

2017年03月20日

# 飞荣达 (300602.SZ)

## 公司分析

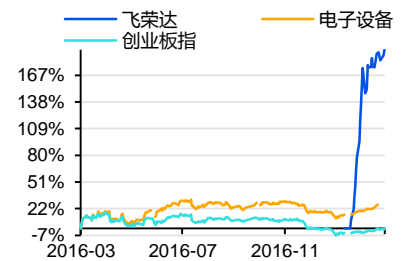
电子元器件 | 电子设备 III

投资评级 **买入-B(首次)**  
 6个月目标价 78元  
 股价(2017-03-17) 62.46元

### 交易数据

总市值(百万元) 6,513.00  
 流通市值(百万元) 1,628.25  
 总股本(百万股) 100.00  
 流通股本(百万股) 25.00  
 12个月价格区间 17.78/65.75元

### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

	1M	3M	12M
升幅%	1M	3M	12M
相对收益	47.55	0.91	1.96
绝对收益	51.01		

### 分析师

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

### 相关报告

## 下游需求旺盛，上市募资扩充产能，扬帆出海

### 投资要点

- 专业电磁屏蔽及导热解决方案服务商，业绩稳步增长：**公司主要从事电磁屏蔽材料及器件、导热材料及器件的研发、设计、生产与销售，能够为客户提供电磁屏蔽及导热应用解决方案的服务。2013年至2016年前三季度，公司分别实现营业收入45,897.47万元、60,588.65万元、64,717.55万元以及56,837.05万元，同比增长分别为16.88%、32.01%、6.81%和26.31%，另据公司披露的2016年业绩快报显示，公司2016年营业收入较2015年增长30.25%，业绩实现稳步增长。公司与多家国内外知名企业建立了良好的业务合作关系，客户包括世界500强或行业内知名企业华为、中兴、诺基亚、思科、联想、微软和阿尔卡特-朗讯等以及行业内领先的EMS企业富士康、和硕、新美亚、捷普和伟创力等。2016年上半年，公司前五大客户销售收入占比为58.30%。2013年至2016年1-6月，公司签署的合同订单分别为4.69亿元、6.31亿元、6.48亿元和3.80亿元，订单量逐年增长，公司业绩增长有保障。
- 产品下游应用领域广泛，需求潜力大：**公司产品下游应用领域广泛，其中营业收入占比最大的是通讯设备、手机终端和计算机三大领域，2016年上半年，这三个领域营业收入占比分别为38.84%、37.32%和20.02%。通讯行业是电磁屏蔽及导热器件最重要的使用领域，通讯领域由于其工作原理的特殊性，对电磁屏蔽及导热器件的需求非常旺盛，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%，3G/4G基站数同样保持了高速增长态势。通信基站数量的迅速增长将带来电磁屏蔽及导热器件的巨大需求。手机领域，公司主要客户华为、中兴等国产品牌市场占有率逐步提升，同时公司也加大了对新手机客户的销售拓展力度，预计未来，手机市场对于电磁屏蔽及导热材料的持续性需求将成为拉动公司业绩增长的另一重要引擎。计算机领域，预计未来全球计算机出货量将保持稳定，其对电磁屏蔽和导热器件的需求将维持稳定状态。
- 募投项目破解产能瓶颈，提升公司核心竞争力：**公司产品应用领域广泛，且下游客户需求旺盛，公司现有产能利用率趋于饱和，产能瓶颈制约着公司的业务发展。电磁屏蔽及导热绝缘器件扩产项目在公司目前技术、人员、市场及产品的基础上，通过兴建厂房，引进先进生产设备，优化工艺流程，进一步扩大产能，提高公司产品品质，进而保持公司的竞争优势。电磁屏蔽及导热绝缘器件研发项目，有助于公司加强电磁屏蔽和导热领域的基础研究，跟踪前沿技术，突破核心技术，进而提升公司核心竞争力。
- 投资建议：**我们预测公司2016年至2018年每股收益分别为1.55、1.69和2.30元。净资产收益率分别为20.9%、16.5%和18.5%，给予买入-B建议，6个月目标价为78元，相当于2018年33.91倍的动态市盈率。
- 风险提示：**市场竞争风险；部分原材料供应商相对集中的风险；客户较为集中的风险；技术失密和核心技术人员流失的风险。

**财务数据与估值**

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	605.9	647.2	842.9	1,142.4	1,539.1
同比增长(%)	32.0%	6.8%	30.3%	35.5%	34.7%
营业利润(百万元)	97.2	118.7	135.8	197.9	271.2
同比增长(%)	59.3%	22.1%	14.4%	45.7%	37.1%
净利润(百万元)	83.9	100.7	115.9	169.1	230.2
同比增长(%)	66.6%	20.1%	15.0%	45.9%	36.2%
每股收益(元)	0.84	1.01	1.55	1.69	2.30
PE	73.8	61.4	40.1	36.6	26.9
PB	17.7	13.9	8.4	6.0	5.0

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

## 内容目录

<b>一、专业电磁屏蔽及导热解决方案服务商</b>	<b>5</b>
(一) 业绩稳步增长，产品种类日益丰富	5
(二) 绑定国内外高端知名客户，订单量逐年增长	6
(三) 重视研发投入和企业文化建设	7
<b>二、产品下游应用领域广泛，需求潜力大</b>	<b>8</b>
(一) 上游原材料供应充足，产品下游运用领域广泛	8
(二) 电磁屏蔽及导热器件行业是国家鼓励发展行业	8
(三) 下游行业景气，为电磁屏蔽及导热器件带来广阔市场	9
1、通讯行业需求旺盛是电磁屏蔽及导热材料发展的稳定器	9
2、国产手机客户华为、中兴等发展前景看好	10
3、计算机领域将维持对公司产品的稳定需求	11
(四) 募投项目破解产能瓶颈，提升公司核心竞争力	12
<b>三、盈利预测与估值</b>	<b>13</b>
(一) 盈利预测假设	13
(二) 可比公司估值	13
<b>四、风险提示</b>	<b>14</b>

## 图表目录

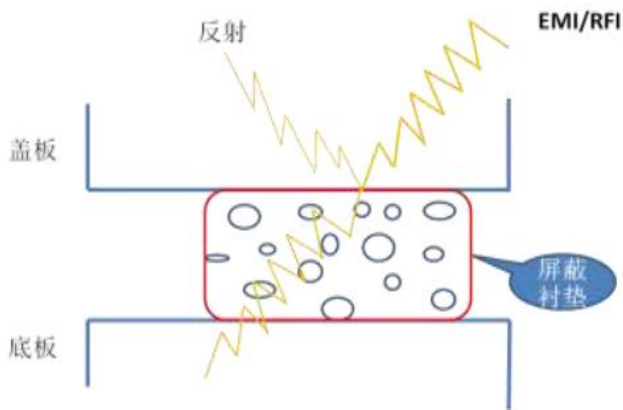
图 1：电磁屏蔽器件工作原理	5
图 2：导热器件工作原理	5
图 3：公司营业收入及归母净利润情况	5
图 4：公司业务分部营业收入占比	5
图 5：各产品线毛利率水平	6
图 6：期间费用率水平	6
图 7：公司部分主要客户	6
图 8：2016 年上半年主要客户销售收入占比	6
图 9：各年订单情况（单位：亿元）	7
图 10：2013 年至 2016 年上半年公司研发费用占比	7
图 11：公司所处行业上下游	8
图 12：公司营业收入行业来源分布	8
图 13：通信机柜对电磁屏蔽及导热器件的应用	9
图 14：中国通信行业固定资产投资规模及增速	9
图 15：中国移动电话、3G/4G 基站数量及增长情况	10
图 16：中国通信行业固定资产投资规模及增速	10
图 17：智能手机中电磁屏蔽和导热器件的应用	10
图 18：全球智能手机出货量	10
图 19：2016 年智能手机厂商增长率	11
图 20：笔记本电脑中电磁屏蔽和导热器件的应用	12
图 21：全球笔记本和平板电脑出货量（单位：百万）	12
表 1：公司管理方针	8
表 2：高科技电子领域国家指导文件	9

表 3：中国智能手机厂商市场份额 .....	11
表 4：募投项目投入资金概况（单位：万元） .....	12
表 5：可比公司估值情况.....	13

## 一、专业电磁屏蔽及导热解决方案服务商

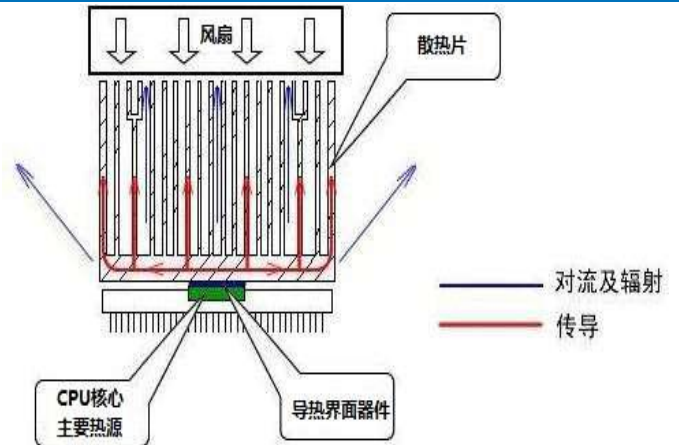
公司主要从事电磁屏蔽材料及器件、导热材料及器件的研发、设计、生产与销售，能够为客户提供电磁屏蔽及导热应用解决方案的服务。电磁屏蔽材料器件，顾名思义，通过阻断和吸收电磁波从而避免电子设备被外界电磁波干扰，同时减少电子设备辐射出的电磁波对外界的干扰以及对人体的辐射伤害。导热界面器件的功能是填充发热元件与散热元件之间的空气间隙，提高导热效率，通常用于通讯设备、计算机和外设、功率变换设备、存储模块、芯片级封装等领域。

图 1：电磁屏蔽器件工作原理



资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

图 2：导热器件工作原理

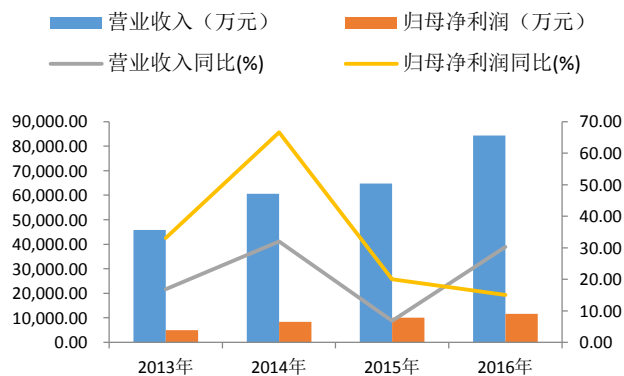


资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

### （一）业绩稳步增长，产品种类日益丰富

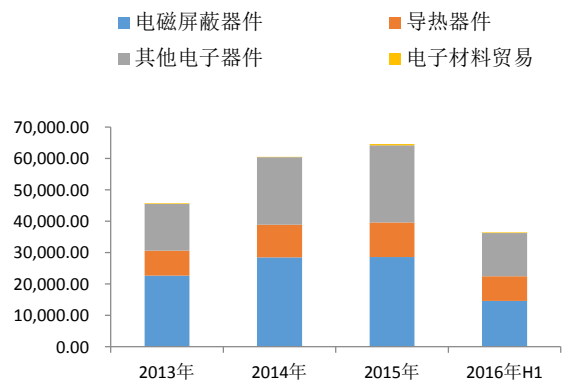
经过多年发展，公司已成为电磁屏蔽材料及器件、导热材料及器件行业的优秀企业。2013年至2016年前三季度，公司分别实现营业收入45,897.47万元、60,588.65万元、64,717.55万元以及56,837.05万元，同比增长分别为16.88%、32.01%、6.81%和26.31%，业绩实现稳步增长。另据公司披露的2016年业绩快报显示，公司2016年营业收入较2015年增长30.25%，主要是由于公司2016年加大了销售拓展力度，开发新的客户，新增手机项目收入增长较大所致，营业利润增幅小于营业收入增幅，主要是由于2016年新增手机项目毛利率相对较低所致。

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

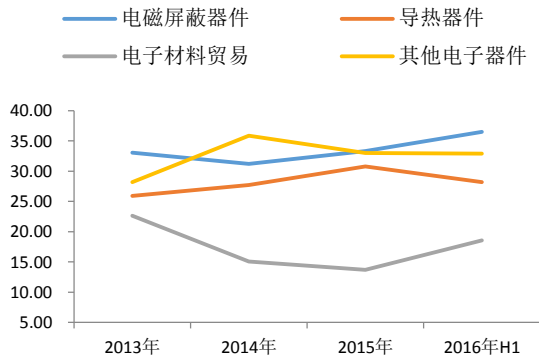
图 4：公司业务分部营业收入占比



资料来源：华金证券研究所，Wind

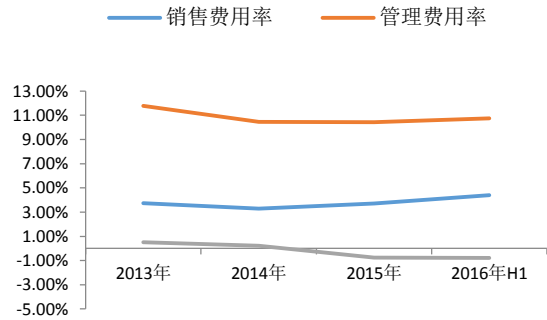
公司产品种类丰富，主要是由于电磁屏蔽与导热器件应用范围非常广泛，在不同行业、不同场合对电磁屏蔽与导热器件的要求也不同，其产品形态有金属器件类、涂料类、纺织品类、线圈类、纸张类等。综合来看，公司主营业务分为四个部分，其中，电磁屏蔽器件和其他电子器件收入占比相当，导热器件相对较低。

图 5：各产品线毛利率水平



资料来源：华金证券研究所，Wind

图 6：期间费用率水平



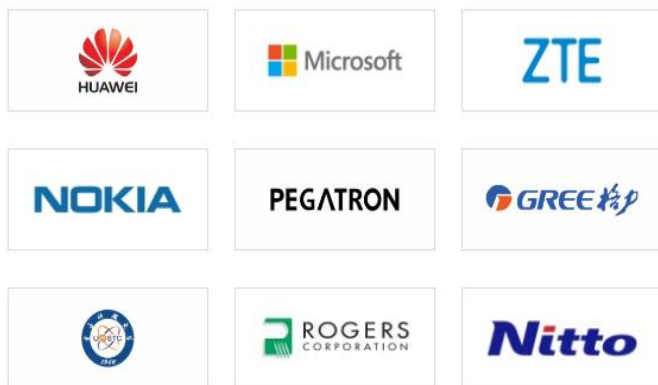
资料来源：华金证券研究所，Wind

毛利率方面，销售收入占比最高的电磁屏蔽器件和其他电子器件毛利率水平同样维持在较高水平，2013年至2016上半年度，电磁屏蔽器件毛利率分别为33.07%、31.22%、33.30%以及36.50%。其他电子器件分别为28.21%、35.88%、33.00%和32.91%，导热器件毛利率水平相对较低。期间费用方面，公司管理费用率相对较高，主要为工资薪酬和研发费用的支出。

## （二）绑定国内外高端知名客户，订单量逐年增长

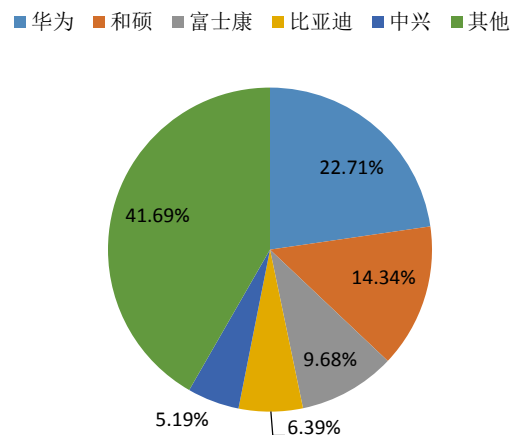
公司已与多家国内外知名企业建立了良好的业务合作关系，客户包括世界500强或行业内知名企业华为、中兴、诺基亚、思科、联想、微软和阿尔卡特-朗讯等以及行业内领先的EMS企业富士康、和硕、新美亚、捷普和伟创力等。2016年上半年，公司前五大客户销售收入占比为58.30%。公司深入参与客户产品研发的重要流程，与客户的零距离合作既促使公司始终保持技术领先，也确保公司能为客户提供更好的增值服务，形成良性互动发展。

图 7：公司部分主要客户



资料来源：华金证券研究所，公司官网

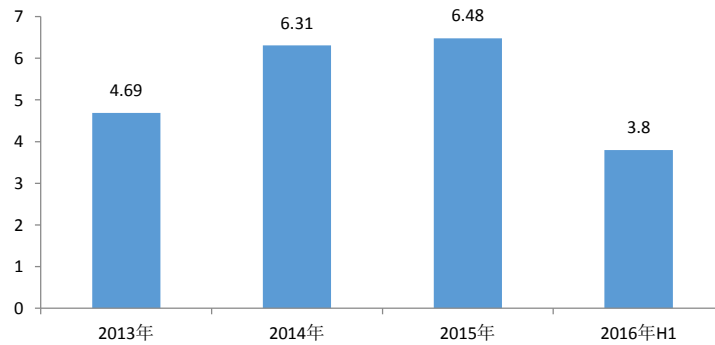
图 8：2016 年上半年主要客户销售收入占比



资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

公司采用“以销定产”为主的生产模式，市场订单具有一定的先行指标作用，可综合体现公司的客户认可度、市场营销能力和行业发展趋势。2013年至2016年1-6月，公司签署的合同订单分别为4.69亿元、6.31亿元、6.48亿元和3.80亿元，订单量逐年增长，公司业绩增长有保障。

图9：各年订单情况（单位：亿元）

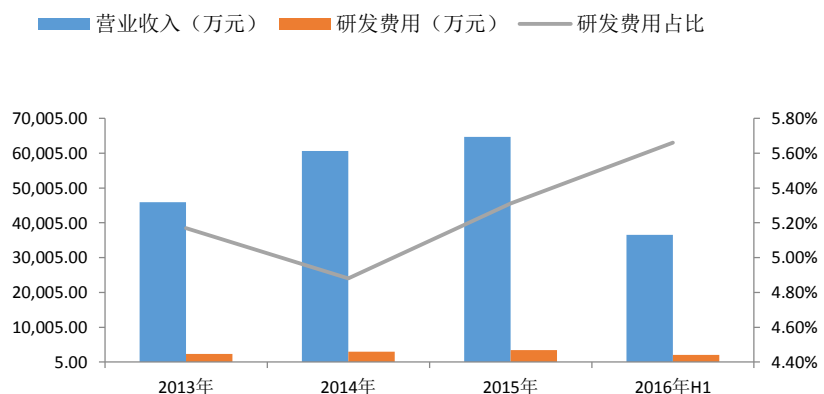


资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

### （三）重视研发投入和企业文化建设

2006年起，公司成立自己的专业研发团队，打破了国外品牌在国内电磁屏蔽器件领域的长期垄断地位。2009年，公司开始对导电塑料和导电硅胶材料进行研发，在导电粒子的分散和共挤出技术等领域取得了突破。近年来，公司不断加大技术开发与研究的投入力度，2013年至2016年上半年，公司研发费用占营业收入比重分别为5.17%、4.88%、5.31%以及5.66%，从而保持公司在技术与产品方面的竞争力。

图10：2013年至2016年上半年公司研发费用占比



资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

公司把工业4.0理念、中国制造2025行动纲领注入到产品开发和制造中，坚持“创新驱动、质量为先、绿色发展、结构优化、人才为本”的基本方针，在企业文化建设方面卓有成效。



表 1：公司管理方针

序号	管理方针	内容
1	质量方针	诚心诚意，精益求精；持续改进，共创伟业
2	环境方针	全员参与，节约资源；防治污染，维护环保
3	职业健康安全方针	遵守法律法规，履行企业责任；完善安全管理，实现持续发展
4	HSF 有害物质管理方针	不设计、不采购、不使用、不生产禁用有害物质
5	EICC 管理方针	遵守法律法规，维护员工权益，规范道德行为，实现持续发展等

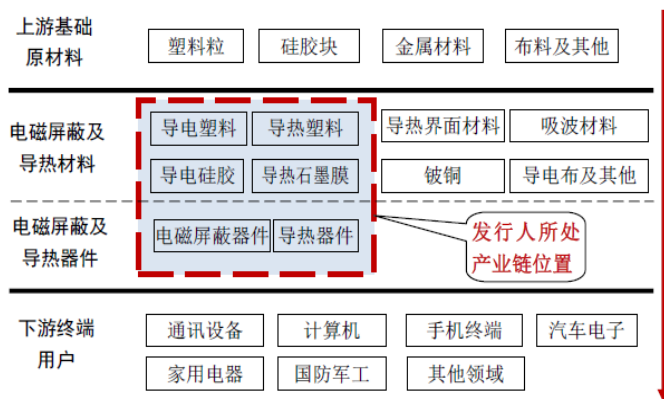
资料来源：华金证券研究所，公司官网

## 二、产品下游应用领域广泛，需求潜力大

### （一）上游原材料供应充足，产品下游运用领域广泛

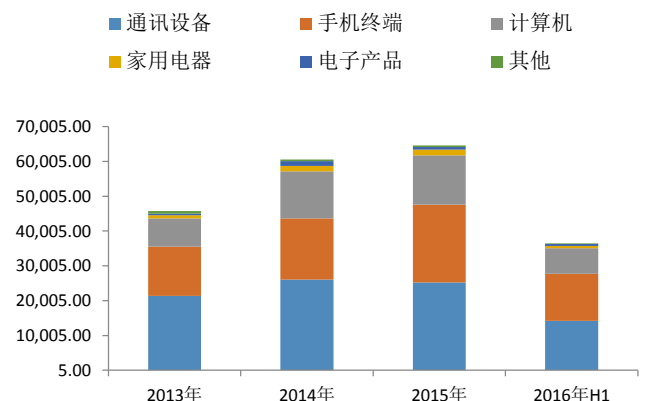
公司属于电磁屏蔽材料及器件、导热材料及器件细分行业，上游主要是塑料粒、硅胶块等原材料厂商，从事该类材料的生产厂家较多，基本上不存在稀缺性。少数原材料（如超薄铍铜）国际上只有少数几家生产商可以提供，公司已经与这几家生产商建立了长期稳定的合作关系。公司产品下游应用领域广泛，其中营业收入占比最大的是通讯设备、手机终端和计算机三大领域。

图 11：公司所处行业上下游



资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

图 12：公司营业收入行业来源分布



资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

### （二）电磁屏蔽及导热器件行业是国家鼓励发展行业

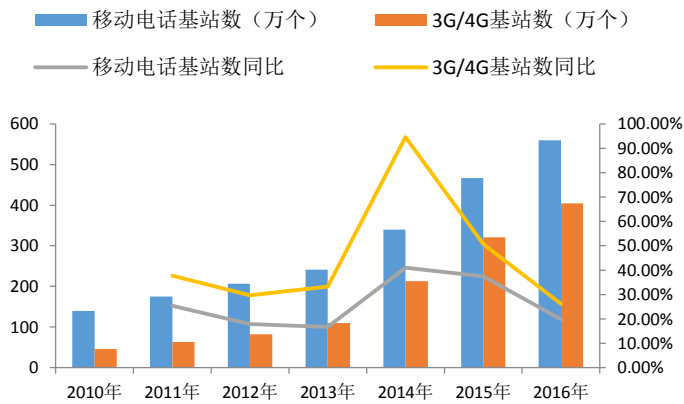
电磁屏蔽材料及器件、导热材料及器件行业是新材料在高科技电子领域的应用行业，是国家鼓励发展的行业。在相关部门出台的文件中，多次提到要大力发展通讯、家电、新材料、战略新兴产业等高科技产业，国家产业政策的支持将有利于公司的长远发展。





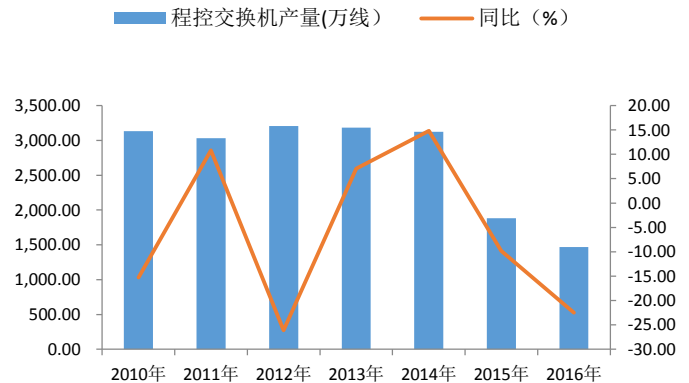
站数由 2010 年的 45.9 万个增长到了 2016 年的 404.6 万个，年复合增长率达 43.73%。通信基站数量的迅速增长将带来电磁屏蔽及导热器件的巨大需求。

图 15：中国移动电话、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

图 16：中国通信行业固定资产投资规模及增速



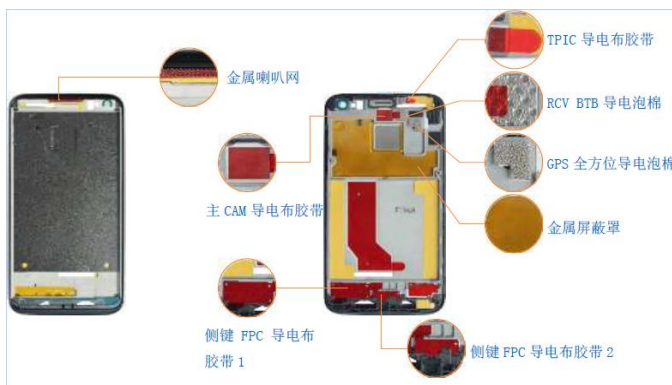
资料来源：华金证券研究所，国家统计局

通讯行业的另一应用领域程控交换机方面，我国程控交换机整体产量呈下降趋势，2015 年和 2016 年下降趋势明显，分别为-9.80%和-22.50%，这主要是由程控交换机的需求下降所致。但程控交换机占通讯行业市场份额较小，预计基站数量的快速增长将抵消程控交换机产量下降带来的电磁屏蔽及导热器件需求萎缩。

## 2、国产手机客户华为、中兴等发展前景看好

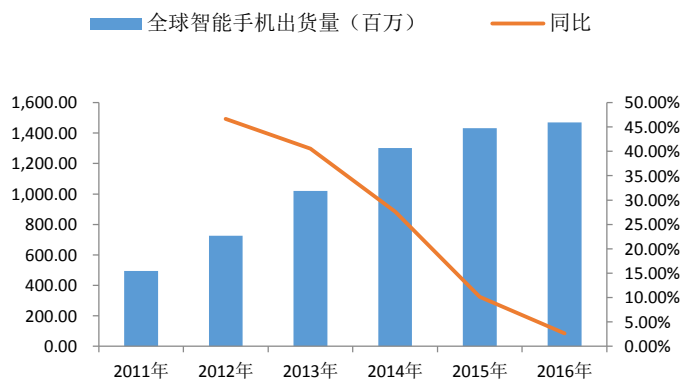
公司产品的第二大应用领域是手机终端，2013 至 2016 年上半年，公司来自手机终端的营业收入占比分别为 31.08%、28.93%、34.67%和 37.32%，手机对电磁屏蔽及导热器件的应用如图 17 所示。目前全球手机市场呈现存量较大，而增速放缓的态势。一方面，2016 年全球智能手机出货量达 14.71 亿部，存量市场巨大。另一方面，随着智能手机市场趋于饱和，首次购买手机的用户已经大大减少，智能手机出货量增速逐年下降。预计未来，智能手机市场将迈入升级换代的消费阶段。

图 17：智能手机中电磁屏蔽和导热器件的应用



资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

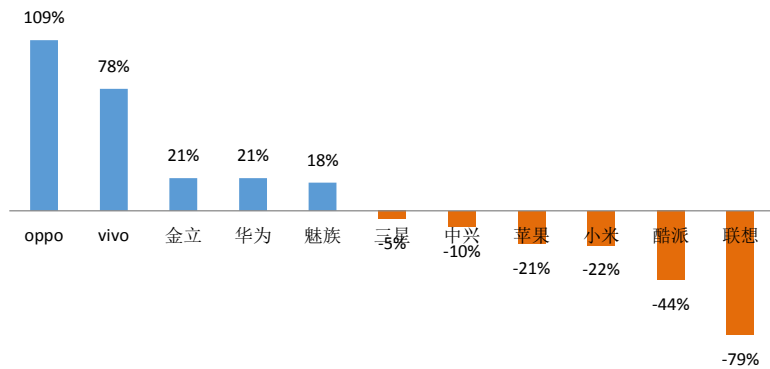
图 18：全球智能手机出货量



资料来源：华金证券研究所，IDCresearch

在全球智能手机增速放缓的大背景下，2016 年我国有 5 家智能手机厂商继续保持了增长态势，它们分别是 OPPO、vivo、华为、金立和魅族。其逆势增长显示出我国智能手机市场原来由苹果、三星等国外品牌占据的主导优势正逐渐被国内品牌打破，国产智能手机品牌前景看好。

图 19：2016 年智能手机厂商增长率



资料来源：华金证券研究所，Counterpoint

知名市场调研机构 Counterpoint 数据显示，2016 年全年，华为以 16.4% 的份额成为中国手机市场销量冠军，OPPO 以 15.5% 的微弱劣势次之，vivo 则以 14.5% 位列第三名。而华为已经连续四年位列公司第一大客户，2013 年至 2016 年上半年，公司向华为销售收入占比分别为 17.74%、19.90%、27.62% 和 22.71%。同时，公司也在积极开拓手机领域新客户，公司主要客户发展前景看好。预计未来，手机市场对于电磁屏蔽及导热材料的持续性需求将成为拉动公司业绩增长的另一重要引擎。

表 3：中国智能手机厂商市场份额

序号	智能手机厂商	2015 年市场份额	2016 年市场份额
1	华为	14.3%	16.4%
2	Oppo	7.8%	15.5%
3	Vivo	8.4%	13.9%
4	小米	14.9%	10.9%
5	苹果	14.3%	10.4%
6	三星	7.7%	6.9%
7	其他	32.6%	26.0%

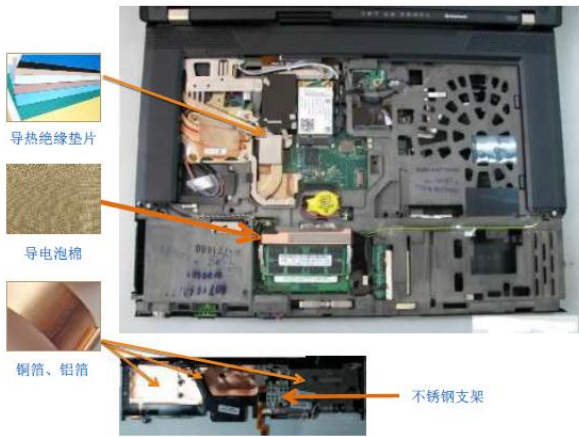
资料来源：华金证券研究所，Counterpoint

### 3、计算机领域将维持对公司产品的稳定需求

计算机行业是电磁屏蔽及导热材料的另一大需求行业。2013 至 2016 年上半年，公司来自计算机行业的营业收入占比分别为 17.58%、22.40%、21.82% 和 20.02%，笔记本电脑对电磁屏蔽及导热器件的应用如图 20 所示。计算机包括笔记本、台式机和平板电脑等形态。2011 年以来，受全球经济持续疲软影响以及平板电脑、智能手机等移动终端的冲击，全球笔记本电脑出货量呈现下滑趋势，预计未来数年间，随着平板电脑对笔记本电脑替代效应逐渐减弱等因素综合影响，加之原有笔记本电脑的正常更新换代以及对台式机的进一步替代，笔记本电脑出货量将保持稳定。

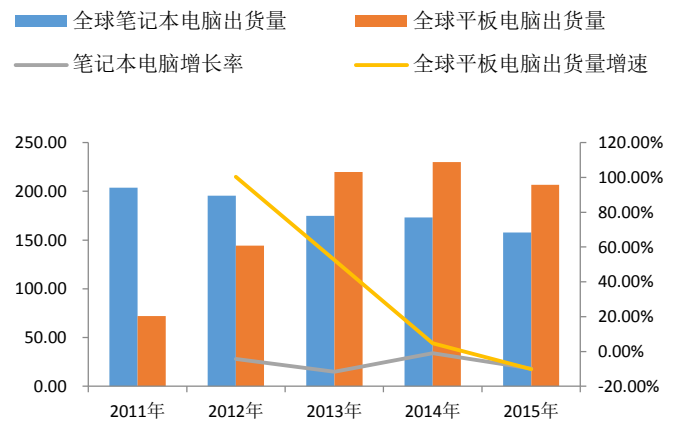
而平板电脑受限于其功能和定位,近年来出货量大幅下滑,预计未来该趋势仍将持续。总体而言,计算机领域对电磁屏蔽和导热器件的需求将维持稳定状态。

图 20：笔记本电脑中电磁屏蔽和导热器件的应用



资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

图 21：全球笔记本和平板电脑出货量（单位：百万）



资料来源：华金证券研究所，Wind

#### （四）募投项目破解产能瓶颈，提升公司核心竞争力

公司产品应用领域广泛，且下游客户需求旺盛，公司现有产能利用率趋于饱和，产能瓶颈制约着公司的业务发展。电磁屏蔽及导热绝缘器件扩产项目在公司目前技术、人员、市场及产品的基础上，通过兴建厂房，引进先进生产设备，优化工艺流程，进一步扩大产能，提高公司产品品质，进而保持公司的竞争优势。目前公司电磁屏蔽及导热绝缘器件扩产项目正在建设之中，尚未投产。投产后，预计项目运营期第一年生产量将达到设计生产能力的 30%，第二年生产量达到设计生产能力的 70%，第三年可以全部达产。

电磁屏蔽及导热绝缘器件研发项目，有助于公司加强电磁屏蔽和导热领域的基础研究，跟踪前沿技术，突破核心技术，进而提升公司核心竞争能力。

表 4：募投项目投入资金概况（单位：万元）

序号	项目名称	项目总投资	拟投入募集资金	已投资金额	建设期（月）
1	电磁屏蔽及导热绝缘器件扩产项目	20,934.65	20,934.65		18
2	电磁屏蔽及导热绝缘器件研发项目	4,286.73	4,286.73	6,493.98	18
3	补充流动资金	6,400.00	6,400.00	-	-
	合计	31,621.38	31,621.38	6,493.98	-

资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

### 三、盈利预测与估值

#### (一) 盈利预测假设

公司现有营业收入来源于四个部分。其中，电磁屏蔽器件和导热材料营业收入预计将由两部分组成，一部分是公司现有产能下所能满足的自然增长，另一部分源于公司募投项目电磁屏蔽及导热绝缘器件扩产项目新增产能带来的营业收入。

其他电子器件业务从历史数据来看，占公司营业收入的比重较大，鉴于公司募投项目暂不涉及该部分产品产能的扩充，预计该业务板块营业收入将跟随下游客户需求增长。电子材料贸易业务占公司营业收入比重非常小，在预测该部分营业收入时，主要参考历史数据和下游行业需求。

我们预测公司 2016 年至 2018 年每股收益分别为 1.55、1.69 和 2.30 元。净资产收益率分别为 20.9%、16.5%和 18.5%，给予买入-B 建议，6 个月目标价为 78 元，相当于 2018 年 33.91 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	
300115.SZ	长盈精密	256.72	37.50	39.36	26.10	6.78
002635.SZ	安洁科技	161.02	41.05	42.82	30.78	6.48

资料来源：华金证券研究所，Wind 注：数据截至 2017 年 3 月 16 日

## 四、风险提示

市场竞争风险；

部分原材料供应商相对集中的风险；

客户较为集中的风险；

技术失密和核心技术人员流失的风险。



**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
<b>营业收入</b>	605.9	647.2	842.9	1,142.4	1,539.1	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	410.4	435.4	574.8	769.9	1,033.6	营业收入增长率	32.0%	6.8%	30.3%	35.5%	34.7%
营业税费	4.4	4.9	6.3	8.5	11.5	营业利润增长率	59.3%	22.1%	14.4%	45.7%	37.1%
销售费用	19.9	24.1	30.2	40.3	55.6	净利润增长率	66.6%	20.1%	15.0%	45.9%	36.2%
管理费用	63.3	67.4	91.7	120.9	163.5	EBITDA 增长率	50.7%	15.5%	19.1%	63.6%	30.3%
财务费用	1.4	-4.8	-	-	-	EBIT 增长率	55.6%	15.5%	19.3%	45.7%	37.1%
资产减值损失	8.4	1.1	3.8	4.4	3.1	NOPLAT 增长率	56.4%	15.2%	21.1%	45.7%	37.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	26.1%	21.3%	10.6%	95.2%	-8.2%
投资和汇兑收益	-0.8	-0.4	-0.4	-0.5	-0.5	净资产增长率	30.0%	28.9%	24.4%	84.9%	21.0%
<b>营业利润</b>	97.2	118.7	135.8	197.9	271.2	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	2.8	3.2	2.2	2.7	2.7	毛利率	32.3%	32.7%	31.8%	32.6%	32.8%
<b>利润总额</b>	100.0	121.9	138.1	200.6	273.9	营业利润率	16.0%	18.3%	16.1%	17.3%	17.6%
减:所得税	16.1	19.8	20.7	30.1	41.1	净利润率	13.9%	15.6%	13.7%	14.8%	15.0%
<b>净利润</b>	83.9	100.7	115.9	169.1	230.2	EBITDA/营业收入	17.7%	19.2%	17.5%	21.2%	20.5%
						EBIT/营业收入	16.3%	17.6%	16.1%	17.3%	17.6%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	32.2%	32.6%	22.6%	26.4%	21.0%
货币资金	101.8	144.4	212.9	396.6	635.1	负债权益比	47.5%	48.5%	29.2%	35.8%	26.6%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	2.57	2.57	3.46	3.36	4.10
应收帐款	220.4	251.3	200.4	504.2	461.0	速动比率	2.25	2.25	2.98	2.98	3.67
应收票据	30.2	33.7	47.9	68.9	84.0	利息保障倍数	71.51	-23.55			
预付帐款	0.7	1.6	0.3	2.7	1.6	<b>营运能力</b>					
存货	50.8	63.0	74.0	123.0	137.3	固定资产周转天数	39	40	35	59	62
其他流动资产	0.6	1.2	0.9	0.9	1.0	流动营业资本周转天数	84	88	70	85	86
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	210	250	220	257	283
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	105	131	96	111	113
长期股权投资	1.6	1.2	1.2	1.2	1.2	存货周转天数	33	32	29	31	30
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	269	329	297	336	350
固定资产	66.9	78.3	86.6	286.5	243.1	投资资本周转天数	136	157	139	159	150
在建工程	17.3	66.1	76.0	-	-	<b>费用率</b>					
无形资产	18.7	18.1	17.4	16.8	16.1	销售费用率	3.3%	3.7%	3.6%	3.5%	3.6%
其他非流动资产	6.0	10.0	6.3	6.1	6.4	管理费用率	10.4%	10.4%	10.9%	10.6%	10.6%
<b>资产总额</b>	515.2	668.8	723.9	1,406.7	1,586.8	财务费用率	0.2%	-0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
短期债务	13.8	-	-	-	-	三费/营业收入	14.0%	13.4%	14.5%	14.1%	14.2%
应付帐款	117.6	145.2	125.2	280.4	270.0	<b>投资回报率</b>					
应付票据	7.9	26.3	12.0	26.9	32.0	ROE	24.0%	22.6%	20.9%	16.5%	18.5%
其他流动负债	18.2	21.0	17.9	19.3	20.3	ROA	16.3%	15.3%	16.2%	12.1%	14.7%
长期借款	-	12.4	-	34.0	-	ROIC	40.9%	37.3%	37.3%	49.1%	34.5%
其他非流动负债	8.4	13.5	8.4	10.1	10.7	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	165.8	218.3	163.5	370.8	332.9	DPS(元)	0.06	0.06	0.10	0.11	0.15
少数股东权益	-	5.7	7.1	8.5	11.1	分红比率	6.7%	6.4%	6.6%	6.5%	6.5%
股本	75.0	75.0	75.0	100.0	100.0	股息收益率	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
留存收益	274.8	370.0	478.2	927.5	1,142.8						
<b>股东权益</b>	349.4	450.5	560.3	1,036.0	1,253.8						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>							2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	83.9	102.1	115.9	169.1	230.2	EPS(元)	0.84	1.01	1.55	1.69	2.30
加:折旧和摊销	9.6	11.8	12.0	44.0	44.0	BVPS(元)	3.49	4.45	7.38	10.27	12.43
资产减值准备	8.4	1.1	-	-	-	PE(X)	73.8	61.4	40.1	36.6	26.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	17.7	13.9	8.4	6.0	5.0
财务费用	1.4	-0.5	-	-	-	P/FCF	166.8	137.4	65.6	-50.3	24.6
投资损失	0.8	0.4	0.4	0.5	0.5	P/S	10.2	9.6	5.5	5.4	4.0
少数股东损益	-	1.3	1.5	1.4	2.6	EV/EBITDA	42.3	36.3	30.0	24.1	17.6
营运资金的变动	-55.0	-9.4	-11.5	-202.8	10.7	CAGR(%)	26.7%	31.6%	31.5%	26.7%	31.6%
<b>经营活动产生现金流量</b>	39.1	100.3	118.3	12.2	288.1	PEG	2.8	1.9	1.3	1.4	0.8
<b>投资活动产生现金流量</b>	-7.7	-48.6	-30.0	-167.7	-0.5	ROIC/WACC	3.9	3.6	3.6	4.7	3.3
<b>融资活动产生现金流量</b>	1.8	-10.6	-19.8	339.2	-49.1						

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.huajinsc.cn