

宜安科技 (300328.SZ)

器件行业

评级: 买入 维持评级

公司研究简报

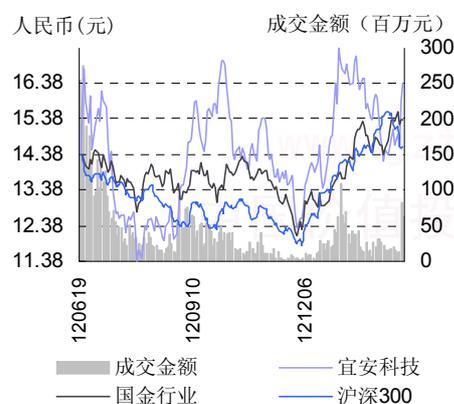
市价(人民币): 16.36元

镁铝合金外壳趋势确定, 公司成长可期

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)	28.00
总市值(百万元)	18.32
年内股价最高最低(元)	17.35/11.38
沪深300指数	2604.96



相关报告

1. 《初入消费电子, 长期成长可期》, 2012.11.28
2. 《聚焦消费电子产业, 伴随铝镁合金需求成长》, 2012.11.12

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.577	0.660	0.445	0.677	0.869
每股净资产(元)	2.06	2.72	5.53	6.07	6.81
每股经营性现金流(元)	0.72	0.54	0.71	0.50	0.79
市盈率(倍)	N/A	N/A	32.32	21.25	16.56
行业优化市盈率(倍)	11.30	29.71	27.35	27.35	27.35
净利润增长率(%)	26.10%	14.37%	-10.09%	52.11%	28.27%
净资产收益率(%)	28.06%	24.31%	8.06%	11.15%	12.75%
总股本(百万股)	84.00	84.00	112.00	112.00	112.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 消费电子用铝镁合金支架与外观件趋势刚成, 2013年将进入快速切换期, 市场需求有望出现高速增长态势: 1、铝镁合金支架与外观件拥有轻、强度高、散热好与外观时尚, 成为消费电子薄轻小时尚化趋势最佳推手; 2、非苹果阵营绝地反击与超级本爆发性增长带动铝镁合金支架与外观件的需求, 我们估算2013~2014年行业增速有望在45%以上。
- 压铸+精密加工将是非苹果阵营的最佳选择, 也是此轮行业景气最佳受益技术: 1、冷锻+CNC与压铸+精密加工是高端铝镁合金支架与外观件主流技术, 然而苹果垄断了冷锻+CNC的产能与技术, 压铸+精密加工成为非苹果阵营最佳选择; 2、压铸+精密加工拥有更高的性价比, 便于非苹果阵营采用并推广。
- 公司初入消费电子领域, 且产能扩张积极, 未来两年业绩复合增长有望超过50%: 公司积极大胆扩张产能, 目前新增产能产值达4.5亿元, 已是目前产值的1.35倍, 同时国内市场需求空间巨大, 光合肥联宝市场需求就达30亿元以上, 未来公司业绩高成长十分确定;

投资建议

- 行业高度景气, 公司短期并无竞争对手, 且其产能扩张积极, 未来订单爆发性大, 我们继续维持“买入”评级。我们给予公司未来6-12个月20.34元目标价位, 相当于30x13PE。
- 维持预测公司2012-2014年实现净利润49.88、73.51和96.17百万元, 分别同比增长-10.09%、52.11%和28.27%, 对应EPS为0.445、0.677和0.869。

风险

- 超级本推广力度低预期, 宏观经济反复影响。

邵洁

联系人
(8621)61038220
shaojie@gjzq.com.cn

程兵

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

内容目录

铝镁合金支架与外观件将成潮流，行业需求高增长	3
消费电子用铝镁合金支架与外观件趋势初成，今年将快速切换	3
压铸+精密加工将是非苹果阵营最佳技术趋势	5
宜安初入消费电子领域，产能扩张大胆，未来将保持高成长	6
宜安高成长基础已存在：行业高增长+产能提前扩张	6
业绩弹性大：超级大市场就足以让宜安产能扩张不及需求增长	7
高成长可期待，维持公司目标价至 20.34 元，维持“买入”	8
高成长可期，未来两年公司业绩有望复合 50% 增速增长	8
维持目标价 20.34 元，隐含公司 13 年业绩超预期 10% 以上	8
附录：三张报表预测摘要	10

图表目录

图表 1：主要结构材料性能比较	3
图表 2：消费电子外壳材料优劣比较	3
图表 3：诸多品牌的超级本新品均使用金属外观件	4
图表 4：2013~2014 年全球消费电子对铝镁合金支架与外观件需求测算	5
图表 5：铝镁合金加工技术比较	5
图表 6：全球主要消费电子外壳 CNC 加工厂商拥有机台数	6
图表 7：2012 年苹果产品需要 CNC 机台数预测	6
图表 8：宜安科技目前产能已进行了大胆扩张	7
图表 9：销售收入预测	9

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

铝镁合金支架与外观件将成潮流，行业需求高增长

消费电子用铝镁合金支架与外观件趋势初成，今年将快速切换

- 铝镁合金支架与外观件以其轻、强度好、散热好以及拥有独特的金属光泽等优点，能将消费电子薄轻时尚化等趋势充分表现，**必将成为中高端手机、平板电脑，特别是超级本等消费电子设计的标准配置!**
 - iPhone5 仅 7.62mm 厚，重 112g，是目前全球最薄最轻的手机；而其使用阳极化处理的全铝外壳，使得其拥有超炫的外观设计，成为未来手机设计的重要方向。
 - 镁合金以其轻（同样体积能够比不锈钢轻 80%以上）、强度好（相比塑料等材质，可以做的更薄）以及金属固有的光泽等优点，能够充分体现消费电子薄轻小、时尚化元素。
 - 同时，未来智能手机功能越来越强大，使得手机设计中必须对散热问题十分重视。然而，要手机轻薄小巧趋势会使得散热成为另一个严重的问题，铝镁合金支架与外观件以其良好的散热性，可以有效解决这个问题。

图表1: 主要结构材料性能比较

材料类别	比重 ρ [g/cm ³]	弹性模量 E [GPa]	比弹性模量 E/ ρ [GPa]	强度 σ [MPa]	比强度 σ/ρ [MPa]	a [Wm ⁻¹ k ⁻¹]	减震系数
铸铁	7.4	180	24.3	200-400	27-54	80	10-17
铝合金	2.7	70	25.9	200-350	73-128	247	2-5
塑料	1.5-2	15-25	10-12.5	100-250	50-167	20-50	n.a.
镁合金	1.74	45	25.86	180-300	118-172	157	30-60

来源：国金证券研究所

图表2: 消费电子外壳材料优劣比较

	优点	缺点
铝镁合金	质量轻、厚度薄、散热好、抗压强、外观美观易于上色	工艺复杂、成本较高
碳纤维	强度、导热优于塑料，屏蔽性好，强韧性是铝镁合金的两倍，散热最好	接地不好容易漏电、成本较高、外观形状缺乏变化、着色困难
工程塑料	优良耐热性、尺寸稳定性、耐冲击、成本低	质量重、导热性差、产品较厚

来源：国金证券研究所

- 我们看好铝镁合金支架与外观件行业的另一个原因就是，目前消费电子用铝镁合金支架与外观件趋势初成，2013 年将会出现快速切换态势。考虑目前非苹果阵营 3 亿部手机、2 亿部 NB，以及超级本市场需求今年爆发等因素，未来行业需求必将高成长！
 - 目前大部分手机支架为不锈钢包胶或塑料，铝镁合金支架使用量较少。而我们可以看到除了 iPhone5、联想的 Thinkpad X、T 系列使用镁合金外观件外，其他手机与 NB 基本上都是塑料外观件为主！
 - iPhone5 树立了中高端智能机设计的方向。目前诸多品牌都积极推出号称，最轻薄的高端智能机，如华为、三星、诺基亚等。而据我们对

供应链的调研获知，这些品牌的高端机均开始积极采购铝镁合金支架与外观件。

- 2013 年将是超级本爆发元年，超级本定义中重要一项为薄轻小，便携化，因此，金属支架与外观件成为最重要的部件，特别是铝镁合金。从目前诸多品牌超级本的设计来看，这已然成为设计的标配！

图表3: 诸多品牌的超级本新品均使用金属外观件



来源：国金证券研究所

- 因此，即使用最谨慎的测算，2013 年全球消费电子对铝镁合金支架与外观件总需求将达 50.12 亿元，而随着未来中高端智能手机使用铝镁合金渗透率上升以及非苹果平板与超级本市场需求的高成长，将推动 2014 年铝镁合金支架与外观件市场需求更保持 45%以上增速增长！

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表4: 2013~2014 年全球消费电子对铝镁合金支架与外观件需求测算

市场测算刨除了苹果公司的销售量			单位:百万元	
项目	2013年需求量 (百万部)	铝镁合金支架外 观件渗透率	单价(元/台*套)	总值
中高端智能机	250.00	25%	8.00	500.00
平板电脑	20.00	80%	30.00	480.00
超级本	20.00	80%	252.00	4032.00
合计				5012.00
项目	2014年需求量 (百万部)	铝镁合金支架外 观件渗透率	单价(元/台*套)	总值
中高端智能机	300.00	35%	7.50	787.50
平板电脑	30.00	80%	28.00	672.00
超级本	30.00	80%	242.00	5808.00
合计				7267.50
较2013年增长:				45.00%

来源: 国金证券研究所整理测算, 注:

压铸+精密加工将是非苹果阵营最佳技术趋势

- 目前能够生产金属支架与外观件的工艺主要为冷锻+CNC、压铸+精密加工与冲压+CNC 三种。在高端消费电子产品, 冷锻+CNC 与压铸+精密加工是主流技术。
 - 冷锻+CNC 尽管在表面处理技术方面美观、多变, 但产品精密度依赖后期 CNC 加工使得其生产效率和良率均较低, 一定程度上限制了消费电子的大批量生产需求。
 - 压铸是一种近终成型的加工方法, 生产效率高而成本较低, 易实现产品薄型化, 因此十分适合生产手机、平板内部铝镁支架等薄壁件的大批量制造。

图表5: 铝镁合金加工技术比较

	产品外观	加工效率	成本	精密度	主要应用
冷锻	最好	最低	最高	需CNC处理	苹果全系列、HTC 高端智能机、Ultrabook等高价产品外壳
冲压	较好	较低	较高	需CNC处理	亚马逊平板、惠普平板、华为智能机等中价产品外壳
压铸	一般	最高	最低	高	智能机、平板内部镁合金支架, NB外壳

来源: 国金证券研究所

- 然而, 苹果垄断几乎所有的冷锻+CNC 的产能, 这使得压铸+精密加工成为非苹果阵营高端产品的必然选择!
 - 苹果产品每年就需要将近 34000 台 CNC 设备, 而大部分 CNC 机台被可成鸿准所垄断, 能够流出来供给非苹果阵营手机产能十分有限。

图表6: 全球主要消费电子外壳 CNC 加工厂商拥有机台数

厂商	CNC台数
鸿準	15000台
可成	12000台
日腾	5000台
巨宝	2000台

来源: 公开资料, 国金证券研究所

图表7: 2012 年苹果产品需要 CNC 机台数预测

	2012年预计出货量 (万部)	每部加工时间 (小时)	加工良率	全年生产时间 (小时)	对应CNC机台数 (台)
iPhone	15,000	0.5	70%	24×300	14,881
iPad	7,200	1	70%	24×300	14,286
Macbook	1,620	1.5	70%	24×300	4,821
合计					33,988

来源: iSuppli, DisplaySearch, Digitimes, 国金证券研究所

- Win8 的发布以及目前苹果在消费电子领域的创新下降势必引发非苹果阵营的绝地反击。我们建议投资者需要将注意力转移至非苹果阵营出货量的超预期增长, 这也是推动压铸+精密加工市场需求高增长的重要因素。

宜安初入消费电子领域, 产能扩张大胆, 未来将保持高成长

宜安高成长基础已存在: 行业高增长+产能提前扩张

- 在讨论宜安科技投资价值之前, 我们先讨论下欧菲光。2012 年是欧菲光盈利与股价双兑现一年, 公司业绩翻了 10 倍, 股价也涨了 3 倍。**推动欧菲光业绩大幅增长的一个重要因素就是公司在 2011 年积极大胆对 GF 产能进行了扩张, 从而在 GF 市场需求爆发性增长时充分受益!**
 - 2012 年 GF 市场需求可谓之为“爆发性增长”。不论是实业界还是投资界都没有在 2011 年年底成功预测到市场需求的爆发性!
 - 而此时, 在 GF 触摸屏领域, 唯有欧菲光进行了积极的扩张, 使得其 GF 触摸屏产能有零星少许迅速扩张至年产 6000 万部手机的量, 因此, 成为 GF 需求大爆发时最大受益者。
- 2013 年, 宜安似乎遇到了和欧菲光类似的局面。一方面, 消费电子使用铝镁合金支架与外观件趋势已初成, 将进入快速切换时间窗口, 行业需求有望出现爆发式增长; 另一方面, 全国在消费电子领域只有宜安与嘉瑞国际具备规模化产能, 但嘉瑞国际较为谨慎, 且市场开拓集中于 NB 领域, 而宜安却积极大胆扩产, 目前已采购的压铸机有 50 台小吨位 (针对手机平板市场)+6 台大吨位 (针对 NB 市场), 按 75%良率算, 可生产手机支架 3400 万部/年与超级本支架与外观件 60 万套*部/年。
 - 手机与平板电脑等所用铝镁合金支架一般采用 150~250 吨级别的压铸机, 每台压铸机以配套精密加工设备产能为 3000 片支架/天, 投资额约为 500~1000 万元。年产值可达 700 万元。

- 超级本所用铝镁合金支架与外观件一般使用 500~700 吨级别的压铸机，每台压铸机与配套精密加工设备产能为 1700 片/天，投资额约为 1500~2000 万元。年产值可达 2300 万元。
- 目前宜安科技已购买了供生产手机、平板等用铝镁合金支架压铸机有 50 台（已有 30 多台到位），可供超级本用铝镁合金支架与外观件生产的压铸机有 6 台（已到位 2 台，而后续到位的 4 台日本快速压铸机性能更好），按上述计算，公司新增了 1.35 倍产能。

图表8: 宜安科技目前产能已进行了大胆扩张

单位：百万元					
项目	数量	换算成消费电子 产能（万/年）	单台产值	总值	应用领域
低吨位压铸机	50.00	4500	6.12	306.00	手机、平板等
高吨位压铸机	6.00	51	22.95	137.70	超级本
合计				443.70	
我们预测公司2012年产值：				328.39	
新增产值/原有产值：				1.35	

注：产能计算不考虑良率，产值计算按75%良率

来源：国金证券研究所

- 因此，即便是公司新增产能只有一半实现满产（年化），其就能获得收入 50%以上增长。我们必须看到消费类电子产品毛利率与净利润率要显著高于传统领域，那么，2013 年公司净利润将保持比收入更高增速增长！

业绩弹性大：超级本市场就足以让宜安产能扩张不及需求增长

- 在调研嘉瑞国际时，我们必然会问嘉瑞国际高管为什么他们现在不急进入手机与平板电脑市场？**嘉瑞国际高管答复是：如果能够成功获得东芝的超级本订单，公司就忙不过来！**我们把这个情况阐述给大家只想表达一个现状：目前消费电子用铝镁合金支架与外观件市场需求呈爆发性增长态势，产能严重不足！
- 而合肥联宝作为联想与仁宝合资组建的电脑组装厂，将为国内平板电脑、NB 与超级本用铝镁合金支架与外观件提供巨大的市场空间！
 - 2011 年 9 月份联想和仁宝在合肥共同投资组建了联宝，目前实现单月笔记本产量 50 万台的产能，到今年春天可实现月产量 100 万台，为 2014 财年实现 2000 万台笔记本电脑与一体机产能打下坚实的基础。
 - 按每台 650 吨压铸机 1 万套/月产能计算（一套 NB、超级本一般需要 4 片，即 A/B/C/D 面），这需要 50~200 台大吨位压铸机相关设备，折算成产值将高达 15.12~60.48 亿元人民币的市场需求！
- 目前，联想 NB 用镁合金支架与外壳大部分由嘉瑞国际提供（主要集中在昭阳系列、Yoga、Thinkpad X、T 系列），我们认为随着超级本战略的布局，联想一定会增加第二、第三家铝镁合金外壳与支架供应商。**而宜安科技目前是国内唯一可以与嘉瑞国际比较的公司，未来入选概率大！**
- 目前嘉瑞国际镁合金压铸产能为 13 台 650 吨上下压铸机与 7 台 125~200 吨压铸机；而宜安科技在今年年中将有 650 吨上下压铸机 6 台（其中有 4 台可以压铸 0.5mm 厚外壳）与 50 台 125~200 吨附近压铸机，产能已略超过嘉瑞国际！

- 目前嘉瑞国际还未完全实现 0.6mm 一下厚度的支架与外壳量产，产品主要集中在 0.8mm 厚度。目前宜安使用德国产压铸机能够做到 0.5mm 厚，虽然只有 60%良率，但随着日本产压铸机到位，公司能够以 90%良率来生产 0.5mm 厚的镁合金外壳与支架，这有助于公司在联想超级本配套中获得机会！

高成长可期待，维持公司目标价至 20.34 元，维持“买入”

高成长可期，未来两年公司业绩有望复合 50%增速增长

- 智能手机用铝镁合金支架与外壳趋势初成，2013 年将进入快速切换期。而非苹果平板以及超级本的兴起更为消费电子用铝镁合金支架与外壳市场需求添砖加瓦，未来两年行业需求增速有望超过 45%！
 - 12 年非苹果智能机出货量约达 2.1 亿台，而大部分机型都是用不锈钢包胶支架，铝镁合金支架渗透率十分低下。假设 13 年铝镁合金支架渗透率仅为 20%，市场空间就有 5 亿元，考虑 14 年非苹果智能机增速 20%，以及渗透率上升至 25%，该领域市场需求就可有 50%增长。
 - 而 13 年将是超级本元年，一套超级本用铝镁合金支架与外壳宗旨约为 40 美元附近，即使 13 年超级本出货量仅有 2000 万部，市场就达 40 亿美元，而明年超级本保持 50%增速显而易见！
- 宜安自 12 年 11 月份开始接到消费电子订单，目前消费电子产值已占公司收入一半附近，增长十分巨大。而公司产能已扩张至低吨位压铸机 50 台，大吨位压铸机 6 台，13 年即使公司只实现 20 台满产，既可以获得收入 50%以上增长。
 - 公司在手机、平板电脑领域已获得华为、联想、三星、亚马逊等大客户认可，并获得部分订单。在超级本领域，已获得东芝、联想认可。
 - 一台低吨位压铸机年产值为 612 万（良率按 85%计算），一台高吨位压铸机年产值为 2300 万元（按良率 75%计算），若 20 台满产，公司将获得将近 1.5 亿元以上新增收入，相比 11 年 3.2 亿元收入，既可获得 50%以上增速增长。

维持目标价 20.34 元，隐含公司 13 年业绩超预期 10%以上

- 考虑到公司初入消费电子领域，客户认可需要过程，因此，我们暂不上调公司盈利预测。
 - 维持预测公司 2012-2014 年实现净利润 49.88、73.51 和 96.17 百万元，分别同比增长 -10.06%、52.23% 和 29.02%，对应 EPS 为 0.445、0.678 和 0.875 元。
- 但，基于行业高成长以及公司业绩弹性，我们维持公司目标价至 20.34 元，相当于目前盈利预测的 PE30X。目标价隐含了明年公司业绩上调 10%的可能。实际 PE 依然在 27X 附近。
- 金属支架与外观件使用在消费电子属于新的趋势，行业高成长，以及压铸+精密加工是非苹果阵营必然选择，是我们推荐宜安科技的行业理由；而公司拥有扎实的材料研究基础与精密加工能力，并且已经开始进入消费电子领域更确保其进入消费电子领域战略的成功，未来高成长值得期待。因此，我们建议投资者积极“买入”。

图表9: 销售收入预测

项 目	2011	2012E	2013E	2014E
铝制品				
销售收入 (百万元)	239.07	224.66	269.59	315.42
增长率 (YOY)	5.55%	-6.03%	20.00%	17.00%
毛利率	31.31%	29.00%	28.50%	27.90%
占总销售额比重	74.38%	68.41%	53.84%	46.05%
镁制品				
销售收入 (百万元)	27.11	65.32	182.90	310.93
增长率 (YOY)	118.63%	140.95%	180.00%	70.00%
毛利率	30.44%	30.80%	31.20%	31.50%
占总销售额比重	8.43%	19.89%	36.53%	45.39%
锌制品				
销售收入 (百万元)	14.16	22.66	31.73	41.25
增长率 (YOY)	24.76%	60.05%	40.00%	30.00%
毛利率	27.12%	28.50%	28.00%	27.60%
占总销售额比重	4.41%	6.90%	6.34%	6.02%
模具及其他				
销售收入 (百万元)	41.08	15.75	16.54	17.36
增长率 (YOY)	83.47%	-61.66%	5.00%	5.00%
毛利率	33.04%	33.20%	32.10%	31.30%
占总销售额比重	12.78%	4.80%	3.30%	2.53%
销售总收入 (百万元)	321.42	328.39	500.75	684.96
平均毛利率	31.27%	29.52%	29.57%	29.60%

来源: 公司财报, 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.jztzw.net

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)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	224	273	322	328	501	685	货币资金	31	74	62	347	306	359
增长率		22.1%	17.9%	2.0%	52.5%	36.8%	应收款项	80	47	72	48	85	116
主营业务成本	-148	-185	-221	-231	-353	-482	存货	12	19	35	22	37	53
%销售收入	66.3%	67.8%	68.6%	70.5%	70.4%	70.4%	其他流动资产	1	21	8	23	30	41
毛利	75	88	101	97	148	203	流动资产	124	162	177	440	457	568
%销售收入	33.7%	32.2%	31.4%	29.5%	29.6%	29.6%	%总资产	66.3%	67.1%	58.5%	63.6%	58.4%	63.6%
营业税金及附加	0	0	-2	-2	-3	-4	长期投资	0	3	3	4	3	3
%销售收入	0.1%	0.1%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	固定资产	49	65	111	229	296	289
营业费用	-4	-4	-6	-7	-9	-12	%总资产	26.2%	26.8%	36.5%	33.2%	37.9%	32.4%
%销售收入	2.0%	1.6%	1.8%	2.0%	1.8%	1.8%	无形资产	13	12	11	16	24	31
管理费用	-30	-32	-37	-46	-66	-89	非流动资产	63	79	126	251	325	325
%销售收入	13.6%	11.8%	11.5%	14.0%	13.2%	13.1%	%总资产	33.7%	32.9%	41.5%	36.4%	41.6%	36.4%
息税前利润 (EBIT)	40	51	56	43	70	97	资产总计	188	241	303	692	783	894
%销售收入	18.0%	18.7%	17.5%	13.0%	14.0%	14.2%	短期借款	1	24	14	0	0	0
财务费用	-1	-3	-1	4	7	7	应付款项	54	36	41	46	71	93
%销售收入	0.3%	1.1%	0.5%	-1.1%	-1.3%	-1.0%	其他流动负债	8	7	10	26	31	35
资产减值损失	-1	1	-2	0	0	0	流动负债	63	66	65	71	101	128
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	2	1	1	1	2
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	9	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	64	68	75	73	103	130
营业利润	38	49	53	46	77	104	普通股股东权益	124	173	228	619	680	764
营业利润率	17.2%	18.1%	16.5%	14.1%	15.4%	15.2%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	7	7	11	11	10	8	负债股东权益合计	188	241	303	692	783	894
税前利润	45	57	64	57	87	112	比率分析						
利润率	20.3%	20.7%	19.8%	17.4%	17.4%	16.4%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-7	-8	-8	-7	-11	-14	每股指标						
所得税率	15.2%	14.3%	13.0%	12.7%	12.7%	12.7%	每股收益	0.458	0.577	0.660	0.445	0.678	0.875
净利润	38	49	55	50	76	98	每股净资产	1.474	2.058	2.716	5.526	6.074	6.819
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.310	0.719	0.536	0.714	0.502	0.794
归属于母公司的净利润	38	48	55	50	76	98	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
净利率	17.2%	17.8%	17.2%	15.2%	15.2%	14.3%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	31.08%	28.06%	24.31%	8.06%	11.16%	12.83%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	20.50%	20.11%	18.32%	7.21%	9.70%	10.96%
净利润	38	49	55	50	76	98	投入资本收益率	27.38%	22.01%	20.09%	6.00%	9.01%	11.11%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	8	6	11	11	19	30	主营业务收入增长率	N/A	22.11%	17.95%	2.00%	52.49%	36.79%
非经营收益	0	3	1	-11	-10	-8	EBIT增长率	N/A	26.48%	10.18%	-24.18%	64.93%	38.63%
营运资金变动	-20	3	-23	29	-29	-31	净利润增长率	N/A	26.10%	14.37%	-10.06%	52.23%	29.02%
经营活动现金净流	26	60	45	80	56	89	总资产增长率	N/A	28.54%	25.54%	237.64%	13.18%	14.18%
资本开支	-6	-41	-44	-126	-83	-22	资产管理能力						
投资	0	1	0	-1	0	0	应收账款周转天数	33.4	57.8	57.4	50.0	55.0	55.0
其他	0	-3	0	0	0	0	存货周转天数	14.9	30.7	45.0	35.0	38.0	40.0
投资活动现金净流	-6	-43	-44	-127	-83	-22	应付账款周转天数	35.1	56.6	55.8	50.0	55.0	55.0
股权募资	0	0	0	355	0	0	固定资产周转天数	80.3	86.4	111.0	114.2	155.8	144.2
债权募资	-1	25	-10	-22	0	1	偿债能力						
其他	0	0	-3	0	-15	-15	净负债/股东权益	-24.39%	-27.70%	-20.38%	-55.86%	-44.73%	-46.68%
筹资活动现金净流	-1	25	-13	332	-15	-14	EBIT利息保障倍数	62.5	16.8	38.2	-11.5	-10.5	-14.4
现金净流量	18	42	-12	285	-41	53	资产负债率	34.04%	28.33%	24.65%	10.52%	13.10%	14.55%

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.jztzw.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	4	4	5	8
增持	0	2	3	3	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.29	1.36	1.36	1.37

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 2012-11-12	买入	14.37	17.63 ~ 17.63
2 2012-11-28	买入	12.62	20.34 ~ 20.34

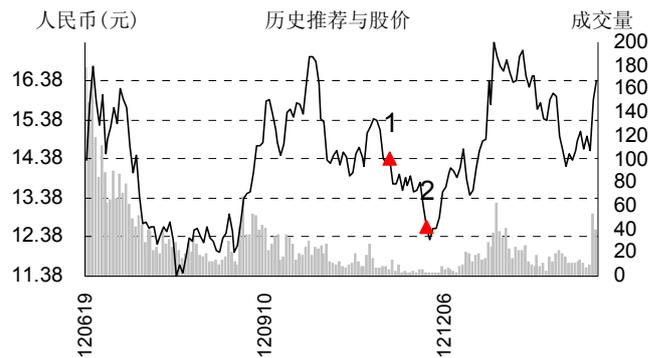
来源：国金证券研究所

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 6793	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: 100053	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: 中国北京西城区长椿街 3 号 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