

水晶光电 (002273.SZ)

器件行业

评级: 买入 上调评级

公司研究简报

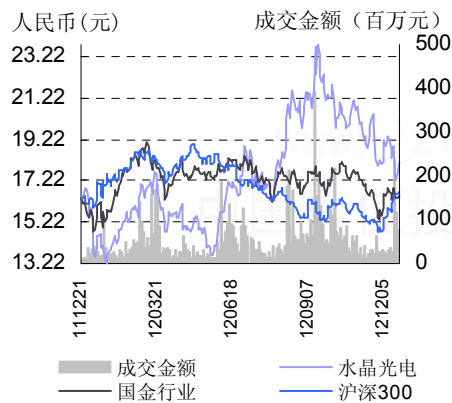
市价(人民币): 18.13元

目标(人民币): 24.13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)	206.42
总市值(百万元)	45.26
年内股价最高最低(元)	23.82/13.22
沪深300指数	2384.82
中小板指数	4542.18



## 相关报告

- 《单季业绩创新高 快速增长趋势显现》, 2012.10.25
- 《蓝玻璃 IRCF 放量,公司业绩反转》, 2012.9.10

高诗

联系人  
(8621)60893120  
gaoshi@gjq.com.cn

程兵

分析师 SAC 执业编号: S1130511030015  
(8621)61038265  
chengb@gjq.com.cn

## 看好蓝玻璃向非苹果渗透和估值切换

## 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.832	0.978	0.634	0.933	1.197
每股净资产(元)	4.17	7.68	4.48	4.91	5.61
每股经营性现金流(元)	0.70	1.10	0.56	0.80	1.19
市盈率(倍)	60.70	33.03	28.60	19.43	15.15
行业优化市盈率(倍)	96.64	40.25	40.53	40.53	40.53
净利润增长率(%)	62.86%	30.23%	29.60%	47.22%	28.27%
净资产收益率(%)	19.94%	12.73%	14.17%	19.01%	21.35%
总股本(百万股)	112.72	124.85	249.63	249.63	249.63

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **蓝玻璃应用由苹果向非苹果渗透趋势确定, 将显著提升公司估值:** 目前蓝玻璃 IRCF 的下游应用主要为 iPhone 相机模组, 而随着 800 万像素手机相机渗透率提升以及背照式 CMOS 的普遍采用, 蓝玻璃凭借更优的性能, 有望在非苹果智能机中取得更广泛应用。公司作为全球为数不多能够生产蓝玻璃 IRCF 且产能快速扩张的厂商, 已经通过为国际大厂代工方式进入该市场, 并间接切入一线终端客户。
- **公司前期受累苹果概念而超跌, 明年估值切换反弹空间较大:** 近期由于 iPhone5 预期出货量下降及苹果对零组件供应商砍单, 公司作为相关概念股, 也出现股价大幅下跌。但我们应看到, 公司供给苹果的蓝玻璃 IRCF 的直接客户是镜头模组厂, 非苹果厂商的应用爆发将远远弥补苹果砍单的影响, 且苹果相关业务在公司收入占比本就不高, 因此公司股价错杀以及明年估值切换, 将创造极大的收益空间。
- **视频眼镜市场或将启动, 应重视公司长期发展潜力:** 13 年将会有包括谷歌眼镜在内的多款视频眼镜推出市场, 新的创新市场呼之欲出。公司在视频眼镜相关的微投技术上同样具备市场先发优势, 其单位产值和市场空间均远超公司现有业务, 构成公司的长期成长看点, 也将进一步推升公司估值水平。

## 维持盈利预测, 给予“买入”评级

- 我们预测公司 2012-2014 年, 分别实现净利润为 158.25、232.98 和 298.83 百万元, 分别同比增长 29.60%、47.22%和 28.27%; 对应 EPS 为 0.634、0.933 和 1.197 元。
- 我们认为蓝玻璃和视频眼镜组件等具备良好市场前景的新产品, 将确保公司未来持续快速增长, 而目前公司估值仅对应 13 年不到 20 倍, 价值明显被低估, 因此给予公司未来 6-12 个月 24.13 元目标价, 相当于 26x13PE, 给予公司“买入”评级。

## 风险

- 蓝玻璃 IRCF 渗透率提升低于预期。

## 内容目录

蓝玻璃应用由苹果向非苹果渗透趋势确定，将显著提升公司估值.....	3
视频眼镜将助公司长期成长和估值提升 .....	5
维持盈利预测，上调评级至“买入” .....	6
附录：三张报表预测摘要 .....	8

## 图表目录

图表 1: iPhone5 的前后相机模组成本为 18 美元.....	3
图表 2: 苹果 iPhone5 采用的索尼 BSI 模组.....	4
图表 3: 背照式 CMOS 可增加通光量提升图像质量 .....	4
图表 4: 采用 800 万像素相机的手机和平板的出货量预测.....	4
图表 5: 目前 800 万像素以上配置 BSI 的智能机机型 .....	4
图表 6: 视频眼镜投射技术的实现原理.....	5
图表 7: 公司销售收入预测.....	6
图表 8: 苹果供应链可比公司相对估值比较.....	7

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

## 蓝玻璃应用由苹果向非苹果渗透趋势确定，将显著提升公司估值

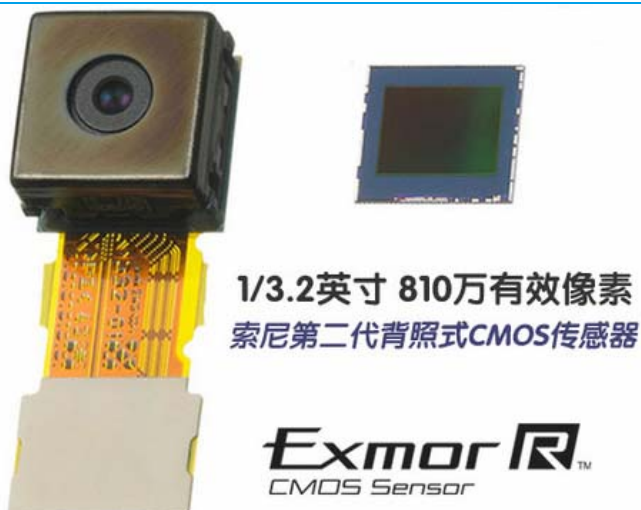
- 随着手机、平板等智能终端对拍照性能的要求提升，蓝玻璃 IRCF 凭借更好的产品性能而率先被 iPhone 采用，并已逐步渗透到非苹果高端智能机中。伴随 800 万以上像素相机和背照式(BSI)CMOS 的普及，蓝玻璃 IRCF 将在智能机、高端功能机和高端平板中取得广泛应用，我们预估其应用市场未来三年复合增速将达 50%以上。
- 传统 IRCF(红外截止滤光片)通过在玻璃表面镀 IR 膜，将进入镜头的红外光反射滤除，但也会对可见光形成干扰；蓝玻璃 IRCF 则可以吸收红外光，达到滤除红外光的效果，而对可见光具有较高穿透率，因此产品性能明显优于传统 IRCF。
- 随着手机相机像素数日益提升以及数码相机中的背照式 CMOS 被越来越多的手机应用，蓝玻璃 IRCF 作为提高手机相机拍摄质量的有效手段，率先由苹果采用，iPhone4s 和 iPhone5 的后置摄像头均配置一片蓝玻璃 IRCF。而目前包括三星、诺基亚、LG、魅族、小米等多款中高端机型均已逐步采用蓝玻璃 IRCF 替代传统 IRCF。
- 我们预计明年开始，蓝玻璃 IRCF 有望在 800 万以上像素的手机、平板相机产品中广泛应用。考虑到目前 800 万像素相机已逐渐成为主流中高端手机的普遍配置，联想、华硕、索尼、LG 等部分高端平板产品也已开始采用，同时结合智能机和平板市场的快速增长势头，预计 2012-2015 年，采用 800 万像素相机并配置蓝玻璃 IRCF 的手机和平板的需求量年复合增速将超过 50%。

图表1: iPhone5 的前后相机模组成本为 18 美元

零件/硬件	iPhoen 5 硬件规格	16GB	32GB
无合约机(裸机)		649美元	749美元
物料成本		199美元	209美元
组装成本		8美元	8美元
物料成本+组装成本		207美元	217美元
主要硬件成本			
内存			
NAND闪存		10.40美元	20.80美元
DRAM	1GByte LPDDR2	10.45美元	10.45美元
显示屏&触摸		44.00美元	44.00美元
处理器	A6 处理器	17.50美元	17.50美元
摄像头(前后)	800万像素+120万像素	18.00美元	18.00美元
无线部件	高通MDM9615+RT8600+Front End	43.00美元	43.00美元
用户界面&传感器		6.50美元	6.50美元
蓝牙/WLAN模块	BTv4.0+Dual-Band Wireless-N	5.00美元	5.00美元
电源控制		8.50美元	8.50美元
电池	1800mAh	4.50美元	4.50美元
机械/机电模块		33.00美元	33.00美元
包装盒(说明书等)		7.00美元	7.00美元

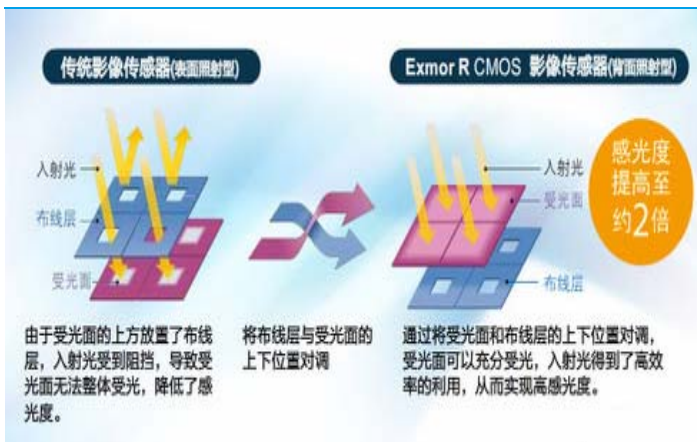
来源: iSuppli, 国金证券研究所

图表2: 苹果 iPhone5 采用的索尼 BSI 模组



来源: 国金证券研究所

图表3: 背照式 CMOS 可增加通光量提升图像质量



图表4: 采用 800 万像素相机的手机和平板的出货量预测

	2012E	2013F	2014F	2015F
<b>智能手机</b>				
整体出货量	610	780	900	1,000
800万像素占比	35%	45%	55%	65%
800万像素出货量	214	351	495	650
增长率		64.40%	41.03%	31.31%
<b>平板电脑</b>				
整体出货量	120	160	220	270
800万像素占比	6%	40%	60%	70%
800万像素出货量	7	64	132	189
增长率		788.89%	106.25%	43.18%
合计	221	415	627	839
增长率		88.04%	51.08%	33.81%

来源: iSuppli, NPD, 国金证券研究所预测

图表5: 目前 800 万像素以上配置 BSI 的智能机机型

品牌	采用BSI的机型	像素数
苹果	Phone 4s/5	800/800万
三星	Galaxy Note 2/S3	800万
诺基亚	Lumia 920	870万
HTC	One S/Titan	800万
oppo	RealR807	800万
小米	1S	800万
索尼	LT26i	1210万
魅族	M X2	800万
华为	Ascend P1	800万

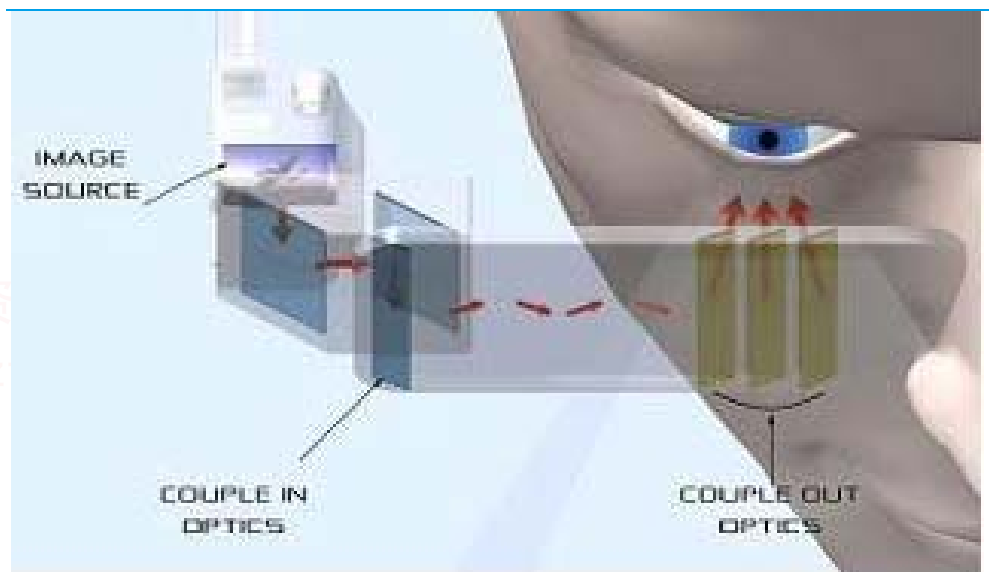
来源: 公开资料, 国金证券研究所

- 公司作为目前全球为数不多大批量生产蓝玻璃 IRCF 的厂商，将受益于蓝玻璃 IRCF 向中高端手机、平板的应用渗透，因此将获得估值提升，并支撑公司未来两年的业绩快速增长。
  - 全球蓝玻璃 IRCF 制造仅有日本旭硝子、豪雅、德国肖特等少数几家公司具备镀膜技术工艺。公司从去年完成产品研发，到今年三季度即快速实现大批量生产，产能已达每月 2000 万片，且实现较高的良率水平，因此取得了手机相机蓝玻璃 IRCF 市场的先发优势。
  - 在产品初量产阶段，公司采取了为日本企业代工的模式开展蓝玻璃 IRCF 业务，省去了直接开拓下游终端客户的麻烦，从而快速抢占市场。我们认为未来公司一旦通过下游客户如国内智能机厂商的直接认证，将可望由代工向自主生产转变，收入和盈利水平都将显著提升。

### 视频眼镜将助公司长期成长和估值提升

- 明年将有谷歌、Vuzix 等视频眼镜产品推出，视频眼镜这一创新产品有望进入市场导入期，长期来看将有望替代部分中高端手机需求。公司的微投技术产品将是视频眼镜的重要光学部件，占视频眼镜成本比重较高。通过与国外视频眼镜厂商的合作，公司有望在国内率先进入该市场，或将享受数倍于现有业务的市场空间。
  - 从谷歌眼镜的配置来看，投影显示器、摄像头、镜框上的触控板、麦克风和喇叭、各种传感器、陀螺仪、通信模块等部件几乎与一般智能手机相当，而携带、操作更加方便，并解放使用者双手，势必将引发新的终端产品热潮。
  - 谷歌眼镜定价 1500 美金，而专业视频眼镜公司 Vuzix 明年将推出 999 美金的产品，苹果、微软、诺基亚等具有该技术储备的厂商未来也有望加入，都将推动视频眼镜的价格下降。一旦其价格降到 500-600 美金，即与高端智能机相当的水平，就极可能快速提升渗透率。以明年 8 亿部智能机考量，未来视频眼镜占比 15%，就将形成 600 亿美金以上的市场规模。
  - 由于视频眼镜暂未推出市场，公司参与方式尚未确定，目前暂无法对公司该业务的未来收入做出预估，但我们认为视频眼镜为公司打开了新的快速增长空间，将在现阶段对公司高估值形成有效支撑。

图表6: 视频眼镜投射技术的实现原理



来源：公开资料，国金证券研究所

### 维持盈利预测，上调评级至“买入”

- 我们预测公司 2012-2014 年，分别实现销售收入为 591.88、859.15 和 1117.30 亿元，同比增长 36.7%、45.2%和 30.0%；净利润为 158.25、232.98 和 298.83 百万元，分别同比增长 29.60%、47.22%和 28.27%；对应 EPS 为 0.634、0.933 和 1.197 元。
- 我们认为蓝玻璃和视频眼镜组件等具备良好市场前景的新产品，将确保公司未来持续快速增长，而目前公司估值仅对应 13 年不到 20 倍，价值明显被低估，因此给予公司未来 6-12 个月 24.13 元目标价，相当于 26x13PE，给予公司“买入”评级。

图表7：公司销售收入预测

	2011	2012E	2013E	2014E
<b>IRCF</b>				
销售收入（百万元）	192.50	217.14	234.73	259.14
增长率（YOY）	40.00%	12.80%	8.10%	10.40%
毛利率	55.49%	52.30%	53.10%	52.70%
占总销售额比重	44.69%	36.69%	27.32%	23.19%
<b>OLPF</b>				
销售收入（百万元）	187.76	239.40	317.44	427.40
增长率（YOY）	36.00%	27.50%	32.60%	34.64%
毛利率	43.87%	44.22%	44.71%	44.90%
占总销售额比重	43.59%	40.45%	36.95%	38.25%
<b>蓝玻璃IRCF</b>				
销售收入（百万元）		49.20	176.79	242.56
增长率（YOY）			259.33%	37.20%
毛利率		53.00%	53.50%	52.50%
占总销售额比重		8.31%	20.58%	21.71%
<b>蓝宝石LED衬底</b>				
销售收入（百万元）	9.51	38.04	68.47	95.86
增长率（YOY）		300.00%	80.00%	40.00%
毛利率	-22.32%	10.00%	13.00%	16.00%
占总销售额比重	2.21%	6.43%	7.97%	8.58%
<b>其他</b>				
销售收入（百万元）	40.99	48.11	61.72	92.34
增长率（YOY）	-17.38%	17.37%	28.30%	49.61%
毛利率	56.98%	56.30%	55.49%	51.92%
占总销售额比重	9.52%	8.13%	7.18%	8.26%
<b>销售总收入（百万元）</b>	<b>430.76</b>	<b>591.88</b>	<b>859.15</b>	<b>1117.30</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>48.85%</b>	<b>46.70%</b>	<b>47.06%</b>	<b>46.46%</b>

来源：公司数据，国金证券研究所预测

**图表8: 苹果供应链可比公司相对估值比较**

公司	收盘价 2012/12/20	EPS			PE			PB
		2011	2012	2013	2011	2012	2013	
歌尔声学	35.05	0.62	1.08	1.62	56.29	32.49	21.59	6.05
安洁科技	37.55	0.84	1.46	1.92	44.60	25.72	19.56	4.23
水晶光电	18.13	0.49	0.63	0.93	37.08	28.78	19.49	4.32
锦富新材	16.99	0.76	0.91	1.10	22.36	18.67	15.45	2.63
长盈精密	22.82	0.62	0.85	1.20	37.04	26.72	19.00	4.02
德赛电池	28.05	0.87	1.18	1.54	32.17	23.79	18.22	12.51
环旭电子	11.01	0.50	0.64	0.74	22.02	17.20	14.83	3.46
共达电声	14.30	0.45	0.67	0.87	32.09	21.25	16.46	2.92

来源: iFinD, 国金证券研究所

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

**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
<b>主营业务收入</b>	<b>188</b>	<b>332</b>	<b>433</b>	<b>592</b>	<b>859</b>	<b>1,117</b>
增长率		76.6%	30.5%	36.7%	45.2%	30.0%
<b>主营业务成本</b>	<b>-92</b>	<b>-175</b>	<b>-221</b>	<b>-315</b>	<b>-455</b>	<b>-598</b>
%销售收入	49.0%	52.6%	51.1%	53.3%	52.9%	53.5%
<b>毛利</b>	<b>96</b>	<b>157</b>	<b>212</b>	<b>276</b>	<b>404</b>	<b>519</b>
%销售收入	51.0%	47.4%	48.9%	46.7%	47.1%	46.5%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>-5</b>	<b>-7</b>	<b>-8</b>
%销售收入	0.9%	0.6%	0.2%	0.9%	0.8%	0.7%
<b>营业费用</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>	<b>-6</b>	<b>-8</b>	<b>-12</b>	<b>-15</b>
%销售收入	1.5%	1.3%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%
<b>管理费用</b>	<b>-29</b>	<b>-42</b>	<b>-55</b>	<b>-85</b>	<b>-117</b>	<b>-147</b>
%销售收入	15.7%	12.8%	12.8%	14.3%	13.6%	13.2%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>62</b>	<b>108</b>	<b>150</b>	<b>178</b>	<b>269</b>	<b>349</b>
%销售收入	32.9%	32.6%	34.5%	30.1%	31.3%	31.2%
<b>财务费用</b>	<b>4</b>	<b>1</b>	<b>-1</b>	<b>11</b>	<b>9</b>	<b>8</b>
%销售收入	-2.2%	-0.4%	0.2%	-1.9%	-1.1%	-0.7%
<b>资产减值损失</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-7</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>64</b>	<b>107</b>	<b>141</b>	<b>188</b>	<b>277</b>	<b>356</b>
营业利润率	34.1%	32.3%	32.7%	31.8%	32.3%	31.9%
<b>营业外收支</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>7</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
<b>税前利润</b>	<b>67</b>	<b>108</b>	<b>148</b>	<b>191</b>	<b>280</b>	<b>359</b>
利润率	35.5%	32.5%	34.2%	32.3%	32.6%	32.1%
<b>所得税</b>	<b>-10</b>	<b>-16</b>	<b>-24</b>	<b>-31</b>	<b>-45</b>	<b>-58</b>
所得税率	15.0%	14.8%	16.2%	16.2%	16.2%	16.2%
<b>净利润</b>	<b>57</b>	<b>92</b>	<b>124</b>	<b>160</b>	<b>235</b>	<b>301</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>58</b>	<b>94</b>	<b>122</b>	<b>158</b>	<b>233</b>	<b>299</b>
净利率	30.6%	28.3%	28.2%	26.7%	27.1%	26.7%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>净利润</b>	<b>57</b>	<b>92</b>	<b>124</b>	<b>160</b>	<b>235</b>	<b>301</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>19</b>	<b>24</b>	<b>38</b>	<b>39</b>	<b>53</b>	<b>84</b>
<b>非经营收益</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-20</b>	<b>-40</b>	<b>-24</b>	<b>-57</b>	<b>-86</b>	<b>-86</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>55</b>	<b>78</b>	<b>138</b>	<b>140</b>	<b>200</b>	<b>296</b>
<b>资本开支</b>	<b>-33</b>	<b>-97</b>	<b>-176</b>	<b>-209</b>	<b>-306</b>	<b>-47</b>
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>-10</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-28</b>	<b>-103</b>	<b>-170</b>	<b>-210</b>	<b>-306</b>	<b>-47</b>
<b>股权募资</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>367</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>-3</b>	<b>-14</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>其他</b>	<b>-20</b>	<b>-45</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-125</b>	<b>-125</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-16</b>	<b>-42</b>	<b>364</b>	<b>-14</b>	<b>-125</b>	<b>-124</b>
<b>现金净流量</b>	<b>12</b>	<b>-66</b>	<b>331</b>	<b>-84</b>	<b>-231</b>	<b>125</b>

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>货币资金</b>	<b>249</b>	<b>183</b>	<b>512</b>	<b>553</b>	<b>322</b>	<b>447</b>
<b>应收款项</b>	<b>52</b>	<b>87</b>	<b>90</b>	<b>138</b>	<b>196</b>	<b>255</b>
<b>存货</b>	<b>19</b>	<b>38</b>	<b>92</b>	<b>95</b>	<b>137</b>	<b>180</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>4</b>	<b>24</b>	<b>35</b>	<b>52</b>	<b>73</b>	<b>92</b>
<b>流动资产</b>	<b>324</b>	<b>331</b>	<b>730</b>	<b>838</b>	<b>727</b>	<b>974</b>
%总资产	69.9%	60.0%	68.9%	62.5%	49.0%	57.3%
<b>长期投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>固定资产</b>	<b>133</b>	<b>207</b>	<b>310</b>	<b>475</b>	<b>723</b>	<b>681</b>
%总资产	28.6%	37.6%	29.3%	35.4%	48.7%	40.1%
<b>无形资产</b>	<b>5</b>	<b>11</b>	<b>16</b>	<b>24</b>	<b>33</b>	<b>42</b>
<b>非流动资产</b>	<b>140</b>	<b>220</b>	<b>329</b>	<b>502</b>	<b>758</b>	<b>725</b>
%总资产	30.1%	40.0%	31.1%	37.5%	51.0%	42.7%
<b>资产总计</b>	<b>463</b>	<b>551</b>	<b>1,058</b>	<b>1,340</b>	<b>1,485</b>	<b>1,698</b>
<b>短期借款</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>22</b>	<b>34</b>	<b>54</b>	<b>59</b>	<b>85</b>	<b>111</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>11</b>	<b>25</b>	<b>16</b>	<b>146</b>	<b>156</b>	<b>166</b>
<b>流动负债</b>	<b>33</b>	<b>61</b>	<b>70</b>	<b>206</b>	<b>241</b>	<b>277</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>7</b>	<b>11</b>	<b>14</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>40</b>	<b>72</b>	<b>84</b>	<b>206</b>	<b>241</b>	<b>278</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>420</b>	<b>470</b>	<b>959</b>	<b>1,117</b>	<b>1,225</b>	<b>1,399</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>3</b>	<b>9</b>	<b>15</b>	<b>17</b>	<b>19</b>	<b>21</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>463</b>	<b>551</b>	<b>1,058</b>	<b>1,340</b>	<b>1,485</b>	<b>1,698</b>

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.664	0.832	0.978	0.634	0.933	1.197
每股净资产	4.842	4.172	7.681	4.475	4.909	5.606
每股经营现金净流	0.637	0.696	1.105	0.561	0.800	1.187
每股股利	0.500	0.000	0.500	0.500	0.500	0.500
<b>回报率</b>						
净资产收益率	13.71%	19.94%	12.73%	14.17%	19.01%	21.35%
总资产收益率	12.42%	17.01%	11.54%	11.81%	15.69%	17.60%
投入资本收益率	12.42%	19.15%	12.87%	13.18%	18.11%	20.55%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	1.84%	76.55%	30.51%	36.67%	45.16%	30.05%
EBIT增长率	-6.32%	75.25%	38.12%	19.27%	50.70%	29.64%
净利润增长率	20.90%	62.86%	30.23%	29.60%	47.22%	28.27%
总资产增长率	9.94%	18.94%	92.02%	26.58%	10.85%	14.36%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	80.8	74.7	69.2	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	68.3	58.7	107.3	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	84.5	52.2	68.9	65.0	65.0	65.0
固定资产周转天数	257.4	228.1	233.2	178.9	186.3	214.5
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-58.78%	-37.49%	-52.57%	-48.72%	-25.84%	-31.40%
EBIT利息保障倍数	-15.3	-91.9	175.2	-16.2	-29.7	-44.0
资产负债率	8.70%	13.09%	7.98%	15.34%	16.21%	16.37%

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	1	1	10	10	20
增持	1	9	16	18	44
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.83	1.68	1.67	1.68

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-09-10	增持	21.40	24.18 ~ 24.18
2 2012-10-25	增持	19.81	N/A

来源：国金证券研究所

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。

www.jztzw.net  
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

**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为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**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-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: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

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