

2017年02月16日

英维克 (002837.SZ)

公司分析

具备核心竞争力的精密温控节能设备提供商

投资要点

- 业绩增长较快,产品线逐渐丰富:** 公司是一家国内领先的精密温控节能设备提供商,目前拥有户外机柜温控节能设备、机房温控节能设备、新能源车用空调三大产品线。2016年上半年度,三大产品线营业收入占比分别为36.22%、43.49%和17.68%,其中新能源车用空调自2015年下半年开始销售,逐渐成为公司新的业绩增长点。2013年至2016年前三季度,公司营业收入分别为21,853.96万元、27,542.17万元、42,130.31万元以及37,155.71万元,分别实现归属于母公司净利润3,332.31万元、4,253.06万元、6,780.39万元以及5,508.37万元。对应2013年至2015年营业收入同比增长分别达到52.10%、26.03%和52.97%。净利润增速分别为24.63%、27.63%和59.42%,两者均实现较快增长。
- 主要产品应用领域广泛,下游行业需求大:** 精密温控节能设备可广泛应用于通信、互联网、智能电网、轨道交通、金融、云计算、物联网、智慧城市等对主要设备运行环境有着较高要求的行业,且相关行业需求增长迅速。分产品线来看,户外机柜方面,根据工业和信息化部统计,2010至2016年,中国移动电话基站数量由139.8万个增长到了559.4万个,年复合增长率高达26%。机房市场规模也持续扩张,2009-2015年国内机房市场规模增长了6倍,年均增长率超过30%。新能源车领域,在2017年1月14-15日举办的“2017电动汽车百人会论坛”上,工信部部长苗圩表示,2020年国内新能源汽车产量要达到200万辆,2025年在新车销量中的份额要达到20%,可以预计,未来新能源车市场仍将维持高速增长。综合上述背景下,公司产品需求前景看好。
- 公司拥有核心技术优势,募投项目优化业务布局:** 公司始终重视新技术的研发和积累,2013年、2014年、2015年及2016年上半年度,公司研发投入占比分别为5.63%、5.31%、4.55%和4.03%,研发投入占比维持较高水平。公司自创立以来共获得软件著作权9项,专利权68项,其中发明专利8项,拥有多项核心技术。2017年1月,公司获批为深圳市博士后创新实践基地。通过多年的发展,公司在业内积累了较高的品牌知名度。募投项目精密温控节能设备产业项目通过长三角地区生产基地的营建,强化公司对非华南地区,尤其是对华东、华北乃至东北地区业务影响力,进一步满足客户需求,并与公司华南之生产基地形成良好呼应,完善公司的业务区域布局,提升行业竞争力。研发中心项目的技术研发成果将成为公司实现自主创新目标的坚实基础,更是未来赢得更多市场份额,实现总体发展战略的重要平台。
- 投资建议:** 我们预测公司2016年至2018年每股收益分别为0.94、1.15和1.52元。净资产收益率分别为12.5%、13.6%和15.7%,给予买入-B建议,6个月目标价为68元,相当于2018年44.74倍的动态市盈率。
- 风险提示:** 应收账款发生坏账损失的风险;通信运营商等客户采购模式变化的风险;知识产权风险;经营活动产生现金流量净额持续低于净利润的风险。

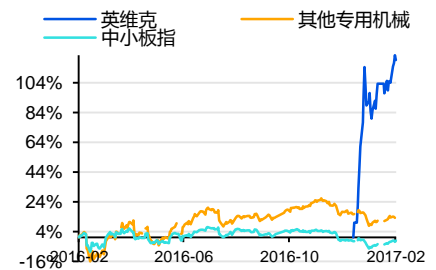
机械 | 其他专用机械 III

投资评级	买入-B(首次)
6个月目标价	68元
股价(2017-02-16)	56.80元

交易数据

总市值(百万元)	4,544.00
流通市值(百万元)	1,136.00
总股本(百万股)	80.00
流通股本(百万股)	20.00
12个月价格区间	23.76/60.00元

一年股价表现



资料来源:贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.44	6.77	-1.53
绝对收益	11.2		

分析师

叶中正
 SAC执业证书编号: S0910516080001
 yezhongzheng@huajinsec.cn

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	275.4	421.3	495.7	635.3	825.4
同比增长(%)	26.0%	53.0%	17.7%	28.2%	29.9%
营业利润(百万元)	43.2	66.5	80.7	98.3	131.5
同比增长(%)	54.9%	54.2%	21.3%	21.8%	33.8%
净利润(百万元)	42.5	67.8	75.4	92.3	121.7
同比增长(%)	27.6%	59.4%	11.2%	22.5%	31.8%
每股收益(元)	0.53	0.85	0.94	1.15	1.52
PE	99.8	62.6	56.3	46.0	34.9
PB	28.7	19.7	7.0	6.3	5.5

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、精密温控节能设备提供商	5
(一) 产品线逐渐丰富, 新能源车空调成为新业绩增长点.....	5
(二) 业绩增长较快, 资产运营效率有待提高.....	6
(三) 股权结构集中, 管理层经验丰富.....	7
二、主要产品应用领域广泛, 下游行业需求大	7
(一) 精密温控节能设备应用领域广泛.....	7
(二) 下游细分行业增速较快, 行业需求旺盛.....	8
1、传统应用领域通信行业稳步发展.....	8
2、智能电网等户外机柜新兴应用领域投资持续扩大.....	9
3、数据中心的大规模建设带来持续性的机房温控节能设备需求.....	10
4、新能源车产业规模持续扩大, 带动车用空调市场快速发展.....	10
三、公司拥有核心技术优势, 募投项目优化业务布局	11
(一) 重视研发投入, 精密温控领域拥有核心技术优势.....	11
(二) 公司品牌知名度高, 客户粘性强.....	11
(三) 募投项目优化业务布局, 提升核心竞争力.....	12
四、盈利预测与估值	12
(一) 盈利预测假设.....	12
(二) 可比公司估值.....	13
五、风险提示	14

图表目录

图 1: 三大产品线营业收入占比.....	5
图 2: 三大产品线毛利率(单位: %).....	5
图 3: 公司营业收入及归母净利润情况.....	6
图 4: 公司境内外营业收入情况.....	6
图 5: 公司经营现金净额与净利润情况(单位: 万元).....	6
图 6: 2016 年上半年公司应收账款账龄分布.....	6
图 7: 公司上市前股权结构.....	7
图 8: 产品应用领域及相关客户.....	8
图 9: 中国通信行业固定资产投资规模及增速.....	8
图 10: 2006-2014 年中国户外机柜渗透率(单位: %).....	9
图 11: 我国移动电话、3G/4G 基站数量及增长情况.....	9
图 12: 2009-2020 年中国电网计划总投资与智能化投资趋势图(单位: 亿元).....	9
图 13: 中国与全球 IDC 规模.....	10
图 14: 中国机房温控节能设备市场规模(单位: 亿元).....	10
图 15: 2013-2016 年我国新能源车产销量情况.....	10
图 16: 汽车空调产量及市场规模.....	10
图 17: 公司研发投入占比.....	11
图 18: 公司几项核心技术.....	11
表 1: 公司三大产品线.....	5
表 2: 公司管理层简介.....	7

表 3：公司品牌建设/得奖概况.....	11
表 4：公司募投项目概况.....	12
表 5：可比公司估值情况.....	13




一、精密温控节能设备提供商

公司是一家国内领先的精密温控节能设备提供商，致力于为云计算数据中心、通信网络、物联网的基础架构及各种专业环境控制领域提供解决方案。产品广泛应用于通信、互联网、智能电网、轨道交通、金融、医疗、新能源车等行业。公司已服务于中国联通、华为、中兴通讯、比亚迪等国内外知名客户。

（一）产品线逐渐丰富，新能源车空调成为新业绩增长点

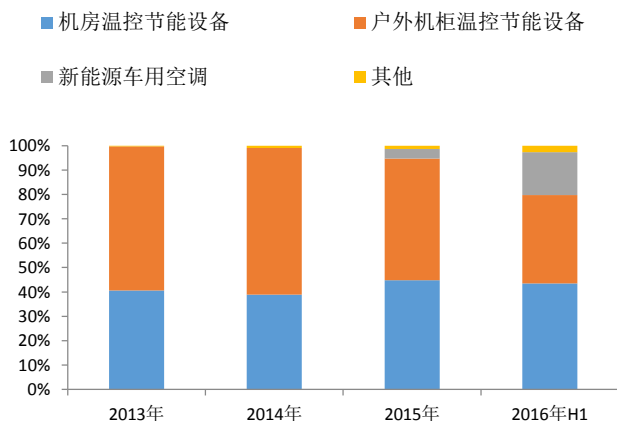
公司主要从事精密温控节能设备的研发、生产、销售业务，拥有户外机柜温控节能设备、机房温控节能设备、新能源车用空调三大产品线。公司产品主要功能为：通过对设备所处环境的温度、湿度等指标进行智能化控制，保障设备运转处于最佳状态，并达到环保、节能的效果。

表 1：公司三大产品线

产品线	示意图	主要应用领域
户外机柜温控节能设备		无线通信基站及有线宽带接入点、智能电网各级输配站点、新能源分布式储电网各级输配站点、智慧城市采集监控点电站等
机房温控节能设备		通信、互联网、云计算、轨道交通、网络通信、金融、数据中心等行业以及各种实验室检测等需要高精密度温湿度环境控制领域
新能源车用空调		新能源公共交通、旅运及城市客运、物流、专用车等领域

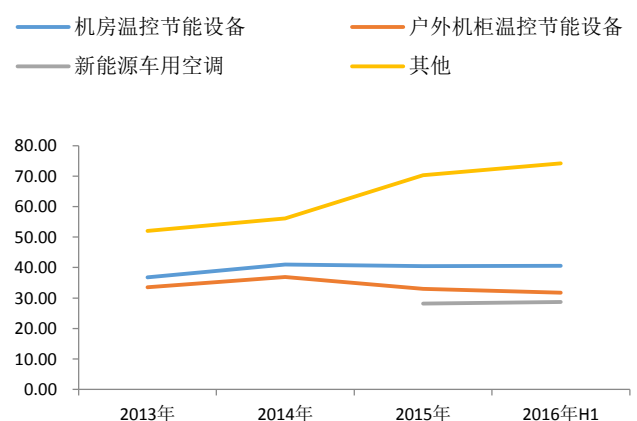
资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

图 1：三大产品线营业收入占比



资料来源：华金证券研究所，Wind

图 2：三大产品线毛利率（单位：%）



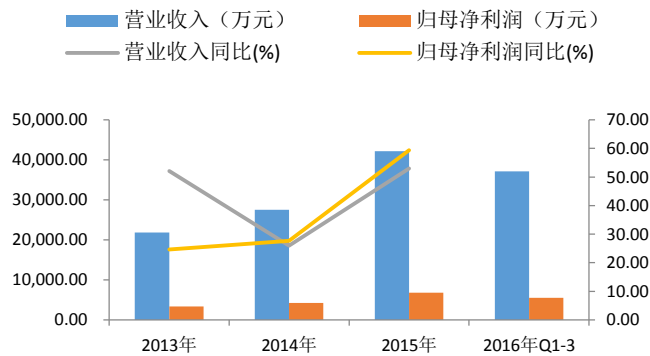
资料来源：华金证券研究所，Wind

公司新能源车用空调从 2015 年下半年开始销售，目前下游应用主要以新能源大巴车空调为主。伴随着新能源车市场的迅速增长，公司新能源车用空调销售收入增长显著，并且逐渐成为新的业绩增长点。毛利率方面，公司三大类产品中，机房温控节能设备的毛利率水平最高，2013 年至 2016 年上半年，分别为 36.77%、40.98%、40.42%和 40.55%。新能源车用空调业务由于起步较晚，且规模相对较小，该业务的规模效应尚未显现，相应的毛利率水平也比较低。

（二）业绩增长较快，资产运营效率有待提高

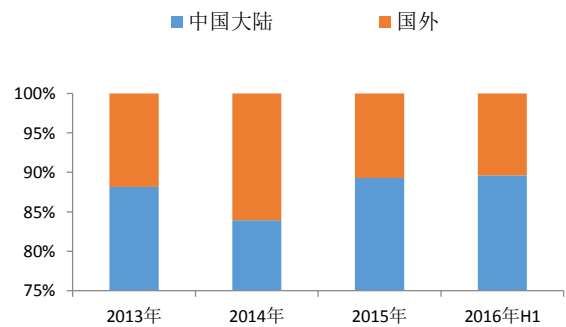
2013 年、2014 年、2015 年及 2016 年前三季度，公司营业收入分别为 21,853.96 万元、27,542.17 万元、42,130.31 万元以及 37,155.71 万元，分别实现归属于母公司净利润 3,332.31 万元、4,253.06 万元、6,780.39 万元以及 5,508.37 万元。2013 年至 2015 年营业收入同比增长分别达到 52.10%、26.03%和 52.97%。净利润增速分别为 24.63%、27.63%和 59.42%，增长速度较快。在保持国内领先地位的同时，公司积极拓展海外市场，实现了境内外市场的均衡布局。

图 3：公司营业收入及归母净利润情况



资料来源：华金证券研究所，Wind

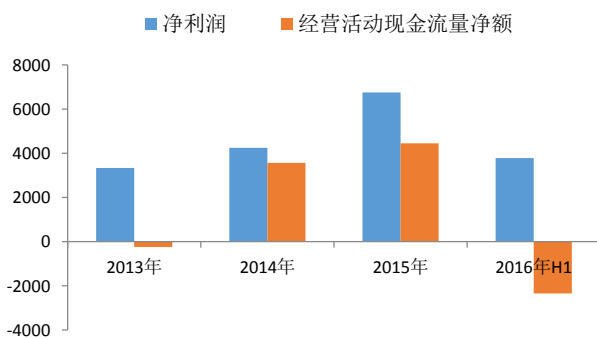
图 4：公司境内外营业收入情况



资料来源：华金证券研究所，Wind

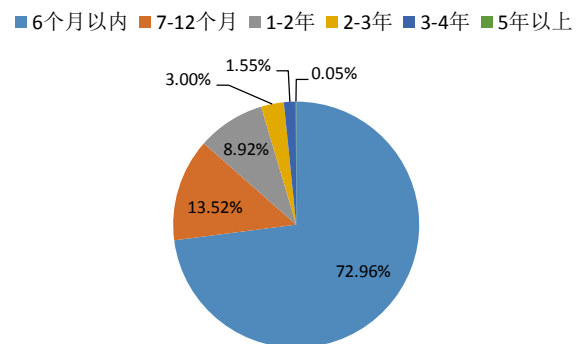
从现金流角度来看，由于公司营业收入和经营现金流在会计年度内分布不均衡，且应收账款较多，公司经营活动现金流量净额连续 4 年低于公司当年实现净利润，公司短期偿债能力欠佳，资产运营效率有待提高。但从应收账款账龄分布来看，2016 年上半年，公司 6 个月以内应收账款占比为 72.96%，且应收账款前五名客户均为国内规模较大的行业龙头企业，其信誉良好，支付能力强。公司应收账款可回收性较好，坏账风险小。

图 5：公司经营现金净额与净利润情况（单位：万元）



资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

图 6：2016 年上半年公司应收账款账龄分布

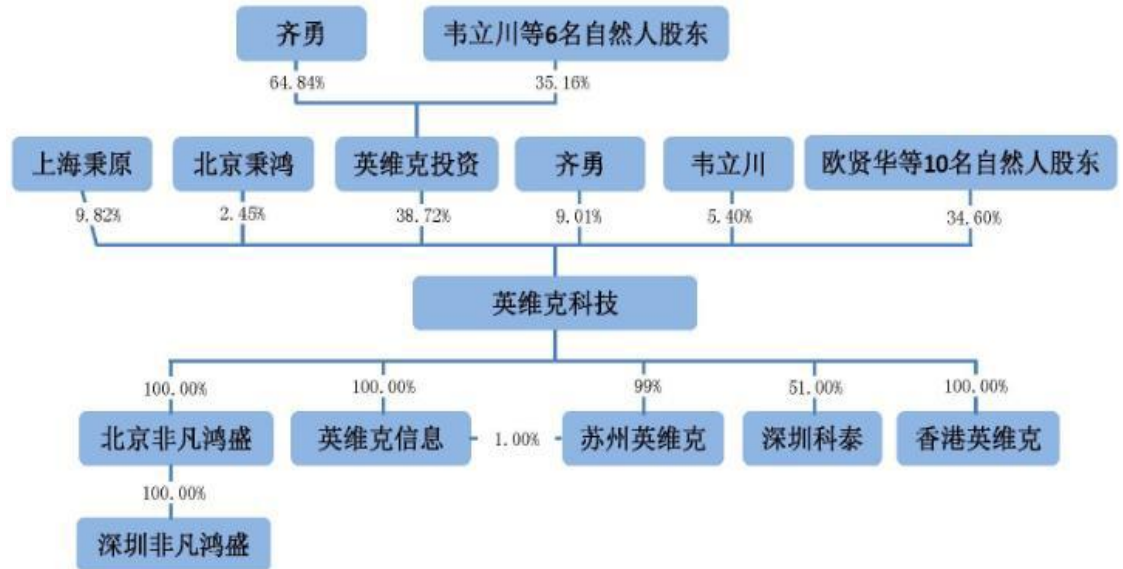


资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

（三）股权结构集中，管理层经验丰富

英维克投资持有公司 2,323,2060 万股股份，持股比例为 38.72%，为公司控股股东。齐勇直接持有公司 9.01% 股份份额，并持有公司控股股东英维克投资股权比例达 64.84%，合计可控制公司 47.73% 的有表决权股份，系公司的实际控制人。

图 7：公司上市前股权结构



资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

公司管理层曾在华为电气、艾默生等大型跨国企业任职，具有丰富的企业经营管理经验，对本行业的发展趋势有深刻的理解。

表 2：公司管理层简介

姓名	出生年份	公司职务	任职经历
齐勇	1968 年	董事长；总经理	曾供职于内蒙古包头钢铁公司，并在华为电气、艾默生等大型跨国企业任职多年
韦力川	1976 年	董事；新技术部总监	曾供职于广州美的、艾默生
欧贤华	1973 年	董事；董事会秘书	曾供职于东莞新科电子、华为电气、艾默生、国成投资
方天亮	1969 年	董事；财务总监	曾任职于中国建设银行股份有限公司湖北省分行、中电通信科技有限公司、广东金融学院

资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

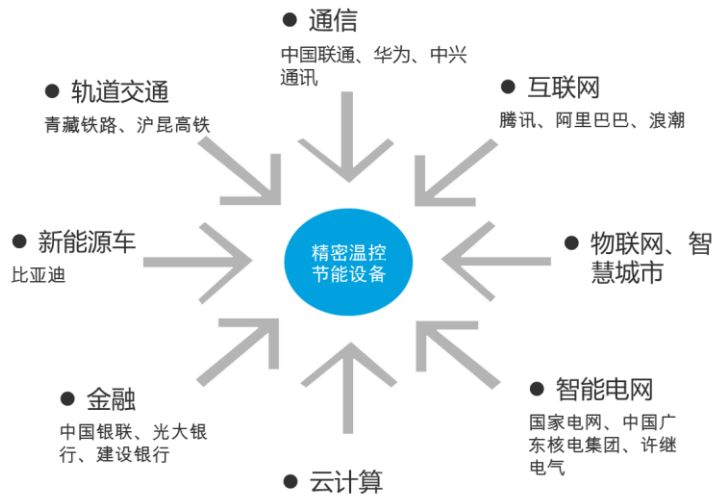
二、主要产品应用领域广泛，下游行业需求大

（一）精密温控节能设备应用领域广泛

精密温控节能设备可广泛应用于通信、互联网、智能电网、轨道交通、金融、云计算、物联网、智慧城市等对主要设备运行环境有着较高要求的行业。公司三大产品线，能够为客户提供共

计约 40 类产品，除能充分满足通信等传统客户需求外，还进入了互联网、智能电网、轨道交通等新兴应用领域。

图 8：产品应用领域及相关客户



资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

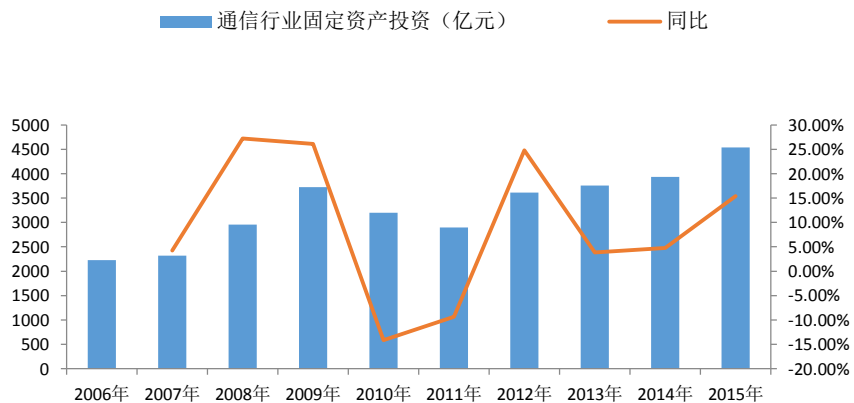
未来，公司将充分利用并发展固有的技术、产品、客户、品牌及管理优势，对新的市场机遇作出迅速、准确的反应，将公司产品推向医疗、高端装备、新能源等新的应用领域，实现逐个细分市场争第一的战略发展目标。

（二）下游细分行业增速较快，行业需求旺盛

1、传统应用领域通信行业稳步发展

回顾通信行业历年固定资产投资的状况，可以发现我国通信行业固定资产投资规模始终维持在较高水平，2015 年，中国通信业固定资产投资已达创纪录的 4,539 亿元。从增速来看，2013 年至 2015 年，我国通信行业固定资产投资增速也呈现逐年上升的趋势。未来，随着信息技术进入 4G、大数据、移动互联时代，中国通信行业固定资产投资规模有望进一步扩大。

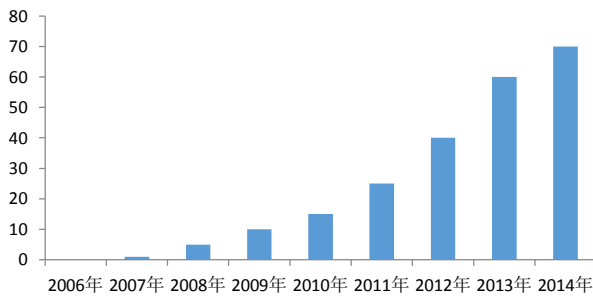
图 9：中国通信行业固定资产投资规模及增速



资料来源：华金证券研究所，工业与信息化部

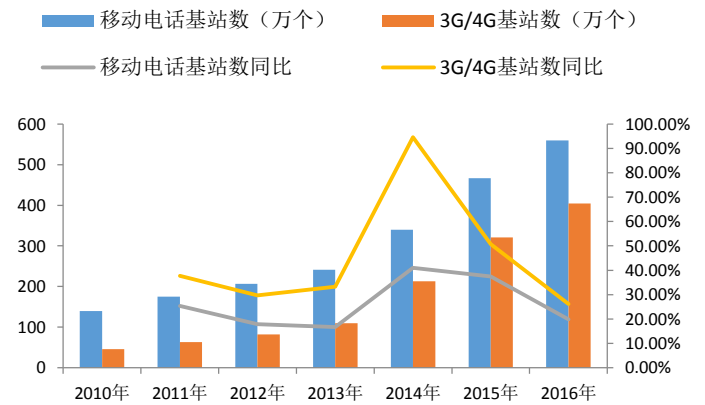
4G 技术的逐渐普及引发了通信运营商新一轮的激烈竞争。而网络覆盖率系通信运营商的核心竞争能力之一，衡量网络覆盖率的重要指标即为基站规模。随着技术的发展，具有适应性广、安装灵活、耗电量少等优异性能的户外机柜对于通信运营商而言无疑为扩充网络的高性价比方式，户外机柜渗透率近年来也在不断提升。根据工业和信息化部统计，2010 至 2016 年，中国移动电话基站数量由 139.8 万个增长到了 559.4 万个，年复合增长率约为 26%。基站数量的激增带来了机柜温控节能设备的巨大需求。不同于同行业公司大部分是从工业散热领域延伸至通信基站散热领域，公司直接从通信散热切入，逐渐形成了自身的核心优势，在解决户外机柜供电质量不高、远程状态控制等问题方面具有较大的优势。

图 10：2006-2014 年中国户外机柜渗透率（单位：%）



资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

图 11：我国移动电话、3G/4G 基站数量及增长情况

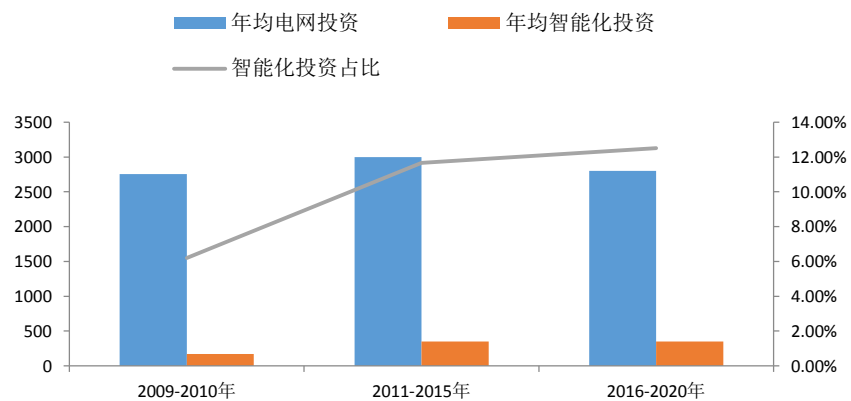


资料来源：华金证券研究所，工业和信息化部

2、智能电网等户外机柜新兴应用领域投资持续扩大

智能电网等新兴应用领域的崛起催生出大量的温控需求。2015 年 7 月 6 日，国家发改委、能源局联合发布关于促进智能电网发展的指导意见，提出到 2020 年，初步建成安全可靠、开放兼容、双向互动、高效经济、清洁环保的智能电网体系。2016-2020 年，电网计划总投资为 14000 亿元，智能化投资为 1750 亿元，占总投资的 12.5%。公司高度看好和重视智能电网建设带来的需求机会，将继续扩大公司相关产品在该行业应用的渗透率和参与度。

图 12：2009-2020 年中国电网计划总投资与智能化投资趋势图（单位：亿元）

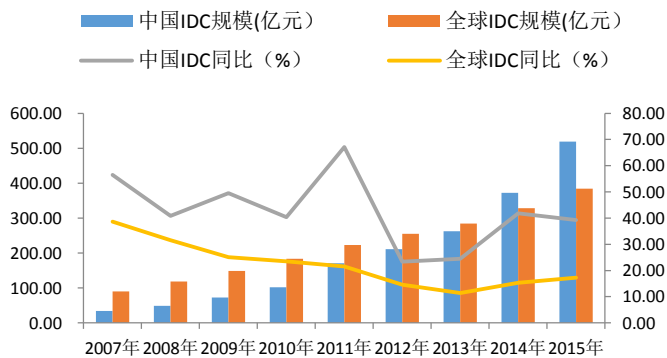


资料来源：华金证券研究所，中商产业研究院

3、数据中心的大规模建设带来持续性的机房温控节能设备需求

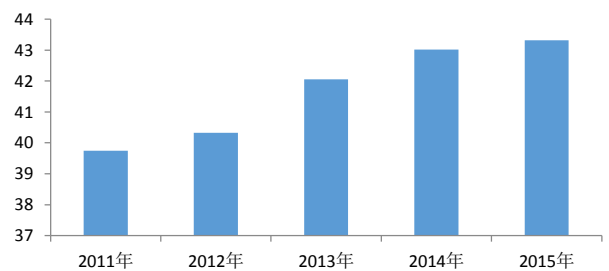
随着社会整体信息化程度的不断加深，海量数据处理需求给机房的应用带来契机。机房的典型形态是数据中心（IDC）。据专业研究机构 ICTresearch 调研，互联网、智能电网、轨道交通、金融、云计算、智慧城市等基于企业信息化、政府信息化的大数据应用发展迅速，带来持续性的数据中心需求。数据显示，2011-2015 年，全球机房市场规模由 222.6 亿美元增长至 384.6 亿美元，年均增速 10%以上，2009-2015 年国内机房市场规模增长了 6 倍，年均增长率超过 30%。

图 13：中国与全球 IDC 规模



资料来源：华金证券研究所，Wind

图 14：中国机房温控节能设备市场规模（单位：亿元）



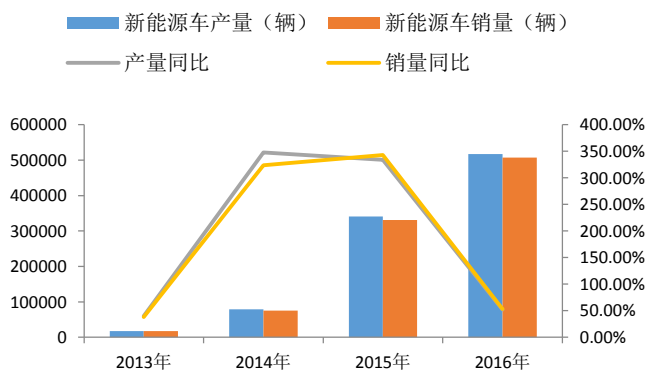
资料来源：华金证券研究所，ICTresearch

现今，刀片式服务器等新兴数据中心建设应用普及化，高密度数据中心的供电与局部温度控制问题变得更加突出。高效、节能的温控设备和解决方案已经成为数据中心业主的重点关注问题。根据 ICTresearch 调研，2011 年至 2015 年，我国机房温控节能设备市场规模从 39.74 亿元增长至 43.22 亿元，增幅达 9.01%。

4、新能源车产业规模持续扩大，带动车用空调市场快速发展

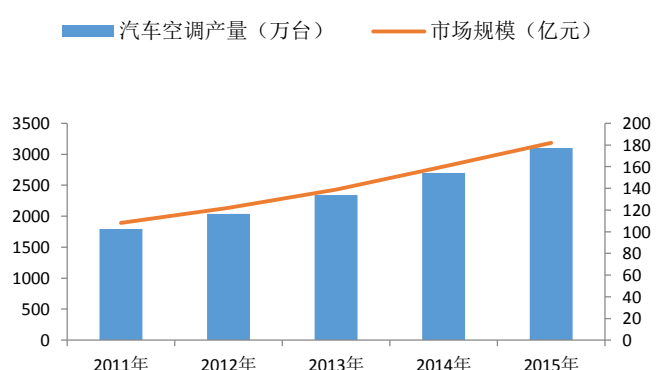
受益于新能源车产销量、保有量的增长以及居民对汽车舒适度要求提高，新能源车空调市场快速增长。同时，新能源车应用领域不断拓展，如：车辆排放比较大的物流车、专用车等领域，由于其运营特点，尤其适合电动化改造升级，客车领域，也细分出接驳车、通勤车及旅运车，市场需求强劲。

图 15：2013-2016 年我国新能源车产销量情况



资料来源：华金证券研究所，中国汽车工业协会

图 16：汽车空调产量及市场规模



资料来源：华金证券研究所，前瞻产业研究院

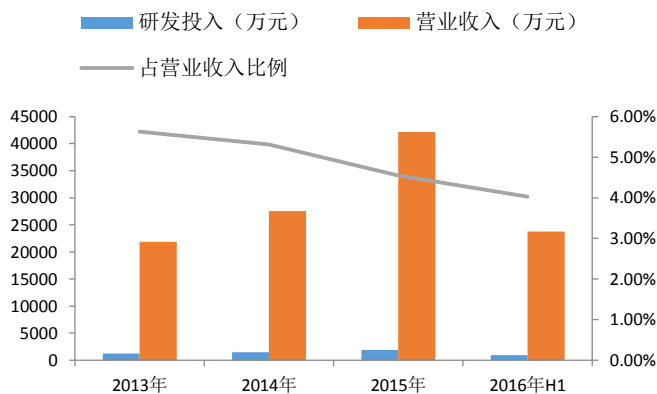
中国汽车工业协会的数据显示，我国新能源汽车产销量近年来均保持高速增长，2016 年由于年初的“骗补风波”以及相关补贴政策迟迟未出台，新能源车市场增速回落。而在 2017 年 1 月 14 日至 15 日举办的“2017 电动汽车百人会论坛”上，工信部部长苗圩表示，2020 年国内新能源汽车产量要达到 200 万辆，2025 年在新车销量中的份额要达到 20%。可以预计，未来新能源车市场仍将维持高速增长，在此背景下，新能源车用空调市场规模也将持续扩大。

三、公司拥有核心技术优势，募投项目优化业务布局

（一）重视研发投入，精密温控领域拥有核心技术优势

公司始终重视新技术的研发和积累，2013 年、2014 年、2015 年及 2016 年上半年度，公司研发投入占比分别为 5.63%、5.31%、4.55%和 4.03%，研发投入占比维持较高水平。公司自创立以来共获得软件著作权 9 项，专利权 68 项，其中发明专利 8 项，拥有多项核心技术。2017 年 1 月，公司获批为深圳市博士后创新实践基地。

图 17：公司研发投入占比



资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

图 18：公司几项核心技术



资料来源：华金证券研究所，公司官网

（二）公司品牌知名度高，客户粘性强

性能优异的产品和专业的服务态度为公司在业内树立了良好的品牌形象。客户对行业专业品牌的认可度进一步加强了双方合作的粘性，形成了行业的进入壁垒。

表 3：公司品牌建设/得奖概况

序号	获奖年份	品牌建设/得奖概况
1	2016 年	“2013 年度、2014 年度、2015 年度、2016 年度中国数据中心高效制冷领域首选品牌奖”
2	2015 年	“2015 年度数据中心优秀民族品牌奖”
3	2014 年	进入阿里巴巴微模块数据中心空调名单
4	2013 年	成为 DELL 合格供应商
5	2013 年	进入腾讯微模块数据中心高效空调品牌名单
6	2012 年	成为华为核心供应商

资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

（三）募投项目优化业务布局，提升核心竞争力

公司目前主要生产场所位于华南地区，对于华南地区以外的客户，展业成本、物流成本均较高，运输时间长，运输风险大，不利于对客户需求做出快速响应，不利于全国业务网络的持续开拓和维护。

精密温控节能设备产业项目建成后，公司将通过长三角地区生产基地的营建，强化对非华南地区，尤其是对华东、华北乃至东北地区业务影响力，进一步满足客户需求，并与公司华南之生产基地形成良好呼应，完善公司的业务区域布局，提升行业竞争力。

研发中心项目的技术研发成果将成为公司实现自主创新目标的坚实基础，更是未来赢得更多市场份额，实现总体发展战略的重要平台。

表 4：公司募投项目概况

序号	投资项目	总投资额	拟投入募集资金	建设期
1	精密温控节能设备产业基地项目	16,590.42	16,590.42	24 个月
2	精密温控节能设备研发中心项目	5,290.26	5,290.26	12 个月
3	偿还银行贷款及补充流动资金项目	9,000.00	9,000.00	--

资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

四、盈利预测与估值

（一）盈利预测假设

2016 年前三季度公司营业收入为 37,155.71 万元，归属于母公司股东的净利润为 5508.37 万元。公司总体经营状况良好，经营模式未发生变化。我们预测 2016 年全年各业务板块营业收入将总体上保持稳定。

2017 年及 2018 年，由于公司现有设备产能能够实现快速扩充，预计产能不会成为公司业务拓展的瓶颈。公司主要产品销量将跟随行业需求变动，产品价格则由产品成本以及公司定价政策决定。其中，营业收入占比较大的机房专用空调销售数量将保持增长，而销售单价预计将出现一定程度的下降，总体而言，该业务板块将保持销售金额的温和增长。户外机柜温控节能设备下游单一客户需求量更大，议价能力更强，并且机柜厂商同质化比较严重，该业务板块产品单价预计将呈现下行趋势，但公司将通过降低成本等方式维持毛利率水平的稳定。伴随着新能源车市场的快速增长，公司新能源车用空调销量预计仍将保持高速增长态势，规模优势逐年显现，带动毛利率水平逐年提升。

我们预测公司 2016 年至 2018 年每股收益分别为 0.94、1.15 和 1.52 元。净资产收益率分别为 12.5%、13.6% 和 15.7%，给予买入-B 建议，6 个月目标价为 68 元，相当于 2018 年 44.74 倍的动态市盈率。

(二) 可比公司估值

可比公司估值情况如下表所示：

表 5：可比公司估值情况

代码	证券简称	总市值（亿元）	市盈率 PE			市净率 PB(MRQ)
			TTM	16E	17E	
300249.SZ	依米康	58.51	109.68	-	-	7.95
002454.SZ	松芝股份	56.80	20.66	17.23	13.96	2.14

资料来源：华金证券研究所，Wind 注：数据截至 2017 年 2 月 16 日

五、风险提示

应收账款发生坏账损失的风险；

通信运营商等客户采购模式变化的风险；

知识产权风险；

经营活动产生现金流量净额持续低于净利润的风险。

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	275.4	421.3	495.7	635.3	825.4	年增长率					
减:营业成本	169.1	267.2	316.5	407.4	529.1	营业收入增长率	26.0%	53.0%	17.7%	28.2%	29.9%
营业税费	2.1	2.9	3.8	4.7	6.0	营业利润增长率	54.9%	54.2%	21.3%	21.8%	33.8%
销售费用	26.9	38.7	41.1	57.7	73.1	净利润增长率	27.6%	59.4%	11.2%	22.5%	31.8%
管理费用	27.9	40.1	49.9	63.0	81.2	EBITDA 增长率	53.8%	46.2%	19.8%	32.0%	45.2%
财务费用	2.7	0.4	-	-	-	EBIT 增长率	53.1%	46.1%	20.5%	21.8%	33.8%
资产减值损失	3.6	5.5	3.7	4.2	4.5	NOPLAT 增长率	30.3%	44.9%	19.0%	23.2%	33.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	22.7%	27.0%	-4.2%	162.5%	1.7%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	40.4%	46.9%	178.6%	12.4%	14.3%
营业利润	43.2	66.5	80.7	98.3	131.5	盈利能力					
加:营业外净收支	5.3	11.0	6.9	7.8	8.6	毛利率	38.6%	36.6%	36.2%	35.9%	35.9%
利润总额	48.5	77.6	87.6	106.1	140.1	营业利润率	15.7%	15.8%	16.3%	15.5%	15.9%
减:所得税	6.0	10.1	12.3	13.9	18.8	净利润率	15.4%	16.1%	15.2%	14.5%	14.7%
净利润	42.5	67.8	75.4	92.3	121.7	EBITDA/营业收入	17.1%	16.4%	16.6%	17.1%	19.2%
						EBIT/营业收入	16.6%	15.9%	16.3%	15.5%	15.9%
资产负债表						偿债能力					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	47.9%	48.6%	19.5%	28.6%	24.1%
货币资金	57.3	88.4	464.9	329.1	420.3	负债权益比	92.1%	94.6%	24.2%	40.0%	31.7%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.98	2.01	5.13	3.24	3.65
应收帐款	121.9	169.2	164.2	301.1	275.5	速动比率	1.58	1.62	4.70	2.72	3.19
应收票据	17.9	46.8	20.2	72.2	47.2	利息保障倍数	17.10	159.95			
预付帐款	5.4	5.6	6.3	11.2	10.2	营运能力					
存货	51.7	76.5	60.2	136.8	109.3	固定资产周转天数	8	8	8	18	39
其他流动资产	1.2	3.0	1.9	2.0	2.3	流动营业资本周转天数	117	96	87	106	102
可供出售金融资产	4.7	4.7	3.1	4.2	4.0	流动资产周转天数	314	275	402	445	374
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	150	124	121	132	126
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	60	55	50	56	54
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	341	302	426	482	430
固定资产	6.7	11.3	10.2	52.0	125.8	投资资本周转天数	126	103	96	133	149
在建工程	0.6	0.2	5.8	20.9	-	费用率					
无形资产	8.6	7.8	7.0	14.5	20.3	销售费用率	9.8%	9.2%	8.3%	9.1%	8.9%
其他非流动资产	7.7	9.0	7.2	6.7	6.9	管理费用率	10.1%	9.5%	10.1%	9.9%	9.8%
资产总额	283.7	422.3	750.9	950.6	1,021.9	财务费用率	1.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
短期债务	28.2	20.0	-	-	-	三费/营业收入	20.9%	18.8%	18.4%	19.0%	18.7%
应付帐款	60.4	97.0	83.0	163.3	143.9	投资回报率					
应付票据	21.4	39.1	34.4	66.4	58.2	ROE	28.8%	31.5%	12.5%	13.6%	15.7%
其他流动负债	19.2	37.6	22.4	33.3	34.8	ROA	15.0%	16.0%	10.0%	9.7%	11.9%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	46.5%	54.9%	51.4%	66.1%	33.6%
其他非流动负债	6.8	11.7	6.7	8.4	8.9	分红指标					
负债总额	136.0	205.3	146.5	271.4	245.9	DPS(元)	-	-	0.19	0.23	0.30
少数股东权益	-	1.5	1.4	1.2	0.9	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	60.0	60.0	80.0	80.0	80.0	股息收益率	0.0%	0.0%	0.4%	0.4%	0.6%
留存收益	87.7	155.5	523.0	598.0	695.1						
股东权益	147.7	217.0	604.4	679.2	776.0						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	42.5	67.5	75.4	92.3	121.7	EPS(元)	0.53	0.85	0.94	1.15	1.52
加:折旧和摊销	1.9	2.7	1.8	10.6	26.6	BVPS(元)	1.85	2.69	7.54	8.47	9.69
资产减值准备	3.6	5.5	-	-	-	PE(X)	99.8	62.6	56.3	46.0	34.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	28.7	19.7	7.0	6.3	5.5
财务费用	2.9	1.6	-	-	-	P/FCF	356.9	137.4	69.5	-36.1	36.6
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	15.4	10.1	8.6	6.7	5.1
少数股东损益	-	-0.3	-0.1	-0.2	-0.3	EV/EBITDA	66.7	45.0	45.7	35.9	24.1
营运资金的变动	-7.9	-20.2	11.3	-145.1	52.9	CAGR(%)	29.4%	21.6%	31.2%	29.4%	21.6%
经营活动产生现金流量	35.6	44.5	88.4	-42.3	200.9	PEG	3.4	2.9	1.8	1.6	1.6
投资活动产生现金流量	-14.7	-5.3	-4.1	-76.0	-85.2	ROIC/WACC	4.4	5.2	4.9	6.3	3.2
融资活动产生现金流量	-7.3	-13.6	292.2	-17.4	-24.5						

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

叶中正声明，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

华金证券股份有限公司（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股份有限公司（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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限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。

华金证券股份有限公司

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.huajinsec.cn