

市场价格(人民币): 39.60元  
 目标价格(人民币): 44.00-46.00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) 10.27  
 总市值(百万元) 3,389.76  
 年内股价最高最低(元) 40.52/13.70  
 沪深300指数 3181.85



## 专业的线性驱动生产商，布局三大消费领域

### 公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.388	0.998	1.022	1.491	2.012
每股净资产(元)	2.00	2.95	5.04	7.87	11.99
每股经营性现金流(元)	0.68	1.20	3.00	3.60	4.87
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	23.05%	157.06%	113.65%	45.92%	34.97%
净资产收益率(%)	19.44%	33.25%	41.53%	38.80%	34.37%
总股本(百万股)	41.00	41.00	85.60	85.60	85.60

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- 公司所处的直线驱动行业是具有成长性的细分新兴行业，电动推杆产品可以广泛应用于医疗康护、智慧办公、智能家居等领域，电动推杆由于自身优势可在部分领域对其他传统气动或伺服产品进行一定的替代，并且新需求也随着消费升级被创造出来，行业和产品的前景比较广阔。
- 从公司近年的经营业绩来看，公司近三年收入和利润高速增长，成长快速、健康、稳健。公司2013年收入1.14亿，净利润1592.28万，2014年收入2.18亿，净利润4093.07万。2013-2015E的收入复合增速为75.06%，净利润复合增速为128.31%。公司毛利率从2013年的35.98%提高至1H2015的45.78%，净利率从2013年的13.94%提高到1H2015的27.11%。公司近年营运能力持续增强。2013-1H2015经营性现金流净额均大于净利润，现金流健康充裕。
- 从公司的竞争优势来看，公司已从事线性驱动产品已超15年，是国家标准的主要起草方。虽然国外企业在线性驱动产品应用较多的医疗行业中占据领先优势，但国内企业目前大多规模较小，不具备较强的竞争力，公司目前从规模和名气上已是细分行业国内龙头。
- 公司销售是内销+外销的双轮驱动，近年随下游智慧办公应用的需求爆发公司收入和利润均有爆发式增长，公司已设立北美和德国子公司更好地拓展海外市场，同时积极布局面向国内外的医疗康护、智慧办公、智能家居市场，推出集成化的电动推杆产品和系统，未来有望极大打开业绩成长空间。同时，公司设立杭州和台湾研发中心，业绩提成的同时加大技术研发力度，先发优势将进一步巩固。

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001  
 (8621)60230235  
 hegw@gjzq.com.cn

张景鹏 联系人  
 (862160935876  
 zhangjingpeng@gjzq.com.cn

### 投资建议

- 结合以上分析，我们认为公司是国内面向细分市场的龙头企业，公司积极布局的三大消费领域也有助打开公司成长空间，未来有望不断通过业绩提升和技术研发确立领先优势。我们预计公司2015-2017年的收入为3.52亿，5.19亿，7.16亿。EPS分别为1.022、1.491、2.012元，结合公司的增长速度和未来的成长空间，按2016年PE30X予以估值，目标价44-46元，给予增持评级。

### 风险

- 海外市场波动风险、产业政策风险、新产品及技术开发不达预期风险、核心员工流失风险。

## 内容目录

1. 公司是专业的线性驱动产品生产商 .....	5
1.1 公司专注于线性驱动产品的研发、生产、销售 .....	5
1.2 公司近年经营情况 .....	6
1.3 公司股权变动过程和挂牌时的股权结构 .....	8
1.4 公司挂牌后的融资过程 .....	9
2. 线性驱动产品应用广泛，市场空间巨大 .....	9
2.1 线性驱动产品具有特定优势，下游应用广泛 .....	9
2.2 电动推杆市场规模有望达到数百亿级别 .....	10
3. 公司立足线性驱动产品，布局消费领域 .....	11
3.1 公司专业从事线性驱动产品销售，牵头制定国家标准 .....	11
3.2 公司内销+外销双轮驱动，美国和德国已设子公司进行销售和售后 ..	11
3.3 公司是国内细分行业龙头，未来布局三大消费领域 .....	12
4. 投资建议 .....	14
5. 风险提示 .....	15

## 图表目录

图表 1: 电动推杆示意图 .....	5
图表 2: 公司提供可用于不同行业的多种类型电动推杆 .....	5
图表 3: 2013-2015 公司年收入复合增速为 75.06% .....	6
图表 4: 2013-2015 公司年净利润复合增速为 128.31% .....	6
图表 5: 2013-2015 公司毛利率净利率逐年提高 .....	6
图表 6: 2013-1H2015 公司三费比例逐年下降 .....	7
图表 7: 2013-1H2015 公司营运能力持续增强 .....	7
图表 8: 2013-1H2015 公司经营性现金流净额均高于净利润 .....	8
图表 9: 公司挂牌前股权变动 .....	8
图表 10: 公司挂牌时股权结构 .....	9
图表 11: 公司挂牌后已完成 3 次增发 .....	9
图表 12: 2011-2016 年全球医疗器械市场规模预测（亿美元） .....	10
图表 13: 电动推杆可升降办公桌示例 .....	11
图表 14: 1999-2015 我国家具行业市场规模 .....	11
图表 15: 公司从事电动推杆行业超 15 年 .....	11
图表 16: 公司已布局设立多个子公司和研发中心 .....	12
图表 17: 公司产品已装备 Google 美国总部 .....	12
图表 18: 公司未来布局三大消费领域 .....	13
图表 19: 公司布局智慧办公领域 .....	13
图表 20: 公司布局医疗领域病床集成系统 .....	14
图表 21: 公司布局康护领域的康复设备 .....	14

图表 22: 公司布局智能家居领域 ..... 14

## 1. 公司是专业的线性驱动产品生产商

### 1.1 公司专注于线性驱动产品的研发、生产、销售

浙江捷昌线性驱动科技股份有限公司成立于2010年4月，是一家专业从事智能线性驱动控制系统研发、生产、销售的国家级高新技术企业。公司目前已是细分行业国内龙头企业，是直流电动推杆国家行业标准起草单位，为全球医疗康复、养老护理、智能家居等相关行业提供专业的智能控制及传动解决方案。公司于2014年8月在新三板挂牌上市，目前交易方式为做市交易。截至2016年3月1日，公司总股本85,600,000股，流通股本10,272,666股。

公司的主营业务为线性驱动系统的研发、生产、销售。线性驱动原理是通过机械结构，将电动机的圆周运动，转换为推杆的直线运动，从而达到推拉、升降重物的效果。线性驱动系统又称电动推杆，由电动机、线性驱动器、控制电路组成，可广泛用于医疗设备、智能家居、工业控制等领域。

图表 1：电动推杆示意图



来源：国金证券研究所，网络资料

公司拥有多条电动推杆生产线、电器装配线、金属加工线和塑料件加工线。产能超过月产5万台。公司注重质量管控和检测设备的投入，拥有完善的零部件检测设备、隔音室、推拉力测试设备、寿命检测设备；保证进厂零件、生产过程部件；出厂产品每台经过噪音测试和额定负载测试；每种新开发的产品经过完整的寿命试验。公司可以提供上千种不同类型和规格的推杆类产品，包括推杆、升降柱、控制盒、控制器以及各式各样的附件，并提供量身定制的解决方案。

图表 2：公司提供可用于不同行业的多种类型电动推杆

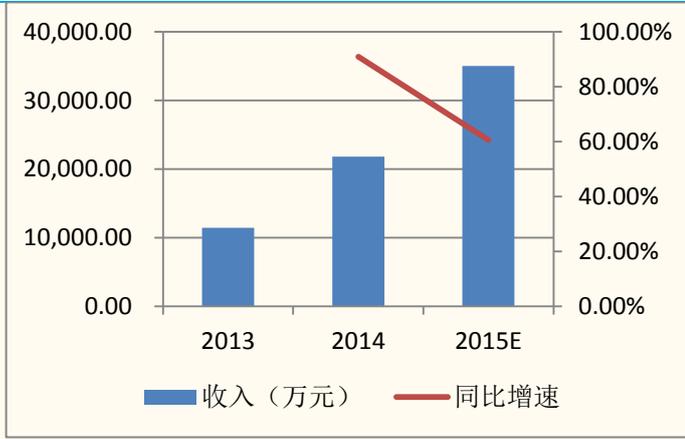


来源：国金证券研究所

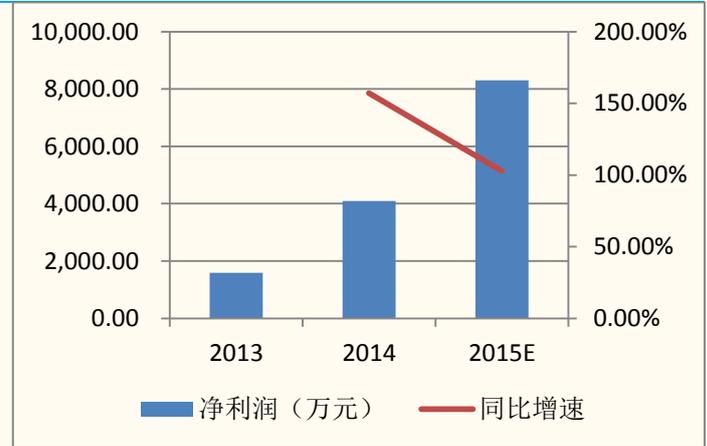
### 1.2 公司近年经营情况

公司近三年收入和利润高速增长。公司 2013 年收入 1.14 亿，净利润 1592.28 万，2014 年收入 2.18 亿，净利润 4093.07 万。2015 年预计收入 3.52 亿，净利润 8300-8800 万。2013-2015E 的收入复合增速为 75.06%，净利润复合增速为 128.31%。

图表 3: 2013-2015 公司年收入复合增速为 75.06%



图表 4: 2013-2015 公司年净利润复合增速为 128.31%

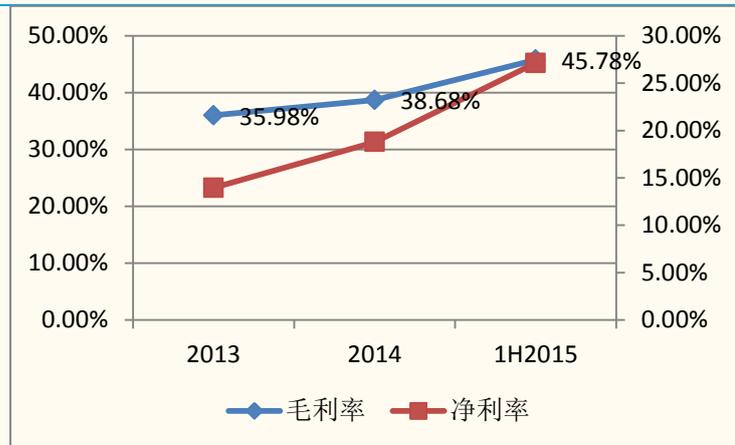


来源: 国金证券研究所, Choice

来源: 国金证券研究所, Choice

公司毛利率从 2013 年的 35.98% 提高至 1H2015 的 45.78%，净利率从 2013 年的 13.94% 提高到 1H2015 的 27.11%。

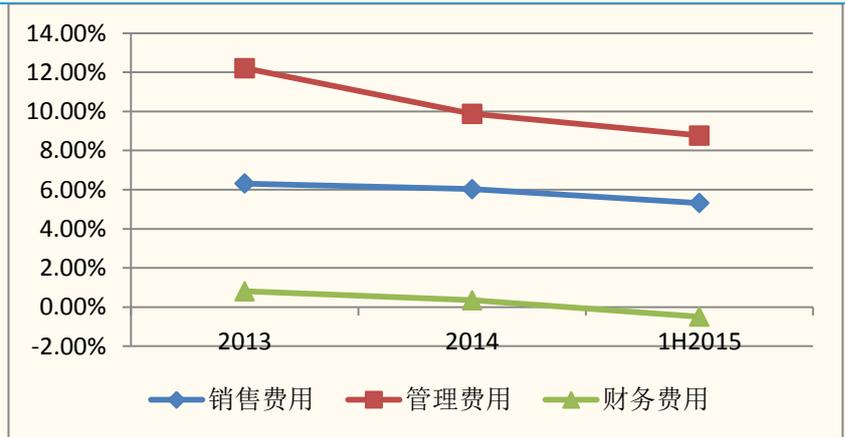
图表 5: 2013-2015 公司毛利率净利率逐年提高



来源: 国金证券研究所, choice

公司 2013-1H2015 的三费控制良好，三费比例呈逐年下降趋势。

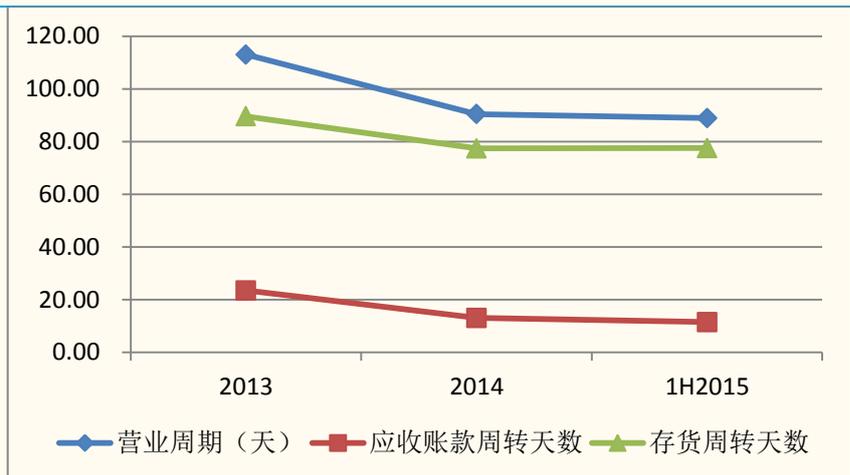
图表 6: 2013-1H2015 公司三费比例逐年下降



来源: 国金证券研究所, Choice

作为制造业相关企业, 公司近年营运能力持续增强。营业周期从 2013 年的 113.01 天缩短为 1H2015 的 88.88 天, 应收账款周转天数从 2013 年的 23.43 天缩短为 1H2015 的 11.42 天, 存货周转天数从 2013 年的 89.58 天缩短为 1H2015 的 77.47 天。

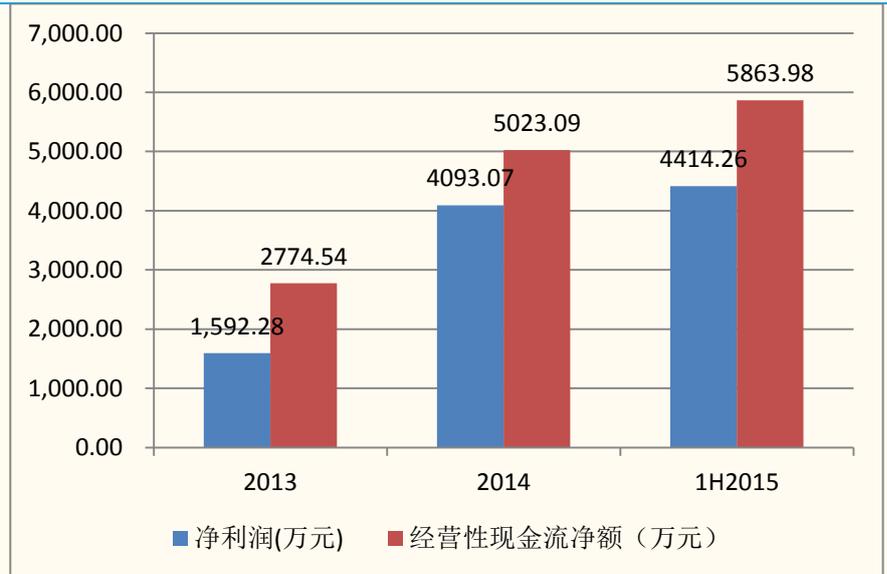
图表 7: 2013-1H2015 公司营运能力持续增强



来源: 国金证券研究所, Choice

2013-1H2015 期间, 公司经营现金流量净额均高于同期净利润。1H2015 的公司经营活动现金流量净额 5,863.98 万元, 远高于 2015 年上半年净利润 4,414.26 万元, 公司现金流健康充裕。

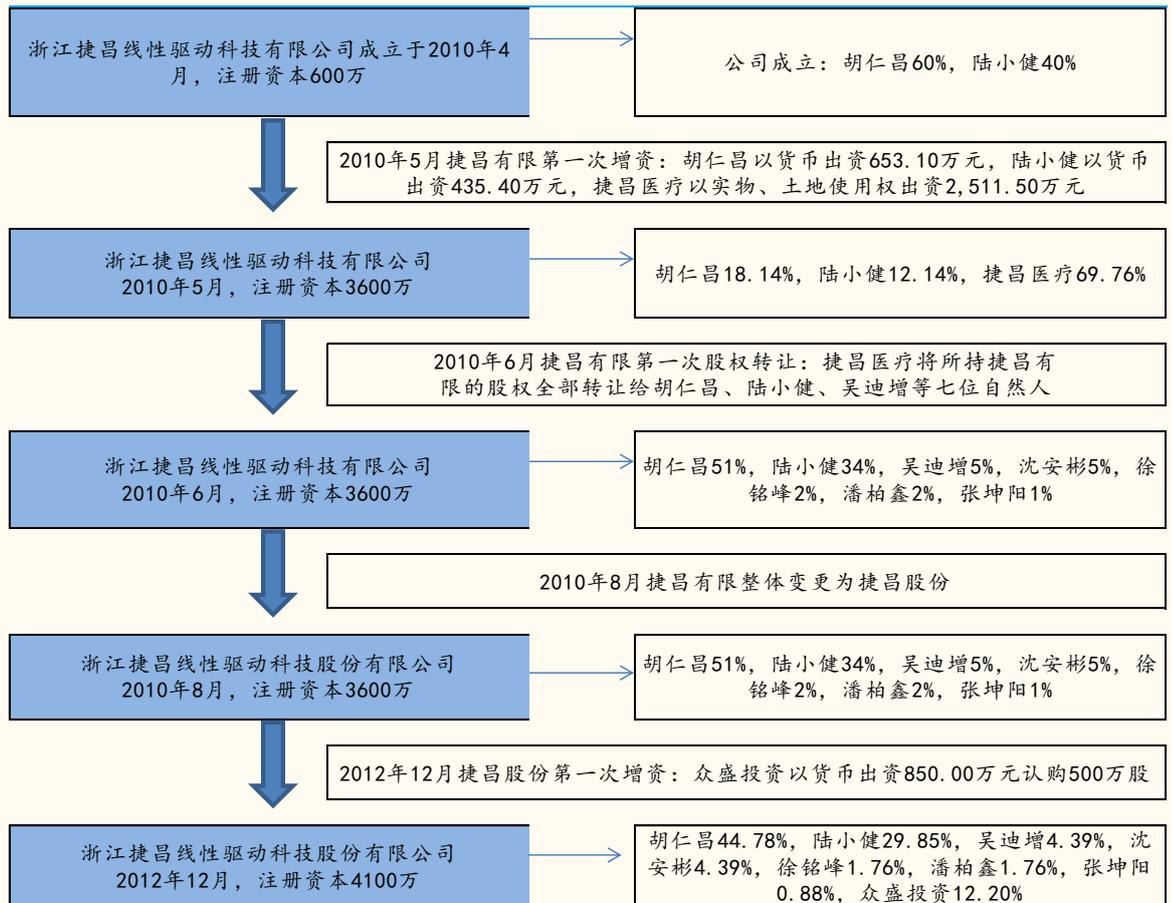
图表 8: 2013-1H2015 公司经营性现金流净额均高于净利润



来源: 国金证券研究所, Choice

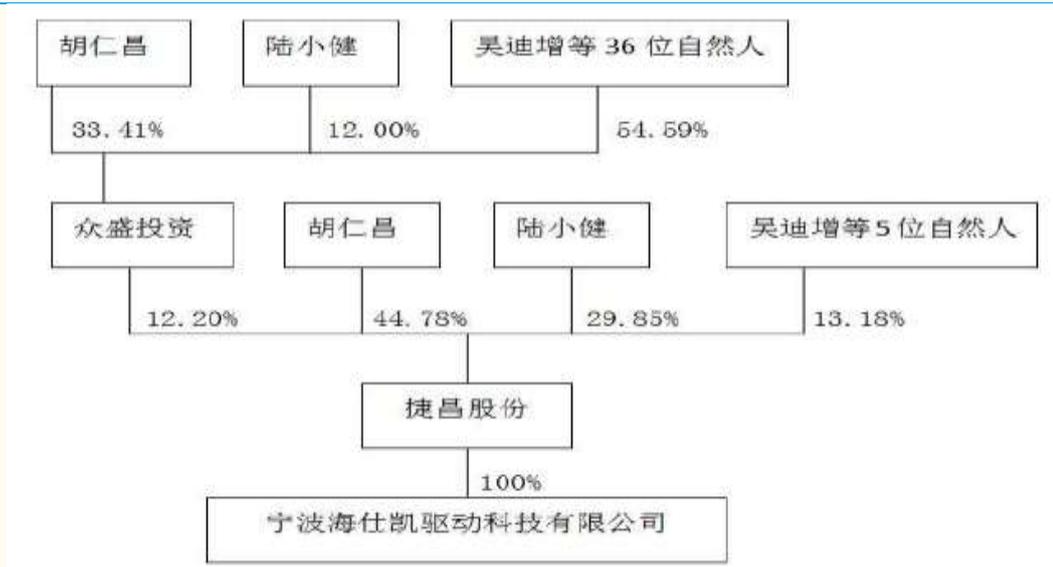
### 1.3 公司股权变动过程和挂牌时的股权结构

图表 9: 公司挂牌前股权变动



来源: 国金证券研究所, 公开转让说明书

图表 10: 公司挂牌时股权结构



来源：国金证券研究所，公开转让说明书

胡仁昌为公司创始人，同时担任公司及众盛投资的法定代表人，是公司控股股东和实际控制人。

胡仁昌，男，1968 年 1 月出生，汉族，中国国籍，无境外永久居留权，复旦大学 EMBA 课程班结业。现任捷昌股份董事长，具备机械制造技术背景，是《中华人民共和国轻工行业标准》QB/T4288-2012 的主要起草人之一。1992 年 10 月创办新昌县东昌模具厂，任厂长；2000 年 3 月，创办捷昌医疗，任公司法定代表人、总经理；2010 年 4 月，与公司另一股东陆小健发起设立捷昌有限，任法定代表人、执行董事兼总经理；2010 年 5 月至 2010 年 7 月，任捷昌有限法定代表人、董事长兼总经理；2010 年 8 月至今，担任捷昌股份法定代表人、董事长。

此外，胡仁昌持有众盛投资 33.41% 的股权，在该公司担任董事长、总经理；并在公司全资子公司宁波海仕凯担任执行董事。除持有本公司及众盛投资的股权之外，胡仁昌未持有其他公司股权或企业权益。

#### 1.4 公司挂牌后的融资过程

公司挂牌后共完成 3 次增发，募集资金共 1.49 亿，主要用于做市商库存股和补充公司流动资金。

图表 11: 公司挂牌后已完成 3 次增发

公告日期	融资方式	年度	发行价(元)	发行股数(万股)	募资总额(万元)	募资净额(万元)
2014/12/29	定向增发	2014 年	7.00	80.00	560.00	560.00
2015/7/23	定向增发	2015 年	12.00	200.00	2,400.00	2,400.00
2016/1/4	定向增发	2016 年	25.00	500.00	12,500.00	12,500.00

来源：国金证券研究所，Choice

## 2. 线性驱动产品应用广泛，市场空间巨大

### 2.1 线性驱动产品具有特定优势，下游应用广泛

线性驱动行业是一个处于上升期的新兴发展行业。主要产品有电动推杆、升降柱、控制器等，是众多下游行业产品的核心配件，在国外市场应用较广泛，在国内市场尚处于市场开拓期。

电动推杆具备诸多优势：

- 电动推杆具备准确、平滑、简单、安全、清洁等的优点，广泛应用于调节、俯仰、推拉和升降，推力最高可达 10000 N。

- 利用数据总线通讯，可将推杆融入复杂的控制系统。可获得精确的位置反馈以及对加速度和速度的准确可变控制。与液压和气动两类系统相比，推杆解决方案安装起来容易许多。由于没有需要定期维护的软管和泵，从而避免了安全危害和棘手的漏油问题，使其占用空间少。
- 直线推杆寿命长，维护量很小或根本无需维护。较之于其它系统，这就确保了很低的运行总成本。
- 电动推杆系统安静、清洁、无毒、能效高。它们满足了日益增长的需求以及有关环保设备的法规。
- 其下游市场应用分布广泛，主要应用领域包括：医疗领域、办公领域、工业领域、家居领域等。

## 2.2 电动推杆市场规模有望达到数百亿级别

电动推杆产品的下游应用广泛，目前医疗领域还是其应用的最大市场。现就医疗领域和办公领域对其市场规模进行估算如下：

### ■ 医疗领域：

随着全球老龄化速度的加快，对医疗器械设备的需求不断增加，全球医疗器械市场规模快速扩大。根据欧盟医疗器械委员会的统计数据，2001年至2009年全球医疗器械市场销售总额复合增长率8.35%，即便是在全球经济衰退的2008年和2009年，全球医疗器械行业依然逆流而上，分别实现6.99%和7.02%的增长率，高于同期药品市场增长率。

根据市场医疗保健研究机构卡洛拉马（Kalorama Information）研究公司分析，2011年全球医疗器械市场总销售额为3,220亿美元，预计2018年医疗器械设备的全球销售总额或将达到4,150亿美元，全球医疗器械设备市场潜力较大。按占医疗器械设备市场规模0.5%来计算，全球用于医疗领域的线性驱动产品的市场空间约为20亿美元。

图表 12：2011-2016 年全球医疗器械市场规模预测（亿美元）



来源：国金证券研究所，中国产业信息

### ■ 办公领域：

线型驱动产品在办公领域的应用主要是可升降办公桌，升降的形式主要是通过调节桌面高度的调节，以达到适用不同身高人群的需求。并能够根据自己的需求简单迅速调节高度，从而改变传统工作方式，让人们能够更加健康的工作。可升降办公桌起源并首先流行于国外，高低可调的可升降办公桌改善了办公环境文化。当办公桌升高，可以站立供桌，舒活颈骨，而降低时可以使精力更加集中。可升降办公桌主要是由升降立柱跟桌面组成。随着现代化办公的发展，升降桌逐渐作为现代办公生活的标准，受到年轻上班族的喜爱。

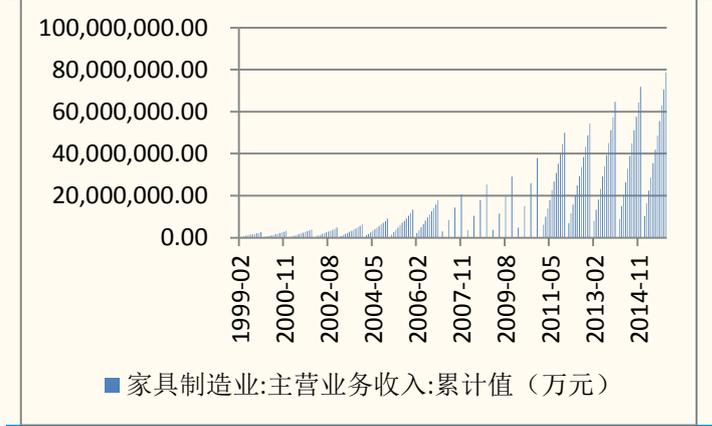
据中国产业信息网的数据，近年我国家具行业市场规模约为全球市场规模的 25%，家具行业中 20%为办公家具，办公家具中的 30%为办公桌产品。Wind 数据显示 2015 年我国家具行业市场规模为 7872 亿元，由此推算全球家具行业市场规模为 31500 亿元。假定可升降办公桌的线性驱动部分与传统办公桌价值相当，初始以 5%-10%的渗透率来算，中国和全球可升降办公桌的市场规模分别为 24-48 亿元和 96-192 亿元。

图表 13: 电动推杆可升降办公桌示例



来源：国金证券研究所，网络资料

图表 14: 1999-2015 我国家具行业市场规模



来源：国金证券研究所，Wind

从上述计算可以看出，全球电动推杆在医疗领域和办公领域的市场规模超过 230 亿人民币，再考虑其他应用领域，总的市场规模应超过 400 亿元人民币。

### 3. 公司立足线性驱动产品，布局消费领域

#### 3.1 公司专业从事线性驱动产品销售，牵头制定国家标准

图表 15: 公司从事电动推杆行业超 15 年



来源：国金证券研究所，公司资料

公司控制人胡仁昌先生 2000 年 3 月创办捷昌医疗，并于同年 4 月与陆小健发起设立捷昌有限，自此开始公司一直致力于线性驱动系统的研发、生产和销售，主要包括电动推杆、升降立柱和控制器及配件等。胡仁昌先生从事线性驱动产品相关开发、研制工作超过 15 年，是《中华人民共和国轻工行业标准:直流电动推杆(QB/T4288-2012)》的主要起草人之一。

#### 3.2 公司内销+外销双轮驱动，美国和德国已设子公司进行销售和售后

公司国内销售采用直销方式，外销采用直接销售和授权代理商销售相结合的方式，在欧洲、韩国有长期合作的经销商公司已在 2014 和 2015 年分别设立了美国子公司美国 J-STAR 和德国子公司德国 J-TAR 负责北美和欧洲市场的销售和售后服务。通过设立子公司和授权国外代理商，公司有效的降低了当地市场销售成本，同时提高客户开发效率和售后服务满意度。

公司立足浙江新昌总部，已在宁波设立全资子公司宁波海仕凯作为生产制造基地，已于 2014 年底投产，主要面向智能家居市场；并设立全资子公司浙江居优布局智慧办公产业。同时已设立杭州研发中心和台湾研发中心作为分公司，目的是分别整合国内和国外地区的优势研究资源，为公司的项目研发，及基础研究作储备。

图表 16：公司已布局设立多个子公司和研发中心



来源：国金证券研究所，公司资料

公司众多型号产品已获得欧洲 CE、北美 CUL 认证，并成功销往欧盟、北美地区。目前，公司约有 6-7 成终端销售用户在海外市场，公司产品质量稳定可靠，在海外市场获得了很高的市场认可度。2014 年起北美地区电动升降桌市场增长迅速，公司升降立柱的产销量增长迅猛，已成功装备到 Google 美国总部。而国内电动升降桌市场尚处于萌芽阶段，公司在应对快速增长的国外市场同时也在规划进军国内电动升降桌市场，快速抢占国内市场份额。

图表 17：公司产品已装备 Google 美国总部



来源：国金证券研究所，公司资料

### 3.3 公司是国内细分行业龙头，未来布局三大消费领域

- 公司现在已是国内细分行业龙头，主要的国内外竞争对手为丹麦 LINAK（力纳克）、德国 DEWERT 公司和国内公司。

- 丹麦 LINAK（力纳克）公司

电动推杆由 LINAK 公司发明。公司于 1907 年在丹麦成立，1979 年成功研发出了第一个电动推杆，是全球最早的线性驱动行业生产商之一。在美国和中国深圳设有海外的工厂，在全球线性驱动行业拥有市场领先优势，在全球医疗器械行业对应的线性驱动产品市场占有率名列前茅。拥有较高的品牌知名度与认知度，以及领先的技术优势，特别是在医疗器械领域。公司产品型号众多，近年来推出部分产品应用于工业自动化领域，代替气动系统或伺服电机系统。

- 德国 DEWERT 公司

德国 DEWERT 总部位于德国，是欧洲领先的线性驱动器生产企业之一，产品价格普遍高于亚洲品牌。1992 年开始，DEWERT 作为美卡诺集团旗下的公司，已在全球 50 多个地区设立办事处从事销售业务。公司于 2004 年在中国、台湾和韩国设立了销售公司。并在 2010 年设立了中国嘉兴生产基地。

■ 国内线性驱动产品公司

国内从事线性驱动产品的公司众多，但规模均较小，年销售收入多不超过 1 亿元。其中较大的有台湾 TIMOTION 公司和浙江新益控制系统。台湾 TIMOTION（堤摩讯），在广东东莞设有工厂。该公司的客户主要集中在医疗器械领域。浙江新益控制系统有限公司自 2002 年开始涉足线性驱动器行业，其产品主要为双马达电机、沙发用推杆等，主要用于家具行业。

整体来看丹麦 LINAK 公司，是同行业历史最久、规模最大、市场占有率最高的公司，在医疗康复领域里优势突出，也是公司最主要的竞争对手。而国内竞争对手无论从规模、技术实力和产业布局来讲均无法与公司形成有效竞争，公司已经建立一定的先发优势。

■ 公司立足现有涉及的产品和行业，重点布局三大消费领域

图表 18：公司未来布局三大消费领域



来源：国金证券研究所，公司资料

■ 智慧办公领域

公司设立的浙江优居拟进军智慧办公家具及配件业务，将为公司增加新的业务成长空间。

图表 19：公司布局智慧办公领域



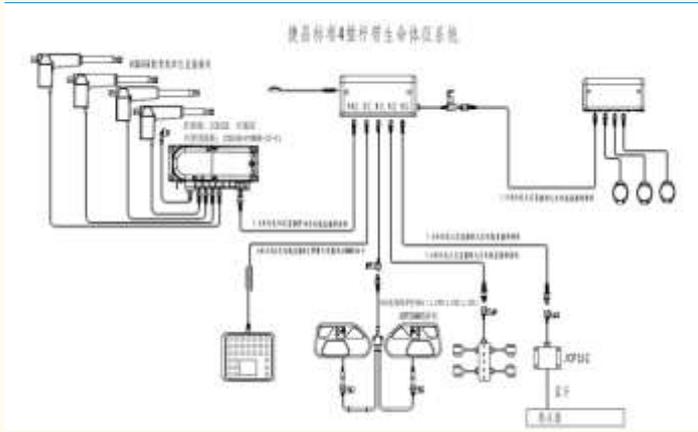
来源：国金证券研究所，公司资料

■ 医疗康护领域

公司在医疗康护领域除提供各类型号的直线驱动产品，还将推出适用病床的集成控制系

统。

图表 20：公司布局医疗领域病床集成系统



来源：国金证券研究所，公司资料

图表 21：公司布局康护领域的康复设备



来源：国金证券研究所，公司资料

#### ■ 智能家居领域

公司已推出电视升降架产品，未来拟立足厨房设备，布局适用于智能家居适用的直线驱动产品。

图表 22：公司布局智能家居领域



来源：国金证券研究所，网络资料

公司立足于直线驱动产品涉及的已有行业及相关产业链产品，将极大打开公司未来业绩成长空间，在竞争中的先发优势将进一步巩固。

#### 4. 投资建议

公司所处的直线驱动行业是具有成长性的细分新兴行业，电动推杆产品可以广泛应用于医疗康护、智慧办公、智能家居等领域，新需求也随着消费的升级被创造出来，产品未来的前景广阔。

从公司的竞争优势来看，公司已从事线性驱动产品超 15 年，是国家标准的主要起草方，虽然国外企业在线性驱动产品应用较多的医疗行业中占据领先优势，但国内企业目前多规模较小，不具备较强的竞争力。公司目前从规模和名气上已是细分行业国内龙头。

公司销售是内销+外销的双轮驱动，近年随下游智慧办公应用的需求爆发公司收入和利润均有爆发式增长，公司已设立北美和德国子公司更好地拓展海外市场，同时积极布局面向国内外的医疗康护、智慧办公、智能家居市场，推出集成化的产品和系统，未来有望极大打开业绩成长空间。同时，公司设立杭州和台湾研发中心，业绩提成的同时加大技术研发力度，先发优势将进一步巩固。

结合以上分析，我们认为公司虽面向的细分市场有限，但公司积极布局的三大消费领域将打开公司成长空间，公司作为细分行业国内龙头，未来有望不断通过业绩提升和技术研发建立领先优势。我们预计公司 2015-2017 年的收入为 3.52 亿，5.19 亿，7.16 亿。EPS 分别为 1.022、1.491、2.012 元，结合公司的增长速度和未来的成长空间，按 2016 年 PE30X 予以估值，目标价 44-46 元，给予增持评级。

## 5. 风险提示

海外市场波动风险、产业政策风险、新产品及技术开发不达预期风险、核心员工流失风险。

**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
<b>主营业务收入</b>	<b>91</b>	<b>114</b>	<b>218</b>	<b>352</b>	<b>519</b>	<b>716</b>	货币资金	19	17	30	125	244	336
增长率		25.4%	90.8%	61.3%	47.8%	37.9%	应收款项	11	9	12	22	32	45
主营业务成本	-58	-73	-134	-193	-288	-402	存货	16	21	37	42	63	88
%销售收入	63.8%	64.0%	61.3%	54.9%	55.5%	56.1%	其他流动资产	1	8	11	6	8	10
毛利	33	41	84	158	231	314	流动资产	46	54	90	195	347	478
%销售收入	36.2%	36.0%	38.7%	45.1%	44.5%	43.9%	%总资产	46.5%	42.4%	47.5%	63.0%	72.9%	67.6%
营业税金及附加	-1	-1	-1	-2	-3	-4	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.7%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	34	55	76	84	90	181
营业费用	-5	-7	-13	-22	-32	-44	%总资产	34.7%	42.8%	40.3%	27.2%	19.0%	25.6%
%销售收入	5.5%	6.3%	6.0%	6.2%	6.2%	6.2%	无形资产	18	18	18	27	37	46
管理费用	-12	-14	-22	-35	-52	-72	非流动资产	53	73	99	115	129	229
%销售收入	13.2%	12.2%	9.9%	10.0%	10.0%	10.0%	%总资产	53.5%	57.6%	52.5%	37.0%	27.1%	32.4%
息税前利润 (EBIT)	15	19	48	100	144	195	<b>资产总计</b>	<b>99</b>	<b>127</b>	<b>189</b>	<b>310</b>	<b>476</b>	<b>707</b>
%销售收入	16.7%	16.8%	22.2%	28.4%	27.8%	27.2%	短期借款	8	8	8	0	0	0
财务费用	-1	-1	-1	1	4	6	应付款项	15	28	43	71	106	147
%销售收入	0.6%	0.8%	0.3%	-0.4%	-0.7%	-0.8%	其他流动负债	5	7	12	28	42	58
资产减值损失	0	-1	0	0	0	0	流动负债	28	43	63	99	148	205
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	2	2	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>28</b>	<b>45</b>	<b>66</b>	<b>99</b>	<b>148</b>	<b>206</b>
营业利润	14	17	47	101	148	201	<b>普通股股东权益</b>	<b>70</b>	<b>82</b>	<b>123</b>	<b>211</b>	<b>329</b>	<b>501</b>
营业利润率	15.8%	14.9%	21.6%	28.7%	28.5%	28.0%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	1	2	2	2	2	<b>负债股东权益合计</b>	<b>99</b>	<b>127</b>	<b>189</b>	<b>310</b>	<b>476</b>	<b>707</b>
税前利润	15	18	49	103	150	203	<b>比率分析</b>						
利润率	16.3%	15.8%	22.5%	29.3%	28.9%	28.3%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-2	-2	-8	-15	-23	-30	<b>每股指标</b>						
所得税率	12.8%	12.0%	16.5%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.316	0.388	0.998	1.022	1.491	2.012
净利润	13	16	41	87	128	172	每股净资产	1.719	1.998	2.945	5.037	7.869	11.989
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.430	0.677	1.202	3.002	3.596	4.870
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>13</b>	<b>16</b>	<b>41</b>	<b>87</b>	<b>128</b>	<b>172</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	14.2%	13.9%	18.8%	24.9%	24.6%	24.0%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	18.36%	19.44%	33.25%	41.53%	38.80%	34.37%
							总资产收益率	13.11%	12.50%	21.69%	28.24%	26.78%	24.35%
							投入资本收益率	16.91%	18.76%	30.28%	40.24%	37.31%	32.96%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	N/A	25.42%	90.82%	61.31%	47.77%	37.90%
							EBIT增长率	N/A	25.95%	152.34%	106.10%	44.83%	34.88%
							净利润增长率	N/A	23.05%	157.06%	113.65%	45.92%	34.97%
							总资产增长率	N/A	29.02%	48.12%	64.11%	53.88%	48.44%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	14.8	23.8	13.2	15.0	15.0	15.0
							存货周转天数	49.8	90.8	78.4	80.0	80.0	80.0
							应付账款周转天数	31.3	76.1	76.2	80.0	80.0	80.0
							固定资产周转天数	99.8	75.7	122.3	78.1	53.7	82.6
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-15.35%	-11.09%	-17.98%	-59.41%	-74.23%	-66.79%
							EBIT利息保障倍数	28.5	20.6	63.4	-74.2	-37.8	-32.6
							资产负债率	28.61%	35.70%	34.76%	32.00%	30.97%	29.15%

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
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

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 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

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%以上。

**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