

家电改性塑料龙头，驶入高速发展轨道

- **事件:** 我们于近日前往国恩股份调研，并与公司高管交流了主营业务经营情况和未来发展方向。
- **白色家电行业稳定增长，公司客户优势和区位优势显著。** 随着生活质量的进一步提高，白色家电的需求有望保持稳定增长，尤其是空调的需求有望保持快速增长。公司主要客户为海信、美的、LG和创维等国内外知名的家用电器公司，核心客户稳定，产品认可度较高，公司未来将与海信等核心客户共同成长。此外，公司产能辐射范围覆盖东南沿海大部分地区，除海信、美的等公司，还有海尔、格力和奥克斯等国内著名空调品牌的生产基地，我们认为公司未来将积极拓展下游优质客户，潜在下游客户有望为公司产品带来可观增量。
- **募投产能释放在即，产能瓶颈制约将解除。** 公司现有改性塑料粒子产能 39200 吨/年，改性塑料制品产能 8800 万件/年，产能利用率近年来维持在高位，由于产能无法满足客户的需求，还存在部分产品交由外协加工厂生产的情况。公司募投项目年产 28000 吨改性塑料项目和年产 1400 万件高效低噪空调风叶项目目前建设已基本完毕，我们认为募投产项目的投产将缓解产能不足的问题，预计 2016 年释放 60% 产能，2017 年达产。
- **股权比例集中，管理层锐意进取，未来发展值得期待。** 公司实际控制人王爱国、徐波夫妇合计持有公司 62.5% 的股权，我们认为较高的股权集中度有利于上市公司高效的决策效率和管理效率。目前公司管理团队正值壮年，锐意进取，主要高管均持有上市公司股权，与公司利益保持一致，我们认为公司未来发展值得期待。
- **估值与评级:** 预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.92 元、1.28 元和 1.56 元，对应的动态 PE 分别为 74 倍、54 倍和 44 倍。我们看好公司未来的发展前景和管理层的执行力，首次给予公司“买入”评级。
- **风险提示:** 下游家电行业需求低迷的风险，原材料价格波动的风险，下游客户开拓进度不及预期的风险，主要客户业务开展不及预期的风险。

| 指标年度 | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|---------------|--------|--------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 682.79 | 749.07 | 1074.19 | 1320.49 |
| 增长率 | 19.08% | 9.71% | 43.40% | 22.93% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 62.81 | 73.85 | 102.03 | 124.83 |
| 增长率 | 21.05% | 17.58% | 38.17% | 22.34% |
| 每股收益 EPS(元) | 0.79 | 0.92 | 1.28 | 1.56 |
| 净资产收益率 ROE | 19.56% | 10.01% | 12.29% | 13.29% |
| PE | 87 | 74 | 54 | 44 |
| PB | 17.05 | 7.42 | 6.59 | 5.83 |

数据来源: wind, 西南证券

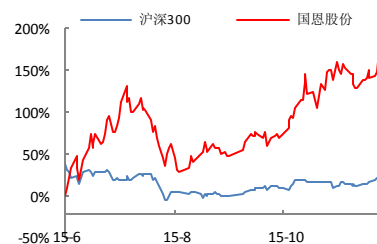
西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 021-50755259
邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 李晓迪
执业证号: S1250514120001
电话: 010-57631196
邮箱: lxd@swsc.com.cn

联系人: 张汪强
电话: 021-68415687
邮箱: zwq@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) | 0.8 |
| 流通 A 股(亿股) | 0.2 |
| 52 周内股价区间(元) | 22.86-68.42 |
| 总市值(亿元) | 54.7 |
| 总资产(亿元) | 10.03 |
| 每股净资产(元) | 8.63 |

相关研究

1. 国恩股份(002768): 国内领先的改性塑料生产企业 (2015-06-29)

目 录

| | |
|------------------------------|---|
| 1. 公司概况：国内领先的改性塑料生产企业..... | 1 |
| 2. 投资看点..... | 3 |
| 2.1 白色家电行业稳定发展，客户优质集中度高..... | 3 |
| 2.2 募投产能投放在即，突破瓶颈制约..... | 5 |
| 3. 盈利预测与投资建议..... | 7 |
| 4. 风险提示..... | 8 |

图 目 录

| | |
|--|---|
| 图 1: 公司 2012 年以来营业收入（万元）及同比增速..... | 1 |
| 图 2: 公司 2012 年以来净利润（万元）及同比增速..... | 1 |
| 图 3: 公司 2015 年 H1 收入结构..... | 1 |
| 图 4: 公司 2015 年 H1 毛利结构..... | 1 |
| 图 5: 公司 2014 年改性塑料粒子毛利结构..... | 2 |
| 图 6: 公司 2014 年改性塑料制品毛利结构..... | 2 |
| 图 7: 2012-2015 三季度公司综合毛利率和三费率变化..... | 2 |
| 图 8: 2012-2015 三季度上市公司改性塑料综合毛利率对比..... | 2 |
| 图 9: 王爱国、徐波夫妇为公司实际控制人..... | 3 |
| 图 10: 2004-2014 年我国白色家电销量变化（万台）..... | 3 |
| 图 11: 公司 2014 年客户销售金额比例..... | 4 |
| 图 12: 变频空调与定速空调控温比较..... | 4 |
| 图 13: 公司及其分公司周边部分空调厂商生产基地..... | 5 |
| 图 14: 公司改性塑料粒子产品受产能制约..... | 6 |
| 图 15: 公司改性塑料制品受产能制约..... | 6 |
| 图 16: 国内空调市场空间预测..... | 7 |
| 图 17: 国内空调风叶需求量预测..... | 7 |

表 目 录

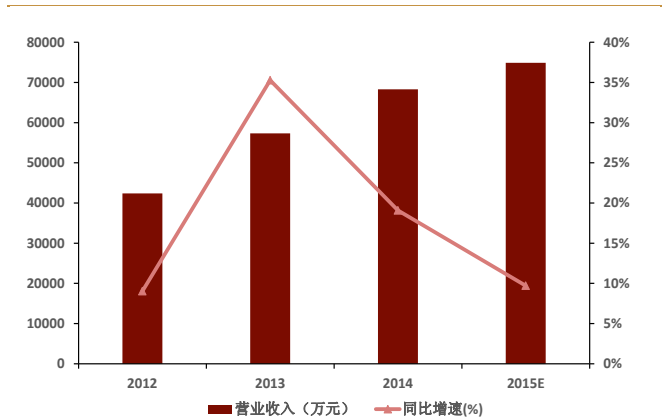
| | |
|-----------------------------------|---|
| 表 1: 公司募投项目概况..... | 5 |
| 表 2: 年产改性塑料 28,000 吨项目具体产品列示..... | 6 |
| 表 3: 公司空调风叶产品市场占有率不断提高..... | 7 |
| 表 4: 分业务业绩预测..... | 8 |
| 附表: 财务预测与估值..... | 9 |

1. 公司概况：国内领先的改性塑料生产企业

国恩股份主要从事改性塑料粒子及改性塑料制品的研发、生产和销售，募投项目投产前，共拥有改性塑料粒子产能 39200 吨/年，改性塑料制品产能 8800 万件/年。公司与下游家电、汽车厂商建立了长期良好的合作关系，为其提供家电零部件和汽车零部件专用料包括研发、生产、销售、测试及物流配送等在内的综合服务。

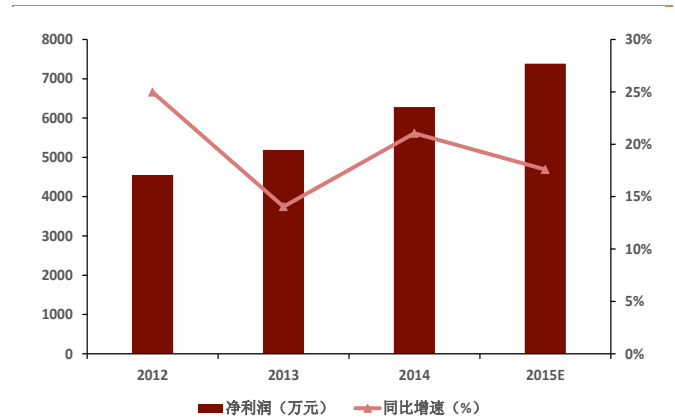
公司 2015 年 Q1-Q3 实现营收 5.3 亿元，同比增长 6.8%，实现净利润 4800 万元，同比增长 13.5%。公司近年来业绩保持稳定增长，2012-2015 年净利润复合增长率约为 17.5%，虽然总体经济形势下滑，改性塑料行业整体毛利率降低，但公司业绩依然维持较高的增速。

图 1：公司 2012 年以来营业收入（万元）及同比增速



数据来源：公司公告，西南证券

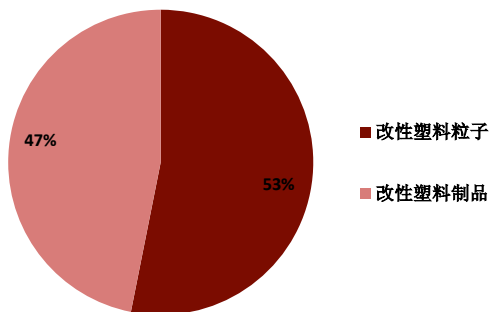
图 2：公司 2012 年以来净利润（万元）及同比增速



数据来源：公司公告，西南证券

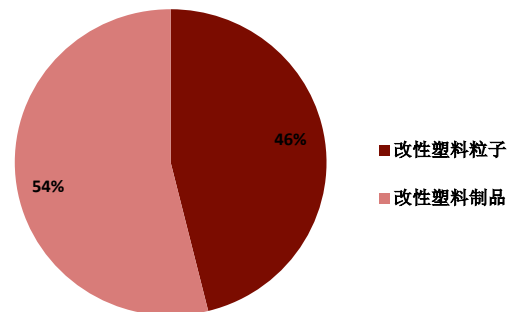
公司主营业务为改性塑料粒子和改性塑料制品，2015 年上半年改性塑料粒子占营业收入的 53%，改性塑料制品占营业收入的 47%。从毛利来看，由于塑料制品毛利率比塑料粒子更高，改性塑料粒子占总毛利的 46%，改性塑料制品占总毛利的 54%。公司集中力量推进优势产品的研发和销售，进一步巩固了公司在改性塑料行业的领先地位。

图 3：公司 2015 年 H1 收入结构



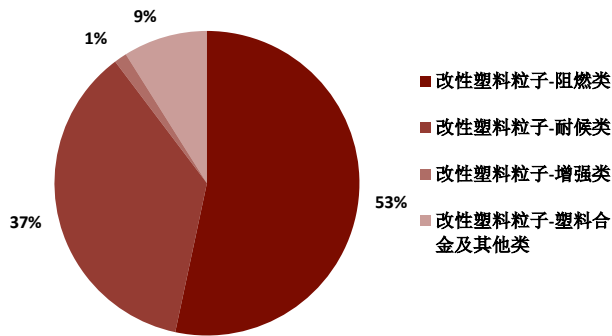
数据来源：公司公告，西南证券

图 4：公司 2015 年 H1 毛利结构

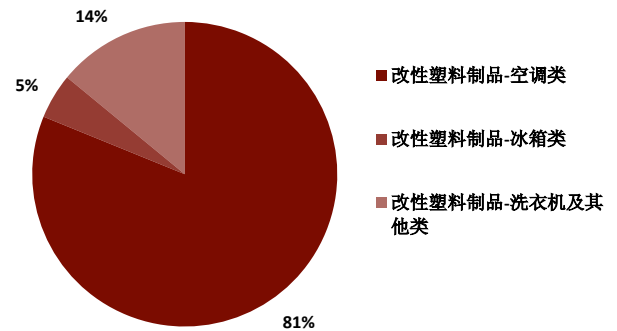


数据来源：公司公告，西南证券

公司所生产的改性塑料粒子主要分为阻燃、耐候、增强和塑料合金四大类。公司 2014 年改性塑料粒子毛利主要由阻燃类塑料粒子和耐候类改性塑料粒子构成，其中阻燃类占改性塑料粒子毛利的 53%，耐候类占改性塑料粒子的 37%。改性塑料制品是利用改性塑料粒子制得的具有特殊功能的器具和零件，目前公司生产的改性塑料制品主要用于空调，冰箱和洗衣机等白色家电，其中空调类制品所实现的毛利占改性塑料制品总毛利的 81%，是公司改性塑料制品中最重要的一个部分，其次是冰箱类改性塑料制品，占总毛利的 14%。

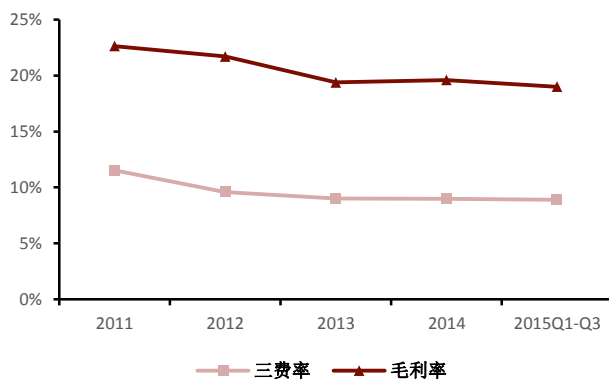
图 5: 公司 2014 年改性塑料粒子毛利结构


数据来源: 公司公告, 西南证券

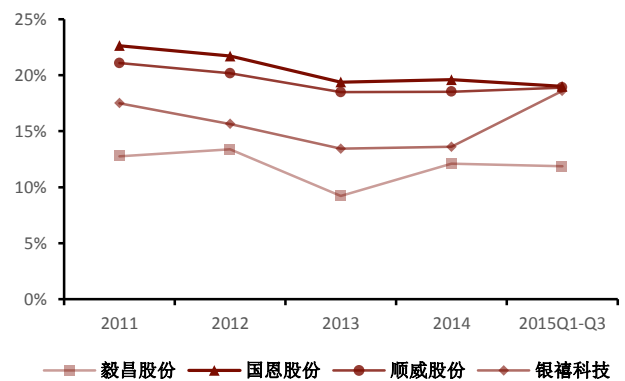
图 6: 公司 2014 年改性塑料制品毛利结构


数据来源: 公司公告, 西南证券

公司近年来三费率稳定在 10% 以下，低于同行业的上市公司，主要是因为公司的销售渠道相对集中固定。近几年公司综合毛利率稳定在 20% 以上，盈利能力和成本控制能力是改性塑料行业中的佼佼者，与同行业其他塑料行业上市公司如毅昌股份、顺威股份和银禧科技相比，公司连续 5 年的综合毛利率高于行业内其他上市公司，反应了公司强大的技术能力和渠道优势。

图 7: 2012-2015 三季度公司综合毛利率和三费率变化


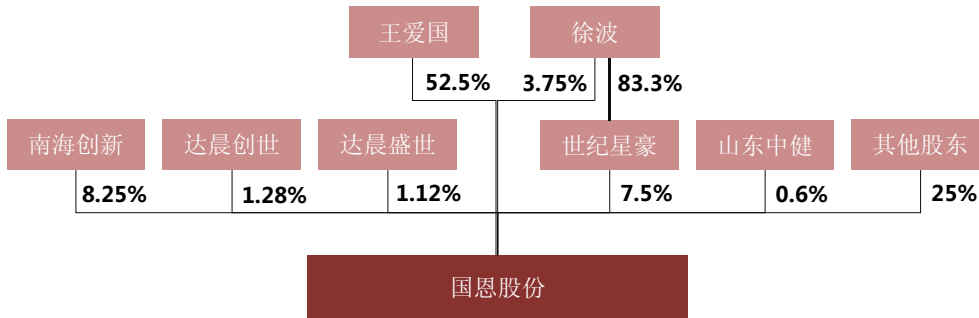
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 8: 2012-2015 三季度上市公司改性塑料综合毛利率对比


数据来源: 公司公告, 西南证券

公司股权结构较为集中，实际控制人王爱国夫妇共持有公司 62.5% 的股权，其中董事长王爱国先生持有上市公司 52.5% 的股权。我们认为较高的股权集中度有利于上市公司高效的决策效率和管理效率。

图 9：王爱国、徐波夫妇为公司实际控制人



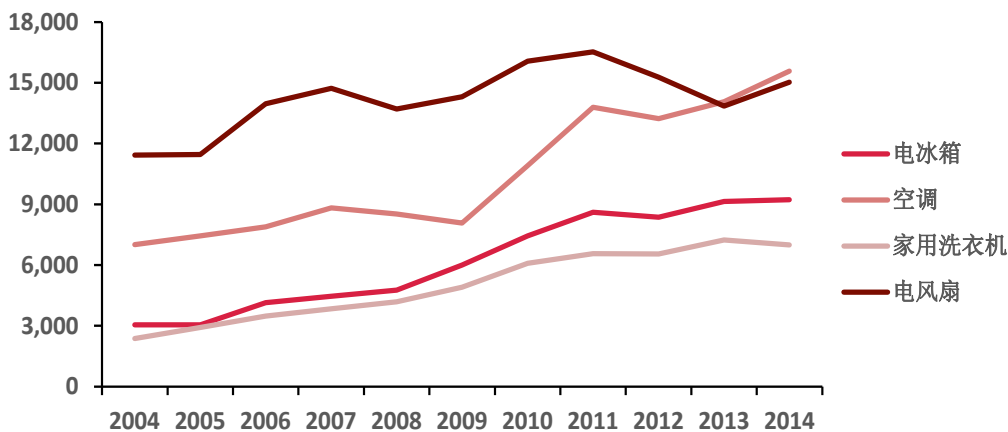
数据来源：公司公告，西南证券

2. 投资看点

2.1 白色家电行业稳定发展，客户优质集中度高

白色家电市场增长稳定，下游需求旺盛。公司主要下游为白色家电生产商，经过前些年的快速增长，近年来白色家电的销量呈现出稳定上升的趋势，其中以空调的销量增加最为明显。2004年至2014年，空调的全年销量由7000万台提高到15500万台，增幅达到121%。未来随着人们对于生活质量的要求进一步提高，白色家电的产量有望保持稳定增长。公司空调类制品毛利占改性塑料制品的81%，白色家电行业的稳定增长为公司未来发展提供了保障。

图 10：2004-2014 年我国白色家电销量变化（万台）



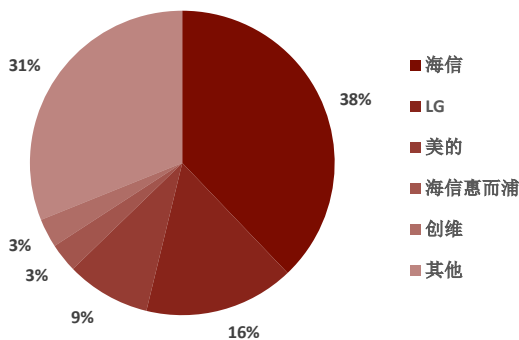
数据来源：国家统计局，西南证券

核心客户群稳定，产品认可度高。公司在行业内经过多年潜心耕耘，特别是以改性塑料粒子和改性塑料制品纵向一体化发展的业务模式为依托，与一批领先的品牌家电和汽车制造商建立了稳固的合作关系，拥有一批稳定的核心客户群。公司主要客户为海信、美的、LG 和创维等国内外知名的家用电器公司，其中海信的销售占比最高，达到 38%。

优秀的家电企业对于产品质量的要求更高，因此供给优秀企业的产品存在着较高的技术壁垒；另一方面，由于核心客户对于供应商有着复杂的审核和评估体系，更换供应商的成本较高，这同样保障了公司在高端家电端的需求。

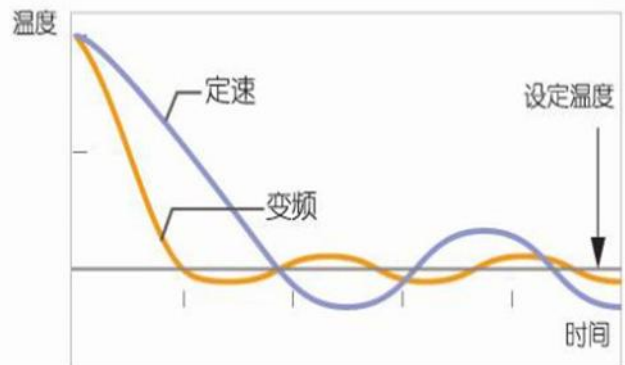
海信空调业务增速快，下游市场或进一步放大。海信近年来在巩固自身在电视机领域领先地位的同时，加紧了进入空调领域的步伐。其中海信的主打产品“海信变频空调”在该领域连续 11 年获得销量第一，2014 年海信科龙空调业务营收为 113 亿元，同比增长 22.8%。变频空调通过调整工作频率使室温能更快地达到预设温度，并在更小的范围内波动。由于变频空调在节能环保及人体舒适度上有明显的优势，未来在整体空调产业中的占比有望逐步增加。

图 11: 公司 2014 年客户销售金额比例



数据来源: 招股说明书, 西南证券

图 12: 变频空调与定速空调控温比较



数据来源: 公开资料, 西南证券

值得关注的是，海信近几年十分关注电商平台的发展，率先抢占天猫、京东商城等大型电商市场份额，在上个月的双十一中，海信空调的销量 12 小时便突破了 8000 万元，明显领先于格力、美的等竞争对手。作为公司占比最高的下游企业，海信空调业务的快速发展有利于公司塑料产品需求的提升，未来公司有望在海信方面收获稳定的订单增量。

区位优势明显，潜在下游需求庞大。下游厂商在采购改性塑料粒子和改性塑料制品时具有采购产品种类较多，单次采购数量不大和交货时间短等特点，因此公司在销售时一般供货频率较高，周期较短，从客户发出产品订单到公司生产完成并发货，一般在 30 日内完成。改性塑料商与下游客户之间较近的地理距离能够缩减运输成本和运输时间，这一点成为下游厂商选取供应商的重要评判标准。

公司总部位于山东青岛，同时还设有浙江长兴分公司和江苏南京分公司，均具备生产改性塑料的能力，辐射范围覆盖东南沿海大部分地区。在公司产能覆盖区域内，除了已与公司开展广泛合作的海信、美的等公司的生产基地，还有海尔、格力和奥克斯等国内著名空调品牌的生产基地。其中海尔公司与公司同处于山东青岛，是最为合适的潜在下游资源，公司本部与青岛地区的下游客户工厂之间的车程在 1 个小时以内。过去几年公司产能利用率均接近 100%，随着募投产能的陆续达产，未来公司将依靠区位优势，充分开发目前尚未完全利用的潜在下游资源。

图 13: 公司及其分公司周边部分空调厂商生产基地



数据来源: 公开资料, 西南证券

2.2 募投产能投放在即, 突破瓶颈制约

公司 IPO 募集资金用于年产 28000 吨改性塑料项目和年产 1400 万件高效低噪空调风叶项目和补充流动资金。为加快项目建设以满足公司发展需要, 公司在募集资金到位之前已使用自筹资金进行募投项目建设。

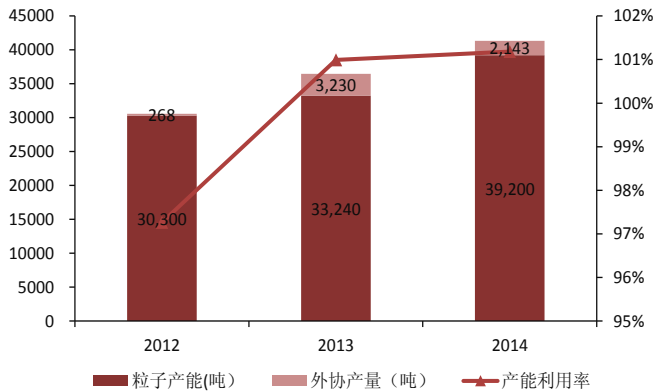
表 1: 公司募投项目概况

| 序号 | 项目 | 总投资额 (万元) | 募集资金投入 (万元) | 建设期 |
|----|-----------------------|-----------|-------------|-------|
| 1 | 年产 28,000 吨改性塑料项目 | 14,646.46 | 13,947.24 | 30 个月 |
| 2 | 年产 1,400 万件高效低噪空调风叶项目 | 14,269.52 | 13,549.52 | 30 个月 |
| 3 | 补充流动资金 | 9,900.00 | 4,644.57 | - |
| | 总计 | 38,815.98 | 32,141.33 | - |

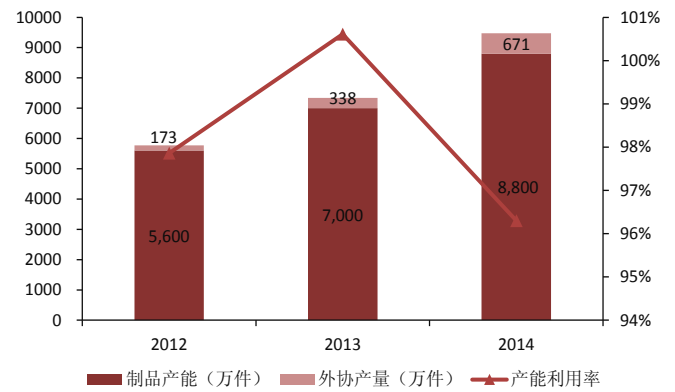
数据来源: 招股说明书, 西南证券

2015 年 7 月, 公司公告募投项目年产 28,000 吨改性塑料项目和年产 1,400 万件高效低噪空调风叶项目部分设备已完成安装调试, 近日将投入运行。我们预计 2015 年底左右部分产能将正式投产, 届时公司的盈利能力和市场竞争力将进一步提高。

公司产能利用率高企, 产能瓶颈制约发展多年。虽然公司的生产经营已经达到一定规模, 但产能不足仍然是公司发展的第一大制约。由于产能无法满足客户的需求, 近年来存在部分产品交由外协加工厂生产的情况, 公司产能同客户的需要和公司发展的内在要求相比存在较大缺口。从公司产能利用率来看, 2014 年改性塑料粒子的产能利用率达到 101%, 外协生产量超过 2000 吨, 改性塑料制品的产能利用率达到 96.3%, 外协量接近 700 万件。

图 14: 公司改性塑料粒子产品受产能制约


数据来源: 招股说明书, 西南证券

图 15: 公司改性塑料制品受产能制约


数据来源: 招股说明书, 西南证券

据了解, 公司目前因产能所限, 部分客户产品的订单并未接收, 例如公司的第二大客户 LG、第三大客户美的每年分配的采购量公司仅能完成一部分。公司上市后, 品牌知名度和信誉度等方面都有提升, 有利于公司与国内外知名家电和汽车企业合作, 开拓新的下游用户, 促进新增产能的消化。

改性塑料需求旺盛, 空间广阔。改性塑料是塑料中的高技术含量产品, 随着我国从塑料制品大国到塑料制品强国进程的加快及全球的产业转移, 我国已经成为全球发展最快的改性塑料研究、生产和消费市场之一。2009 年中国改性塑料的消费量约 455 万吨, 近年来平均增长率约 13%, 高于塑料行业整体 9.6% 的增长率。预计“十二五”期间, 改性塑料的消费量将保持约 15% 的年增长率, 2015 年将达到 1000 万吨以上, 占塑料消费量的比重将上升到 10% 左右, 发展潜力巨大。

改性塑料也是我国“十二五”规划中重点鼓励发展的新材料行业, 广泛应用于家用电器、汽车、电线电缆、玩具和灯饰照明等领域。本次募集资金拟投资项目年产改性塑料 28000 吨, 包括改性 PS 类、改性 PP 类、增强 AS 类、改性 ABS 类、塑料合金及其他类五大系列, 其中, 增强 AS 类主要作为公司空调风叶项目的原材料, 其他系列产品主要面向国内市场销售, 我们认为改性塑料需求增长迅速, 公司产能扩充有利于公司满足日益增长的下游需求。

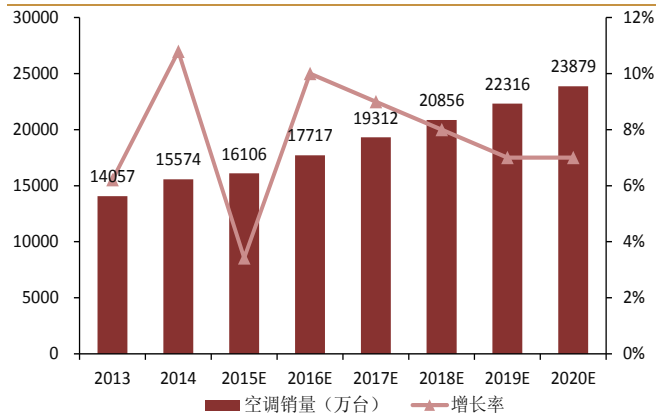
表 2: 年产改性塑料 28,000 吨项目具体产品列示

| 产品名称 | 生产能力 (吨/年) | 应用领域 |
|----------|------------|----------------|
| 改性 PS 类 | 7000 | 家电 |
| 改性 PP 类 | 8000 | 汽车保险杠、汽车内饰件 |
| 改性 ABS 类 | 4000 | 家电、汽车、电子电气元件 |
| 塑料合金及其他类 | 1000 | 家电、汽车、电子电器元件等 |
| 增强 AS 类 | 8000 | 空调风叶材料, 公司自用为主 |
| 合计 | 28000 | |

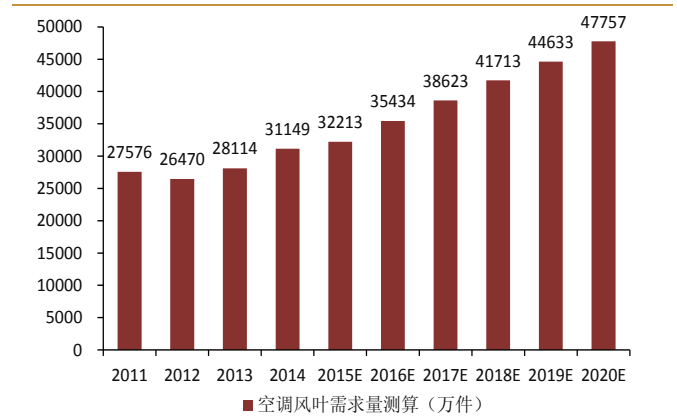
数据来源: 招股说明书, 西南证券

空调风叶项目扩大公司优势产品输出。随着我国农村城镇化步伐的加快, 在 1990 至 2004 年第一轮空调消费高峰期后, 空调家电的新购和更新高峰再次到来, 国内空调市场正在进入新一轮的需求高峰。由于渠道拓展和需求的旺盛, 我们预计在未来五年内, 国内空调市场复合增长率将保持在 7%-9% 左右。

空调风叶作为空调整机的重要配件产品之一，其质量直接关系到空调的风量、噪音、制冷制热能力和能效比等关键技术指标，是影响空调运行性能、节能效果的重要因素，其市场发展前景非常广阔。据预测，到 2015 年国内预计需要空调风叶 3.2 亿件。

图 16: 国内空调市场空间预测


数据来源: wind, 招股说明书, 西南证券

图 17: 国内空调风叶需求量预测


数据来源: wind, 西南证券 (以每台空调需两件风叶计算)

公司不仅在技术水平与研发能力方面位于行业前列，产品价格也具有一定的竞争力，市场竞争优势显著。面对高附加值的高效低噪空调风叶市场的快速发展和较大需求，公司扩大产能规模，将进一步巩固公司在空调风叶市场的地位。年产 1400 万件高效低噪空调风叶项目有助于公司加大优势产品的输出，进一步巩固公司在空调风叶市场以及在家电配套行业领域的优势地位。

表 3: 公司空调风叶产品市场占有率不断提高

| 项目 | 2013 | 2012 | 2011 |
|----------------|-----------|-----------|-----------|
| 中国空调产量 (万台) | 14,332.90 | 13,281.10 | 13,912.50 |
| 空调风叶需求量 (万件) | 28,665.80 | 26,562.20 | 27,825.00 |
| 发行人空调风叶产量 (万件) | 991 | 752 | 755 |
| 市场占有率 | 3.5% | 2.8% | 2.7% |

数据来源: 招股说明书, 西南证券

3. 盈利预测与投资建议

假设 1: 公司募投项目于 2016 年初正式投产，2016 年新增产能利用率为 60%，2017 年全部达产。

假设 2: 主要产品销售价格保持稳定，改性塑料粒子 2015-2017 年毛利率分别为 17.5%、17%和 17%，改性塑料制品 2015-2017 年毛利率分别为 22%、21.5%和 21.5%。

假设 3: 所得税率为 15%，并享受技术开发费加计扣除的税收优惠政策。

基于以上假设，我们预测公司 2015-2017 年分业务收入成本如下表：

表 4: 分业务业绩预测

| | | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|--------|--------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 改性塑料粒子 | 收入(万元) | 36,484.33 | 41,956.98 | 62,935.47 | 78,669.34 |
| | yoy | 14.65% | 15.00% | 50.00% | 25.00% |
| | 成本(万元) | 29,473.16 | 34,614.51 | 52,236.44 | 65,295.55 |
| | 毛利率(%) | 19.22% | 17.50% | 17.00% | 17.00% |
| 改性塑料制品 | 收入(万元) | 31,085.30 | 32,950.42 | 44,483.06 | 53,379.68 |
| | yoy | 23.25% | 6.00% | 35.00% | 20.00% |
| | 成本(万元) | 24,762.28 | 25,701.33 | 34,919.21 | 41,903.05 |
| | 毛利率(%) | 20.34% | 22.00% | 21.50% | 21.50% |

数据来源: 公司公告, 西南证券

预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.92 元、1.28 元和 1.56 元, 对应的动态 PE 分别为 74 倍、54 倍和 44 倍。我们看好公司未来的发展前景和管理层的执行力, 首次给予公司“买入”评级。

4. 风险提示

- 1) 下游家电行业需求低迷的风险;
- 2) 原材料价格波动的风险;
- 3) 下游客户开拓进度不及预期的风险;
- 4) 主要客户业务开展不及预期的风险。

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 | 682.79 | 749.07 | 1074.19 | 1320.49 | 净利润 | 62.81 | 73.85 | 102.03 | 124.83 |
| 营业成本 | 549.02 | 603.16 | 871.56 | 1071.99 | 折旧与摊销 | 12.04 | 12.13 | 16.37 | 18.65 |
| 营业税金及附加 | 2.40 | 2.43 | 3.58 | 4.36 | 财务费用 | 10.76 | 1.54 | 0.35 | 0.55 |
| 销售费用 | 14.60 | 15.71 | 22.67 | 27.81 | 资产减值损失 | 0.16 | 0.30 | 0.30 | 0.30 |
| 管理费用 | 35.89 | 40.17 | 57.22 | 70.50 | 经营营运资本变动 | -35.52 | 7.09 | -37.93 | -35.26 |
| 财务费用 | 10.76 | 1.54 | 0.35 | 0.55 | 其他 | -26.01 | -0.38 | -0.16 | -0.21 |
| 资产减值损失 | 0.16 | 0.30 | 0.30 | 0.30 | 经营活动现金流净额 | 24.24 | 94.52 | 80.97 | 108.86 |
| 投资收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本支出 | -49.65 | -25.00 | -10.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | 33.21 | -3.40 | -4.40 | -4.60 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -16.43 | -28.40 | -14.40 | -4.60 |
| 营业利润 | 69.96 | 85.77 | 118.50 | 144.98 | 短期借款 | -5.00 | -38.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | 2.37 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 长期借款 | -1.13 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 72.32 | 85.77 | 118.50 | 144.98 | 股权融资 | 0.00 | 349.40 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 9.52 | 11.92 | 16.47 | 20.15 | 支付股利 | 0.00 | -6.28 | -9.60 | -16.32 |
| 净利润 | 62.81 | 73.85 | 102.03 | 124.83 | 其他 | -4.67 | -1.97 | 0.75 | 0.31 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 筹资活动现金流净额 | -10.79 | 303.15 | -8.85 | -16.01 |
| 归属母公司股东净利润 | 62.81 | 73.85 | 102.03 | 124.83 | 现金流量净额 | -2.98 | 369.28 | 57.72 | 88.25 |
| | | | | | | | | | |
| 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 | 70.58 | 439.86 | 497.58 | 585.83 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 237.01 | 247.90 | 361.79 | 444.43 | 销售收入增长率 | 19.08% | 9.71% | 43.40% | 22.93% |
| 存货 | 125.02 | 137.35 | 198.46 | 244.10 | 营业利润增长率 | 20.90% | 22.60% | 38.17% | 22.34% |
| 其他流动资产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 净利润增长率 | 21.05% | 17.58% | 38.17% | 22.34% |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA 增长率 | 21.28% | 7.21% | 35.99% | 21.41% |
| 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 | 235.35 | 248.79 | 242.99 | 224.91 | 毛利率 | 19.59% | 19.48% | 18.86% | 18.82% |
| 无形资产和开发支出 | 23.15 | 22.63 | 22.12 | 21.61 | 三费率 | 8.97% | 7.67% | 7.47% | 7.49% |
| 其他非流动资产 | 0.62 | 3.96 | 8.30 | 12.85 | 净利率 | 9.20% | 9.86% | 9.50% | 9.45% |
| 资产总计 | 691.72 | 1100.49 | 1331.25 | 1533.72 | ROE | 19.56% | 10.01% | 12.29% | 13.29% |
| 短期借款 | 38.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 9.08% | 6.71% | 7.66% | 8.14% |
| 应付和预收款项 | 261.65 | 291.82 | 428.73 | 521.60 | ROIC | 19.24% | 18.44% | 22.99% | 25.23% |
| 长期借款 | 43.88 | 43.88 | 43.88 | 43.88 | EBITDA/销售收入 | 13.58% | 13.27% | 12.59% | 12.43% |
| 其他负债 | 27.08 | 26.72 | 28.14 | 29.24 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 370.61 | 362.41 | 500.74 | 594.71 | 总资产周转率 | 1.05 | 0.84 | 0.88 | 0.92 |
| 股本 | 60.00 | 80.00 | 80.00 | 80.00 | 固定资产周转率 | 7.87 | 5.96 | 6.00 | 6.67 |
| 资本公积 | 84.53 | 413.93 | 413.93 | 413.93 | 应收账款周转率 | 6.80 | 6.28 | 7.36 | 6.80 |
| 留存收益 | 176.58 | 244.15 | 336.58 | 445.08 | 存货周转率 | 4.80 | 4.60 | 5.19 | 4.84 |
| 归属母公司股东权益 | 321.11 | 738.08 | 830.51 | 939.01 | 销售商品提供劳务收到的现金/营业收入 | 92.57% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 321.11 | 738.08 | 830.51 | 939.01 | 资产负债率 | 53.58% | 32.93% | 37.61% | 38.78% |
| 负债和股东权益合计 | 691.72 | 1100.49 | 1331.25 | 1533.72 | 带息债务/总负债 | 22.09% | 12.11% | 8.76% | 7.38% |
| | | | | | 流动比率 | 1.44 | 2.82 | 2.46 | 2.44 |
| | | | | | 速动比率 | 1.02 | 2.35 | 2.00 | 1.97 |
| | | | | | 股利支付率 | 0.00% | 8.51% | 9.41% | 13.08% |
| 业绩和估值指标 | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | 每股指标 | | | | |
| EBITDA | 92.75 | 99.44 | 135.22 | 164.18 | 每股收益 | 0.79 | 0.92 | 1.28 | 1.56 |
| PE | 87.15 | 74.12 | 53.65 | 43.85 | 每股净资产 | 4.01 | 9.23 | 10.38 | 11.74 |
| PB | 17.05 | 7.42 | 6.59 | 5.83 | 每股经营现金 | 0.30 | 1.18 | 1.01 | 1.36 |
| PS | 8.02 | 7.31 | 5.10 | 4.15 | 每股股利 | 0.00 | 0.08 | 0.12 | 0.20 |
| EV/EBITDA | 44.39 | 51.03 | 37.07 | 29.96 | | | | | |
| 股息率 | 0.00% | 0.11% | 0.18% | 0.30% | | | | | |

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