

中原内配(002448)/中小盘

巨头脚步不停，加码产品升级和客户渗透

评级：买入(首次)

市场价格：10.88

目标价格：14.38

分析师：王暎

执业证书编号：S0740516060001

电话：021-20315165

Email: wangxian@r.qlzq.com.cn

联系人：张欣

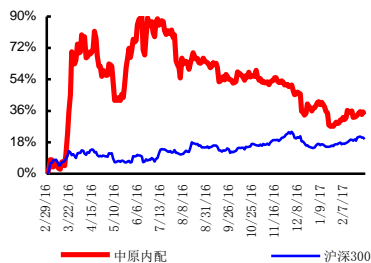
电话：021-20315165

Email: zhangxin@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	588
流通股本(百万股)	459
市价(元)	10.88
市值(百万元)	6,397
流通市值(百万元)	4,993

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,083.98	1,104.47	1,181.64	1,300.62	1,431.83
增长率 yoy%	-2.30%	1.89%	6.99%	10.07%	10.09%
净利润(百万元)	181.20	193.02	221.75	256.24	292.05
增长率 yoy%	11.57%	6.52%	14.89%	15.55%	13.97%
每股收益(元)	0.77	0.33	0.38	0.44	0.50
每股现金流量	0.72	0.22	0.26	0.44	0.48
净资产收益率	9.58%	9.52%	10.12%	10.47%	10.66%
P/E	22.42	43.45	29.28	25.34	22.23
PEG	1.94	6.66	1.97	1.63	1.59
P/B	1.60	2.15	4.14	2.96	2.65

备注：

投资要点

- **定位于中高端客户的世界气缸套巨头。**公司自 1958 年成立以来 60 多年专注于内燃机气缸套细分领域生产，是具备工匠精神的世界龙头：目前产能 5000 万套，市场占有率国内大概在 42%，全球大概 10% 以上；技术上是目前国内唯一一家具备大批量生产欧 IV、欧 V 标准气缸套能力的企业，也是国内气缸套国家标准的主导者。公司主要应用于汽车、工程机械行业，盈利能力连年增长，毛利率逐年上升到 37.45%，受益于国内乘用车、商用车、工程机械的需求回暖，我们判断公司业绩有望继续高增速。
- **产品端打造高附加值，客户纵深化多维拓展。**
 - **产品端：**除目前主营气缸套外，公司将重点完善“气缸套、活塞、活塞环、活塞销、轴瓦”为核心、定位中高端客户的高价值汽车发动机摩擦副模块化产品（总体价值为原来气缸套的 4-5 倍左右），参考竞争对手德国马勒成长路径，我们判断公司可通过自主研发和外延快速完善产品种类、壮大产品竞争和盈利能力。
 - **客户端：**(1) 国内方面，在稳定商用车市场的同时，公司将大力开拓乘用车市场，安徽子公司产能有望有 1000 万扩大到 2000 万套承接市场开发，目前公司已经入比亚迪、长城等乘用车配套体系，后续供应加大将带来较大增量市场；(2) 国外方面，通过收购北美汽车零部件和供应链服务垂直整合供应商 Incodel 打通供应链信息不对称的同时借助其美国海关海运资质、技术和客户优势塑造品牌影响力，加大对北美、欧洲如通用、福特、奔驰、康明斯以及其他国际知名公司乘用车客户的销售渗透。
- **战略转型智能驾驶和军工方向新的业绩驱动车轮，**未来新能源汽车对传统汽车的挤压背景下，公司主业战略转型强烈，公司 2014 年年报也及时提出双主业发展战略，具体“围绕新能源、智能制造、高端装备制造、汽车后市场、军工等高新技术领域作战略布局：公司参股灵动飞扬、成立汽车电子子公司将分享 ADAS 低渗透率爬升的百亿空间；公司同时具备军工三级资质，有望通过产业链整合来夯实军工和智能制造板块业务，迎接工业 4.0 变革机会。
- **盈利预测：**我们预测公司 2016-2018 年营收分别为 11.82、13.01、14.32 亿元，归母净利润分别 2.21、2.56、2.92 亿元，分别同比增长 14.89%、15.55%、13.97%，对应 EPS 分别为 0.38、0.44、0.50，综合考虑公司升级摩擦副活塞带来的高附加值和国内外乘用车客户的渗透加厚叠加在军工和智能驾驶的战略转型推进，给予公司 33 PE，对应目标价 14.38，给予“买入”评级。
- **风险提示事件：**产品升级不达预期，下游需求放缓，海外收购整合不及预期

内容目录

定位于中高端客户的世界气缸套巨头.....	- 3 -
具备气缸套生产工匠精神的世界气缸套巨头	- 3 -
盈利能力突出，业绩连年增长	- 4 -
产品端打造高附加值，客户纵深化多维拓展.....	- 5 -
产品打造内燃机摩擦副零部件模块化供货，活塞部分将提高附加值.....	- 5 -
国内客户由商用拓展到乘用车，国外收购中间商加大对客户渗透	- 6 -
战略转型智能驾驶和军工寻找新的业绩驱动车轮.....	- 8 -
ADAS 是未来汽车电子主要发展驱动力，渗透率有望加速空间巨大.....	- 8 -
军工和智能制造领域成立股权公司做好产业链拓展准备	- 9 -
盈利预测和估值.....	- 10 -
风险提示.....	- 11 -

图表目录

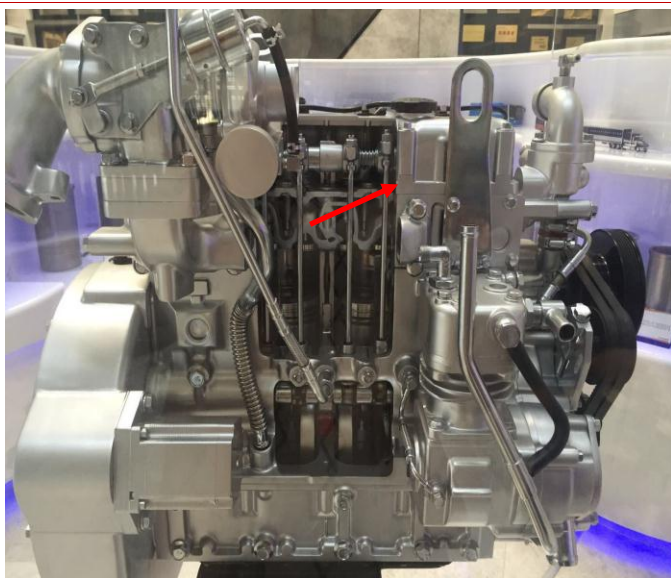
图表 1：气缸套和活塞配合的剖面图	- 3 -
图表 2：年产 5000 万具备 2000 多种系列的气缸套	- 3 -
图表 3：气缸套的应用领域.....	- 4 -
图表 4：公司近几年营收、净利润及同比增速.....	- 4 -
图表 5：公司毛利率和净利率	- 4 -
图表 6：公司摩擦副全套四位一体的模块化产品	- 5 -
图表 7：德国马勒的内生+外延不断成长的发展模式	- 6 -
图表 8：公司面向国内商用车的主要客户	- 6 -
图表 9：国内商用车、内燃机销量及增速	- 6 -
图表 10：国内乘用车及内燃机销量及增长	- 7 -
图表 11：公司国外的主要客户	- 8 -
图表 12：ADAS 主要功能模块情况一览	- 8 -
图表 13：公司智能驾驶产品示意图	- 9 -
图表 14：公司前装合作厂商.....	- 9 -
图表 15：主营业务业绩拆分预测.....	- 10 -
图表 16：可比公司盈利预测与估值比较（Wind 一致性预测）	- 10 -
图表 17：盈利预测模型	- 12 -

定位于中高端客户的世界气缸套巨头

具备气缸套生产工匠精神的世界气缸套巨头

- **专注于气缸套 60 年，规模技术品牌优势凸显优势：**公司 1958 年成立，2010 年上市，一直专注于内燃机气缸套的生产，内燃机是汽车的心脏，气缸套作用比较关键，目前公司是世界最大的气缸套最大厂商，产能 5000 万套，在行业处于绝对的优势，并拥有行业最先进的技术储备，具备同步全球发动机主机厂家研发能力；公司同时为目前国内唯一一家具备大批量生产欧 IV、欧 V 标准气缸套能力的企业，也是国内气缸套国家标准的主导者，是行业内极少数几家具备自主创新能力，能够与主机厂进行同步设计、同步开发的企业之一。市场占有率国内大概在 42% 左右，全球大概 10% 以上，无论是规模、技术、品牌上等都是气缸套领域的巨头典范。

图表 1：气缸套和活塞配合的剖面图



来源：公司官网、中泰证券研究所

图表 2：年产 5000 万具备 2000 多种系列的气缸套



来源：公司官网、中泰证券研究所

- **汽车行业、工程机械行业、农业机械行业是内燃机主要应用领域。**气缸套产品按照最终用途分为乘用车气缸套、商用车及工程机械气缸套、农业机械气缸套、摩托车气缸套、船用发动机及发电机组气缸套等。根据行业统计，国际通行的内燃机与气缸套的配比比例通常为 1:5，即气缸套产品需求量为内燃机市场需求量的 5 倍，汽车行业、工程机械行业、农业机械行业是内燃机主要应用领域。

图表 3: 气缸套的应用领域

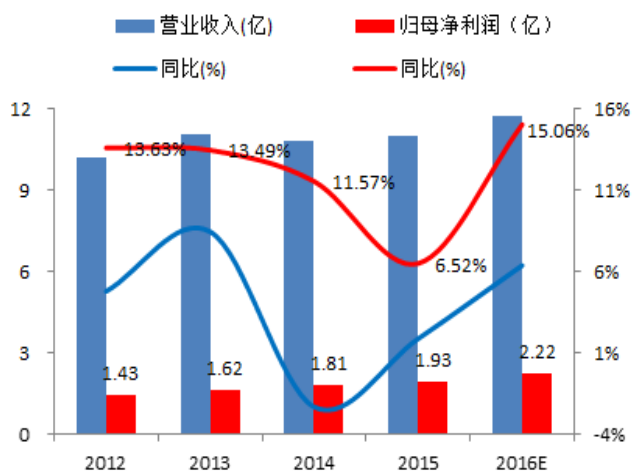


来源：公司官网，中泰证券研究所

盈利能力突出，业绩连年增长

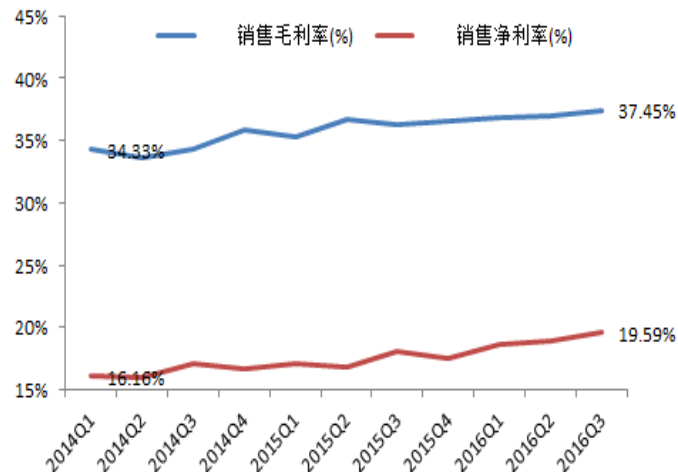
- **主业稳定增长，盈利能力强。**公司收入主要分国内国外基本各占一半，主业稳定发展，上市以来归母净利润连年增长，公司 2016 年业绩快报营收 11.75 亿元，同比增长 6.4%，归母净利润 2.22 亿元，同比增长 15.06%；但 Q4 季度营收增速为 34%，归母增速 50%，主要受益于下游商用车、乘用车和工程机械的市场复苏和国外业务企稳回升。另一方面公司对成本管控合理，同时注重用 MSA、SPC、精益六西格玛等科学管理工，毛利率逐年上升到 37.45%，显示较强的盈利能力且公司专门成立子公司从事智能制造自动化升级，通过对公司车间参观，生产效率均值在 97%左右，后续公司在布局、检测、加工、设备等存在效率改善空间，毛利率水平有望进一步提升。

图表 4: 公司近几年营收、净利润及同比增速



来源：公司官网、中泰证券研究所

图表 5: 公司毛利率和净利率



来源：公司官网、中泰证券研究所

产品端打造高附加值，客户纵深化多维拓展

产品打造内燃机摩擦副零部件模块化供货，活塞部分将提高附加值

- **立足气缸套，打造摩擦副模块化整体供货。** 气缸套-活塞环-活塞-活塞销是发动机中最重要的运动件摩擦副，其结构、材料、加工精度、配副性能直接影响发动机的动力性、经济性、环保性、可靠性，其摩擦功损失占到了发动机摩擦功总损失的50~65%。公司目前气缸套已经跃居世界首位但增量空间有限，目前公司已经拥有除了活塞以外的气缸套、活塞环、活塞销的自主生产能力，接下来将继续完善产品。

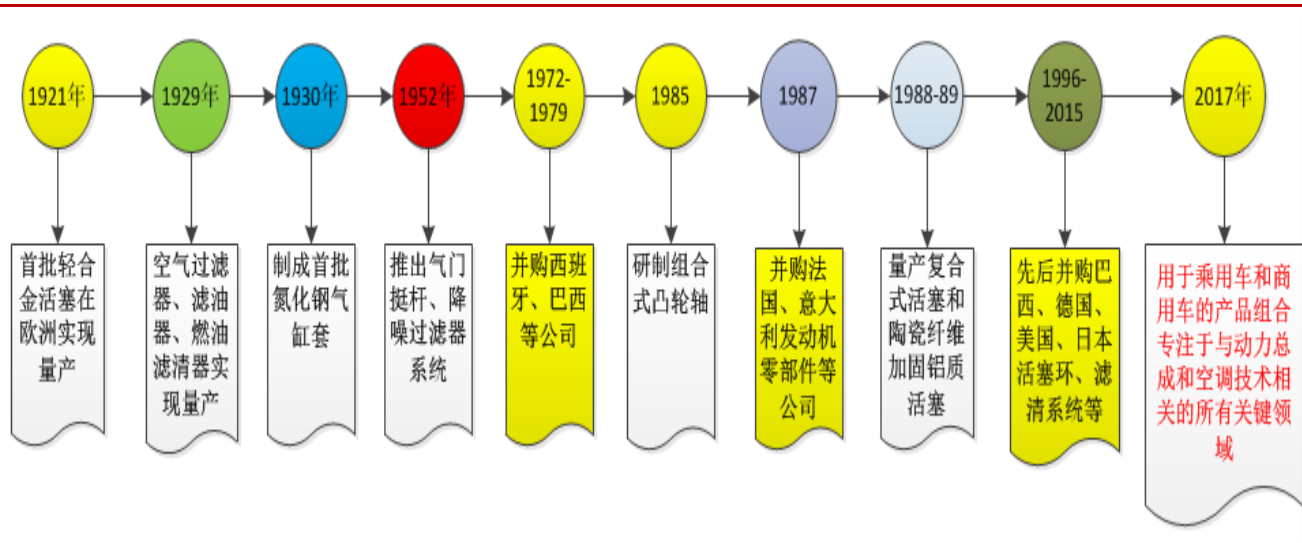
图表 6：公司摩擦副全套四位一体的模块化产品



来源：公司官网，中泰证券研究所

- **模块化产品定位于中高端，价值和毛利率双升带来业绩支撑：**由于公司气缸套客户覆盖国内外各知名主机厂、整车厂，我们判断若活塞与气缸套组成配套产品则活塞将有可能进入中高端市场，同时要求活塞具备一定的技术含量，且毛利率也将显著高于国内对标的渤海活塞（毛利率25%）；整套摩擦副产品将会是原来气缸套价值的4-5倍左右，单体价值和毛利率的双升将会给公司业绩增长带来巨大支撑。
 - **实现方式和成长途径。**由于活塞涉及的技术含量较高，公司将通过加大研发或对外寻找优质技术含量公司协同发展；具体的参考模式可根据竞争对手德国马勒的成长寻找借鉴意义，德国马勒从最初的活塞龙头拓展到拥有活塞、活塞环、轴瓦、燃油滤清器等较全的汽车零部件大集团。

图表 7: 德国马勒的内生+外延不断成长的发展模式



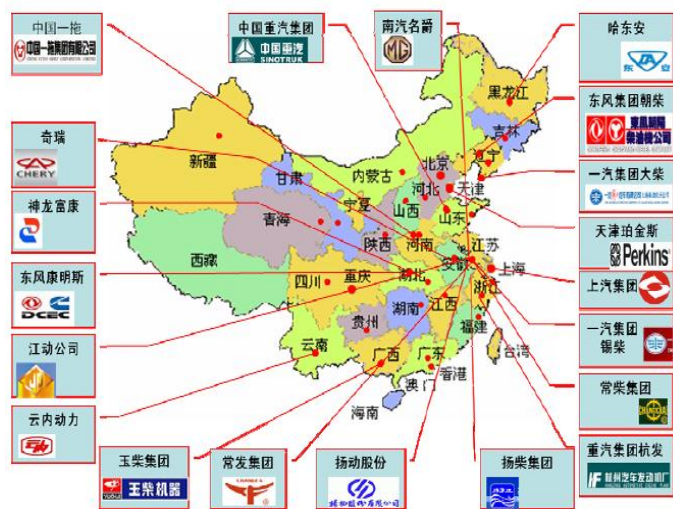
来源: 马勒官网, 中泰证券研究所

国内客户由商用拓展到乘用车, 国外收购中间商加大对客户渗透

■ 国内商用车增速反转, 乘用车客户的发展空间巨大:

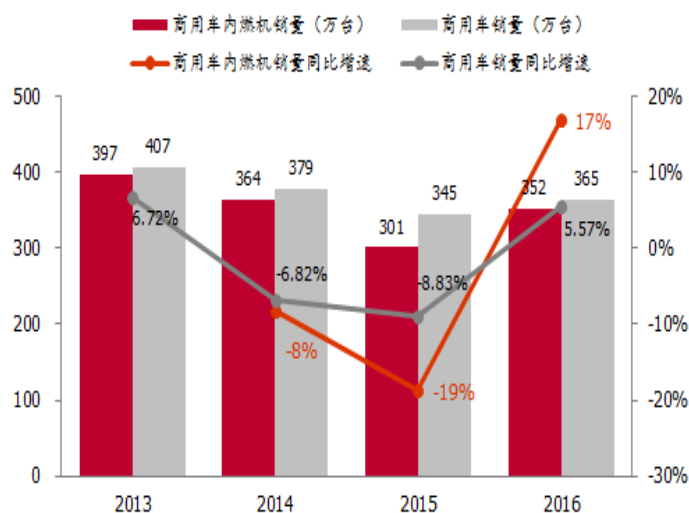
- 商用车受下游需求 2015 增速触底反弹。公司目前在国内的需求主要来自商用车的需求, 近年来基础建设的持续投资带动商用车的产销量逐年持续增长, 尤其是重型卡车、轻型卡车和客车是商用车柴油机配套的主要市场, 从统计数据库, 商用车在 2015 年增速触底, 最新数据 2017 年 1 月同比销量 11.32% 继续保持高增速, 内燃机统计看截至 2016 年底商用车用内燃机累计销售 351.92 万台, 同比增长 16.86%, 公司客户涵盖主要的重卡制造商如中国重汽、东风康明斯、一汽锡柴、潍柴动力、广西玉柴等, 公司均为上述主机厂最大的气缸套供应商, 并且形成了长期战略合作伙伴关系, 将为业绩稳定提供保证。

图表 8: 公司面向国内商用车的主要客户



来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

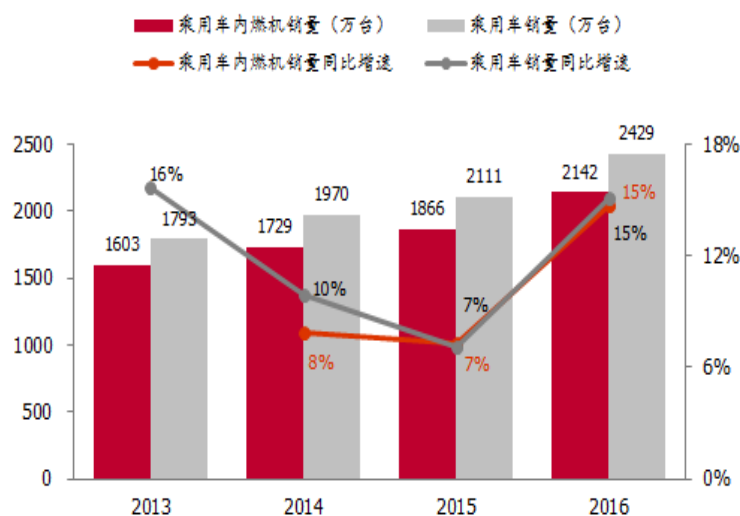
图表 9: 国内商用车、内燃机销量及增速



来源: 中国汽车工业协会, 内燃机协会, 中泰证券研究所

- 安徽子公司扩产能，国内乘用车开发潜力空间巨大。国内乘用车目前市场开拓仍在继续，公司 2017 年战略规划将借助国外乘用车客户的技术和服务积累经验将大力开拓国内乘用车市场，产能端安徽子公司 2017 年产能由 1000 万套向 2000 万配套冲击，需求端看乘用车 2016 年保持高景气，销量 2429 万台，同比增速 15.08%，2017Q1 受春节偏早因素叠加购置税减半政策退坡影响，同比略微下降-1.10%，但总体较小，2017 年 Q1 仍保持高乐观增速，内燃机乘用车方面 2016 年累计销售 2142.15 万台，同比增长 14.78%；公司客户方面目前已经进入比亚迪、长城等国内乘用车配套体系，后续供应加大将给公司带来较大增量市场。

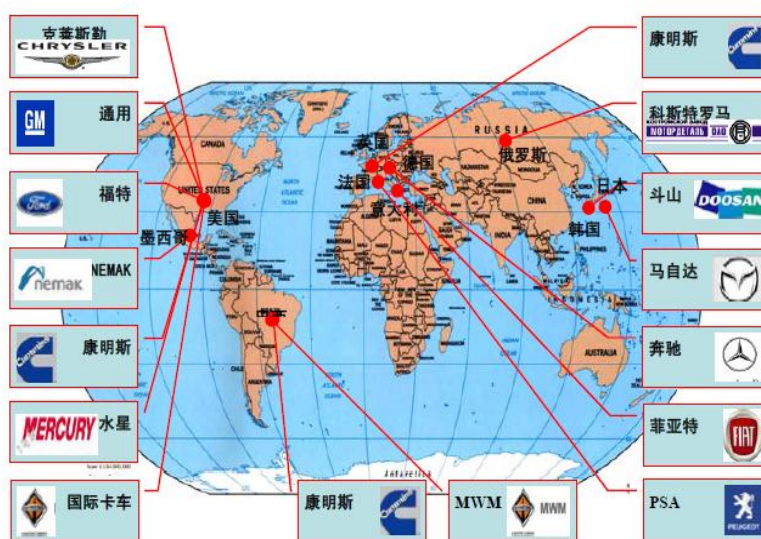
图表 10：国内乘用车及内燃机销量及增长



来源：中国汽车工业协会，内燃机协会，中泰证券研究所

- 北美整合 IncodeI 消除供应链隐患，扩大品牌影响力加大客户渗透。北美市场是公司重要的海外市场，公司主要靠 IncodeI 间接供货于北美主机厂，公司此次全资收购一方面打通供应链，直接供货于主机厂摆脱信息不流畅及对中间商的长期依赖形成的隐患，另一方面 IncodeI 是一家针对北美汽车行业汽车零部件和供应链服务的垂直整合供应商，拥有被美国联邦政府鼓励美国主机客户采购对象的资格、拥有美国海运署、美国运输部或美国海关批准的“无船承运人”、多试联运、保税仓库、堆场资格、拥有较全面的增值服务能力，公司也将借助其资质、技术和客户优势塑造品牌影响力，加大对北美、欧洲如通用、福特、克莱斯勒、奔驰、康明斯以及其他国际知名公司乘用车客户的销售渗透。

图表 11: 公司国外的主要客户



来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

战略转型智能驾驶和军工寻找新的业绩驱动车轮

公司主业稳定发展增速放缓以及未来新能源汽车对传统汽车的挤压背景下, 公司及时提出 (2014 年年报) 双主业发展战略, 具体“围绕新能源、智能制造、高端装备制造、汽车后市场、军工等高新技术领域作战略布局。

ADAS 是未来汽车电子主要发展驱动力, 渗透率有望加速空间巨大

- **ADAS 是未来汽车电子主要发展驱动力, 目前渗透率不足 10%。**未来电动化、智能化和车联网是汽车发展的三大趋势, 而以汽车辅助驾驶 ADAS 为代表的汽车主动安全系统是未来汽车电子市场增长的主要驱动力: 一方面辅助驾驶系统可连接控制系统实现自动驾驶功能, 长期来看将成为无人驾驶的雏形技术, 另一方面辅助驾驶系统实时采集车辆与道路状态数据, 在加载通信系统后可以直接上传云端实现车联网的功能。但从发展来看目前全球 ADAS 渗透率普遍不高, 欧美日渗透率只有 8%-12%, 根据盖世汽车研究院测算, 我国 ADAS 的渗透率在 2%-5% 区间, 从行业成长周期判断, 我国 ADAS 产业尚处于由导入期向成长期过渡阶段, 未来 2020 年将达到 789 亿空间, 年复合增速近 35%。

图表 12: ADAS 主要功能模块情况一览

功能模块	全称	相关硬件	新车渗透情况
ESC (ESP)	电子车身稳定系统	传感器: 方向盘角度、轮速、偏航角、横摆率传感器	高渗透率, 25.5%
		控制器: 判断驾驶员意图、车辆轨迹预测, 中复杂度 执行器: 电子刹车.	
LDW/LKA	车道偏移报警系统	传感器: 单目摄像头或激光雷达	3.02%
		控制器: 在 ESC 基础上分析计算视觉数据, 高复杂	

		执行器：警示模块、主动转向系统.	
ACC	自适应巡航系统	传感器：方向盘角度、轮速、偏航角、横摆率传感器	5.50%
		控制器：判断驾驶员意图、车辆轨迹预测，中复杂度	
		执行器：电子刹车	
FCW	前向碰撞预警系统	传感器：双目摄像头、单目摄像头、激光雷达	较低
		控制器：分析计算视觉数据、传感器融合，高复杂度	
		执行器：警示模块	
NV	夜视技术	传感器：远红外单目摄像头	较低
		控制器：图像增强，中复杂度 较低	
		执行器：警示模块、显示扩展	

来源：Bloomberg，中泰证券研究所

- **灵动飞扬行业地位突出。**公司 2015 年 11 月参股标的灵动飞扬专注于如 Birdview、LDWS、BSD、FCW 等主动安全驾驶 ADAS 相关技术和产品，在前装和后装拥有核心技术服务能力及稳固的行业领先地位，市场建立了良好的产品和技术服务口碑以及信誉，并占有相当的市场份额；通过与 NXP（恩智浦半导体）、Intel、Ambarella（安霸）等全球知名半导体公司合作，在 Vicaro2/Baytrail/iMX6/A9 平台等嵌入式平台积累了大量产品以及系统设计开发经验，能够为客户提供性能稳定、功能强大的产品设计或者系统解决方案；另外参股公司承诺 2016-2018 年业绩分别不低于人民币 1600、2800、4000 万元，复合增长 22.47%，成长能力较强。

图表 13：公司智能驾驶产品示意图



来源：子公司官网，中泰证券研究所

图表 14：公司前装合作厂商



来源：子公司官网，中泰证券研究所

军工和智能制造领域成立股权公司做好产业链拓展准备

- **军工领域，**公司早在 2015 年取得军工三级保密资格同时 2016 年 08 月 25 日成立合资公司深圳协和聚坤股权投资管理企业，借助专业的战略合作伙伴的经验和资源，实现较高的资本增值收益，加强公司自身发展和业务拓展，并在军工与智能制造等相关领域上孵化可并购标的，进一步延伸公司产业链，提升公司的竞争力和盈利能力。

盈利预测和估值

■ **公司业绩假设与预测：总营业收入：**我们预测 2016-2018 年中原内配营业收入分别 11.82、13.01、14.32 亿元；同比分别增 7%、10.1%、10.1%，毛利率为 37.03%、37.15%、37.08%。主要业务预测如下：

A: 气缸套：2016 年主要受益于国内商用车、乘用车以及工程机械领域的拉动，2017/2018 主要由国内乘用车增量以及国外欧洲、北美等国家增量开发市场，我们预测 16/17/18 营收 11.57、12.73、14.00 亿元；同比分别增长 7%、10%、10%，毛利率分别为 37.00%、37.20%、37.20%。

B: 轴瓦：占营收比例比较少，除了配套气缸套也可以用于发动机，轴承连接等处，但竞争力不强；我们按照 2015 年市场情况预测 16/17/18 营收 1619、1943、2331 万元，同比增长 20%，毛利率保持为 8%。

图表 15：主营业务业绩拆分预测

业绩项目（百万）		2013 年	2014 年	2015 年	2016E	2017E	2018E
合计	主要营业收入	1,103.80	1,075.31	1,095.22	1,173.64	1,292.62	1,423.83
	增长率		-2.58%	1.85%	7.16%	10.14%	10.15%
	综合毛利率	33.87%	35.80%	36.42%	36.60%	36.76%	36.72%
1、工业机器人应用及装备	收入	1093.57	1,064.39	1,081.73	1157.45	1273.20	1400.52
	增长率		-2.67%	1.63%	7.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	34.00%	36.01%	36.78%	37.00%	37.20%	37.20%
2、注塑机辅机设备	收入	10.23	10.92	13.49	16.19	19.43	23.31
	增长率		6.74%	23.53%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	20.63%	15.20%	7.56%	8.00%	8.00%	8.00%

来源：中泰证券研究所

■ **可比公司估值一览：**我们预测公司 2016-2018 年营业收入分别 11.82、13.01、14.32 亿元，同比分别增 7%、10.1%、10.1%，实现归母净利润分别 2.21、2.56、2.92 亿元，分别同比增长 14.89%、15.55%、13.97%，对应 EPS 分别为 0.38、0.44、0.50，对应 2016-2018 年 PE 分别为 29、25、22，考虑公司在气缸套的龙头地位、升级摩擦副活塞带来的高附加值和国内外乘用车客户的渗透加厚叠加在军工和智能驾驶的战略转型推进，给予公司 33PE，对应目标价 14.38 元/股，给予“买入”评级。

图表 16：可比公司盈利预测与估值比较（Wind 一致性预测）

各部分	公司名称	证券代码	收盘价 (03-01)	EPS			PE			ROE (%) 2015	市值 (亿)
				2015	2016E	2017E	2015	2016	2017E		
零部件	渤海活塞	600960.SH	8.91	0.04	0.07	N/A	210	127.29	N/A	1.10	85
	天润曲轴	002283.SZ	7.65	0.27	0.19	0.23	28	41.02	33.38	4.59	86
	银轮股份	002126.SZ	8.90	0.57	0.35	0.43	16	25.31	20.68	11.35	64
智能驾驶	万安科技	002590.SZ	17.88	0.22	0.27	0.37	81	65.37	48.83	11.82	86
	均胜电子	600699.SH	31.39	0.40	0.77	1.34	79	40.66	23.49	11.58	75
	平均值			0.30	0.33	0.59	82.87	59.93	31.59	8.09	79
	中原内配	002448.SZ	10.88	0.33	0.37	0.45	33	29.68	24.06	9.85	64

来源：Wind, 中泰证券研究所

风险提示

- **产品升级不达预期:**公司通过开拓活塞业务升级打造摩擦副模块化供货,但活塞存在一定的技术门槛,公司产品升级进度可能不达预期
- **下游需求放缓:** 乘用、商用和工程机械经过 2016 年高景气增长, 2017 年需求持续性存在放缓风险
- **海外收购整合不及预期:** 公司拟收购北美 Incodel 供应商消除北美中间商供货信息不对称, 目前可能存在政策、商业、法律下的收购和整合风险

图表 17: 盈利预测模型

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	1,110	1,084	1,104	1,182	1,301	1,432
增长率	8.48%	-2.3%	1.9%	7.0%	10.1%	10.1%
营业成本	-733	-696	-700	-744	-817	-901
%销售收入	66.1%	64.2%	63.4%	63.0%	62.8%	62.9%
毛利	376	388	404	438	483	531
%销售收入	33.9%	35.8%	36.6%	37.0%	37.2%	37.1%
营业税金及附加	-8	-9	-11	-12	-14	-15
%销售收入	0.7%	0.8%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-108	-105	-98	-97	-107	-117
%销售收入	9.7%	9.7%	8.9%	8.2%	8.2%	8.2%
管理费用	-91	-105	-121	-128	-140	-155
%销售收入	8.2%	9.7%	11.0%	10.8%	10.8%	10.8%
息税前利润 (EBIT)	170	169	173	201	222	244
%销售收入	15.3%	15.6%	15.7%	17.0%	17.1%	17.0%
财务费用	0	-2	9	-9	-11	-11
%销售收入	0.0%	0.2%	-0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
资产减值损失	0	-7	-11	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	20	40	38	50	70	90
%税前利润	10.0%	19.3%	17.2%	20.1%	24.1%	27.2%
营业利润	189	201	210	241	282	322
营业利润率	17.1%	18.5%	19.0%	20.4%	21.7%	22.5%
营业外收支	7	8	11	8	8	8
税前利润	196	209	220	249	290	330
利润率	17.7%	19.3%	19.9%	21.1%	22.3%	23.1%
所得税	-33	-28	-27	-28	-33	-38
所得税率	17.0%	13.4%	12.3%	11.4%	11.4%	11.4%
净利润	163	181	193	221	257	293
少数股东损益	0	0	0	-1	1	1
归属于母公司的净利润	162	181	193	222	256	292
净利率	14.6%	16.7%	17.5%	18.8%	19.7%	20.4%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	163	181	193	221	257	293
少数股东损益	0	0	0	-1	1	1
非现金支出	64	93	123	109	105	101
非经营收益	-13	-34	-28	-47	-65	-83
营运资金变动	35	-71	-160	-130	-36	-26
经营活动现金净流	249	169	128	152	261	285
资本开支	247	262	40	-53	-53	-53
投资	-471	144	-228	-43	-43	-43
其他	341	22	17	50	70	90
投资活动现金净流	-377	-96	-251	60	80	100
股权筹资	0	0	6	0	0	0
债权筹资	79	-14	54	50	50	50
其他	-47	-30	-24	-11	-71	-15
筹资活动现金净流	32	-43	36	39	-21	35
现金净流量	-96	30	-87	251	320	420

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	301	327	229	481	800	1,220
应收款项	167	231	302	482	531	584
存货	318	312	284	296	314	322
其他流动资产	385	159	324	326	326	327
流动资产	1,170	1,029	1,139	1,586	1,972	2,453
%总资产	50.2%	41.3%	43.9%	54.1%	61.4%	68.4%
长期投资	252	253	284	327	370	413
固定资产	862	1,078	1,011	859	710	566
%总资产	37.0%	43.2%	38.9%	29.3%	22.1%	15.8%
无形资产	32	116	125	123	121	119
非流动资产	1,160	1,463	1,457	1,346	1,238	1,135
%总资产	49.8%	58.7%	56.1%	45.9%	38.6%	31.6%
资产总计	2,330	2,492	2,595	2,931	3,210	3,588
短期借款	159	156	10	60	110	160
应付款项	286	308	207	238	261	288
其他流动负债	48	33	41	135	84	92
流动负债	494	497	259	433	455	540
长期贷款	2	2	201	201	201	201
其他长期负债	60	75	79	79	79	79
负债	555	573	539	713	735	820
普通股股东权益	1,758	1,892	2,027	2,190	2,446	2,739
少数股东权益	17	27	29	28	29	30
负债股东权益合计	2,330	2,492	2,595	2,931	3,210	3,588

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益 (元)	0.690	0.770	0.328	0.377	0.436	0.497
每股净资产 (元)	7.475	8.043	3.447	3.724	4.160	4.657
每股经营现金净流 (元)	1.060	0.719	0.218	0.259	0.443	0.483
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.100	0.100	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	9.24%	9.58%	9.52%	10.12%	10.47%	10.66%
总资产收益率	6.97%	7.27%	7.44%	7.57%	7.98%	8.14%
投入资本收益率	10.35%	9.79%	8.67%	10.63%	12.19%	14.43%
增长率						
营业总收入增长率	8.48%	-2.30%	1.89%	6.99%	10.07%	10.09%
EBIT增长率	10.45%	-0.50%	2.53%	15.65%	10.85%	9.61%
净利润增长率	13.49%	11.57%	6.52%	14.89%	15.55%	13.97%
总资产增长率	17.35%	6.97%	4.14%	12.94%	9.52%	11.77%
资产管理能力						
应收账款周转天数	29.7	35.4	46.0	82.0	82.0	82.0
存货周转天数	149.2	165.2	155.3	145.0	140.0	130.0
应付账款周转天数	87.0	112.0	101.5	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	189.7	282.0	338.6	286.8	220.7	165.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-8.99%	-8.87%	-0.86%	-9.90%	-19.75%	-31.01%
EBIT利息保障倍数	430.8	73.4	-19.3	21.4	21.1	21.4
资产负债率	23.82%	23.00%	20.76%	24.31%	22.89%	22.85%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。