

顺络电子 (002138.SZ)

器件行业

评级: 买入 维持评级

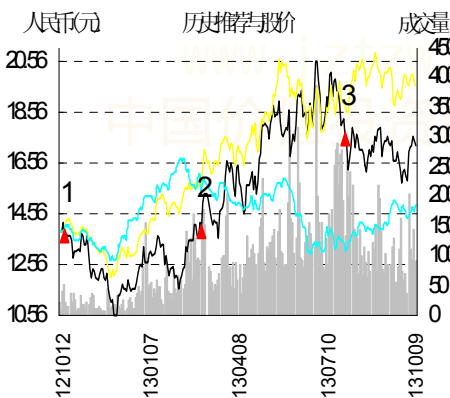
公司研究简报

市价(人民币): 17.22元  
目标(人民币): 20.00-21.00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)	314.33
总市值(百万元)	56.50
年内股价最高最低(元)	20.54/10.56
沪深300指数	2468.51
中小板指数	6276.56



## 相关报告

- 《进入一流客户供应链,全面拓展产业链》, 2013.7.31
- 《增强天线实力,布局 NFC 领域》, 2013.6.21
- 《切入一线芯片厂商,受益智能手机爆发》, 2013.2.28

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

## 公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.377	0.389	0.530	0.820	1.064
每股净资产(元)	5.28	3.79	4.19	4.70	5.63
每股经营性现金流(元)	0.16	0.67	0.62	0.64	0.87
市盈率(倍)	36.58	32.59	33.61	21.73	16.74
行业优化市盈率(倍)	40.25	43.23	47.15	47.15	47.15
净利润增长率(%)	-16.41%	52.78%	36.18%	54.62%	29.81%
净资产收益率(%)	7.15%	10.28%	12.67%	17.45%	18.90%
总股本(百万股)	212.34	314.33	314.33	314.33	314.33

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **LED 照明市场有望开始公司新的增长空间:** LED 照明市场启动, 公司提前布局有望打开 LED 驱动电源用功率电感市场, 预计 13 年 LED 市场电感需求量在 15.9 亿颗左右, 市场空间为 4.8 亿元人民币, 17 年有望达到 40 亿元, CAGR 超过 60%, 市场空间约占手机用电感市场的 40%; 募投项目布局变压器市场, 拓展 LED 驱动电源的产业链, 公司单品价值大幅提升, 有助于提升公司的营收与利润规模, 也便于后续业务的开展。
- **智能设备景气提升片式电感需求:** 智能机渗透率提升将驱使单机电感需求量的提升, 多制式通信与 POL 的电源管理模式提升电感需求量与价值; 手机、平板等现有智能设备保持稳定增长, 公司与主流芯片厂商合作利好出货量增长, 而国产中端手机品牌增速快于行业均值也有利于公司出货量的增长; 同时穿戴式智能设备、智能电视、智能汽车等都将提升行业需求空间;
- **技术提升与产业链延伸是公司发展重要战略:** 提升功率电感占比, 强化 LTCC 产品, 加强下游产品布局是公司未来发展的重要战略; 借鉴 Murata 与 TDK 发展思路, 拓展下游产品有利于提升公司在产业链中的地位, 并带动被动器件的销售, 提升销售与盈利的规模, 打开公司未来的增长空间;

## 投资建议

- 公司募投项目打破增长瓶颈, 技术提升产业链拓展的业务发展的思路明晰, 空间十足。看好公司未来的增长势头, 预计 13-15 年收入 987、1,397、1,846 百万元, 分别同比增长 32.5%、41.5%、32.2%; 净利润分别实现 167、258、335 百万元, 分别同比增长 36.18%、54.62%、29.81%, 按最新的股本计算 EPS 为 0.530、0.820、1.064 元。
- 公司历史动态 PE 基本在 30 倍以上, 而目前对应 13-15 年分别为 31 倍, 21 倍和 15 倍 PE。我们给予公司 25x14PE, 对应目标价为 20-21 元, 评级为“买入”。

## 内容目录

LED 照明打开新的增长空间 .....	3
LED 照明启动，片式电感需求同步提升 .....	3
变压器募投项目强化产业链延伸思路 .....	4
智能设备持续景气带动片式电感需求增长 .....	5
电源管理与通信模块增加片式电感需求量 .....	5
移动智能设备持续增长 .....	6
智能化提升电感未来同样带来客观的增长空间 .....	7
技术提升与产业链延伸是公司长期发展战略 .....	8
叠层片式电感与 LTCC 是公司技术延伸方向 .....	8
产业链拓展发展思路明晰 .....	8
估值与投资建议 .....	9
附录：三张报表预测摘要 .....	11

## 图表目录

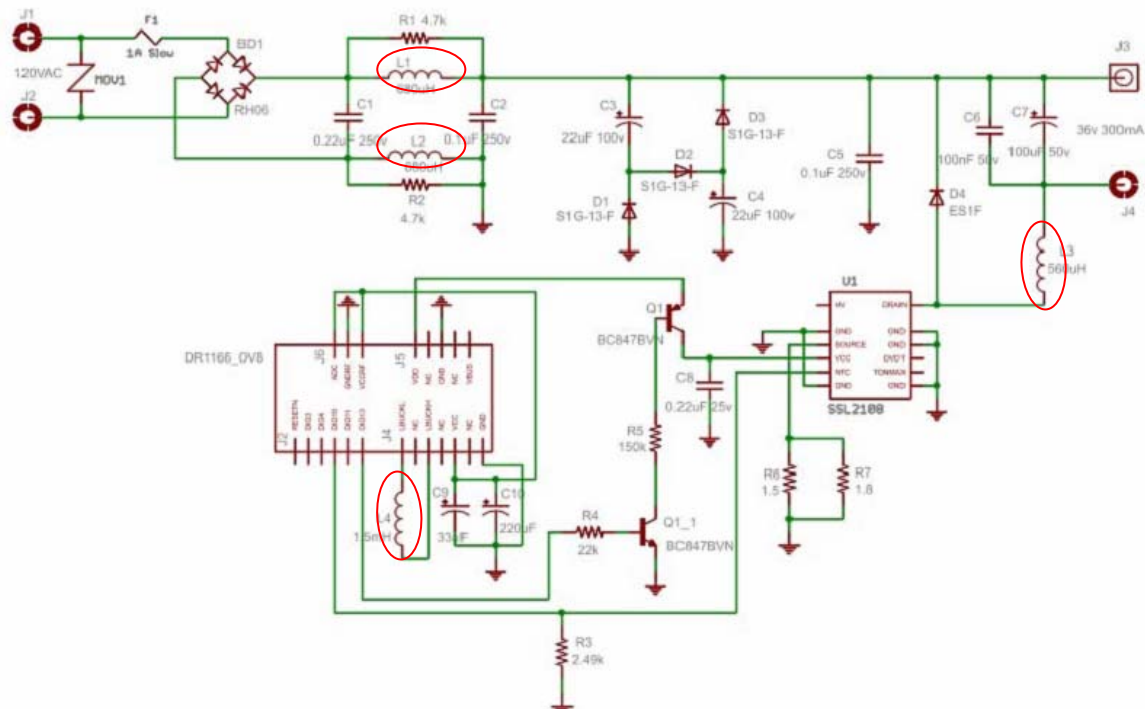
图表 1: NXP120V,15W 可调光 LED 照明电源驱动电路 .....	3
图表 2: 预计全球 LED 需求增长情况 .....	4
图表 3: LED 对于照明电路的需求情况 .....	4
图表 4: LED 电感需求量与手机情况对比 .....	4
图表 5: 变压器显著提升产品单位价值 .....	5
图表 6: 智能机电管管理采用分散供电的模式 .....	5
图表 7: Galaxy S4 支持通信模式显著增加发射前端电感需求量 .....	6
图表 8: 智能机渗透率持续提升 .....	6
图表 9: 平板电脑保持快速增长 .....	6
图表 10: 中华酷联智能机占比持续提升 .....	7
图表 11: 智能产品无线通讯需求提升片式电感用量 .....	7
图表 12: 穿戴式智能设备对电感需求量也将有显著的提升 .....	8
图表 13: 主要设备中 LTCC 需求量情况 .....	8
图表 14: Murata 与 TDK 主要产品情况 .....	9
图表 15: 射频解决方案 .....	9
图表 16: 公司未来业务增长预测 .....	10

## LED 照明打开新的增长空间

### LED 照明启动，片式电感需求同步提升

- 13 年 LED 照明市场开始启动，各照明领域内 LED 渗透率快速提升的趋势已经基本确立，特别是在商业照明、路灯等领域内启动更早，随着 LED 产品的进一步成熟，成本的进一步下降，LED 在民用照明中渗透率也有望迎来快速提升的阶段。
- 由于发光二极管通常需要直流电，因此不可避免需要增加驱动电源功能，起到交流转直流、变压等功能，其中将增加片式电感的需求量。根据实现的功能来看，至少需要 1 个电感以及 1 个变压器件。从主要 LED 驱动 IC 厂商解决方案情况来看，对于电感的需求量往往会达到 2 个。而高端 LED 照明通常还会增加调光、调色甚至遥控、远程控制的功能，以求更加智能化、精细化控制，实现节能、健康以及营造氛围等诸多的需求。增加调光的功能或增加电感需求量达到 4 个甚至更高。
- LED 灯具调色的功能具有先天的优势，这是传统灯具无法具备的，在营造氛围等方面的功能在零售、餐厅等商照以及客厅顶灯等相对高附加值的灯具内应用前景较为广阔，并且有助于回避灯具高温情况下可能出现的危害健康的照明问题。

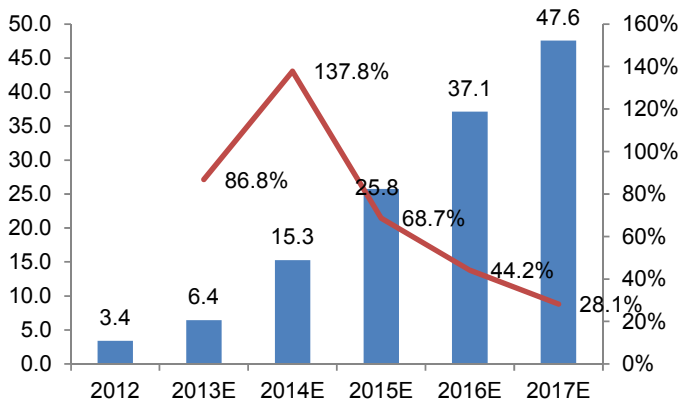
图表1: NXP120V,15W 可调光 LED 照明电源驱动电路



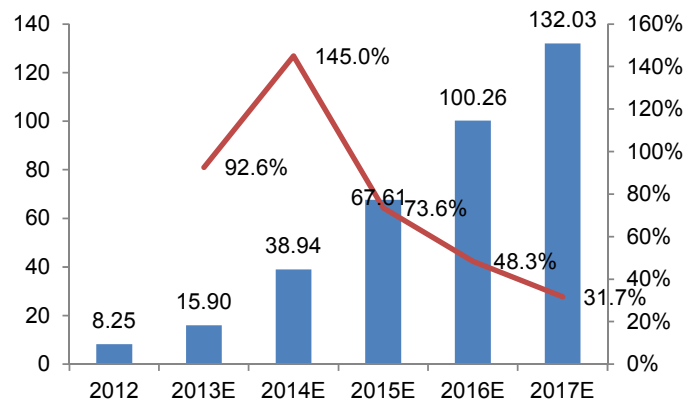
来源：国金证券研究所，NXP 官网

- 根据我们的预计，13 年全球 LED 需求量在 6.4 亿盏左右（以 15W，850lm 计算），平均每盏 LED 灯具电感需求量假设在 2-4 颗，预计 13 年对于电感需求量在 15.9 亿只。随着 LED 产品渗透率的提升以及附加控制功能的产品增多，预计 17 年达到 132 亿只。
- 尽管从数量上来看，LED 照明用电感需求量大致为手机需求量的 1/10 所有，但由于主要需求量为功率电感，其价格远超过普通电感，预计 LED 所用电感市场达到手机用电感市场的 43%。未来公司的带动作用非常明显

图表2: 预计全球LED需求增长情况



图表3: LED对于照明电路的需求情况



来源: 国金证券研究所

图表4: LED电感需求量与手机情况对比

		2012	2013E	2017E	13-17年CAGR
电感需求量 (亿只)	手机	771.6	871.5	1173.8	7.7%
	LED	8.25	15.90	132.03	69.8%
市场空间 (亿元)	手机	47.9	57.0	92.6	12.9%
	LED	2.48	4.77	39.61	69.8%

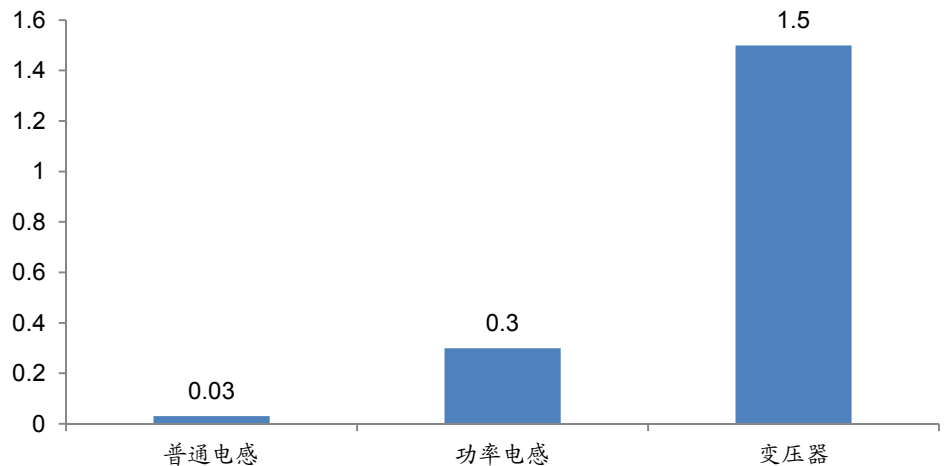
来源: 国金证券研究所

#### 变压器募投项目强化产业链延伸思路

- 拓展LED电感是公司的重要战略,能够进一步拓展公司未来的增长空间,在LED产品的产业链上,公司还将继续布局变压器市场。这并不仅仅是产品结构的丰富,关键还在于产业链的进一步拓展,并且将公司产品的单位价值得到大幅的提升。
  - 从目前数据来看,普通电感单价为0.03元,功率电感价格都在0.3元左右,而变压器价格达到1.5元,未来将显著提升公司的收入规模与绝对盈利规模。借助LED市场实现放量,逐步拓展下游应用行业,将为公司打开超过百亿美元的变压器市场空间。
  - 以每个LED驱动光源1个变压器计算,2017年LED照明市场变压器空间将达到70亿人民币。显著超过LED电感市场空间。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

图表5: 变压器显著提升产品单位价值



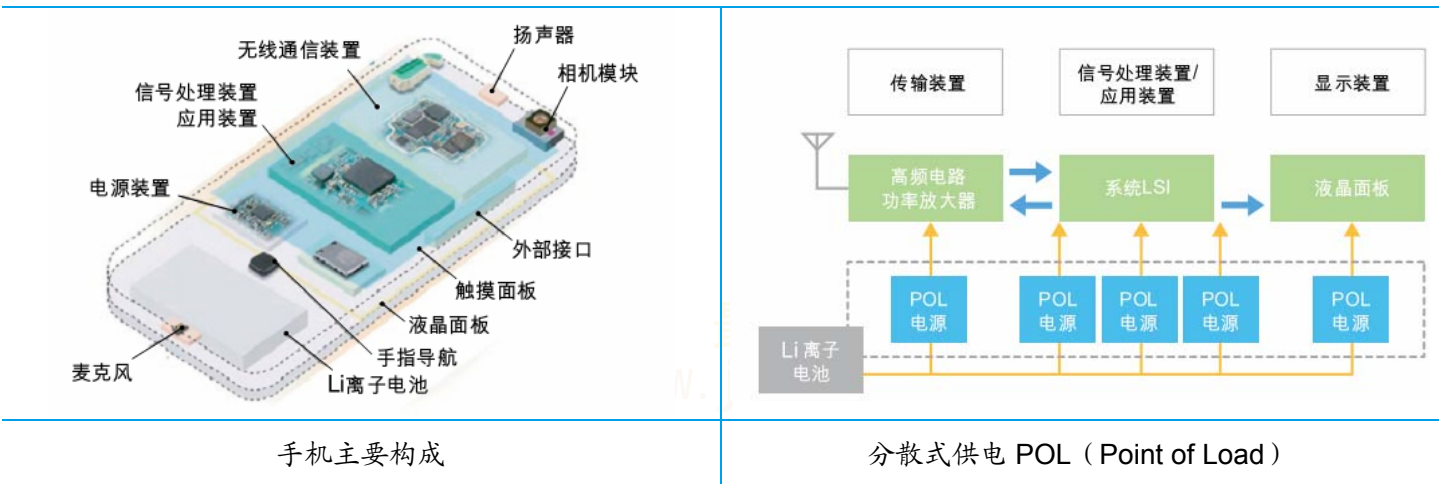
来源: 国金证券研究所

智能设备持续景气带动片式电感需求增长

电源管理与通信模块增加片式电感需求量

- 智能机逐步完成对功能机的替换，手机功能部件明显增多，特别是传感器等新的功能部件被大量引入的情况下，由于各部件驱动 IC 电压并不相同，原始电池串联集中供电的模式不再适用，采用 POL 独立供电的模式，根据 TDK 技术资料，在电源管理极其精细的情况下，POL 电源主要的通道可能接近 30 个。
- 手机功能部件的增加也使得未来 POL 通道数量进一步增加，运动传感器、地磁传感器、光线传感器、气压、湿度等传感器增加将是大概率事件，而指纹识别以及苹果与 Google 共同推动的协处理器结构将进一步增加 POL 电源通道的可能，同样也会增加功率电感的需求量。
- 另外智能机与平板等移动智能设备无线通信功能增多也将显著增加天线以及通信前端电感需求，以 Galaxy S4 为例，2G-4G 合计 10 个频段，WiFi 双天线，NFC 与蓝牙，合计 4 种通信模式。

图表6: 智能机电管管理采用分散供电的模式



来源: 国金证券研究所,TDK 官网

图表7: Galaxy S4 支持通信模式显著增加发射前端电感需求量

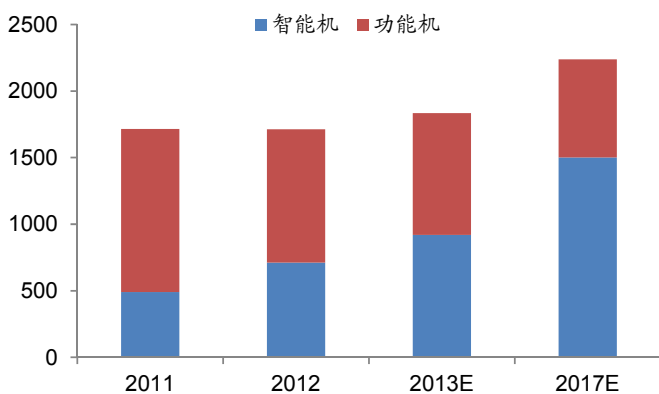
	制式	频点	数量
2G	GSM/EDGE	850、900、1800、1900MHz	4个
3G	UMTS/HSPA/HSPA+/DC-HSDPA	850、900、1900、2100MHz	4个
4G	LTE	700MHz、2100MHz	2个
WiFi	WiFi (802.11a/b/g/n/ac)	2.4、5GHz	2个
BT	Bluetooth	2.4GHz	1个
NFC		13.56MHz	1个

来源: 国金证券研究所

### 移动智能设备持续增长

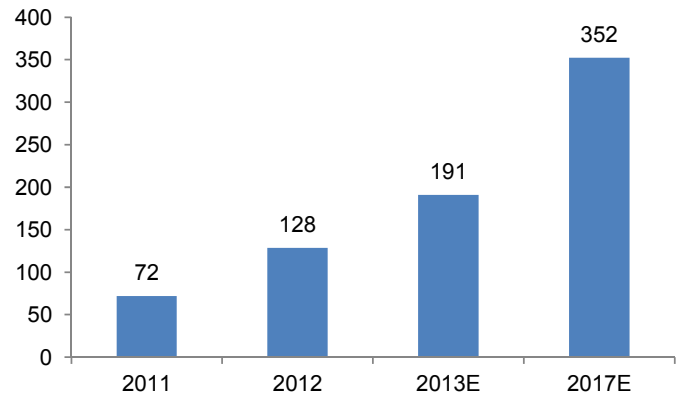
- 智能机持续增长, 主要来自于手机内部渗透率的提升, 考虑到智能机片式电感需求量与单机的价值都远远高于功能机, 智能手机渗透率的提升有望持续带动公司出货量的增加。
- 公司 2012 年切入高通、博通、联发科、Marvell 等全球六大智能机芯片厂商中的四家, 成为其芯片配套系统方案的推荐片式电感供应商, 一举打开全球一线品牌的智能手机和平板电脑应用市场, 持续推动公司业绩增长。
- 预计未来智能机增长主要来自于中端品牌, 利好国内中华酷联等品牌的的增长, 也有助于公司在内的产业链公司出货量的增加, 提升市场份额。根据 IDC 数据的显示, 2012 年 4 季度“中华酷联”智能机占比已经从 11 年年初的 5% 左右, 提升到 16%, 市场份额快速增长, 未来仍将保持快速增长的态势, 理由如下: 1) 智能机均价下移仍将加速, 公司产品定位与市场需求契合度高; 2) 国内巨大的市场需求有利于国产品牌的的增长; 3) 4G 网络的建设有助于国产手机款速放量。
- 而平板电脑也将保持快速增长的态势, 根据 IDC 预测, 17 年平板电脑达到 3.5 亿部, 较 13 年几乎实现翻倍。

图表8: 智能机渗透率持续提升

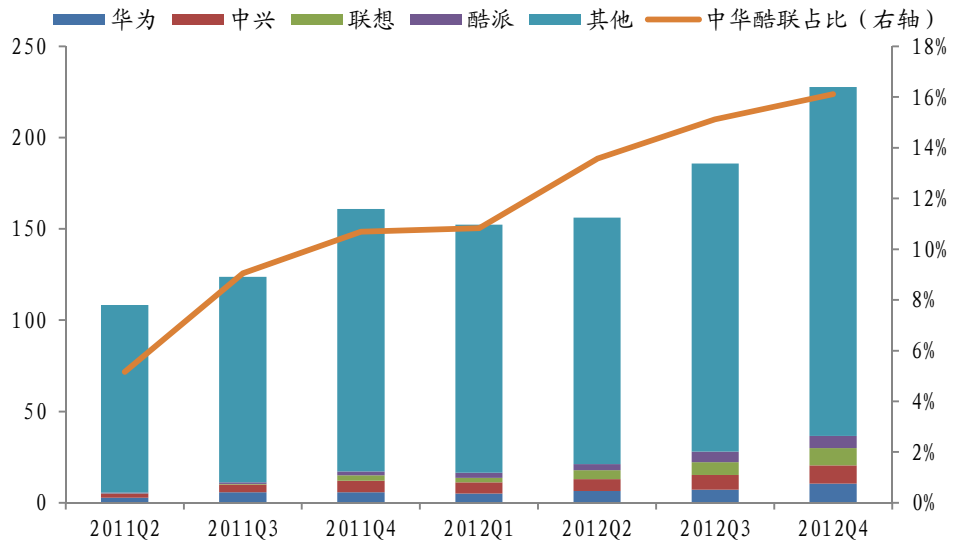


来源: 国金证券研究所, IDC

图表9: 平板电脑保持快速增长



图表10: 中华酷联智能机占比持续提升



来源: 国金证券研究所, IDC

智能化提升电感未来同样带来客观的增长空间

- 从目前智能化渗透的几个主要的方向来看, 穿戴式智能设备、智能家电(智能家居)、智能汽车都有望在未来几年内得到快速的增长。上述设备的增长无疑都将显著增加电感的需求数量。
  - 穿戴式智能设备相当于简版的智能手机, 其同样采用 POL 的方式, 传感器的引入有望显著提升功率电感的需求量, 通信制式未来有望从目前的蓝牙与 WiFi 的组合逐步增加 NFC、甚至是无线通信功能。
  - 智能家电与汽车电子演进且不提其本身硬件方便的变化, 蓝牙与 WiFi 的通信模式的增加同样将提升电感的需求量。

图表11: 智能产品无线通讯需求提升片式电感用量



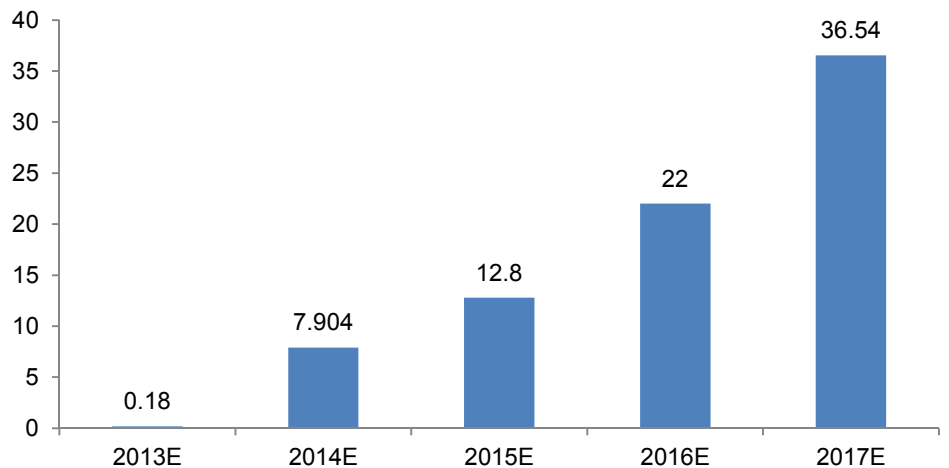
蓝牙+WiFi 成为客厅组网标配

蓝牙进入汽车控制室

穿戴式设备通讯功能逐步增加

来源: 国金证券研究所

图表12: 穿戴式智能设备对电感需求量也将有显著的提升



来源: 国金证券研究所

### 技术提升与产业链延伸是公司长期发展战略

#### 叠层片式电感与 LTCC 是公司技术延伸方向

- 从技术演进来看, 公司着力于提升叠层片式电感的占比。经过长期的经营, 公司产能结构发生了显著的变化, 增加了钽电容等产品, 提升片式电感份额, 强化 LTCC 产品。LTCC 产品显示公司成为国际领先企业的实力, 能够提供射频短一体化解决方案。
- LTCC 下游主要应用情况来看, 预计 12-17 年行业年均增速达到 11%, 尤其是在平板、手机方面。另外需要指出的是, 智能电视、穿戴式智能设备通信功能的增加同样也将提升 LTCC 市场增长空间。

图表13: 主要设备中 LTCC 需求量情况

应用领域	单位产品数量	2012		2017		12-17 CAGR
		设备数	LTCC	设备数	LTCC	
手机	1~5	17.1	45.6	22.4	82.4	13%
计算机	3~5	3.5	14.0	3.8	15.3	2%
平板	2~3	1.3	3.8	3.5	10.6	22%
汽车电子	2~4	2.5	7.5	3.2	9.6	5%
合计		24.4	71.0	32.9	117.8	11%

来源: 国金证券研究所, 公司公告, Gartner

#### 产业链拓展发展思路明晰

- 对于被动元器件等电子产业链上游的企业而言, 产业链的拓展将是重要的战略发展方向。行业龙头 TDK 与 Murata 等都采用此战略提升产品的竞争力与整体销售收入。
- 从 Murata 与 TDK 的产品构成来看, 处于行业全球领先的被动元器件厂商, 其围绕被动元器件进行的产品拓展非常的丰富, 两家公司通过拓展下游产品与解决方案, 能够进一步拉近与终端客户的距离, 提升自身在产业链中的地位, 带动被动元器件的销售, 并能够降低整体成本, 提升盈利空间与产品竞争力。而向下游的拓展进一步打开公司的增长空间, 提供持续增长的动力。



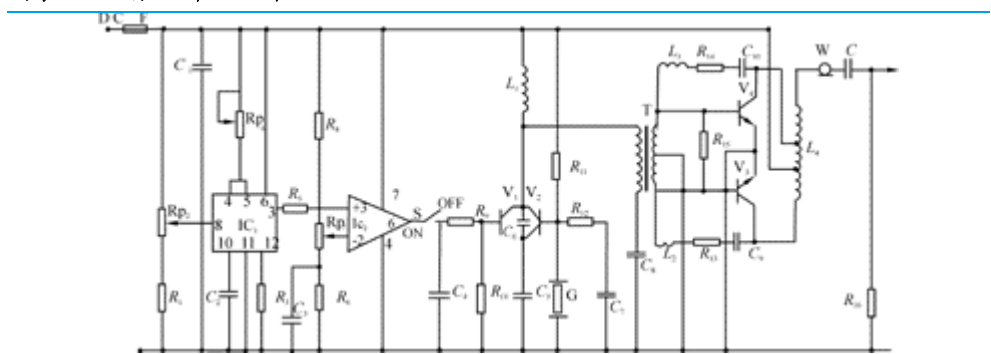
- 以射频解决方案为例，主要零部件依然还是被动元器件进行 SMT 或者 SMD，并不涉及半导体技术。公司在巩固电感优势的基础上，拓展电容产能，同时进行变压器、LTCC 等产品的拓展，未来既有希望更进一步，进入下游模块产品。公司长期发展的思路非常的清晰，也有足够的增长空间。

图表14: Murata 与 TDK 主要产品情况

Murata	电容	电感	电阻
	电器双层电容器	RFID	热敏电阻
	静噪元件	声像机器用滤波器	无线通电模块
	时钟元件	通信设备用滤波器	微型机电产品
	电源	射频	
	传感器	声音元件	
TDK	陶瓷电容器	电感器	EMC对策产品
	电子保护器件	压电产品/振荡器/蜂鸣	热敏打印头
	闪存控制器	变压器	噪音抑制片/磁性片
	RF产品	铁氧体	传感器/致动器

来源：国金证券研究所，公司官网

图表15: 射频解决方案



来源：国金证券研究所，互联网

### 估值与投资建议

- 公司募投项目打破增长瓶颈，技术提升产业链拓展的业务发展的思路明晰，空间十足。看好公司未来的增长势头，预计 13-15 年收入 987、1,397、1,846 百万元，分别同比增长 32.5%、41.5%、32.2%；净利润分别实现 167、258、335 百万元，分别同比增长 36.18%、54.62%、29.81%，按最新的股本计算 EPS 为 0.530、0.820、1.064 元。
- 公司历史动态 PE 基本在 30 倍以上，而目前对应 13-15 年分别为 31 倍，21 倍和 15 倍 PE。我们给予公司 25x14PE，对应目标价为 20-21 元，评级为“买入”。

图表16: 公司未来业务增长预测

	2012	2013E	2014E	2015E
<b>片式电感</b>				
收入 (百万)	735.80	973.47	1287.90	1565.05
YoY	35.55%	32.30%	32.30%	21.52%
毛利率	31.80%	32.40%	33.40%	33.40%
<b>LED功率电感</b>				
收入 (百万)			84	239.4
YoY				185.0%
毛利率			19.0%	25.0%
<b>变压器</b>				
收入 (百万)			6	17.1
YoY				185.0%
毛利率			15.0%	22.0%
<b>其他</b>				
收入 (百万)	9.04	13.43	18.62	23.96
YoY	18.62%	48.50%	38.60%	28.70%
毛利率	12.00%	14.00%	15.00%	15.00%
<b>合计</b>				
收入 (百万)	744.85	986.90	1396.51	1845.51
YoY	35.32%	32.5%	41.5%	32.2%
毛利率	31.6%	32.1%	32.2%	32.0%

来源: 国金证券研究所, 公司公告

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)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>主营业务收入</b>	<b>449</b>	<b>550</b>	<b>745</b>	<b>987</b>	<b>1,397</b>	<b>1,846</b>	货币资金	91	33	122	108	162	347
增长率		22.6%	35.3%	32.5%	41.5%	32.2%	应收账款	135	189	294	299	404	521
<b>主营业务成本</b>	<b>-245</b>	<b>-386</b>	<b>-509</b>	<b>-670</b>	<b>-947</b>	<b>-1,256</b>	存货	134	176	173	266	373	495
%销售收入	54.5%	70.1%	68.4%	67.9%	67.8%	68.0%	其他流动资产	9	5	38	15	21	27
<b>毛利</b>	<b>204</b>	<b>165</b>	<b>236</b>	<b>317</b>	<b>450</b>	<b>590</b>	流动资产	369	404	628	688	960	1,391
%销售收入	45.5%	29.9%	31.6%	32.1%	32.2%	32.0%	%总资产	35.9%	30.7%	38.8%	43.3%	52.7%	63.2%
营业税金及附加	-1	0	-3	0	0	-1	长期投资	0	0	0	-1	0	0
%销售收入	0.1%	0.0%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	553	804	884	843	802	751
营业费用	-22	-21	-27	-35	-47	-63	%总资产	53.8%	61.1%	54.6%	53.0%	44.0%	34.1%
%销售收入	4.9%	3.8%	3.6%	3.6%	3.4%	3.4%	无形资产	100	102	100	58	58	58
管理费用	-57	-53	-60	-91	-115	-150	非流动资产	659	912	992	902	862	811
%销售收入	12.6%	9.6%	8.1%	9.2%	8.2%	8.1%	%总资产	64.1%	69.3%	61.2%	56.7%	47.3%	36.8%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>125</b>	<b>91</b>	<b>146</b>	<b>190</b>	<b>287</b>	<b>377</b>	<b>资产总计</b>	<b>1,028</b>	<b>1,315</b>	<b>1,620</b>	<b>1,590</b>	<b>1,822</b>	<b>2,202</b>
%销售收入	27.9%	16.5%	19.6%	19.3%	20.5%	20.4%	短期借款	234	81	183	0	0	0
财务费用	-9	-8	-7	-3	-3	-5	应付款项	71	77	132	168	233	309
%销售收入	2.0%	1.5%	1.0%	0.3%	0.2%	0.3%	其他流动负债	18	-4	36	49	56	65
资产减值损失	-5	-6	-5	-1	0	0	流动负债	323	154	351	218	289	374
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	31	26	57	57	57	58
投资收益	0	15	0	0	8	8	其他长期负债	36	15	21	0	0	0
%税前利润	0.0%	15.6%	0.0%	0.0%	2.7%	2.1%	<b>负债</b>	<b>391</b>	<b>195</b>	<b>429</b>	<b>274</b>	<b>346</b>	<b>432</b>
<b>营业利润</b>	<b>111</b>	<b>91</b>	<b>134</b>	<b>187</b>	<b>291</b>	<b>380</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>638</b>	<b>1,120</b>	<b>1,191</b>	<b>1,316</b>	<b>1,477</b>	<b>1,770</b>
营业利润率	24.7%	16.6%	18.0%	18.9%	20.9%	20.6%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	4	5	7	5	5	5	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,028</b>	<b>1,315</b>	<b>1,620</b>	<b>1,590</b>	<b>1,823</b>	<b>2,202</b>
<b>税前利润</b>	<b>115</b>	<b>96</b>	<b>141</b>	<b>192</b>	<b>296</b>	<b>385</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	25.6%	17.5%	18.9%	19.4%	21.2%	20.8%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-19	-16	-18	-25	-39	-50	<b>每股指标</b>						
所得税率	16.7%	16.9%	13.1%	13.0%	13.0%	13.0%	每股收益	0.493	0.377	0.389	0.530	0.820	1.064
<b>净利润</b>	<b>96</b>	<b>80</b>	<b>122</b>	<b>167</b>	<b>258</b>	<b>335</b>	每股净资产	3.282	5.276	3.788	4.186	4.698	5.632
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.394	0.164	0.671	0.616	0.639	0.869
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>96</b>	<b>80</b>	<b>122</b>	<b>167</b>	<b>258</b>	<b>335</b>	每股股利	0.250	0.000	0.150	0.130	0.130	0.130
净利率	21.3%	14.6%	16.4%	16.9%	18.5%	18.1%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	15.03%	7.15%	10.28%	12.67%	17.45%	18.90%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	9.32%	6.09%	7.56%	10.48%	14.14%	15.19%
净利润	96	80	0	167	258	335	投入资本收益率	11.53%	6.10%	8.82%	12.07%	16.27%	17.93%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	48	65	0	92	97	103	主营业务收入增长率	37.77%	22.55%	35.34%	32.48%	41.51%	32.15%
非经营收益	6	-7	0	1	-7	-3	EBIT增长率	52.00%	-27.52%	60.86%	30.59%	50.54%	31.37%
营运资金变动	-73	-109	0	-66	-147	-161	净利润增长率	55.96%	-16.41%	52.78%	36.18%	54.62%	29.81%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>77</b>	<b>29</b>	<b>0</b>	<b>194</b>	<b>201</b>	<b>273</b>	总资产增长率	54.51%	27.93%	23.12%	-1.82%	14.62%	20.82%
资本开支	-270	-362	-221	-3	-52	-46	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	15	0	-1	0	0	应收账款周转天数	73.6	81.1	92.5	80.0	76.0	75.0
其他	0	-1	0	0	8	8	存货周转天数	144.4	147.1	125.3	145.0	144.0	144.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-270</b>	<b>-348</b>	<b>-221</b>	<b>-4</b>	<b>-44</b>	<b>-38</b>	应付账款周转天数	56.6	47.4	48.7	52.0	50.0	50.0
股权募资	35	414	0	0	-57	0	固定资产周转天数	302.4	384.1	349.0	252.0	168.5	119.2
债权募资	235	-158	134	-198	0	1	<b>偿债能力</b>						
其他	-78	41	-55	-6	-46	-51	净负债/股东权益	27.38%	6.61%	9.85%	-3.91%	-7.15%	-16.37%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>193</b>	<b>297</b>	<b>79</b>	<b>-204</b>	<b>-103</b>	<b>-50</b>	EBIT利息保障倍数	13.6	10.8	20.5	68.0	91.7	80.4
<b>现金净流量</b>	<b>0</b>	<b>-22</b>	<b>-143</b>	<b>-14</b>	<b>54</b>	<b>185</b>	资产负债率	37.98%	14.84%	26.48%	17.25%	18.98%	19.60%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	3	3	7	12
增持	0	1	2	6	9
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.25	1.33	1.41	1.42

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 2011-10-17	增持	11.04	18.10 ~ 18.10
2 2012-02-29	增持	10.43	16.59 ~ 16.59
3 2012-07-18	增持	12.92	13.66 ~ 13.66
4 2012-10-17	增持	13.68	N/A
5 2012-12-25	买入	12.44	16.77
6 2013-02-28	买入	13.68	N/A
7 2013-06-21	买入	18.58	23.49 ~ 25.17
8 2013-07-31	买入	16.26	N/A

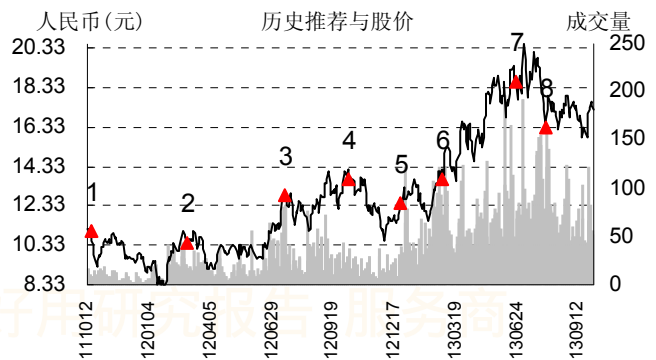
来源：国金证券研究所

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



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: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net