

市场价格 (人民币): 54.65 元
 目标价格 (人民币): 70.00-70.00 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) 20.00
 总市值(百万元) 4,372.00
 年内股价最高最低(元) 58.17/11.91
 沪深 300 指数 3793.37



并购伟创自动化, 最纯正智能车库投资标的

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.638	0.516	0.463	1.075	1.475
每股净资产(元)	3.66	4.18	4.69	6.33	8.62
每股经营性现金流(元)	0.49	0.13	0.46	0.37	1.56
市盈率(倍)	N/A	N/A	118.14	50.83	37.06
行业优化市盈率(倍)	30.05	40.37	57.67	57.67	57.67
净利润增长率(%)	3.23%	-19.11%	19.52%	181.84%	37.16%
净资产收益率(%)	17.43%	12.36%	13.14%	27.45%	27.67%
总股本(百万股)	60.00	60.00	80.00	97.00	97.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司并购标的伟创自动化所处机械停车设备行业, 需求爆发、政策支持:** 五洋科技自成立以来长期定位于散料搬运核心装置及设备制造领域, 收入规模增长稳定。上市后通过对深圳伟创的收购进入智能车库市场, 随着近年城市停车设施逐步得到政策重视, 促进政策不断出台。今年 8 月, 发改委等七部委联合发布《关于加强城市停车设施建设的指导意见》, 再推机械式立体停车库等集约化的停车设施。随着城市土地资源的紧缺和各地方政府的推进, 未来两年智能立体车库市场占比有望加速扩张, 我们预测未来 5 年国内机械式泊车位销售规模可达千亿级别。伟创目前排名行业第三, 且为行业排名前十的公司中唯一一家进入上市公司体系的公司。
- **伟创的核心竞争力在于技术:** 公司三位创始人均为技术出生, 自动化行业从业 30 年以上, 对技术的追求孜孜不倦。公司机械停车设备的软硬件技术是在韩国技术的基础上糅合日本和德国的技术形成自己独有的技术体系, 随后在机械停车设备技术的基础上开发了物流及智能仓储系统, 国内著名的物流企业顺丰速运与电商企业京东商城均已率先使用其智能仓储系统。
- **伟创智能车库建设+运营的模式使其区别于一般制造业的公司:** 对于部分公共场所和事业单位的立体车库, 伟创通过 BOT 的商业模式运作, 并成立了北京伟创停车场管理有限公司负责 BOT 项目的运营, 代表案例为北京空军医院。智能车库运营方面, 除了自主开发的立体车库控制软件和监控系统外, 车库信息系统搜集各类数据形成智能停车的大数据库, 未来也可以开发移动互联网的产品, 将所有建设运营的智能车库联网, 并接入支付功能, 打造智能停车平台。

盈利预测

- 考虑伟创自动化并表因素 (假设 2015 年按两个月并表, 2016 年按全额并表计算), 我们预测公司 2015-2017 年的主营业务收入分别为 2.53 亿元、7.20 亿元、9.84 亿元, 分别同比增长 33.3%、184.6%、36.7%; 归母净利润 3,700 万元、1.04 亿元、1.43 亿元, 分别同比增长 19.5%、181.8%、37.2%; EPS 分别为 0.46/1.08/1.48 元, 对应 PE 分别为 118/51/37 倍 (考虑到公司将于 2015 年底或 2016 初年完成增发收购, 股本扩张至约 9,700 万股)。

投资建议

- 我们认为智慧车库处于需求爆发期, 公司与伟创自动化在技术、产品、渠道等方面具备协同效应, 我们给予公司“买入”评级, 未来 6-12 个月目标价 70 元。

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

徐才华 联系人
 (8610)66216932
 xucaihua@gjzq.com.cn

沈伟杰 联系人
 (8621)60870933
 shenweijie@gjzq.com.cn

风险

- 并购整合的风险、智慧车库建设投入不足的风险。

内容目录

1、机械式立体停车设备行业处在爆发前夜	4
1.1、汽车保有量持续增长催生停车设备庞大需求	4
1.2、产业政策的有力支持消除行业发展制约因素	4
1.3、机械式停车设备市场规模持续扩大	5
1.4、上市公司中以五洋科技收购标的伟创自动化居首	7
2、公司散料搬运业务与伟创智能仓储业务契合协同	10
2.1、五洋科技传统业务为散料搬运核心装置	10
2.2、伟创在工业机器人、仓储物流自动化等领域拥有客户及品牌积淀	10
2.3、收购合作将使双方在客户和业务范围协同共赢	11
3、盈利预测与投资建议	13
3.1、盈利预测	13
3.2、投资建议	13
4、附录：收购方案概况	15

图表目录

图表 1：我国汽车保有量持续增长	4
图表 2：机械式停车设备鼓励政策	5
图表 3：发改委今年 8 月发布的停车实施建设意见	5
图表 4：我国机械式停车设备行业情况	6
图表 5：国内机械式泊车位销售额及预测	6
图表 6：国内智能车库市场竞争情况	7
图表 7：国内上市公司相关业务情况	7
图表 8：伟创机械停车设备技术优势	8
图表 9：伟创机械停车设备主要产品	8
图表 10：伟创机械停车设备销售收入处于成长期	9
图表 11：五洋科技近年营业收入	10
图表 12：五洋科技近年净利润	10
图表 13：五洋科技分产品收入	10
图表 14：散料搬运核心装置占收入大部分	10
图表 15：伟创仓储物流产品和自动化生产线产品	11
图表 16：伟创自动化分产品收入	11
图表 17：伟创自动产品毛利率	11
图表 18：五洋与伟创合作可产生良好协同效应	12
图表 19：公司主营业务收入拆分——按产品分类预测	14
图表 20：五洋科技收购伟创自动化交易方案概况	15

1、机械式立体停车设备行业处在爆发前夜

1.1、汽车保有量持续增长催生停车设备庞大需求

- 我国近年来汽车产销量保持高速增长。2005 年以来，我国汽车保有量每年增长 15% 以上，截至 2014 年底，汽车保有量达 1.54 亿辆，其中私人小汽车 1.05 亿辆，全国新注册量和年增量均达历史最高水平。随着我国经济社会持续快速发展，消费者购车刚性需求旺盛，汽车保有量继续呈快速增长趋势，2014 年新注册登记的汽车达 2,188 万辆，保有量净增 1,707 万辆，均为历史最高水平。

图表 1：我国汽车保有量持续增长



来源：公司公告，国金证券研究所

- 目前我国停车场建设的现状远不能适应汽车快速增长的需要。据测算，目前我国大城市小汽车与停车位的平均比例约为 1:0.8，中小城市约为 1:0.5，而发达国家的水平约为 1:1.3，我国停车位缺口超过 5000 万个。新增需求加上历史欠账，需要建设的停车泊位规模越来越大，停车难已成为一个社会问题，尤其发达城市中的高档楼盘和消费场所需求极其旺盛。按照不欠新账、还清老账的思路，每年需新增停车位约 3000 万个，不同形式的停车位建设成本 5-20 万元不等，有的甚至更高，总投资规模约 3 万亿元。日本等发达国家立体停车设备已经占据了 70% 的绝对优势地位，国内目前比例仅为 2%-3%。按此比例估算，机械式停车设备年均投资规模约 500 亿，未来规模还有望逐步上升。

1.2、产业政策的有力支持消除行业发展制约因素

- 过去国家政策支持不够，车库投资主体不明确，部分公共场所停车免费，面临投资回收期长的问题，因此投入不足。立体车库/机械停车设备具有占地少、成本低、见效快等诸多优点，近年我国政府和行业主管部门推出了一系列产业政策对机械式停车设备行业进行扶持和鼓励。

图表 2：机械式停车设备鼓励政策

时间	文件名称	发文单位	涉及内容概要
2008年	《关于推进城市道路交通管理畅通工程的意见》	公安部交管局 住建部城建司	提出“进一步完善城市综合交通体系规划及步行、自行车、停车系统等专项规划，加强对机动车停放、电动自行车管理、交通需求管理等交通政策问题的研究”
2010年	《关于城市停车设施规划建设及管理的指导意见》	住建部部 公安部 发改委	提出“要积极依靠科技进步，给合实际需求推广占地少、成本低、见效快的机械式停车设施建设，加大停车新技术的推广应用，提高土地使用效率及停车设施的利用率”
2011年	《关于深入实施城市道路交通管理畅通工程的指导意见》	公安部、教育部 住建部、交通部	提出“研究完善停车政策，将停车设施建设纳入城市基础开发项目，落实专项资金，加大规划和建设力度。鼓励停车产业发展，实施多元化的投资建设主体，大力发展地下和立体停车设施。在科学规划停车设施布局前提下，提高大型公共建筑、住宅小区等建设项目的停车场配建比例”
2013年	《产业结构调整指导目录（2013年修正）》	发改委	将城市立体停车场建设列为城市基础设施行业鼓励类项目；国家连续多次在《产业结构调整指导目录》中提出对该行业的鼓励和扶持。

来源：国金证券研究所

- **放宽发债指标提供融资便利。**今年 4 月发改委发布了《城市停车场建设专项债券发行指引》，除了提高相关债券的审核效率外，还规定：（1）发行城市停车场建设专项债券的城投类企业不受发债指标限制；（2）募集资金占城市停车场项目总投资比例由不超过 60%放宽至不超过 70%。这些规定扩大了城市停车设施建设资金的来源。
- **多部委联合再推停车设施建设，推进土地供应、金融服务改革，扶持国内停车装备制造企业。**今年 8 月发改委更是联合财政部、住建部等多部委发布了《关于加强城市停车设施建设的指导意见》，明确提出鼓励建设停车楼、地下停车场、机械式立体停车库等集约化的停车设施。对于阻碍行业发展的土地供应、金融服务、收费价格等方面加大改革力度和创新政策；对于国内停车装备制造企业要加大扶持、提升国产化水平，并纳入高端装备制造业清单予以政策优惠。对于部分公共场所和事业单位的立体车库，可以通过 BOT 的商业模式解决问题。目前来看过去制约行业发展的因素正逐步消除，立体车库、机械停车设备行业处在爆发前夜。各地方政府也在积极配合推进各类智能车库的投资运营模式，解决公用服务区域的配套设施缺口，争做试点项目。

图表 3：发改委今年 8 月发布的停车实施建设意见

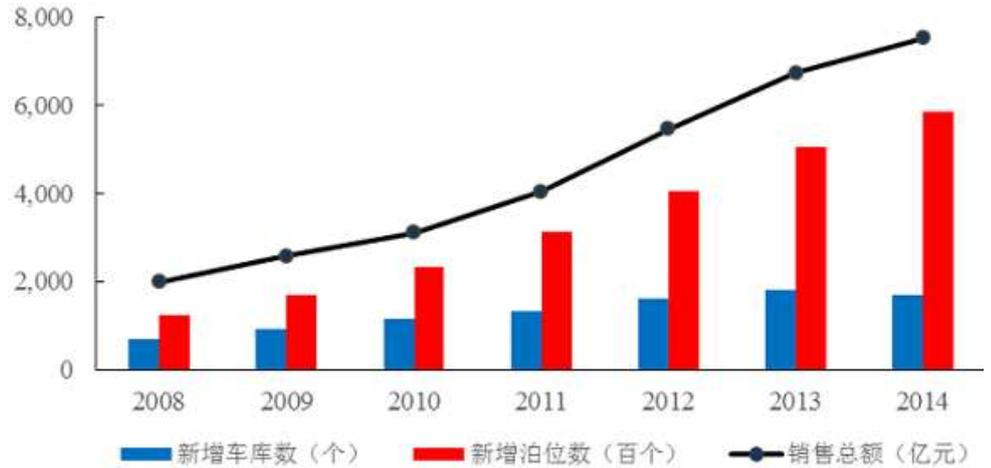
序号	相关内容
1	以停车产业化为导向，在城市规划、土地供应、金融服务、收费价格等方面加大改革力度和政策创新；
2	鼓励企事业单位、居民小区及个人利用自有土地建设停车场，允许对外开放并取得相应收益；
3	支持国内停车装备制造企业自主创新，鼓励行业联盟等形式开展技术研发，逐步提升核心装备国产化水平；
4	将停车产业纳入高端装备制造业清单，给予相关政策优惠，打造自主品牌；
5	推动停车智能化信息化，促进咪表停车系统、智能停车诱导系统等高新技术的开发与应用；

来源：国金证券研究所

1.3、机械式停车设备市场规模持续扩大

- **机械式停车设备销售持续增长。**机械式停车设备利用机械方法，将车辆作垂直、横向、纵向搬运，达到存放和取出车辆目的，集机、电、仪一体化的全套设备，又称立体停车设备、自动停车设备，是城市停车设施的重要成员。
- 目前在全国主要城市安装的机械停车位已超过 95,000 个，并且在以每年 40%左右的速度递增。据 CPSMA 统计，2014 年全国新安装机械式停车位 586,698 个，达到 2,743,105 个，同比上年增长了 27.21%。

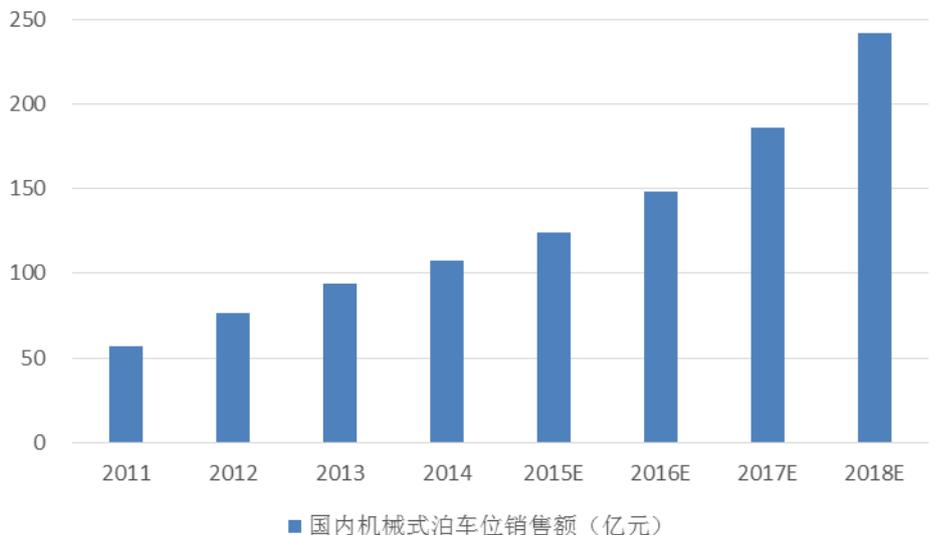
图表 4：我国机械式停车设备行业情况



来源：CPSMA，国金证券研究所

- **测算至 2018 年机械停车设备市场规模可至 240 亿。**根据中国停车设备工作委员会的数据 2014 年国内机械式泊车位销售金额达到 107.7 亿元，近五年来复合增速为 26%。随着城市土地资源的紧缺和各地方政府的推进，未来两年智能立体车库市场占比有望加速扩张，我们预测未来 5 年国内机械式泊车位销售规模可达千亿级别。

图表 5：国内机械式泊车位销售额及预测



来源：中国停车设备工作委员会，国金证券研究所

- **国内传统立体车库竞争相对激烈，但智能车库技术门槛较高，行业集中度高，公司主要竞争对手包括：**杭州西子石川岛停车设备有限公司和深圳怡丰自动化科技有限公司；其中杭州西子石川岛是中日合资公司，目前市场份额第一，其优势在渠道，但技术主要靠日本公司，针对国内客户的研发能力相对较弱，销售主要靠代理，而伟创主要采取直销模式，在深圳地区市场份额占到 85%，并在合肥新建产能，全国和全球的市场拓展正在稳步进行。根据中国停车网招标采购栏目发布的立体车库中标项目信息，2014

全年共发布立体车库中标项目信息 327 条，其中，西子石川岛中标项目 41 个，占比 12.54%，居于首位，其次为深圳怡丰，中标项目 26 个，伟创位于行业第三，中标 19 个项目。从规模上看，伟创目前排名行业第三，且为行业排名前十的公司中唯一一家进入上市公司体系的公司。

图表 6：国内智能车库市场竞争情况

排名	中标企业名称	中标项目数量
第一名	杭州西子石川岛停车设备有限公司	41
第二名	深圳怡丰自动化科技有限公司	26
第三名	深圳市伟创自动化设备有限公司	19
第四名	北京航天汇信科技有限公司	18
第五名	江苏金冠立体停车位系统工程技术有限公司	12
第六名	杭州大中泊奥科技有限公司	11
第七名	杭州友佳精密机械有限公司	7
第八名	唐山通宝停车设备有限公司	6
第九名	浙江子华停车设备有限公司	6
第十名	山东莱钢泰达车库有限公司	5

来源：wind，国金证券研究所

1.4、上市公司中以五洋科技收购标的伟创自动化居首

- 从上市公司来看，目前经营业务涉及机械/智能停车设备的公司主要有润邦股份、鸿路钢构、齐星铁塔、五洋科技等。从规模来看，五洋科技拟收购的伟创自动化设备有限公司是机械式停车设备销售规模最大的，2014 年销售收入达到 2.23 亿元；五洋科技的收购方案已于今年 11 月 2 日获得证监会审核通过。

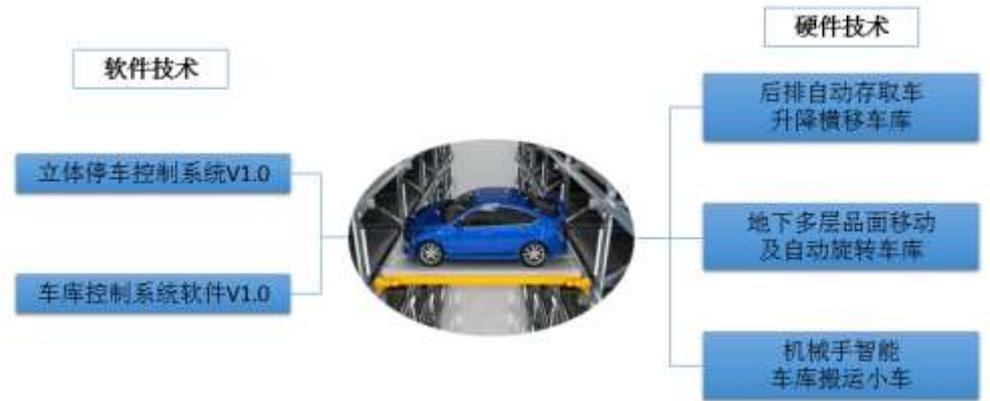
图表 7：国内上市公司相关业务情况

上市公司	智慧（立体）停车设备业务情况
润邦股份	“杰马”、“普腾”智能型立体停车系统；2014年立体停车设备实现营收1.57亿元
鸿路钢构	2014年智能车库实现营业收入7,400万元
齐星铁塔	2013年募投项目“年产3万套城市智能立体停车设备”；2014年立体停车设备营收3,200万元
五洋科技	2015年9月拟收购伟创自动化设备有限公司；伟创2014年机械式停车设备营收2.23亿元

来源：wind，国金证券研究所

- **伟创的核心竞争力在于技术。**公司三位创始人均为技术出生，自动化行业从业 30 年以上，致力于提高我国的自动化水平，对技术的追求孜孜不倦。公司机械停车设备的软硬件技术是在韩国技术的基础上糅合日本和德国的技术形成自己独有的技术体系，并且不断革新换代。公司机械式停车设备涵盖垂直升降式、升降横移式、垂直循环式、平面移动式等多种类型。

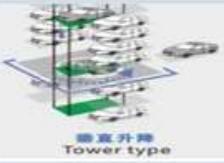
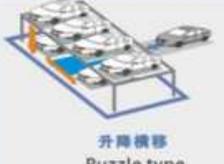
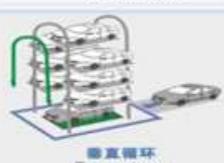
图表 8：伟创机械停车设备技术优势



来源：公司公告，国金证券研究所

- **伟创智能车库建设+运营的模式使其区别于一般制造业的公司。**对于部分公共场所和事业单位的立体车库，伟创通过 BOT 的商业模式运作，并成立了北京伟创停车场管理有限公司负责 BOT 项目的运营，代表案例为北京空军医院。智能车库运营方面，除了自主开发的立体车库控制软件和监控系统外，车库信息系统搜集各类数据形成智能停车的大数据库，未来也可以开发移动互联网的产品，将所有建设运营的智能车库联网，并接入支付功能，打造智能停车平台。

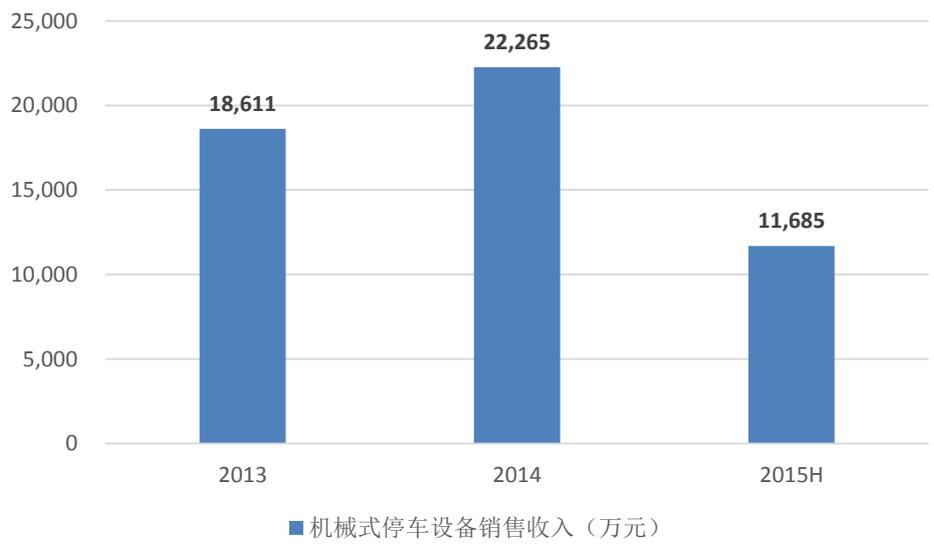
图表 9：伟创机械停车设备主要产品

产品	运行原理	代表客户
	 垂直升降 Tower type	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 无锡首创地产有限公司 ➢ 广州珠江华侨大酒店 ➢ 重庆龙文实业有限公司
	 升降横移 Puzzle type	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 万科、万达 ➢ 郑州二七区政府 ➢ 昆明第三人民医院
	 垂直循环 Tower type	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 北京空军医院 ➢ 北京国家电力 ➢ 深圳中航集团
	 平面移动 Multi-floor cart type	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 青岛中德生态园置业 ➢ 武汉银久科技开发 ➢ 惠州市富基房地产

来源：公司公告，国金证券研究所

- **伟创机械式停车设备正处于成长期。**2013 年伟创实现机械式停车设备销售 1.86 亿元，到 2014 年增长了 20%至 2.23 亿元，近年来机械停车设备占公司产品收入的比重都在 75%以上。

图表 10：伟创机械停车设备销售收入处于成长期



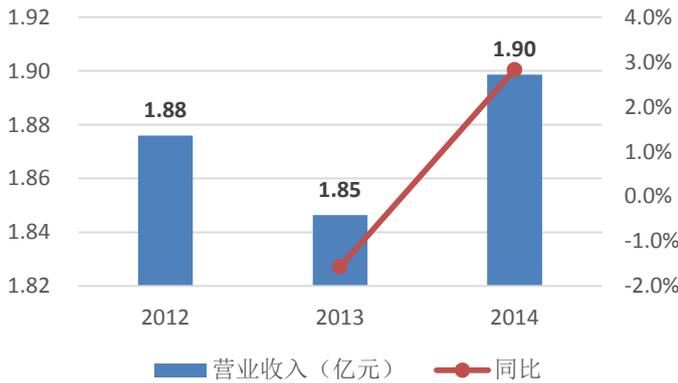
来源：公司公告，国金证券研究所

2、公司散料搬运业务与伟创智能仓储业务契合协同

2.1、五洋科技传统业务为散料搬运核心装置

- 五洋定位于散料搬运核心装置及设备制造领域。公司自 2001 年成立以来，一直致力于散料搬运核心装置及设备的研究、开发和应用，经过多年的发展在技术研发、创新和综合服务等方面积累了丰富的经验，成为国内在技术水平及专业化综合服务方面最具竞争力的散料搬运核心装置及设备制造商。2014 年公司实现营业收入 1.9 亿元，归母净利润 3,098 万元，近三年营收中有 85% 来自散料搬运核心设备的销售。

图表 11：五洋科技近年营业收入



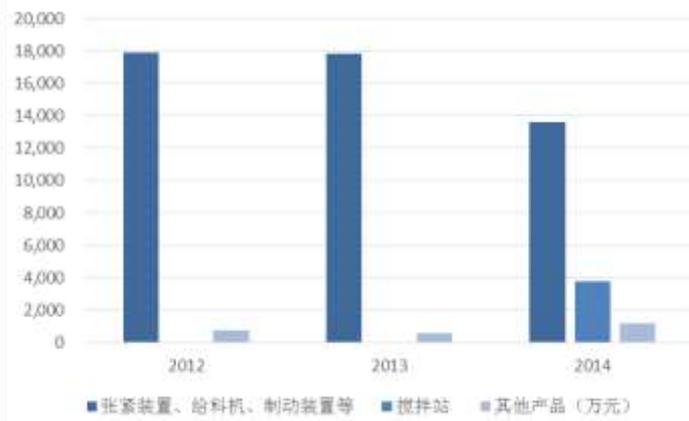
来源：wind，国金证券研究所

图表 12：五洋科技近年净利润



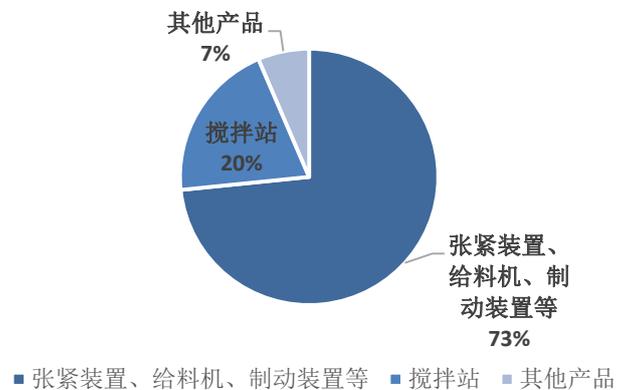
来源：wind，国金证券研究所

图表 13：五洋科技分产品收入



来源：wind，国金证券研究所

图表 14：散料搬运核心装置占收入大部分



来源：wind，国金证券研究所

2.2、伟创在工业机器人、仓储物流自动化等领域拥有客户及品牌积淀

- 伟创自动化在工业机器人、自动化柔性生产线、物流及仓储自动化成套设备等方面已经形成一系列较为成熟且具有自主品牌、自主知识产权的产品。其机器人与自动化生产线广泛应用于立体仓储、家用电器、医疗设备等行业。冠捷显示、海信、海尔、美的、TCL 等著名品牌制造商，顺丰速运与京东商城等一流的物流或电商企业，万科、万达、华润等一流的房地产开发商均为伟创自动化的稳定客户。

图表 15: 伟创仓储物流产品和自动化生产线产品

堆码机械手



自动开箱套箱机械手



移栽小车



家用电器生产线



电子产品生产线



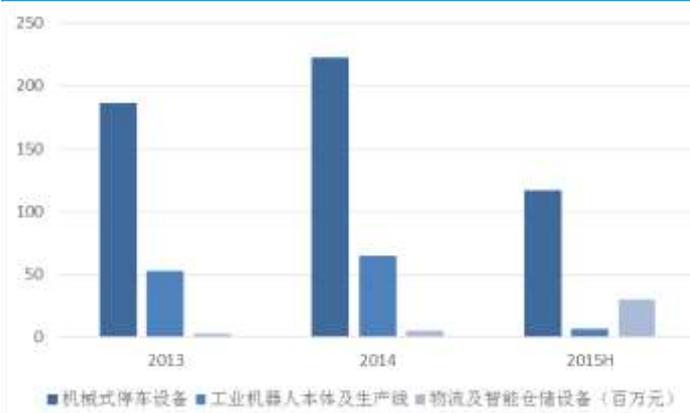
其他高价值产品自动生产线



来源: 公司公告, 国金证券研究所

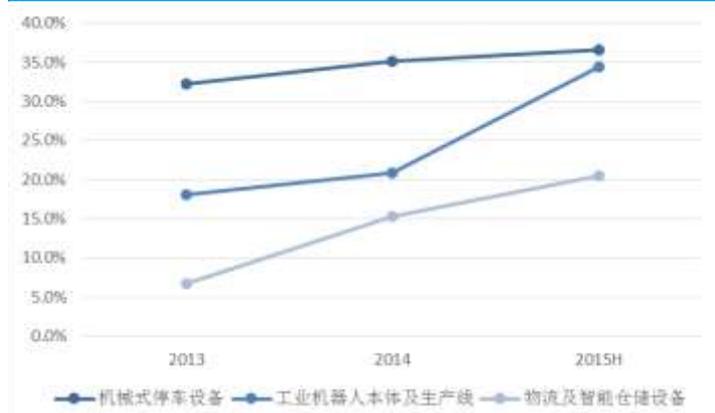
- 伟创自动化近两年及一期各产品收入不断增加。2014 年各项产品实现总收入 2.95 亿元, 比上年增长了 21.65%。从毛利率来看, 各产品也都呈上升趋势, 机械式停车设备 2014 年毛利率提高了 3 个百分点, 达到 35.16%; 工业机器人 2015 上半年毛利率达到了 34.45%。

图表 16: 伟创自动化分产品收入



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 17: 伟创自动产品毛利率

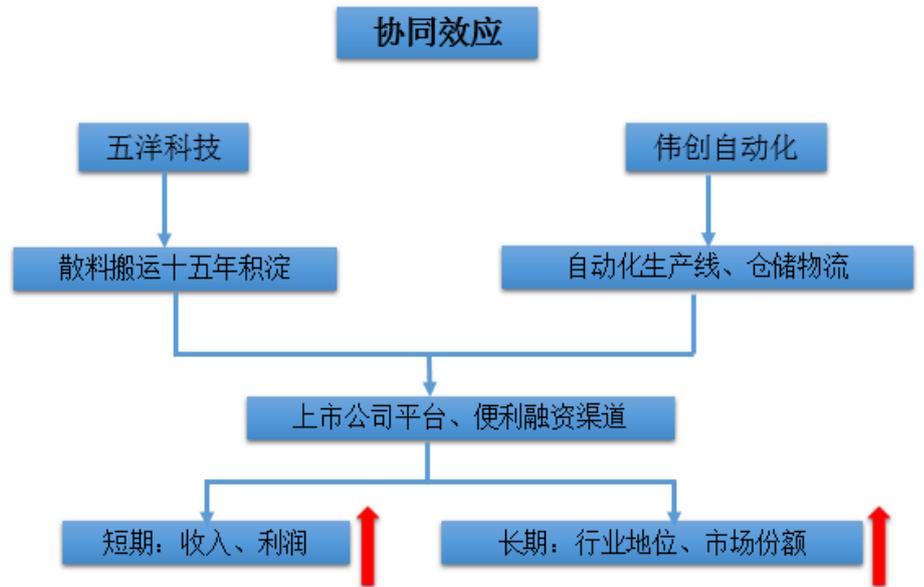


来源: 公司公告, 国金证券研究所

2.3、收购合作将使双方在客户和业务范围协同共赢

- 公司此次收购伟创自动化 100% 股权, 不仅看重伟创自动化的长期盈利能力, 更看重双方协同效应。技术方面具有一致性, 二者主要产品都属于物料自动搬运设备, 五洋从事散料搬运核心设备, 通常用于散料 (煤炭、矿石等) 的大量短距离连续运输; 伟创仓储物流设备、机械停车设备也都涉及物件 (以至汽车) 的搬运, 双方在工作原理与核心技术上具有一致性。只是下游客户应用领域有所不同, 五洋下游主要是矿山开采、建筑、码头港口、钢铁等, 伟创在物流领域的客户有顺丰、京东等。公司收购伟创自动化后, 将迅速进入自动化生产线与立体停车设备市场, 并获得伟创自动化在该等领域的行业领先地位。

图表 18：五洋与伟创合作可产生良好协同效应



来源：国金证券研究所

3、盈利预测与投资建议

3.1、盈利预测

- 考虑伟创自动化并表因素（假设 2015 年按两个月并表，2016 年按全额并表计算），我们预测公司 2015-2017 年的主营业务收入分别为 2.53 亿元、7.20 亿元、9.84 亿元，分别同比增长 33.3%、184.6%、36.7%；归母净利润 3,700 万元、1.04 亿元、1.43 亿元，分别同比增长 19.5%、181.8%、37.2%；EPS 分别为 0.46/1.08/1.48 元，对应 PE 分别为 118/51/37 倍（考虑到公司将于 2015 年底或 2016 初年完成增发收购，股本扩张至约 9,700 万股）。

3.2、投资建议

- 我们认为智慧车库处于需求爆发期，公司与伟创自动化在技术、产品、渠道等方面具备协同效应，我们给予公司“买入”评级，未来 6-12 个月目标价 70 元。

图表 19: 公司主营业务收入拆分——按产品分类预测

项 目	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
散料搬运设备等传统业务						
销售收入 (百万元)	187.59	184.64	189.86	196.00	200.00	204.00
增长率 (YOY)	368.98%	-1.57%	2.83%	3.23%	2.04%	2.00%
毛利率	45.77%	45.49%	42.42%	39.00%	38.50%	38.00%
销售成本 (百万元)	101.73	100.65	109.32	119.56	123.00	126.48
增长率 (YOY)	230.04%	-1.06%	8.62%	9.37%	2.88%	2.83%
毛利 (百万元)	85.86	83.99	80.54	76.44	77.00	77.52
增长率 (YOY)	835.70%	-2.17%	-4.11%	-5.09%	0.73%	0.68%
占总销售额比重	100.00%	100.00%	100.00%	77.47%	27.78%	20.73%
占主营业务利润比重	100.00%	100.00%	100.00%	79.92%	30.05%	22.26%
机械式立体停车设备						
销售收入 (百万元)				45.00	440.00	680.00
增长率 (YOY)				#DIV/0!	877.78%	54.55%
毛利率				36.00%	36.00%	36.00%
销售成本 (百万元)				28.80	281.60	435.20
增长率 (YOY)				#DIV/0!	877.78%	54.55%
毛利 (百万元)				16.20	158.40	244.80
增长率 (YOY)				#DIV/0!	877.78%	54.55%
占总销售额比重				17.79%	61.11%	69.11%
占主营业务利润比重				16.94%	61.83%	70.28%
工业机器人及仓储物流设备						
销售收入 (百万元)				12.00	80.00	100.00
增长率 (YOY)				#DIV/0!	566.67%	25.00%
毛利率				25.00%	26.00%	26.00%
销售成本 (百万元)				9.00	59.20	74.00
增长率 (YOY)				#DIV/0!	557.78%	25.00%
毛利 (百万元)				3.00	20.80	26.00
增长率 (YOY)				#DIV/0!	593.33%	25.00%
占总销售额比重				4.74%	11.11%	10.16%
占主营业务利润比重				3.14%	8.12%	7.46%
销售总收入 (百万元)	187.59	184.64	189.86	253.00	720.00	984.00
销售总成本 (百万元)	101.73	100.65	109.32	157.36	463.80	635.68
毛利 (百万元)	85.86	83.99	80.54	95.64	256.20	348.32
平均毛利率	45.77%	45.49%	42.42%	37.80%	35.58%	35.40%

来源: 国金证券研究所

4、附录：收购方案概况

■ 五洋科技收购伟创自动化交易方案：

图表 20：五洋科技收购伟创自动化交易方案概况

1、发行股份及支付现金购买伟创自动化100%股权					
交易价格	交易对方	股份支付比例	现金支付比例	发行价格	发行数量
5.5亿元	林伟通等	70%	30%	34.68元/股	1078万股
	鲁证创投	50%	50%		
2、向其他不超过5名特定投资者发行股份募集配套资金					
募资总额	发行价格	用途			
不超过2.96亿元	询价确定	支付现金对价及对伟创自动化增资不低于1亿元			

来源：公司公告，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	188	185	190	253	720	984	货币资金	50	49	46	100	150	250
增长率		-1.6%	2.8%	33.3%	184.6%	36.7%	应收款项	86	101	109	144	321	428
主营业务成本	-102	-100	-109	-157	-464	-636	存货	26	31	60	73	140	192
%销售收入	54.1%	54.4%	57.3%	62.2%	64.4%	64.6%	其他流动资产	11	6	8	12	35	48
毛利	86	84	81	96	256	348	流动资产	173	187	223	329	646	918
%销售收入	45.9%	45.6%	42.7%	37.8%	35.6%	35.4%	%总资产	67.7%	66.4%	67.6%	70.2%	77.7%	80.1%
营业税金及附加	-1	-1	-1	-2	-5	-6	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	固定资产	63	68	81	105	141	175
营业费用	-24	-24	-25	-32	-72	-98	%总资产	24.8%	24.1%	24.7%	22.3%	17.0%	15.2%
%销售收入	12.8%	13.1%	13.4%	12.5%	10.0%	10.0%	无形资产	18	25	24	34	43	52
管理费用	-16	-17	-18	-20	-54	-69	非流动资产	82	94	107	140	185	228
%销售收入	8.4%	9.0%	9.3%	8.0%	7.5%	7.0%	%总资产	32.3%	33.6%	32.4%	29.8%	22.3%	19.9%
息税前利润 (EBIT)	45	42	37	42	126	175	资产总计	256	281	329	469	831	1,146
%销售收入	23.9%	22.8%	19.5%	16.7%	17.4%	17.7%	短期借款	13	0	8	74	167	242
财务费用	-1	0	0	-1	-5	-9	应付款项	45	49	58	89	228	311
%销售收入	0.3%	0.1%	-0.1%	0.5%	0.7%	0.9%	其他流动负债	8	10	13	23	56	74
资产减值损失	-1	-2	-3	0	0	0	流动负债	67	60	79	187	451	628
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	2	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	67	61	79	187	451	629
营业利润	43	40	34	41	120	165	普通股股东权益	189	220	251	282	380	517
营业利润率	23.0%	21.8%	18.0%	16.2%	16.7%	16.8%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	1	4	3	3	4	5	负债股东权益合计	256	281	329	469	831	1,146
税前利润	44	44	37	44	124	170	比率分析						
利润率	23.5%	23.8%	19.6%	17.4%	17.2%	17.3%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-7	-6	-6	-7	-20	-27	每股指标						
所得税率	15.8%	12.8%	16.6%	16.0%	16.0%	16.0%	每股收益	0.618	0.638	0.516	0.463	1.075	1.475
净利润	37	38	31	37	104	143	每股净资产	3.153	3.659	4.176	4.694	6.332	8.616
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.458	0.494	0.131	0.456	0.369	1.563
归属于母公司的净利润	37	38	31	37	104	143	每股股利	0.000	0.000	0.120	0.100	0.100	0.100
净利率	19.8%	20.7%	16.3%	14.6%	14.5%	14.5%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	19.60%	17.43%	12.36%	13.14%	27.45%	27.67%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	总资产收益率	14.50%	13.63%	9.40%	7.89%	12.55%	12.49%
净利润	37	38	31	37	104	143	投入资本收益率	18.66%	16.74%	11.93%	9.97%	19.27%	19.30%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	6	7	10	7	10	12	主营业务收入增长率	16.03%	-1.57%	2.83%	33.25%	184.58%	36.67%
非经营收益	1	-1	0	0	4	8	EBIT 增长率	16.88%	-5.99%	-12.25%	14.24%	197.04%	39.14%
营运资金变动	-16	-15	-34	-16	-96	-70	净利润增长率	8.56%	3.23%	-19.11%	19.52%	181.84%	37.16%
经营活动现金净流	27	30	8	27	22	94	总资产增长率	12.51%	9.79%	17.30%	42.37%	77.17%	37.91%
资本开支	-15	-9	-17	-37	-51	-50	资产管理能力						
投资	0	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	101.4	122.5	137.9	150.0	120.0	120.0
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	94.1	103.2	151.7	170.0	110.0	110.0
投资活动现金净流	-15	-9	-17	-37	-51	-50	应付账款周转天数	126.5	133.7	113.1	115.0	90.0	90.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	123.5	#DIV/0!	#DIV/0!	116.8	51.8	44.8
债权募资	3	-13	8	66	93	76	偿债能力						
其他	-12	-8	-1	-3	-14	-19	净负债/股东权益	-19.39%	-22.30%	-15.08%	-9.06%	4.55%	-1.36%
筹资活动现金净流	-9	-21	7	64	79	56	EBIT 利息保障倍数	84.2	225.4	-184.0	35.2	23.4	18.7
现金净流量	4	-1	-2	54	50	100	资产负债率	26.02%	21.81%	23.93%	39.94%	54.27%	54.88%

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	0
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	0.00

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