是一家汽车零部件制造企业，下游为传统汽车与新能源汽车行业。2014 年公司实现营收为 2 亿元，净利润超 8000 万元，净利率高达 40%。上海海能产品分为传统燃油、燃气汽车发动机控制器与系统、商用车 AMT 变速箱以及新能源汽车动力总成系统。发动机企业玉柴是其主要客户，2014 年其营收占比高达 93%。

我们预计 2015-17 年上海海能的净利润分别为 7600 万元、8100 万元与 8900 万元，与公司业绩承诺的 2015-17 年 7600 万元、8000 万元与 8400 万元基本一致。上海海能净利润的成长动力，最主要还是来自于柴油车排放标准从国三升级到国四带动发动机电子控制器需求增长强劲，以及控制器国产品牌替代外资品牌的趋势。

新能源汽车动力系统是上海海能的战略性业务。公司产品是纯电动与混合动力商用车动力总成系统解决方案。公司的强项在于自主研发与制造整车控制器、ISG 电机、离合器控制器及电子附件（如电动转向泵等）。我们预期 2015-17 年出货量维持在 500 套，公司的客户为上海申沃、金龙汽车等。

图 7：上海海能 2015-17 年净利润预测拆分

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>财务数位预估(百万元)</b>					
<b>营收</b>	<b>195</b>	<b>200</b>	<b>252</b>	<b>270</b>	<b>295</b>
柴油发动机控制类产品	22	51	80	100	120
气体发动机控制类产品	72	120	72	50	35
新能源汽车控制类产品	32	8	60	70	80
自动变速箱类产品	5	4	30	40	50
其他	64	17	10	10	10
<b>净利润</b>	<b>61</b>	<b>81</b>	<b>76</b>	<b>81</b>	<b>89</b>
净利率	32%	40%	30%	30%	30%
年增率		31%	-6%	7%	9%
<b>净利润承诺</b>			<b>76</b>	<b>80</b>	<b>84</b>
<b>销量数位预估(台)</b>					
玉柴 - 柴油发动机销量	549,572	510,841	408,673	408,673	408,673
电子控制柴油机占比		20%	40%	60%	80%
电子控制 - 柴油机		102,168	163,469	245,204	326,938
博世供应量		85,000	103,469	165,204	206,938
上海海能供应量		15,000	60,000	80,000	120,000
上海海能份额		15%	37%	33%	37%
玉柴 - 天然气发动机销量	28,611	36,533	21,920	15,344	10,741
新能源汽车动力总成系统销量	无数据	50	500	500	500

资料来源：川财证券研究所



## 杭州德沃仕：客户开拓能力强

杭州德沃仕成立于 2012 年，产品为从 7.5KW 到 45KW 的新能源驱动电机。2014 年公司实现营收为 800 万元，因缺乏规模效应且前期费用较高，录得亏损 1400 万元，但 2015 年 1 季度营收跃升至 900 万元，并实现扭亏为盈。杭州德沃仕的下游客户开拓能力很强：公司最大的客户为众泰汽车，占其 2014 年营收 81%，其他客户包括杭州新时空电动汽车、杭州泓源电动汽车、东风汽车。此外，公司还获得了宇通客车的轮边电机订单。

我们预计公司 2015-17 年实际净利润为 1800 万元、2500 万元、3500 万元，与承诺业绩 1700 万元、2400 万元与 3500 万元基本一致。我们预期业绩增长，主要是来自公司最大的客户众泰汽车在新能源微型汽车细分市场的出色表现，而且众泰将于 2015 年末还将推出一款新的微型车“芝麻”，均会拉动杭州德沃仕电机需求成长。除此以外，我们还考虑了一些新客户的贡献，如宇通客车、电物流车等。

杭州德沃仕是众泰汽车新能源汽车电机唯一合作伙伴。众泰汽车在微型电动车市场起步早，2015 年上半年旗下车型云 100 凭借空间与价格的优势，销售 4000 多台，在微型纯电动细分市场排名第二，仅次于知豆电动车。市场预计第二款纯电动汽车芝麻将于 2015 年 9 月登陆市场，这款车的尺寸更小，外形时尚，将是知豆电动车的最大竞争者。我们预计 2015-2017 年众泰新能源汽车销售在 2.0 万台、4.7 万台、7.0 万台，为公司贡献 8000 万元、1.9 亿元与 2.8 亿元营收。

图 8：杭州德沃仕 2015-17 年净利润预测拆分

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>财务预测 (百万元)</b>					
营收	0	8	92	212	316
净利润	-3	-14	18	25	35
净利润承诺	n/a	n/a	17	24	35
<b>电机销量预测 (台)</b>					
众泰汽车	-	2,000	20,000	47,000	70,000
云100	-	2,000	15,000	20,000	20,000
芝麻	-	-	-	20,000	40,000
其它	-	-	5,000	7,000	10,000
宇通客车	-	-	-	400	800
轮边电机	-	-	-	400	800
其他	-	-	3,000	5,000	7,000

资料来源：川财证券研究所

## 本部：新业务高成长，抵消传统业务下滑的负面影响

本部的业务分为三块，缝纫机电机业务，汽车座椅微特电机业务、新能源汽车驱动电机业务。我们预计 2015-17 年本部业务的净利润为 2600 万元、3600 万元、5600 万元，我们预期汽车座椅电机的逐步放量，再加上 2015 年以后新能源汽车驱动电机的新客户贡献，可以抵消传统缝纫机业务下滑的影响。

**缝纫机电机业务：**公司在缝纫机电机业务已有约 20 年经验，在全球市场份额为 80%。这块业务已进入衰退期。2014 年营收为 4.1 亿元，预计 2015-2017 年分别为 3.2 亿元，2.8 亿元，2.8 亿元。

**汽车座椅电机业务：**公司 2005 年进入汽车座椅微特电机业务，目前已进入收获期。2015 年出货量为 180 万台，预计到 2018 年可提升至 800 万台，为公司分别贡献 1.0 万，1.2 亿元，2.2 亿元营收。

**新能源汽车驱动电机业务：**公司取得了广汽吉奥等自主品牌新能源汽车驱动电机订单。我们预计到 2015-17 年的销量分别为 0.5 万辆、2 万辆与 4 万辆，为公司贡献 2500 万元，1.0 亿元、2.0 亿元营收。

图 9：本部 2015-17 年净利润预测拆分

		2014	2015F	2016F	2017F
总部营收小计	百万元	479	444	500	696
净利润	百万元	7	26	36	56
<b>缝纫机电机</b>					
家用 - 营收	百万元	230	200	200	200
工业用 - 营收	百万元	180	120	80	80
营收	百万元	410	320	280	280
净利率	%	5%	5%	5%	5%
净利润	百万元	21	16	14	14
<b>汽车座椅电机</b>					
销量	百万只	2	3	4	8
单价	元	34	33	30	27
营收	百万元	69	99	120	216
净利率	%	10%	10%	10%	10%
净利润	百万元	7	10	12	22
<b>新能源汽车驱动电机</b>					
电机销量	万台	0	0.5	2	4
电机单价	元	0	5,000	5,000	5,000
营收	百万元	0	25	100	200
净利率	%			10%	10%
净利润	百万元	-20	0	10	20

资料来源：川财证券研究所

## 产业看法：新能源汽车电机需求爆发，成本控制是取胜关键

中国新能源汽车电机产业处于爆发期，我们预计市场规模将从 2015 年的 30 亿元，提高至 2020 年的 175 亿元。我们的预估包含如下几个假设：

- 1) 我们预计中国新能源汽车乘用车、客车与其它车辆到 2020 年销量可分别达 200 万辆、10 万辆与 20 万辆，较 2015 年的 13 万辆，5 万辆与 2 万辆呈现爆发性的成长。按照 1 台车配 1 台电机的算法，到 2020 年新能源汽车电机需求量亦为 230 万台。
- 2) 从技术上来讲，相对电芯与电控，新能源汽车电机技术更为成熟，技术门槛也较低，因此电机价格将随着规模化生产以及市场竞争加剧而逐步下降，我们预计到 2020 年电机的价格较 2015 年下降约 30%。
- 3) 从产业格局来看，由于电机供应商众多，整车厂中仅比亚迪做到了内部供应，绝大多数整车厂还是采取外部采购的方式，但不排除未来 2-3 年内一些大型整车厂自建电机工厂，或者通过并购方式，切入电机供应链。

图 10：预计到 2020 年新能源汽车电机市场规模达 175 亿元

	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
<b>销量 (万台)</b>						
乘用车	13	25	40	70	120	200
客车	5	6	7	8	9	10
其它	2	4	6	10	16	20
<b>小计</b>	<b>20</b>	<b>35</b>	<b>53</b>	<b>88</b>	<b>146</b>	<b>230</b>
<b>电机单价 (万元)</b>						
乘用车	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
客车	3.0	2.8	2.6	2.4	2.2	2.1
其它	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
<b>电机市场容量 (百万元)</b>						
乘用车	1300	2325	3460	5630	8977	14000
客车	1500	1674	1790	1915	2048	2100
其它	200	372	554	824	1226	1400
<b>小计</b>	<b>3000</b>	<b>4371</b>	<b>5803</b>	<b>8369</b>	<b>12250</b>	<b>17500</b>

资料来源：川财证券研究所

## 风险提示

- 1) 新能源汽车产业发展低于市场预期。
- 2) 公司传统家电电机业务下滑超预期。

现金流 百万元	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	净负债/净资产 (%)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
经营性现金流	77	70	93	193	222	流动比例 (X)	2.12	1.71	1.87	2.13	2.24
净利润	5	10	57	165	203	速动比例 (X)	1.16	0.95	0.38	0.57	0.71
折旧与摊销	19	24	25	28	29	净负债 (百万元)	-127	-71	-88	-204	-296
营运资金变动	40	27	10	0	-10	每股数据 (元)					
其它	13	9	1	1	0	每股收益	0.04	0.07	0.30	0.62	0.77
投资性现金流	-63	-94	-1395	-40	-40	每股现金流	0.57	0.48	0.48	0.73	0.84
资本支出	-65	-35	-50	-40	-40	每股净资产	4.54	5.54	11.43	8.81	9.23
长期投资变动	0	-70	-1345	0	0	每股股利	3.58	4.28	4.23	5.08	6.59
其它	2	10	0	0	0	每股股利	0.10	0.10	0.11	0.31	0.38
融资性现金	174	8	1333	-37	-91	资产周转率					
						总资产周转次数 (x)	0.62	0.57	0.40	0.43	0.47
						应收账款周转天数	119	157	120	120	132

资产负债表 百万元	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
资产合计	903	1272	2812	3429	3901
流动资产	574	746	1095	1700	2161
现金	238	221	244	357	448
存货	191	248	433	716	927
应收账款	113	186	325	537	695
应收票据	6	12	12	12	12
其它	27	78	81	78	78
非流动资产	329	526	1717	1729	1740
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	279	281	339	345	350
无形资产	34	92	99	105	112
其它	16	153	1278	1278	1278
负债合计	286	455	598	1090	1450
流动负债	271	436	580	1072	1432
应付账款	97	192	335	554	718
应付票据	40	59	59	59	59
短期借款	111	150	150	150	150
其它	24	36	36	309	505
长期负债	15	18	18	18	18
长期借款	0	0	0	0	0
其它	15	18	18	18	18
股东权益合计	617	817	2214	2339	2451
股本	149	171	264	264	264
资产公积	395	568	1834	1834	1834
留存收益	74	69	105	230	341
少数股东权益	0	11	11	11	11
其它	-1	-1	0	0	0

现金流 百万元	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
经营性现金流	77	70	98	193	222
净利润	5	10	62	165	203
折旧与摊销	19	24	25	28	29
营运资金变动	40	27	10	0	-10
其它	13	9	1	1	0
投资性现金流	-63	-94	-1395	-40	-40
资本支出	-65	-35	-50	-40	-40
长期投资变动	0	-70	-1345	0	0
其它	2	10	0	0	0
融资性现金	174	8	1333	-40	-91
吸收投资	330	0	1360	0	0
借款净增加	-120	39	0	0	0
其他	-37	-31	-27	-40	-91

利润表 百万元	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
营业收入	487	622	813	1342	1739
减: 营业成本	407	522	649	1008	1333
毛利	80	100	164	334	406
减: 营业费用	73	94	98	148	174
财务费用	13	8	7	7	6
加: 投资收益	1	6	6	6	6
公允价值变动	0	0	0	0	0
加: 营业外净收入	10	8	8	8	8
其它	0	0	0	0	0
税前利润	6	12	73	194	240
减: 所得税	0	2	11	29	37
税后利润	5	10	62	165	203
减: 少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	5	10	62	165	203

主要指标	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
年增长率 (%)					
营收	2%	28%	31%	65%	30%
归属母公司净利润	-73%	87%	511%	164%	23%
每股收益	-78%	75%	362%	93%	23%
利润水平 (%)					
毛利率	16.4%	16.1%	20.2%	24.9%	23.3%
经营利润率	1.5%	1.1%	8.2%	13.9%	13.3%
净利率	1.1%	1.6%	7.7%	12.3%	11.7%
平均总资产收益率	0.7%	0.9%	3.0%	5.3%	5.5%
平均净资产收益率	1.2%	1.4%	4.1%	7.3%	8.5%
资产稳健水平					
总负债/净资产 (%)	18%	19%	7%	6%	6%
净负债/净资产 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
流动比例 (X)	2.12	1.71	1.89	1.59	1.51
速动比例 (X)	1.16	0.95	0.39	0.57	0.71
净负债 (百万元)	-127	-71	-94	-207	-298
每股数据 (元)					
每股收益	0.04	0.07	0.32	0.62	0.77
每股现金流	0.57	0.48	0.51	0.73	0.84
每股净资产	4.54	5.54	11.46	8.82	9.24
每股营收	3.58	4.28	4.23	5.08	6.59
每股股利	0.10	0.10	0.12	0.31	0.38
资产周转率					
总资产周转次数 (x)	0.62	0.57	0.40	0.43	0.47
应收账款周转天数	119	157	120	120	132
应付账款周转天数	137	129	153	156	172
存货周转天数	106	135	182	182	190
现金周转天数	150	150	92	94	114

## 分析师承诺

本人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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 投资评级说明

证券投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。

买入：20%以上；

增持：5%-20%；

中性：-5%-5%；

减持：-5%以下。

行业投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。

超配：高于 5%；

标配：介于-5%到 5%；

低配：低于-5%。

## 免责声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：J19651000。

©版权所有 2015 年川财证券有限责任公司