

投资评级：买入（首次）

收盘价（元）	10.72
目标价（元）	--
上次目标价（元）	不适用

韩伟琪

机械

e-mail

执业证书编号：

S1100515080001

(021)68416988*206

hanweiqi@cczq.com

博林特（002689.SZ）

——远大集团大力支持转型及外延

核心观点

- ◆ 博林特获得母公司远大集团无偿出借的智能磨削机器人技术，切入了高铁、船舶等高端装备部件生产加工领域，目前已有来自大连造船厂等订单落地，后续还将力争其他军工领域订单，锁定核心大客户。公司在东北和环渤海地区揽单能力较强，下游打磨市场新增以及存量市场机器换人需求强烈，预计 16 年起公司相关收入能大幅增长。
- ◆ 公司电梯业务增长平稳，新梯业务重点放在地铁城建等公共场所订单和海外市场拓展。我们认为公司经营模式稳健，抗波动能力较强。不过国内电梯市场的旧梯改造、旧楼装新以及维保业务进展低于预期，仍需期待政策监管的强势接入。
- ◆ 公司在科特迪瓦约 200 公顷的房地产项目预计能贡献 20~30 亿元左右的收入（分 3 年确认），考虑到公司于当地政府关系良好，项目获利确定性较高；同时我们也认为公司海外投资项目将愈发频繁。
- ◆ 远大集团旗下有许多优质资产，其中我们认为远大科技园公司最吸引人，其作为科技创新项目的孵化基地，未来在远大集团支持下，能为上市公司输入良好的技术和产品。
- ◆ 我们预计公司 2015~17 年实现营业收入分别为 20.86 亿元、31.06 亿元和 41.75 亿元，YoY 分别增长 6.51%、48.94%和 34.42%；实现净利润 2.15 亿元、2.96 亿元和 3.96 亿元，YoY 分别增长 13.29%、37.88%和 33.90%；对应 EPS 分别为 0.223 元、0.308 元和 0.412 元。按 12 月 04 日收盘价 10.66 元（103 亿市值）计，公司 16、17 年 P/E 为 35 倍和 26 倍，首次覆盖建议给予买入建议。

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

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	1652	1958	2086	3106	4175
增速	9.28%	18.49%	6.51%	48.94%	34.42%
归属母公司股东净利润（百万元）	157	190	215	296	397
增速	26.52%	21.08%	13.29%	37.88%	33.90%
总股本（百万股）	402.84	523.70	962.35	962.35	962
EPS（元）	0.389	0.362	0.223	0.308	0.412
P/E（X）	27.41	29.43	47.74	34.62	25.88

置入智能磨削机器人,进军高端装备和军用市场

集团无偿“出借”智能磨削机器人,零成本拥有新技术

经过此前定增收购被否、通过利润分成模式收购取消(公告称取消主因是母公司不愿在未收到应用该技术利润分成转让款情况下确认技术转让收入并一次性缴纳全额税款),沈阳远大企业集团终于决定将集团下积累三年多的智能磨削机器人技术及研发团队(大约十多人)一起无偿出借给上市公司博林特使用,时间期限为3年(2015~2017)。

而博林特方面需要做的是,提供产业化设施、人员,揽取订单并进行制造、销售和维修,同时为长期规划考量,扩编现有的研发及制造团队,提升产能、研发新技术等。

我们认为公司此次无偿租用母公司的磨削机器人技术,其模式在二级市场上极为罕见,但就上市公司而言,零成本引进了高端制造业的技术,且产业化落地迅捷,对公司业绩和题材实为有利。

关于这一技术租用的后续动作,我们认为可能有两种路线,一是三年期间内,机器人项目订单良好,获利颇丰,博林特方面再次启动收购(或直接出资,或定增);另一则是,三年期满,公司将技术及团队返还给母公司,但其间博林特应已培养成熟了自己的研发技术团队,故归还可能仅是一种形式或程序,公司仍旧拥有了磨削机器人核心的技术和经验。

图表一: 沈阳远大集团智能磨削机器人



资料来源: 沈阳远大集团官网

凭借自主核心技术的机器人切入高端装备和军工制造领域

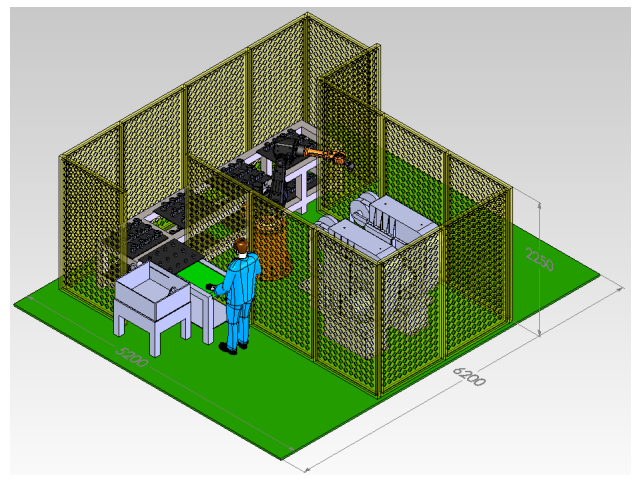
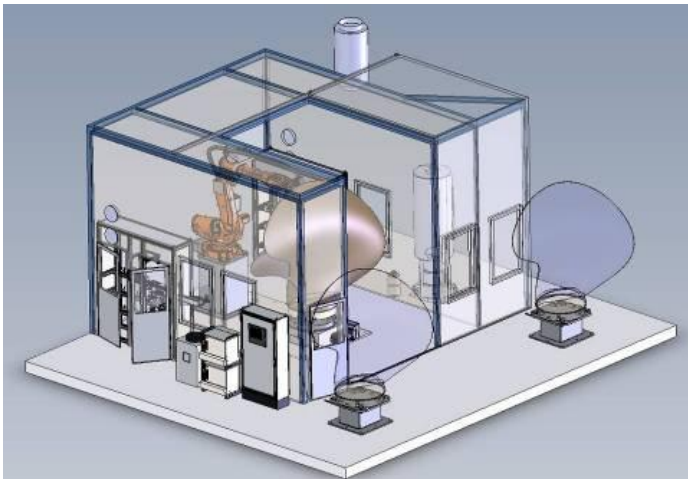
智能磨削机器人技术是母公司沈阳远大企业集团于数年前委托集团子公司远大科技园开发，其技术产权及发明专利都属于远大集团。

远大的“智能磨削机器人系统”系列技术主要包括力/位置混合控制技术、机器人视觉系统、离线轨迹规划系统（软件）三大部分；其中已经申请发明专利1项（申请号：201410148371.4）。

其工业应用模式为：整个磨削模块可安装在机器人、机床等固定执行平台上，通过机器视觉（激光定位+摄像头传感）进行识别和反馈，通过 PLC 将传感器数据处理后发送给机器人控制器进行轨迹补偿；公司采用离线编程根据要加工工件的 CAD 数模，在 CAM 仿真环境下生成机器人加工轨迹，之后应用机器人仿真软件进行仿真，检验干涉和碰撞情况，形成打磨的程序方案。

图表二：应用于大型复杂曲面叶片类的打磨、抛光系统

图表三：应用于小型铸件的打磨、去毛刺加工系统



资料来源：《收购机器人及远大环境预案》

资料来源：《收购机器人及远大环境预案》

磨削机器人下游主要应用在各种体积的金属件打磨、抛光、去毛刺等工作领域，具体涉及如汽轮机桨片、船舰螺旋桨片、机翼、火车/动车车厢部件、汽车轮毂、金属铸件等等。其大部分都属于国家战略规划扶持的高端装备的核心部件，其中汽轮机桨片、船舰螺旋桨、机翼等更是涉及军工类装备制造。

机器人产品已能贡献收入，核心客户逐步落实

目前博林特已经成立了沈阳博林特智能高科机器人有限公司，作为智能磨削机器人的产业化运作公司，现下团队约有 30 多人，包括 10 多位核心研发人员。

机器人产品方面，公司主要提供自主研发得机械臂末端的磨削模块以及打磨程序软件、系统以及打磨生产线的系统集成方案，其他如本体还是外购自如 ABB、史陶比尔等机器人厂商，另外配件、机台、耗材刀具库等也是外购。公司智能磨削机器人的设计产能是 300 台/年，我们认为 16 年公司的重点即

是全力参与招投标。机器人集成方案从先签合同开发的框架协议，个性化定制机器人、测试，订单周期一般需要两个月，部分比较复杂的产品，如推进器桨片等，订单周期会拉长至半年以上。

目前公司已经开始与大连造船厂合作提供机器人产品，主要用于船舰（含军用）用螺旋桨、推进器叶片的打磨抛光。

同时在相对低端的应用领域端，博林特已与汽车轮毂龙头中信戴卡开展合作，为其供应铝合金轮毂打磨机器人；另为安徽合力叉车厂提供部件磨削机器人。

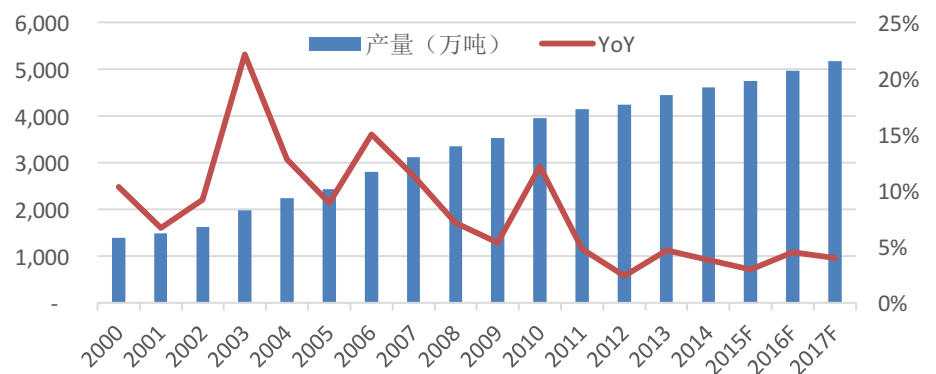
从下游应用需求看，公司主要的揽单领域还是会注重在军工和高端装备领域，且公司有其独特的优势，一是地处辽宁省，东北地区是中国重工业的聚集地，海（造船）陆（高铁）空（飞机）的制造厂比比皆是；二是拥有远大集团在辽宁省和环渤海地区的品牌及渠道积累，在招投标过程中会有一定优势。我们预计未来大客户将会有集中落地的现象。

打磨产业关注存量市场、技术升级和机器换人需求

根据经验数据显示，每1台套机器人工作站（含两个机器人）连续不间断工作一年可打磨大型铸件1万吨。根据中国铸造业年鉴统计，2014年中国铸件产量4,620万吨（YoY+3.8%），即对应了超过9,000台打磨机器人的需求，对应约200~250亿元市场容量。

目前中国铸件市场预计每年以3%~5%的速度增长，较为平缓。

图表四：中国铸件年产量

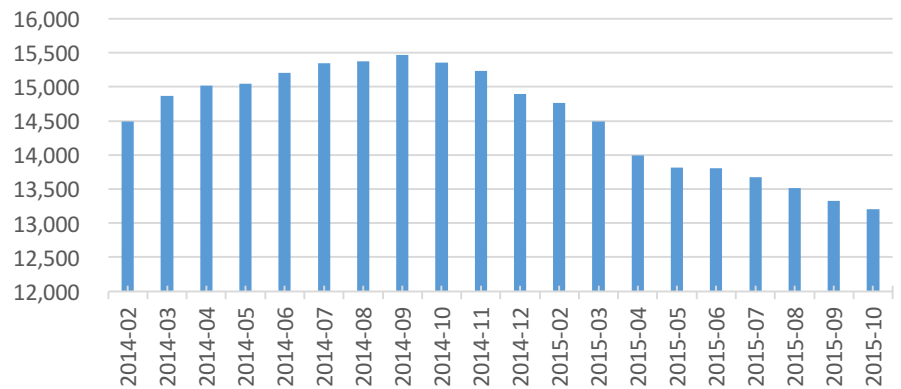


资料来源：Wind，中国铸造业年鉴，川财证券研究所

而在船舶推进器市场，同样有巨大的存量，截至2015年10月，国内船舶企业在手订单达到1.32亿载重吨；2015年前十月合计交付3727万吨，2014年全年交付4205万吨。

图表五：国内船舶在手订单

(单位：万吨)



资料来源：Wind，川财证券研究所

从公司披露的经验数据看，每年完成 4500 万载重吨左右的船舶交付需求，需要配备约 5000 支调距桨浆叶和 3200 套定距桨浆叶，需要大约 300 台套机器人系统，但由于桨叶对于曲面度等参数指标有更高的要求，其所配备的机器人系统单价也会明显高于普通的铸件磨削机器人系统，300 台套系统对应大约 20~25 亿元市场。

相对低端的市场看，国内铝合金轮毂需求量目前在 1.5 亿只以上，对应的打磨机器人系统需求约在 1300 台套左右，大约 5 亿元左右的市场空间

仅上述金属加工市场对应打磨机器人系统的需求量已有 6000 台套左右、超过 1 万多台的需求，若考虑其他如工程机械、汽车、以及军工领域的新增需求，其需求量有望达到 2 万多台，粗略推算市场容量为 400 亿元左右。

铸件打磨市场目前机器人的渗透率很低，近两年国内打磨、抛光机器人占整体工业机器人销量份额约 15% 左右，剔除应用在陶瓷件等非金属加工领域的，份额即降至 9% 左右，其中还包括各种小型低附加值的部件打磨，如水龙头等，应用在高端装备部件领域的则更少。

就沈阳远大的机器人来说，借助于机械手臂在三维运动空间内的高度灵活性，能够对手难于操作的部位进行无障碍磨削，对比人工打磨方式，打磨机器人能够至少缩短 50% 的时间，同时明显提高打磨的工艺水平和精度指标。

实行机器换人后，磨削机器人能够缩减 70% 的打磨工人需求，有效降低人工成本，并减少现场工人因噪音、粉尘等污染而罹患职业疾病。

目前打磨机器人主要也是以外资为主，ABB、FANUC 和 KUKA 三分天下，国产产品稀缺，近年来中国技术的跟进、军工订单的诉求以及本土化成本优势，对进口替代的提振也值得期待。

预计机器人公司 16 年收入大增

由于磨削机器人的技术在远大集团内已经孵化成熟，故其产业化落地进程很快，我们认为 15 年公司接收机器人技术后，年内即能实现一定量的出货和确认收入。

我们看好公司 16 年在东北、华北地区包括高铁、船舶、军工领域的订单突破，预计全年交付机器人的数量能达到 50 台左右，由此推算收入在 1.5 亿元左右。

根据公司预测，达产后机器人公司年均能贡献收入 3.65 亿元，实现税后利润 6608 万元，投资利润率达到 81.53%。我们认为这一收入和利润水平的预期偏保守。

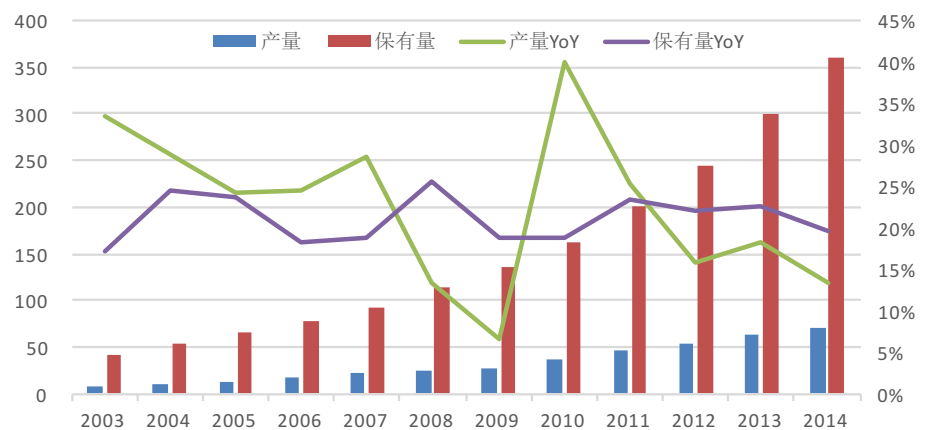
电梯业务倾向城建需求，静待出口和 AM 市场机会

新梯业务国内重心转向城建设施订单

目前国内房地产投资市场景气低迷，对直梯新梯市场拉动有限，而高端写字楼、商场等多愿意采用国际高端品牌电梯，由此一度导致了民族电梯品牌的困局。

图表六：中国电梯保有量及年产量

(单位：万台)

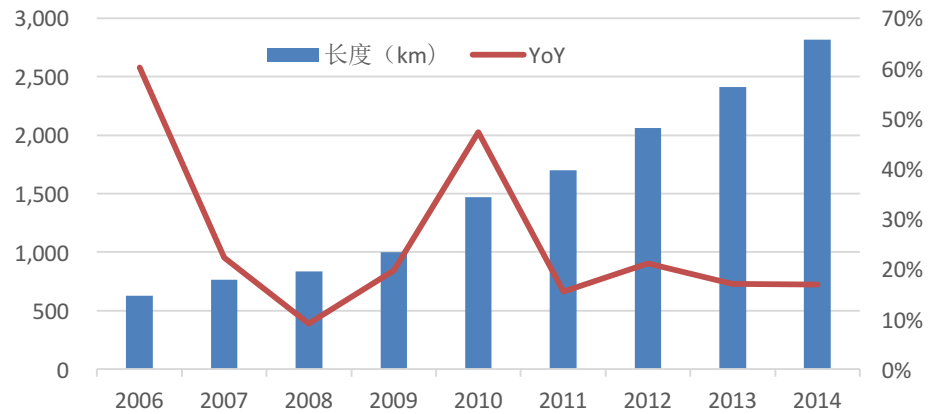


资料来源：Wind，国家质检总局，川财证券研究所

不过现阶段，市政公共建设、城市轨道交通等领域的兴建，带动了相关直梯、扶梯的建设需求。

就公司而言，目前商品住宅的电梯产品在收入结构中的占比为 50% 左右，地铁站电梯订单近年来增势明显，在包括北京、沈阳、大连、哈尔滨等地都有承接项目。该类项目电梯订单一般来说涉及产品量较大，且政府方面给予了较好的利润空间，虽然在账期方面比较拖长，但坏账风险很小。

图表七： 中国城市轨交运营线路长度 (单位：万台)



资料来源：Wind，交通部，川财证券研究所

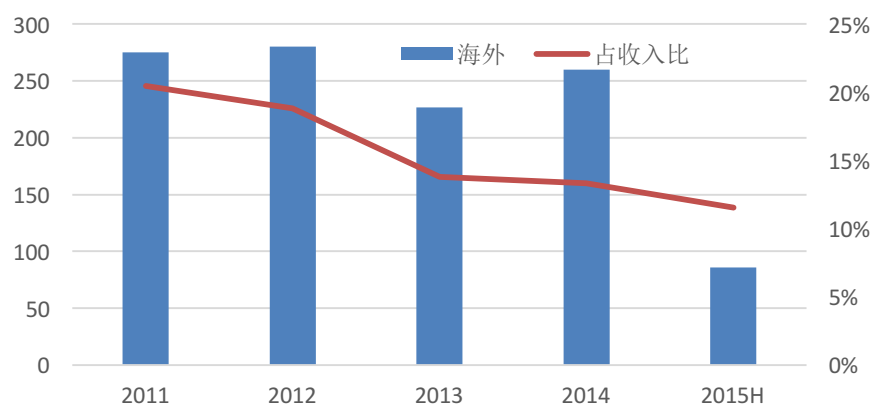
截至 2015 年中，国务院已经批准修建城市轨道交通的城市数字为 39 个，而据国家发改委交通运输部巡视员李国勇介绍，这个数字将在 2020 年达到 50 个，届时我国城市轨道交通总里程将达到 6000 公里，是 2014 年底的 2 倍，6 年 CAGR 为 13% 左右。

所以我认为，以地铁轨交为首的城市公共设施建设带动的直/扶梯需求，将是国内电梯企业重点争取的市场，同时该市场有较明显的地域划分现象，故公司方面应会更多集中在东北三省和华北地区的项目上。

以非洲为主的出口市场值得关注

相对于国内较为低迷的行业景气，以非洲为主的海外新兴市场对于中国制造开始逐步放开需求，包括南美洲和南亚地区。中国制造的电梯品牌及产品，其性价比较高，且必要功能和性能指标不输国际大品牌，目前正合适当地经济发展的诉求和定位。

图表八： 博林特海外业务收入及占比 (单位：mn, %)



资料来源：公司公告，川财证券研究所

我们认为，虽然公司海外收入占比较 11、12 年时期有所回落（德国等地经营情况不理想），但伴随着公司及母公司在科特迪瓦、肯尼亚等地的地产项目逐步落地，公司海外收入占比将会有明显的提升。同时在南美洲（巴西等）、

南亚（印度等）地区的拓展也值得期待。

旧装新、旧改新及安装维保市场仍需期待政策强势介入

此处涉及三块市场，一是老旧楼宇加装新电梯，一是老旧电梯换装新电梯，一是电梯安装及维护。

老旧楼加装电梯和旧梯改造方面，都面临较直接且雷同的阻碍，即安装、改造费用的落实（物业还是业主），业主意见无法统一（低层住户意见不同）等。

安装维保收入则面临更直接的价格竞争，正规厂家虽然在安装工艺和维修保养质量和可靠性方面完胜经销商以及非正规单位，但收费方面可能要高出非正规企业的5、6倍，加之非正规企业一般与楼宇物业有关系，故正规厂家在圈揽项目的能力方面要弱于非正规军。

上述问题就会直接增加老旧、问题电梯的安全隐患，而非正规军多数奉行“不出事不响应”的模式，导致安全隐患引发的后果往往比较严重。

所以说，因涉及到金钱、业主分歧等比较现实的问题，故整个“旧装新、旧改新和安装维保”的市场仍需政策强势介入，形成更正规的行业监管和秩序，才能将这部分需求释放出来。

“轻装”运作科特迪瓦项目，“走出去”将越来越频繁

根据公司公告，博林特与科特迪瓦住建部等签署了《科特迪瓦建设和销售住房谅解备忘录》，拟由科特迪瓦在其首都阿比让地区免费提供大约200公顷土地用于房地产项目开发。公司将根据科特迪瓦住建部的要求，在200公顷土地上建设60%的社会保障住房，并且以科特迪瓦规定的不同价格出售，另外40%的房屋价格的由公司自行制订（应多是中高端住宅和商务楼宇）。

公司方面表示，仅需前期预计投入少量自有资金，后主要通过获得200公顷土地进行配套融资，来完成该项目建设。

根据公告，此次项目可以为公司带来20~30亿元人民币的收入，分3年确认（2016~2018），按房地产公司一般10%~15%的净利润率估算，实现2~5亿元的净利润，同时公司获得了3000人以上的有能力购房客户名单，作为40%中高端项目的潜在销售对象。

公司近年来对非洲市场十分关注，包括之前在肯尼亚内罗毕成立远大房地产集团有限公司，并开始参与投入商业地产项目，科特迪瓦房地产投资项目不仅可以为博林特集团带来极其可观的经济收益，也客观上推动了博林特集团“走出去”的多元化发展战略。目前非洲一些政局比较稳定的国家和地区拥有很大的投资发展空间，公司这方面的海外业务承接预计会越来越频繁。

远大环境注入再延，集团资产后续仍有看点

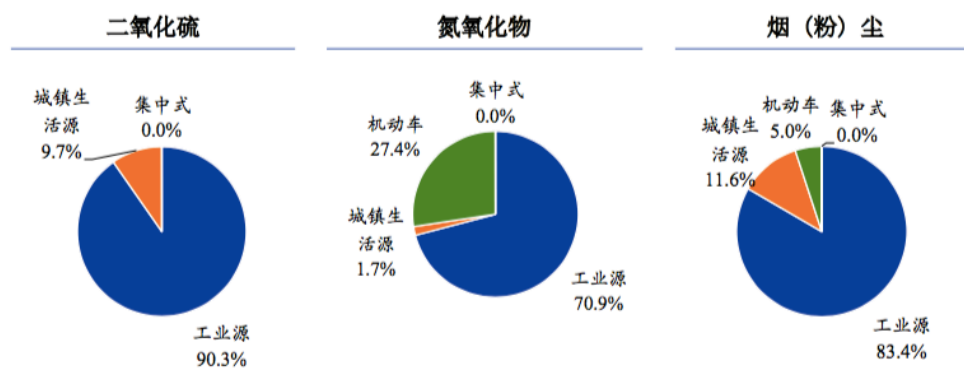
远大环境注入事宜延迟半年决定

原本计划注入远大环境的计划也出现延迟，母公司同样不愿在未收到利润分成转让款情况下，先一次性缴纳全额税款，因此公司决定暂缓半年后视情况再行决定。

环境公司受益大气污染治理长期高需求

中国雾霾天气持续时间越来越长、影响范围越来越大。污染物如 PM2.5、PM10、NOx、SO₂ 等，主要来源有三：工业、机动车和居民生活；而工业来源中，又以电厂、供暖、冶金等“贡献”最大。

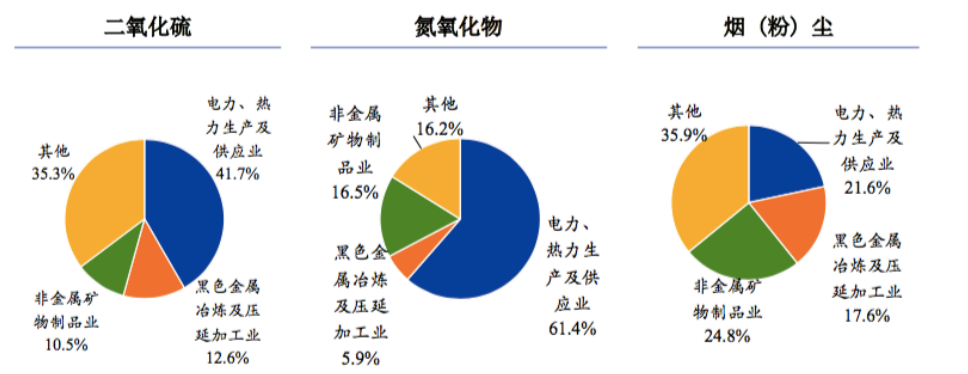
图表九：大气污染物来源（2012年）



资料来源：中国环境统计年报，川财证券研究所

从在北京、东北地区的草根调研看，冬季开始供暖之后，当地的空气质量便会直线下降，究其根源则包括如：燃料不达标、排放后处理措施不合规等。

图表十：大气污染物来源（2012年）



资料来源：中国环境统计年报，川财证券研究所

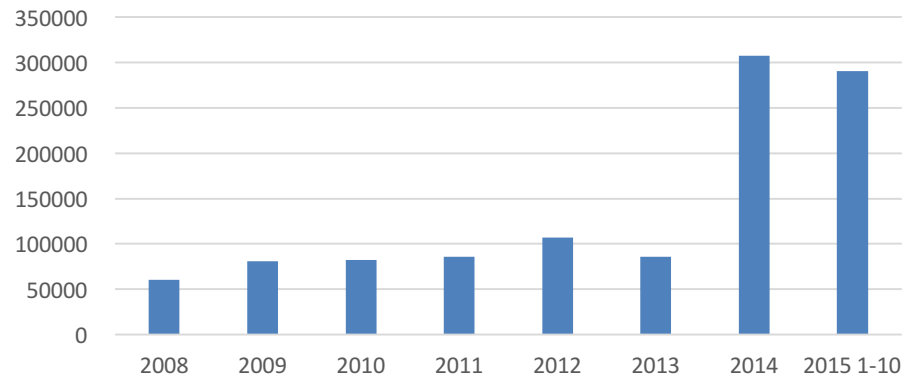
远大环境主要以火电厂、冶金厂、锅炉厂、水泥等脱硫脱硝、空气净化、排放治理业务为主，客户主要集中在东北地区。公告显示，2014 年前三季度，远大环境实现收入 1.23 亿元、实现净利润 0.55 亿元。

图表十一： 远大环境财务数据简要 (单位：mn)

项目	2014-9-30	2013
资产总额	297	300
负债总额	290	298
所有者权益	7	2
项目	2014 1~3Q	2013
营业收入	123	152
利润总额	7	8
净利润	6	7

资料来源：公司公告，川财证券研究所

图表十二： 大气污染防治设备投入 (单位：台/套)



资料来源：wind，川财证券研究所

14 年以来，国内对于大气治理的监管力度和产业投入皆有明显的提升，全年投入超过 30 万台大气污染防治设备，较 13 年增长 258%，而 15 年延续的大力投入的节奏，前 10 月已完成 29 万套左右，YoY+14%，预计全年可完成 35 万套左右。

2015 年我们预计远大环境收入能达到 2.5 亿元左右，净利润预计超过 1500 万元，在 14 年的基础上保持快速的增势；而大气治理作为国家战略之一，其长期性是确定的，故相应的环境治理公司收入和利润水平也有很大程度上的保障。

远大科技园公司创新储备众多，看好博林特的上市平台优势

远大科技园是博林特的兄弟公司，系远大集团旗下科技创新的重要孵化基地。集团通过场地和资金援助，支持科技研发和创新项目，并择其中进行收购等，上文所述智能磨削机器人项目也是科技园孵化成果之一。

目前科技园中较为吸引人的一个项目是超声辅助加工技术。

超声辅助加工技术在保持传统加工方式与加工工具的基础上对工具施以超声振动作为辅助，获得更优良的加工性能。相比于传统加工方式，超声辅助加工有如下优点：

- 1、加工适用范围广：超声辅助加工不受加工工件的材料力学性能、热力学特性、电化学特性等限制，被加工的材料可以是脆性材料、质硬材料、金属材料以及复合材料等；
- 2、加工精度高，速度快：超声辅助加工的精度会优于传统加工方式，可实现镜面等级表面加工。加工速度也可大幅增加，提高生产效率；
- 3、加工切削力可减小 70%以上、损伤小：超声辅助加工时切削力小，不会像传统机械加工、激光加工、电火花加工一样使得工件产热损伤以及残余应力等副作用
- 4、延长工具使用寿命：超声辅助加工切削力小，工具使用寿命延长多达 10 倍以上。

沈阳远大通过引进德国和新加坡的人才技术，掌握了大功率（1kw 以上）超声系统的核心技术，如大功率多频复合激振超声电源、非金属材料耐高温超声振动头，自感知跟踪监测系统等。

经过超声波强化处理的铝合金拉伸强度可以提高 20%-25%，使铝合金性能可以与钢铁材料相媲美，使其在发挥其轻质的特点作为辅助结构材料的同时，可以参与到一定范围的承力结构件工作当中。该技术应用于镁合金铸造之上可以将镁合金的强度提高至与铝合金相当，并且通过超声振动混入纳米陶瓷粉末，可以改变镁合金易燃、易腐蚀的特性，使之可以更广泛的被应用到航空等对减重需求高的行业。

我们认为博林特目前已经成为远大集团在国内资本市场重要的运作平台，此前博林特欲改名为“远大智能”，也显示出集团和公司战略的方向。而作为远大集团旗下科技创新成分最足的科技园公司，我们认为其作为科技创新研究孵化平台的战略运作方式会给远大集团及博林特输送源源不断的新技术和新产品（当然也不是说一定、全部都会转让给博林特）。

集团旗下其他公司也有不少亮点

沈阳远大集团旗下，除了上文所述的博林特、科技园和远大环境，以及在港上市的远大中国，还有 4 大业务板块：高端装备（风电设备、变频器）、农业（精准农业、农机）、环保（水处理、固废）、金融（并购基金、商贸投资等）。

简单介绍如下：

农业领域，远大引进以色列技术，并做二次开发，融合了互联网传输、监控等技术，开展智能滴灌业务，目前在华北、东北地区逐步推进；同时引进了日本的玉米收割机产品，将做国产商业化运营。

高端装备制造方面，风电设备目前已有天花板之势，但集团 AP1000/ CAP1400 核主泵变频器已通过国家核电级标准的检验检测。

金融方面主要运作类似投资基金，商贸投资方面包括大型项目投资和海外投资。

固废、污水处理方面进展不大。

盈利预期与投资建议

博林特主营国产电梯及维护安装，行业景气低迷的时期，其收入利润情况不可避免地出现调整，但公司整体的运营模式比较扎实，后期接单方向也以稳为主（城建+出口+AM 市场），只要国内经济不再大幅波动，公司电梯主业将平稳增长。

我们认为公司最大的看点在于沈阳远大集团将其定位成“高端智能化产业平台”，此次无偿转让智能磨削机器人技术三年，即可看出集团对博林特的支持程度，而后续如远大环境，以及科技园中筹备、储备的项目技术等都有可能注入博林特之中，其从传统电梯制造商转型成为高端装备智能化企业的趋势已颇为明显。

我们预计公司 2015~17 年实现营业收入分别为 20.86 亿元、31.06 亿元和 41.75 亿元，YoY 分别增长 6.51%、48.94%和 34.42%；实现净利润 2.15 亿元、2.96 亿元和 3.96 亿元，YoY 分别增长 13.29%、37.88%和 33.90%；对应 EPS 分别为 0.223 元、0.308 元和 0.412 元。

按 12 月 04 日收盘价 10.66 元（103 亿市值）计，公司 16、17 年 P/E 为 35 倍和 26 倍，首次覆盖建议给予买入建议。

风险提示

电梯业景气明显下滑，远大环境注入遇挫，集团战略方向转变。

财务报表及估值分析

利润表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1652	1958	2086	3106	4175
减：营业成本	1103	1273	1299	2002	2663
营业税金及附加	15	16	21	31	42
营业费用	216	243	250	348	476
管理费用	140	167	229	335	480
财务费用	-2	2	4	9	17
资产减值损失	26	40	40	50	60
加：投资收益	-5	0	0	0	0
营业利润	149	215	242	330	437
加：营业外收入	43	27	28	35	50
减：营业外支出	0	15	15	15	15
利润总额	192	227	255	350	472
减：所得税	36	38	41	54	76
少数股东损益	-1	-1	-1	0	0
归属母公司净利润	157	190	215	296	397
资产负债表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	515	542	467	628	714
应收帐款	639	835	935	1309	1570
存货	312	286	315	453	507
流动资产合计	1548	1742	1794	2458	2876
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	475	659	652	848	891
在建工程	215	24	45	39	37
无形资产	316	298	307	313	329
非流动资产合计	2607	2782	3109	3881	4250
资产总计	984	1195	1219	1633	1878
流动负债	311	202	424	487	365
长期负债	1295	1397	1643	2121	2244
负债合计	-3	-4	-4	-5	-5
股本	1310	1384	1467	1760	2007
资本公积	2605	2780	3109	3881	4250
未分配收益	515	542	467	628	714
归属母公司股东权益	639	835	935	1309	1570
少数股东权益	312	286	315	453	507
负债与股东权益合计	1548	1742	1794	2458	2876

现金流量表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营性现金净流量	176	192	135	224	268
投资性现金净流量	-121	-38	-30	-248	-59
筹资性现金净流量	-151	-152	-155	185	-124
现金流量净额	-99	2	-50	161	86

财务分析和估值	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
盈利能力 (%)					
毛利率	33.23	34.97	37.70	35.54	36.21
净利率	9.48	9.69	10.30	9.54	9.50
ROE	89.13	98.61	159.60	132.56	147.92
ROA	15.92	15.87	17.63	18.14	21.13
成长能力 (%)					
销售收入增长率	9.28	18.49	6.51	48.94	34.42
净利润增长率	26.52	21.08	13.29	37.88	33.90
资本结构					
资产负债率 (%)	-0.35	-0.33	-0.36	-0.29	-0.28
流动比率	4.98	8.63	4.23	5.04	7.87
速动比率	3.98	7.22	3.49	4.12	6.48
经营效率					
总资产周转率	1.81	1.80	1.73	2.18	2.38
存货周转率	3.86	4.26	4.33	5.22	5.55
业绩和估值					
EPS	0.389	0.362	0.223	0.308	0.412
BPS	3.25	2.64	1.52	1.83	2.08
P/E	27.41	29.43	47.74	34.62	25.88
P/B	3.28	4.03	6.99	5.83	5.12

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