

安洁科技 (002635.SZ) 电子

评级：买入 首次评级

公司研究

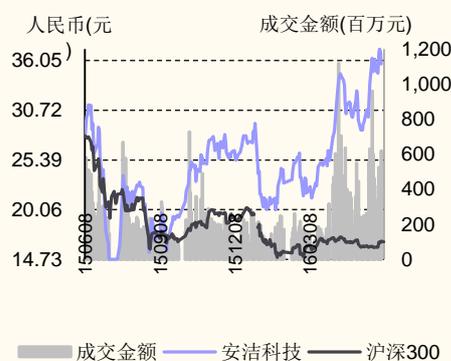
市场价格 (人民币): 35.93 元

目标价格 (人民币): 45.98 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	184.09
总市值(百万元)	13,971.49
年内股价最高最低(元)	37.30/14.73
沪深 300 指数	3178.79
深证成指	10363.09



平台价值渐显，新增长点层见叠出

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.69	0.79	1.10	1.52	2.02
每股净资产(元)	7.07	5.97	7.04	8.41	10.28
每股经营性现金流(元)	1.09	0.60	2.25	1.79	2.24
市盈率(倍)	38.7	35.2	32.4	23.6	17.8
行业优化市盈率(倍)	74.0	151.7	115.2	115.2	115.2
净利润增长率(%)	-11.5%	143.3%	40.0%	37.9%	32.5%
净资产收益率(%)	9.86%	13.22%	15.71%	18.12%	19.65%
总股本(百万股)	181.03	388.85	388.85	388.85	388.85

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **电脑产品业务-稳健发展有亮点:** 公司在电脑产品业务上持续优化调整产品结构, 积极开发新产品, 利用现有客户资源快速打开市场, 并不断开拓新的客户。微软 Surface 系列平板销量持续高增长, 公司供应鼠标触模板, 受益明显; 12 英寸 MacBook 采用全新蝶式极致轻薄“键盘胶”, 该键盘胶具备十一层结构, 厚度却不足 0.5 毫米, 公司供货约 50%, 12 英寸约占 MacBook 总量的 20%, 极致轻薄“键盘胶”后续有望在其它型号上推广应用, 此外公司供货产品品种会逐步增加, 包括薄的, 带散热的, 短键程的, 独立式的; 公司收购新星控股, 通过整合资源, 金属结构件业务有望率先在微软电脑业务上取得突破。我们预测, 公司通过培育一些新增长点, 可以抵御全球 PC 市场下滑的冲击, 预计公司电脑产品业务会稳定发展。
- **通讯产品业务-现有增长驱动力:** 2015 年 9 月, 公司 A 客户发布 iPhone 6S, 首次采用 3D Touch 技术, 其中背光模组用高端光电胶产品要求较高, 安洁科技作为主力供应商, 量产期间实际交货占比一度达到 80%, 3D Touch 有望在 iPad 上推广应用, 此外, 国产品牌华为、中兴、金立、魅族的有关手机也纷纷搭载了 3D Touch 技术, 有望成为高端机型的主流配置技术; 目前公司拥有 CNC 设备 600 多台, 新购买 200 台, 目标规划预计达到 2000 台, 金属精密零件是主攻方向, 目前正在为 A 客户、微软、新思、华硕、华为、OPPO、VIVO 等客户打样, 预计今年下半年会取得积极进展; 国产手机品牌崛起, 公司正在积极开拓华为、联想、小米、乐视、OPPO、VIVO 等客户。
- **汽车电子业务-未来成长新引擎:** 公司收购新星控股, 产业协同效应正在逐步显现, 给博世等汽车电子客户的供货正在逐步提升; 目前正在为特斯拉储能系统开发试验零部件, 已取得实质性进展, 我们认为, 安洁科技的多款功能性产品均可以应用于特斯拉电动汽车, 再加上新星控股在汽车电子领域积累了丰富的经验, 公司有望进入特斯拉系列电动汽车的产品供应; A 公司正在逐步推进智能汽车产业, 安洁科技是 A 客户的优质供应商, 在消费类电子领域已长期稳定供货多年, 具有良好的合作关系, 我们看好公司的潜在发展机遇; 公司大力布局新能源汽车的配套产品业务, 建设新能源汽车产品厂房, 购买大尺寸加工设备, 扩充大尺寸加工产能, 有望在高速发展的新能源汽车产业领域迎来新的发展契机, 汽车电子业务将成为公司未来成长新引擎。

骆思远 分析师 SAC 执业编号: S1130515070001
luosiyuan@gjzq.com.cn

詹静 联系人
(8621)60870947
zhanjing@gjzq.com.cn

- **平台优势渐显，承载腾飞梦想：**公司在消费类电子和汽车电子领域，拥有高端客户群，具有较好的技术研发、生产制造和品质管控能力，在产业链扩展，新产品推广，外延并购上具有较好的产业协同优势，收购新星控股已初步显现，我们预测公司将继续发挥平台优势，实现内生性增长与外延并购的快速发展，并在智能家居、VR/AR、可穿戴设备、汽车智能化和电动化等方面迎来新的发展机遇。

估值与投资建议

- 预测公司 2016/2017/2018 年 EPS 分别为 1.1/1.52/2.02 元。考虑到公司电脑产品业务发展稳定，通讯产品业务快速增长，新能源汽车电子业务发展势如破竹，我们给予目标价 45.98 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险

- 智能手机增速放缓，PC 市场需求下滑，价格下降；金属结构件及新能源汽车配套产品业务推进不及预期。

内容目录

1、公司概述：高端电子功能材料的细分龙头	5
1.1 公司基本情况	5
1.2 财务状况	6
2、电脑产品业务-稳健发展有亮点	6
2.1 微软 Surface 系列平板销量持续高增长，鼠标触模板受益明显	7
2.2 金属精密零件有望打开电脑业务新局面	8
2.3 极致轻薄“键盘胶”业务快速增长	9
3、通讯产品业务-现有增长驱动力	10
3.1 3D touch 光电胶产品精准卡位，持续增长可期	10
3.2 手机金属机壳蓄势待发，通讯产品业务增长新动能	11
3.3 国产手机品牌崛起，公司积极拓展国内高端客户	14
4、汽车电子业务-未来成长新引擎	15
4.1 产业协同发挥优势，博世等汽车电子客户供货量持续增长	15
4.2 成功进入特斯拉，电动汽车配套产品大有可为	16
4.3 A 客户智能汽车呼之欲出，公司相关业务具备想象空间	18
4.4 公司大力布局新能源汽车业务，市场前景广阔	18
5、智能家居、VR、可穿戴设备-技术发展新机遇	20
6、盈利预测与估值建议	21
7、风险提示	22

图表目录

图表 1：2015 年各产品收入占比情况	5
图表 2：2015 年公司前五大客户	5
图表 3：公司股权结构图	6
图表 4：公司近 5 年营业收入及增长率	6
图表 5：公司近 5 年净利润及增长率	6
图表 6：公司近 5 年毛利率及增长情况（亿元）	6
图表 7：公司近 5 年财务表现	6
图表 8：2011-2014 年公司电脑业务收入（亿元）	7
图表 9：2011-2014 年公司电脑毛利率情况	7
图表 10：微软 Surface Pro 4	8
图表 11：微软 Surface 系列 2016 年销售预测	8
图表 12：2014-2016 年全球笔记本电脑出货排名	8
图表 13：华为 MateBook	9
图表 14：苹果蝶式键盘与传统剪刀式键盘构造	10
图表 15：3D Touch 结构	10
图表 16：3D Touch 原理	11

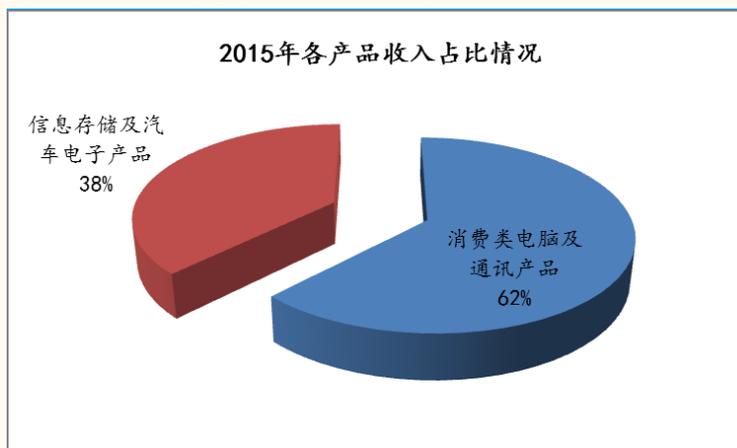
图表 17: 国内采用 3D Touch 技术的手机.....	11
图表 18: 3D Touch 功能手机 (华为、中兴、金立)	11
图表 19: 主要 CNC 加工厂商机台数量 (台)	12
图表 20: 苹果采用的金属外壳产品 (iPhone、iPad、Mac Book、iWatch)	12
图表 21: 2015 年 5-11 月上榜各品牌手机金属机身占比	13
图表 22: 2015 年 5-11 月上榜机型金属机身占比	13
图表 23: 2016 年 1 月畅销手机榜采用金属机身占比	13
图表 24: 2016 年 1 月畅销手机排行榜金属机身占比	13
图表 25: 手机金属结构件渗透率	13
图表 26: 金属结构件市场需求预测.....	14
图表 27: 2014-2016 年全球前十大手机品牌市占率变化.....	14
图表 28: 2016 年 Q1 手机出货量排行榜	15
图表 29: 2016 年 Q1 各手机品牌市占率及增长情况	15
图表 30: 公司 2014-2015 年国内外销售比例	15
图表 31: 公司子公司-新星控股汽车电子业务及客户	16
图表 32: 博世集团 2015 年营收 (706 亿欧元)	16
图表 33: 博世集团汽车业务收入及增值情况	16
图表 34: 特斯拉 Powerwall 储能系统.....	17
图表 35: Powerwall 具有较好的电能调节功能	17
图表 36: 特斯拉企业级储电/供电系统.....	17
图表 37: 特斯拉 Model 3.....	18
图表 38: 中国新能源汽车销量预测 (辆)	19
图表 39: 中国新能源汽车处于高速成长期.....	19
图表 40: 2015 年全球新能源乘用车销量 (辆)	19
图表 41: 乐视超级汽车 LeSEE 首款概念车.....	20
图表 42: 全球 2012-2018 年智能家居市场规模走势	21
图表 43: 中国 2013-2020 年智能家居市场规模走势	21
图表 44: 2020 年全球 AR/VR 市场规模预测	21
图表 45: 2016-2018 年中国可穿戴设备市场规模预测	21
图表 46: 分产品预测公司 2016~2018 年财务数据	22
图表 47: A 股相关公司估值参照表	22

1、公司概况：高端电子功能材料的细分龙头

1.1 公司基本情况

- 安洁科技是一家专业从事各种特殊电子绝缘材料、缓冲材料等专业功能性材料的整体方案设计供应商，主要产品包括各类导电材料、屏蔽材料、双面胶带、背光源材料、绝缘材料、保护膜、logo、面板、电池 FPC 及盖板玻璃等，公司从事消费电子精密功能性器件产品系列包括：粘贴类、绝缘类、缓冲类、屏蔽类、遮光类、散热类、导电类和光学胶膜等内部功能性器件，及装饰类、触控面板、视窗防护玻璃等外部功能性器件。公司生产的消费电子精密功能性器件主要为智能手机、台式及笔记本电脑、平板电脑、智能穿戴和智能家居产品等消费电子产品提供配套精密功能件。
- 公司全资子公司新星控股从事精密金属零件可以分为两大类：（1）信息存储硬盘相关精密金属零件，主要是应用于机械硬盘和混合硬盘的硬盘顶盖、磁盘夹具、磁盘分离器；（2）非硬盘精密金属零件，应用广泛，主要应用于汽车零部件、消费电子、家用电器、工业等产品中均有尺寸小但是对精密度要求非常高的金属零件。
- 公司产品主要分为两大类，其中消费类电脑及通讯产品占比 62%，信息存储及汽车电子产品占比 38%。

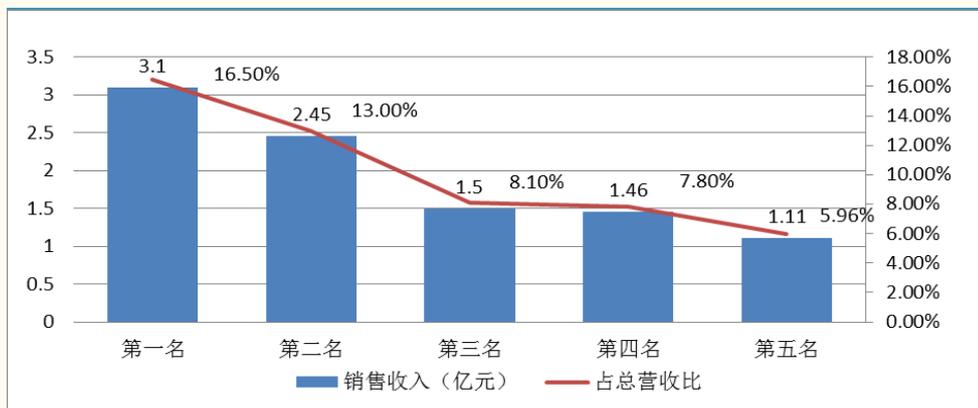
图表 1：2015 年各产品收入占比情况



来源：公司资料、国金证券研究所

- 公司主要客户有美国 A 客户、微软、联想、华硕、华为、希捷、博世、西部数据、希捷、飞利浦等。
- 2015 年，公司前五大客户合计占比 51.4%。

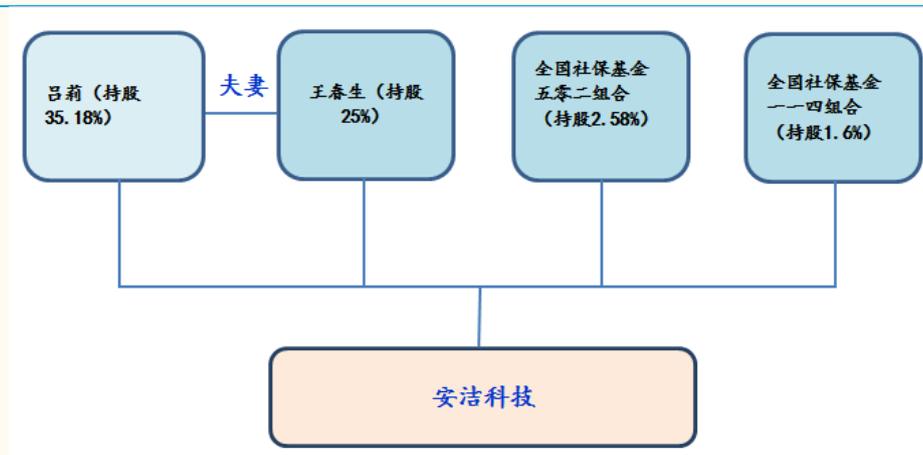
图表 2：2015 年公司前五大客户



来源：公司资料、国金证券研究所

■ 公司实际控制人为吕莉、王春生夫妇，合计持股 60.18%。

图表 3：公司股权结构图

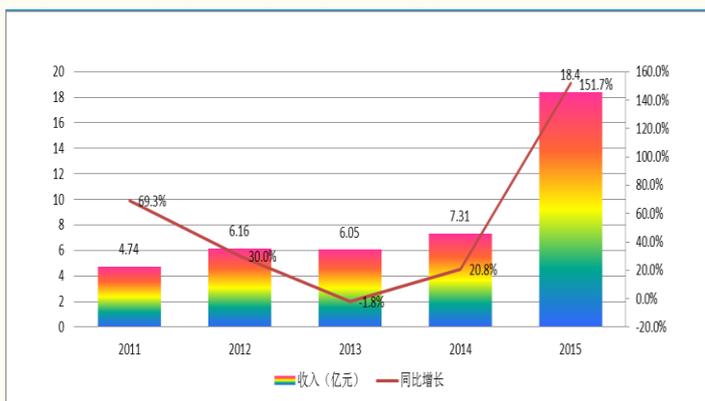


来源：公司资料、国金证券研究所

1.2 财务状况

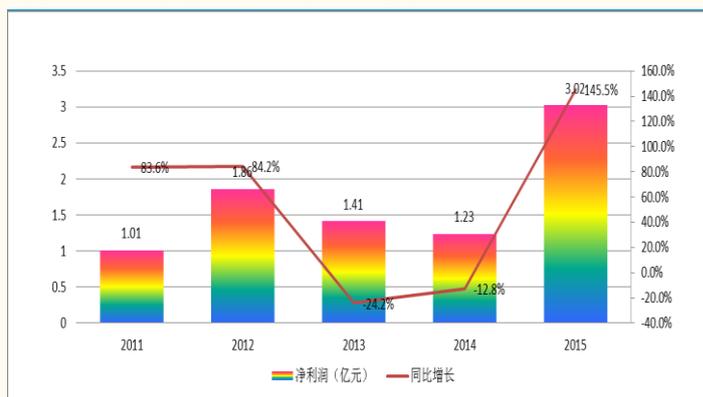
■ 公司前几年发展平稳，2015 年收购新加坡新星控股合并报表及通讯类产品的爆发，业绩呈现大幅上涨态势。

图表 4：公司近 5 年营业收入及增长率



来源：wind、国金证券研究所

图表 5：公司近 5 年净利润及增长率



来源：wind、国金证券研究所

图表 6：公司近 5 年毛利率及增长情况 (亿元)



来源：wind、国金证券研究所

图表 7：公司近 5 年财务表现

项目	2011	2012	2013	2014	2015
资产总计	10.2	12.2	14.3	23.4	30.8
营业收入	4.74	6.16	6.05	7.31	18.8
营业成本	3.03	3.5	3.81	5.13	12.47
利润总额	1.18	2.17	1.65	1.45	3.74
净利润	1.01	1.87	1.43	1.26	3.02
净利率	21.3%	30.3%	23.4%	16.8%	16.1%

来源：wind、国金证券研究所

2、电脑产品业务-稳健发展有亮点

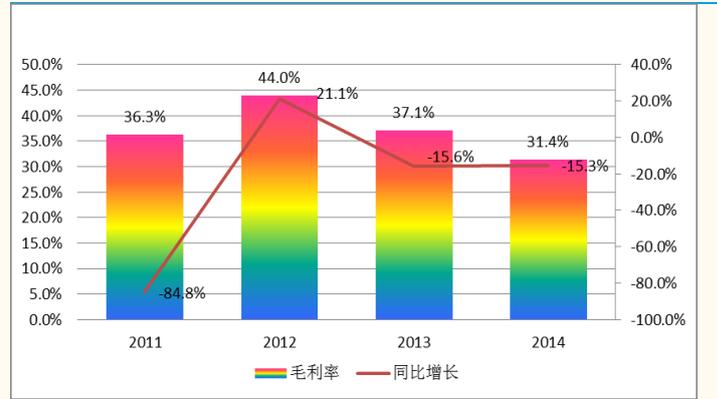
- 近几年，智能手机迅速普及，电脑产业受到冲击，销售呈现持续下滑的不利态势，公司的电脑产品业务也受到了影响，毛利率有了一定幅度的下滑，但相对于行业的下滑速度，公司的电脑业务发展相对还算稳定。

图表 8：2011-2014 年公司电脑业务收入（亿元）



来源：公司资料、国金证券研究所

图表 9：2011-2014 年公司电脑毛利率情况



来源：公司资料、国金证券研究所

- 公司在电脑业务上持续优化调整结构，积极开发新产品，利用现有客户资源快速打开新局面，并开拓新的客户，也有一些新增长点，用于抵御全球 PC 市场下滑的冲击，预计未来几年，公司电脑产品业务会稳定发展。

2.1 微软 Surface 系列平板销量持续高增长，鼠标触模板受益明显

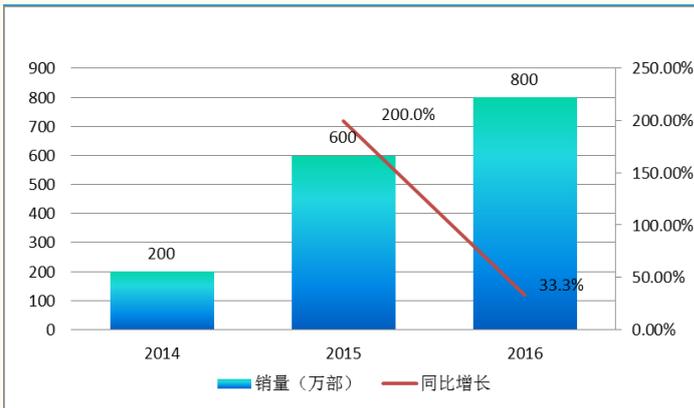
- 公司一直在与微软合作，做功能性器件，如 Surface 的鼠标触模板，之前是塑胶材质，现在已改成玻璃材质，单价有所提升。
- 微软的 Surface 系列平板推出后，获得了市场的青睐，销售量呈现快速增长的良好态势。微软表示，得益于 Surface Pro 4 和 Surface Book 的上市，在截止 2015 年 12 月 31 日的 2016 财年第二财季中 Surface 营收 13.5 亿美元，同比增长 29%。
- 虽然微软并没有正式公布 Surface 系列平板的具体销量，不过据微软台湾地区制造商称，微软 Surface 系列平板在 2015 年的销量为 600 万台。
- 微软台湾地区制造商表示，2015 年第四季度微软 Surface 系列平板的出货量达到了 250 万台，在 2015 年第四季度发售的 Surface Pro 4 和 Surface Book 让销量同比增长了 29%。
- 台湾消息源 Digitimes 表示，Surface 在 2016 年出货量有望达到 800 万台，年增长率预计增长 30%。根据最新消息，微软还将和供应链厂商研发新款 Surface 产品，可能是 Surface Pro 5，计划 2016 年下半年发布。
- 预计 2016 年微软 Surface 系列平板电脑销售会达到 800 万台，年增长 33%，鼠标触模板基本上由安洁科技独家供应，公司已与微软供货多年，关系稳固，并有望在相关产品上进行延伸发展，公司将显著受益微软 Surface 系列平板电脑的销量增长。

图表 10: 微软 Surface Book



来源: 公开资料、国金证券研究所

图表 11: 微软 Surface 系列 2016 年销售预测



来源: 公开资料、国金证券研究所

2.2 金属精密零件有望打开电脑业务新局面

- 为了加强精密金属零件的研发制造能力, 2015 年, 公司收购新加坡新星控股, 并于 2015 年先后对福宝光电增资 8750 万元及收购苏州格范五金 100% 股权, 为发展精密金属零件产业打下了坚实的基础。
- 新星控股主要产品为金属精密零件, 业务主要有两个方向: (1) 硬盘结构精密件 (占比 80%), 主要客户为硬盘巨头希捷、西部数据; (2) 汽车电子精密件 (占比 20%), 主要客户为国际汽车电子巨头博世, 主要客户还有飞利浦和三星等。
- 苏州格范五金拥有精密金属零件产品表面处理工艺的许可资质和生产空间, 通过收购, 可以完善公司产业链, 增加公司精密金属零件 (智能手机、笔记本电脑、平板电脑、汽车电子等领域) 的产能, 可以为公司集聚有效资源, 从整体上提升公司消费电子精密金属零件业务的竞争力。
- 通过整合资源, 有望快速实现产业协同, 公司已具备电脑金属精密零件的加工能力, 并拥有电脑领域优质的客户资源, 如 A 客户, 微软、联想、华硕、华为等公司, 在电脑的金属精密零件方面有望打开新局面。
- 联想笔记本在全球 PC 市场下滑的情况下, 表现稳定, 2015 年逆势增长, 出货量 (不含并购品牌) 年成长 6.9%, 市占率达到 19.9%, 紧追惠普位居亚军。2015 年欧洲整体需求虽不佳, 但联想凭借在市场渠道的深耕, 提高在欧洲市场的市占率, 使其能逆势成长。公司给联想做笔记本鼠标触摸板, 供货比较稳定, 客户关系稳固。

图表 12: 2014-2016 年全球笔记本电脑出货排名

排名	2014 品牌/厂	市占率	2015 品牌/厂	市占率	2016 品牌/厂	市占率(E)
1	惠普	20.1%	惠普	20.5%	惠普	20.7%
2	联想	17.5%	联想	19.9%	联想	20.0%
3	戴尔	12.3%	戴尔	13.7%	戴尔	14.0%
4	华硕	11.0%	苹果	10.34%	华硕	10.7%
5	宏碁	10.0%	华硕	10.31%	苹果	10.3%
6	苹果	9.3%	宏碁	8.9%	宏碁	9.0%
7	东芝	6.6%	东芝	4.2%	三星	2.4%
8	三星	2.7%	三星	1.7%	东芝	1.6%
9	Vaio (Sony)	0.6%				-
	其他	9.9%	其他	10.3%	其他	11.4%
总出货量 (单位: 百万台)		175.5	164.4	159.2		

註: Vaio (Sony) 於 2015 年併入其他計算

Source: Trendforce, Feb., 2016

来源: Trendforce、国金证券研究所

- 华为在做强做大智能手机的同时，向平板电脑领域进军，2016年2月，在MWC 2016 巴塞罗那世界移动大会开幕前夕，华为正式对外发布华为笔记本产品 MateBook。
- MateBook 作为华为第一款二合一的笔记本产品，有望依托公司在智能手机领域的先进技术平台，取得快速发展，发展前景可期，该款平板电脑的鼠标触模板由安洁提供。

图表 13: 华为 MateBook



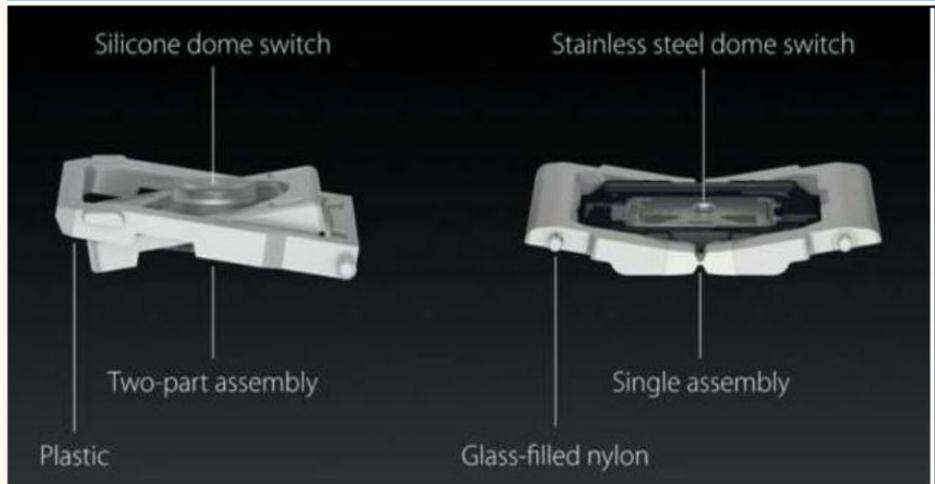
来源：公开资料、国金证券研究所

- 我们预计，公司的金属精密零件有望在微软等平板电脑领域取得积极进展，成为公司电脑产品业务新的增长点。

2.3 极致轻薄“键盘胶”业务快速增长

- 公司在 12 英寸 MacBook 上受益明显。全新蝶式键盘下的极致轻薄“键盘胶”由公司提供，该键盘胶具备十一层结构，厚度却不足 0.5 毫米，单价约 40 元，加上安洁科技在 MacBook 其他部位的零件供货，一台 MacBook 为安洁科技贡献的营收高达 120 至 150 元。
- 2015 年，MacBook 销量为 2038 万台，较 14 年上涨了 4.03%，在惠普、联想、华硕和宏碁等 PC 厂商销量均下降时，苹果是全球唯一一家 PC 销量逐年上涨的厂商，预计 2016 年仍将增长。
- 按照每年约出货 2000 万台 MacBook，12 英寸版本的 MacBook 约占据其中 20%，即 400 万台，目前安洁科技供货占比约 50%。
- 2016 年第一季度，MacBook 销售 403 万部，同比下滑 12%。
- 我们认为虽然 MacBook 销售出现下滑，但是公司未来三年在 Mac 的供货产品上仍会持续受益，主要是由于供货产品品种的增加，目前量产 1 个机种，未来 3 个机种正在打样，覆盖全，薄的，带散热的，短键程的，独立式的，供货品种和数量会持续增加。

图表 14: 苹果蝶式键盘与传统剪刀式键盘构造



来源：苹果发布会、国金证券研究所

3、通讯产品业务-现有增长驱动力

3.1 3D touch 光电胶产品精准卡位，持续增长可期

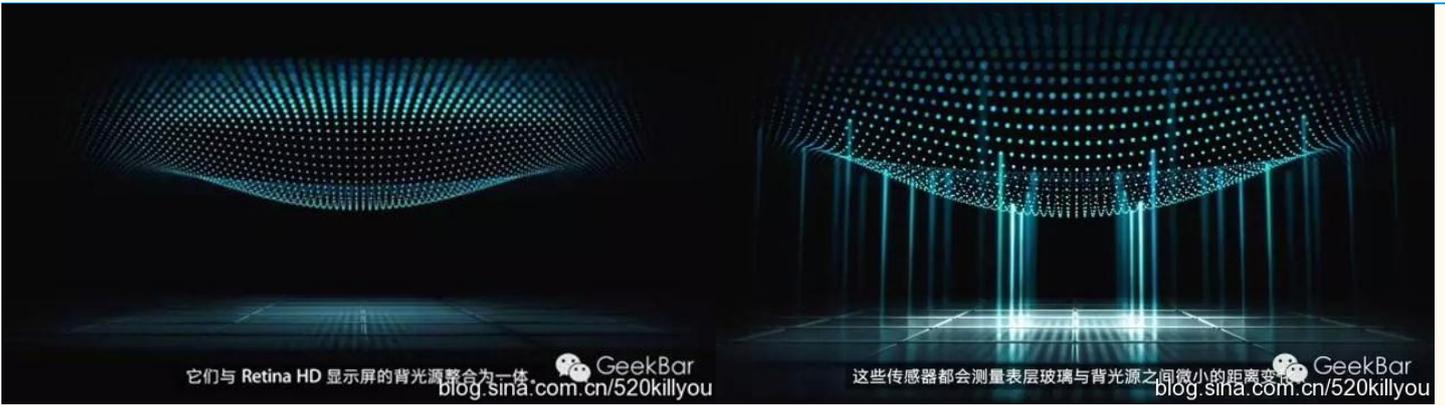
- 2015 年 9 月，A 客户发布了 iPhone 6S，触摸屏首次采用 3D Touch 技术，其中背光模组用高端光电胶产品技术要求较高（压力感应有一个线路，固定在触控模组里面，需要一些特殊的胶带，不能有杂质，杂质会导致压下去有失灵），安洁科技作为主力供应商，供货占比 50%左右，掌握该技术的企业较少，给 A 客户供货的企业一共也就 2-3 家，另外一家主力供应商为美资企业宝依德。目前苹果仅在 iPhone 6S 上采用，以后有望在 iPad、智能手表等产品上应用。
- 3D Touch 触摸屏的出现，在很大程度上简化了滑动翻页的操作。通过加大按压力度，在 iPhone 6s 上可以轻松地开启二级菜单，松开后则无缝切换到此前的界面，这显然是更加人性化、更加方便。

图表 15: 3D Touch 结构



来源：公开资料、国金证券研究所

图表 16: 3D Touch 原理



来源：公开资料、国金证券研究所

- 3D Touch 技术有望成为非苹果系中高端手机的标配，目前华为的旗舰机 mate s、中兴 AXON 及金立 S8 上已经开始使用，美国公司 Synaptics 也宣布研发出类似 3D Touch 的触屏技术 Clear Force，预计未来三年，3D Touch 技术有望在成为高端手机的标配，目前安洁科技已经与多家手机厂商接触，提供样品，如华为、乐视、小米等公司，未来还有望在平板电脑、可穿戴设备和汽车中控屏中渗透，前景非常广阔。
- 安洁科技作为掌握核心技术的厂商，在该产品上是 A 客户的核心供应商，再加上这一块竞争者较少，将显著收益。
- 公司除供应现有产品外，也在不断开发新产品，把握新机遇，并适时导入，在推动公司产品多元化及增长方面具有持续性。

图表 17: 国内采用 3D Touch 技术的手机

品牌	型号	上市时间	价格
华为	Mate s	2015 年 9 月	4199
中兴	AXON	2015 年 10 月	2699
金立	S8	2016 年 2 月	2599
华为	P9	2016 年 4 月	3688
魅族	Pro6	2016 年 5 月	2499

来源：公开资料、国金证券研究所

图表 18: 3D Touch 功能手机（华为、中兴、金立）



来源：公开资料、国金证券研究所

3.2 手机金属机壳蓄势待发，通讯产品业务增长新动能

- 目前公司拥有 CNC 设备 600 多台，其中适新（泰国）100 多台，苏州安洁 400 多台，新购买了 200 台 CNC 机床，三轴标准机改装成五轴机，高转速（27000 转），可以加工外观件及工艺复杂的产品，设备将陆续到位，根据公司规划，CNC 机台要达到 2000 台。
- 精密金属零件目前正在为 A 客户、微软、新思、华硕、华为、OPPO、VIVO 等客户打样，预计今年会实现量产并批量销售，2017 年会取得突破性发展。
- 在手机金属机壳领域，中国大陆主要企业有比亚迪、长盈精密、劲胜精密、春兴精工等企业，由于手机机壳金属化率渗透还在加速进行，所以目前市场供应还处在供不应求的阶段，很多公司还在购买 CNC 设备，扩张产能。

图表 19: 主要 CNC 加工厂商机台数量 (台)

公司	CNC 机台数量 (台)	主要客户
可成	24000	苹果等
鸿海	20000	苹果等
捷普绿点	14000	苹果等
锐胜	11000	苹果等
比亚迪	19000	三星、华为、HTC、联想等
三星电子	10000	自用为主
长盈精密	4000 (外协配合 6000)	华为、VIVO、小米、OPPO、中兴等
通达集团	4500	华为、小米等
劲胜精密	1500 (不包括创世纪)	三星、华为、中兴、海尔等
安洁科技	600-800	目标客户: A 客户、微软、新思、华硕等
春兴精工	500	三星、摩托罗拉等
胜利精密	300	索尼、松下、联想等

来源: 公开资料、国金证券研究所

- iPhone 系列型号的手机 2015 年共销售 2.26 亿部, 全部采用金属机壳, 如果按照平均 120 元/部的价格计算, 高达 270 亿元/年, 此外还有 iPad、笔记本电脑、智能手表等, 预计仅苹果一家公司对精密金属零部件的需求就高达千亿。目前苹果金属机壳的供应商主要有美国捷普绿点、台湾可成、鸿海及锐胜。

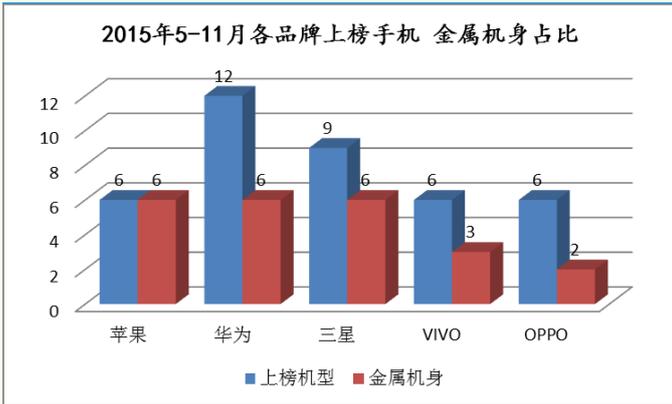
图表 20: 苹果采用的金属外壳产品 (iPhone、iPad、Mac Book、iWatch)



来源: 公开资料、国金证券研究所

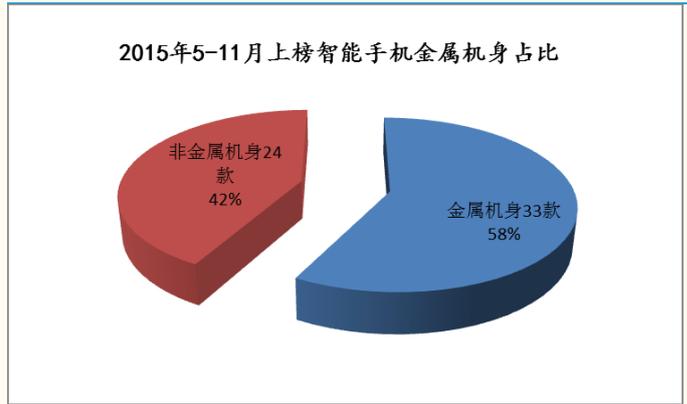
- 手机外壳金属化浪潮愈演愈烈, 正在加速渗透, 根据第一手机界统计数据可知 (联合迪信通、金佳信、丽的通讯、话机世界等手机渠道商), 2015 年 5 月~11 月中旬共推了 16 个畅销手机排行榜, 上榜智能手机机型达到 57 款, 金属机身占 24 款, 占比 42%。

图表 21: 2015 年 5-11 月上榜各品牌手机金属机身占比



来源: 第一手机界研究院、国金证券研究所

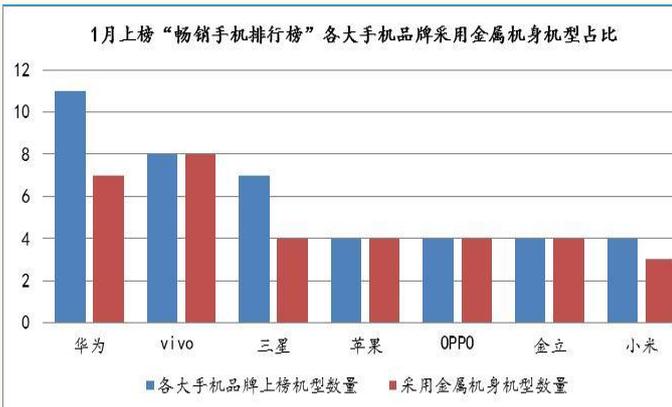
图表 22: 2015 年 5-11 月上榜机型金属机身占比



来源: 第一手机界研究院、国金证券研究所

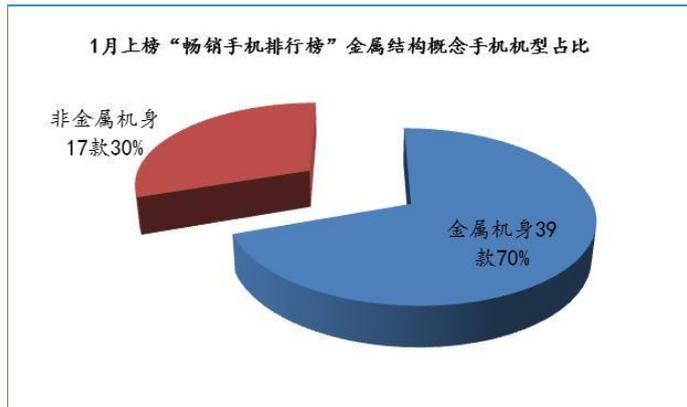
- 2016 年 1 月, 在上榜畅销手机的 56 款机型中, 采用金属材质概念的手机达到 39 款, 占比 70%, 较 2015 年 5~11 月的 42% 大幅增加 28%。
- 华为上榜 11 款, 7 款机身采用金属材质; vivo 上榜 8 款, 全部采用金属材质; 三星上榜 7 款, 4 款采用金属材质; 苹果上榜 4 款, 全部采用金属材质; OPPO 上榜 4 款, 全部采用金属材质; 金立上榜 4 款, 全部采用金属材质; 小米上榜 4 款, 3 款采用金属材质。

图表 23: 2016 年 1 月畅销手机榜采用金属机身占比



来源: 第一手机界研究院、国金证券研究所

图表 24: 2016 年 1 月畅销手机排行榜金属机身占比



来源: 第一手机界研究院、国金证券研究所

- 根据中国产业信息网预测, 2016 年手机金属结构件渗透率将达到 38%。

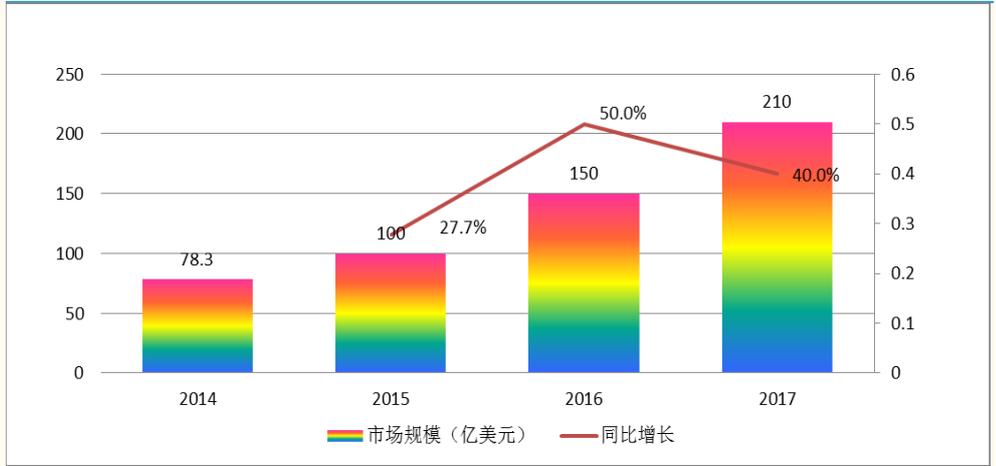
图表 25: 手机金属结构件渗透率



来源: 中国产业信息网、国金证券研究所

- 第一手机界研究院预测，受益于手机市场的需求拉动，金属结构件市场规模将继续高速增长，预计 2017 年将达到 210 亿美元。

图表 26: 金属结构件市场需求预测



来源：第一手机界研究院、国金证券研究所

3.3 国产手机品牌崛起，公司积极拓展国内高端客户

- 据 TrendForce 研究报告，2015 年全球智能手机出货量为 12.93 亿部，年增长 10.3%。中国大陆的手机品牌出货量高达 5.39 亿部，同比增长 20%，占全球比重超过四成，占据全球前十大手机品牌中的七个位置。
- 中国增长最快的是华为手机，其增长率高达 44%，也是国产手机品牌中第一个突破 1 亿销量的，稳坐全球第三、中国第一的宝座。紧跟在华为后面的是小米，相比去年，其增速一定程度地出现了放缓，十强中的其他中国公司还包括 TCL、OPPO、VIVO 和中兴。

图表 27: 2014-2016 年全球前十大手机品牌市占率变化

Table 1: Top Ten Smartphone Vendors Based on Market Share

Rankings	2014		2015		2016	
	Company	Market Share	Company	Market Share	Company	Market Share(E)
1	Samsung	27.8%	Samsung	24.8%	Samsung	22.2%
2	Apple	16.4%	Apple	17.5%	Apple	16.8%
3	Lenovo+Motorola	7.9%	Huawei	8.4%	Huawei	9.3%
4	Huawei	6.2%	Xiaomi	5.6%	Lenovo	6.1%
5	LG	5.4%	Lenovo	5.4%	Xiaomi	5.8%
6	Xiaomi	5.2%	LG	5.3%	LG	5.0%
7	Coolpad	4.2%	TCL	4.0%	TCL	4.0%
8	Sony	3.9%	OPPO	3.8%	OPPO	3.9%
9	TCL	3.3%	BBK/VIVO	3.3%	BBK/VIVO	3.4%
10	ZTE	3.1%	ZTE	3.1%	ZTE	3.1%
	Others	16.6%	Others	18.8%	Others	20.3%
Shipment Total (Unit: M)	1,172.3		1,292.7		1,397.1	

Note: Data are preliminary and subject to change.
Source: TrendForce, Jan., 2016

来源：TrendForce、国金证券研究所

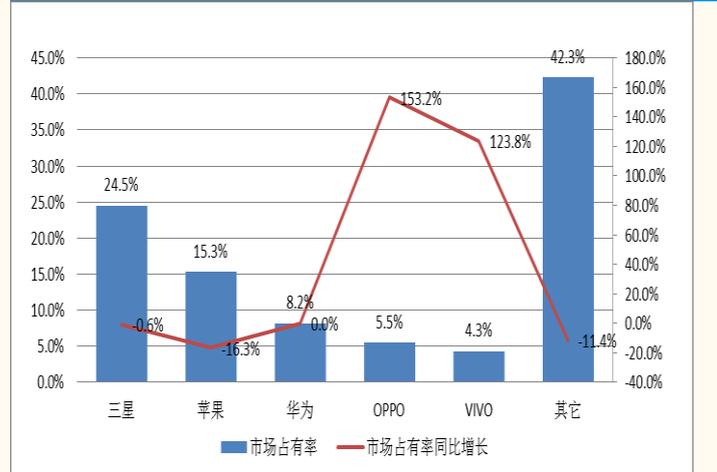
- 2016 年 Q1，全球智能手机出货量为 3.349 亿部，同比增长仅 0.2%，是近年来增幅最小的一次；但是中国手机品牌却逆势增长，华为市占率同比增长 58.4%，OPPO 市占率同比增长 153.2%，VIVO 市占率同比增长 123.8%。

图表 28: 2016 年 Q1 手机出货量排行榜

2016 年第一季度智能手机前五强厂商、出货量、市场份额及同比增长初步数据 (单位: 百万台)					
厂商	2016 年 Q1 出货量	2016 年 Q1 市场份额	2015 年 Q1 出货量	2015 年 Q1 市场份额	同比变动幅度
三星	81.9	24.5%	82.4	24.6%	-0.6%
苹果	51.2	15.3%	61.2	18.3%	-16.3%
华为	27.5	8.2%	17.4	5.2%	58.4%
OPPO	18.5	5.5%	7.3	2.2%	153.2%
vivo	14.3	4.3%	6.4	1.9%	123.8%
其他	141.5	42.3%	159.8	47.8%	-11.4%
总计	334.9	100.0%	334.4	100.0%	0.2%

来源: IDC、国金证券研究所

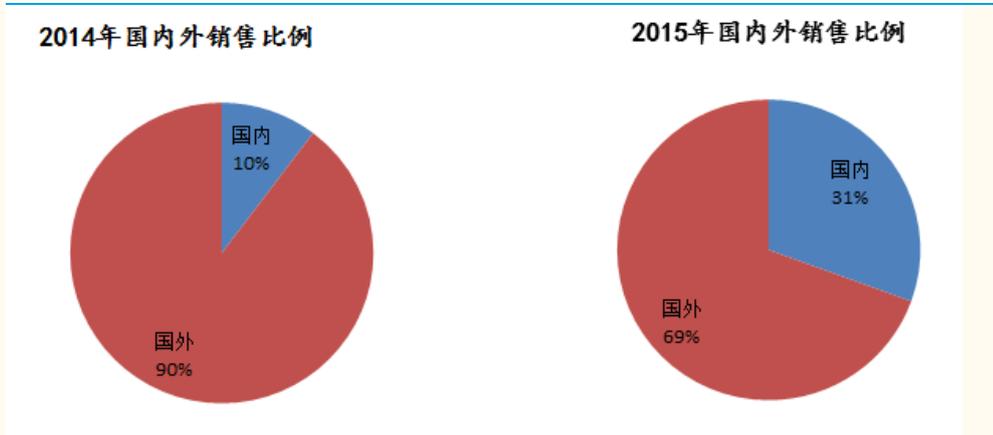
图表 29: 2016 年 Q1 各手机品牌市占率及增长情况



来源: IDC、国金证券研究所

- 公司积极拓展国内智能手机终端厂商的高端客户, 2015 年刚与华为接触, 目前的业务主要是 Mate book 上的触摸板等, 未来也会在相关领域加快与华为的合作。
- 此外, 在手机领域, 公司还在积极开拓联想、小米、乐视、OPPO、VIVO 等客户。
- 公司在电脑及手机领域, 国内销售占比较少, 2014 年国内销售占比仅为 10%, 2015 年收购的新星控股金属精密零件并表后, 国内销售占比 31%, 我们预测, 公司在手机及电脑领域具有较好的技术积累, 随着国内开发力度的加大, 国内销售具有较大的增长空间。

图表 30: 公司 2014-2015 年国内外销售比例



来源: wind、国金证券研究所

4、汽车电子业务-未来成长新引擎

4.1 产业协同发挥优势, 博世等汽车电子客户供货量持续增长

- 2015 年, 公司以 8.3 亿元收购新加坡新星控股 100% 股权, 新星公司主要产品为精密金属零件, 其中汽车电子精密件占比 20%, 主要客户为国际汽车电子巨头博世等公司。
- 公司与博世长期保持战略合作关系, 由于出色的研发能力、稳定精确的生产质量, 获得博世集团“最佳供应商”和博世中国“首选供应商”称号。

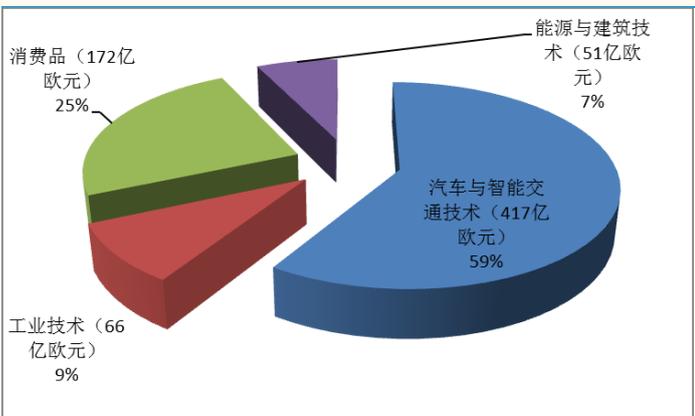
图表 31：公司子公司-新星控股汽车电子业务及客户

序号	产品/主要应用于汽车零部件	供应工厂
1	ABS ECU	博世美国、德国、日本工厂
2	安全气囊 ECU	博世美国、苏州工厂
3	发动机 ECU	博世苏州、日本、印度工厂
4	媒体导航仪	博世苏州工厂
5	显示面板	博世苏州工厂

来源：公司资料、国金证券研究所

- 博世集团 2015 年营业收入达到 706 亿欧元，比上一年增长近 10%，息税前利润约为 50 亿欧元，其中汽车与智能交通技术表现出较好的增长动能。

图表 32：博世集团 2015 年营收 (706 亿欧元)



来源：公开资料、国金证券研究所

图表 33：博世集团汽车业务收入及增值情况



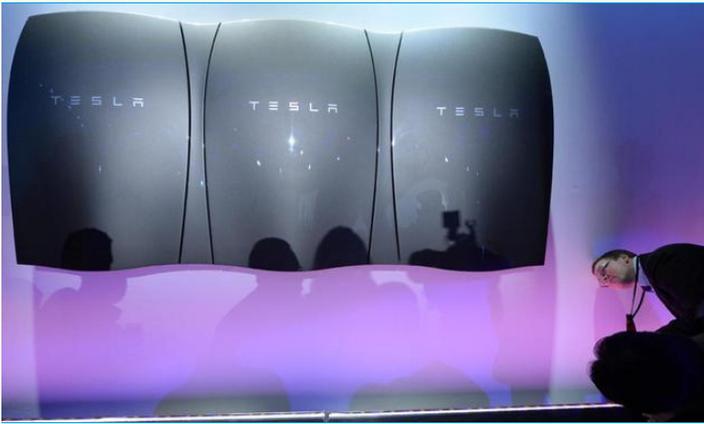
来源：公开资料、国金证券研究所

- 公司可借助新星公司优质客户资源，加速母公司的产品在博世等高端客户的切入，形成产业协同发展效应，同时汽车电子业务极具发展潜力，可以与公司正在布局的新能源汽车电池材料产业形成合力，有利于公司汽车电子战略的实施，预计未来给博世等汽车电子客户的供货会大幅提升，汽车电子业务将成为公司成长新引擎。

4.2 成功进入特斯拉，电动汽车配套产品大有可为

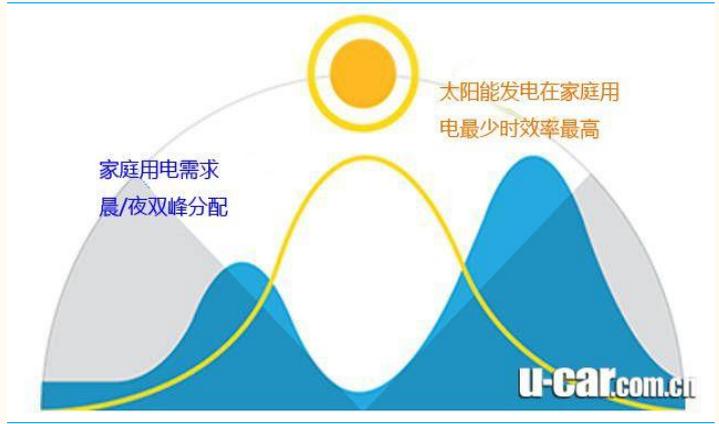
- 安洁科技已成功进入特斯拉，目前还处在试验阶段，主要为电池储能系统提供零部件，单套部件价值达数十美元，我们预测将很快进行批量生产及交货。
- 电池储能系统，不同于传统的不断电系统，并不是在停电时才进行供电，而是可以依设定或是系统智慧型的进行切换，随时进行供电。这样的设计，让电池储能系统可以在离峰时间储存优惠电价的电力，而在用电高峰时，将电力反馈给用户，不需使用尖峰电价，为用户节省成本。
- 另外，环保的发电方式，如太阳能发电、风力发电、潮汐发电等，其亦因为自然环境的限制，有其特殊的发电节奏，未必能与消费者的用电节奏切合，往往也造成电能的浪费，而透过电池储能系统的储存容量，就能将这些电能储存，进行更有效率的运用。

图表 34: 特斯拉 Powerwall 储能系统



来源: 天极网、国金证券研究所

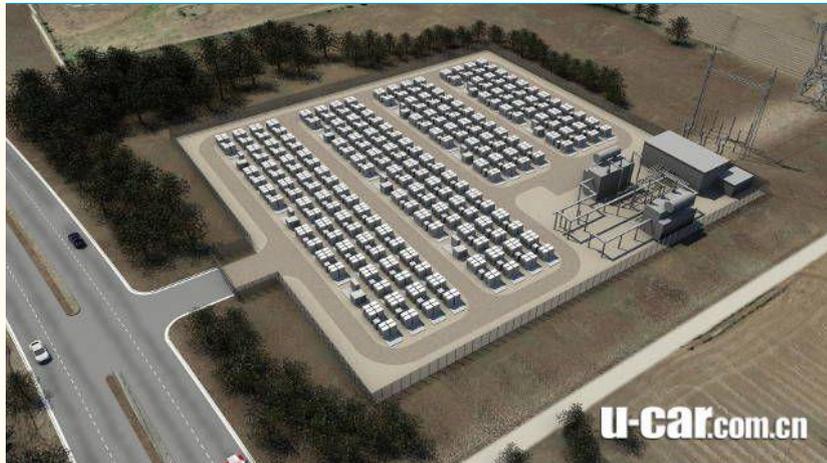
图表 35: Powerwall 具有较好的电能调节功能



来源: 公开资料、国金证券研究所

- 特斯拉还提供企业级的产品, 最高可以打造 1 万 kWh 的储电/供电系统。

图表 36: 特斯拉企业级储电/供电系统



来源: 公开资料、国金证券研究所

- 前瞻产业研究院预测, 随着我国可再生能源产业的发展和储能成本的逐步降低, 储能技术将从示范工程建设阶段逐步延伸到商业化运营阶段, 未来十年中国储能产业将达万亿以上投资规模, 储能产业进入高速发展期, 未来市场空间广阔。
- 2016 年 4 月 1 日, 特斯拉 Model 3 正式发布, 目前全球预订已超过 40 万辆, 订单金额已超百亿美元, 中国是仅次于美国的第二大市场, 特斯拉汽车全球副总裁任宇翔表示没有中国市场, 特斯拉就没有全球市场。
- 我们预测, 安洁科技在与特斯拉电池储能系统稳定批量供货, 建立良好的合作关系后, 有望进入电动汽车供应链, 安洁科技的多款功能性器件产品均可以应用于特斯拉电动汽车, 再加上子公司与博世长期稳定供货, 在汽车电子领域积累了丰富的经验, 新能源汽车领域也是公司未来重点发展的方向, 公司有望在与特斯拉电动汽车的供货上取得快速发展。

图表 37: 特斯拉 Model 3



来源: 公开资料、国金证券研究所

4.3 A 客户智能汽车呼之欲出，公司相关业务具备想象空间

- 汽车智能化及电动化趋势愈演愈烈，早在几年前，市场就传出 A 客户正在组建研发团队，大力研发电动汽车，并从特斯拉挖角众多核心技术人员。
- 据国外媒体 4 月 20 日的报道，公司 A 客户已聘请前阿斯顿·马丁首席工程师、特斯拉汽车工程副总裁领导电动汽车项目，加速电动汽车产业布局。
- 路透社 5 月 26 日援引消息人士报道称，公司 A 客户正在与充电站公司进行接洽，对其所采用的充电技术进行兼容与测试。
- 5 月 14 日，滴滴公司宣布收到公司 A 客户 10 亿美元战略投资。
- 根据外媒报道，公司 A 客户最近几个月在测试自动驾驶车的场地附近频繁的租赁土地和建筑物，并对旧金山湾区硅谷一块面积为 80 万平方英尺（约 7.43 万平方米）的土地虎视眈眈，想要作为其进行自动驾驶技术测试的场地。该地方原来是一个海军基地，现在是一处高度警戒的测试场地，被本田和梅赛德斯-奔驰用于测试自动驾驶汽车。
- 多方面信息表明，公司 A 客户智能汽车产业正在有条不紊的推进。
- 我们看好 A 客户发展电动汽车产业给公司带来的潜在发展机遇，安洁科技是 A 客户的优质供应商，在消费类电子领域已长期稳定供货多年，具有良好的合作关系，公司收购新加坡新星控股后，新星控股的金属结构件加工技术平台及在汽车电子积累的丰富的经验，与公司产业战略协同优势正在逐步显现。

4.4 公司大力布局新能源汽车业务，市场前景广阔

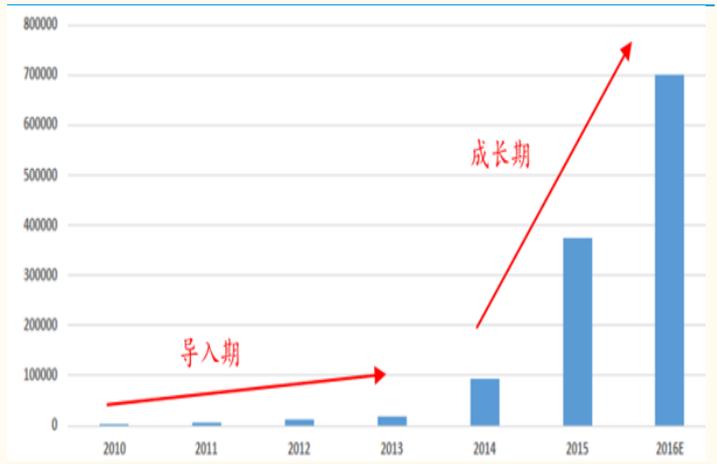
- 公司将新能源汽车业务作为下一个重要的战略项目大力布局，新能源汽车产业正处于高速成长期，公司具备较好的技术积累、产业基础和客户资源，有望在高速发展的新能源汽车产业领域迎来新的发展契机。
- 工信部数据显示，2015 年累计生产新能源汽车 37.9 万辆同比增长 4 倍，销售 33.1 万辆，同比增长 3.4 倍，在全球新能源汽车超过 50 万辆的年销量中，中国市场的贡献超过一半，中汽协 2016 年 1-2 月数据显示，新能源汽车销量 3.57 万辆，同比增长 1.7 倍，全年预计 60-70 万辆，新能源汽车加速步入高速成长期。我国已经超越美国成为全球最大的新能源汽车生产国和消费国。2015 年国务院下发《中国制造 2025》，明确提出到 2020 年我国自主品牌新能源汽车年销量突破 100 万辆，在国内市场占 70%以上，新能源汽车销量达到 145 万辆以上。

图表 38: 中国新能源汽车销量预测 (辆)



来源: 中国产业信息网、国金证券研究所

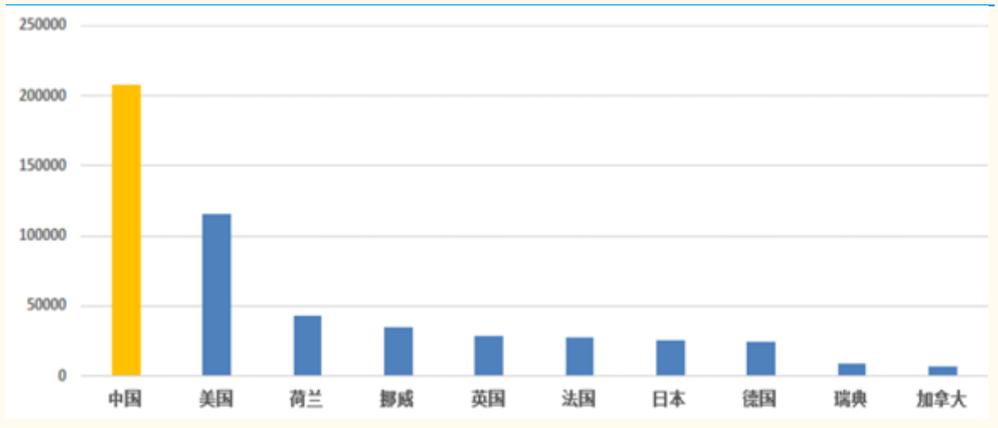
图表 39: 中国新能源汽车处于高速成长期



来源: 中国产业信息网、国金证券研究所

- 据统计, 2015 年全球新能源乘用车销量 54.8 万辆, 其中中国销售 20.7 万辆, 位居全球第一, 占比 37.83%。排名第二的美国新能源乘用车销量 11.54 万辆。2015 年中国新能源乘用车销量基本是美国的 2 倍。销量前十的国家分别是中国、美国、荷兰、挪威、英国、法国、日本、德国、瑞典和加拿大, 总共销售 52.09 万辆, 占全球市场的 95.02%。

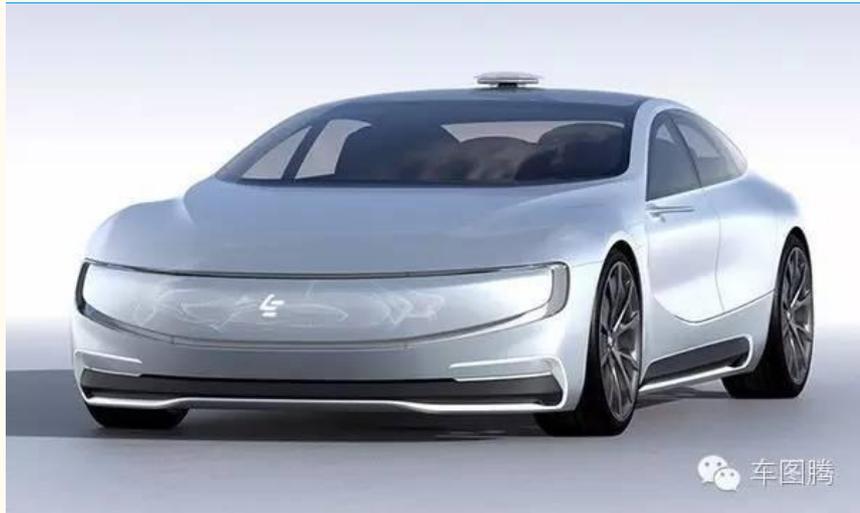
图表 40: 2015 年全球新能源乘用车销量 (辆)



来源: 中国产业信息网、国金证券研究所

- 乐视公司也在大力实施“超级汽车”项目, 2016 年 4 月 20 日, 乐视发布首款智能概念车 LeSEE, 亮点: 自动驾驶、智能互联、动态座椅、智能电磁充电、汽车分享以及先进的设计理念。安洁科技与乐视有较好的合作关系, 在进入乐视汽车产业链方面具有较好的潜在机遇。

图表 41：乐视超级汽车 LeSEE 首款概念车



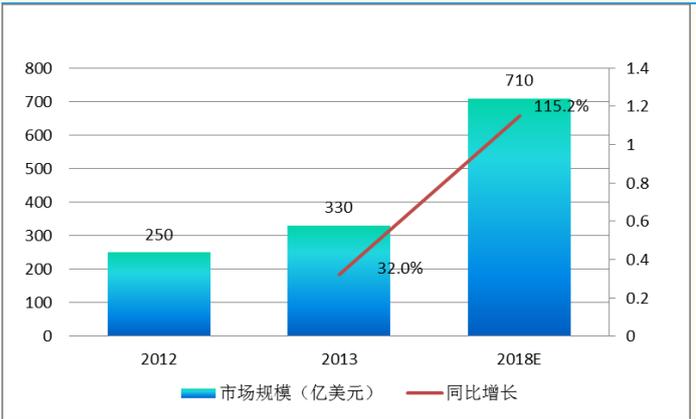
来源：公开资料、国金证券研究所

- 公司在投资者互动平台表示，公司积极开拓新能源汽车新的客户，目前在研发、设计等方面已取得一定的进展。公司规划为开拓新能源汽车业务将建设新能源汽车厂房，购买大尺寸加工设备，扩充大尺寸加工产能，为承接新能源汽车量产业务作准备，公司把新能源汽车业务作为公司未来几年产值增长的重要动力。

5、智能家居、VR/AR、可穿戴设备-技术发展新机遇

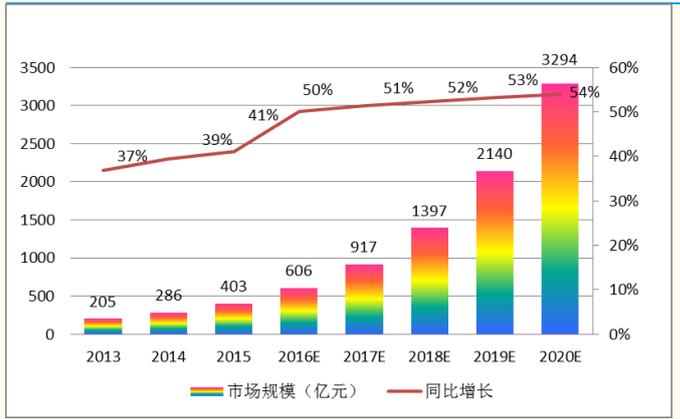
- 在智能穿戴领域，公司已经开始量产并销售智能可穿戴设备的无线充电相关配件。
- 在智能家居领域，公司已为客户 NEST 配套提供相关产品，主要为烟雾报警器内的 3D 热压产品和摄像头上玻璃盖板等产品，为智能遥控器及机顶盒提供配件，公司现有产品为智能家居可配套的产品种类较多，并正在通过开发 NEST 等客户的新业务及开拓新客户的方式，持续扩大智能家居领域产品应用，具有较好的发展机遇。
- 在 VR/AR 领域，公司也在积极布局，目前处于为客户打样、试样阶段。
- 2016 年将成为虚拟现实产业“爆发元年”，根据 Digi-Capital 的统计显示，2020 年 AR/VR 市值达到 1500 亿美元以上。此外，物联网、智能家居、智能汽车等电子新硬件呈现爆发式增长态势。
- 市场研究机构 Juniper 预测，2018 年全球智能家居市场规模将达到 710 亿美元。千家网预测 2016 年中国智能家居市场规模增速将达到 50.1%，同时将保持这一增速在 2020 年突破 3000 亿人民币。
- 投资银行 Digi-Capital 预测，2020 年全球增强现实(AR)与虚拟现实(VR)市场规模将达到 1500 亿美元。其中 AR 市场规模为 1200 亿美元，VR 市场规模则仅为 300 亿美元。
- 2015 年中国可穿戴设备市场正趋于成熟，并逐渐被消费者接受，赛迪顾问预测未来三年中国可穿戴设备市场将持续增长，2016 年随着各项新品的发布以及概念的火热，市场将延续 2015 年的高速增长趋势。2017 年开始市场规模增速将逐步回落，并趋于稳定。
- 公司凭借在细分行业内多年累积的生产研发经验，不断扩展产品类型，公司主要从事消费电子精密功能性器件和精密金属零件。公司产品定位高端，产品毛利率较高，主要竞争对手主要有外资企业迈瑞、宝依德等。公司作为电子功能性材料供应商，其技术、成本、市场及客户具备核心竞争优势，有望充分享受电子新硬件迅猛发展带来的新机遇。

图表 42: 全球 2012-2018 年智能家居市场规模走势



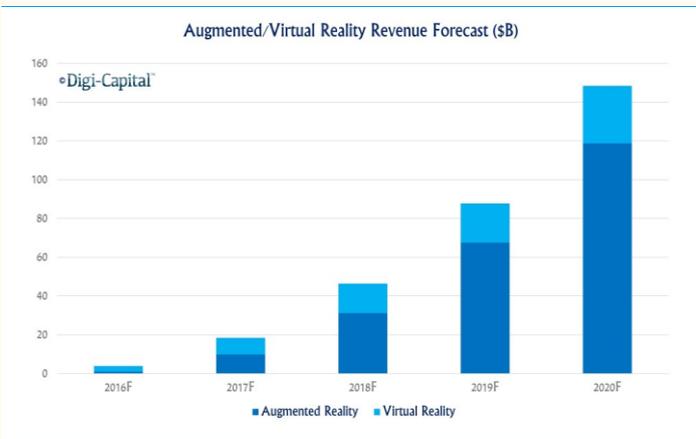
来源: Juniper、国金证券研究所

图表 43: 中国 2013-2020 年智能家居市场规模走势



来源: 千家网、国金证券研究所

图表 44: 2020 年全球 AR/VR 市场规模预测



来源: Digi-capital、国金证券研究所

图表 45: 2016-2018 年中国可穿戴设备市场规模预测



来源: 赛迪顾问、国金证券研究所

6、盈利预测与估值建议

- 我们预测公司 2016/2017/2018 年 EPS 分别为 1.1/1.52/2.02 元，现价分别对应市盈率 32.4/23.6/17.8 倍。我们选取以下几家 A 股的手机产业链及特斯拉产业链公司做为相关估值的参照，显示公司 2016 年市盈率 32.6 倍与行业平均的 41.8 倍相比有较大的上涨空间。考虑到公司电脑产品业务发展稳定，通讯产品业务快速增长，新能源汽车电子业务发展势如破竹。因此我们给予公司 2016 年目标市盈率为 41.8 倍，得出目标价为 45.98 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 46：分产品预测公司 2016~2018 年财务数据

分产品	项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
消费率电脑及通讯产品	收入 (亿元)	7.31	11.51	16	21	28
	同比增长率	20.8%	74.6%	39.0%	31.3%	33.3%
	毛利率	29.7%	37.8%	38.0%	37.0%	36.0%
信息存储及汽车电子产品	收入 (亿元)		6.92	9	13	20
	同比增长率		968%	30.1%	44.4%	53.8%
	毛利率		23.4%	25.5%	26.0%	26.0%
其它	收入 (亿元)		0.36			
	同比增长率		406%			
	毛利率					
合计	收入 (亿元)	7.31	18.8	25	34	48
	同比增长率	20.8%	157%	32.98%	36.00%	41.18%
	毛利率	29.7%	32.4%	33.50%	32.79%	31.83%

来源：国金证券研究所

图表 47：A 股相关公司估值参照表

代码	公司	收盘价 (元)	总股本 (亿股)	市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)			
					2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
300115	长盈精密	21.9	8.96	196.2	0.5	0.78	1.03	1.43	43.8	28.1	21.3	15.3
002547	春兴精工	9.41	10.1	95.0	0.18	0.32	0.44	0.53	52.3	29.4	21.4	17.8
300088	长信科技	14.88	11.5	171.1	0.21	0.33	0.63	1.04	70.9	45.1	23.6	14.3
300136	信维通信	17.11	9.57	163.7	0.23	0.57	0.84	1.11	74.4	30.0	20.4	15.4
002664	信质电机	31	4	124.0	0.5	0.7	0.91	1.15	62.0	44.3	34.1	27.0
002138	顺络电子	18.02	7.41	133.5	0.35	0.49	0.64	0.84	51.5	36.8	28.2	21.5
002456	欧菲光	29.1	10.3	299.7	0.46	0.89	1.24	1.65	63.3	32.7	23.5	17.6
300328	宜安科技	15.89	4.03	64.0	0.13	0.18	0.24	0.25	122.2	88.3	66.2	63.6
平均									67.5	41.8	29.8	18.4

来源：Wind 一致预期，国金证券研究所

7、风险提示

- 智能手机增速放缓，PC 市场需求下滑，价格下降；金属结构件及新能源汽车配套材料业务推进不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	605	731	1,880	2,500	3,400	4,800	货币资金	592	409	625	1,100	1,300	1,742
增长率		20.8%	157.1%	33.0%	36.0%	41.2%	应收款项	237	456	574	557	674	822
主营业务成本	-381	-513	-1,247	-1,663	-2,285	-3,272	存货	101	220	292	364	470	672
%销售收入	62.9%	70.1%	66.3%	66.5%	67.2%	68.2%	其他流动资产	203	82	281	11	14	19
毛利	225	219	633	838	1,115	1,528	流动资产	1,134	1,167	1,772	2,032	2,457	3,256
%销售收入	37.1%	29.9%	33.7%	33.5%	32.8%	31.8%	%总资产	79.1%	50.0%	57.4%	59.2%	59.3%	63.6%
营业税金及附加	-1	-1	-10	-13	-17	-24	长期投资	24	0	0	1	0	0
%销售收入	0.2%	0.2%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	229	768	886	1,218	1,529	1,722
营业费用	-12	-17	-34	-50	-68	-96	%总资产	16.0%	32.9%	28.7%	35.5%	36.9%	33.6%
%销售收入	2.0%	2.3%	1.8%	2.0%	2.0%	2.0%	无形资产	44	380	407	178	159	142
管理费用	-62	-75	-202	-275	-374	-528	非流动资产	300	1,168	1,316	1,399	1,689	1,866
%销售收入	10.3%	10.3%	10.8%	11.0%	11.0%	11.0%	%总资产	20.9%	50.0%	42.6%	40.8%	40.7%	36.4%
息税前利润 (EBIT)	149	125	387	500	656	880	资产总计	1,433	2,335	3,088	3,431	4,146	5,122
%销售收入	24.6%	17.0%	20.6%	20.0%	19.3%	18.3%	短期借款	82	622	308	105	71	0
财务费用	10	12	12	4	19	29	应付款项	99	259	299	417	576	829
%销售收入	-1.7%	-1.7%	-0.6%	-0.2%	-0.6%	-0.6%	其他流动负债	17	61	75	162	224	294
资产减值损失	-3	-14	-39	-16	3	-3	流动负债	198	942	682	685	871	1,123
公允价值变动收益	0	1	-1	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	4	17	6	5	5	5	其他长期负债	41	95	69	0	0	0
%税前利润	2.3%	11.7%	1.7%	1.0%	0.7%	0.5%	负债	239	1,037	752	685	871	1,124
营业利润	160	141	366	493	683	911	普通股股东权益	1,193	1,280	2,322	2,737	3,271	3,999
营业利润率	26.4%	19.3%	19.4%	19.7%	20.1%	19.0%	少数股东权益	1	19	14	9	4	-1
营业外收支	6	5	9	7	8	7	负债股东权益合计	1,433	2,335	3,088	3,431	4,146	5,122
税前利润	166	146	375	500	691	918	比率分析						
利润率	27.4%	19.9%	19.9%	20.0%	20.3%	19.1%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-24	-22	-73	-75	-104	-138	每股指标						
所得税率	14.6%	15.4%	19.3%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.792	0.697	0.790	1.105	1.524	2.020
净利润	142	123	302	425	588	781	每股净资产	6.628	7.071	5.971	7.039	8.413	10.283
少数股东损益	-1	-3	-5	-5	-5	-5	每股经营现金净流	0.927	1.093	0.604	2.255	1.786	2.240
归属于母公司的净利润	143	126	307	430	593	786	每股股利	0.000	0.000	0.300	0.150	0.150	0.150
净利率	23.5%	17.3%	16.3%	17.2%	17.4%	16.4%	回报率						
							净资产收益率	11.95%	9.86%	13.22%	15.71%	18.12%	19.65%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	9.95%	5.40%	9.94%	12.53%	14.29%	15.34%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	9.97%	5.40%	11.66%	14.91%	16.66%	18.71%
净利润	142	123	302	425	588	781	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	-1.77%	20.80%	157.14%	32.96%	36.00%	41.17%
非现金支出	25	49	148	118	115	136	EBIT 增长率	-26.68%	-16.24%	210.23%	29.31%	31.20%	34.14%
非经营收益	-6	-22	-25	-12	-7	-10	净利润增长率	-23.67%	-11.48%	143.34%	40.00%	37.89%	32.54%
营运资金变动	6	48	-191	347	-1	-36	总资产增长率	17.80%	62.93%	32.22%	11.13%	20.84%	23.52%
经营活动现金净流	167	198	235	877	695	871	资产管理能力						
资本开支	-108	-121	-162	-194	-401	-303	应收账款周转天数	146.3	163.3	94.9	80.0	70.0	60.0
投资	-210	-660	-261	-1	0	0	存货周转天数	98.8	114.2	74.9	80.0	75.0	75.0
其他	47	16	133	5	5	5	应付账款周转天数	94.9	125.1	78.0	85.0	85.0	85.0
投资活动现金净流	-272	-765	-289	-190	-396	-298	固定资产周转天数	127.9	360.5	160.8	154.7	136.4	103.7
股权募资	2	21	802	0	0	0	偿债能力						
债权募资	82	284	-363	-242	-34	-70	净负债/股东权益	-42.75%	16.30%	-13.56%	-36.22%	-37.52%	-43.56%
其他	-47	-42	-47	30	-64	-61	EBIT 利息保障倍数	-14.7	-10.2	-31.8	-118.0	-34.5	-30.3
筹资活动现金净流	37	263	392	-212	-99	-131	资产负债率	16.69%	44.39%	24.36%	19.98%	21.01%	21.95%
现金净流量	-68	-304	337	475	200	442							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD