

洲明科技 (300232.SZ)

LED 行业

评级: 买入 维持评级

公司研究简报

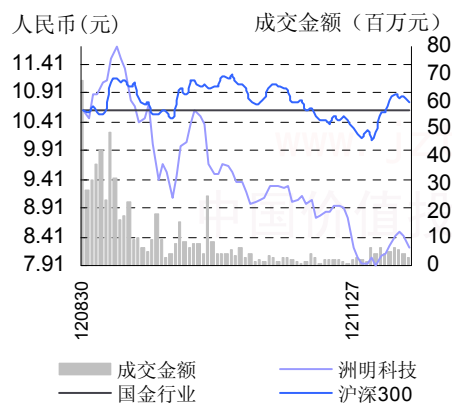
市价(人民币): 8.23元

目标(人民币): 11.80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) | 28.89 |
| 总市值(百万元) | 8.32 |
| 年内股价最高最低(元) | 14.21/7.91 |
| 沪深300指数 | 2355.86 |



显示屏业务稳定, LED照明业务就位

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------|--------|---------|---------|---------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.970 | 0.588 | 0.302 | 0.654 | 0.868 |
| 每股净资产(元) | 2.93 | 7.05 | 7.35 | 8.09 | 9.12 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.58 | 0.69 | -0.25 | 0.91 | 1.82 |
| 市盈率(倍) | N/A | 27.23 | 28.10 | 12.87 | 9.79 |
| 行业优化市盈率(倍) | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 净利润增长率(%) | 86.04% | -18.41% | -33.12% | 116.04% | 32.79% |
| 净资产收益率(%) | 33.09% | 8.34% | 5.35% | 10.50% | 12.37% |
| 总股本(百万股) | 57.72 | 77.72 | 101.04 | 101.04 | 101.04 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

主要结论

- 我们近期前往公司调研, 了解了公司LED显示屏和照明业务的进展情况;
- **收入稳定增长, 费用率提升导致业绩大幅下滑:** 今年公司营收保持小幅稳定增长, 毛利率也保持稳定, 但是照明业务的投入使得管理费用和销售费用大幅提升45%, 加上保守的会计处理, 导致前三季度业绩大幅下滑, 随着人员配置和渠道建设逐步到位, 明年期间费用增长将回归正常;
- **LED照明产能和渠道建设逐步到位:** 公司是三部委LED照明推广项目中标产品最多的企业之一, 公司积极布局LED销售渠道, 工程、批零、OEM、电商渠道全面铺开, 困扰公司的产能瓶颈到今年年底坪山基地建设完成后也将得到缓解, 照明业务成为公司明年主要的增长点;
- **看好公司明年的业绩弹性:** 公司显示屏业务增长稳定, LED照明产品设计和生产线国内领先, 随着渠道建设的推进, 明年LED室内照明产品有望快速增长, 同时作为深圳本地公司和广深高速LED路灯项目的实施单位, 在广东省LED照明改造的大背景下拿到订单的概率也较大, 我们看好明年公司照明业务放量带来的业绩弹性;

盈利预测与估值

- 我们预计2012-2014年公司实现营业收入5.95亿元、8.45亿元和11.27亿元, 实现净利润0.31亿元、0.66亿元和0.88亿元, 对应EPS分别为0.302元、0.654元和0.868元, 公司目前估值为2012年的28倍和2013年的13倍;
- 我们预计2013年公司LED显示屏和LED照明业务对应的EPS分别为0.458元和0.196元, 目前从事LED封装、照明的可比公司平均估值是2013年的18倍, 我们给予LED显示屏业务15倍估值, 考虑公司LED业务规模较小, 明后年快速增长确定性较高, 给予LED照明业务25倍估值, 公司的合理股价对应11.8元, 给予“买入”评级;

张帅

分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

宋佳

联系人
(8621)60753905
songjia@gjzq.com.cn

风险

- LED路灯政府招标具备不确定性;
- LED室内照明竞争激烈, 毛利率存在下滑的风险;

内容目录

| | |
|------------------------|---|
| 公司基本情况 | 3 |
| 显示屏业务向高端和标准化发展 | 3 |
| 照明业务产能、品牌、渠道建设同步 | 4 |
| 盈利预测与估值 | 6 |
| 盈利预测 | 6 |
| 附录：三张报表预测摘要 | 8 |

图表目录

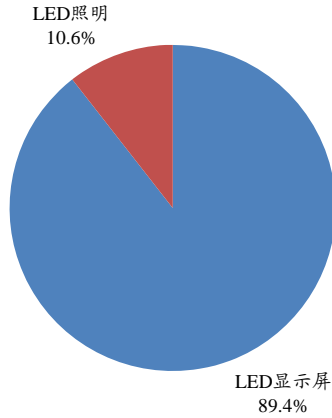
| | |
|--|---|
| 图表 1: 公司业务构成 | 3 |
| 图表 2: 单季营收增速 | 3 |
| 图表 3: 单季毛利率 | 3 |
| 图表 4: 期间费用率 | 3 |
| 图表 5: 显示屏企业毛利率水平 | 4 |
| 图表 6: 显示屏企业应收账款周转率 | 4 |
| 图表 7: A股上市公司半导体照明产品财政补贴推广项目中标情况 | 5 |
| 图表 8: 公司 2012/2013 年度半导体照明产品财政补贴推广项目中标情况 | 5 |
| 图表 9: 可比公司估值 | 6 |
| 图表 10: 盈利预测 | 7 |

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

公司基本情况

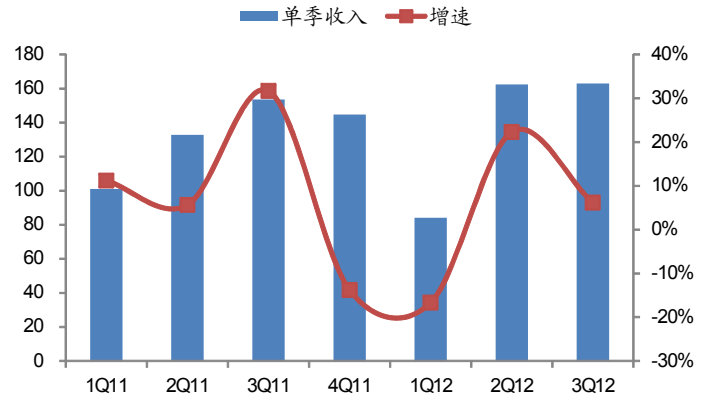
- 洲明科技是国内领先的 LED 应用产品和方案供应商，产品主要分为 LED 高清全彩显示屏和 LED 节能照明两大系列，是国内前三大的 LED 显示屏供应商，2011 年实现营业收入 5.3 亿元，其中显示屏业务占比 90%，LED 照明业务占比约 10%；

图表1：公司业务构成



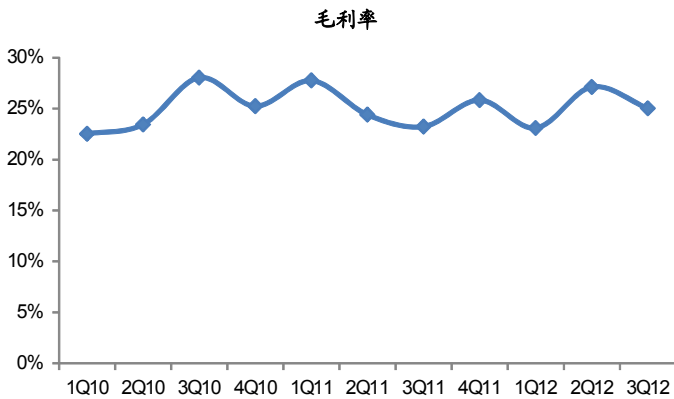
来源：公司公告，国金证券研究所

图表2：单季营收增速



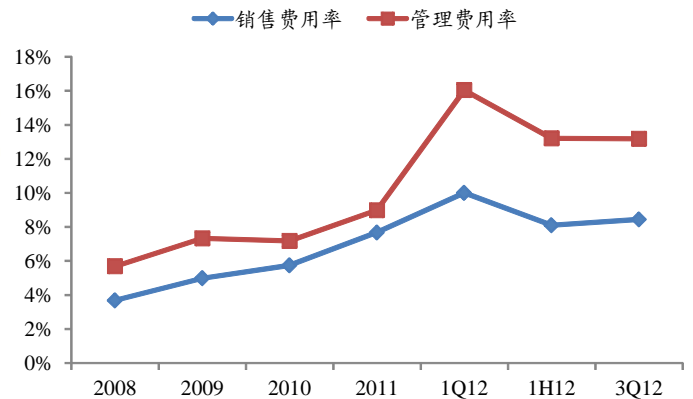
- 2012 年前三季度公司实现营业收入 4.1 亿元，同比增长 5.72%，增速稳定，综合毛利率也维持在 25%左右的稳定水平，前三季度公司实现净利润 1833 万元，同比下滑 47.8%，下滑主要源于 LED 照明销售渠道建设导致销售费用率和管理费用率大幅提升，2012 年前三季度公司三项费用率达到了 21.7%，较 2011 年的 16.8%提升了 5 个百分点；

图表3：单季毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表4：期间费用率

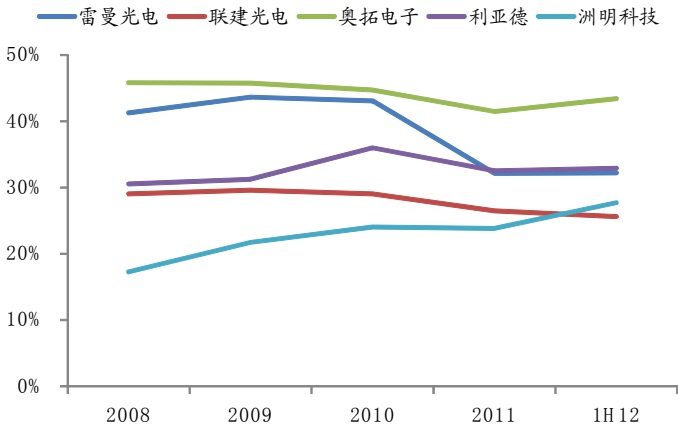


显示屏业务向高端和标准化发展

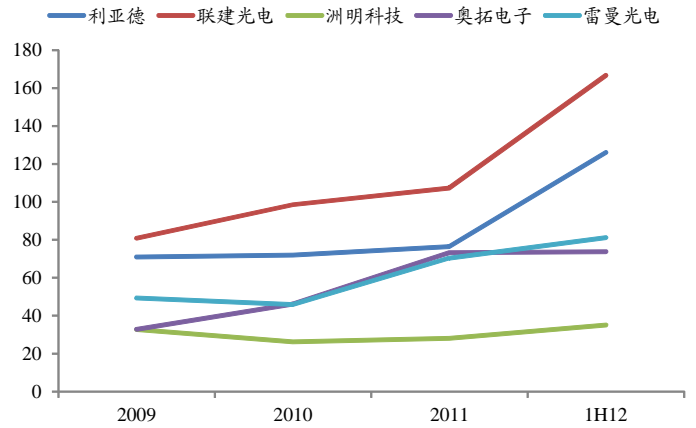
- 公司在传统的终端客户营销模式的基础上，在行业内率先采用渠道营销模式，将资金占用大、时间较长的工程安装和后续维修服务环节交给专业渠道客户负责，在让出一部分利润的同时使得公司的资产周转率和资金使用效率提升，公司的应收账款周转天数仅为 35 天，不到竞争对手的一半；
- 高端化发展显示屏业务毛利率提升：公司渠道营销的模式使得显示屏毛利率低于竞争对手，但是随着公司产品逐步向高端化发展，近几年公司的毛利率水平呈现逐年上升的趋势，从 2008 年的 17.23%逐步上升至 2012 年上半年的 27.7%，毛利率提升了 10 个百分点，公司 2012 年并购了创意显

示屏企业雷迪奥目前主要订单来自于海外项目，具有 40%左右的高毛利率；

图表5: 显示屏企业毛利率水平



图表6: 显示屏企业应收账款周转率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **LED 显示屏的非标准化是企业做大的主要瓶颈**，显示屏市场发展成熟，随着户外媒体和零售业的发展，显示屏市场稳定增长，但是定制化的产品不仅使得产能受限，也影响了显示屏企业供应链的响应速度，据统计，2011年国内 LED 显示屏市场约为 219 亿元，利亚德、联建光电、洲明科技等 5 家 LED 显示屏上市公司的市占率合计不超过 10%，公司目前正在推动行业的做标准化；
- 作为定制化产品，公司显示屏的订单周期一般是 30 天左右，公司 2012 年 3 季度末存货 2.7 亿元，其中 1.1 亿是发出商品，包括显示屏和 LED 照明的工程项目，部分产品需要等到 4 季度验收后方能确认收入，公司谨慎的会计处理也是导致前三季度业绩确认下滑的原因；

照明业务产能、品牌、渠道建设同步

- 2012 年上半年公司照明业务收入约 2500 万元，目前规模较小，但是公司在照明产品储备和产品质量方面已经走在前列，公司是入围三部委 LED 照明产品招标最多的企业之一，中标所有 4 个包共计 10 个品类，其中中标户外照明 6 万盏，室内照明 30 万盏，体现出公司在产品线、技术储备方面的领先地位，我们预计累计的中标金额约为 8000 多万元；
- **产能瓶颈年底将得到缓解**：目前公司照明业务的主要问题在于产能不足，公司目前每月的出货量只能达到 500-600 万元，公司募投项目坪山基地将会于 1 月完工投产，产能规模能够达到 3-4 亿的规模，从而打破公司目前的产能瓶颈；

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表7: A股上市公司半导体照明产品财政补贴推广项目中中标情况

| 中标人名称 | LED路灯 | LED隧道灯 | LED射灯 | LED筒灯 | 户外照明(万盏) | 室内照明(万盏) |
|--------|-------|--------|-------|-------|----------|----------|
| 洲明科技 | 2 | 2 | 3 | 3 | 6 | 30 |
| 德豪润达 | 2 | | 3 | 5 | 3 | 30 |
| 勤上光电 | 2 | 2 | 2 | 3 | 7 | 40 |
| 阳光照明 | 2 | | 3 | 4 | 3 | 40 |
| 上海亚明 | 2 | 2 | 2 | 3 | 6 | 30 |
| 雷士照明 | | | 3 | 2 | 0 | 30 |
| 三安光电 | | | 1 | 4 | 0 | 30 |
| 国星光电 | | 2 | 1 | 1 | 2 | 30 |
| 佛山照明 | | | 2 | 1 | 0 | 40 |
| 雪莱特 | | | 2 | | 0 | 20 |
| 上市公司合计 | 10 | 8 | 25 | 29 | 27 | 320 |

来源: 公开资料, 国金证券研究所

图表8: 公司 2012/2013 年度半导体照明产品财政补贴推广项目中中标情况

| 产品 | 规格/额定功率/型号 | 价格(元/只) |
|--------|---------------------------|---------|
| LED路灯 | 9000lm/100W/UNISTWF-0007 | 1080 |
| | 14000lm/170W/UNISTWF-0006 | 1615 |
| LED隧道灯 | 5400lm/58W/UNITLWE-G105 | 638 |
| | 9000lm/100W/UNITLWE-G104 | 1050 |
| LED筒灯 | 4寸/8W/UNIRENE-0004 | 56 |
| | 6寸/14W/UNIRENE-0001 | 84 |
| | 8寸/18W/UNIRENE-0002 | 108 |
| LED射灯 | PAR20/8.5W/UNISPNE-0001 | 51 |
| | PAR30/13W/UNISPNE-0002 | 65 |
| | PAR38/12W/UNISPNE-0003 | 60 |

来源: 公开资料, 国金证券研究所

- 公司 LED 照明业务主要在渠道建设和品牌建设期, 目前照明事业部一共有 40 多个人, 品牌部 11 个人。公司对 LED 照明业务的渠道规划包括三条: 批零渠道、工程渠道和 OEM, 通过从达进东方照明引进专业人士从事 EMC 项目。
 - 批零渠道: 公司目前完成了第一批的招商, 招了 20 多个省级代理商, 通过省级代理商发展地区代理商, 计划到 2012 年底达到 300 家代理商, 12 月份公司将会进行第二批的招商, 今年省级代理商将完成 2000 万左右的销售额;
 - 工程渠道: 主要针对政府工程项目, 广东省 3 年内要实现公共场所的 LED 照明替代, 深圳市在 2 年内要完成 LED 照明替代, 4 季度已经陆续有招标开始实施, 但是今年释放的量不会很多, 预计明年的 2、3 季度会大量的释放。公司路灯将以直接销售为主, 对于少量利润率较高的工程公司会采取 EMC 的模式, 目前公司正在实施的包括广深高速 6280 盏灯和广东乡镇路灯建设二期工程, 总金额 2000 多万元;
 - OEM: 公司希望和一批国际大厂合作, 通过 OEM 的模式走量降低公司的生产成本, 同时提升公司的管理能力, 使得公司在未来的可能发生价格战的情况下提升抵御能力, 目前公司主要和日本松下等公司进行合作, 目前松下 LED 照明灯具的销售规模达到 60 亿人民币左右, 我们预期明年 2 季度开始可以看到 OEM 对业绩的贡献;
 - 电商销售: 此外, 公司的电商模式也将于明年 1 季度上线, 和淘宝上的家居商户合作, 根据公司的调研, 目前淘宝上 LED 照明产品的年销售额已经达到 30 亿, 部分商户的年销售额已经达到 1 亿的水平;

盈利预测与估值

■ 收入假设

- **显示屏业务:** 我们假设公司原有显示屏业务收入保持与行业增速一致, 维持 10%左右的水平, 公司并购的雷迪奥创意显示产品在现有订单的保障下降保持 40-50%的高速增长;

■ LED 照明业务

LED 户外照明: LED 路灯项目, 公司目前中标三部委招标 6 万盏户外照明推广, 累计金额约为 5000 万元左右, 我们保守假设明年广东省户外照明招标公司能拿到 3 万盏左右, 对应收入规模在 7000 万左右;

LED 室内照明: 公司中标三部委招标 30 万盏, 对应金额 2000 万左右, 我们假设包括中标项目在内直销渠道完成 4000 万的销售额, 经销渠道每个省代完成约 200 万的销售额, OEM 完成 2500 万的销售额;

■ 毛利率假设

- **显示屏业务:** 由于显示屏市场成熟, 加上公司向高端显示屏方向发展, 我们假设公司原有显示屏业务毛利率水平基本保持稳定, 维持在 25%的水平, 而雷迪奥产品目前的毛利率在 40%以上, 我们假设每年下滑 2-3 个百分点;

- **LED 照明业务:** LED 室内照明竞争激烈, 我们假设公司的毛利率维持在 25%左右的水平, 每年下降 1 个百分点; 对于经销渠道和 OEM 渠道, 我们假设毛利率低于直销渠道 5 个百分点;

- **期间费用假设:** 今年公司在照明业务的渠道和品牌建设方面作出了较大的投入, 人员的配置已经基本完成, 我们假设明年公司的销售费用和管理费用不会在继续大幅攀升;

盈利预测

- 我们预计 2012-2014 年公司实现营业收入 5.95 亿元、8.45 亿元和 11.27 亿元, 实现净利润 0.31 亿元、0.66 亿元和 0.88 亿元, 对应 EPS 分别为 0.302 元、0.654 元和 0.868 元, 公司目前估值为 2012 年的 28 倍和 2013 年的 13 倍;

- 我们预计 2013 年公司 LED 显示屏和 LED 照明业务对应的 EPS 分别为 0.458 元和 0.196 元, 目前从事 LED 封装、照明的可比公司平均估值是 2013 年的 18 倍, 我们给予 LED 显示屏业务 15 倍估值, 考虑公司 LED 业务规模较小, 明后年快速增长确定性较高, 给予 LED 照明业务 25 倍估值, 公司的合理股价对应 11.8 元, 给予“买入”评级;

图表9: 可比公司估值

| 代码 | 公司名称 | 收盘价 | | EPS | | PE | | |
|-----------|------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 2012/12/11 | 2012E | 2013E | 2014E | 2012E | 2013E | 2014E |
| 002587.SZ | 勤上光电 | 9.45 | 0.42 | 0.59 | 0.77 | 23 | 16 | 12 |
| 002449.SZ | 国星光电 | 6.45 | 0.24 | 0.36 | 0.49 | 27 | 18 | 13 |
| 300219.SZ | 鸿利光电 | 5.99 | 0.30 | 0.38 | 0.48 | 20 | 16 | 12 |
| 300241.SZ | 瑞丰光电 | 13.6 | 0.48 | 0.65 | 0.83 | 28 | 21 | 16 |
| 300301.SZ | 长方照明 | 6.76 | 0.27 | 0.35 | 0.42 | 25 | 19 | 16 |
| | 均值 | | | | | 24 | 18 | 14 |
| 300232.SZ | 洲明科技 | 8.53 | 0.30 | 0.65 | 0.87 | 28 | 13 | 10 |

来源: 同花顺, 国金证券研究所

图表10: 盈利预测

| 项 目 | 2009 | 2010 | 2011 | 1H12 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| 显示屏 | | | | | | | |
| 销售收入(百万元) | 289.97 | 466.09 | 473.97 | 210.68 | 525.00 | 611.50 | 698.15 |
| 增长率(YOY) | 23.47% | 60.74% | 1.69% | -1.28% | 10.77% | 16.48% | 14.17% |
| 毛利率 | 21.69% | 24.04% | 23.80% | 27.71% | 27.43% | 27.31% | 26.61% |
| 销售成本(百万元) | 227.07 | 354.04 | 361.16 | 152.30 | 381.00 | 444.47 | 512.36 |
| 毛利(百万元) | 62.90 | 112.04 | 112.80 | 58.38 | 144.00 | 167.03 | 185.79 |
| 占总销售额比重 | 95.75% | 93.32% | 89.43% | 89.44% | 88.94% | 72.31% | 61.93% |
| 占主营业务利润比重 | 93.74% | 89.91% | 84.90% | 93.01% | 92.43% | 74.87% | 64.67% |
| 其中 | | | | | | | |
| 深圳洲明 | | | | | | | |
| 销售收入(百万元) | 289.97 | 466.09 | 473.97 | 190.68 | 440.00 | 484.00 | 532.40 |
| 增长率(YOY) | | 60.74% | 1.69% | -10.65% | -7.17% | 10.00% | 10.00% |
| 毛利率 | 21.69% | 24.04% | 23.80% | 26.00% | 25.00% | 24.50% | 24.00% |
| 销售成本(百万元) | 227.07 | 354.04 | 361.16 | 141.10 | 330.00 | 365.42 | 404.62 |
| 毛利(百万元) | 62.90 | 112.04 | 112.80 | 49.58 | 110.00 | 118.58 | 127.78 |
| 雷迪奥 | | | | | | | |
| 销售收入(百万元) | | | | 20.00 | 85.00 | 127.50 | 165.75 |
| 增长率(YOY) | | | | | NA | 50.00% | 30.00% |
| 毛利率 | | | | 44.00% | 40.00% | 38.00% | 35.00% |
| 销售成本(百万元) | | | | 11.20 | 51.00 | 79.05 | 107.74 |
| 毛利(百万元) | | | | 8.80 | 34.00 | 48.45 | 58.01 |
| LED照明 | | | | | | | |
| 销售收入(百万元) | 12.88 | 33.37 | 55.99 | 24.87 | 65.27 | 209.72 | 375.01 |
| 增长率(YOY) | NA | 159.17% | 67.77% | 22.17% | 16.57% | 221.32% | 78.81% |
| 毛利率 | 32.61% | 37.68% | 35.83% | 17.63% | 18.06% | 21.73% | 21.18% |
| 销售成本(百万元) | 8.68 | 20.80 | 35.93 | 20.49 | 53.48 | 164.14 | 295.58 |
| 毛利(百万元) | 4.20 | 12.57 | 20.06 | 4.39 | 11.79 | 45.58 | 79.43 |
| 占总销售额比重 | 4.25% | 6.68% | 10.57% | 10.56% | 11.06% | 24.80% | 33.26% |
| 占主营业务利润比重 | 6.26% | 10.09% | 15.10% | 6.99% | 7.57% | 20.43% | 27.65% |
| 其中 | | | | | | | |
| LED路灯 | | | | | | | |
| 销售收入(百万元) | 12.88 | 18.80 | 27.31 | 13.28 | 35.27 | 74.72 | 127.51 |
| 增长率(YOY) | NA | NA | 45.26% | NA | 29.16% | 111.86% | 70.64% |
| 毛利率 | 30.00% | 43.63% | 38.08% | 12.94% | 15.00% | 25.00% | 25.00% |
| 销售成本(百万元) | 9.01 | 10.60 | 16.91 | 11.56 | 29.98 | 56.04 | 95.63 |
| 毛利(百万元) | 3.86 | 8.20 | 10.40 | 1.72 | 5.29 | 18.68 | 31.88 |
| LED室内照明 | | | | | | | |
| 销售收入(百万元) | 0.00 | 14.58 | 26.42 | 11.59 | 30.00 | 135.00 | 247.50 |
| 增长率(YOY) | NA | NA | 81.26% | NA | 13.55% | 350.00% | 83.33% |
| 毛利率 | 30.00% | 30.00% | 28.00% | 23.00% | 21.67% | 19.93% | 19.21% |
| 销售成本(百万元) | 0.00 | 10.20 | 19.02 | 8.92 | 23.50 | 108.10 | 199.95 |
| 毛利(百万元) | 0.00 | 4.37 | 7.40 | 2.67 | 6.50 | 26.90 | 47.55 |
| 直销 | | | | | | | |
| 销售收入(百万元) | | | | | 10.00 | 30.00 | 60.00 |
| 增长率(YOY) | | | | | NA | 200.00% | 100.00% |
| 毛利率 | | | | | 25.00% | 24.00% | 23.00% |
| 销售成本(百万元) | | | | | 7.50 | 22.80 | 46.20 |
| 毛利(百万元) | | | | | 2.50 | 7.20 | 13.80 |
| 经销商 | | | | | | | |
| 销售收入(百万元) | | | | | 20.00 | 80.00 | 125.00 |
| 增长率(YOY) | | | | | NA | 400.00% | 56.25% |
| 毛利率 | | | | | 20.00% | 19.00% | 18.00% |
| 销售成本(百万元) | | | | | 16.00 | 64.80 | 102.50 |
| 毛利(百万元) | | | | | 4.00 | 15.20 | 22.50 |
| OEM/ODM | | | | | | | |
| 销售收入(百万元) | | | | | | 25.00 | 62.50 |
| 增长率(YOY) | | | | | | NA | 150.00% |
| 毛利率 | | | | | | 18.00% | 18.00% |
| 销售成本(百万元) | | | | | | 20.50 | 51.25 |
| 毛利(百万元) | | | | | | 4.50 | 11.25 |
| EMC项目 | | | | | | | |
| 销售收入(百万元) | | | | | | 24.38 | 54.19 |
| 增长率(YOY) | | | | | | NA | 122.22% |
| 毛利率 | | | | | | 43.02% | 40.72% |
| 销售成本(百万元) | | | | | | 13.89 | 32.12 |
| 毛利(百万元) | | | | | | 10.49 | 22.06 |
| 占总销售额比重 | | | | | | 2.88% | 4.81% |
| 占主营业务利润比重 | | | | | | 4.70% | 7.68% |
| 销售总收入(百万元) | 302.85 | 499.46 | 529.96 | 235.55 | 590.27 | 845.61 | 1127.34 |
| 销售总成本(百万元) | 235.75 | 374.84 | 397.09 | 172.79 | 434.48 | 622.51 | 840.06 |
| 毛利(百万元) | 67.10 | 124.62 | 132.87 | 62.76 | 155.79 | 223.10 | 287.28 |
| 平均毛利率 | 22.16% | 24.95% | 25.07% | 26.64% | 26.39% | 26.38% | 25.48% |

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 主营业务收入 | 313 | 501 | 532 | 590 | 846 | 1,127 |
| 增长率 | | 60.3% | 6.2% | 10.9% | 43.3% | 33.3% |
| 主营业务成本 | -242 | -376 | -399 | -434 | -623 | -840 |
| %销售收入 | 77.5% | 75.1% | 74.9% | 73.6% | 73.6% | 74.5% |
| 毛利 | 70 | 125 | 133 | 156 | 223 | 287 |
| %销售收入 | 22.5% | 24.9% | 25.1% | 26.4% | 26.4% | 25.5% |
| 营业税金及附加 | 0 | 0 | -1 | -1 | -1 | -2 |
| %销售收入 | 0.0% | 0.1% | 0.1% | 0.2% | 0.2% | 0.2% |
| 营业费用 | -16 | -29 | -41 | -48 | -64 | -81 |
| %销售收入 | 5.0% | 5.7% | 7.7% | 8.1% | 7.6% | 7.2% |
| 管理费用 | -23 | -36 | -48 | -76 | -93 | -113 |
| %销售收入 | 7.3% | 7.2% | 9.0% | 12.8% | 11.0% | 10.0% |
| 息税前利润 (EBIT) | 32 | 60 | 44 | 32 | 65 | 92 |
| %销售收入 | 10.2% | 12.0% | 8.3% | 5.3% | 7.6% | 8.1% |
| 财务费用 | 0 | 0 | 4 | 5 | 6 | 6 |
| %销售收入 | 0.0% | 0.0% | -0.8% | -0.8% | -0.7% | -0.6% |
| 资产减值损失 | 0 | -1 | -1 | -3 | -2 | -2 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 3 | 3 | 3 |
| %税前利润 | 0.0% | 0.0% | n.a | 6.2% | 3.3% | 2.5% |
| 营业利润 | 31 | 59 | 47 | 36 | 71 | 99 |
| 营业利润率 | 10.1% | 11.7% | 8.8% | 6.2% | 8.4% | 8.8% |
| 营业外收支 | 2 | 3 | 7 | 12 | 20 | 20 |
| 税前利润 | 33 | 61 | 54 | 48 | 91 | 119 |
| 利润率 | 10.6% | 12.2% | 10.1% | 8.2% | 10.8% | 10.6% |
| 所得税 | -3 | -5 | -8 | -8 | -14 | -19 |
| 所得税率 | 8.7% | 8.5% | 14.8% | 15.5% | 15.5% | 15.5% |
| 净利润 | 30 | 56 | 46 | 41 | 77 | 101 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 10 | 11 | 13 |
| 归属于母公司的净利润 | 30 | 56 | 46 | 31 | 66 | 88 |
| 净利率 | 9.6% | 11.2% | 8.6% | 5.2% | 7.8% | 7.8% |

| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | |
|----------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 净利润 | 30 | 56 | 46 | 41 | 77 | 101 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 3 | 8 | 12 | 14 | 28 | 53 |
| 非经营收益 | 0 | -1 | 1 | -15 | -22 | -22 |
| 营运资金变动 | -23 | -29 | -6 | -60 | -13 | 9 |
| 经营活动现金净流 | 10 | 34 | 54 | -20 | 71 | 142 |
| 资本开支 | -8 | -81 | -50 | -143 | -92 | -83 |
| 投资 | 0 | -5 | -4 | -1 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 3 | 3 | 3 |
| 投资活动现金净流 | -8 | -86 | -54 | -141 | -89 | -80 |
| 股权募资 | 10 | 45 | 342 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | 0 | 0 | 0 | 2 | 27 | -29 |
| 其他 | -2 | -2 | -7 | 0 | -9 | -9 |
| 筹资活动现金净流 | 8 | 43 | 334 | 2 | 18 | -38 |
| 现金净流量 | 10 | -9 | 334 | -159 | 0 | 24 |

| 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 货币资金 | 34 | 25 | 359 | 200 | 200 | 224 |
| 应收款项 | 34 | 59 | 57 | 72 | 102 | 136 |
| 存货 | 59 | 99 | 179 | 214 | 273 | 322 |
| 其他流动资产 | 10 | 7 | 30 | 32 | 46 | 61 |
| 流动资产 | 136 | 190 | 624 | 518 | 620 | 742 |
| %总资产 | 88.5% | 66.9% | 83.6% | 66.1% | 63.8% | 64.8% |
| 长期投资 | 0 | 0 | 3 | 4 | 3 | 3 |
| 固定资产 | 16 | 40 | 59 | 161 | 247 | 297 |
| %总资产 | 10.6% | 14.2% | 7.9% | 20.5% | 25.4% | 25.9% |
| 无形资产 | 1 | 52 | 60 | 100 | 100 | 101 |
| 非流动资产 | 18 | 94 | 123 | 266 | 352 | 403 |
| %总资产 | 11.5% | 33.1% | 16.4% | 33.9% | 36.2% | 35.2% |
| 资产总计 | 154 | 284 | 747 | 785 | 972 | 1,146 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 3 | 30 | 0 |
| 应付款项 | 82 | 106 | 192 | 189 | 271 | 365 |
| 其他流动负债 | 4 | 8 | 6 | 11 | 20 | 36 |
| 流动负债 | 85 | 114 | 197 | 203 | 321 | 401 |
| 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 其他长期负债 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 负债 | 85 | 115 | 199 | 203 | 321 | 402 |
| 普通股股东权益 | 68 | 169 | 548 | 571 | 629 | 709 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 10 | 22 | 35 |
| 负债股东权益合计 | 154 | 284 | 747 | 785 | 972 | 1,146 |

| 比率分析 | | | | | | |
|------------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.602 | 0.970 | 0.588 | 0.302 | 0.654 | 0.868 |
| 每股净资产 | 1.365 | 2.933 | 7.052 | 7.345 | 8.095 | 9.123 |
| 每股经营现金净流 | 0.200 | 0.581 | 0.690 | -0.253 | 0.915 | 1.823 |
| 每股股利 | 0.000 | 0.000 | 0.100 | 0.100 | 0.100 | 0.100 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 44.11% | 33.09% | 8.34% | 5.35% | 10.50% | 12.37% |
| 总资产收益率 | 19.61% | 19.71% | 6.12% | 3.90% | 6.79% | 7.65% |
| 投入资本收益率 | 42.55% | 32.38% | 6.86% | 4.56% | 8.01% | 10.40% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 32.10% | 60.28% | 6.19% | 10.92% | 43.26% | 33.32% |
| EBIT增长率 | 71.36% | 88.40% | -26.40% | -28.50% | 104.67% | 42.04% |
| 净利润增长率 | 81.65% | 86.04% | -18.41% | -33.12% | 116.04% | 32.79% |
| 总资产增长率 | 48.77% | 85.06% | 162.76% | 5.05% | 23.92% | 17.83% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 33.2 | 26.5 | 28.4 | 35.0 | 35.0 | 35.0 |
| 存货周转天数 | 68.9 | 76.3 | 127.0 | 180.0 | 160.0 | 140.0 |
| 应付账款周转天数 | 59.8 | 50.5 | 64.6 | 65.0 | 65.0 | 65.0 |
| 固定资产周转天数 | 19.0 | 29.1 | 36.2 | 57.8 | 103.4 | 93.9 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -49.63% | -14.63% | -65.49% | -33.85% | -26.12% | -29.95% |
| EBIT利息保障倍数 | -3,295.9 | 1,958.1 | -10.8 | -6.6 | -10.9 | -14.3 |
| 资产负债率 | 55.56% | 40.44% | 26.61% | 25.91% | 33.07% | 35.06% |

来源：公司年报、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jtzw.net

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 | 1 |
| 增持 | 0 | 1 | 1 | 1 | 4 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0 | 2.00 | 2.00 | 2.00 | 1.88 |

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

www.jztzw.net
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

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 20%以上；
增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
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%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

特别声明:

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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|--------------------------------|---------------------------------|----------------------------|
| 电话: (8621)-61038271 | 电话: 010-6621 6979 | 电话: 0755-33516015 |
| 传真: (8621)-61038200 | 传真: 010-6621 5599-8803 | 传真: 0755-33516020 |
| 邮箱: researchsh@gjzq.com.cn | 邮箱: researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱: researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编: 201204 | 邮编: 100032 | 邮编: 518026 |
| 地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼 | 地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层 | 地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B |

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net