

2013年08月25日

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

# 环旭电子 (601231.SH) 其它元器件行业

评级: 增持 维持评级

公司研究简报

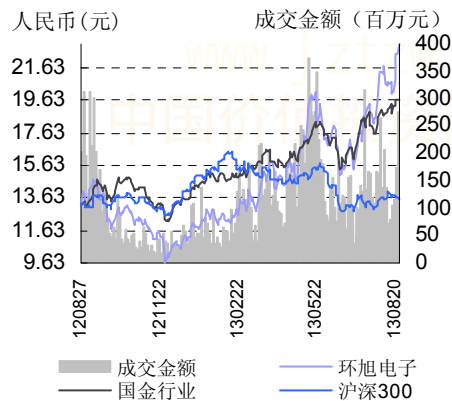
市价(人民币): 23.07 元

## 继续看好廉价 iPhone 与新客户拓展

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)	106.80
总市值(百万元)	233.40
年内股价最高最低(元)	23.07/9.63
沪深 300 指数	2286.93
上证指数	2057.46



### 公司基本情况(人民币)

项 目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.497	0.629	0.819	1.026	1.202
每股净资产(元)	2.28	3.40	4.26	5.12	6.32
每股经营性现金流(元)	1.01	-0.01	1.52	0.79	1.65
市盈率(倍)	N/A	18.83	28.17	22.50	19.19
行业优化市盈率(倍)	76.67	55.07	77.72	77.72	77.72
净利润增长率(%)	-16.58%	41.42%	30.27%	25.22%	17.21%
净资产收益率(%)	21.83%	18.47%	19.24%	20.02%	19.01%
总股本(百万股)	904.92	1,011.72	1,011.72	1,011.72	1,011.72

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- 公司 24 日公布 13 年半年报, 1-6 月实现营业收入 64.79 亿元, 同比增长 12.3%, 归属母公司净利润 2.66 亿, 同比增长 14.21%, 对应 EPS0.26 元, 业绩略低于预期。
- 上半年新品断档是业绩低于预期的主要原因: 公司无线模组产品主要供给苹果, 上半年苹果新品断档影响无线模组销量与单品盈利, 收入与净利润都有一定的下滑; 经济低迷影响了企业级磁盘的销售情况, 存储业务收入下滑 10 个百分点左右; 公司上半年计提存货跌价损失 2 千万, 影响净利润 7 个百分点的增长;
- 持续看好廉价 iPhone 与新客户拓展: 1) 9 月苹果将推出新品, 产品硬件方面有不同程度的创新, 预计会提振整个苹果产业链公司业绩的增长; 而廉价 iPhone 其价格与 5S 错位显著, 中端产品的市场定位更加契合现阶段智能机销售的主流, 有望带来出货量的进一步增长; 2) 新客户拓展成果逐步兑现, 继亚马逊之后公司切入索尼 Gaming 系列产品, 年出货量在 1300 万左右, 也打开了切入索尼其他产品的大门, 后续包括三星、联想、中兴、华为等都是潜在的发展客户; 3) 与 Google 等在穿戴式设备中的合作, 短期内提振估值, 长期有助于伴随行业性增长。
- 下游应用多样性, 业绩稳定增长: 下游应用包括工业、消费电子、汽车等多个方面的应用, 业务结构多样性业绩增长确定性较高; 公司在自贸区内设立子公司, 在拓展海外客户方面价格优势更加显著。

### 投资建议

- 上调公司 13-15 年 EPS 预测为 0.82 元、1.03 元、1.2 元, 分别同比增长 30.27%、25.22%、17.21%, 持续关注苹果新品铺货情况, 目前股价 23.07 元, 对应 28.2x13PE, 上半年业绩压力基本释放完毕, 8 月开始逐步进入苹果新品备货期, 业绩呈现逐步改善的态势, 维持增持评级, 继续推荐。

### 风险

- 苹果产品销售低于预期, 新客户拓展低于预期。

### 相关报告

1. 《廉价 iPhone 与新客户拓展是最大看点》, 2013.7.30
2. 《增长与催化剂共存》, 2013.5.17
3. 《智能移动终端高景气带来高业绩》, 2013.3.27

### 马鹏清

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

### 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

苹果新品断档，公司业绩率低于预期 .....	4
苹果新品断档，收入与毛利都有所影响.....	4
业务拓展，销售费用率继续提升 .....	4
廉价 iPhone 与新客户推动无线模组增长.....	5
苹果新品推出带动下半年出货量增长 .....	5
廉价 iPhone 将显著提升销售增速 .....	5
新客户拓展逐步兑现 .....	6
与穿戴式设备同步成长.....	7
综合性、稳定增长提供长期稳定的增长价值.....	8
多元化是最大的投资价值 .....	8
SSD 有望快速放量 .....	8
产业信息化持续，SHD 增长可期 .....	9
LED 渗透率提升，汽车行业带动汽车电子持续增长 .....	10
估值与投资建议.....	11
维持“增持”评级，如股价回调建议积极买入.....	错误！未定义书签。
附录：三张报表预测摘要 .....	12

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)

## 图表目录

图表 1: 收入增长贡献情况.....	4
图表 2: 收入低于预期的原因 .....	4
图表 3: 公司费用情况.....	4
图表 4: 收入与利润增长情况 .....	4
图表 5: 公司季度经营数据.....	5
图表 6: 13 年苹果销售情况预计 .....	5
图表 7: 苹果销售情况无线模组出货量弹性测试* .....	5
图表 8: 廉价 iPhone 销售变动对 .....	6
图表 9: 索尼智能产品 12 年销售情况（百万台） .....	6
图表 10: 无线通信增长预测.....	7
图表 11: 部分穿戴式智能设备情况.....	7
图表 12: 2013 年上半年收入构成情况.....	8
图表 13: 全球电子制造服务行业分布情况 .....	8
图表 14: 超极本物料成本分析 .....	9
图表 15: 公司 SSD 出货量弹性测试.....	9
图表 16: SHD 主要应用领域.....	10
图表 17: 城镇居民人均工资保持在 10%以上增长 .....	10
图表 18: 物流费用增速持续快于物流增加值.....	10
图表 19: 汽车销售增速预期.....	11
图表 20: 部分 LED 车灯参数 .....	11

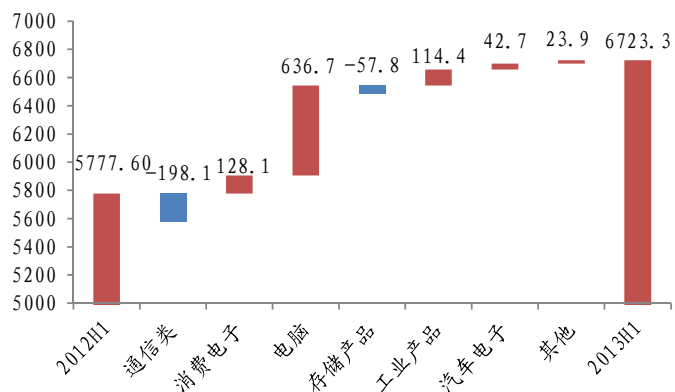
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)

## 苹果新品断档, 公司业绩率低于预期

### 苹果新品断档, 收入与毛利都有所影响

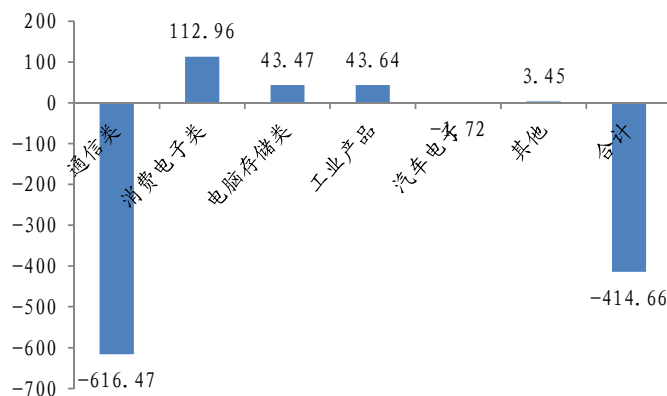
- 公司业绩低于预期主要与无线通信类模组销售低于预期有关系, 公司该类产品销售占比接近 30%, 公司主要为苹果提供产品; 上半年苹果公司无新品公布, 公司相应产品的盈利情况出现一定的下滑。
- 存储类产品受经济低迷影响, 企业级应用销售低于预期, 业绩同样出现一定程度的下滑。
- 另外上半年计提存货跌价损失约 1800 万, 影响公司净利润增速约 7 个百分点。

图表1: 收入增长贡献情况



来源: 国金证券研究所, 公司公告

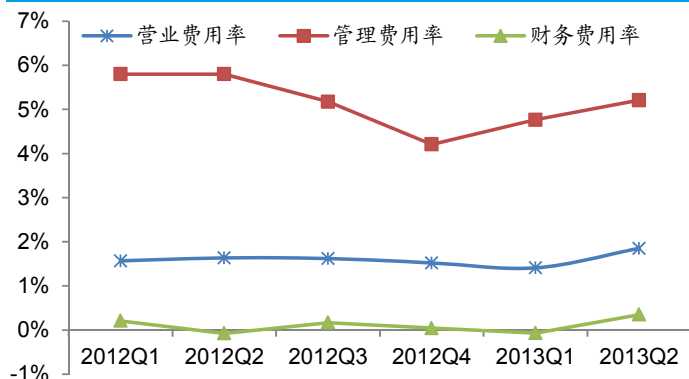
图表2: 收入低于预期的原因



### 业务拓展, 销售费用率继续提升

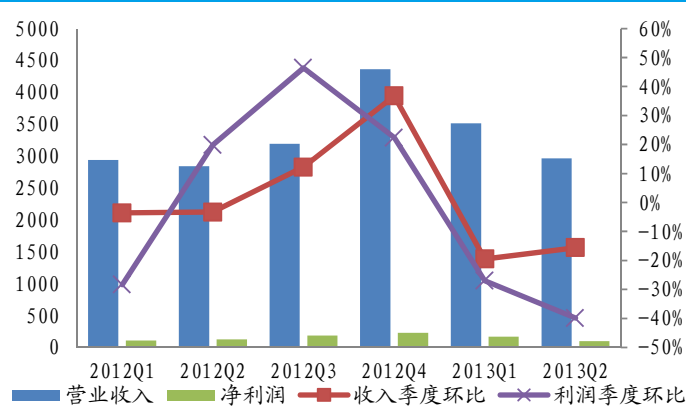
- 公司积极拓展新客户, 费用保持较快增长: 公司销售费用率高于去年同期水平, 而今年上半年也是呈现稳步提升的态势, 尽管依然低于去年同期水平, 考虑到去年上市费用的影响, 今年管理费用率处于相对较高的水平;

图表3: 公司费用情况



来源: 国金证券研究所

图表4: 收入与利润增长情况



图表5: 公司季度经营数据

环旭电子	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2
营业收入	3,437.86	3,096.24	3,122.35	3,051.14	2,940.20	2,843.10	3,189.63	4,362.37	3,513.32	2,965.47
季度同比					-14.48%	-8.18%	2.15%	42.98%	19.49%	4.30%
季度环比		-9.94%	0.84%	-2.28%	-3.64%	-3.30%	12.19%	36.77%	-19.46%	-15.59%
毛利率	11.29%	10.50%	12.08%	12.24%	11.79%	12.91%	13.65%	11.82%	11.85%	11.58%
营业费用率	2.03%	1.88%	1.68%	1.78%	1.57%	1.63%	1.62%	1.52%	1.41%	1.85%
管理费用率	4.67%	5.50%	5.33%	5.72%	5.80%	5.80%	5.18%	4.21%	4.76%	5.21%
财务费用率	0.20%	0.19%	0.05%	0.04%	0.21%	-0.08%	0.17%	0.04%	-0.07%	0.35%
净利润	109.80	77.78	116.11	148.06	106.13	127.18	186.20	227.82	166.41	100.05
季度同比					-3.34%	63.51%	60.37%	53.87%	56.80%	-21.33%
季度环比		-29.16%	49.28%	27.52%	-28.32%	19.83%	46.41%	22.35%	-26.96%	-39.88%
净利润率	3.19%	2.51%	3.72%	4.85%	3.61%	4.47%	5.84%	5.22%	4.74%	3.37%

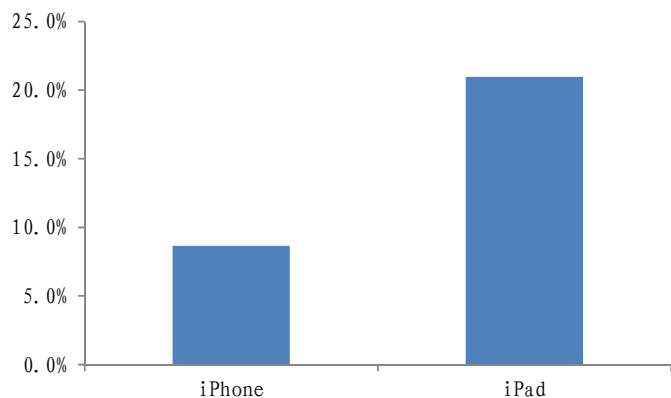
来源: 国金证券研究所, iFind

### 廉价 iPhone 与新客户推动无线模组增长

#### 苹果新品推出带动下半年出货量增长

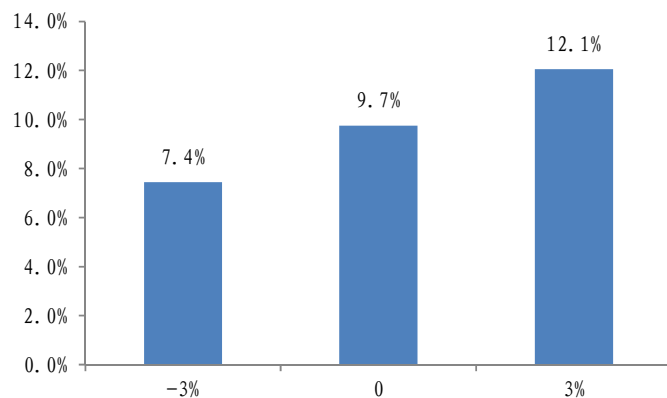
- 公司约占苹果无线模组供应量的 40-45% 左右, 苹果也是公司无线模组最大的客户, 苹果产品销售的情况对公司业绩的增长产生直接的影响。保守估计, 正常版本的 iPhone 销量年内依然有接近 10% 左右的增长, 7.9 与 9.7 两个版本的 iPad 销量合计增长预计维持在 20% 左右, 能够持续的增长。这将为公司无线模组的增长带来 9.7% 的出货量增长;
- 以估计增速为基准, 苹果产品销售上下浮动 3 个百分点, 将会给环旭通信模组出货量带来约 2.4 个百分点的同向变动。

图表6: 13 年苹果销售情况预计



来源: 国金证券研究所, Bloomberg \*0 点 iPhone 增长 8.7%, iPad 增长 21%

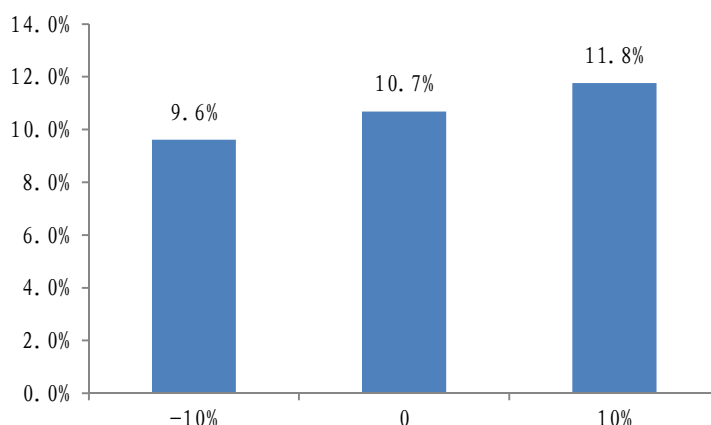
图表7: 苹果销售情况无线模组出货量弹性测试\*



### 廉价 iPhone 将显著提升销售增速

- 廉价 iPhone 可能是目前市场最为关注的产品, 该产品改变了苹果公司一直以来的只做高端产品的产品策略, 在手机市场增长动力逐步向中低端品牌转移的情况下, 廉价 iPhone 更容易得到市场的认可。
- 根据 iPad 与 iPhone 采用统一通讯模组的前例, 廉价 iPhone 与 iPhone 5S 也将采用同样的模组产品。保守估计廉价 iPhone 13 年出货量在 3200 万左右, 将带来通讯模组 10.7% 的增长。依次为基准上下浮动 10%, 将对公司模组产品带来约 1 个百分点的同向波动

**图表8: 廉价 iPhone 销售变动对**

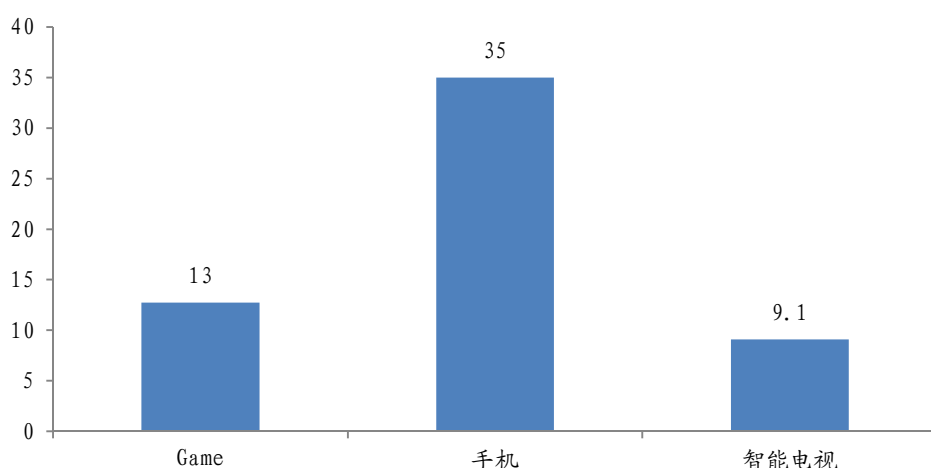


来源: 国金证券研究所, \*0点为廉价 iPhone 销售量约 3200 万台

### 新客户拓展逐步兑现

- 一直以来, 公司积极拓展新的客户, 力求在无线产品中推广模组化产品, 12 年成功进入亚马逊 Kindle Fire HD 供应链, 随着 Kindle 终于突破中国市场限制, 未来存在进一步放量的可能。
- 根据我们产业链调研的结果, 今年公司在客户拓展方面又有了新的突破, 成功进入索尼 Gaming 供应链, 为 PS 系列产品提供无线模组。根据我们统计结果, PS 系列年销量在 1300 万台左右, 随着产品的成熟, 电视再一次成为客厅娱乐的中心, 产品的销量有望得到进一步释放。
- 另外除去 PS 设备, 公司依然有望切入索尼其他智能设备, 包括手机、智能电视等。
  - 索尼 12 年智能手机销售量约为 3500 万部, 公司 13 年计划推出 5000 万部; 而智能电视也有接近 1000 万台的出货量, 如果能够进一步切入客户产品, 能够有效解决苹果产品销量放缓带来的增速放缓。

**图表9: 索尼智能产品 12 年销售情况 (百万台)**



来源: 国金证券研究所, VGChartz, NPDDisplaySearch, IDC

- 另外, 公司向国内外知名手机厂商提供样品, 有望逐步切入相应品牌; 而公司本身就是另一国产品牌联想台式机与基站等产品的供应商, 因此未来切入联想智能手机、平板的可能性较高。



**图表10: 无线通信增长预测**

	2012	2013	2014	2015
iPhone	136	148	160.53	179
iPad	66	80	93.99	112
iPhone 5C		32	108.90	123
苹果	90.7	114.8	158.1	180.3
Kindle Fire HD	5.0	7.0	10.0	12.0
Sony		3.0	10.0	14.0
其他	22.2	24.4	26.9	29.6
合计	117.890	149.2	205.0	235.9
YoY		26.6%	37.4%	15.1%

来源: 国金证券研究所

**与穿戴式设备同步成长**

- 公司已经明确成为 Google Glass 通讯模组的供应商, 而作为苹果产品通讯模组的供应商, 加上公司在模组尺寸等方面具有优势, 因此未来为 iWatch 等苹果穿戴设备提供无线模组的可能性较大。
- 作为新一代的产品, 成熟度上仍有待进一步提升, 穿戴式设备短期内实现快速放量的难度较高。但其尺寸方面的限制, 或将推动智能设备内置结构的进一步整合。公司远期模组包含基带等功能的设想也有望得到实现。
- 除去 Google 与苹果, 国际科技巨头以及国内知名科技、电子厂商推出自有的穿戴式智能设备, 公司积极参与初识研发推广阶段, 有利于在穿戴式设备成长发展过程中, 获得长久的增长。

**图表11: 部分穿戴式智能设备情况**

智能设备	公司	类型	说明
Google Glass	Google	眼镜类	已经发布, 14年上市
Baidu Eye	Baidu	眼镜类	尚未发布
Monocle	微软	眼镜类	有望明年发布
Ski-Goggle	Smith+Recon	眼镜类	已经发布
其他Glass		眼镜类	LG、索尼、三星等
Nike+	耐克	腕表等	已经上市
Jawbone UP	Jawbone	手环	已经登录市场
咕咚手环	咕咚网	手环	已经发布
MYO Thalmic Labs		臂环	处于研发阶段
Amiigo		手镯	
Pebble		手表	已经发布
iWatch	苹果	手表	预计14年发布
inWatch	映趣科技	手表	已经发布

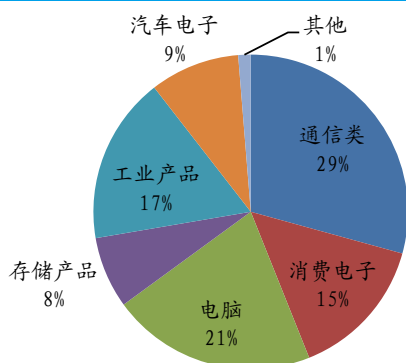
来源: 国金证券研究所

## 综合性、稳定增长提供长期稳定的增长价值

### 多元化是最大的投资价值

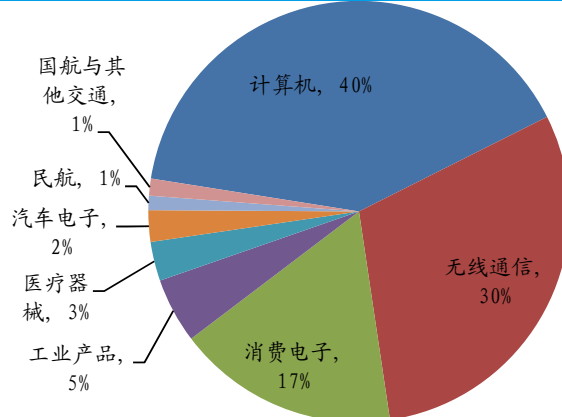
- 公司产品下游应用多元化, 各项业务占比相对均衡, 使得公司增长更具稳定性, 不容易受到下游单一因素的影响。除去前文中提到的无线通讯 12 年收入占比达到 37% 较大外, 其他各项细分业务占比均在 8-15% 左右的水平, 形成相对均衡的态势, 公司发展更加稳定。
- 除去前述两大类的产品, 公司未来在 SHD 以及汽车电子等领域依然会有较好的表现。对应下游相对较为分散, 增长确定性更强

图表12: 2013 年上半年收入构成情况



来源: 国金证券研究所

图表13: 全球电子制造服务行业分布情况



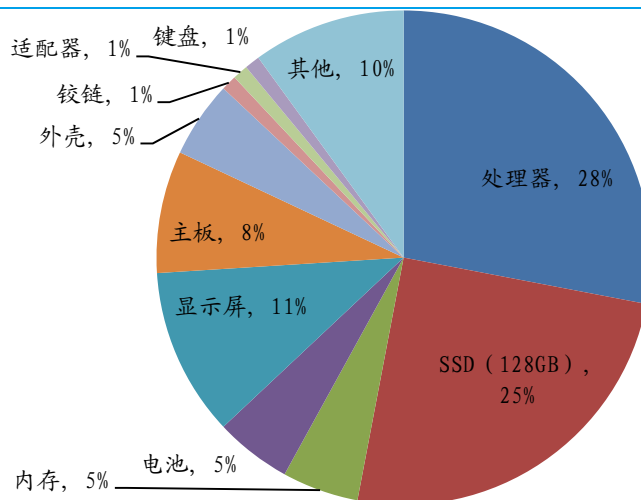
### SSD 有望快速放量

- SSD 为存储类产品主要的应用之一, 超级本出货量的增长依然有望 SSD 出货量带来持续的增长动力。
- 上半年新的闪存芯片的推出, 一定程度上也影响了 SSD 价格的持续下降, 预计随着下半年 PC 厂商推动 PC 出货量反弹, SSD 价格与 Haswell 芯片价格的下降带动超级本出货量持续增长。
- 尽管预期 SSD 价格持续下降, 但下降主要与闪存芯片价格的下降驱动, 公司 SSD 主要向 Intel 供货, 芯片采购也来自与 Intel, 收取其他材料以及加工费用, 因此 SSD 价格的变动并不会对公司产品经营产生显著的影响。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)



图表14: 超极本物料成本分析



来源: 国金证券研究所, 超极本之家

图表15: 公司 SSD 出货量弹性测试

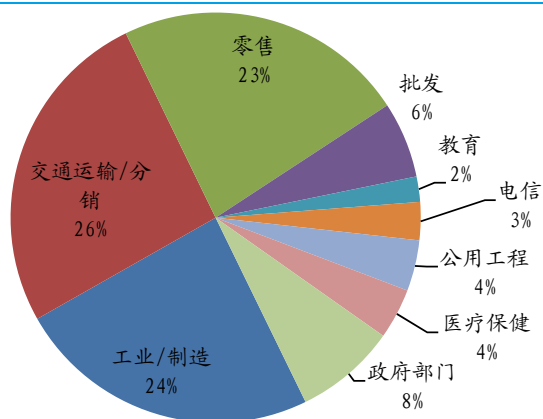
主要假设		13年SSD 市值增长 112.8%				主要假设		13年SSD 市值增长 62.8%					
In te 市场占比	17%	12年SSD 产值（亿元） 3.315				In te 市场占比	17%	12年SSD 产值（亿元） 3.315					
环旭份额	50%	13年价格下降 -20%				环旭份额	50%	13年价格下降 -20%					
新引入测算						新引入测算							
新引入者占比	5%	10%	15%	20%	25%	30%	新引入者占比	5%	10%	15%	20%	25%	30%
环旭占比	47.5%	45.0%	42.5%	40.0%	37.5%	35.0%	环旭占比	47.5%	45.0%	42.5%	40.0%	37.5%	35.0%
出货量增长	152.7%	139.4%	126.1%	112.8%	99.5%	86.2%	出货量增长	93.3%	83.2%	73.0%	62.8%	52.6%	42.5%
产值增长	102.2%	91.5%	80.9%	70.3%	59.6%	49.0%	产值增长	54.7%	46.5%	38.4%	30.3%	22.1%	14.0%

来源: 国金证券研究所

### 产业化信息持续, SHD 增长可期

- SHD 主要用于工业、物流、零售等生产、经营活动, 属于工业产品范畴, 也是 12 年整体经济低迷的情况下, 公司少数能够保持较好增长的工业产品。从长期来看, SHD 应用受到下游市场人均工资水平提升驱动, 符合下游公司管理水平提升的需求
- 以交通运输行业为例, 主要应用于仓储以及终端取派货环节, 相较而言该过程附加值相对较低, 人工成本较高, 且多为重复性工作, 在人工成本日益上升的情况下, SHD 有助于公司减少中间环节。
- 近年来我国人口红利逐渐消失, 人均工资水平持续上升, 07 年以来工资水平持续在长期维持在 15% 左右的增速, 对于劳动密集型的产业产生了压力, 物流行业保管费用以及管理费用持续快于物流增加值增长。人工以及其他费用的增长将是驱动 SHD 等智能设备增长的长期驱动力。

**图表16: SHD 主要应用领域**



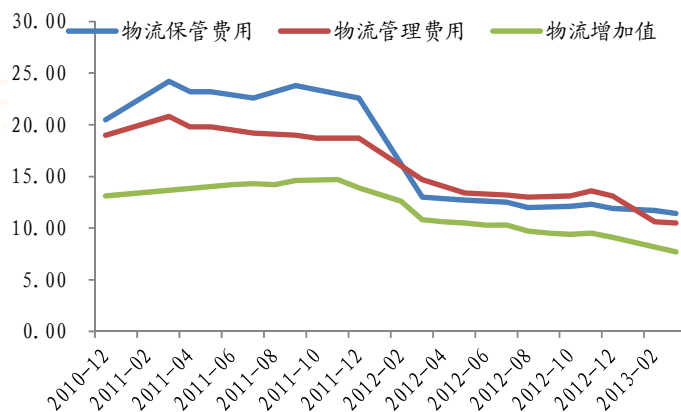
来源：国金证券研究所，公司招股说明书

**图表17: 城镇居民人均工资保持在 10%以上增长**



来源：国金证券研究所，iFind

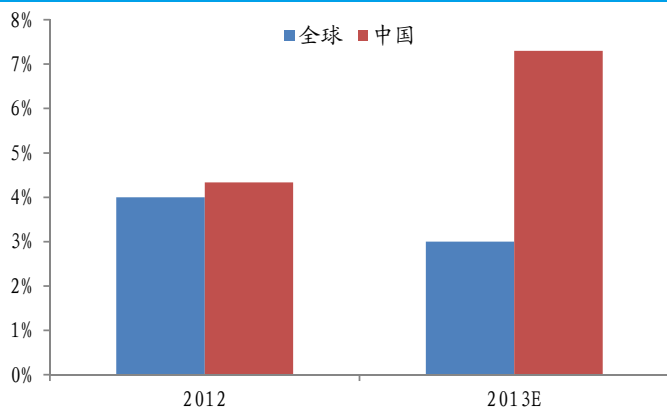
**图表18: 物流费用增速持续快于物流增加值**



### LED 渗透率提升，汽车行业带动汽车电子持续增长

- 公司汽车电子产品主要包括 LED 车灯模块、电压调节器等，其中 LED 车灯有望进一步打开市场空间。首先从长期来看，汽车行业销售量仍将持续保持稳定增长，带动车灯行业快速稳定的增长；其次目前 LED 车灯市场渗透率极低（特别是车前灯），预计随着未来 LED 成本的下降，车用 LED 渗透率可以得到进一步提升，利好公司相应产品增长；
- 汽车销量的增长是趋势性发展方向，中长期增速保持在 8%以上增长是大概率事件；但从国内情况来看，低端乘用车销量要明显好于中高端，短期内对于产品的平均售价水平产生一定的影响，随着渗透率的提升，量的提升有望逐步扭转价格影响；
- 除去车内 LED 外，起到信号作用的车灯，特别是红色车灯（刹车、驻车灯）渗透率已经很高，其他信号灯包括昼行灯等渗透率逐步提升中，但利润空间最大的车前灯受到成本以及散热问题限制，渗透率极低，LED 成本的下降有利于在大规律车前灯方面作出突破；

**图表19: 汽车销售增速预期**



来源: 国金证券研究所, 网络

**图表20: 部分LED车灯参数**

名称	数量	功率	颜色
车前灯	2	40 - 60W	白光
	4	远光灯: 40 - 60W	白光
		近光灯: 35 - 55W	
雾灯	4	前雾灯: 3-5W 后雾灯: 3-5W	橙色 红色
牌照灯	1/2	1-2W	无要求
倒车灯	2	2-5W	白色
制动灯	2	2-5W	红色
主转向灯	4	1-3W	流浪色
侧转向灯	2	2W	流浪色
示位灯	6	0.5W - 2W	前灯: 白色或黄色 尾灯: 红色 侧位: 琥珀色

### 估值与投资建议

- 上调公司 13-15 年 EPS 预测为 0.82 元、1.03 元、1.2 元, 分别同比增长 30.27%、25.22%、17.21%, 持续关注苹果新品铺货情况, 目前股价 23.07 元, 对应 28.2x13PE, 上半年业绩压力基本释放完毕, 8 月开始逐步进入苹果新品备货期, 业绩呈现逐步改善的态势, 维持增持评级, 继续推荐。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)

**附录：三张报表预测摘要****损益表 (人民币百万元)**

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	13,708	12,708	13,335	16,698	21,309	24,753
增长率		-7.3%	4.9%	25.2%	27.6%	16.2%
主营业务成本	-12,136	-11,244	-11,671	-14,616	-18,717	-21,745
%销售收入	88.5%	88.5%	87.5%	87.5%	87.8%	87.8%
毛利	1,572	1,464	1,665	2,082	2,593	3,008
%销售收入	11.5%	11.5%	12.5%	12.5%	12.2%	12.2%
营业税金及附加	0	-9	-7	-7	-8	-9
%销售收入	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-250	-235	-211	-267	-341	-396
%销售收入	1.8%	1.8%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
管理费用	-698	-672	-684	-835	-1,065	-1,238
%销售收入	5.1%	5.3%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	624	548	763	973	1,178	1,366
%销售收入	4.6%	4.3%	5.7%	5.8%	5.5%	5.5%
财务费用	-34	-16	-11	3	43	67
%销售收入	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	34	-7	-19	0	0	0
公允价值变动收益	1	-1	-1	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	625	525	732	975	1,221	1,432
营业利润率	4.6%	4.1%	5.5%	5.8%	5.7%	5.8%
营业外收支	3	17	20	4	5	5
税前利润	628	542	752	979	1,226	1,437
利润率	4.6%	4.3%	5.6%	5.9%	5.8%	5.8%
所得税	-89	-92	-116	-151	-189	-221
所得税率	14.2%	17.0%	15.4%	15.4%	15.4%	15.4%
净利润	539	450	636	829	1,038	1,216
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	539	450	636	829	1,038	1,216
净利率	3.9%	3.5%	4.8%	5.0%	4.9%	4.9%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	539	452	647	829	1,038	1,216
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	208	220	210	244	257	275
非经营收益	27	-33	25	39	-24	-24
营运资金变动	-124	271	-889	423	-471	203
经营活动现金净流	650	909	-7	1,534	800	1,670
资本开支	-242	-133	-414	-206	-104	-25
投资	0	-847	1,574	-1	0	0
其他	-54	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-296	-979	1,160	-207	-104	-25
股权募资	0	0	773	0	-162	0
债权募资	765	451	-111	-1,515	-10	-10
其他	-1,063	-856	-83	16	19	19
筹资活动现金净流	-297	-404	580	-1,499	-153	9
现金净流量	57	-474	1,733	-171	543	1,654

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	1,749	1,275	1,093	921	1,464	3,119
应收款项	3,073	2,532	3,727	3,752	4,681	5,234
存货	1,578	1,382	1,729	2,002	2,615	3,098
其他流动资产	34	52	396	437	450	63
流动资产	6,434	5,241	6,945	7,113	9,210	11,514
%总资产	83.2%	84.5%	85.4%	86.4%	90.5%	94.1%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	1,201	891	1,114	1,076	923	674
%总资产	15.5%	14.4%	13.7%	13.1%	9.1%	5.5%
无形资产	46	28	31	37	42	46
非流动资产	1,297	962	1,191	1,115	967	722
%总资产	16.8%	15.5%	14.6%	13.6%	9.5%	5.9%
资产总计	7,730	6,202	8,136	8,228	10,177	12,236
短期借款	1,362	908	1,148	0	0	0
应付款项	3,292	2,567	3,247	3,768	4,772	5,544
其他流动负债	359	197	179	418	497	578
流动负债	5,013	3,673	4,573	4,186	5,269	6,122
长期贷款	260	421	76	-264	-274	-284
其他长期负债	66	49	44	0	0	0
负债	5,338	4,142	4,693	3,922	4,995	5,838
普通股股东权益	2,393	2,060	3,443	4,306	5,182	6,398
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	7,730	6,202	8,136	8,228	10,177	12,236

**比率分析**

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	0.596	0.497	0.629	0.819	1.026	1.202
每股净资产	2.644	2.276	3.403	4.257	5.122	6.324
每股经营现金净流	0.733	1.009	-0.007	1.517	0.791	1.651
每股股利	0.000	0.000	0.045	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	22.53%	21.83%	18.47%	19.24%	20.02%	19.01%
总资产收益率	6.97%	7.25%	7.82%	10.07%	10.20%	9.94%
投入资本收益率	13.28%	13.35%	13.78%	20.36%	20.31%	18.90%
增长率						
主营业务收入增长率	28.26%	-7.30%	4.94%	25.22%	27.62%	16.16%
EBIT增长率	67.70%	-12.08%	39.11%	27.51%	21.09%	15.93%
净利润增长率	71.68%	-16.58%	41.42%	30.27%	25.22%	17.21%
总资产增长率	6.53%	-19.77%	31.18%	1.13%	23.68%	20.23%
资产管理能力						
应收账款周转天数	80.6	79.5	84.6	80.0	78.0	75.0
存货周转天数	41.8	48.0	48.7	50.0	51.0	52.0
应付账款周转天数	87.3	88.6	86.1	86.0	85.0	85.0
固定资产周转天数	31.4	25.1	29.7	19.8	12.2	8.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-5.38%	2.62%	3.79%	-27.53%	-33.55%	-53.19%
EBIT利息保障倍数	18.5	34.6	68.1	-384.6	-27.2	-20.5
资产负债率	69.05%	66.79%	57.68%	47.66%	49.08%	47.71%

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	二个月内	三月内	六月内
买入	0	1	1	1	3
增持	0	2	2	2	12
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.67	1.67	1.67	1.80

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。

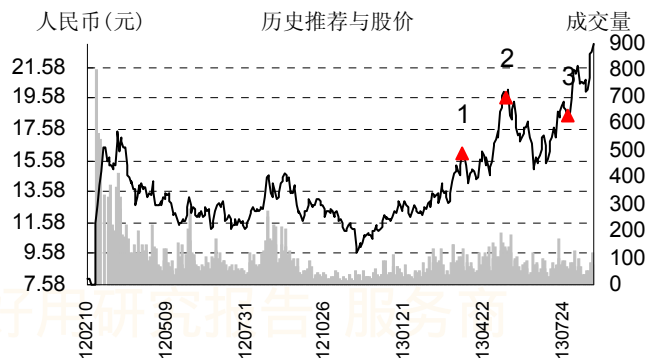
最终评分与平均投资建议对照:

1.00 = 买入; 1.01~2.0=增持; 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

### 历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2013-03-27	增持	15.98	N/A
2 2013-05-17	增持	19.66	21.00 ~ 23.00
3 2013-07-30	增持	18.46	22.00 ~ 23.00

来源: 国金证券研究所



### 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。

## 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](http://www.jztzw.net)