

专注基础领域，具备快速发展潜力

投资要点

- **事件:** 日前，我们与恒锋工具董秘就公司业务和未来发展情况进行了交流。
- **高端工具发展正当时，公司具备快速发展潜力:** 近年来，由于制造资源大量闲置和供需矛盾愈加突出，机床行业进入下行通道，但我们认为，此背景并不影响国内配套的高端工具的发展，主要原因有 1) 刀具是制造业的基础零部件，但我国刀具消费滞后于机床消费，参考发达国家水平，还有很大空间；2) 结构调整带来的高端基础需求和制造业升级带来的进口替代需求共同催化国内高端工具企业快速发展；3) 刀具作为耗材，其需求相较于机床更稳定更持续。由此，公司专注基础，相较于国内同行更专注细分领域且经营更灵活，相较于国外企业具有本土服务优势，作为国内刀具领先企业，具备快速发展潜力。
- **公司专注细分领域，从点到面成就专业:** 从产品来看，公司目前已经稳坐国内拉刀领域头把交椅，且市场还有进一步深挖空间，此外，公司也依托已有优势积极开拓空间更大的滚刀领域，募投项目对产能瓶颈的解决也能助力公司产品扩张；同时，公司积极响应客户需求，从零部件加工方面进行产业链延伸，再加上已有的修磨业务，在服务方面进一步增强客户黏性。从下游领域来看，在汽车行业增速放缓的大背景下，公司除了进一步巩固汽车行业市场外，也在努力开拓军工、电力以及机械精加工方面的业务，并且已经取得了一定成效，并且在国内外业务区域方面也有了更多布局想法。
- **投资建议与评级:** 我们认为，公司为国内高端工具稀缺标的，细分行业发展空间和进口替代空间可观，公司专注优势领域，同时从产品、下游多方面积极变通扩张，以本身优秀技术为基础、再加上进入资本市场后的资本运作平台优势，具备快速发展潜力。仅考虑公司现有业务，我们估计，公司 2015-2017 年 EPS 分别为 1.14 元、1.31 元和 1.56 元，对应 PE 分别为 80 倍、69 倍和 58 倍，我们看好公司未来发展，但考虑到公司目前估值水平，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示:** 汽车领域出现严重下滑的风险，公司新产品及新下游开拓进展缓慢的风险等。

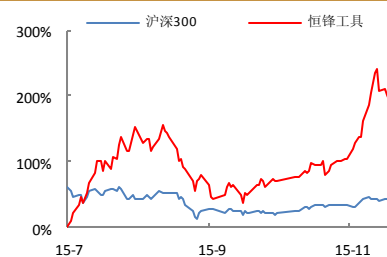
指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	173.23	186.02	218.09	264.09
增长率	16.31%	7.38%	17.24%	21.09%
归属母公司净利润(百万元)	68.03	70.95	81.94	97.56
增长率	14.91%	4.30%	15.48%	19.06%
每股收益 EPS(元)	1.36	1.14	1.31	1.56
净资产收益率 ROE	20.96%	19.46%	19.78%	20.57%
PE	68	80	69	58
PB	14.35	12.78	11.25	9.82

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 庞琳琳
执业证号: S1250513070002
电话: 010-57631198
邮箱: pll@swsc.com.cn
联系人: 刘瑜
电话: 010-57631198
邮箱: liuyu@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)	0.63
流通 A 股(亿股)	0.13
52 周内股价区间(元)	-
总市值(亿元)	56.76
总资产(亿元)	6.04
每股净资产(元)	9.28

相关研究

1. 恒锋工具(300488): 工具行业空间巨大，公司具备高速增长预期 (2015-06-15)

目 录

1. 公司概况：国内切削工具行业领先企业.....	1
2. 高端工具行业发展正当时.....	2
2.1 机床产业疲软不影响高端工具发展.....	2
2.2 有技术、有特色，公司有望迎来较快发展.....	4
3. 从点到面，专注成就专业.....	5
3.1 从产品到服务，多点开花.....	5
3.2 从汽车到新兴下游领域，灵活经营.....	6
3.3 国内扩大覆盖区域，同时兼顾国外.....	7
4. 盈利预测与投资建议.....	8

图 目 录

图 1: 公司 2014 年主营业务结构情况	1
图 2: 公司 2014 年主营业务毛利情况	1
图 3: 公司 2011 年以来营业收入及增速	1
图 4: 公司 2011 年以来净利润及增速	1
图 5: 近年我国机床产值情况	2
图 6: 近年我国机床表观消费额情况	2
图 7: 2007 年各国机床与刀具消费情况对比（单位：亿美元）	2
图 8: 我国金属切削机床数控化情况	3
图 9: 我国金属切削机床进口单价（单位：万美元）	3
图 10: 我国切削刀具进出口数量（单位：百万千克）	3
图 11: 我国切削刀具进出口金额（单位：百万美元）	3
图 12: OSG 近年来营业收入情况	4
图 13: OSG 近年来净利润情况	4
图 14: 公司轮槽拉刀产品示意图	5
图 15: 公司滚刀产品示意图	5
图 16: 公司各下游领域典型客户	7
图 17: 公司 2014 年国内收入区域结构	7
图 18: 公司 2014 年国内外收入结构	7

表 目 录

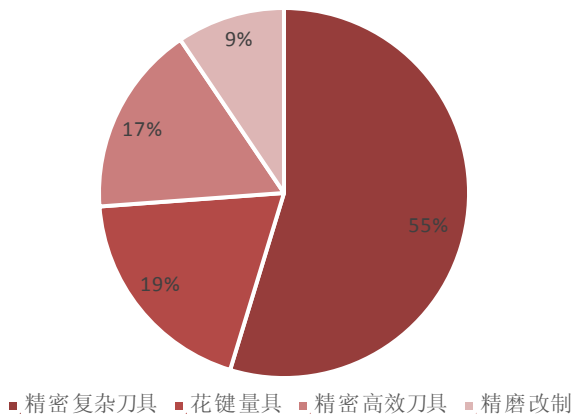
表 1: 公司产能情况（单位：万件（套））	6
表 2: 分业务收入及毛利率	8
附表: 财务预测与估值	9

1. 公司概况：国内切削工具行业领先企业

公司是国内唯一一家从事现代高效刀具和量检具研发设计、生产制造的上市公司。公司的产品分为两大类七个系列：第一大类是精密复杂刃量具，包括拉刀、搓齿刀、花键量具、滚刀及成型铣刀四个系列；第二大类是精密高效刀具，包括高效钢板钻、高效铣刀、非标钻铣刀三个系列。这些产品主要应用于汽车零部件制造、电站设备制造、飞机零部件制造以及精密机械制造等领域。

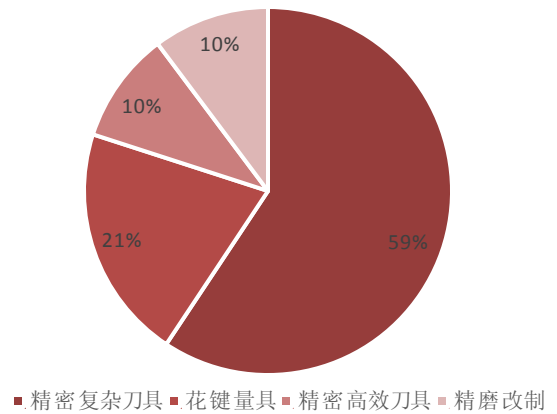
公司主营业务结构：公司收入主要来自精密复杂刃量具，占比 74%，其中精密复杂刀具占比 55%，花键量具占比 19%；精密复杂刃量具贡献 80%毛利，其中精密复杂刀具占比 59%，花键量具占比 21%。

图 1：公司 2014 年主营业务结构情况



数据来源：公司公告，西南证券

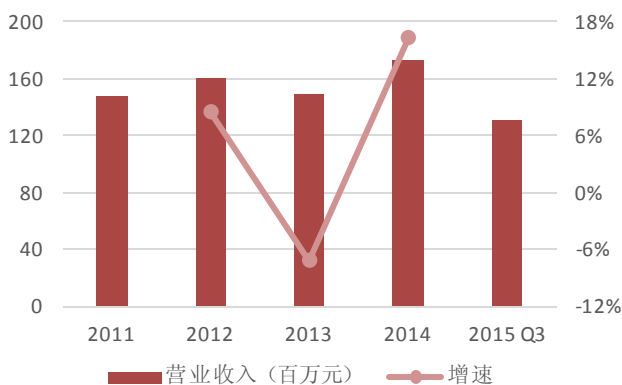
图 2：公司 2014 年主营业务毛利情况



数据来源：公司公告，西南证券

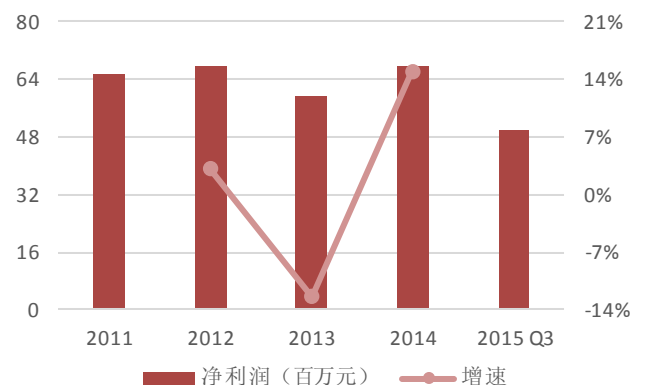
公司业绩状况：公司营业收入和净利润一直保持近年来基本保持稳定增长，2013 年有一定下滑，主要原因是市场波动造成部分客户新增固定资产投资减少导致对公司部分产品需求有所下滑，2014 年公司通过调整产品结构、拓宽市场领域，经营业绩有所回升。

图 3：公司 2011 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券

图 4：公司 2011 年以来净利润及增速



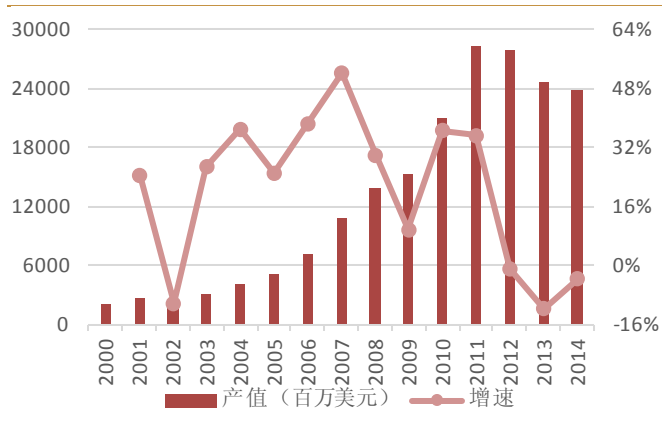
数据来源：公司公告，西南证券

2. 高端工具行业发展正当时

2.1 机床产业疲软不影响高端工具发展

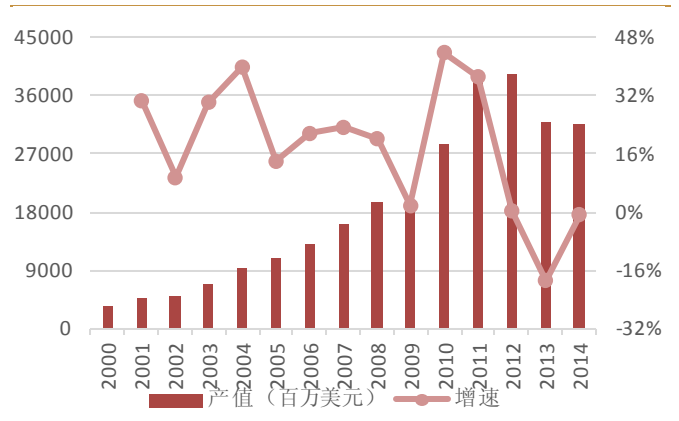
“工欲善其事，必先利其器”，如果说机床是装备制造业的“母机”，那么机床的工具配件就是“牙齿”，既是高技术产业发展的支撑，又是工业现代化的基础，更是国防工业发展的保障，其性能和质量已成为衡量国家工业化水平和综合国力的重要标志。2014年，我国机床总产值为238亿美元，同比下降3.6%；表观消费额为317亿美元，同比下降0.6%。

图 5: 近年我国机床产值情况



数据来源: WIND, 西南证券整理

图 6: 近年我国机床表观消费额情况



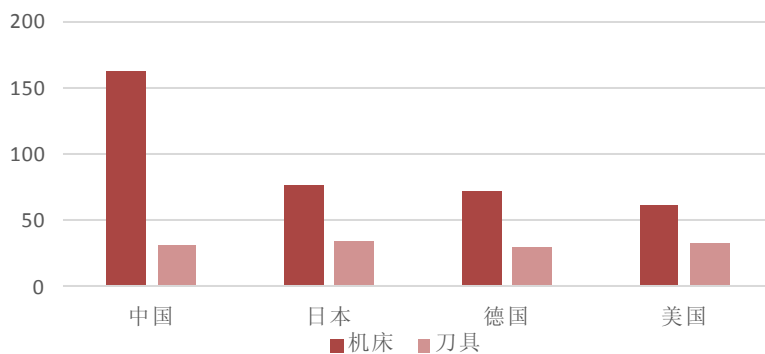
数据来源: WIND, 西南证券整理

由上图可知，近年来，由于制造资源大量闲置和供需矛盾愈加突出，机床行业进入下行通道，但我们认为，此背景并不影响国内配套的高端工具的发展，主要原因有以下三点。

➤ 以往“重机床轻刀具”的现象使得刀具发展滞后于机床发展

以发达国家为例，其刀具消费大约占机床消费的 50%左右；以全球消费水平为例，全球平均刀具消费约为机床消费的 25%。相比较而言，我国由于前期存在“重机床、轻刀具”的情况，刀具消费额仅为机床消费额的 20%左右。以 2007 年中国、日本、德国及美国的数据为例，从金额上来看，我国机床消费要远大于美、日、德，但刀具消费并没有与之相匹配，原因是我国的刀具消费结构中，廉价低效的传统标准刀具占据主流地位，现代高效刀具消费较少，由此也导致机床的生产效率没有得到最大发挥。

图 7: 2007 年各国机床与刀具消费情况对比 (单位: 亿美元)

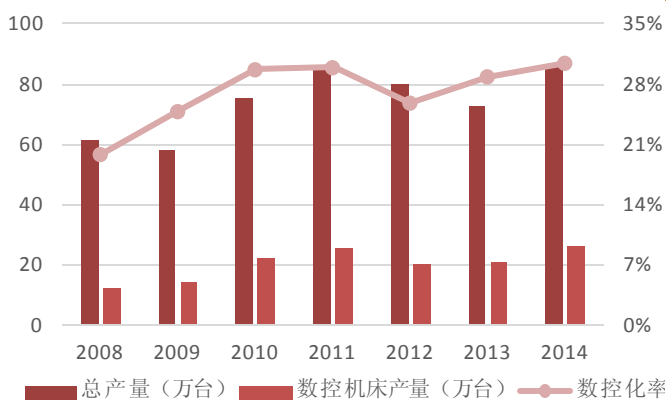


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

➤ 现代高效工具市场潜力巨大

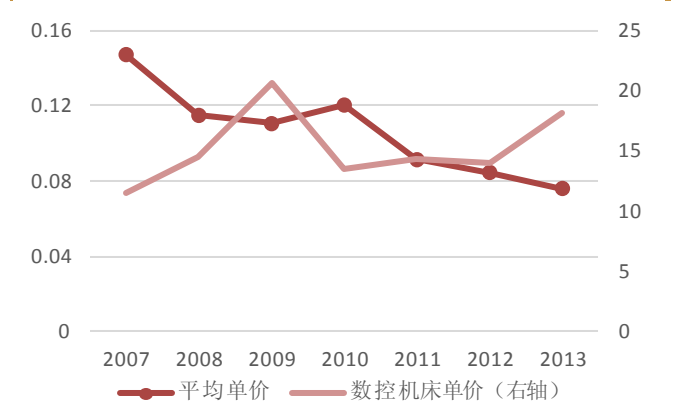
首先，高端刀具主要对应高端机床，而目前我国机床行业正是出于调结构的分化发展阶段，高端机床仍有很大发展空间，由此带来对高端刀具的需求。以金属切削机床为例，2014年，我国金属切削机床的数控化率才在 30% 左右，比 2009 年仅提高了不到 6 个百分点；2013 年我国数控金属切削机床产量在 21 万台左右，而进口数量达到了 3.9 万台，占到国内产量的近 20%，同时进口数控机床的单价也要大幅高于普通机床。由此，在我国金属切削机床领域，高端产品占比提升以及进口替代空间还很大，为对应的高端刀具带来巨大市场潜力，据估计，未来 3 年我国高端刀具市场还将保持至少 10% 的增速。

图 8: 我国金属切削机床数控化情况



数据来源: WIND, 西南证券整理

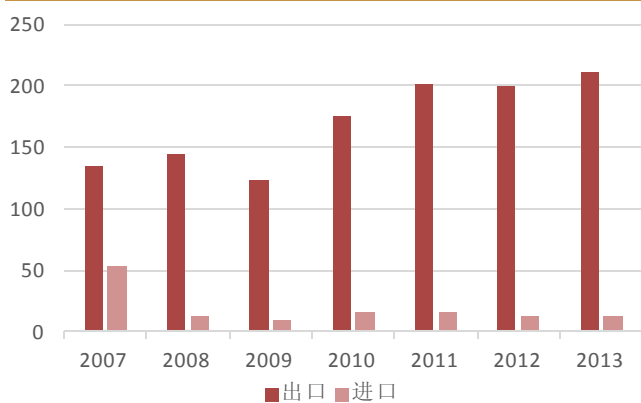
图 9: 我国金属切削机床进口单价 (单位: 万美元)



数据来源: WIND, 西南证券整理

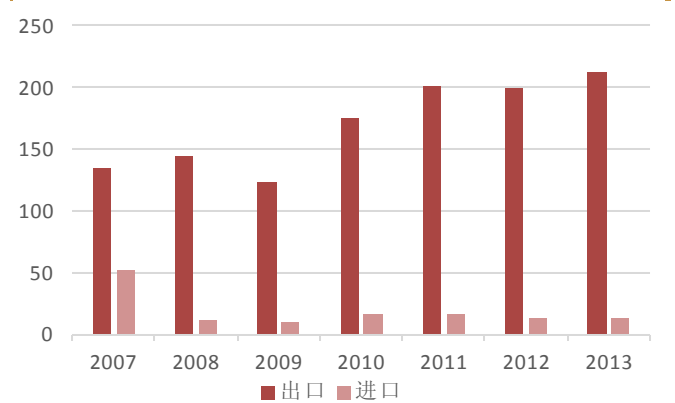
其次，在我国已有的现代高效刀具市场中，高端产品大部分还是依靠进口，2013 年，我国工具市场销售额约为 363 亿元（其中刀具 330 亿元，量具消费以刀具消费额 10% 加以测算），其中进口现代高效工具 126.5 亿元，国产内销工具金额约为 236.5 亿元，国产现代高效工具 22 亿元，由此看来，高端刀具进口替代的空间还十分巨大。公司目前在国内高端刀具市场的销售额在 2 亿元左右，即市占率 10%，虽然已为国内领先，但还有较大提升空间。

图 10: 我国切削刀具进出口数量 (单位: 百万千克)



数据来源: WIND, 西南证券整理

图 11: 我国切削刀具进出口金额 (单位: 百万美元)



数据来源: WIND, 西南证券整理

➤ 刀具为耗材，相较于机床市场更持续稳定

不同于机床，刀具为易耗品，使用周期较短，其需求相较于波动的机床需求要稳定得多。以公司生产的螺旋拉刀为例，该产品每加工 10 万个零件需要更换一次，按照国内中型汽车

制造企业的生产规模，也就是半年左右更换一次。由此可见，刀具作为耗材，更换带来的需求不容小觑。

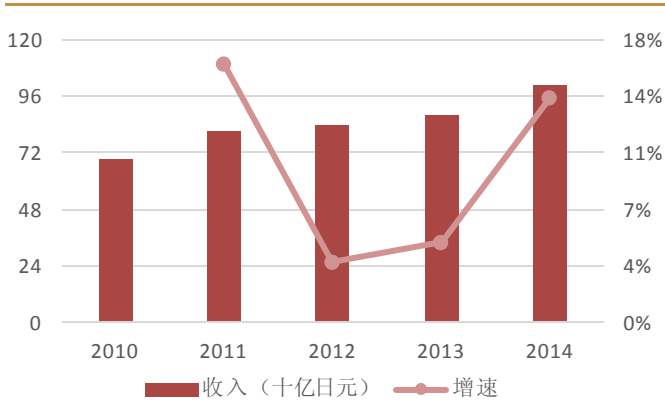
2.2 有技术、有特色，公司有望迎来较快发展

目前参与国内刀具市场的企业主要可以分为国有企业、民营企业和外资企业三大类。

国有企业主要包括了汉江工具厂以及哈尔滨第一工具厂等，它们虽然拥有技术方面的优势，但是由于其市场反应能力较弱，产品线过长、而且偏重于传统标准刀具，导致其产品结构水平较低。

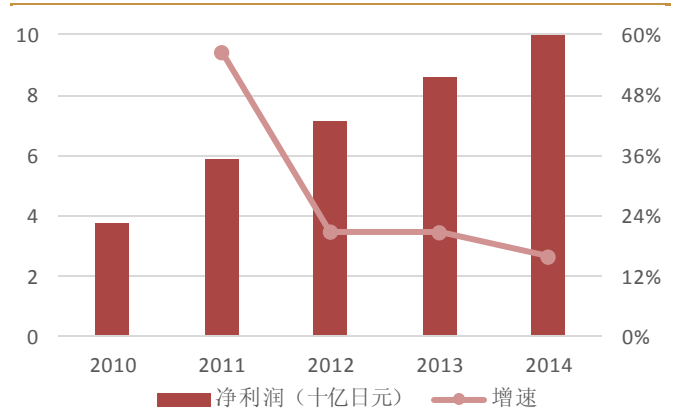
外资企业主要包括了 SECO、OSG 等技术能力突出，产品质量好的公司，一般下游领域涉及广泛，且业务遍布全球。以 SECO 为例，其为山特维克集团下属的子公司，该集团旗下金属切削工具业务广泛应用在汽车、航空航天、能源、电子等领域，同时集团也具有先进的材料生产技术，保持核心竞争力，2014 年山特维克集团的刀具业务实现营业收入 308.6 亿 SEK，折合人民币 226.4 亿元，同比增长 2%。又以 OSG 为例，其为东京上市的日本著名刀具公司，产品以标准化产品更多，下游主要为汽车行业，同时也积极向航空航天领域开拓，业务遍布亚洲、北美以及欧洲，2014 年公司实现营业收入 1010.3 亿日元，折合人民币 52.2 亿元，同比增长 14.3%，实现净利润 99.9 亿日元，折合人民币 5.2 亿元，同比增长 15.4%。由此可见，从全球视野来看，公司与国际领先企业还是有一定规模差距的，也说明公司的发展空间还是比较大的。

图 12: OSG 近年来营业收入情况



数据来源: 相关公司年报, 西南证券整理

图 13: OSG 近年来净利润情况



数据来源: 相关公司年报, 西南证券整理

民营企业以公司为代表。与国资企业相比，公司产品专注高端，技术走在行业前列具有先发优势，且重点明确，在拉刀方面的优势尤其突出，目前坐稳国内头把交椅；同时，公司还具有突出的精密复杂量具的定制能力，其花键量具方面的技术实力突出。相比国外竞争对手而言，公司的相对优势则主要体现在能利用自身的地域优势，为客户提供贴身的技术支撑和本土化的技术服务。据山特维克估计，全球 2014 年刀具市场规模在 1600 亿 SEK 左右，折合人民币约 1166 亿元，且将长期保持 4-5% 的增长水平。根据我们前面的分析，我国高端刀具市场的增速应该会高于全球平均水平。目前，公司的营业收入还不到 2 亿元，基数很小，我们认为，公司凭借自身特色和技术优势，有望迎来较快发展。

3. 从点到面，专注成就专业

3.1 从产品到服务，多点开花

拉刀一直是公司的拳头产品之一，2008 年国内第一把一次拉成的大拉刀就是在公司诞生的，公司是目前全球 6 家可以生产汽车变速箱制造所需螺旋拉刀的企业之一，且为国内唯一一家，该产品帮助用户将生产效率从 30 分钟/件提高到了 30 秒/件。目前公司的拉刀产品包括了特大拉刀、螺旋拉刀、花键拉刀、圆类特型拉刀、平面成型拉刀以及用于航空发动机、燃机制造的轮槽拉刀等，最大直径可达 350mm，最长长度约 3000mm。公司目前一年的拉刀产品收入在 7000-8000 万元左右，其中螺旋拉刀贡献收入约几百万元。据公司估计，国内目前拉刀的市场容量在 3 亿元/年左右，凭借公司在行业中的地位，公司在拉刀业务方面还有进一步的发展空间。

在拉刀产品打下坚实基础之后，公司目前也是积极开拓滚刀产品业务，着重发展高精度滚刀（精度等级可以达到 AAA 级）、干切滚刀（采用高性能的粉末高速钢和特殊的涂层技术）、大模数滚刀（最大模数可以达到 M22）、整体硬质合金滚刀等滚刀系列产品，引进了德国的磨削及检测技术，可为用户提供优质可靠、高性价比的滚刀类产品。我国滚刀的市场容量在 20 亿元/年，公司目前一年的滚刀收入在几百万元左右，国内做得最大的汉江工具厂一年的滚刀收入也才 7000-8000 万元，大部分市场还是被外资企业占据。公司本次上市募投项目计划投入资金 2.3 亿元，其中 5000 多万将投向滚刀业务，我们认为，凭借公司前期拉刀业务打下的基础以及技术实力，加上在战略上的重视以及已有的扩张方面的铺垫，公司有望在滚刀业务上实现较大发展。

图 14：公司轮槽拉刀产品示意图



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 15：公司滚刀产品示意图



数据来源：公司官网，西南证券整理

同时，公司在搓齿刀、花键量具以及高效刀具方面也有良好积累，同时还为花键量具国家标准修制定的牵头单位，并为用户提供符合多国标准的花键量具。目前公司产能 45.7 万件（套），受定制产品类型变动公司 2014 年产能利用率在 78%左右。公司募投项目新增产能 35.5 万件（套），2017 年达产。我们认为，募投项目可以解决公司现在的产能瓶颈问题，满足公司进一步扩张的需求，在高端基础零部件国产化的大背景下，将凭借产品优势受益于进口替代，在刀具产品业务上快速发展。另外，公司也积极创新，在一些刀具产品上安装了芯片，实时记录反馈刀具的工作情况，便于公司随时跟踪刀具状态并做好后续售后服务，类似于云端大数据的概念，将工业 4.0 的思维加入进去，为公司未来的发展方向增加了可能性和想象空间。

表 1: 公司产能情况 (单位: 万件 (套))

产品	现有产能	募投项目新增产能	小计
精密复杂刀具	2.6	2.5	5.1
花键量具	1.8	1.0	2.8
精密高效刀具	41.3	32.0	73.3
合计	45.7	35.5	81.2

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

除了产品外, 公司近年来也积极适应市场需求, 从产业链延伸的思路出发开展了服务类业务, 主要分为三个方面:

- 1)** 开展刀具修磨服务, 一般刀具加工 1500-2000 个零件需要修磨一次, 修磨的复杂程度依刀具的种类而定, 以复杂的刀具 (价值超过 10 万元) 为例, 修磨一次的收费在 2-3 万元左右。目前服务类的收入占公司总收入的比例在 10% 左右。
- 2)** 尝试延伸产业链, 根据下游客户的需求, 公司引进了日本的先进拉床, 配合优势产品拉刀, 可以为客户提供零部件加工业务, 也就是说, 客户可以直接从公司买零部件, 而不是从公司买刀具回去自己加工。这块如果做起来, 更能突出公司的专注、专业特点, 使公司在非标刀具的细分领域走得更深更远。另外, 公司也进口了大体量的涂层炉, 以往需要拿出去加工的涂层工序现在公司可以自己完成一部分了, 以后也有尝试对外提供加工涂层服务的可能。
- 3)** 公司是花键量具的国标制定牵头者, 在该领域有一定话语权和行业地位。目前公司在花键检测方面主要是满足自身产品需求, 以后也可以对外服务, 做公正性检测, 拓展公司业务。

3.2 从汽车到新兴下游领域, 灵活经营

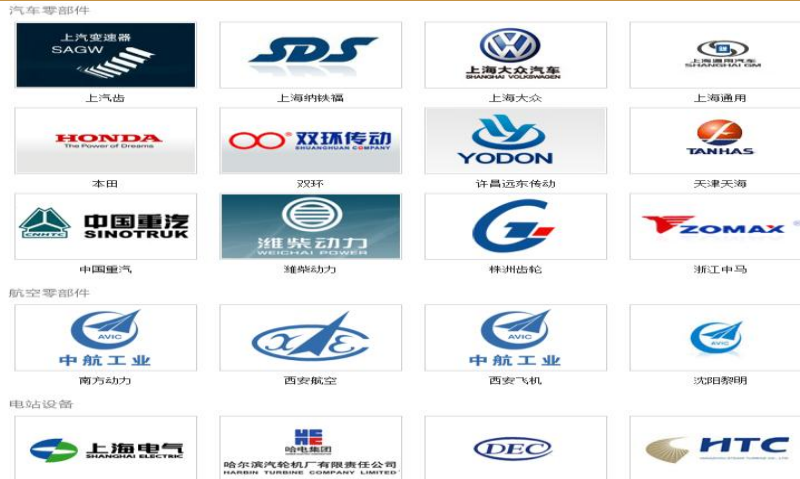
公司目前的下游业务板块主要分为四块, 其中汽车是最主要的, 收入占比达到了 60%-65%; 其他领域包括军工 (占比约 7%-8%)、电站设备 (占比约 10%-15%) 以及精密机械加工等。汽车行业仍然是公司目前的重点, 但近年来行业增速放缓, 对公司的快速发展产生了一定影响。对此, 公司也是参考国外企业先例, 在维护并深入汽车领域业务的情况下, 积极开拓其他下游领域。

在军工方面, 公司与国内几大发动机厂 (如沈飞、成飞等) 均有合作, 主要生产产品包括加工航空发动机涡轮盘和叶片的刀具, 如轮槽拉刀等。公司生产的轮槽拉刀也在燃气轮机的制造中有重要应用, 由于燃机的轮槽尺寸比航空发动机大很多, 制造难度也相应更大, 公司于 2010 年制造出了国内首把大型燃机的拉刀, 目前该产品已经投入批量使用, 得到用户认可。此外, 公司的产品也在坦克的制造中有所应用。我们认为, 军品的订单毛利率较高, 且由于是零部件产品不需要具备军工供货资质, 目前国内军工用刀具大多为进口, 公司作为国内企业, 将有本土优势实现进口替代。同时, 公司目前已经在军工方面有了一定基础, 产品得到客户认可, 具备先发优势, 也将有助于公司进一步开拓军工市场。

在电站设备方面, 公司的主要下游客户包括了上海汽轮机厂、哈尔滨汽轮机厂、东方汽轮机厂这三大电站设备巨头, 产品应用在普通发电汽轮机、核电汽轮机以及西气东输等产品的制造过程中。

在精密机械加工方面,公司产品也特别适用于加工精度要求较高的液压数控机床,例如,公司有刀具产品专门用于机器人 RV 减速器的加工,已经向双环传动实现稳定供货。前期公司并没有十分重视这方面的业务,近年在工业 4.0 和机器人大发展的背景下,公司对这块的重视程度也进一步加强。我们判断,机器人加工刀具的需求也会加快增加,带动公司产品在其他精密机械加工方面的应用,对应广阔空间。

图 16: 公司各下游领域典型客户

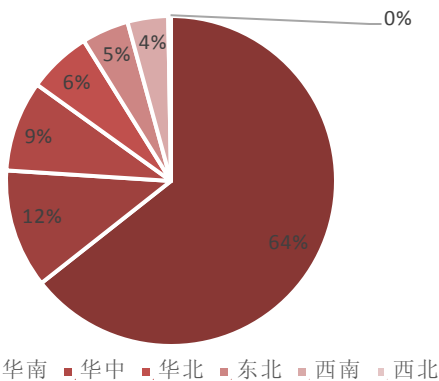


数据来源: 公司官网, 西南证券

3.3 国内扩大覆盖区域, 同时兼顾国外

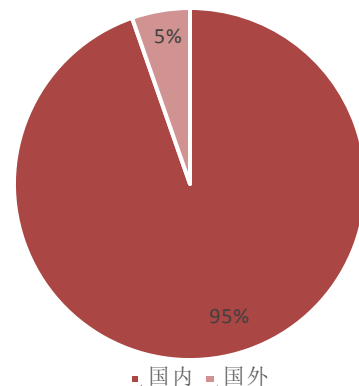
一般来说, 刀具提供商需要与用户保持紧密联系, 服务需求贯穿整个产品使用过程, 因此, 业务点的布局对刀具企业也显得比较重要。公司目前的收入来源主要集中在华东地区, 前五大客户也主要来自江浙沪地带。为了进一步扩大公司的服务半径, 公司也正在积极布局国内其他区域。同时, 参考国外先进企业, 工具企业发展壮大的必经过程就是开拓海外市场, 以 OSG 为例, 其在日本本土的收入占总收入的比例在 52% 左右, 而亚洲其他地方和北美的收入占了 39% 左右, 欧洲地区收入占了 8% 左右。公司目前也在积极规划海外服务中心, 跟随合资厂商走出去, 目标 3 年内将海外收入占比提高到 20% 左右。

图 17: 公司 2014 年国内收入区域结构



数据来源: WIND, 西南证券整理

图 18: 公司 2014 年国内外收入结构



数据来源: WIND, 西南证券整理

4. 盈利预测与投资建议

仅考虑公司现有业务,在精密复杂刃量具方面,随着公司在滚刀等新产品上的发力,2016年有一定增长(20%左右),在精密高效刀具方面维持稳定增长(10%左右);2017年募投项目达产解决产能瓶颈以及公司在其他下游领域继续拓展将推动公司业绩有较快发展(总增速20%左右);同时公司在服务业务上的延伸也将有所成效。

表 2: 分业务收入及毛利率

百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
合计				
营业收入	171.81	184.49	216.30	261.92
增速		7.38%	17.24%	21.09%
毛利率	61.70%	60.05%	59.60%	59.08%
精密复杂刃量具				
收入	126.86	137	164	206
增速		8%	20%	25%
毛利率	66.83%	65%	64%	63%
精密高效刀具				
收入	28.69	30	33	36
增速		6%	10%	8%
毛利率	36.14%	35%	35%	34%
精密改制				
收入	16.26	17	18	20
增速		5%	8%	10%
毛利率	66.73%	65%	65%	64%

数据来源: 西南证券整理

我们认为,公司为国内高端工具稀缺标的,细分行业发展空间和进口替代空间可观,公司专注优势领域,同时从产品、下游多方面积极变通扩张,以本身优秀技术为基础、再加上进入资本市场后的资本运作平台优势,具备快速发展潜力。仅考虑公司现有业务,我们估计,公司2015-2017年EPS分别为1.14元、1.31元和1.56元,对应PE分别为80倍、69倍和58倍,我们看好公司未来发展,但考虑到公司目前估值水平,首次覆盖,给予“增持”评级。

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	173.23	186.02	218.09	264.09	净利润	68.03	70.95	81.94	97.56
营业成本	66.12	74.31	88.11	108.07	折旧与摊销	18.32	28.51	28.51	28.51
营业税金及附加	1.89	2.02	2.34	2.86	财务费用	0.93	0.38	0.44	0.54
销售费用	6.85	7.63	8.72	10.56	资产减值损失	0.91	1.00	1.00	1.00
管理费用	19.97	21.48	25.46	30.65	经营营运资本变动	-6.02	-12.90	-22.12	-29.87
财务费用	0.93	0.38	0.44	0.54	其他	-10.18	-0.84	-0.19	0.02
资产减值损失	0.91	1.00	1.00	1.00	经营活动现金流净额	72.00	87.10	89.58	97.76
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-29.35	-20.00	-50.00	-30.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-2.13	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-31.48	-20.00	-50.00	-30.00
营业利润	76.55	79.21	92.02	110.41	短期借款	49.00	-65.00	0.00	0.00
其他非经营损益	2.78	3.79	3.77	3.61	长期借款	-3.16	0.00	0.00	0.00
利润总额	79.33	82.99	95.78	114.02	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	11.30	12.04	13.84	16.46	支付股利	-27.00	-31.03	-32.36	-37.37
净利润	68.03	70.95	81.94	97.56	其他	-0.18	-1.38	-0.44	-0.54
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	18.66	-97.41	-32.80	-37.91
归属母公司股东净利润	68.03	70.95	81.94	97.56	现金流量净额	58.87	-30.30	6.77	29.85
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	75.78	45.47	52.24	82.09	成长能力				
应收和预付款项	74.52	82.95	97.53	117.25	销售收入增长率	16.31%	7.38%	17.24%	21.09%
存货	48.59	54.62	64.84	79.61	营业利润增长率	20.12%	3.46%	16.18%	19.99%
其他流动资产	0.06	0.06	0.07	0.09	净利润增长率	14.91%	4.30%	15.48%	19.06%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	18.59%	12.83%	11.91%	15.28%
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	187.08	181.26	205.44	209.62	毛利率	61.83%	60.05%	59.60%	59.08%
无形资产和开发支出	24.54	21.85	19.17	16.48	三费率	16.02%	15.85%	15.88%	15.81%
其他非流动资产	8.86	8.86	8.86	8.86	净利率	39.27%	38.14%	37.57%	36.94%
资产总计	419.42	395.07	448.15	514.00	ROE	20.96%	19.46%	19.78%	20.57%
短期借款	65.00	0.00	0.00	0.00	ROA	16.22%	17.96%	18.28%	18.98%
应付和预收款项	19.00	20.67	24.08	29.62	ROIC	21.77%	20.87%	22.48%	24.20%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	55.30%	58.11%	55.47%	52.80%
其他负债	10.77	9.82	9.91	10.04	营运能力				
负债合计	94.77	30.50	33.99	39.66	总资产周转率	0.46	0.46	0.52	0.55
股本	50.00	62.51	62.51	62.51	固定资产周转率	1.16	1.21	1.70	2.58
资本公积	3.67	3.67	3.67	3.67	应收账款周转率	3.10	3.16	3.21	3.27
留存收益	270.98	310.91	360.49	420.68	存货周转率	1.39	1.43	1.47	1.49
归属母公司股东权益	324.65	364.58	414.16	474.35	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	91.53%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	324.65	364.58	414.16	474.35	资产负债率	22.60%	7.72%	7.58%	7.72%
负债和股东权益合计	419.42	395.07	448.15	514.00	带息债务/总负债	68.58%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.33	8.66	8.71	9.21
					速动比率	1.76	6.08	6.08	6.58
					股利支付率	39.69%	43.73%	39.49%	38.31%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	95.80	108.09	120.97	139.45	每股收益	1.36	1.14	1.31	1.56
PE	68.50	79.65	69.31	58.21	每股净资产	6.49	7.29	8.28	9.49
PB	14.35	12.78	11.25	9.82	每股经营现金	1.44	0.00	0.00	0.00
PS	26.90	25.05	21.37	17.65	每股股利	0.54	0.62	0.65	0.75
EV/EBITDA	48.45	42.61	38.02	32.76					
股息率	0.58%	0.67%	0.69%	0.80%					

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