

## 正业科技 (300410.SZ): 深耕 3C+锂电行业, 设备+材料综合系统解决方案商

**推荐** 维持评级

核心观点:

### 1. 业务布局: 专注 3C+锂电行业, 设备+材料提供商

公司主营业务为 PCB 精密加工检测设备及 PCB 精密加工辅助材料、锂电 X 光系列检测设备、液晶模组、LED 自动化组装及检测设备、焊接自动化设备等产品。下游覆盖自动化焊接、电梯、LED、锂电等行业, 致力于成为中国领先的智能装备、高端材料及解决方案的供应商。

公司细分业务毛利率均保持在 30% 以上, 2017 年前三季度毛利率、净利率分别为 38.7%、15.76%。

### 2. 未来三年主要业绩增长点

(1) PCB 行业: PCB 检测设备开发新产品, 辅助材料开发高端膜材料; 激光设备向高精度、高速度、自动化、智能化方向发展。

(2) 锂电行业: 锂电业务目前已覆盖锂电检测设备、pack 生产线、极耳激光切割设备及材料, 市场占有率进一步扩大, 产能和订单将逐步释放。

(3) LED 行业: 集银科技国内市场的开发效果将在 2-3 年内逐步释放, 从而进一步扩大市场占有率。另外, 公司加大投入 OLED 市场, OLED 产线的模组设备将成为重要业绩增长点。

(4) 智能智造: 煜鹏威电梯订单不断释放, 在工业机器人、AGV、RGV 小车, 智能网关, MES 系统已完成研发并成功投入应用, 在智能仓储等智能工厂配套等领域正加紧布局。致坤信息 CPS 智能制造系统解决方案和产品将与公司 PCB、锂电、LED 板块业务产生有效的协同, 扩大公司产品线深度, 实现模块化供应, 提升业务规模和盈利能力。

### 3. 盈利预测

股票代码	股票简称	2017E EPS	2018E EPS	2019E EPS
300410.SZ	正业科技	1.11	1.68	2.51

### 4. 风险提示

并购公司业绩低于预期风险; 商誉减值损失风险; 智能装备工业园和扩产项目建设进程低于预期风险。

### 分析师

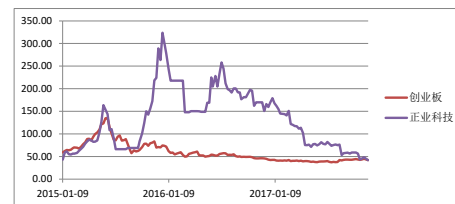
王绪丽

☎: (8621) 20252641

✉: wangxuli@chinastock.com.cn

资格证书: S0130512090003

### 股价走势对比



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

### 相关研究

《受益 3C+锂电设备高景气, 成长可期》

《下游高景气, 并购扩产提升业绩增长空间》

## 1. 业务布局：专注 3C+锂电行业，设备+材料提供商

公司主营业务为 PCB 精密加工检测设备及 PCB 精密加工辅助材料、锂电 X 光系列检测设备、液晶模组、LED 自动化组装及检测设备、焊接自动化设备等系列产品的研发、生产和销售。

公司股本总额为 1.97 亿股，正业实业持股 46.23%，为公司控股股东。徐地华、徐国凤、徐地明持有正业实业 65% 的股权，为公司的实际控制人。

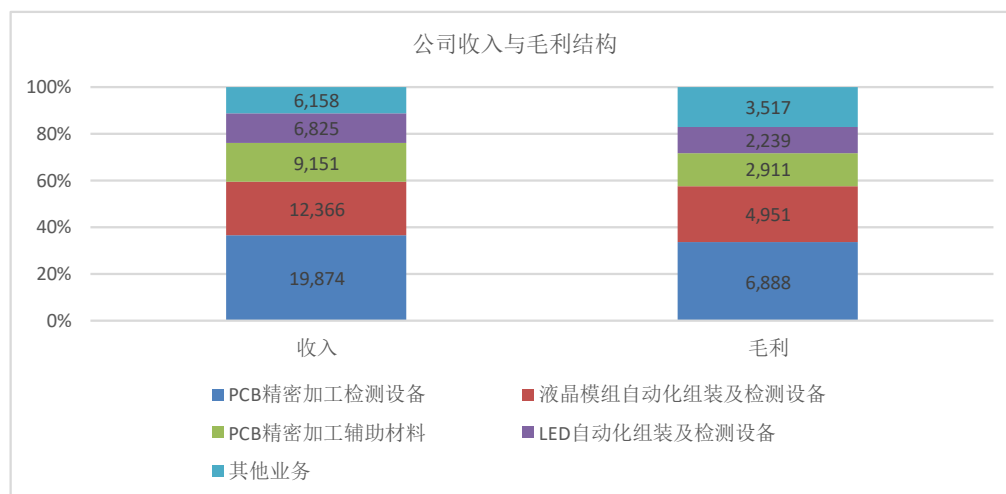
图表 1 主要子公司情况

被参控公司	参控关系	直接持股比例	取得方式
昆山市正业电子有限公司	子公司	100.00	投资设立
南昌正业科技有限公司	子公司	100.00	投资设立
北京正业智造科技有限公司	子公司	100.00	投资设立
江门市拓联电子科技有限公司	子公司	100.00	非同一控制下合并
深圳市鹏煜威科技有限公司	子公司	100.00	非同一控制下合并
东莞市鹏煜威科技有限公司	子公司	100.00	非同一控制下合并
深圳市集银科技有限公司	子公司	100.00	非同一控制下合并
集银科技(香港)有限公司	子公司	100.00	非同一控制下合并
东莞市集银智能装备有限公司	子公司	100.00	非同一控制下合并
深圳市炫硕智造技术有限公司	子公司	100.00	非同一控制下合并
无锡炫硕光电科技有限公司	子公司	100.00	非同一控制下合并
深圳市致坤信息技术有限公司	控股子公司	80.00	非同一控制下合并

资料来源：中国银河证券研究部整理

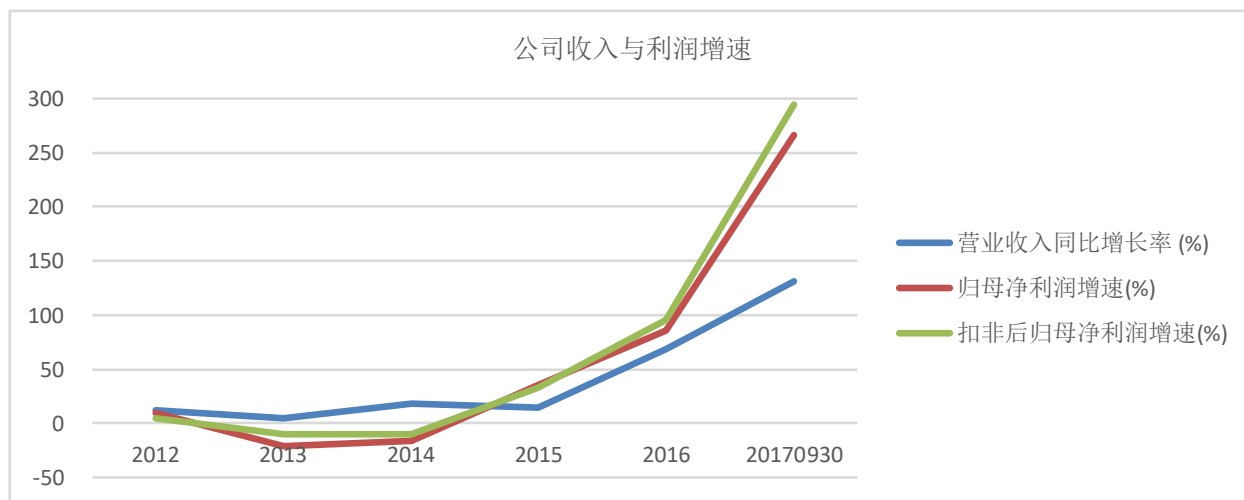
2017 年上半年，公司实现营业收入 5.43 亿元，毛利 2 亿元。其中，PCB 精密加工检测设备、液晶模组自动化组装及检测设备、PCB 精密加工辅助材料、LED 自动化组装及检测设备收入占比分别为 37%、23%、17%、13%；毛利占比分别为 34%、24%、14%、11%。公司细分业务毛利率均保持在 30% 以上，2017 年上半年综合毛利率为 37.7%。公司对于并购公司的整合工作颇有成效，实现了盈利能力与盈利规模的提升。3 季度毛利率环比提升 2.5 个百分点至 40.2%，2017 年前三季度，公司毛利率由上半年的 37.71% 提升至 38.7%，净利率由上半年的 15.03% 提升至 15.76%。

图表 2 公司收入与毛利结构



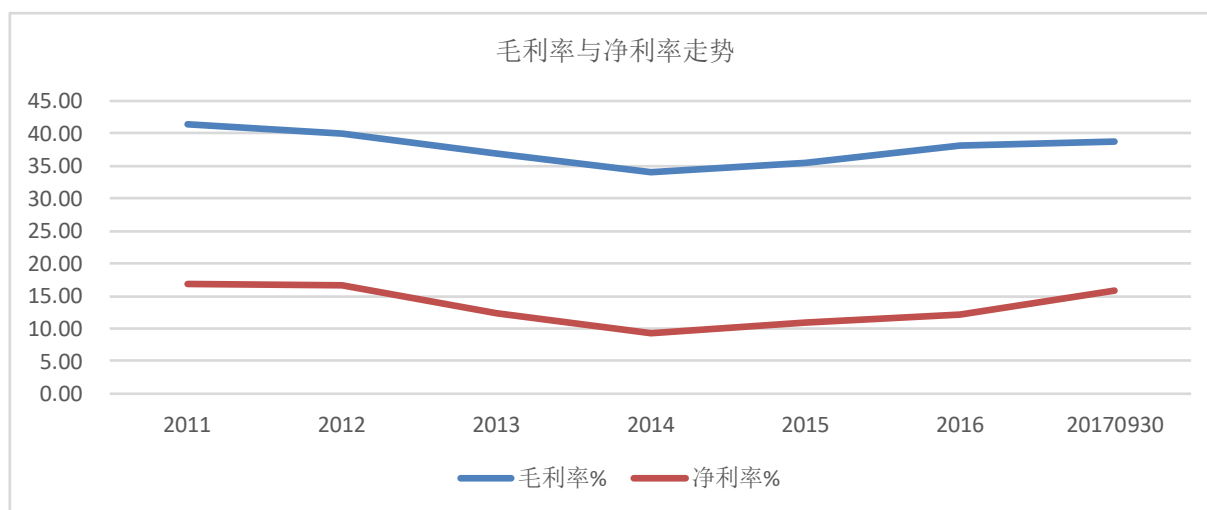
资料来源：中国银河证券研究部整理

图表 3 公司收入与净利润增速



资料来源: 中国银河证券研究部整理

图表 4 公司毛利率与净利率走势



资料来源: 中国银河证券研究部整理

公司通过产业链的横向整合, 切入自动化焊接、电梯、LED、锂电等行业, 完善了公司在自动化领域的产业布局, 加快推动公司成为中国领先的智能装备、高端材料及解决方案的供应商。为进一步开拓智能装备及中高端电子材料业务, 公司制定了转型升级的发展战略。

公司重视研发投入, 对公司产品及技术升级换代及创新起到了重要促进推动作用, 成为公司实现业绩增长的动力源泉。在研究支持和技术开发方面, 2016 年公司成立了中央研究院, 设立三级技术平台, 涵括激光技术、X 光技术、材料技术、自动化技术、软件技术等应用平台, 同步推进应用技术研究及基础技术研究, 整合各分子公司的共性技术, 形成共性技术模块化、标准化, 促进技术资源整合共享。

图表 5 公司的转型升级发展战略

两大类业务板块	转型升级发展战略
---------	----------

智能装备	在仪器装备的研发、生产、加工、销售方面，由 PCB、锂电池、液晶模组、LED、焊接自动化等行业的仪器装备自动化解决方案向智能化一站式综合解决方案转型，使仪器装备更稳定可靠、更智能、更自动、更集成。
中高端电子材料	在电子材料的研发、生产、加工、销售方面，由 PCB 辅助材料向 PCB、锂电池、LCM 行业的主要材料转型，实现“辅助材料+主要材料”并行发展。

资料来源：中国银河证券研究部整理

图表 6 主要细分行业及客户

细分行业	主要客户
液晶显示模组	信利、国显、天马、德普特、博恩光电、蓝思、京东方、JDI 等
锂电池	ATL、CATL、比亚迪、天津力神、光宇集团、TCL 金能、维科电池、赣锋锂电、中航锂电、国轩高科、微宏动力、国能、超威、南都、豪鹏、松下等
电梯	怡达快速电梯、巨人通力电梯、宁波申菱电梯、上海江菱机电、江西上菱、快意电梯、杭州奥利达、浙江威特、西莱特、天津莱茵克拉、通用电梯（中国）、恒达富士、东南电梯、伯耐特电梯、沃克斯电梯、新疆天山电梯、上海日立电梯、广州日立电梯等

资料来源：中国银河证券研究部整理

作为在液晶显示、锂电池、电梯等领域中高端智能装备系统解决方案供应商，公司目前的产能已不足以支撑未来的快速发展。公司 10 月 19 日披露再融资预案，公司拟以市价向不超过 5 名特定对象发行不超过 3942 万股，募资不超过 9.3 亿元，用于智能装备制造中心、FPC 用功能性膜材料扩产及技术改造、总部大楼建设和研发中心建设项目，以巩固并提升公司在智能装备及中高端电子材料领域的市场地位，并进一步增强研发能力。

图表 7 公司非公开发行募集资金项目概况

项目名称	预计投资总额 (万元)	拟使用募集资金 (万元)	项目收益测算
智能装备制造中心项目	41,674	33,396	预计年均实现销售收入 6.07 亿元，年均实现净利润 1.26 亿元，税后内部收益率为 26.90%。
FPC 用功能性膜材料扩产及技术改造项目	20,911	18,093	预计年均实现销售收入 3.8 亿元，年均实现净利润 4273.71 万元，税后内部收益率 20.19%。
总部大楼建设项目	34,126	30,470	
研发中心建设项目	17,671	10,789	
合计	114,382	92,748	

资料来源：中国银河证券研究部整理

## 2. PCB 设备开发新产品，高端膜材料成为新的利润增长点

公司原有的主营业务为 PCB 精密加工检测设备和 PCB 精密加工辅助材料，如机器视觉系列、实验室仪器系列、半固化片无尘自动裁切机、全自动补强机、字符喷印机、膜系列、过滤系列等产品，广泛应用于 PCB 行业。

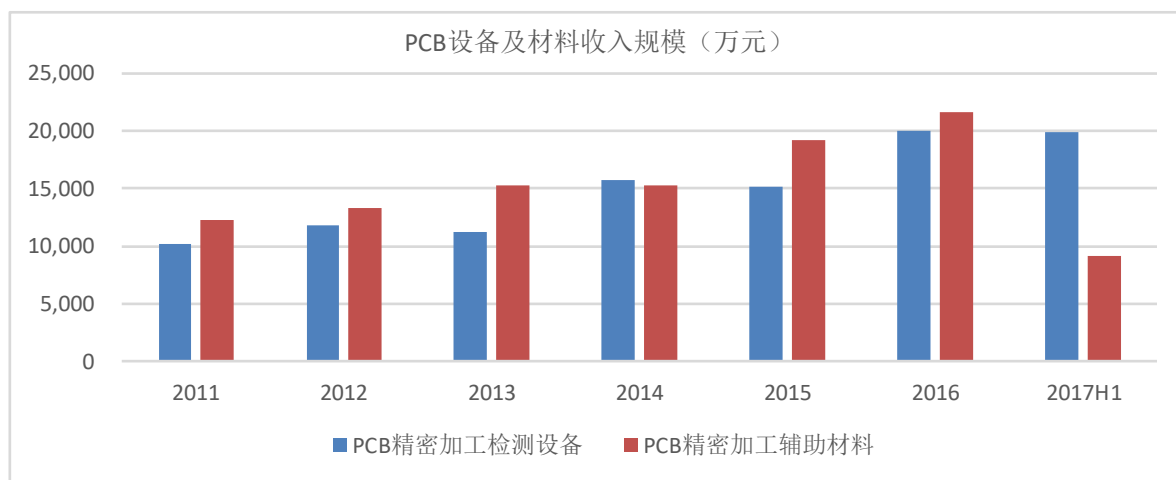
2017 年，全球 PCB 行业整体复苏，技术向智能化、自动化生产靠拢，精、密、薄成为产品发展趋势。公司在 PCB 行业稳健拓展市场，加大对已有产品的更新换代，进一步提高产品精度，改善产品各技术系数指标，满足日益发展的

行业新技术应用需求。如公司研发生产的字符喷印机，相关产品性能达到国内先进水平，已实现小批量订单生产，目前正在进一步加大市场推广力度。

激光装备主要包括 UV 激光打孔机、UV 激光切割机、精密光纤激光切割机、高速二氧化碳激光切膜机、PCB 全自动二维码激光雕刻系列、激光打标机系列等设备，其中，精密光纤激光切割机、高速二氧化碳激光切膜机和 PCB 全自动在线二维码激光雕刻系列是 2016 年新推出产品，已获得行业标杆客户如景旺电路验收通过，在市场上形成销售。自主研发的全自动在线 PCB 板二维码激光标刻系统，具有行业领先技术水平优势，可为客户提供先进的技术解决方案，实现 PCB 板二维码雕刻的高精度、高速度、自动化、智能化。

PCB 精密加工辅助材料主要包括膜系列、过滤系列、补强材料、无尘系列、精密定位系列等材料，上述材料应用主要在 PCB 行业。2016 年公司在江西南昌设立全资子公司，主要生产覆盖膜、离型膜等中高端膜材料，已于 2017 年初实现投产，成为公司新的利润增长点。

图表 8 PCB 设备及材料历年收入规模



资料来源：中国银河证券研究部整理

### 3. 锂电、LED 并购整合成效显著，实现 1+1>2 效果

公司锂电行业切入深度不断增加，目前已覆盖锂电检测设备、pack 生产线、极耳激光切割设备及材料，市场占有率进一步扩大。2011 年，公司开始研发生产应用于锂电行业的 X 光系列检测设备。公司 X 光自动化检测系列设备已形成垄断性局面，并将在一段时期内保持领先优势。2015 年底，公司通过收购拓联电子切入到锂电池材料应用。2016 年突破技术瓶颈，顺利推出应用于动力电池的动力极耳。2017 年初，公司完成收购炫硕智造，并由炫硕智造开展锂电池 PACK 自动装配生产线、极耳激光切割设备的项目研发，进一步切入锂电行业自动化设备领域，丰富了公司在锂电行业的产业布局。目前，锂电池 PACK 自动装配生产线研发项目正处于样线试制阶段，并已与意向客户进行商务洽谈，预计锂电池 PACK 自动装配生产线将在明后年成为公司利润新的增长点之一；极耳激光切割设备已完成样机试制并实现了订单零突破。

**集银科技：**主要研发、生产和销售热压贴合设备，液晶模组产品主要包括 LCM 全自动绑定系列、TLI 全贴合系列、全自动高精度偏贴机等机型；背光源叠片系列主要包括背光源前工序全自动组装机、背光源后工序全自动叠片机；摄像头设备系列主要包括全自动绑定机。此外，集银科技生产的双工位自动贴膜机、自动对位贴膜机、脉冲式热压机等产品也被客户高度认可。集银科技密切关注 OLED 的发展动态，正投入大量人力物力协同客户开发应用于 OLED 产线的模组设备。集银科技在继续保持海外订单的同时，加大了国内市场的开发力度，并取得了初步成效。国内市场的开发效果将在 2-3 年内逐步释放，从而进一步扩大市场占有率。

**炫硕智造：**主要研发、生产及销售全自动分光编带机、散装供料贴片机、LED 显示屏装配生产线、智能化装备系列、灯具智能化生产线、智能 COB 分光机、外观检测机、碟片编带机等系列产品，产品主要应用于 LED 行业，覆盖照明、背光、显示屏等产业，属 LED 封装领域，拥有三星、LG、福日照明、鸿利光电等优质客户群体。炫硕智造是 LED 封装知名企业，在 LED、半导体、散装贴片等领域具备较强实力，曾获得广东省半导体照明产业联合创新中心颁发的第四届“LED 行业十大技术领军企业的荣誉称号”，为国家级高新技术企业。在 LED 行业整体复苏的大市场环境下，炫硕智造大力开发新客户，特别是加强了对大客户的市场开发力度，订单状况好于去年同期。同时，炫硕智造为开拓新的市场领域，成立了锂电自动化事业部，炫硕智造在研的锂电池 PACK 自动装配生产线项目及极耳激光切割设备，为公司在锂电行业作出的战略新布局。

图表 9 收购公司承诺业绩情况

集银科技	2015	2016	2017	2018
承诺业绩（万元）	3600	4680	6084	
实际完成业绩（万元）	3966	5432	2017 年上半年净利润 2178 万元	
炫硕制造	2015	2016	2017	2018
承诺业绩（万元）		3600	4680	6084
实际完成业绩（万元）		3729		
鹏煜威	2015	2016	2017	2018
承诺业绩（万元）	2000	2500	3250	4225
实际完成业绩（万元）		3137	2017 年上半年净利润 2455 万元	
拓联电子	2015	2016	2017	2018
承诺业绩（万元）	500	1000	1400	1960

资料来源：中国银河证券研究部整理

## 4. 智能制造：由硬件提供商向系统解决方案商发展

公司致力于提升智能化水平，通过与智能化企业强强联手，推动智能制造。初步建立了智能仪器装备、高端电子材料的全产业链条。2016 年，公司 PCB 全自动二维码激光雕刻机等自动化装备成功上市，子公司集银科技研发出“全自动真空贴合线”和“BL-LCM 全自动组合机”等产品即为公司智能制造能力的集中体现。通过自动化和智能化技术升级，将逐步奠定公司在行业的领先地位。

**鹏煜威：**主要研发、生产及销售焊接机器人系列、智能制造系列、生产线系列、标准设备等。主要产品为电梯智能生产系统、搬运机器人（AGV、RGV）、智能仓储及物流系统、制造执行系统（MES）等。产品广泛运用于智能工厂、电梯、制冷及五金家电等领域。特别是在压缩机和电梯行业的焊接领域已形成一定的行业影响力。拥有松下、格力、比亚迪等国际知名企业客户。目前，鹏煜威科技在手订单充足，市场规模在稳健扩大。在电梯行业的无人工厂应用方面，基于焊接技术为核心的自动化生产线获得客户的高度认可，大幅降低了客户的产线成本、提升了效率。

2016 年鹏煜威在电梯行业取得重大突破，6 家客户订单均突破千万，并与多家客户洽谈电梯无人工厂订单。同时，鹏煜威在压缩机行业全自动化生产线取得较好业绩，在工业机器人、AGV、RGV 小车，智能网关，MES 系统已完成研发并成功投入应用，在智能仓储等智能工厂配套等领域正加紧布局。

**致坤信息：**专业从事智能制造/工业 4.0 整体解决方案、系统集成和软件开发的国家级高新技术企业，由中国科技开发院（科技部直属）、高新投集团、国投高科、粤科金融集团、中南大学等多家国资央企单位联合发起成立，为工业和信息化部《国家智能制造行业标准化》战略合作企业，中国智能制造系统解决方案供应商产业联盟理事单位，深圳市战略性新兴产业重点专项支持项目。总部位于深圳市高新技术产业园南区，在苏州、天津、长沙、吉隆坡设立有分公司及办事处。

玖坤自主研发的智能制造 Q9 型 CPS 平台可针对不同工厂特点, 结合企业现有的信息化平台, 借助物联网和移动互联网最新技术, 可为企业全面进行信息化和工业化的深度融合提供平台化的支撑。Q9 型 CPS 平台涵盖了精准供应链管理、产品全生命周期追溯管理、制造执行管理、智能仓储物流管理和设备远程检测诊断管理五大部分。系统感知层集成了 Barcode 和 RFID 技术, 可快速采集原材料、产品、工艺、设备、人员等基础数据信息; 系统执行层可与工业机器人、PLC、激光打标机等自动化设备实现无缝对接; 系统管理层可与企业 ERP 系统实时进行数据交互; CPS 系统全面实现产品的可追溯性及生产数据的实时性。从根本上解决企业现有信息系统的“孤岛”问题, 全面实现物流、仓储、生产、设备等数据的实时性和准确性, 为企业实现智能制造提供“血液和经络”层面支撑。

公司所研发的 CPS 智能制造系统解决方案和产品已成功应用于电子、机械中高端装备制造、食品药品、纺织、仓储物流等多个行业领域。其中较为典型的案例有通用汽车合作伙伴广东鸿图、易力声科技、豪鹏国际、路畅科技、上达电子敦豪全球货运 (DHL) 等各类大中型企业。2017-2020 年承诺扣除非经常损益后的净利润不低于 600 万元、900 万元、1,200 万元、1,500 万元。

图表 10 鹏煜威、正业玖坤承诺业绩情况

鹏煜威	2015	2016	2017	2018
承诺业绩 (万元)	2000	2500	3250	4225
实际完成业绩 (万元)		3137	2017 年上半年净利润 2455 万元	
正业玖坤	2017	2018	2019	2020
承诺业绩 (万元)	600	900	1200	1500

资料来源: 中国银河证券研究部整理

## 5. 盈利预测与风险提示

**盈利预测:** 我们预计 2017 年、2018 年、2019 年归母净利润 2.19 亿元、3.3 亿元、4.95 亿元, EPS1.11 元、1.68 元、2.51 元, 对应 PE35 倍、22 倍、15 倍。公司专注 3C 和锂电行业, 业务布局智能装备和高端材料, 致力于成为智能装备、高端材料及解决方案的供应商。下游需求处于成长期, 且子公司之间加强技术整合, 协同效应显著, 有利于产品线的深度扩展, 从而进一步提高盈利能力。智能装备工业园明年下半年投产和再融资项目建设将带来产能成倍增长。我们维持推荐评级。

**风险提示:** 并购公司业绩低于预期风险; 商誉减值损失风险; 智能装备工业园和扩产项目建设进程低于预期风险。

### 财务和估值数据摘要

单位: 百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	311.07	357.08	600.34	1324.29	1977.11	2926.56
增长率 (%)	17.81%	14.79%	68.12%	120.59%	49.30%	48.02%
归属母公司股东净利润	29.13	39.34	72.84	219.25	330.48	495.23
增长率 (%)	-11.08%	35.04%	85.14%	201.02%	50.73%	49.85%
每股收益 (EPS)	0.148	0.200	0.370	1.112	1.677	2.512
每股股利 (DPS)	0.023	0.018	0.031	0.093	0.140	0.209
每股经营现金流	-0.004	-0.168	0.265	-2.335	1.789	-2.532
销售毛利率	34.15%	35.48%	38.23%	38.02%	38.31%	38.69%
销售净利率	9.37%	11.02%	12.13%	16.56%	16.72%	16.92%
净资产收益率 (ROE)	7.62%	7.29%	6.34%	16.23%	19.98%	23.50%
投入资本回报率 (ROIC)	13.08%	13.82%	14.09%	20.35%	18.86%	28.47%

市净率 (P/B)	18.54	13.15	6.17	5.25	4.29	3.36
股息率 (分红/股价)	0.001	0.001	0.001	0.003	0.004	0.006

**报表预测**

利润表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	311.07	357.08	600.34	1324.29	1977.11	2926.56
减：营业成本	204.84	230.39	370.82	820.82	1219.69	1794.25
营业税金及附加	2.24	2.67	4.69	9.27	13.84	20.49
营业费用	23.83	22.99	39.62	83.43	124.56	182.91
管理费用	46.72	63.47	120.78	153.62	227.37	336.55
财务费用	2.21	1.21	3.29	12.47	16.12	22.99
资产减值损失	1.95	5.91	6.38	4.75	4.75	4.75
加：投资收益	0.00	7.93	16.87	10.00	10.00	10.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>29.28</b>	<b>38.37</b>	<b>71.64</b>	<b>249.94</b>	<b>380.79</b>	<b>574.62</b>
加：其他非经营损益	4.20	6.38	7.96	6.24	6.24	6.24
<b>利润总额</b>	<b>33.48</b>	<b>44.75</b>	<b>79.60</b>	<b>256.18</b>	<b>387.03</b>	<b>580.86</b>
减：所得税	4.35	5.41	6.76	36.93	56.55	85.63
<b>净利润</b>	<b>29.13</b>	<b>39.34</b>	<b>72.84</b>	<b>219.25</b>	<b>330.48</b>	<b>495.23</b>
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>29.13</b>	<b>39.34</b>	<b>72.84</b>	<b>219.25</b>	<b>330.48</b>	<b>495.23</b>
资产负债表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	164.18	123.79	123.37	13.24	19.77	29.27
应收和预付款项	179.70	274.93	391.68	1109.55	1131.39	2185.04
存货	65.64	76.26	204.27	333.37	465.53	709.72
其他流动资产	0.00	0.00	2.07	2.07	2.07	2.07
长期股权投资	0.00	125.53	142.66	142.66	142.66	142.66
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	64.56	105.98	134.45	111.95	89.44	66.91
无形资产和开发支出	12.06	34.83	498.02	494.03	490.04	486.05
其他非流动资产	1.06	22.37	19.61	17.30	15.00	15.00
<b>资产总计</b>	<b>487.20</b>	<b>763.69</b>	<b>1516.12</b>	<b>2224.17</b>	<b>2355.89</b>	<b>3636.70</b>
短期借款	22.77	64.34	44.94	411.50	62.77	579.23
应付和预收款项	78.81	159.91	299.47	441.98	589.46	859.80
长期借款	0.00	0.00	0.00	30.00	70.00	120.00
其他负债	3.12	0.00	22.02	0.00	0.00	0.00
<b>负债合计</b>	<b>104.70</b>	<b>224.24</b>	<b>366.42</b>	<b>883.48</b>	<b>722.23</b>	<b>1559.03</b>
股本	60.00	159.55	181.12	181.12	181.12	181.12
资本公积	142.92	164.58	686.14	686.14	686.14	686.14
留存收益	179.58	215.32	282.43	483.43	786.40	1240.41

归属母公司股东权益	382.50	539.45	1149.69	1350.69	1653.66	2107.67
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	382.50	539.45	1149.69	1350.69	1653.66	2107.67
负债和股东权益合计	487.20	763.69	1516.12	2234.17	2375.89	3666.70
<b>现金流量表</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
经营性现金净流量	-0.72	-33.13	52.30	-460.24	352.59	-499.06
投资性现金净流量	-8.27	-146.87	-332.15	-16.75	5.27	5.28
筹资性现金净流量	134.06	146.01	266.60	366.86	-351.34	503.27
现金流量净额	125.06	-33.98	-12.96	-110.12	6.53	9.49

### 财务分析和估值指标汇总

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>收益率</b>						
毛利率	34.15%	35.48%	38.23%	38.02%	38.31%	38.69%
三费/销售收入	23.39%	24.55%	27.26%	18.84%	18.62%	18.54%
EBIT/销售收入	11.21%	12.48%	13.66%	20.21%	20.34%	20.60%
EBITDA/销售收入	13.63%	14.85%	16.24%	22.03%	21.56%	21.34%
销售净利率	9.37%	11.02%	12.13%	16.56%	16.72%	16.92%
<b>资产获利率</b>						
ROE	7.62%	7.29%	6.34%	16.23%	19.98%	23.50%
ROA	7.16%	5.83%	5.41%	12.03%	17.07%	16.58%
ROIC	13.08%	13.82%	14.09%	20.35%	18.86%	28.47%
<b>增长率</b>						
销售收入增长率	17.81%	14.79%	68.12%	120.59%	49.30%	48.02%
EBIT 增长率	-11.85%	27.70%	84.13%	226.23%	50.26%	49.91%
EBITDA 增长率	-8.95%	25.08%	83.82%	199.27%	46.11%	46.55%
净利润增长率	-11.08%	35.04%	85.14%	201.02%	50.73%	49.85%
总资产增长率	50.12%	56.75%	98.53%	46.70%	5.92%	54.37%
股东权益增长率	73.08%	41.03%	113.13%	17.48%	22.43%	27.45%
经营营运资本增长率	17.79%	17.01%	56.29%	233.69%	1.28%	100.75%
<b>资本结构</b>						
资产负债率	21.49%	29.36%	24.17%	39.72%	30.66%	42.87%
投资资本/总资产	50.12%	63.32%	72.51%	80.58%	75.83%	77.18%
带息债务/总负债	21.75%	28.69%	12.26%	49.97%	18.38%	44.85%
流动比率	3.91	2.12	1.97	1.71	2.48	2.03
速动比率	3.28	1.78	1.41	1.32	1.76	1.54
股利支付率	15.45%	9.15%	8.32%	8.32%	8.32%	8.32%
收益留存率	84.55%	90.85%	91.68%	91.68%	91.68%	91.68%
<b>资产管理效率</b>						
总资产周转率	0.64	0.47	0.40	0.60	0.84	0.80
固定资产周转率	4.82	4.83	4.47	11.83	22.11	43.75

应收账款周转率	1.77	1.39	1.57	1.24	1.80	1.39
存货周转率	3.12	3.02	1.82	2.46	2.62	2.53
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
EBIT	34.89	44.55	82.03	267.62	402.13	602.83
EBITDA	42.39	53.03	97.47	291.71	426.22	624.62
NOPLAT	26.76	33.74	68.14	223.67	338.01	508.60
净利润	29.13	39.34	72.84	219.25	330.48	495.23
EPS	0.148	0.200	0.370	1.112	1.677	2.512
BPS	1.941	2.737	5.833	6.853	8.390	10.693
PE	243.43	180.27	97.37	32.35	21.46	14.32
PEG	2.54	1.75	1.09	N/A	N/A	N/A
PB	18.54	13.15	6.17	5.25	4.29	3.36
PS	22.80	19.86	11.81	5.36	3.59	2.42
PCF	-9803.85	-214.09	135.60	-15.41	20.11	-14.21
EV/EBIT	57.92	127.60	78.83	26.00	16.54	11.97
EV/EBITDA	47.66	107.20	66.34	23.85	15.60	11.55
EV/NOPLAT	75.50	168.46	94.90	31.11	19.67	14.19
EV/IC	8.27	11.76	5.88	3.88	3.72	2.57
ROIC-WACC	14.07%	14.81%	15.08%	20.03%	19.09%	28.87%
股息率	0.001	0.001	0.001	0.003	0.004	0.006

\*以上数据由分析师在<Wind 财务预测和估值系统>上计算生成

\*以上每股指标系指定预测日期对应的总股本计算

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**王绪丽，证券分析师。**本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，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接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612hettingting@chinastock.com.cn  
深广地区：詹璐 0755-83453719zhanlu@chinastock.com.cn  
海外机构：李笑裕 010-83571359lixiaoyu@chinastock.com.cn  
北京地区：王婷 010-66568908wangting@chinastock.com.cn  
海外机构：刘思瑶 010-83571309liusiyao@chinastock.com.cn