

# 振华科技 (000733.SZ) 元件行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

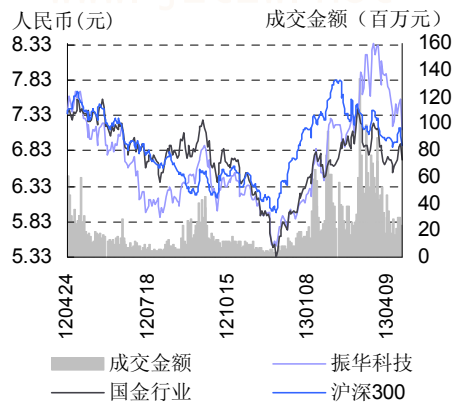
市价(人民币): 7.136元

## 转型之路, 军工与新能源护航

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)	358.12
总市值(百万元)	25.53
年内股价最高最低(元)	8.35/5.48
沪深300指数	2449.47
深证成指	8793.13



### 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.104	0.118	0.230	0.315	0.307
每股净资产(元)	5.67	5.81	6.03	6.33	5.93
每股经营性现金流(元)	0.17	-0.01	0.94	0.38	-0.01
市盈率(倍)	107.67	53.23	36.02	26.34	27.02
行业优化市盈率(倍)	55.54	22.72	29.73	34.11	34.11
净利润增长率(%)	19.68%	13.21%	95.30%	36.77%	43.77%
净资产收益率(%)	1.84%	2.03%	3.82%	4.98%	5.18%
总股本(百万股)	358.12	358.12	358.12	358.12	528.12

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **装备信息化是未来军工发展重要方向, 推动被动元器件需求快速增长:** 1、装备信息化是现代战争的核心因素, 随着我国 J20、运 20 等高端武器平台研制成功, 装备信息化成为未来军工发展的重心; 2、指挥系统、导航系统以及武器系统的智能化、小型化是我国装备信息化的主要方向; 3、根据多方调研, 我们认为未来军工被动元器件市场需求将保持 15~25% 增长。
- **专注于军工与新能源实施战略转型, 打造被动元器件龙头军工企业:** 1、大股东定位清晰, 振华科技为军工被动元器件龙头企业; 2、大股东中国振华前身为大型军工电子基地(〇八三基地), 新资产注入后, 实现由贴片电容、电感、电阻、二三极管等拓展至航天军工的微型继电器、连接器插件、微型开关, 进一步夯实军工被动元器件龙头企业; 3、实施战略转型, 强化军工与新能源在公司发展在重要地位。
- **新能源技术实力储备强, 蓄势待发:** 1、振华新能源公司已申请军工资质, 定增预案中振华新能源募投项目将扩大动力电池生产能力并建设新的研发中心。2、公司 3C 电池能量密度大, 在待机时间上体现出一定优势, 为国内龙头电池厂商和多家手机制造商提供高能量电池。3、公司瞄准新能源动力电池市场, 从 3C 切入动力电池。按照市场预估, 2010-2015 年新能源动力电池市场需求的复合增长率在 100% 以上。公司为央企电动车产业联盟成员, 和江淮汽车等单位合作开发能源动力系统。

### 投资建议和盈利预测和估值

- 我们认为公司目前积极进行业务转型, 重新确立军工电子的行业地位和进行新能源技术储备公司的市净率在同类可比公司中偏低, 我们给予“买入”评级。
- 我们预测公司 12-14 年 EPS 为 0.230 元, 0.315 元和 0.307 元(考虑 2014 为非公开定增摊薄股本) 净利润增速为 95.30%, 36.77% 和 43.77%, 目前公司股价对应 31.00x12PE, 22.63x13PE 和 23.22x14PE; 市净率为 1.38 偏低。我们给予公司 13 年 30-32 倍估值, 目标价 9.48-10.11, 推荐“买入”。

### 风险

- 国营企业改革进度不达预期, 受经济形势影响新项目盈利不达预期。

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

马鹏清 联系人  
(8621)61038324  
mapq@gjzq.com.cn

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

## 内容目录

2012 年业绩拐点，逐渐实现业务转型 .....	4
新资产注入，确立振华被动元器件军工龙头企业地位 .....	4
通信业务比例下降，进一步强化高新电子企业定位 .....	6
“加减结合”，专注军工和新能源发展，实现战略转型 .....	7
前身〇八三基地，军工元器件技术行业龙头 .....	8
重振军工旗帜，军品占业务大部分比例 .....	8
新型军工电子元器件募投项目强化公司竞争力 .....	9
装备信息化加速推动军工元器件需求快速成长 .....	11
装备信息化是未来我军发展最主要方向 .....	11
新能源技术实力储备强，未来蓄势待发 .....	13
新能源已申请军工资质，多次投资提高产能技术 .....	13
能量密度高，品质受到 3C 高端品牌认可，切入汽车动力电池 .....	14
从 3C 延伸到动力电池，未来前景广阔 .....	16
盈利预测和投资评级 .....	17
附录：三张报表预测摘要 .....	19

## 图表目录

图表 1: CEC 集团架构一览 .....	4
图表 2: 涉及军工电子元器件企业主营业务和技术重点 .....	5
图表 3: 注入资产盈利能力和振华科技对比分析 .....	6
图表 4: 各业务占营收比例 .....	6
图表 5: 各业务占利润比例 .....	6
图表 6: 2012 年年报成功实现拐点 .....	7
图表 7: 公司转让非核心业务公司主要情况 .....	8
图表 8: 公司增加对核心子公司的投资 .....	8
图表 9: 三大高新电子龙头子公司军品占比和行业地位 .....	8
图表 10: 主要募投项目简介 .....	9
图表 11: 钽电容器产业链 .....	9
图表 12: 全球钽电容器主要供应商一览 .....	10
图表 13: 新云电子在国内固体钽电容器厂商中年资久，产量高 .....	10
图表 14: 募投项目投资和盈利情况预估 .....	11
图表 15: 美国航母编队是战斗数据链的集成体，左右战争进程 .....	11
图表 16: 任何一场战争都涉及多维战斗数据对接，唯装备信息化方可胜任 ..	12
图表 17: 我国 052D 新型导弹驱逐舰 .....	13
图表 18: 辽宁号航母下水意味着我军进入蓝水海军序列 .....	13

图表 19: J20 试飞成功意味着我国拥有第五代战机 .....	13
图表 20: 我国大型运输机获得了突破 .....	13
图表 21: 新能源公司历年投资增资情况.....	14
图表 22: 新能源公司盈利情况在 2012 年实现拐点.....	14
图表 23: 国内电芯制造厂家产能一览 .....	15
图表 24: 全球电芯市场份额 .....	15
图表 25: 聚合物电芯市场份额 .....	15
图表 26: 锂离子电池产业链.....	16
图表 27: 以磷酸铁锂电池为例产业链上各环节毛利率 .....	16
图表 28: 新能源汽车复合增速达到 9 倍以上 .....	17
图表 29: 锂离子电池未来市场空间 .....	17
图表 30: 同类可比企业 PE 估值 .....	17
图表 31: 振华科技历史 PB 估值 .....	17
图表 32: 销售预测 .....	18

中国价值投资网 最  
www.jztzw.net

研究报告

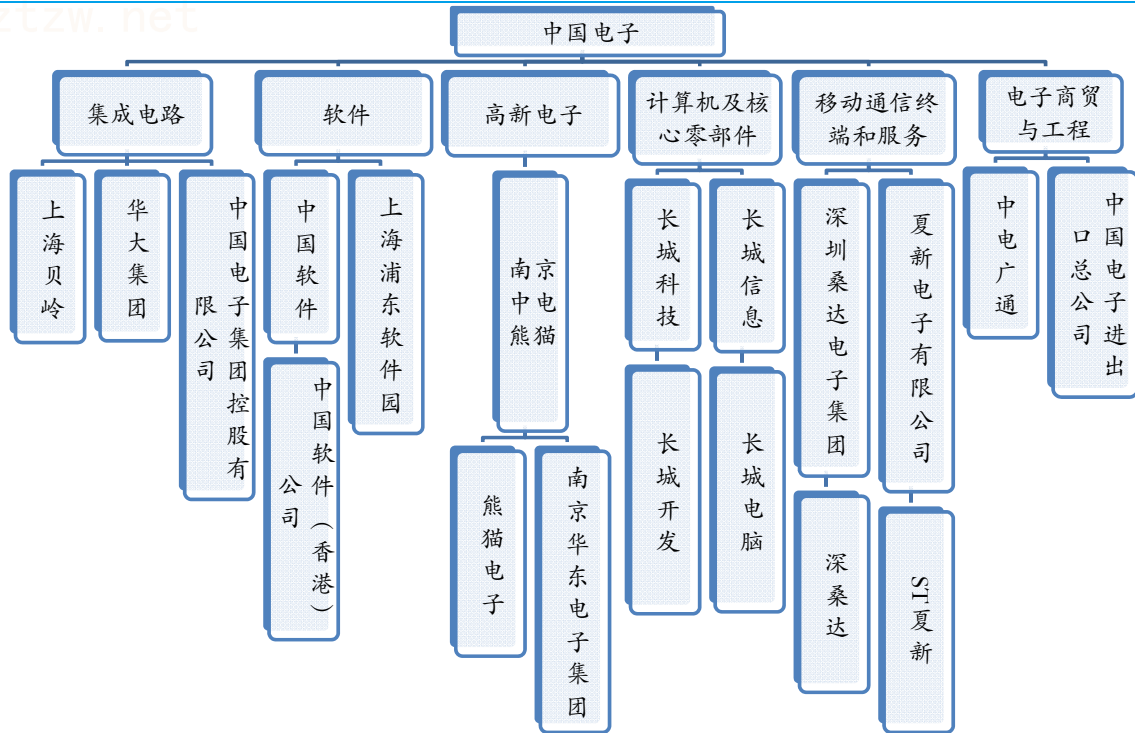
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

## 2012 年业绩拐点，逐渐实现业务转型

### 新资产注入，确立振华被动元器件军工龙头企业地位

- 大股东定位清晰，振华科技将成为 CEC 旗下高新电子业务重要平台，成为国内具有重要地位的军工被动元器件龙头企业！
  - CEC 产业发展规划明确提出新型显示、信息安全、集成电路、高新电子和信息服务五大产业发展方向，并购中国振华应该就是为高新电子布局。
  - 中国振华 2010 年被 CEC 收购，成为 CEC 旗下高新电子主业的重要组成部分。公司的主营业务高新电子弥补了 CEC 旗下的关键核心元器件的主业部分，和武汉中原电子集团公司（国营第七一〇厂）、桂林国营长海机器厂（国营第七二二厂）一起成为旗下的主要军工业务生产企业。

图表1: CEC 集团架构一览



来源：公司公告 国金证券研究所

- 资产注入是完成大股东战略的重要一环，此次中国振华参与振华科技非公开发行股票，将其全资企业群英电子、华联电子和红云电子等 3 家涉及军工业务的企业注入上市公司，可扩展振华科技产品覆盖面，进一步发挥产业协同效益，实现资源专业化整合。
  - 公司资产注入前重点军工业务企业是新云电子、云科电子和振华富电子，其主要产品钽电容器，片式电阻和片式电感在军工和民用市场具有较大的市场份额，在军用电子元器件领域具有较高的影响力，为行业佼佼者。其中新云电子从上世纪 60 年代成立以来保持持续盈利，营业收入净利润占合并收入比重为子公司第一。云科电子的片式保护元件在市场的占有率第一，云科和振华富电子也对公司利润的贡献排名前三。
  - 此次中国振华向振华科技注入企业红云电子、华联电子和群英电子，一方面拓宽了公司军用元器件的产品范围，加入了航天继电器等具有

高技术含量的军用高新电子；另一方面公司将整合红云和新云电子，集中电容行业的设备资源和技术优势。

- 资产注入后，振华科技新增 3 个拥有军工资质或资格认证的军用电子元器件配套定点单位，这 3 家企业基本都是从之前国家予以保密资格证书和科研生产许可证的国营军工厂转化而来的。经过公司战略布局和产业整合，未来将集中发展三大龙头军工企业：新云、云科和群英。
  - 公司原有军工子公司振华云科和振华新云，经过此次中电振华资产注入获得振华群英优质军工企业。公司军工子公司主要经营高新电子元器件如电容、电感和继电器等。
  - 公司对于优质军工资质企业重点扶持，募资投资技术升级和产能扩张。公司非公开增发的募投项目中的“有机及底面电极片式钽电容器生产线建设项目”和“片式薄膜电阻生产线建设项目”的实施主体分别是振华新云和振华云科。

图表2：涉及军工电子元器件企业主营业务和技术重点

子公司或控股公司	军工资质和公司简介
振华新云（国营第四三二六厂）	高可靠片式钽电容器生产线已通过欧洲航天局宇航级产品A级供应商资格认证，成为国内唯一一家能够为欧洲航天局提供宇航级电子元器件的中国企业
振华云科	通过军/民质量体系认证、军工生产线审查、二级保密资格审查、武器装备许可审查、军工资质审查
振华群英（国营八九一厂）	兵器军用电子元器件配套定点单位、军工产品质量体系认证、军用电子元器件制造厂生产线认证
振华永光（国营第八七三厂）	集研制、生产和销售为一体的半导体器件专业企业属于国家二级企业，贵州省首批重点高新技术企业，我国重要的半导体研制生产骨干企业
振华富电子	实施新型元器件基地战略投资组建的片式电感器科研生产的专业厂家
振华红云（国营第四三二五厂）	目前国内国有企业中唯一从事从瓷料研发、瓷料制备到产品装配出厂的企业，有《军工电子元器件合格供应商证书》、获得上级科研生产单位保密资格审查认证委员会颁发的《三级保密资格证书》、获得《武器装备科研生产许可证证书》是国家定点以生产压电陶瓷为主的综合电子元器件厂，属军工配套企业

来源：公司公告 国金证券研究所整理

- 此次在非开定预案中将要注入振华科技的 4 家公司总体 ROE 水平高于注资前的振华科技，同时募投项目的 ROE 水平也在 20%-30%左右，我们预计未来公司非公开定增完成后净资产收益率会有所提升。

图表3: 注入资产盈利能力和振华科技对比分析

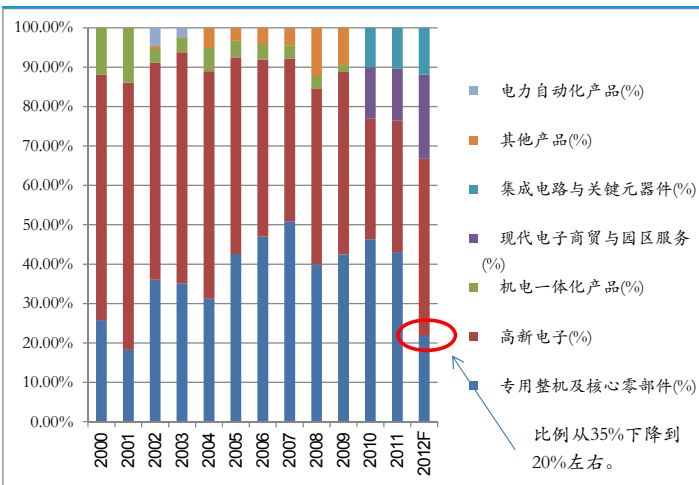
公司名称	2012年化净利润	净资产	ROE
振华红云	134.14	4290.25	3.13%
振华群英	1336.49	12922.87	10.34%
振华华联	361.22	15791.40	2.29%
新天动力	177.66	2676.17	6.64%
总和	2009.51	35680.69	5.63%
振华科技注资前	8285.00	214155.76	3.87%

来源: 公司公告 国金证券研究所整理

通信业务比例下降, 进一步强化高新电子企业定位

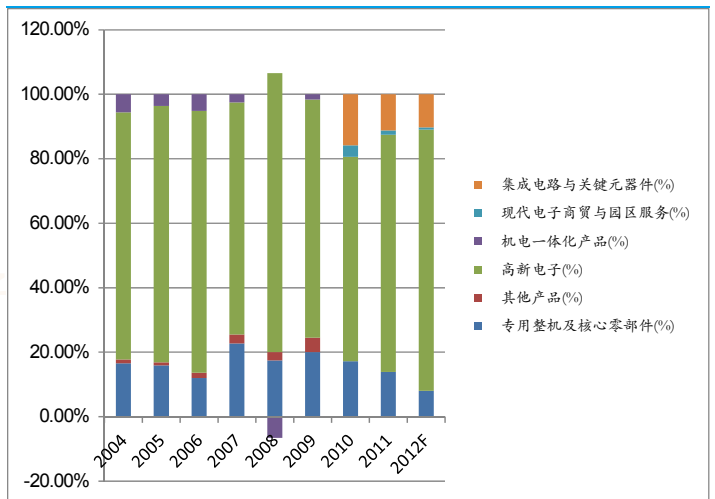
- 公司通信业务和高新电子是主要营收来源, 随着智能机潮的来临带来的手机市场的变革和高新电子市场的不断发展扩大, 公司的营收比例开始有所调整, 将盈利能力低甚至亏损的通信业务比例逐渐降低, 高新电子的营收重要地位被逐渐加强确认。
- 公司的专用整机及核心零部件(即通信设备和相关手机业务合并)在2007年的高峰期曾经达到 50.88%的份额, 毛利率一直在 5%-7%左右, 但是随着智能终端变革, 手机和通信设备市场发生翻天覆地的变化。通信市场近几年比较低迷, 公司未来将不断缩小该块业务比例。在2012年, 通信整机业务比例已经降至 20%左右。
- 高新电子(即军工新型元器件)在公司刚上市初的时候营收占比为 60%左右, 因前近几年通信业务有比较快的增长, 稳定在 45%左右的营收比例。但是高新电子在利润中的占比却一直在 70%到 80%之间, 这是由高新电子军工属性带来的高毛利率(35%左右)决定的。
- 公司非公开定增预案披露的募投项目计划 75%都在高新电子领域, 其中钽电容器、层叠片式电感和薄膜电阻都是公司主营的高新电子产品。募投项目在技术升级和产能扩大两方面增强公司在高新电子行业方面的竞争力, 预计项目成功投产之后高新电子占公司主营业务利润比例将会进一步上升。

图表4: 各业务占营收比例



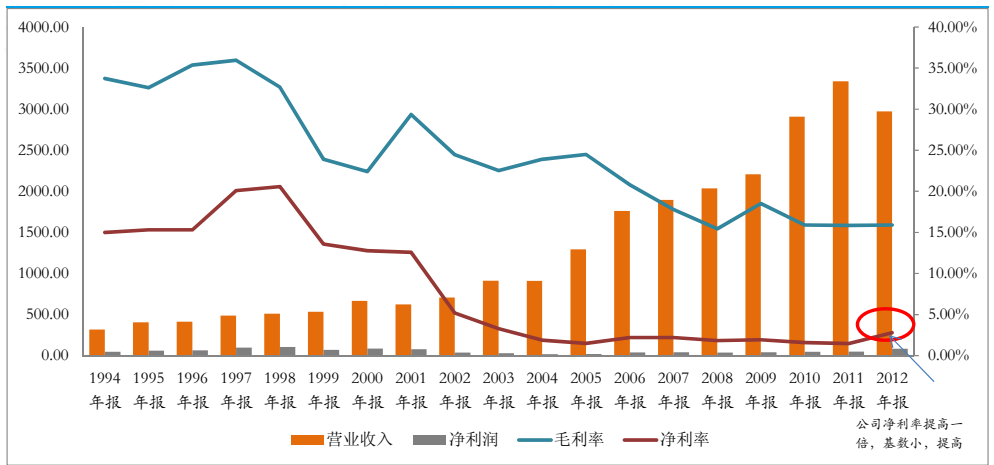
来源: 国金证券研究所

图表5: 各业务占利润比例



- 公司上市初期以军工企业定型，其间跟随市场加入通信整机业务，加之公司经营管理不善，导致公司的业务繁杂，盈利能力不高。但是公司整合入CEC旗下之后，逐渐提升管理能力和盈利能力，在2012年实现了净利率的拐点。
- 公司的专用整机及核心零部件（即通信设备和相关手机业务合并）在2007年的高峰期曾经达到50.88%的份额，毛利率一直在5%-7%左右，但是随着智能终端变革，手机和通信设备市场发生翻天覆地的变化。受通信终端产品市场竞争加剧影响，该项业务在公司未来还将不断受到挤压，在公司营收中的比重还会下降。在2012年，通信整机业务比例已经降至20%左右。

图表6: 2012年年报成功实现拐点



来源：国金证券研究所整理

“加减结合”，专注军工和新能源发展，实现战略转型

- 公司将军工与新能源业务作为今后重点发展产业，增强核心业务子公司的投资和扶持，加大调整产业结构力度，集中资源做强核心业务，加快淘汰非核心业务。
- 公司不断做减法，在2012年逐渐申请转让旗下非核心业务子公司的股份，进行产业整合。其中包括深圳亚普公司、亚太公司和房地产开发公司。今后公司还会逐渐缩减通信业务的比例，对相关非核心业务公司进行转让或者整合。
- 军工和新能源领域是公司未来做加法，不断加强的核心业务领域。从公司这次资产注入的主要军工公司和募投项目可以看出公司整合加强核心业务的意愿。

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: 公司转让非核心业务公司主要情况

交易标的	2011年度经营情况和公司转让价
深圳振华亚普精密机械有限公司	营收909.65万元, 净利润-1,006万元 转让价553.37 万元
贵州振华亚太高新电子材料有限公司	营收6,623万元, 净利润93.02万元 转让价924.98 万元
贵州振华房地产开发有限公司	营收24817万元, 净利润435万元 8,567.79 万元, 共计2,590万元利润
深圳市中匀仓储货物运输有限公司	营收200.37万元, 净利润61.69万元 约 1,800 万元利润 (拟2013成交)

来源: 国金证券研究所整理

图表8: 公司增加对核心子公司的投资

时间	投资对象	投资金额	投资用途
2009	对新云电子投资	振华科技投资 2,745 万元, 振华集团投资 145 万元。	主要用于片式钽电容器生产线技术改造及高频大容量片式钽电容器产业化技改。
2010	对新能源公司投资	振华科技股份有限公司: 出资1980万元	在电动自行车、轻型电动车和电动工具市场上取得实质性的突破。
2011	对云科公司投资	振华科技公司增资 1,700.5 万元, 微电子公司增资 89.5 万元。	用于片式保护元件生产线项目的建设
2012	度新能源公司再投资	振华科技公司增资2970万元, 李博士增资30万元。	当扩大生产规模, 增加产能

来源: 公司公告 国金证券研究所 整理

## 前身〇八三基地, 军工元器件技术行业龙头

### 重振军工旗帜, 军品占业务大部分比例

- 在公司的电子元件业务总体军用占到 60%，在各公司的军民产品占比不一，但是总体都超过一半。各子公司在军用电子元器件各细分市场都是行业龙头，拥有市场上其他竞争对手缺少的生产线或是技术。
  - 从公司调研的情况我们得知，从振华科技的 5 家高新电子公司的总体营收比例来看，军用品的营收在 60%以上，占主导地位。其中龙头军工电子公司因为独有的技术项目或生产线，其订单更稳定，军用产品附加值更高，因此军品占营收比重更高。
  - 公司三大高新电子子公司在各细分领域都是行业龙头。振华新云在国内整体钽电容器的市场份额占到 70%以上

图表9: 三大高新电子龙头子公司军品占比和行业地位

军工三大龙头子公司	军品占比例估计	市场地位
振华新云 (国营第四三二六厂)	70%以上	钽式电容器行业龙头
振华云科	50%以上	片式电感等保护类元件在军工行业第一
振华群英 (国营八九一厂)	90%以上	大型接触器和T05小型继电器是国内唯一

来源: 国金证券研究所整理

### 新型军工电子元器件募投项目强化公司竞争力

- 本次公司增发除了收购体外军工资资产外，还进行了相关产品的产能扩张，这些项目将强化公司的规模效应，成为确保其分享行业高成长的核心。
  - 扩产项目围绕着“薄、轻、小型化”等高新技术被动元器件进行；其中钽电容是主要领域。一方面，扩产进一步夯实了公司在被动元器件龙头地位，另一方面也奠定了公司分享军队装备信息化的市场发展。

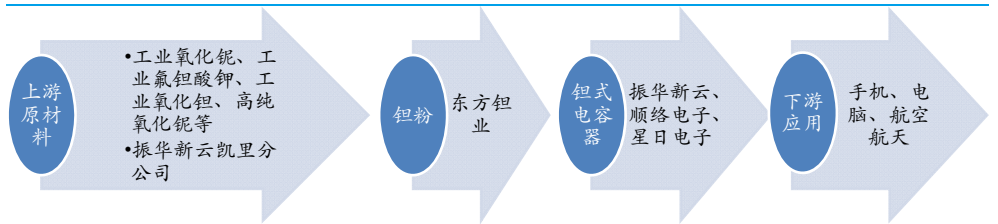
图表10: 主要募投项目简介

项目名称	投资总额	拟用募集资金投资额
叠层片式电感器产能提升技术改造项目	12268	12268
有机及底面电极片式钽电容器生产线建设项目	19773	19773
片式薄膜电阻生产线建设项目	8965	8965
锂离子动力电池生产线扩产技术改造项目	8982	8982
补充营运资金	15000	15000
合计	64988	64988

来源：公司公告 国金证券研究所整理

- 振华新云作为钽电容器的龙头老大，加强对于原材料质量的把控以及新技术的升级改造。一方面公司积极布局上游，把控原材料质量；另一方面公司不断研发有机钽电容和变压器技术。
  - 公司为了控制钽粉原材料的供应质量，出资在贵州凯里炉山循环工业园区建设钽铌湿法加工生产线，为上游公司东方钽业提供工业氧化铌、工业氟钽酸钾、工业氧化钽、高纯氧化铌等原材料。分公司在2012年12月已经试产成功。钽电容器行业的产业链主要是上游原材料，钽粉，钽电容器和终端下游应用。其中终端下游应用包括
    - 公司现有五条通过认证的贯彻国军标生产线，其中军用固体钽电解电容器国军标生产线是我国第一条军用电子元器件生产线。公司在现有锰线的技术上进行修改和技术升级，未来显卡有机钽电容器和汽车电子是公司的发展方向。

图表11: 钽电容器产业链



来源：国金证券研究所整理

- 钽电容器市场在2011年的泰国洪灾中市场格局发生了改变，ROHM和NEC在洪灾中受到重击。目前行业中的主要国外竞争者为KEMET, AVX和Vishay。由于受到基础工艺和材料的限制，振华新云的钽电容器尚难以与国外民品市场竞争，但是在国内军品市场份额较高。
  - 钽电容器主要生产厂商均为欧美日本等企业，其中AVX主要供应民品，KEMET主要供应军品。目前在国内民品市场上，AVX是最主要的竞争者；军品由于涉及到政府和国家安全问题，需要有国家认证军工资格提供，振华新云具有欧洲宇航资格，是国内唯一一家为欧洲宇航提供军工元器件的企业。

- 公司固体钽电容器技术成熟，产量在国内排名前列，目前正积极开发片式钽电容器，和国际接轨。中国目前生产的钽电容器品种主要有固体电解质钽电容器、非固体电解质钽电容器和片式固体电解质钽电容器三大类。目前国内钽电解电容器的片式化率已经超过 80%。

图表12: 全球钽电容器主要供应商一览

公司名称	总部所在地	主要产品	中国大陆市场布局
Nichicon	日本	钽电容, 超级电容, 铝电解电容, 薄膜电容	成立于1950年, 2004年购入Matsushita Electronic Components钽电容业务
罗姆电子	日本	钽电容, MLCC, 片式电阻, 片式电阻阵列	1958年作为小电子零部件生产商在日本起步, 初期开发碳素皮膜电阻。目前分别在上海、台湾地区、香港地区设有研发中心, 在国内多个城市设有销售基地
三洋电机	日本	铝电解电容, 钽电容, 固体导电电容	成立于1950年, 2004年在香港成立分公司
Tokin Corporation/NEC	日本	钽电容, 超级电容, 钽电容, 片式电容	在大连、上海、深圳、台湾、香港设有销售代表处
Vishay	美国	铝电解电容, MLCC, 射频功率陶瓷电容, 薄膜电容, 钽电容, 功率电感, 绕线电感, 电阻网络	集团成立于1962年, 在天津、上海、北京、广东等地拥有7家工厂。天津威世世铨科技隶属于Vishay测量集团传感器事业部, 有两家工厂
KEMET	美国	钽电容器等	在美国、中国及墨西哥拥有生产工厂, 2003年在苏州设立第一个厂, 2004年在苏州设立第二个厂主要生产有机电容
AVX	美国	片式电容、钽式电容	在中国上海设立了销售部。1996年在上海设立了一家工厂、1997年在天津设立了一个仓库。

来源: 公开资料 国金证券研究所整理

图表13: 新云电子在国内固体钽电容器厂商中年资久, 产量高

序号	厂名	建厂年限	历史最高产量	生产品种
1	石嘴山电容器厂	1987	7012万只	CA42
2	国营新云器材厂	1966	6838万只	全系列
3	无锡格玛电子有限公司	1965	3155万只	CA42 CA CA30
4	国营北京第二无线电器材厂	1956	1312万只	CA42 CA CA7 CA30 CA35
5	国营胜利器材厂	1970	542万只	CA42 Ca
6	国营东光器材厂	1958	450万只	CA CA30
7	宏达电子有限公司	1993	235万只	CA42 CA CA30
8	国营华中器材厂	1970	180万只	CA CA30
9	天和电容器厂	1946	114万只	CA42 CA CA30

注: CA——全密封固体钽式电容器 CA7——双极性固体钽电容器  
CA42——树脂包封固体钽电容器 CA30——半密封非固体电解质钽电容器  
CA35——全密封非固体电解质钽电容器

来源: 稀有金属材料 and 工程 vol.1998 02 国金证券研究所整理

- 钽电解电容器的电容量越来越大，体积越来越小，同时具有阻抗低、漏电流小、高频特性好等特点，因此应用范围越来越广泛。之前主要用于军品，现在全球片式钽电解电容器主要用于手机中，约占 36.2%，平均一部手机应用量从 5 只至 20 只不等；其次为 AV 影音产品，约占 32%；笔记本电脑方面应用占 15.1%。
  - 之前 iPhone 3GS, iPhone 4 和 iPad 使用多层陶瓷电容即 MLCC, 而 iPhone 4s 之后开始使用钽电容器，单机中数量为 3 颗。公司供应中兴手机的钽电容器。
  - 虽然 MLCC 具有无极性、ESR 特性值小、高频特性好等优势，但与 MLCC 相比，片式钽电解电容具有独特的优点：稳定特性、滤波干净度、可靠性和自愈性。

- 云科电子承担的募投项目片式电阻和振华富电子承担的募投项目片式电感也是公司军工元器件技术实力体现。云科电子的高精度薄膜电阻是现有的厚膜电阻单价的几十倍以上，子公司在薄膜电阻技术积累已经足够，募投项目将直接建设产线，扩大产能。

**图表14: 募投项目投资和盈利情况预估**

项目名称	投资总额	拟用募集资金 投资额	达产后可带来 利润总额
叠层片式电感器产能提升技术改造项目	12268	12268	1697
有机及底面电极片式钽电容器生产线建设项目	19773	19773	4430
片式薄膜电阻生产线建设项目	8965	8965	2040
锂离子动力电池生产线扩产技术改造项目	8982	8982	2745
补充营运资金	15000	15000	
合计	64988	64988	10912

来源：公司公告,国金证券研究所

中国价值投资网  
www.jztzw.net

### 装备信息化加速推动军工元器件需求快速成长

#### 装备信息化是未来我军发展最主要方向

- 要爆发全球性战争已经不太可能，但出于政治诉求而爆发的局部战争却时常爆发，如伊拉克战争，利比亚战争等；为了避免战争可控，现代局部战争都追求精准打击、在短时间内有效伤害实现震慑等，装备智能化、信息化成为战争利器！
- 以美国航母编队作战为例，编队集海陆空战争平台为一体，在战斗中要时时指挥处理海陆空等多维战斗平台，首先要保证各个作战平台数据采集的准确性、即时性；其次要拥有强大的处理能力，对这些数据进行分析、共享；再次，各个作战平台需要精准打击的武器系统，从而确保战争伤害的可控性与精准性！

**图表15: 美国航母编队是战斗数据链的集成体，左右战争进程**

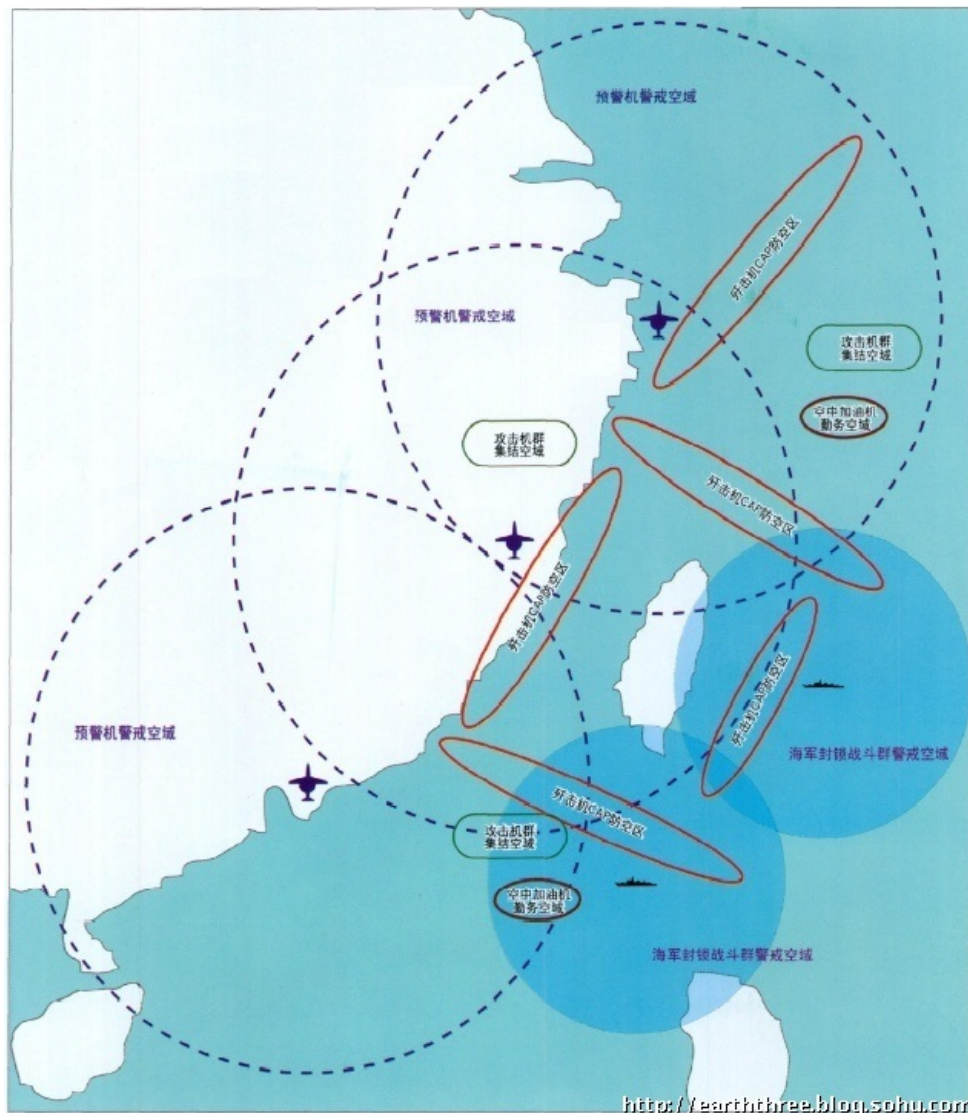


来源：公开资料 国金证券研究所整理

中国价值投资网  
www.jztzw.net

- 不难看出，从大系统来看，精准的雷达导航系统、高性能的信息指挥系统、精准的武器系统是支撑一场现代化精准战争的必要条件，也是未来军装发展的重中之重！

图表16: 任何一场战争都涉及多维战斗数据对接, 唯装备信息化方可胜任



来源：网络资料，摘自《中国航母与远洋海军之路》国金证券研究所整理

- 我国军装平台已经初具国际竞争力，未来装备信息化，特别是指挥系统、导航系统以及武器系统的信息化智能化是提升我军战斗力的最重要方向。
  - 如果简单的理解，军装先进性=先进的平台+先进的武器系统。所谓先进的平台包括地面车辆、军舰、飞机以及先进的战斗指挥系统。而现代化战争体系更多讲求精准打击、快速反应以及有效震慑，这使得装备信息化成为军工发展的重要一环。
  - 而从 052D 到航母，从 J20 到大型运输机等，我军在军装平台上已经实现初步的突破，在平台技术已经开始缩短与美国的差距，并同步于俄罗斯。
  - 因此，尽管我们的 J20、航母等高端装备平台列装还需要时间，但从我军军队建设协同发展来看，未来装备信息化，特别是指挥系统、导航系统以及武器系统智能化、小型化将是未来的重要方向！

图表17: 我国 052D 新型导弹驱逐舰



来源: 互联网 国金证券研究所整理

图表18: 辽宁号航母下水意味着我军进入蓝水海军序列



www.jtztzw.net

图表19: J20 试飞成功意味着我国拥有第五代战机



来源: 互联网资源 国金证券研究所整理

图表20: 我国大型运输机获得了突破



- 因此, 我们认为未来中国装备信息化将是我国军工发展的核心方向, 而装备信息化势必集中在导航系统、指挥系统以及武器系统智能化信息化; 以及相关系统的小型化发展。这势必为中国军工电子提供了良好的发展机遇, 成为未来军工投资的重点。
- 结合对宏发电声、七星电子等军工元器件企业的调研, 我们认为未来几年我国军工被动元器件市场需求将有望保持 15~25% 的增速增长。

### 新能源技术实力储备强, 未来蓄势待发

#### 新能源已申请军工资质, 多次投资提高产能技术

- 振华新能源公司的动力电池技术将来可能用在军工航天方面, 目前正在申请相关军工资质。公司 2012 年首次实现盈利, 全年营收超过 1 亿, 净利在 400 万左右, 主要用于消费电子。
- 由于军工航天在发射导弹等军事活动中需要提供电力, 以取代传统发电装备, 因而需要大量的高能量密度电池。新能源公司目前正在申

请军工二级保密资质、武器装备科研许可证和装备承制单位等资质。未来振华新能源的动力电池技术经过研发升级后有望用于军工航天，成为公司旗下另一军工企业。

- 新能源公司在 2010 年成立之后，经历了一系列的研发、筹建和调试工作，其中主要投资来源是母公司振华科技。振华科技在 2010-2011 年分两次对新能源公司出资支持建设，经过产能扩张和技术升级，新能源公司在 2012 年首次实现盈利。
  - 公司目前拥有两条锂离子电池生产线，分别是方型铝壳手机电池生产线一条，日产能约 8 万只，和圆柱型动力电池生产线一条，日产能约 2 万只，均为自动化水平很高的高端设备组成。
  - 2013 年公司将继续扩大现有产能，建设新的生产线。预计在 2013 年 3 月前建成一条完全自动化的圆柱形锂离子动力电池生产线，日产能 10 万只以上，以及国际标准的电池研发中心。项目预计总投资 1.2 亿元左右。
  - 振华新能源公司于 2010 年 12 月完成筹建工作，2011 年该公司完成了动力电池中试线的设备安装、调试和试生产工作以及高端智能手机电芯一期生产线的建设和生产工作。在 2011 年下半年市场销售逐渐启动，品牌效应逐渐显现，产能不断提升，经营活动步入正常轨道。

图表21: 新能源公司历年投资增资情况

新能源公司投资项目	时间	金额	投资项目预计产能
锂离子动力电池工厂	2010年	项目建设总投资2000万元，其中固定资产投资1500万元，铺底流动资金500万元。	用 2-3 年的时间，在电动自行车、轻型电动车和电动工具市场上取得实质性的突破，形成稳定的业务规模和一只完整的动力电池产业团队，为下一阶段的产业扩张奠定坚实的基础。
锂离子电池项目追加投资	2012年	共同出资 3,000 万元对振华新能源公司进行增资，增资完成后该公司注册资本变为人民币 5,000 万元	企业产能达到 15 万 Ah/日，年产能可为 4500 万 Ah，实现营业收入可达 2 亿元以上。
锂离子动力电池生产线扩产项目	2013年	拟投资8982万元	扩大

来源：公司公告 国金证券研究所整理

图表22: 新能源公司盈利情况在 2012 年实现拐点

	2010	2011	2012
总资产	1,890	8,145.48	
净资产	1,840	1,006.29	
总营收			超过1亿
净利润	-160	-833.98	超过400万

### 能量密度高，品质受到 3C 高端品牌认可，切入汽车动力电池

- 新能源公司三大主营产品是汽车电源系统、两轮电动车电源系统和智能移动电话用锂电池产品，目前主要是以移动电话用锂电池产品为主。公司开发的产品却以待机时间长、能量密度高、循环寿命长等特点在同行业中一直处于领先地位。
  - 公司电芯产品高于同行业价格 30%-40%左右，单价高是基于公司产品质量高于行业，能量密度高。同样的锂离子电池，公司产品寿命较行业平均值更高，在充放电 400 次后，公司的产品电量仍可达到 90%，而同行业的平均值在 70%-80%左右。
  - 公司扩产后手机电池的日产能扩大到 8 万只（12 万 Ah），圆柱动力电池扩大到 2 万只/日（4 万 Ah），企业产能达到 15 万 Ah/日，年产能可为 4500 万 Ah，实现营业收入可达 2 亿元以上。

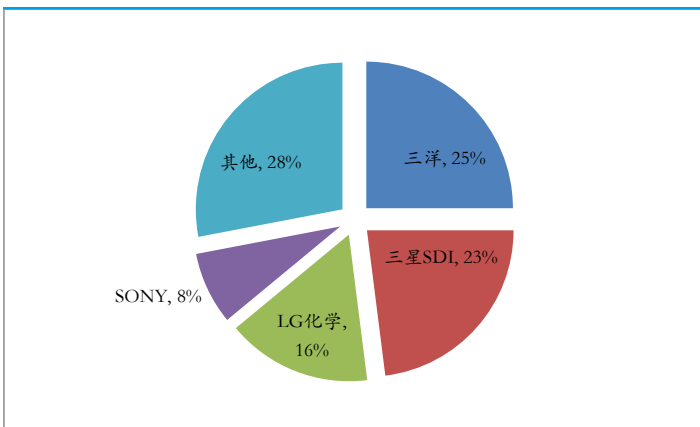
图表23: 国内电芯制造厂家产能一览

电芯公司	产能技术说明
江西金刚	日产2万只圆柱型高能锂离子电池生产线，开发制造电动车用高能锂离子电池（磷酸铁锂电池）
ATL广东新能源	最大的聚合物锂离子电池生产厂家，磷酸亚锂为正极材料的锂离子电池
天津力神	设计产能1亿只，目前月产60万只18650型电池
TCL仅能	从电芯到电池成品装配设计全过程，产能为500万只/月，软性材料包装
深圳山木	生产圆柱形磷酸铁锂电池为主，是国内首家大规模圆柱形磷酸铁锂电池生产企业，日产磷酸铁锂电池5万只
振华新能源	方形铝壳手机电池生产线一条，日产能8万只；圆柱形动力电池生产线一条，日产能2万只。

来源：公开资料 国金证券研究所整理

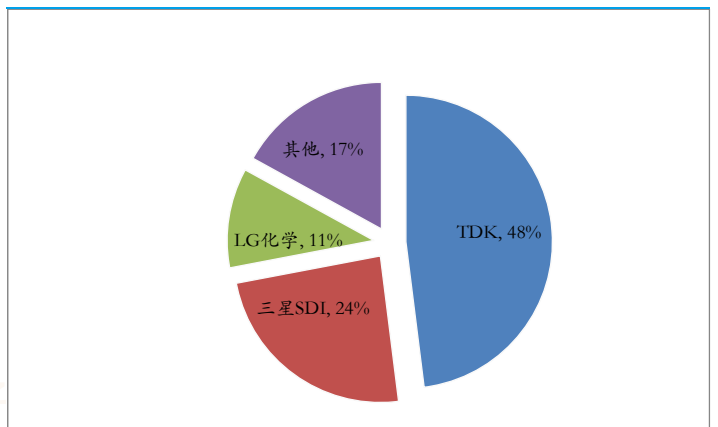
- 公司在电芯研发制造方面，避免了目前国内锂离子电池中上游环节研发能力相对薄弱的普遍现象。电芯行业属于锂离子电池产业链上盈利能力较高的环节。振华新能源在传统方形手机电池、电动车动力电池和静态储能电池等领域都有布局，在国内同时切入一级和二级市场，在国外高端市场已经切入德国 EMCO 电动车。
  - 在锂离子电池产业链上附加值最高的是正极材料和电芯等中上游环节。储能电源系统的所有成本里面，电芯成本占据了大概 70%左右，并且电芯决定了电源系统的品质。在电芯环节，全球市场中，领先者主要是日韩厂商，中国企业比亚迪、比克、力神等企业经过多年努力，已经取得一定的市场地位。
  - 长远看，聚合物锂电池将成为消费品用锂电池未来的主要发展方向之一。今年一季度锂电芯厂商基本结束去库存化，大部分锂电池设备厂家的销售情况大幅增加，预计 4 月份将完成新一轮产能扩张。4 月份之后这些产能或将陆续进入市场，行业呈现初步的好转趋势。聚合物锂电池，圆形电池出货量占比大幅提升。2013 年一季度圆柱电池、方形电池、聚合物锂电池的出货量比例分别为 41%、29%和 30%。
  - 而在聚合物电芯市场中，目前主要是 iPhone iPad 采用，因此苹果是最大客户。东莞新能源（日本 TDK 子公司）目前在全球锂聚合物电芯市场占据了 48%的市场份额。之后则是其他日韩厂商。

图表24: 全球电芯市场份额



来源：Yano Research 国金证券研究所

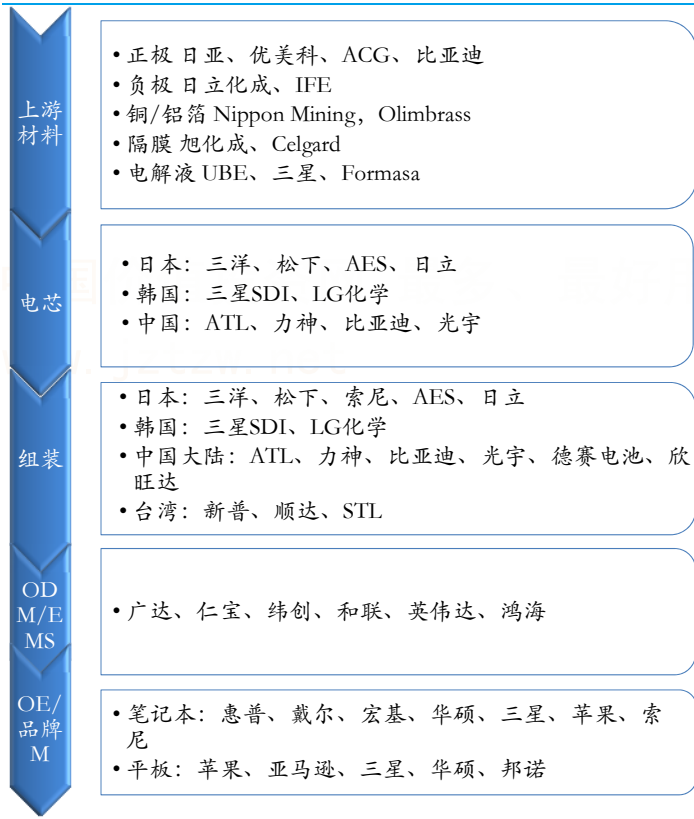
图表25: 聚合物电芯市场份额



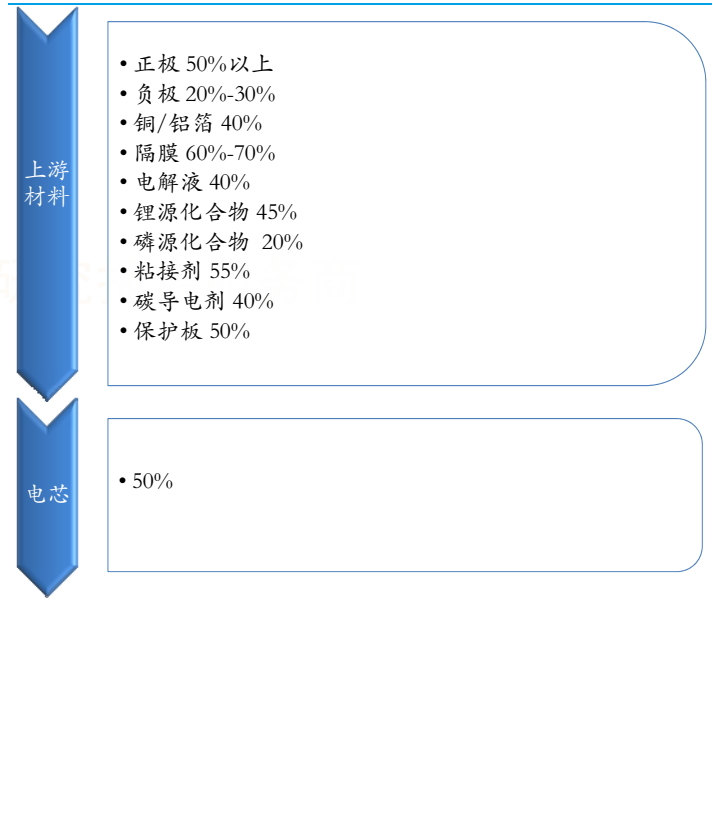
- 振华新能源在国内的二级市场电池厂商主要客户有品胜等，一级市场手机制造厂商主要客户有 ACER、天宇朗通和联想。在电动车动力电池领域，振华新能源已经切入欧美市场，为德国 EMCO 电动车提供动力电池。

- 振华新能源原有产线主要是做方形消费电子用锂电池和电动车用锂电池。鉴于动力电池形成的良好技术基础和市场预期，公司募投项目将会研发制造动力电池。公司未来开发的动力电池有望比市场价低 30%-40% 左右，性能还将进一步提高，因此具有极好的市场竞争优势。

图表26: 锂离子电池产业链



图表27: 以磷酸铁锂电池为例产业链上各环节毛利率



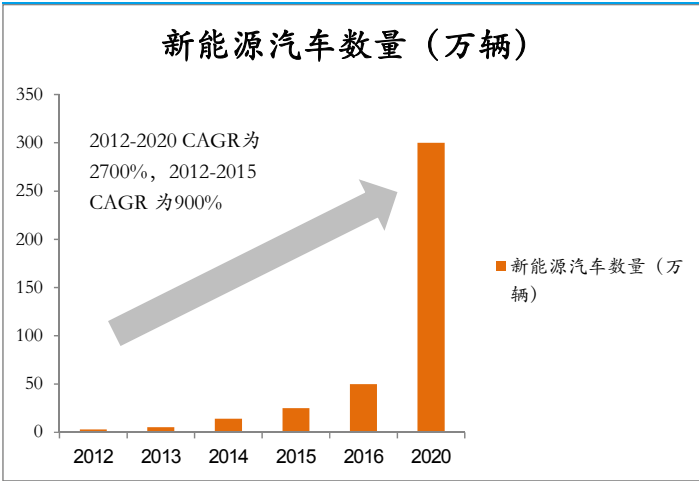
来源: 国金证券研究所

从 3C 延伸到动力电池，未来前景广阔

- 新能源汽车推广受到国家关注，7 月 9 日，国务院正式发布《节能与新能源汽车产业发展规划》，规划称新能源汽车产业发展将以纯电驱动为新能源汽车发展和汽车工业转型的主要战略取向。
  - 2013 年 1 月 6 日，从科技部获悉，我国北京、上海、深圳等 25 个试点城市共示范推广各类节能与新能源汽车 2.74 万辆。其中，公共服务领域 2.3 万辆，私人领域 0.44 万辆。2013 年 3 月底将完成财政补贴清算，示范推广规模将达到 3.97 万辆。我国建成充（换）电站 174 个，充电桩 8107 个，建立了相对完善的技术标准及检测体系，商业化示范运行规模国际领先。
  - 根据《节能与新能源汽车产业发展规划》，2015 年我国电动汽车累计销售要达到 50 万辆，2020 年达到 500 万辆。而由于中国电动汽车市场启动缓慢，结合我国的实际，预计新能源汽车 2015 年销量将达 25 万辆，2020 年 300 万辆，相对于 2012 年 9000 多辆的水平，未来新能源汽车的销量将增加近 27 倍。
- 振华新能源致力于锂离子电池储能系统与组件的研发、设计和制造，同时生产销售电子消费品电池和动力电池，为央企电动车产业联盟成员单位，目前与江淮汽车进行合作开发高能量密度电动汽车电池系统。

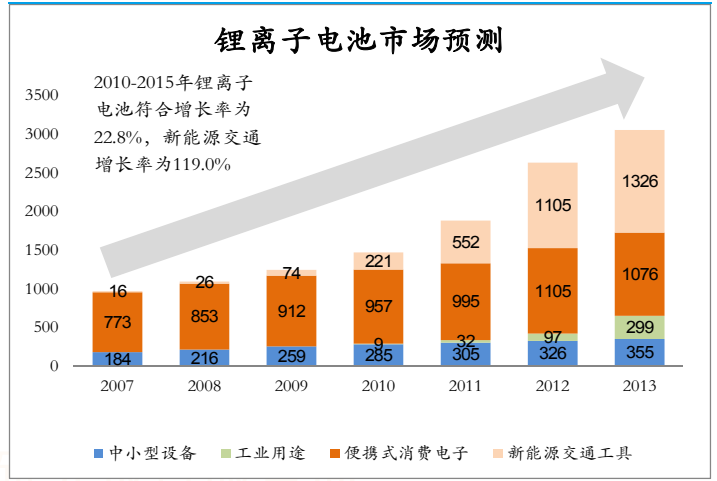
中国价值投资网 最新  
www.jztzw.net

图表28: 新能源汽车复合增速达到9倍以上



来源: 国家政策, Yano Research 国金证券研究所

图表29: 锂离子电池未来市场空间



### 盈利预测和投资评级

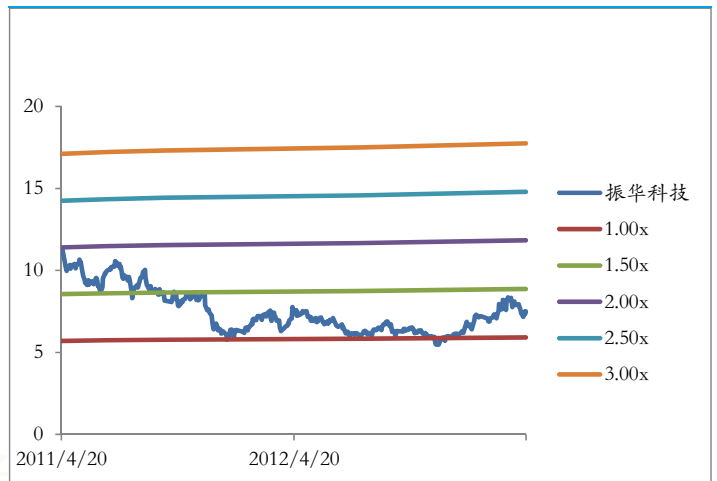
- 我们认为公司业务转型具有可期待性, 长期来看募投项目和企业定位有利于公司管理改善, 盈利能力提高。鉴于公司目前的低 PB 估值水平, 我们给予公司“买入”评级
- 军工企业整体估值高于一般电子企业, 公司 2012 年 EPS 为 0.23 元, 目前股价对应 31.00x12PE, 22.63x13PE 和 23.22x14PE。相较于整体军工行业 40 倍以上的估值偏低。
- 公司的市净率估值目前在 1.38 倍, 远低于同行业竞争者, 资产注入后, 协同效率提高, 有望提升估值。

图表30: 同类可比企业 PE 估值

证券代码	证券名称	市净率	静态市盈率
002484.SZ	江海股份	2.12	26.97
300114.SZ	中航电测	2.50	31.56
002025.SZ	航天电器	2.65	28.70
000733.SZ	振华科技	1.27	32.73
600330.SH	天通股份	2.34	247.14

来源: iFinD 国金证券研究所

图表31: 振华科技历史 PB 估值



- 我们预测公司 12-14 年 EPS 为 0.230 元, 0.315 元和 0.307 元 (考虑 2014 为非公开定增摊薄股本) 净利润增速为 95.30%, 36.77% 和 43.77%, 目前公司股价对应 31.00x12PE, 22.63x13PE 和 23.22x14PE; 市净率为 1.38 偏低。我们给予公司 13 年 30-32 倍估值, 目标价 9.48-10.11, 推荐“买入”。

图表32: 销售预测

项 目	2011	2012E	2013E	2014E
<b>高新电子</b>				
销售收入 (百万元)	1,090.45	1,003.21	1,205.71	1,833.45
增长率 (YOY)	22.60%	-8.00%	20.18%	52.06%
毛利率	34.69%	35.00%	34.69%	33.00%
毛利 (百万元)	378.30	351.12	418.26	605.04
增长率 (YOY)	28.96%	-7.18%	19.12%	44.66%
占总销售额比重	33.45%	33.69%	35.45%	42.99%
占主营业务利润比重	73.62%	70.65%	69.96%	75.94%
<b>集成电路</b>				
销售收入 (百万元)	337.74	307.35	344.23	385.54
增长率 (YOY)	16.06%	-9.00%	12.00%	12.00%
毛利率	16.99%	16.99%	16.49%	16.00%
毛利 (百万元)	57.37	52.22	56.76	61.69
增长率 (YOY)	-21.74%	-8.98%	8.70%	8.67%
占总销售额比重	10.36%	10.32%	10.12%	9.04%
占主营业务利润比重	11.17%	10.51%	9.49%	7.74%
<b>通信整机</b>				
销售收入 (百万元)	1,403.53	1,277.21	1,341.07	1,408.12
增长率 (YOY)	4.16%	-9.00%	5.00%	5.00%
毛利率	5.06%	5.00%	5.00%	4.80%
毛利 (百万元)	71.05	63.86	67.05	67.59
增长率 (YOY)	-10.68%	-10.12%	5.00%	0.80%
占总销售额比重	43.05%	42.90%	39.43%	33.02%
占主营业务利润比重	13.83%	12.85%	11.22%	8.48%
<b>新能源电芯业务</b>				
销售收入 (百万元)		100.00	177.00	193.80
增长率 (YOY)		#DIV/0!	76.99%	9.49%
毛利率		25.00%	24.00%	23.50%
毛利 (百万元)		25.00	42.48	45.54
增长率 (YOY)		#DIV/0!	69.91%	7.21%
占总销售额比重		3.36%	5.20%	4.54%
占主营业务利润比重		5.03%	7.11%	5.72%
<b>现代电子商贸与园区服务</b>				
销售收入 (百万元)	428.22	289.68	333.13	443.50
增长率 (YOY)	12.37%	-32.35%	15.00%	33.13%
毛利率	1.66%	1.66%	4.00%	3.80%
毛利 (百万元)	7.12	4.82	13.33	16.85
增长率 (YOY)	-57.18%	-32.35%	176.52%	26.47%
占总销售额比重	13.14%	9.73%	9.79%	10.40%
占主营业务利润比重	1.39%	0.97%	2.23%	2.12%
销售总收入 (百万元)	3259.94	2977.45	3401.14	4264.41
销售总成本 (百万元)	2746.09	2480.43	2803.26	3467.70
毛利 (百万元)	513.85	497.02	597.88	796.71
平均毛利率	15.76%	16.69%	17.58%	18.68%

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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>主营业务收入</b>	<b>2,207</b>	<b>2,909</b>	<b>3,339</b>	<b>2,977</b>	<b>3,401</b>	<b>4,264</b>	货币资金	553	596	630	593	953	729
增长率	31.8%	14.8%	-10.8%	14.2%	25.4%		应收账款	647	659	795	731	790	1,004
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,799</b>	<b>-2,446</b>	<b>-2,810</b>	<b>-2,480</b>	<b>-2,803</b>	<b>-3,468</b>	存货	630	692	792	727	773	963
% 销售收入	81.5%	84.1%	83.3%	82.4%	81.3%		其他流动资产	137	210	194	188	215	255
<b>毛利</b>	<b>409</b>	<b>463</b>	<b>530</b>	<b>497</b>	<b>598</b>	<b>797</b>	流动资产	1,966	2,157	2,410	2,239	2,730	2,951
% 销售收入	18.5%	15.9%	16.7%	17.6%	18.7%		% 总资产	62.0%	62.9%	65.7%	65.9%	71.2%	67.5%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-6</b>	<b>-6</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>-9</b>	长期投资	391	422	420	421	420	798
% 销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	792	817	803	718	658	594
<b>营业费用</b>	<b>-94</b>	<b>-113</b>	<b>-127</b>	<b>-119</b>	<b>-132</b>	<b>-166</b>	% 总资产	25.0%	23.9%	21.9%	21.1%	17.2%	13.6%
% 销售收入	4.3%	3.9%	3.8%	4.0%	3.9%	3.9%	无形资产	13	14	18	16	23	28
<b>管理费用</b>	<b>-216</b>	<b>-243</b>	<b>-300</b>	<b>-273</b>	<b>-308</b>	<b>-405</b>	非流动资产	1,207	1,270	1,260	1,157	1,103	1,422
% 销售收入	9.8%	8.4%	9.0%	9.2%	9.1%	9.5%	% 总资产	38.0%	37.1%	34.3%	34.1%	28.8%	32.5%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>92</b>	<b>101</b>	<b>95</b>	<b>98</b>	<b>150</b>	<b>216</b>	<b>资产总计</b>	<b>3,172</b>	<b>3,427</b>	<b>3,670</b>	<b>3,396</b>	<b>3,833</b>	<b>4,373</b>
% 销售收入	4.2%	3.5%	2.8%	3.3%	4.4%	5.1%	短期借款	324	396	619	335	623	129
<b>财务费用</b>	<b>-12</b>	<b>-17</b>	<b>-19</b>	<b>-16</b>	<b>-16</b>	<b>-8</b>	应付款项	498	552	589	580	619	768
% 销售收入	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.2%	其他流动负债	28	16	10	20	16	25
<b>资产减值损失</b>	<b>-39</b>	<b>-55</b>	<b>-41</b>	<b>-5</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	流动负债	851	963	1,218	934	1,258	923
<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>	长期贷款	12	85	5	5	5	6
<b>投资收益</b>	<b>9</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	其他长期负债	116	99	73	0	0	0
% 税前利润	15.1%	18.1%	17.1%	9.0%	6.9%	4.9%	<b>负债</b>	<b>979</b>	<b>1,148</b>	<b>1,296</b>	<b>939</b>	<b>1,263</b>	<b>929</b>
<b>营业利润</b>	<b>50</b>	<b>40</b>	<b>47</b>	<b>88</b>	<b>146</b>	<b>219</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,970</b>	<b>2,032</b>	<b>2,081</b>	<b>2,159</b>	<b>2,266</b>	<b>3,133</b>
营业利润率	2.2%	1.4%	1.4%	3.0%	4.3%	5.1%	少数股东权益	224	247	293	298	305	311
<b>营业外收支</b>	<b>12</b>	<b>21</b>	<b>24</b>	<b>31</b>	<b>18</b>	<b>15</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,172</b>	<b>3,427</b>	<b>3,670</b>	<b>3,396</b>	<b>3,833</b>	<b>4,373</b>
<b>税前利润</b>	<b>61</b>	<b>61</b>	<b>71</b>	<b>119</b>	<b>164</b>	<b>234</b>							
利润率	2.8%	2.1%	2.1%	4.0%	4.8%	5.5%							
<b>所得税</b>	<b>-19</b>	<b>-14</b>	<b>-21</b>	<b>-32</b>	<b>-44</b>	<b>-65</b>							
所得税率	30.3%	23.0%	30.4%	26.6%	26.7%	27.9%							
<b>净利润</b>	<b>43</b>	<b>47</b>	<b>49</b>	<b>87</b>	<b>120</b>	<b>169</b>							
<b>少数股东损益</b>	<b>12</b>	<b>9</b>	<b>7</b>	<b>5</b>	<b>7</b>	<b>6</b>							
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>31</b>	<b>37</b>	<b>42</b>	<b>83</b>	<b>113</b>	<b>162</b>							
净利率	1.4%	1.3%	1.3%	2.8%	3.3%	3.8%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>净利润</b>	<b>43</b>	<b>47</b>	<b>49</b>	<b>87</b>	<b>120</b>	<b>169</b>	<b>每股指标</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>	每股收益	0.087	0.104	0.118	0.230	0.315	0.307
<b>非现金支出</b>	<b>135</b>	<b>157</b>	<b>154</b>	<b>112</b>	<b>113</b>	<b>119</b>	每股净资产	5.500	5.673	5.812	6.029	6.326	5.933
<b>非经营收益</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>-1</b>	每股经营现金净流	0.225	0.169	-0.009	0.942	0.383	-0.014
<b>营运资金变动</b>	<b>-107</b>	<b>-153</b>	<b>-216</b>	<b>133</b>	<b>-98</b>	<b>-294</b>	每股股利	0.000	0.000	0.040	0.013	0.018	0.024
<b>经营活动现金净流</b>	<b>80</b>	<b>61</b>	<b>-3</b>	<b>337</b>	<b>137</b>	<b>-8</b>	<b>回报率</b>						
<b>资本开支</b>	<b>-81</b>	<b>-148</b>	<b>-124</b>	<b>9</b>	<b>-40</b>	<b>-44</b>	净资产收益率	1.58%	1.84%	2.03%	3.82%	4.98%	5.18%
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>-378</b>	总资产收益率	0.98%	1.09%	1.15%	2.43%	2.94%	3.71%
<b>其他</b>	<b>4</b>	<b>12</b>	<b>6</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	投入资本收益率	2.54%	2.82%	2.21%	2.58%	3.45%	4.36%
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-77</b>	<b>-136</b>	<b>-116</b>	<b>18</b>	<b>-29</b>	<b>-410</b>	<b>增长率</b>						
<b>股权募资</b>	<b>9</b>	<b>2</b>	<b>10</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>718</b>	主营业务收入增长率	8.43%	31.80%	14.79%	-10.84%	14.23%	25.38%
<b>债权募资</b>	<b>33</b>	<b>145</b>	<b>143</b>	<b>-358</b>	<b>288</b>	<b>-493</b>	EBIT增长率	109.21%	9.83%	-6.05%	3.46%	52.87%	43.87%
<b>其他</b>	<b>39</b>	<b>-98</b>	<b>-57</b>	<b>-35</b>	<b>-37</b>	<b>-31</b>	净利润增长率	42.69%	19.68%	13.21%	95.30%	36.77%	43.77%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>81</b>	<b>48</b>	<b>96</b>	<b>-392</b>	<b>251</b>	<b>194</b>	总资产增长率	6.61%	8.03%	7.10%	-7.48%	12.87%	14.09%
<b>现金净流量</b>	<b>85</b>	<b>-27</b>	<b>-23</b>	<b>-37</b>	<b>360</b>	<b>-224</b>	<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	66.3	53.0	49.9	56.4	53.1	53.1
							存货周转天数	125.9	98.6	96.4	107.0	100.6	101.3
							应付账款周转天数	50.6	39.6	37.9	42.7	40.1	40.2
							固定资产周转天数	114.0	89.7	83.9	80.6	61.4	41.4
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-9.88%	-5.07%	-0.25%	-10.31%	-12.65%	-17.24%
							EBIT利息保障倍数	7.4	5.9	4.9	6.1	9.5	28.2
							资产负债率	30.85%	33.50%	35.32%	27.65%	32.94%	21.24%

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	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	0	0	0	0

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

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

**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。

**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 6793

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: 0755-33516015

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