



主业定增再扩产，外延业务新发展

投资要点

- **事件:** 近期我们与公司高管就公司业务和未来发展情况进行了交流。
- **公司主业保持稳定增长。** 公司营业收入总额连续多年保持两位数增长，2010-2015 年年复合增速达到 24%，2015 年在国内汽车行业不景气的情况下，公司营业收入取得 11.4% 的增速。2016 年第一季度实现营业收入 1.9 亿，同比增长 20%，归母净利 1527.1 万元，同比上升 34.2%，归母净利增速高于营收增速的原因是营业外收入（政府 163 万元补贴）增加，以及资产减值损失冲减费用。
- **随着 EPS 市场渗透率的提升，业绩将持续增长。** 中国自主品牌汽车的 EPS 搭载率只有 20% 左右，而汽车工业发达的欧美日地区中，EPS 搭载率已超过 50%，尤其是日本，已接近 90%。所以在国内市场中，尤其是对于自主品牌而言，EPS 的发展潜力巨大，公司 EPS 转向零部件处于国内龙头地位，EPS 渗透率提升将增厚公司业绩。
- **材料工艺技术方面，处于行业领先。** 无论是材料处理和加工设备、还是材料工艺技术创新方面，公司都已处于行业的领先地位。目前拥有 34 项发明专利和实用新型专利，公司与江阴兴澄特种钢集团、上海宝钢共同研发专用钢种 S45SC 被广泛应用到转向器齿条、减震器活塞杆市场，行业技术壁垒高。
- **资金充裕、股权集中的形势下，可积极拓展外延业务。** 公司转向、减震业务经过多年发展及积累已进入稳定增长阶段，我们预计管理层会将更多的精力转移至新业务的外延扩张中，以寻求支撑公司长期可持续发展的业务增长点。公司货币资金始终保持充裕状态，第一季度货币资金同比增长 44.1%；公司实际控制人及其一致行动人股权占比之和为 55% 左右。我们预计公司在轻量化、电子化、环保化以及智能制造方面的外延扩张动作值得期待。
- **估值与评级:** 我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.39 元、0.49 元、0.59 元，以 5 月 25 日收盘价 30.45 元为基准，对应 2016-2018 年动态市盈率为 78 倍、62 倍和 52 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示:** 宏观经济增长速度下降；EPS 渗透率推进速度可能不及预期。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	706.62	798.36	897.67	1005.58
增长率	11.38%	12.98%	12.44%	12.02%
归属母公司净利润(百万元)	46.43	54.88	68.62	82.18
增长率	5.31%	18.19%	25.04%	19.76%
每股收益 EPS(元)	0.33	0.39	0.49	0.59
净资产收益率 ROE	9.08%	4.25%	5.05%	5.70%
PE	92	78	62	52
PB	8.05	3.19	3.03	2.86

数据来源: Wind, 西南证券整理

西南证券研究发展中心

分析师: 高翔

执业证号: S1250515030001

电话: 023-67898841

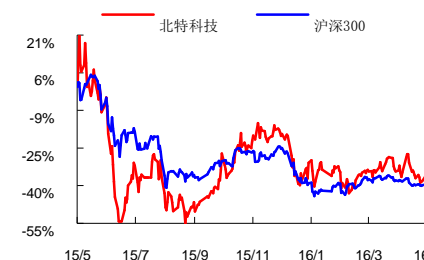
邮箱: gaiox@swsc.com.cn

联系人: 张荫先

电话: 0755-23617478

邮箱: zyx@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.10
流通 A 股(亿股)	1.10
52 周内股价区间(元)	21.74-58.59
总市值(亿元)	33.51
总资产(亿元)	11.25
每股净资产(元)	4.84

相关研究

目录

1. 公司概况：转向及减震系统的二级供应商龙头.....	1
2. 行业发展空间大、细分领域地位突出	2
2.1 汽车行业未来发展空间大.....	2
2.2 EPS 市场渗透率的提升，业绩将持续增长	3
2.3 北特科技核心竞争力突出	5
3. 定向增发和外延业务——“双管齐下”	7
3.1 定向增发带来新的发展契机.....	7
3.2 两大优势下积极推动外延业务	8
4. 盈利预测与投资建议	9
5. 风险提示	9

图目录

图 1：公司供应链体系	1
图 2：公司 2007-2016Q1 营业收入情况	2
图 3：公司 2007-2016Q1 归母公司净利润情况	2
图 4：2002-2015 年减震器和转向器销售情况	2
图 5：2011-2015 中国国内汽车总销售量	3
图 6：汽车电动助力转向系统结构图示	3
图 7：2014 年国内乘用车转向系统的产品格局（按产值计算占比）	4
图 8：北特科技的核心竞争力概览	5
图 9：对主要汽车产销地区覆盖示意图	6
图 10：材料与工艺技术优势概况	6
图 11：北特科技募资项目投产之后产能预测	8
图 12：2013-2016 年货币资金增长情况	8

表目录

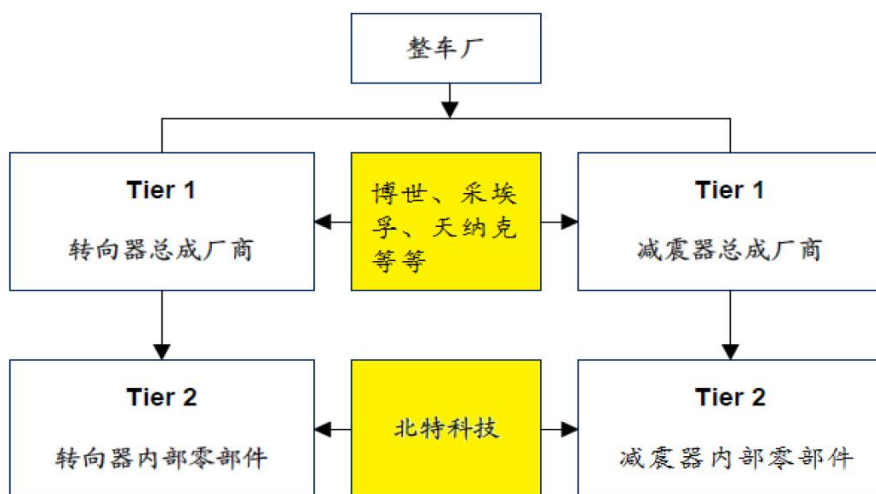
表 1：定向增发募资资金主要投资项目	7
表 2：新增产能情况	7
表 3：营业收入及毛利率预测	9
附表：财务预测与估值	10

1. 公司概况：转向及减震系统的二级供应商龙头

上海北特科技有限公司创建于 2002 年，2014 年公司股票在上海证券交易所挂牌上市。公司主营产品为转向器齿条、减震器活塞杆、齿轮成品和半成品以及阀套、输入轴半成品，其中转向器齿条、减震器活塞杆为汽车保安核心零部件，而转向系统和减震系统直接影响到汽车的安全性、专业性以及舒适性。公司现拥有三家全资子公司长春北特汽车零部件有限公司、天津北特汽车零部件有限公司和重庆北特科技有限公司，并控股上海北特汽车零部件有限公司。

公司处于国内主流车厂的零部件供应链中，为国内汽车行业的二级供应商。公司为多家一线转向器、减震器企业供货，包括国内规模最大的转向器总成厂商博世、蒂森克虏伯、耐世特、一汽光洋、荆州恒隆、浙江万达等，以及国内减震器总成龙头万都、上海汇众萨克斯、一汽东机工、天纳克等。这些一线总成企业都是国内外主流整车厂的一级供应商，直接为整车厂供应核心零部件；公司为一级供应商提供总成内部的高精度零部件，成为二级供应商，形成多层次的供应链体系。

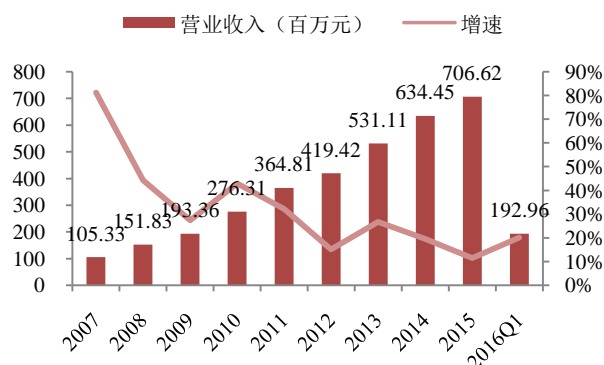
图 1：公司供应链体系



数据来源：公司公告，西南证券整理

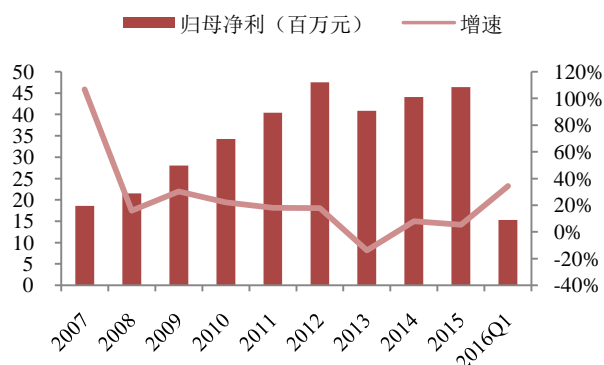
公司营业收入总额连续多年保持两位数增长，2010-2015 年年复合增速达到 24%，2015 年在国内汽车行业不景气的情况下，营收也取得 11.4% 的增速。2016 年第一季度实现营业收入 1.9 亿，同比增长 20%，主要受小排量乘用车购置税减半刺激，以及今年宏观经济弱回暖拉升投资需求和商用车消费的影响，汽车行业维持去年四季度弱复苏态势。一季度归母净利润 1527.1 万元，同比上升 34.2%，归母净利增速高于营收增速的原因是营业外收入（政府 163 万元补贴）增加，以及资产减值损失冲减费用。

图 2：公司 2007-2016Q1 营业收入情况



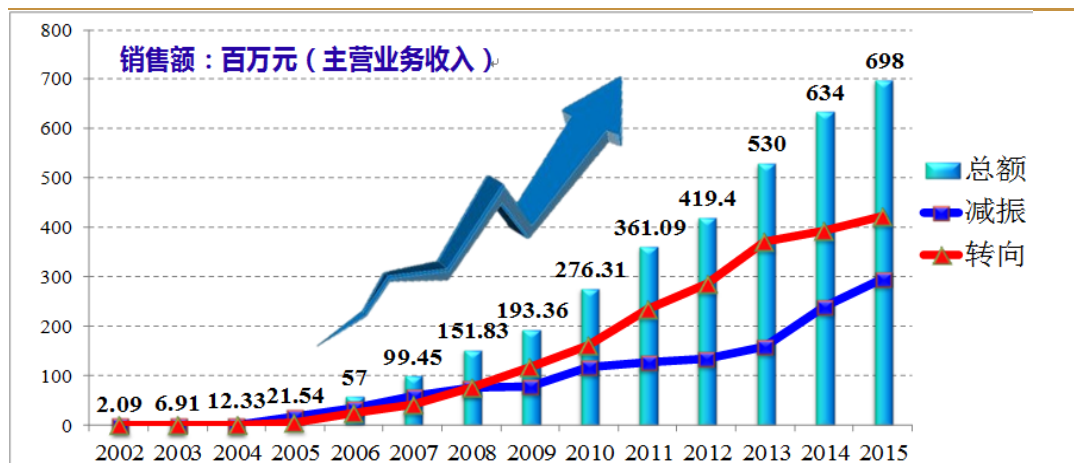
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：公司 2007-2016Q1 归母公司净利润情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：2002-2015 年减震器和转向器销售情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

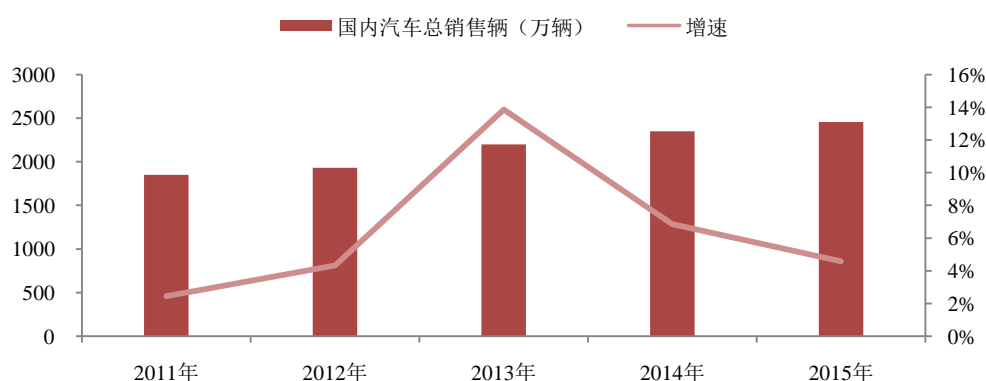
2. 行业发展空间大、细分领域地位突出

2.1 汽车行业未来发展空间大

目前我国千人汽车保有量水平与全球每千人汽车保有量水平仍有差距，我国汽车工业未来的市场成长空间依然巨大，市场持续成长的发展前景依然看好。中国汽车工业从速度发展进入质量发展阶段。从中长期来看，由于汽车普及率还比较低，随中国经济的发展，扩大内需政策的出台，居民收入的增长，消费能力的提升，以及新能源技术的成熟和应用，中国汽车工业及为汽车工业提供配套的本行业还有较大的发展空间。2014 年我国汽车销售总量为 2349.2 万辆，当中乘用车销售量为 1970.1 万辆，占比为 83.9%；商用车销售量为 379.13 万辆，占比为 16.1%。虽然最近几年的汽车增速有所减缓，但我们预测未来平均增速维持在 6% 左右。2015 年，根据市场研究机构 IHS 公开的预测，中国的汽车销量在 2020 年将达到 3068 万辆，接近 2020 年美国预测数 1676 万辆的两倍。

2016 年 1-3 月汽车销售 652 万辆，同比增长 6.0%。其中乘用车销量 566 万辆，同比增长 6.7%，商用车销量 86 万辆，同比上升 1.4%。商用车板块自 14 年第二季度开始负增长，其中 2015 年四个季度降幅逐季减少，并于 2016 年一季度在连续 7 个季度负增长后转正，从长远看，我们预计未来汽车行业整体还有一定的发展空间，因此为整车行业配套的汽车零部件行业同样具有稳定的发展空间。

图 5：2011-2015 中国国内汽车总销售量



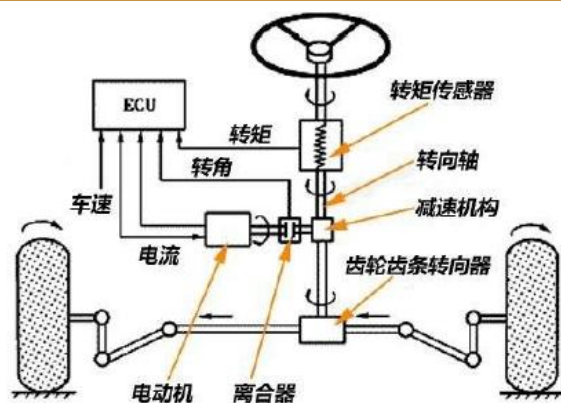
数据来源：中汽协，西南证券整理

2.2 EPS 市场渗透率的提升，业绩将持续增长

转向系统是汽车底盘四大系统之一，在汽车结构构成中起着重要的作用。转向系统主要由转向操纵机构、转向器、转向传动机构三部分组成，至今经历了机械式转向系统（MS）、液压助力转向系统（HPS）、电控液压助力转向系统（EHPS）和电子助力转向系统（EPS）几个发展阶段。

电动助力转向系统（EPS），由电控单元、车速/转矩传感器、电动机等组成。这一系统依靠传感器采集车速、转角信息，输送给 ECU，并相应调整电动机旋转方向、助力电流大小，再将辅助动力施加到转向系统。这一系统结构精简，质量体积小、能耗低，反馈灵敏迅速。

图 6：汽车电动助力转向系统结构图示



数据来源：公司公告，西南证券整理

目前，国内外转向系统市场具有如下特点和趋势：

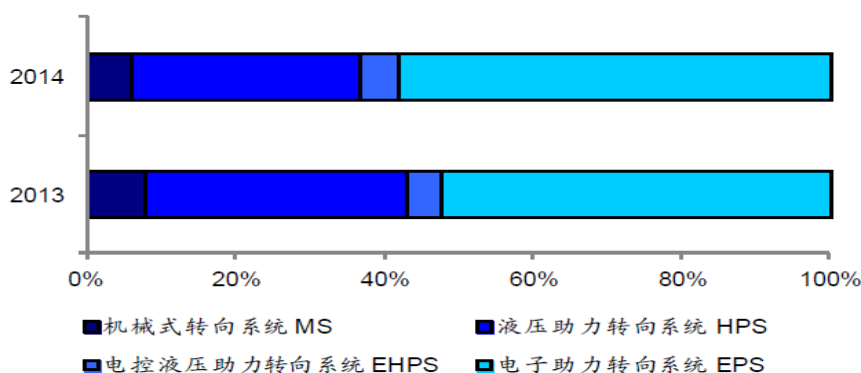
(1) 全球汽车转向系统市场巨大，市场集中度高。2014 年全球汽车转向系统市场规模超过 9000 万台，销售额达到 311 亿美元。其格局如下：捷太格特占 29.5%，采埃孚占 22.5%，恩斯克占 11.8%，天合（采埃孚收购）占 11.5%，耐世特（中航工业收购）占 4.8%，昭和占 3.4%，蒂森克虏伯占 2%。

(2) 随着中国汽车规模的扩大，国内汽车转向系统市场发展迅速，且自主品牌的占有率较高。在国内市场中，2014 年中国汽车转向系统市场规模增至 2389 万套，其中乘用车转向系统需求量增至 1992 万套。一些自主品牌转向系统企业发展也比较快，如恒隆、豫北、世宝、三环、万达、易力达等，在国内商用车领域，自主品牌占有率达 85%，乘用车领域也达到 50% 左右。

(3) 随着汽车排放法规的日趋严格，中国 EPS 转向系统市场潜力巨大。与传统液压助力转向系统相比，EPS 可独立于发动机工作，能节省油耗约 5%~8%。所以 EPS 产品需求量增长迅速，正在不断替代 HPS 成为汽车转向系统市场的主流。从汽车工业发达的欧美日地区来看，EPS 搭载率已超过 50%，尤其是日本，已接近 90%。

根据盖世汽车研究院最新统计，截止 2015 年 6 月，中国国内在售乘用车车型中使用 HPS 的约为 63%，使用 EPS 约为 35%，而中国自主品牌汽车的 EPS 搭载率只有 20% 左右。所以在国内市场中，尤其是对于自主品牌，EPS 的发展潜力巨大。

图 7：2014 年国内乘用车转向系统的产品格局（按产值计算占比）



数据来源：公司公告，西南证券整理

(4) 从未来发展趋势来看，EPS 既是电子控制技术、微型电机、高精度传感器的集成者，也是现代汽车节能、环保、安全性能提升的技术支撑者。

EPS 为何如此受青睐？主要原因有以下几个方面：

➤ EPS 只在转向时电机才提供助力，可以显著降低燃油消耗

液压助力转向系统由发动机带动转向油泵，不管转向或者不转向都要消耗发动机部分动力。而 EPS 只是在转向时才由电机提供助力，不转向时不消耗能量。与液压助力转向系统对比试验表明：不转向时，电动助力转向可以降低燃油消耗 2.5%；转向时，可以降低 5.5%。

➤ 转向助力大小可以通过智能化调整，能够兼顾低速时的转向轻便性和高速时的操纵稳定性，回正性能好

液压助力转向系统提供的转向助力不能随车速的提高而改变，而 EPS 提供的助力可通过智能化程序进行调整。低速时，EPS 可以提供较大的转向助力，实现转向轻便性；随着车速提高，转向助力可以逐渐减小，转向时转向力将逐渐增大，这样驾驶员就感受到明显的“路感”，提高了车辆稳定性。

另外，EPS 还可以施加一定的附加回正力矩或阻尼力矩，使得低速时转向盘能够精确地回到中间位置，而且可以抑制高速回正过程中转向盘的振荡和超调，兼顾了车辆高、低速时的回正性能。

➤ 实现精准、及时、智能化控制

汽车发展的方向是电气化、智能互联，EPS 可以通过电信号与全车各相关系统间进行信号传输，从而实现精准、及时和智能化的控制。

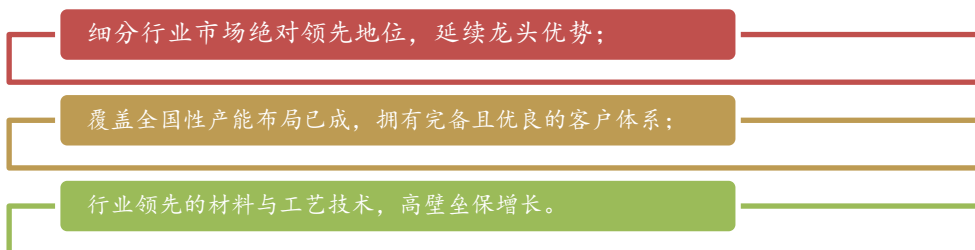
➤ 模块化设计，体积小，节约成本

EPS 没有液压转向油泵、油缸、液压管路等部件，而且电机及减速机构可以和转向柱、转向器做成一个整体，使得整个转向系统结构紧凑、质量轻。通过程序的设置，容易与不同车型匹配，可以缩短生产和开发周期，有效降低成本。

2.3 北特科技核心竞争力突出

公司在不计算售后市场的情况下，销售量在国内转向器齿条以及减震器活塞杆细分行业内绝对领先，并延续龙头优势；重庆新工厂的设立，帮助公司完成覆盖全国的产能布局；无论是材料处理还是工艺方面，都处于行业领先地位，材料处理设备齐全，技术研发方面领先于同行业，高壁垒下保增长。

图 8：北特科技的核心竞争力概览



数据来源：公司公告，西南证券整理

2.3.1 细分行业市场绝对领先地位，延续龙头优势

公司为汽车行业二级供应商，2015 年度公司累计销售转向类齿条及相关部件 2438 万支，累计销售减震器类活塞杆及相关部件 4060 万支，相当于配套新车超过 1000 万辆，在不计算售后市场的情况下，销售量在国内转向器齿条以及减震器活塞杆细分行业内绝对领先，连续多年保持细分市场龙头地位，销售增长速度高于行业平均增速。其中，转向器方面，竞争对手主要是上海格尔汽车附件有限公司、浦项世亚线材（南通）有限公司。减震器方面，竞争对手主要是锦州万友机械部件、宁波培源。

2.3.2 覆盖全国性产能布局已成，拥有完备且优良的客户体系

公司第二届董事会第十七次会议审议通过《关于设立重庆子公司的议案》，完成对西南汽车产区的布局，至此，公司已完成对国内汽车主机厂东北地区、华北地区、华东地区、华中地区、华南地区、西南地区等主要汽车产销地区的全覆盖（见图9）。

图9：对主要汽车产销地区覆盖示意图



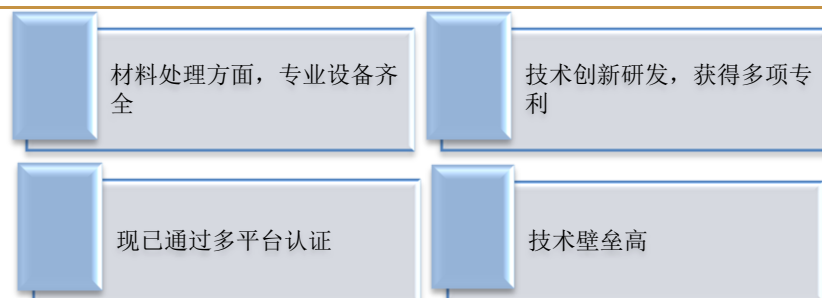
数据来源：公司2015年年度报告，西南证券整理

2.3.3 行业领先的材料与工艺技术，高壁垒保增长。

公司所属转向器齿条、减震器活塞杆细分行业为汽车主要保安核心零部件，具有很强的技术壁垒和行业壁垒。因为保安部件不同于普通的零部件，不仅对机械加工工艺有标准化、精细化、专业化的要求，更对原材料有很高的要求。

材料处理方面，公司拥有先进的中频感应调质生、连拔生产线，具备先进的原材料处理能力；无论是机加工方面还是专业加工方面都构成专业化的开发和生产能力；检测方面，已经配备光谱分析仪等精度测量设备；先进的材料处理和工艺设备性能布局以及检测仪器配备，为公司现有的转向产品和减震产品提供了硬件技术支持，为后续的延伸加工提供了技术和能力储备。

图10：材料与工艺技术优势概况



数据来源：西南证券整理

材料技术研发方面，在保安零部件材料研发以及长杆件调质技术方面处于细分行业领先地位，目前拥有 34 项发明专利和实用新型专利，公司与江阴兴澄特种钢集团、上海宝钢共同研发专用钢种 S45SC 被广泛应用到转向器齿条、减震器活塞杆市场。同时公司作为主要起草单位的“乘用车转向器齿条专用毛坯技术标准”项目已经获得全国汽车标准化技术委员会立项，目前已向国家工业和信息化部申报。

同时由于公司产品的保安零部件的特性，存在认证审核严格、认证周期长、检测费用巨大等行业特性，一般一个新产品认证周期在两年以上且检测实验花费巨大，因此有着行业准入门槛较高、长期稳定合作等行业特性，公司产品目前已通过多个整车厂平台认证，存在较高的行业壁垒，相对于同行业竞争企业，存在着较大的优势。

在目前汽车行业中，减震器是一种消耗品，据不完全统计，一般运营车辆单车生命周期内对应需求 2-3 套，减震器在行驶过程中发生着大量磨损、老化，当存在加速显著后倾、刹车显著前倾、转向不足或过度、方向盘震动等问题时，需要更换汽车减震器。因此，汽车减震器同时存在前装 OEM、后装 AM 市场，随着我国汽车保有量的持续增加，未来减震器的 AM 市场的增量将会很大，预期公司将跟随下游客户持续受益于减震器后市场。

3. 定向增发和外延业务——“双管齐下”

3.1 定向增发带来新的发展契机

2016 年 2 月 2 日，公司非公开发行股票申请获得证监会发审委无条件通过，本次非公开发行股票项目公司预计融资 7.5 亿，募投资金主要投向以下项目：

表 1：定向增发募投资金主要投资项目

序号	项目名称	投资总额（万元）	拟使用募集资金金额
1	高精度汽车转向器和减震器零部件产业化项目	40,239	35,824
2	汽车电控转向系统关键零部件优化工艺扩能降耗项目	10,912	10,912
3	汽车用高精度减震器零部件扩产项目	3,550	3,550
4	偿还银行贷款及补充流动资金	21,500	21,500
合计		76,201	71,786

数据来源：公司公告，西南证券整理

本次非公开发行项目可以有效解决公司产能不足的瓶颈。预计 2016 年新增 385 万支齿条及 800 万支活塞杆产能；2017 年新增 150 万支齿条及 800 万支活塞杆产能。

表 2：新增产能情况

在建产能工厂名称	预计投产日期	预计产能
高精度汽车转向器零部件和减震零部件产业化项目	2016 年	齿条 385 万支、小件 500 万支、活塞杆 800 万支
重庆北特新工厂	2017 年	活塞杆 800 万支、齿条 150 万支

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：北特科技募资项目投产之后产能预测



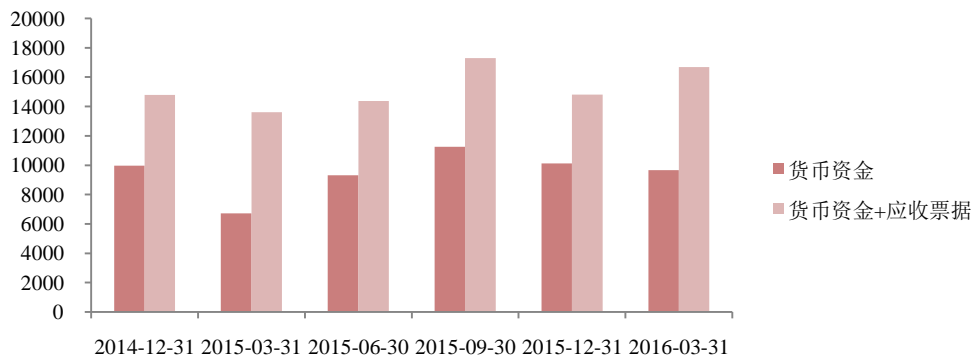
注：图示 2016-2017 年的产能为设计产能，实际完全达产需 1-2 年时间。数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 两大优势下积极推动外延业务

在新能源汽车、ADAS、智能驾驶及无人驾驶浪潮中，轻量化、电子化、环保化以及智能制造成为汽车零部件厂商产品结构升级乃至业务外延转型的主要方向，公司转向、减震业务经过多年发展及积累已进入稳定增长阶段，我们预计管理层会将更多的精力转移至新业务的外延扩张中，以寻求支撑公司长期可持续发展的业务增长点。

资金充裕。公司货币资金始终保持充裕状态，第一季度货币资金同比增长 44.1%，定向增发完成之后，除去债务偿还，仍会有大量资金剩余。资金充裕奠定公司拓展外延业务的基础。

图 12：2013-2016 年货币资金增长情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

股权集中。公司目前总股本为 1.1 亿股，公司实际控制人及其一致行动人股权占比合计 55%左右，即使定向增发完成后（一致行动人参与 10-20%），股权稀释效应很小，控股股东仍然保持对公司的控制。

4. 盈利预测与投资建议

关键假设：

转向器业务：随着 EPS 市场渗透率的提升以及定向增发之后，转向器产能不断扩张，我们认为公司转向器业务增速将大于行业增速。我们预计 2016-2018 年销售收入增速为 17.0%、16.0%、15.0%，毛利率分别为 23.0%、23.0%、22.5%。

减震器业务：处于行业领先地位，我们预计 2016-2018 年销售收入增速为 8.9%、8.5%、8.5%，毛利率分别为 23.0%、23.0%、22.5%。

我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.39 元、0.49 元、0.59 元，以 5 月 25 日收盘价 30.45 元为基准，对应 2016-2018 年动态市盈率为 78 倍、62 倍和 52 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 3：营业收入及毛利率预测

百万元	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
合计						
主营业务收入	523.51	626.63	702.44	793.64	892.35	999.62
增速		19.70%	12.10%	12.98%	12.44%	12.02%
营业成本	406.12	485.86	542.06	611.15	687.16	774.71
毛利率	22.42%	22.46%	22.83%	22.99%	22.99%	22.50%
转向器类零部件						
营业收入	237.93	308.54	356.20	416.75	483.43	555.95
增速		29.68%	15.45%	17.00%	16.00%	15.00%
营业成本	178.22	240.86	275.41	320.90	372.24	430.86
毛利率	25.10%	21.94%	22.68%	23.00%	23.00%	22.50%
减震器类零部件						
营业收入	285.58	318.09	346.24	376.88	408.92	443.67
增速		11.38%	8.85%	8.85%	8.50%	8.50%
营业成本	227.90	245.00	266.65	290.25	314.92	343.85
毛利率	20.20%	22.98%	22.99%	22.99%	22.99%	22.50%

数据来源：西南证券整理

5. 风险提示

目前，中国汽车行业需求亦因宏观经济增长速度下降而增长趋缓；EPS 渗透率推进速度可能并不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	706.62	798.36	897.67	1005.58	净利润	48.05	56.80	71.02	85.05
营业成本	545.90	614.79	691.26	779.32	折旧与摊销	39.24	51.75	64.96	78.02
营业税金及附加	2.82	3.19	3.58	4.02	财务费用	19.87	14.58	9.77	9.58
销售费用	16.81	19.16	22.44	23.13	资产减值损失	3.90	4.00	4.50	4.50
管理费用	61.33	75.84	83.48	85.47	经营营运资本变动	116.25	-32.44	-11.41	-25.85
财务费用	19.87	14.58	9.77	9.58	其他	-159.41	9.15	-6.15	-4.20
资产减值损失	3.90	4.00	4.50	4.50	经营活动现金流净额	67.90	103.84	132.68	147.11
投资收益	0.05	0.00	0.00	0.00	资本支出	-73.03	-200.00	-200.00	-113.23
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-42.96	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	-115.99	-200.00	-200.00	-113.23
营业利润	56.05	66.80	82.63	99.56	短期借款	-92.96	15.00	50.00	50.00
其他非经营损益	2.73	2.66	2.93	2.92	长期借款	-19.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	58.77	69.46	85.56	102.47	股权融资	51.13	750.00	0.00	0.00
所得税	10.72	12.67	14.55	17.42	支付股利	-23.47	0.00	0.00	0.00
净利润	48.05	56.80	71.02	85.05	其他	146.55	-28.86	-9.77	-9.58
少数股东损益	1.62	1.91	2.39	2.87	筹资活动现金流净额	62.25	736.14	40.23	40.42
归属母公司股东净利润	46.43	54.88	68.62	82.18	现金流量净额	14.18	639.98	-27.09	74.30
资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	101.11	741.09	714.00	788.29	成长能力				
应收和预付款项	325.78	357.55	390.36	437.99	销售收入增长率	11.38%	12.98%	12.44%	12.02%
存货	140.40	157.28	176.53	199.35	营业利润增长率	9.23%	19.19%	23.69%	20.48%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	5.78%	18.19%	25.04%	19.76%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	13.47%	15.61%	18.20%	18.94%
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	439.38	597.41	742.24	787.23	毛利率	22.75%	22.99%	22.99%	22.50%
无形资产和开发支出	92.14	82.36	72.58	62.80	三费率	13.87%	13.73%	12.89%	11.75%
其他非流动资产	2.47	2.47	2.47	2.47	净利率	6.80%	7.11%	7.91%	8.46%
资产总计	1101.29	1938.16	2098.17	2278.13	ROE	9.08%	4.25%	5.05%	5.70%
短期借款	235.00	250.00	300.00	350.00	ROA	4.36%	2.93%	3.38%	3.73%
应付和预收款项	272.06	301.21	339.34	383.26	ROIC	7.99%	7.69%	7.41%	7.87%
长期借款	16.00	16.00	16.00	16.00	EBITDA/销售收入	16.30%	16.68%	17.53%	18.61%
其他负债	48.86	34.79	35.64	36.63	营运能力				
负债合计	571.91	601.99	690.99	785.89	总资产周转率	0.70	0.53	0.44	0.46
股本	110.04	139.98	139.98	139.98	固定资产周转率	2.31	2.07	1.78	1.66
资本公积	184.04	904.10	904.10	904.10	应收账款周转率	4.25	3.96	4.10	4.23
留存收益	223.64	278.52	347.14	429.32	存货周转率	4.09	4.10	4.09	4.10
归属母公司股东权益	517.71	1322.59	1391.22	1473.40	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.36%	—	—	—
少数股东权益	11.66	13.58	15.97	18.84	资本结构				
股东权益合计	529.38	1336.17	1407.19	1492.24	资产负债率	51.93%	31.06%	32.93%	34.50%
负债和股东权益合计	1101.29	1938.16	2098.17	2278.13	带息债务/总负债	43.89%	44.19%	45.73%	46.57%
					流动比率	1.08	2.25	1.98	1.92
					速动比率	0.81	1.97	1.71	1.65
					股利支付率	50.54%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.33	0.39	0.49	0.59
					每股净资产	3.78	9.55	10.05	10.66
					每股经营现金	0.49	0.74	0.95	1.05
					每股股利	0.17	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	115.16	133.13	157.36	187.16					
PE	91.79	77.67	62.11	51.86					
PB	8.05	3.19	3.03	2.86					
PS	6.03	5.34	4.75	4.24					
EV/EBITDA	30.50	28.43	24.54	20.50					
股息率	0.55%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源：Wind，西南证券整理

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

北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

赵晨阳（上海办公）

021-68416926

15821921712

zcy@swsc.com.cn