

东杰智能 (300486.SZ)

公司分析

智能物流纯正标的，立体停车系统布局发力

投资要点

- ◆ **争做全球最具竞争力的智能物流装备公司**：公司以物流输送系统起步，近年来大力开拓智能物流仓储系统，同时积极培育智能机械式立体停车系统。2015年，传统主业智能物流输送系统营收比重下降至35.85%，智能物流仓储系统营收比重提升至56.19%，机械式立体停车系统营收比重为6.26%。
- ◆ **公司在智能物流输送系统领域深耕多年，品牌确立**：目前我国智能物流输送系统市场仍具有一定的上升空间。公司此项业务上具备较强的整体设计、制造、安装、调试的技术实力，主要产品有摩擦式输送成套设备、滑橇式输送成套设备、链式输送成套设备。
- ◆ **受益电商快递行业，智能物流仓储系统业务高速增长**：智能仓储已成为当前仓储业的发展趋势。同时，电子商务的迅猛发展，为智能仓储行业提供了广阔的前景。公司不仅具有较强的硬件提供能力，还具有优秀的软件能力。公司分拣系统分拣速度已达2万件/小时，为世界先进水平。公司5月公告获得蜂网的供应商资质，有利于公司产品在快递行业内的推广，进一步拓展快递行业市场。
- ◆ **借助政策东风，立体停车系统技术完备、加码布局**：智能立体停车系统可有效解决当前城市停车问题，我国立体停车系统产业近年来保持稳定发展。2015年8月，发改委等七部委下发《关于加强城市停车设施建设的指导意见》，要求吸引社会资本、推进停车产业化。今年5月，发改委印发通知，争取年内完成停车场专项规划编制。公司目前技术储备完善，计划设立多个区域性的停车运营公司，布局稳步推进。
- ◆ **投资建议**：我们预测公司2016年至2018年每股收益分别为0.40、0.57和0.74元。我们给予增持-A建议，6个月目标价为40元，相当于2017年70倍的动态市盈率。
- ◆ **风险提示**：传统主业智能物流输送系统需求下降；立体停车库业务进展不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	396.1	365.7	484.7	633.8	814.2
同比增长(%)	2.5%	-7.7%	32.6%	30.8%	28.5%
营业利润(百万元)	61.1	26.8	57.1	82.1	106.0
同比增长(%)	2.2%	-56.1%	112.8%	43.9%	29.1%
净利润(百万元)	54.1	36.3	55.2	78.8	102.2
同比增长(%)	1.8%	-32.9%	52.0%	42.8%	29.6%
每股收益(元)	0.38	0.26	0.40	0.57	0.74
PE	101.1	150.6	97.3	68.2	52.6
PB	14.4	8.0	7.4	6.8	6.2

数据来源：贝格数据华金证券研究所

机械 | 其他专用机械 III

投资评级	增持-A(首次)
6个月目标价	40元
股价(2016-05-23)	34.91元

交易数据

总市值(百万元)	4,935.61
流通市值(百万元)	1,212.08
总股本(百万股)	141.38
流通股本(百万股)	34.72
12个月价格区间	12.87/60.01元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.74	-2.29	40.33
绝对收益	-5.55	-8.85	

分析师

张仲杰
SAC 执业证书编号：S0910515050001
zhangzhongjie@huajinsc.cn
021-20655610

报告联系人

贺根
hegen@huajinsc.cn
021-20655669

相关报告

内容目录

一、东杰智能：目标全球最具竞争力的智能物流装备公司	3
二、智能物流输送系统：深耕多年，品牌确立	4
三、智能物流仓储系统：受益电商快递行业，业务高速增长	6
（一）智能仓储成为当前仓储业的发展趋势	6
（二）软硬件兼备，电商快递领域拓展成果不断	8
四、智能立体停车系统：借助政策东风，技术完备加码布局	9
（一）智能立体停车系统可有效解决当前城市停车问题	9
（二）政策发力促进立体停车系统发展	10
（三）技术储备完善，加码布局立体停车系统产业	11
五、投资建议	13
六、风险提示	13

图表目录

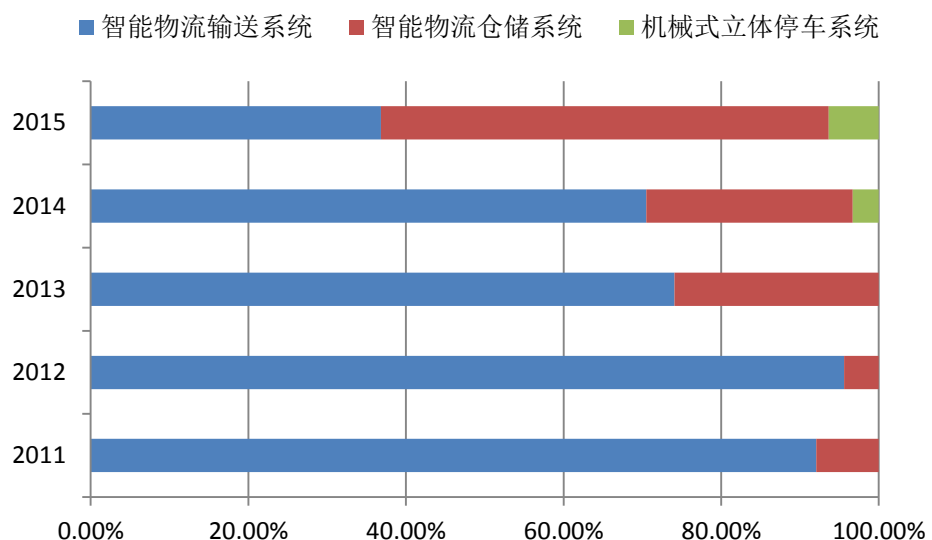
图 1：2011-2015 年公司业务构成	3
图 2：2011-2015 年营业收入（亿元）	4
图 3：2011-2015 年净利润（亿元）	4
图 4：智能物流输送系统下游分布	4
图 5：2005-2015 年我国汽车产量（万辆）	5
图 6：公司滑槽式输送成套设备	5
图 7：公司链式输送成套设备	5
图 8：智能物流输送系统主要客户	6
图 9：我国制造业人员平均工资（元）	7
图 10：仓储业固定资产投资（亿元）	7
图 11：公司立体仓库与配送中心	8
图 12：公司立体仓库与配送中心	8
图 13：智能物流仓储系统主要客户	9
图 14：机械停车设备销售额（亿元）	10
图 15：公司升降横移式立体停车系统	11
图 16：公司塔式立体停车系统	11
表 1：公司塔式产品主要的性能参数	12

一、东杰智能：目标全球最具竞争力的智能物流装备公司

东杰智能主营业务为智能物流成套装备的设计、制造、安装调试与销售，目前主要产品类别包括智能物流输送系统、智能物流仓储系统和机械式立体停车系统三大类。公司产品均为定制化的成套设备，目前广泛应用于汽车、工程机械、医药、食品饮料、电子商务、化工、烟草等多个领域。近年来国内智能物流装备行业发展迅速，但是 2/3 左右市场份额被外资企业占据，尤其在高端市场。通过引进消化吸收国外先进技术，目前行业内也涌现出一些具有竞争力的本土企业。公司将最终的发展目标定位全球最具竞争力的智能物流装备企业，有望成为行业的引领者。

公司以物流输送系统起步，近年来大力开拓智能物流仓储系统，同时积极培育智能立体停车系统。2015 年，受制于汽车行业增速放缓的影响，传统主业智能物流输送系统营收大幅下降 52.71%，占营收比重降至 35.85%。智能物流仓储系统营收大幅增长 98.85%，占公司营收比重提升至 56.19%。机械式立体停车系统增长 70.11%，目前占营收比重的 6.26%。

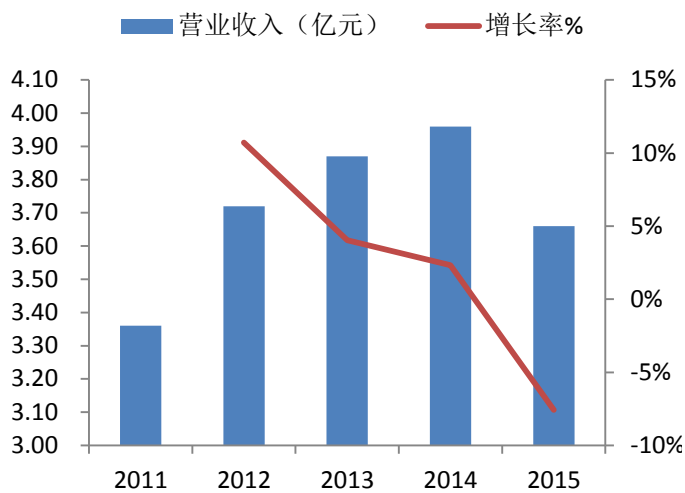
图 1：2011-2015 年公司业务构成



资料来源：WIND 华金证券研究所

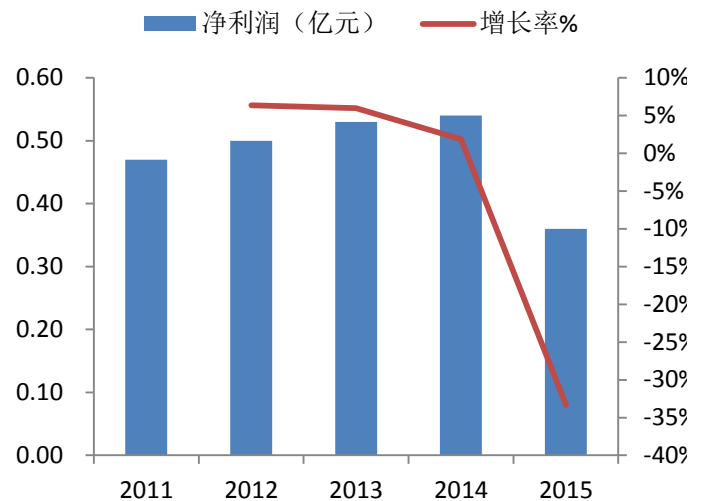
公司业绩增长趋势在 2015 年出现改变，营业收入实现 3.66 亿元，下降 7.58%；净利润为 3633 万元，下降 32.68%。公司业绩下降，主要是由于去年执行项目工期延长，项目收益无法得到确认，同时职工薪酬、研发费用等增加致使期间费用上升。公司目前处于战略转型的调整期，业绩出现暂时下滑，但是受益国内智能物流成套装备行业的高速发展，短时的波折有望为未来的高速成长奠定坚实的基础。

图 2：2011-2015 年营业收入（亿元）



资料来源：WIND 华金证券研究所

图 3：2011-2015 年净利润（亿元）

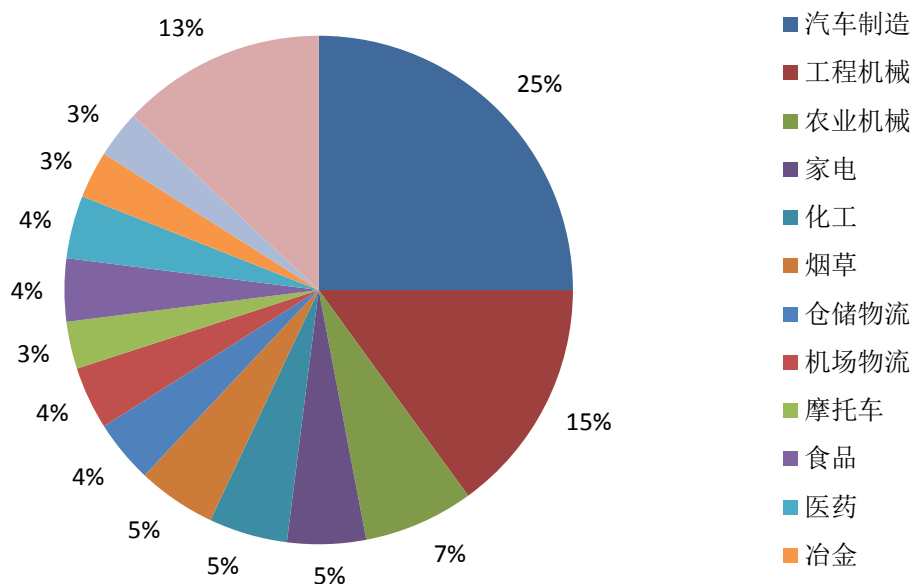


资料来源：WIND 华金证券研究所

二、智能物流输送系统：深耕多年，品牌确立

智能物流输送系统是以自动化输送线为产品的表现形式，综合了自动化、电气控制、软件管理等技术，在生产过程中控制物料或产品在指定的方位、时间以指定的速率完成输送。智能物流输送系统主要服务于流水生产线中，应用行业十分广泛，汽车制造、工程机械、农业机械三个领域排名前三，分别为 25%、15%、7%。

图 4：智能物流输送系统下游分布

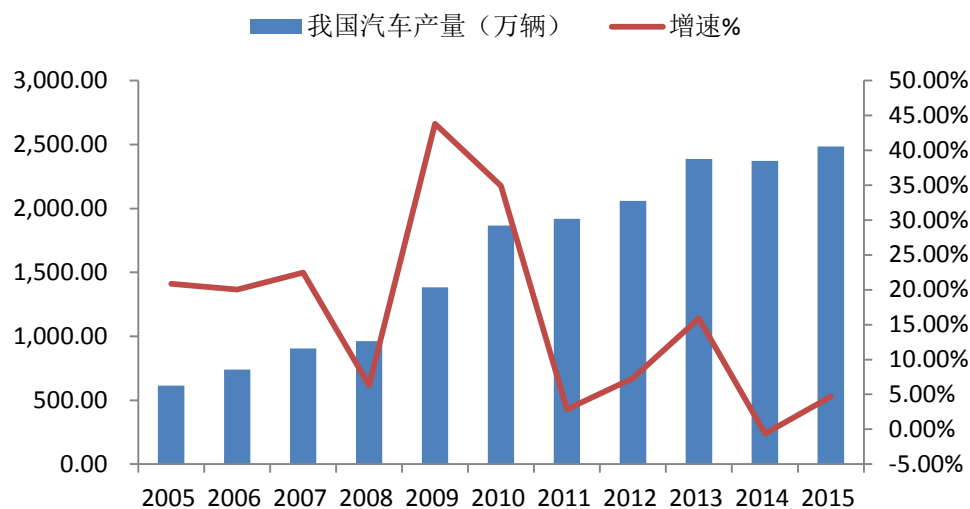


资料来源：招股说明书 华金证券研究所

汽车制造为智能物流输送系统应用最广的领域。虽然近年来汽车销量及汽车工业固定资产投资增速双双下降，但是汽车产量仍处于增长趋势，并且汽车生产厂家存在设备更新换代的需求。

另外，随着机械化、工业自动化程度的提高及仓储物流、医药、冶金、农业机械等领域的需求逐步增加，因此，智能物流运输系统市场仍具有一定的上升空间。

图 5：2005-2015 年我国汽车产量（万辆）



资料来源：WIND 华金证券研究所

东杰智能以从事简单的物流运输线起家，已在此领域深耕多年。公司智能物流运输系统主要产品有摩擦式输送成套设备、滑橇式输送成套设备、链式输送成套设备。

图 6：公司滑橇式输送成套设备



资料来源：招股说明书 华金证券研究所

图 7：公司链式输送成套设备



资料来源：招股说明书 华金证券研究所

公司在智能物流运输系统上，具备较强的整体设计、制造、安装、调试的技术实力。公司在控制及管理软件上自主研发能力较强，目前系统上均使用自主研发的控制软件和管理软件。公司经过多年的发展，在业内建立了良好的口碑与信誉，公司智能输送系统业务下游客户目前已有长安汽车、比亚迪、丰田、本田、日产、北京现代等。

图 8：智能物流输送系统主要客户



资料来源：招股说明书 华金证券研究所

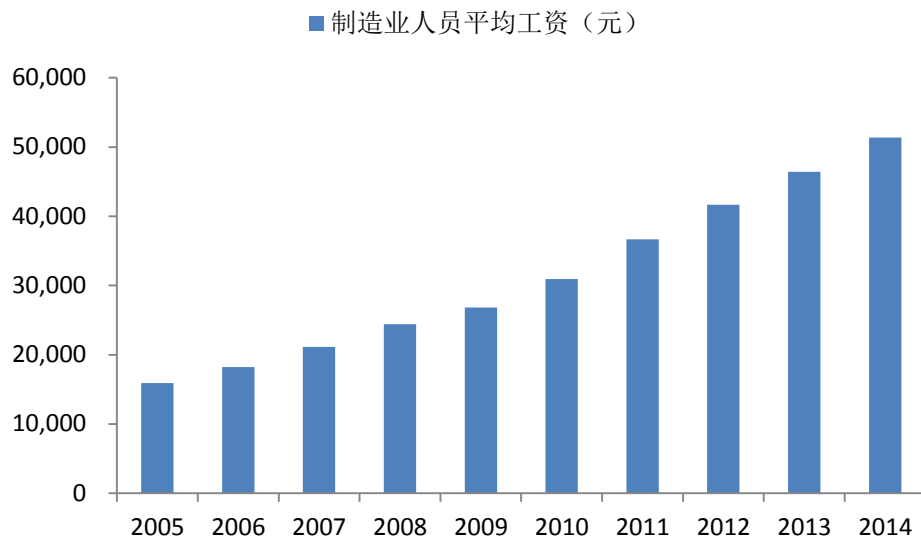
三、智能物流仓储系统：受益电商快递行业，业务高速增长

（一）智能仓储成为当前仓储业的发展趋势

智能物流仓储系统是以立体仓库和配送分拣中心为产品的表现形式，由立体货架、有轨巷道堆垛机、出入库托盘输送机系统、检测阅读系统、通讯系统、自动控制系统、计算机监控管理等组成。智能物流仓储系统通过货物自动录入、管理和查验货物信息的软件平台，实现仓库内货物的物理运动及信息管理的自动化及智能化。

在当前我国工业不断发展以及城市化进程不断推进的背景下，土地、人力等生产资源逐步进入紧张的状态，价格持续攀升。智能仓储系统的发展，可以有效地解决仓储行业大量占用土地和人力的状况。智能仓储系统早期构想，基本出发点便是提高空间利用率，充分节约土地资源。智能仓储一般采用几层、十几层甚至几十层高的货架，空间利用效率为普通仓库的数倍。同时，智能仓储系统是采用“计算机-堆垛机-货架”的作业模式，可以有效降低人力成本。目前我国正处于一个生产要素成本上升的阶段，我国制造业人员平均工资由 2005 年的 1.4 万元增长至 2014 年的 5.1 万元，劳动力成本上升压力助推智能仓储系统的快速发展。

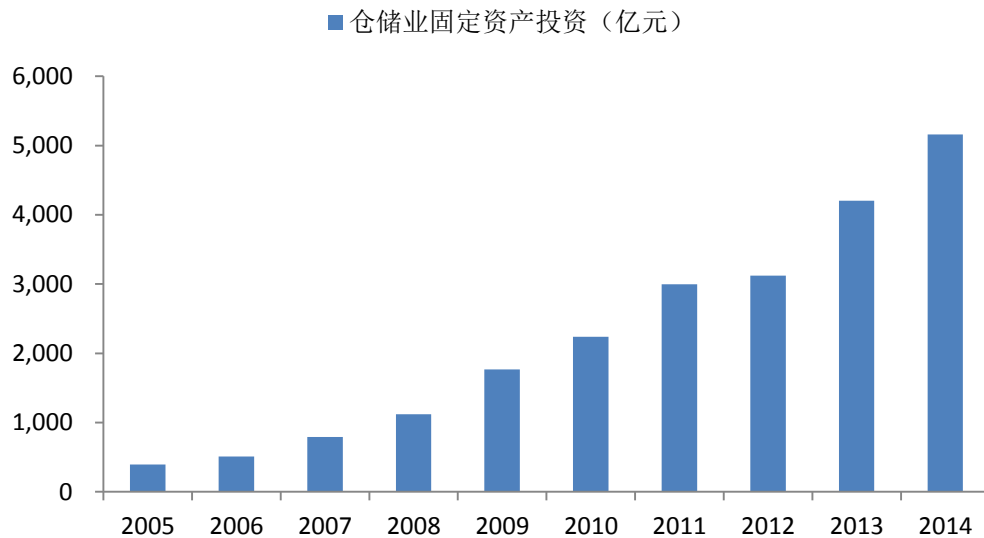
图 9：我国制造业人员平均工资（元）



资料来源：WIND 华金证券研究所

近年来我国智能物流仓储系统得到快速发展。我国对仓储业的固定资产投资从 2005 年的 394.2 亿元增长至 2014 年的 5158.7 亿元，年均复合增长率达 33%。同时，根据《中国物流技术装备行业发展报告》数据显示，仓储业相关自动化系统及设备投入规模将由 2007 年的 25 亿元增长至 2015 年的 453 亿元，年均复合增长率约为 43.64%。

图 10：仓储业固定资产投资（亿元）



资料来源：WIND 华金证券研究所

智能物流仓储系统取得长足的发展以及广泛的应用，医药、电子商务、烟草、食品饮料、邮政行业等越来越多的倾向采用智能仓储来代替人工平库，同时航空及军事领域的智能立库也开始逐步进入市场。在这之中，尤其值得关注的是电子商务迅猛发展，为智能仓储行业提供了广阔的前景。传统仓储和物流配送已经成为制约电子商务快速发展的巨大瓶颈，当前的电子商务的发展要求仓储和物流配送时效迫切化，物流服务定制化，仓储自动化目前已成为整个自动化中增长最稳定、成长空间最大的子板块之一。

（二）软硬件兼备，电商快递领域拓展成果不断

自动化立体仓库 (AS/RS) 是现代物流系统的重要组成部分，是集取送、储存和需求预测等多功能为一体的高度的自动化、信息化的物流系统。通过出入输送系统将货物送至仓库货架前，由巷道堆垛机实现自动出库和入库，整个过程通过计算机网络化管理和自动控制系统完成。配送中心是以立体仓库为中心，外加输送，分捡设备，对货物进行分类，倒装，保管，流通增值和情报处理等作业，然后按照众多订货要求备齐货物，从而进行配送出货的设施。

2009 年，公司在智能物流输送系统的技术基础上，对智能物流仓储系统进行了开发设计和市场准备。2015 年此项业务收入已达 2.05 亿元，占全年营收的 56%，呈现出快速增长趋势。目前立体仓库和配送中心的各个部分全部由公司设计和制造。公司早在 2009 年便建设了自己的货架生产线，喷粉机选用国际最先进的 GAMA 喷粉机。除了强大的硬件提供能力，公司还向客户提供三级软件：基于 PLC 的控制软件，WMS 仓库管理软件，ERP 企业管理软件。公司具有提供并打通三级软件的能力，从而使得立体仓库的硬件设备具有更好的效率。

图 11：公司立体仓库与配送中心



资料来源：公司网站 华金证券研究所

图 12：公司立体仓库与配送中心



资料来源：公司网站 华金证券研究所

公司今年五月在上海子公司开业之时，发布了新产品交叉带自动分拣系统。此系统具有结构紧凑、占地面积小、多功能、性能稳定等特点，具有多项技术创新。环形总长在 80 米以下可实现两端自动供包并分拣入格，分拣效率大大提高。同时，创新研发的两段式自动供包台不但实现两段式供包功能，而且还具有自动称重功能，大大节约了分拣场地的空间。环形转弯处可配置格口，实现智能分拣入格的功能。由于其占地面积小、效率高、投资少，在综合性分拨中心可以配置 2 套、构成国际流行的双机作业模式。该系统可有效解决目前快递企业面临的分拣成本与效率之间的矛盾，是一种高性价比的解决方案。公司分拣系统目前分拣速度已达 2 万件/小时，达到世界先进水平，其中代表案例有代表案例为唯品会西南仓，西南仓是唯品会全国最大的仓库，且在唯品会 419 大促表现最为稳定。

公司在今年五月公告，获得蜂网投资有限公司颁发的“蜂网推荐供应商入围资质证书”，有效期为 2016 年度及 2017 年度。蜂网投资有限公司的股东由申通快递有限公司、上海韵达货运有限公司、上海圆通蛟龙投资发展(集团)有限公司、中通快递股份有限公司、顺丰控股(集团)股份有限公司 5 家组成。蜂网投资定位是通过对快递资源和快递上下游资源的集合、整合和融合

打快递集约化的投资平台，推动智慧快递、物联网和“云计算”在“三通一达”快递企业的应用。公司荣获该资质有利于公司产品在快递行业内的推广，进一步拓展快递行业市场，提升公司在快递行业内的竞争优势。

图 13：智能物流仓储系统主要客户



资料来源：招股说明书 华金证券研究所

四、智能立体停车系统：借助政策东风，技术完备加码布局

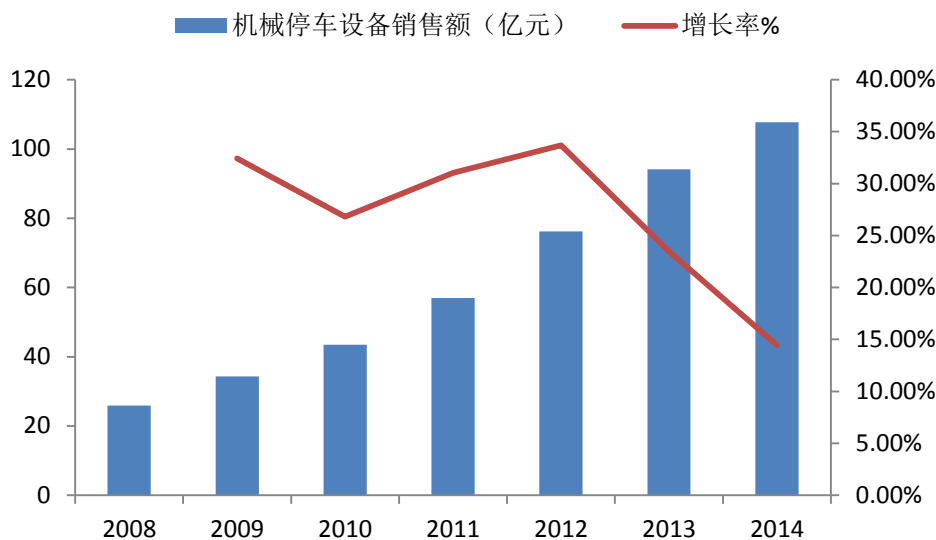
（一）智能立体停车系统可有效解决当前城市停车问题

随着我国汽车工业的快速发展，全国私人汽车保有量一直保持增长势头。在当前这一背景下，停车需求迅猛发展。由于城市中普遍缺乏完善的停车管理和停车设施建设，停车难的现象随之产生。停车问题进一步影响到正常的交通秩序，从而影响到整个社会的经济运行成本。

智能立体停车系统的出现，可以很好的缓解城市内停车问题。智能立体停车库，可以改变传统的停车场单层平面停放方法，向空中或者地下发展，将车辆多层存放。同时，智能立体停车系统所产生的社会效益及经济效益均高于地面停车库，尤其是在特大城市繁华商业用地。智能立体停车系统占地面积约为平面停车场的 1/2-1/25，空间利用率大幅提高；每个车位投资仅为 2 万-6 万，成本远低于地面停车位；存取快捷，一般一次存取车时间不会超过 2 分钟。

近年来，智能立体停车库保持稳定的增长趋势，立体停车库泊位数量增长率分别为 25.12% 和 16.03%，国内销售收入增长率分别为 23.54% 和 14.47%。2014 年，国内销售总额达到 107 亿元。国家信息中心信息资源开发部主任徐长明在去年展览会上表示，2020 年我国汽车保有量或达 2.5 亿辆。我国如果采用汽车保有量与停车位比例 1.4 计算，2020 我国汽车位需求为 3.5 亿个。因此，我国未来立体停车库产业有望保持稳定增长趋势。

图 14：机械停车设备销售额（亿元）



资料来源：CPSMA 华金证券研究所

（二）政策发力促进立体停车系统发展

2015年8月，国家发改委、财政部、国土资源部等七部委下发《关于加强城市停车设施建设的指导意见》，要求吸引社会资本、推进停车产业化。意见明确，以居住区、大型综合交通枢纽、城市轨道交通外围站点（P+R）、医院、学校、旅游景区等特殊地区为重点，在内部通过挖潜及改造建设停车设施，并在有条件的周边区域增建公共停车设施。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，并按照一定比例配建电动汽车充电设施，与主体工程同步建设。

意见中要求，提升装备制造水平。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；将停车产业纳入高端装备制造业清单，给予相关政策优惠，打造自主装备品牌；将停车装备制造企业产品质量、售后服务等纳入企业诚信体系，及时记录不良经营行为；积极引导自主品牌走出去，实现停车产业优势产能输出。

意见同时还提出，推动停车智能化信息化。各地加快对城市停车资源状况摸底调查，建立停车基础数据库，实时更新数据，并对外开放共享；促进咪表停车系统、智能停车诱导系统、自动识别车牌系统等高新技术的开发与应用；加强不同停车管理信息系统的互联互通、信息共享，促进停车与互联网融合发展，支持移动终端互联网停车应用的开发与推广，鼓励出行前进行停车查询、预订车位，实现自动计费支付等功能，提高停车资源利用效率，减少因寻找停车泊位诱发的交通需求。

2016年3月，商务部网站显示，为加快电子商务物流发展，提升电子商务水平，降低物流成本，提高流通效率，商务部、发展改革委、交通运输部、海关总署、国家邮政局、国家标准委制定了《全国电子商务物流发展专项规划（2016-2020年）》。根据规划，到2020年，基本形成“布局完善、结构优化、功能强大、运作高效、服务优质”的电商物流体系，信息化、标准化、集约化发展取得重大进展。电商物流创新能力进一步提升，先进物流装备、技术在行业内得到广泛

应用。一体化运作、网络化经营能力进一步增强，运输、仓储、配送等各环节协调发展，紧密衔接。对外开放程度进一步提高，逐步形成服务于全球贸易和营销的电商物流网络。绿色发展水平进一步提高，包装循环利用水平有较大提升。电商物流企业竞争力显著加强，拥有一批具备国际竞争力、服务网络覆盖境内外的水平企业。电商物流成本显著降低，效率明显提高，供应链服务能力大大增强。规划提出了建设支撑电子商务发展的物流网络体系、加快中小城市和农村电商物流发展、加快民生领域的电商物流发展等主要任务。此外，规划还列举了电商物流标准化工程、电商物流农村服务工程、电商冷链物流工程、电商物流跨境工程等重大工程。

2016年5月18日，国家发展改革委办公厅日前印发2016年停车场建设工作要点的通知。通知要求，各省(区、市)发展改革部门要主动作为，会同有关部门抓紧开展停车场专项规划编制工作，或对既有规划进行必要的修编，争取2016年内完成，北京、天津、上海、重庆、杭州、深圳6个城市要率先于2016年上半年出台。通知还要求，推动停车信息化建设。开展城市停车信息系统开发，积极推进停车数据平台建设，促进停车信息与互联网融合发展，建立基础数据库，实现停车数据动态更新、实时共享。通过充分发掘停车存量资源，为群众提供更便捷、更高效的停车引导服务。北京、上海、杭州3个城市作为停车信息平台试点城市，争取年内完成数据平台建设。此次发改委通知中，发改委明确要求，争取年内完成停车场专项规划编制及数据平台建设，有助于智能立体停车库行业的快速发展。

(三) 技术储备完善，加码布局立体停车系统产业

针对停车难的问题，东杰智能研发了建造方便、布置灵活的智能立体车库及停车管理系统。公司开发的智能立体停车库包括塔式、仓储式、升降横移式、简易升降式、巷道堆垛式、多层循环式等多种形式的智能立体停车系统。

升降横移式立体停车系统是利用载车板的升、降、横移来实现存取车，该类型车库型式较多，对场地的适应性强，规模设计弹性大，是目前使用较为普遍的产品。塔式停车系统，又称为垂直升降类立体停车系统，通过提升机的升降和装在提升机上的横移机构将车辆或者载车板横移，实现存取车辆的机械式停车系统。塔式停车库一般以两个车位为一个层面，整个存车库可多达20-25层，即可以停放40-50辆车，占地面积不超50平米，空间利用率极高。

图 15：公司升降横移式立体停车系统



资料来源：公司网站 华金证券研究所

图 16：公司塔式立体停车系统



资料来源：公司网站 华金证券研究所

表 1：公司塔式产品主要的性能参数

名称		技术参数
容车尺寸（长×宽×高）		≤5300mm×1900mm×1550mm
设备层数		25 层及以下
容车重量		≤2350kg
操作方式		按钮式、触屏式、刷卡式
运行速度	升降	60-160m/min
	回转	8rpm
电机功率	升降	30kw
	回转	3kw
容车数量		每层两辆，根据顾客要求按层数往上叠加

资料来源：公司网站 华金证券研究所

公司立体停车系统产品适用于写字楼、办公楼、商场、小区以及城市公用停车场等场所的车辆存放，目前已为山西建行、上海工行、国家电力调度中心、北京望京小区、沁园小区、颐园居小区等建造了多座停车系统。公司涉足立体停车系统产业多年，近年来在政策不断加码的背景下，公司立体停车系统于 2014 年首次营收 1346 万元，2015 年实现营收 2290 万元，增长 70%。

对于立体停车系统业务的发展，公司计划设立多个区域性的停车运营公司。在每个区域，寻求合作伙伴共同出资设立公司，共同解决立体停车系统建设中的垫资及融资、土地等问题。2016 年 3 月，公司公告，率先在天津设立子公司：天津东杰智能停车服务有限公司。公司出资 3500 万元，股权比例 70%。公司借助目前政策的东风，不断加码布局立体停车系统产业，发展值得期待。

五、投资建议

公司以物流输送系统起步，近年来大力开拓智能物流仓储系统，同时积极培育智能机械式立体停车系统，力争成为全球最具竞争力的智能物流装备公司。

公司在智能物流输送系统领域深耕多年，品牌确立。智能物流仓储系统业务受益电商快递行业，高速增长。公司5月公告获得蜂网的供应商资质，有利于公司产品在快递行业内的推广，进一步拓展快递行业市场。2015年8月，发改委等七部委下发《关于加强城市停车设施建设的指导意见》，要求吸引社会资本、推进停车产业化。今年5月，发改委印发通知，争取年内完成停车场专项规划编制。公司立体停车系统技术完备，计划设立多个区域性的停车运营公司，布局稳步推进。

我们预测公司2016年至2018年净利润分别为55.2、78.8、102.2百万，对应每股收益分别为0.40、0.57和0.74元。我们给予增持-A建议，6个月目标价为40元，相当于2017年70倍的动态市盈率。

六、风险提示

主业智能物流输送系统需求下降；立体停车系统业务进展不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	396.1	365.7	484.7	633.8	814.2	年增长率					
减:营业成本	274.8	262.3	336.1	434.5	554.3	营业收入增长率	2.5%	-7.7%	32.6%	30.8%	28.5%
营业税费	4.6	2.8	5.6	6.6	8.1	营业利润增长率	2.2%	-56.1%	112.8%	43.9%	29.1%
销售费用	11.0	15.4	15.7	21.6	29.4	净利润增长率	1.8%	-32.9%	52.0%	42.8%	29.6%
管理费用	38.9	50.8	63.1	80.4	107.4	EBITDA 增长率	3.1%	-45.7%	80.6%	41.0%	27.4%
财务费用	0.1	1.4	2.0	3.0	3.4	EBIT 增长率	2.4%	-53.9%	109.2%	44.2%	28.4%
资产减值损失	5.6	6.1	5.2	5.6	5.7	NOPLAT 增长率	1.3%	-52.7%	107.9%	44.5%	29.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	25.3%	80.6%	8.1%	11.5%	40.4%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	13.4%	81.4%	6.4%	8.5%	9.3%
营业利润	61.1	26.8	57.1	82.1	106.0	盈利能力					
加:营业外净收支	1.3	14.0	5.4	6.9	8.8	毛利率	30.6%	28.3%	30.7%	31.4%	31.9%
利润总额	62.5	40.8	62.5	89.0	114.8	营业利润率	15.4%	7.3%	11.8%	13.0%	13.0%
减:所得税	8.4	4.5	7.3	10.2	12.6	净利润率	13.7%	9.9%	11.4%	12.4%	12.5%
净利润	54.1	36.3	55.2	78.8	102.2	EBITDA/营业收入	17.4%	10.2%	13.9%	15.0%	14.9%
						EBIT/营业收入	15.5%	7.7%	12.2%	13.4%	13.4%
资产负债表						偿债能力					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	43.9%	27.4%	39.7%	37.8%	46.5%
货币资金	84.8	194.9	211.9	234.6	77.1	负债权益比	78.3%	37.7%	65.9%	60.9%	86.9%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.82	2.80	2.09	2.29	1.87
应收帐款	245.4	279.2	427.5	422.9	726.4	速动比率	1.34	2.06	1.58	1.69	1.30
应收票据	26.2	23.7	38.4	46.0	61.9	利息保障倍数	661.50	20.00	29.60	27.96	32.35
预付帐款	18.2	9.9	28.5	21.2	40.8	营运能力					
存货	136.5	185.6	230.0	258.2	404.8	固定资产周转天数	83	130	133	112	95
其他流动资产	9.1	7.1	7.7	8.0	7.6	流动营业资本周转天数	113	199	199	171	190
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	448	601	611	549	511
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	204	258	262	242	254
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	113	159	154	139	147
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	584	798	802	707	640
固定资产	92.7	171.7	187.5	205.7	226.2	投资资本周转天数	217	367	371	312	308
在建工程	2.2	4.3	4.8	5.0	5.3	费用率					
无形资产	32.2	58.0	56.5	54.9	53.4	销售费用率	2.8%	4.2%	3.2%	3.4%	3.6%
其他非流动资产	27.9	11.6	19.8	19.6	17.0	管理费用率	9.8%	13.9%	13.0%	12.7%	13.2%
资产总额	675.2	945.9	1,212.6	1,276.1	1,620.5	财务费用率	0.0%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	12.6%	18.5%	16.7%	16.6%	17.2%
应付帐款	97.6	90.8	124.4	156.7	213.8	投资回报率					
应付票据	36.8	39.5	43.8	72.8	76.3	ROE	14.3%	5.3%	7.6%	9.9%	11.8%
其他流动负债	151.7	119.8	283.6	203.6	413.9	ROA	8.0%	3.8%	4.6%	6.2%	6.3%
长期借款	-	-	20.0	40.0	40.0	ROIC	25.0%	9.4%	10.9%	14.5%	16.8%
其他非流动负债	10.3	8.7	9.8	9.6	9.4	分红指标					
负债总额	296.4	258.9	481.7	482.8	753.5	DPS(元)	-	0.11	0.08	0.12	0.20
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	0.0%	42.0%	20.5%	20.9%	27.8%
股本	104.1	138.9	138.9	138.9	138.9	股息收益率	0.0%	0.3%	0.2%	0.3%	0.5%
留存收益	273.6	548.2	592.1	654.5	728.2						
股东权益	378.7	687.1	730.9	793.3	867.1						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	54.1	36.3	55.2	78.8	102.2	EPS(元)	0.38	0.26	0.40	0.57	0.74
加:折旧和摊销	7.7	9.3	8.5	10.1	12.0	BVPS(元)	2.68	4.86	5.26	5.71	6.24
资产减值准备	5.6	6.1	-	-	-	PE(X)	101.1	150.6	97.3	68.2	52.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	14.4	8.0	7.4	6.8	6.2
财务费用	0.6	0.0	2.0	3.0	3.4	P/FCF	13,841.	-30.7	147.6	137.8	-40.8
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	13.8	15.0	11.1	8.5	6.6
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	56.9	138.2	76.4	54.2	43.8
营运资金的变动	-80.9	-106.9	-32.1	-42.7	-212.0	CAGR(%)	13.4%	41.1%	1.3%	13.4%	41.1%
经营活动产生现金流量	6.9	-71.4	33.6	49.3	-94.4	PEG	7.6	3.7	76.4	5.1	1.3
投资活动产生现金流量	-11.7	-96.1	-23.3	-27.1	-31.3	ROIC/WACC	2.4	0.9	1.0	1.4	1.6
融资活动产生现金流量	-11.4	277.3	6.7	0.5	-31.8						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn