

## 金 莱 特 (002723.SZ) 视听器材行业

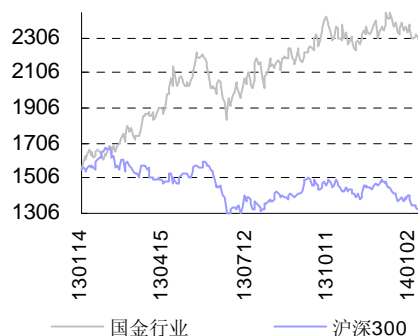
新股研究

询价价格(人民币): 10.16-12.06 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

发行 A 股上限(百万股)	23.35
总股本(百万股)	70.00
国金视听器材指数	2320.28
沪深 300 指数	2193.68
中小板指数	5908.39



## 公司基本情况(人民币)

项 目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.793	0.886	0.423	0.635	0.705
每股净资产(元)	3.54	4.43	6.29	6.57	7.14
每股经营性现金流(元)	0.87	0.96	0.97	0.93	1.08
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	19.90	22.99	28.90	28.76	28.76
净利润增长率(%)	23.76%	11.63%	-36.33%	50.15%	11.04%
净资产收益率(%)	22.40%	20.00%	6.72%	9.67%	9.87%
总股本(百万股)	70.00	70.00	93.35	93.35	93.35

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 基本结论、价值评估与投资建议

- **国内可充电备用照明和可充电风扇的 ODM 龙头:** 公司从事可充电备用照明产品(包括照明灯具、手电筒、消防应急灯)及可充电式交直流两用风扇(包括台扇和落地扇)的研发和生产, 2012 年收入为 5.6 亿元(YoY 12%), 净利润为 0.62 亿元(YoY 16%)。公司的业务模式主要为 ODM 出口, 出口收入占比约 70%, 主要市场为亚洲; 内销品牌“KENNEDY”贡献销售收入为 10%左右。目前公司销售灯具中 LED 灯具占比超过 60%。
- **预计未来可充电备用照明产品行业需求稳中有增:** 可充电备用照明产品的主要市场为: 1) 电力供应不稳定的发展中国家和地区; 2) 户外休闲运动市场, 3) 消防、公共设施等备用照明市场。08 年-12 年我国可充电备用照明出口金额保持较快增长。由于亚非拉地区的基础建设落后、部分国家并不优先保障民用电, 因此民用电力的缺口将长期存在; 而户外休闲市场持续发展, 因此预计未来备用照明市场需求将稳中有增。照明市场的竞争格局非常分散, 长期来看集中度提升将是趋势。
- **公司是国内最大的可充电照明产品出口企业, 竞争优势主要体现在规模优势、研发优势和柔性化制造优势, 未来产品线的延伸将沿着可充电、交直流两用的技术路径发展, 预计短期内不会进入通用照明领域。** 公司的应收账款周转率、存货周转率、经营性现金流等经营指标表现良好, 但是净利率高达 10%, 销售费用率仅为 1%, 预计未来公司可能需要加大销售费用投入以应对激烈的竞争。募投项目主要用于扩产及研发中心建设, 有助于缓解产能不足的限制, 并增强研发实力。
- **盈利预测及投资建议:** 公司 2013 年业绩受到厂房搬迁及财务费用等成本增加的影响而下降, 2014 年受益于销售恢复和利息收入贡献而大幅增长, 2015 年增速回落至正常。预计公司 2013 年-2015 年收入为 5.6、6.7 和 7.5 亿元, 同比增长 0.7%、19.4%和 11.8%, 净利润为 0.39、0.59 和 0.66 亿元, 同比增长-36%、50%、11%, 其中 2014 年 EBIT 增速为 13%。由于超募的概率较低, 假设发行股数为 2335 万股, 对应 EPS 为 0.42、0.64 和 0.71 元。与 A 股市场现有照明公司相比, 金莱特所处的可充电备用照明市场较小, 且以 ODM 出口为主, 因此可比性较弱。我们参考出口 ODM 企业的估值, 并考虑市场情绪因素给予一定溢价, 给予公司 16-19×14EPS, 对应目标价为 10.16-12.06 元。

蔡益润 分析师 SAC 执业编号: S1130513080013  
(8621)60230249  
caiyr@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028  
(8621)60230220  
huangting@gjzq.com.cn

## 内容目录

国内可充电备用照明和可充电风扇的 ODM 龙头 .....	3
预计可充电备用照明和风扇的市场可保持温和增长 .....	5
公司的竞争优势在于研发和规模，未来坚持发展可充电产品 .....	7
经营指标稳健，未来销售费用率有可能提高 .....	8
募投项目用于解决产能约束 .....	8
盈利预测 .....	9
风险提示 .....	9
附录：三张报表预测摘要 .....	11

## 图表目录

图表 1：公司产品系列一览 .....	3
图表 2：公司近年来收入和毛利率变化 .....	3
图表 3：公司近年来净利润和净利率变化 .....	3
图表 4：公司的产品收入结构 .....	4
图表 5：公司的销售地区收入结构，以出口亚洲为主 .....	4
图表 6：公司自有品牌业务和 ODM 业务对比，毛利率接近 .....	4
图表 7：公司的 OEM 业务和自有品牌业务均基于“4+1”模式展开 .....	5
图表 8：公司股权结构 .....	5
图表 9：我国可充电备用照明行业出口金额保持较快增长 .....	6
图表 10：全球电力需求持续增长 .....	6
图表 11：以印度为例，电力缺口严重 .....	6
图表 12：公司各项产品占据我国出口市场的份额较低 .....	7
图表 13：研发费用占销售收入的比重 .....	7
图表 14：公司的 LED 灯具占销量比重约为 60% .....	8
图表 15：公司主要财务指标一览 .....	8
图表 16：募投项目一览 .....	9
图表 17：公司收入分拆 .....	10

## 国内可充电备用照明和可充电风扇的 ODM 龙头

- 公司主要从事可充电备用照明产品以及可充电式交直流两用风扇的研发和生产，其中可充电备用照明产品包括可充电室内外备用照明灯具、可充电式手电筒、消防应急灯三大系列，主要用于民用/工业备用照明、户外运动、军用远距离照明等多个领域。可充电式交直流两用风扇则包括台扇和落地扇两类。
- 2012 年公司收入 5.59 亿元，同比增长 12%，净利润 0.62 亿元，同比增长 16%；1H13 公司收入为 3.0 亿元，同比增长 5.9%，净利润为 0.21 亿元，同比下降 37.7%，原因主要为公司从 2013 年 1 月开始搬迁厂房，从而影响销售，同时财务费用和人工成本增长较快。

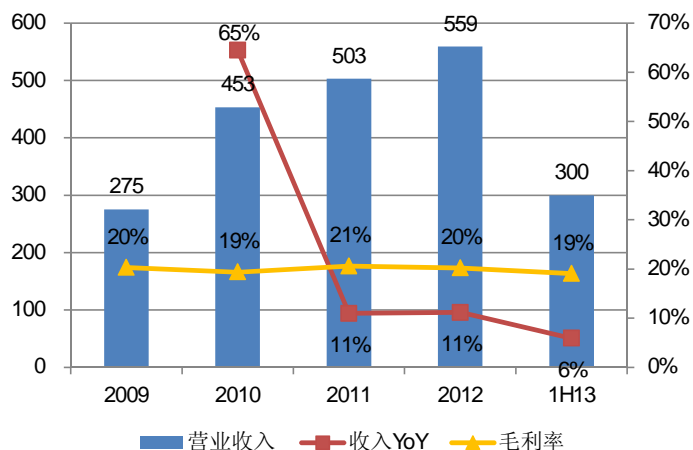
图表1：公司产品系列一览

产品类别	产品系列	产品定位	2012 年产量
可充电备用照明灯具	按结构划分	可充电室内外备用照明灯具	8843
		可充电式手电筒	2259
		消防应急灯	160
	按光源划分	可充电备用 LED 光源照明灯具	占比超过 60%
		可充电备用普通光源照明灯具	占比不足 40%
可充电交直流两用风扇	按结构划分	可充电交直流两用落地扇	396
		可充电交直流两用台扇	710

单位：万台

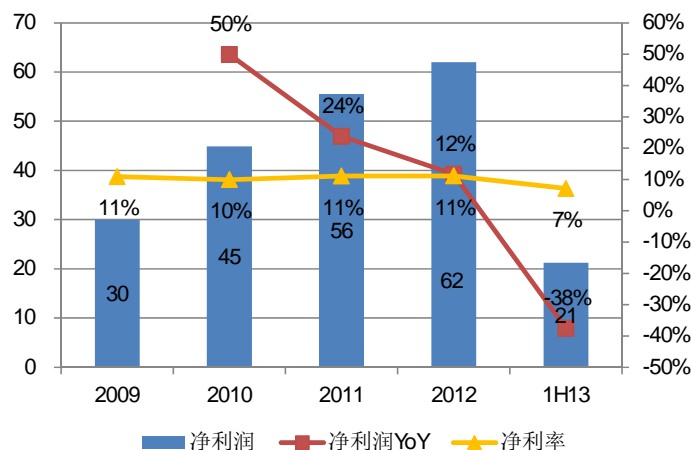
来源：招股书，国金证券研究所

图表2：公司近年来收入和毛利率变化



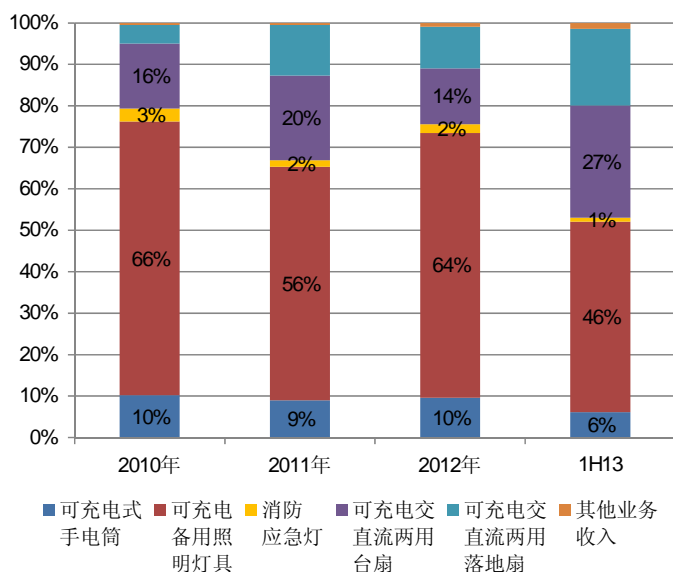
来源：招股书，国金证券研究所

图表3：公司近年来净利润和净利率变化



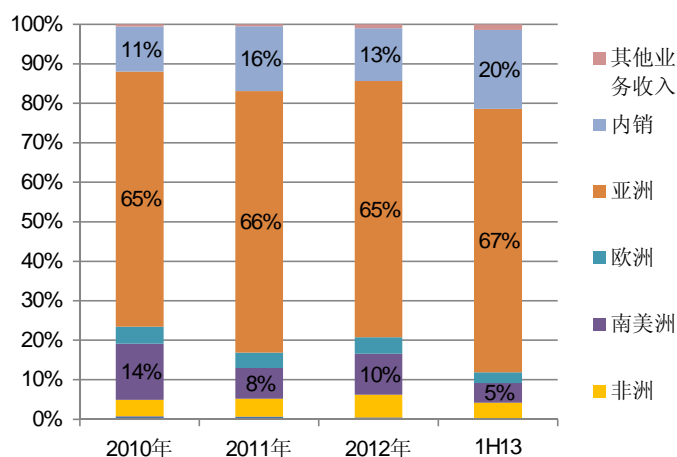
- 公司所生产的产品主要供出口，占总收入的比重达 70-80%，亚洲是公司最大的出口市场。2010 年和 2011 年公司的备用照明灯具出口量均为行业第一，2012 年为行业第二，2011 年和 2012 年，可充电交直流两用风扇出口量居行业第二。

图表4: 公司的产品收入结构



来源: 招股书, 国金证券研究所

图表5: 公司的销售地区收入结构, 以出口亚洲为主



- 公司业务以 ODM 为主, 自主品牌“KENNEDE”占销售收入比例仅为 10% 左右。在销售模式上, “KENNEDE”由客户负责销售并维护, 其毛利率与 ODM 业务毛利率并无明显差别。我们认为, 自主品牌的毛利率并未明显高于 OEM 业务的原因一方面公司的自主品牌所面向的区域主要为消费力较弱、缺少自主品牌的地区; 另一方面从公司的业务模式来分析, 公司的 OEM 业务和自主品牌业务均基于“4+1”模式展开, 公司负责的环节均为市场调研、产品研发、市场推广、产品交货, 而销售、售后服务、品牌维护工作均交由下游客户完成, 因此毛利率接近是正常表现。

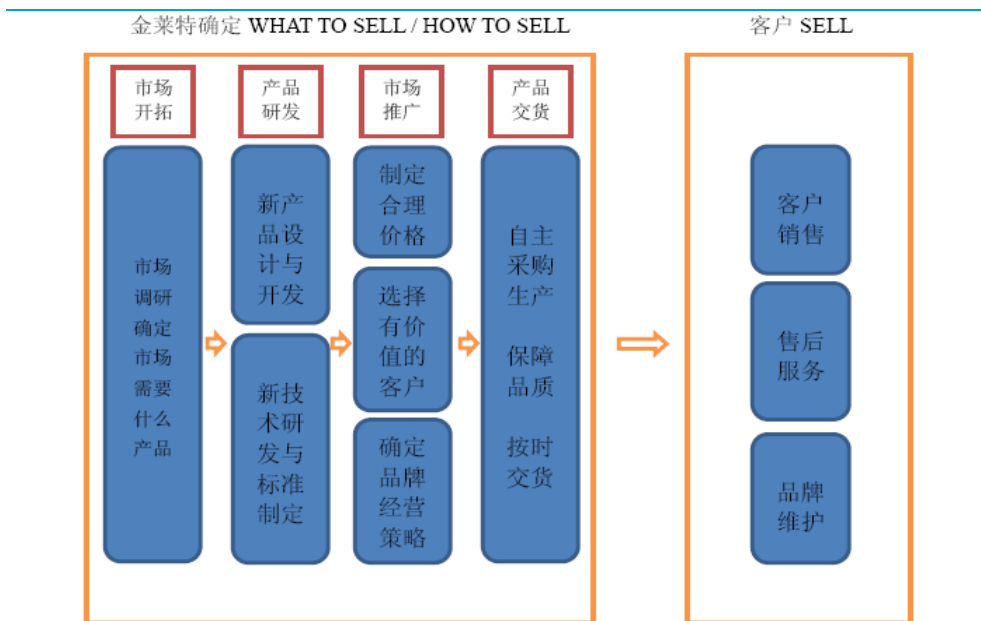
图表6: 公司自有品牌业务和 ODM 业务对比, 毛利率接近

		2010 年	2011 年	2012 年	1H13 年
销售收入	自有品牌	42	61	29	24
	ODM	408	440	525	272
销量	自有品牌	64	73	32	27
	ODM	1,003	981	1,186	521
单价	自有品牌	67	83	90	88
	ODM	41	45	44	52
毛利率	自有品牌	20.6%	21.1%	21.5%	20.3%
	ODM	19.3%	20.6%	20.4%	19.3%

单位: 万元、万台、元

来源: 招股书, 国金证券研究所

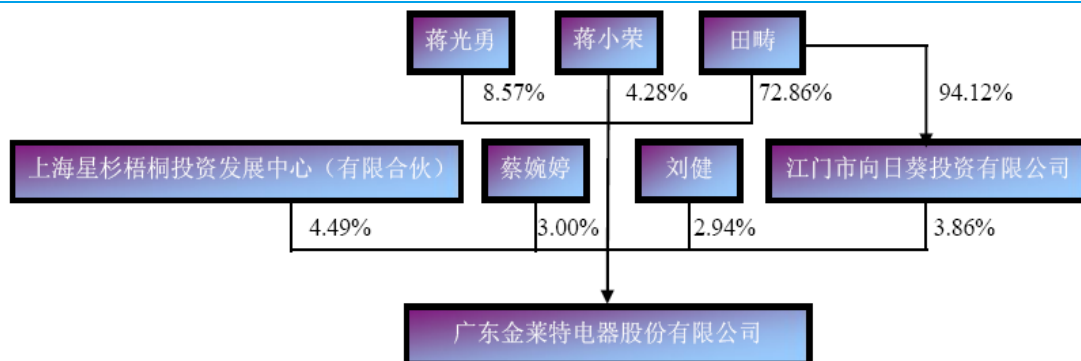
图表7: 公司的 OEM 业务和自有品牌业务均基于“4+1”模式展开



来源：招股书，国金证券研究所

- 公司实际控制人为田畴和蒋小荣夫妇，合计持有 77.14%股份，另外田畴还持有向日葵投资 94.12%股权。向日葵投资主要为公司管理层所成立的持股公司，其中董事长田畴持股 94.12%，其余四名股东各持股 1.47%。

图表8: 公司股权结构

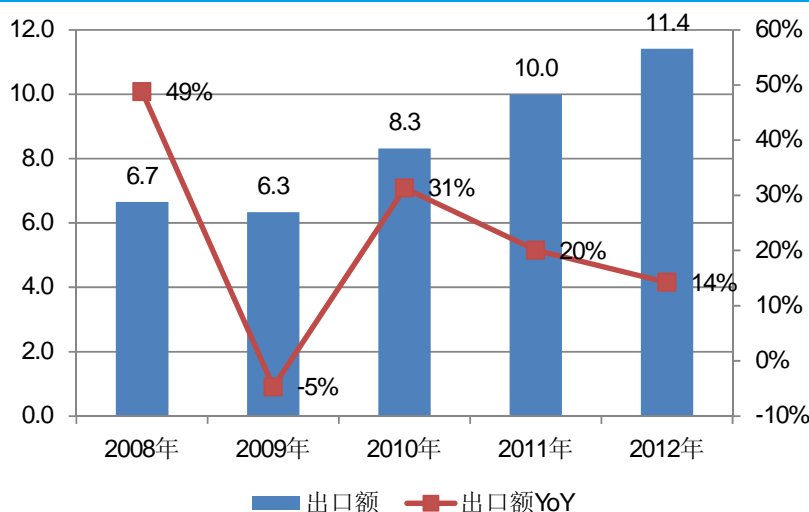


来源：招股书，国金证券研究所

### 预计可充电备用照明和风扇的市场可保持温和增长

- 可充电备用照明产品的主要市场为：（1）电力供应不稳定的发展中国家和地区，如亚非拉等；2）欧美等发达国家的户外运动市场，3）消防、公共设施等备用市场。从海关出口数据来看，08 年-12 年我国可充电备用照明出口金额保持较快增长。而可充电交直流两用风扇主要用于电力供应不稳定的发展中国家和地区，以及海外的花园休闲市场。

图表9: 我国可充电备用照明行业出口金额保持较快增长

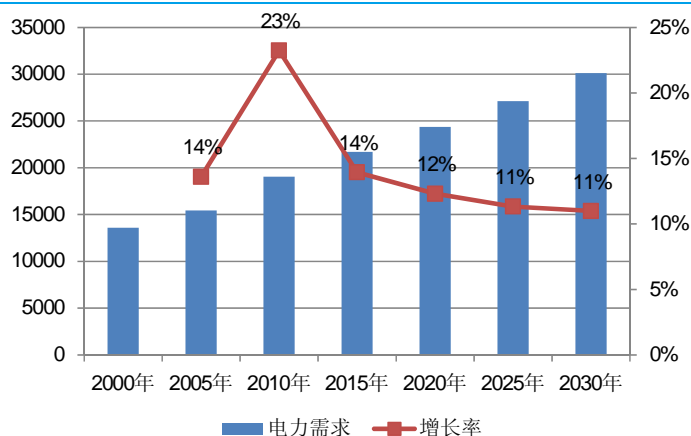


单位: 亿美元

来源: 招股书, 国金证券研究所

- 在亚非拉市场, 由于基础建设落后、经济发展带来供电缺口长期存在, 尽管基础建设发展的阶段一般早于经济发展, 但是由于部分国家并不优先保障民用电, 因此预计民用电力的缺口将持续存在较长时间。而在欧美等发达地区, 户外休闲运动的发展趋势良好, 同时在中国等市场, 户外休闲运动方兴未艾, 因此预计该细分市场将持续增长。而出于消防、公共安全等目的在公共设施安置的备用照明需求较为稳定。综上所述, 我们预计可充电备用照明产品的行业销量稳中有增。

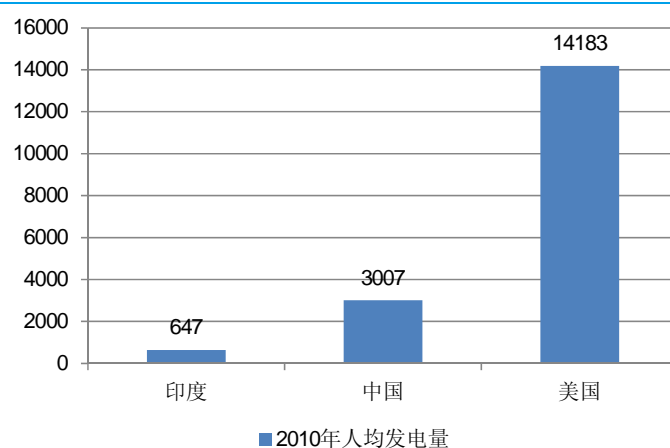
图表10: 全球电力需求持续增长



单位: 亿千瓦时

来源: 招股书, 国金证券研究所

图表11: 以印度为例, 电力缺口严重

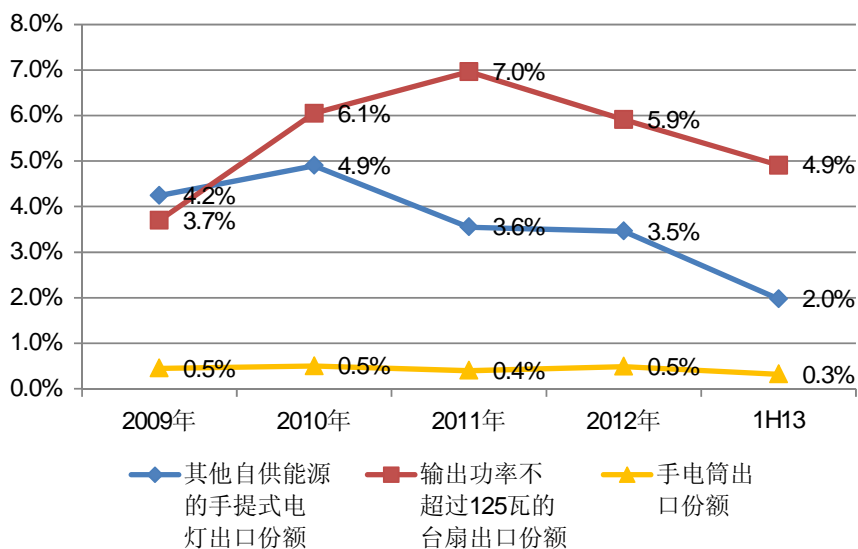


单位: 千瓦时

- 我国照明产业市场竞争激烈, 行业格局分散, 目前业内企业有一万多家, 规模以上企业有 3200 多家, 产值达到十亿元以上的企业有数十家。在可充电照明产品细分市场, 公司作为业内排名前二位的生产商, 所占据份额不足 10%。随着行业的发展和成熟, 集中度提升将是顺势所趋。



图表12: 公司各项产品占据我国出口市场的份额较低

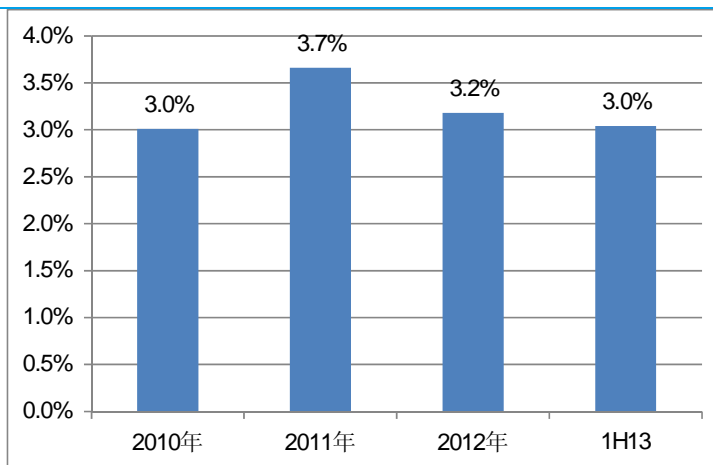


来源: 招股书, 国金证券研究所

### 公司的竞争优势在于研发和规模, 未来坚持发展可充电产品

- **规模优势:** 公司目前是业内排名前两位的可充电照明灯具出口商之一, 而另一家企业为深圳中电投资股份有限公司, 主要提供电子外贸专业服务, 并不直接从事备用照明灯具的生产业务, 因此公司实际上应为行业内最大的可充电照明灯具出口商, 具备明显的规模优势。
- **研发优势:** 公司目前拥有 13 项发明专利、32 项实用新型和 166 项外观专利, 另有 5 项发明专利、11 项实用新型和 14 项外观专利正在申请过程中, 是目前同行业内拥有专利技术最多的企业之一。公司产品在散热性指标、二次光学技术、驱动控制技术、电压防突变技术及充电寿命等技术指标均达到行业领先水平。
- **制造优势:** 公司具备较强的柔性化生产能力, 每年生产的产品超过 200 种, 生产周期可根据需求缩短至 7-14 天。

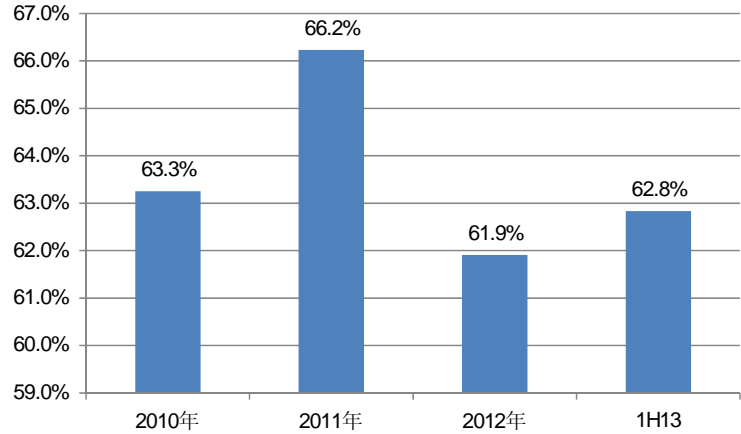
图表13: 研发费用占销售收入的比重



来源: 招股书, 国金证券研究所

- 2012 年度，可充电备用 LED 灯具销量超过 600 万台，占可充电备用照明产品总销量的比重超过 60%，是公司未来重要的发展方向。由于公司的技术优势主要集中于充电技术和交直流两用技术，因此未来产品线的延伸也将沿着该技术路径进行，预计短期内不会进入通用照明领域。

图表14: 公司的LED灯具占销量比重约为60%



来源：招股书，国金证券研究所

- 对于内销市场，公司目前尚在规划中，目前还没有进行大规模的投入，公司对此较为谨慎。

### 经营指标稳健，未来销售费用率有可能提高

- 从应收账款周转率、存货周转率来看，公司的表现良好，经营稳健，现金流指标也较健康。
- 公司的净利率高达 10%左右，几乎可与品牌企业相媲美，但销售费用率仅为 1%左右，未来公司为了维持高净利率，必须为客户提供较为差异化的产品，从而有可能导致销售费用率的升高。

图表15: 公司主要财务指标一览

项目	2010 年	2011 年	2012 年	1H13
流动比率（倍）	1.55	1.6	1.2	1.1
速动比率（倍）	1.19	1.14	0.81	0.71
应收账款周转率（次）	9.45	7.64	8.86	3.73
存货周转率（次）	7.5	6.4	6.2	2.9
每股经营活动现金流量（元）	0.32	0.87	0.96	0.17
毛利率	19.3%	20.6%	20.2%	19.1%
销售费用率	0.9%	1.0%	1.3%	1.3%
管理费用率	5.3%	5.8%	5.3%	5.9%
净利率	9.9%	11.0%	11.1%	7.1%

来源：招股书，国金证券研究所

### 募投项目用于解决产能约束

- 募投项目主要用于可充电备用 LED 灯具扩产、可充电交直流两用风扇扩产，以及研发中心建设，有助于缓解产能不足的问题，并增强研发实力。



- 公司前期已经用自有资金完成部分厂房和员工宿舍的建设，并从 2013 年 1 月开始搬迁，从而影响到 2013 年的销售增长，同时银行贷款增加、固定资产计提折旧增加、人工成本提高令 2013 年净利润同比下降，预计募集资金到位后，财务费用的明显改善将有利于净利润提高，同时固定资产折旧的增速应有限。

**图表16：募投项目一览**

序号	项目名称	项目总投资	拟以募集资金投入	目前已投入资金	新增产能
1	可充电备用 LED 灯具扩产项目	17,507	17,507	7155	948
2	可充电交直流两用风扇扩产项目	5,862	5,862	1744	113
3	研发中心项目	3,881	3,881	2601	
	合计	27,250	27,250		

单位：万台，万元

来源：招股书，国金证券研究所

### 盈利预测

- 公司 2013 年业绩受到厂房搬迁，财务费用、折旧、人工成本增加的影响而下降，2014 年将受益于销售恢复和财务费用贡献而大幅增长，2015 年回落至正常增长。
- 预计公司 2013 年-2015 年收入为 5.63、6.72 和 7.51 亿元，同比增长 0.7%、19.4%和 11.8%，净利润为 0.39、0.59 和 0.66 亿元，同比增长-36%、50%、11%，其中 2014 年 EBIT 增速为 13%。
- 由于公司超募的概率较低，假设发行股数为 2335 万股，对应 EPS 为 0.423、0.635 和 0.705 元。与 A 股市场现有照明公司（如阳光照明）相比，金莱特所处的可充电备用照明市场较小，产品升级换代趋势不显著，且以 ODM 出口为主，因此可比性较弱。我们参考出口 ODM 企业的估值，并考虑市场情绪因素给予一定溢价，给予公司 16-19×14EPS，对应目标价为 10.16-12.06 元。

### 风险提示

- 汇率大幅波动的风险。
- 销售费用率提高导致净利率水平下降的风险。

**图表17：公司收入分析**

项 目	2011	2012	1H13	2013E	2014E	2015E
<b>可充电手电筒</b>						
销售收入（百万元）	45.40	53.68	18.24	39.60	48.30	51.00
增长率（YOY）	-1.88%	18.24%		-26.23%	21.97%	5.59%
毛利率	22.97%	21.37%	19.23%	19.20%	18.50%	18.00%
占总销售额比重	9.07%	9.69%	6.17%	7.04%	7.19%	6.79%
占主营业务利润比重	10.03%	10.12%	6.12%	6.96%	6.87%	6.32%
<b>可充电室内外备用照明灯具</b>						
销售收入（百万元）	283.10	357.08	137.78	303.75	360.00	400.00
增长率（YOY）	-5.36%	26.13%		-14.94%	18.52%	11.11%
毛利率	20.39%	20.28%	19.44%	19.50%	19.50%	19.50%
占总销售额比重	56.59%	64.47%	46.59%	53.98%	53.57%	53.25%
占主营业务利润比重	55.54%	63.89%	46.72%	54.24%	53.97%	53.74%
<b>消防应急灯</b>						
销售收入（百万元）	7.80	11.80	3.04	6.40	8.00	8.96
增长率（YOY）	-44.72%	51.32%		-45.75%	25.00%	12.00%
毛利率	21.93%	19.29%	19.91%	19.90%	20.00%	20.00%
占总销售额比重	1.56%	2.13%	1.03%	1.14%	1.19%	1.19%
占主营业务利润比重	1.65%	2.01%	1.06%	1.17%	1.23%	1.23%
<b>可充电交直流两用落地扇</b>						
销售收入（百万元）	61.08	55.83	55.56	87.00	108.75	123.25
增长率（YOY）	202.14%	-8.60%		55.83%	25.00%	13.33%
毛利率	20.02%	20.10%	18.99%	19.00%	19.00%	19.00%
占总销售额比重	12.21%	10.08%	18.79%	15.46%	16.18%	16.41%
占主营业务利润比重	11.77%	9.90%	18.40%	15.14%	15.89%	16.13%
<b>可充电交直流两用台扇</b>						
销售收入（百万元）	102.92	75.46	81.08	126.00	147.00	168.00
增长率（YOY）	44.88%	-26.67%		66.97%	16.67%	14.29%
毛利率	21.22%	21.14%	19.59%	19.50%	19.50%	19.50%
占总销售额比重	20.57%	13.63%	27.42%	22.39%	21.87%	22.36%
占主营业务利润比重	21.01%	14.08%	27.70%	22.50%	22.04%	22.57%
销售总收入（百万元）	500.30	553.86	295.70	562.75	672.05	751.21
销售总成本（百万元）	396.37	440.52	238.37	453.54	541.99	606.06
毛利（百万元）	103.93	113.34	57.33	109.21	130.06	145.15
平均毛利率	20.77%	20.46%	19.39%	19.41%	19.35%	19.32%

来源：招股书，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)**

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>主营业务收入</b>	<b>453</b>	<b>503</b>	<b>559</b>	<b>563</b>	<b>672</b>	<b>751</b>
增长率		11.0%	11.2%	0.7%	19.4%	11.8%
<b>主营业务成本</b>	<b>-366</b>	<b>-400</b>	<b>-446</b>	<b>-454</b>	<b>-542</b>	<b>-606</b>
%销售收入	80.7%	79.4%	79.8%	80.6%	80.6%	80.7%
<b>毛利</b>	<b>88</b>	<b>103</b>	<b>113</b>	<b>109</b>	<b>130</b>	<b>145</b>
%销售收入	19.3%	20.6%	20.2%	19.4%	19.4%	19.3%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-2</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>
%销售收入	0.5%	0.8%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%
<b>营业费用</b>	<b>-4</b>	<b>-5</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>-10</b>	<b>-12</b>
%销售收入	0.9%	1.0%	1.3%	1.2%	1.5%	1.6%
<b>管理费用</b>	<b>-24</b>	<b>-29</b>	<b>-30</b>	<b>-32</b>	<b>-40</b>	<b>-43</b>
%销售收入	5.3%	5.8%	5.3%	5.6%	5.9%	5.7%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>57</b>	<b>65</b>	<b>72</b>	<b>68</b>	<b>77</b>	<b>87</b>
%销售收入	12.6%	13.0%	12.9%	12.1%	11.5%	11.5%
<b>财务费用</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>	<b>-6</b>	<b>-10</b>	<b>4</b>	<b>2</b>
%销售收入	1.0%	1.3%	1.1%	1.7%	-0.6%	-0.3%
<b>资产减值损失</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</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>2</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
%税前利润	0.2%	3.6%	0.5%	1.6%	1.2%	1.1%
<b>营业利润</b>	<b>51</b>	<b>62</b>	<b>66</b>	<b>59</b>	<b>82</b>	<b>90</b>
营业利润率	11.2%	12.3%	11.8%	10.5%	12.2%	12.0%
<b>营业外收支</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>
<b>税前利润</b>	<b>53</b>	<b>66</b>	<b>73</b>	<b>63</b>	<b>86</b>	<b>94</b>
利润率	11.7%	13.0%	13.1%	11.2%	12.8%	12.5%
<b>所得税</b>	<b>-8</b>	<b>-10</b>	<b>-11</b>	<b>-9</b>	<b>-13</b>	<b>-14</b>
所得税率	15.6%	15.2%	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>净利润</b>	<b>45</b>	<b>56</b>	<b>62</b>	<b>53</b>	<b>73</b>	<b>80</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>14</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>45</b>	<b>56</b>	<b>62</b>	<b>39</b>	<b>59</b>	<b>66</b>
净利率	9.9%	11.0%	11.1%	7.0%	8.8%	8.8%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>净利润</b>	<b>45</b>	<b>56</b>	<b>62</b>	<b>53</b>	<b>73</b>	<b>80</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>11</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>21</b>	<b>28</b>	<b>31</b>
<b>非经营收益</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-37</b>	<b>-8</b>	<b>-12</b>	<b>12</b>	<b>-10</b>	<b>-5</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>22</b>	<b>61</b>	<b>67</b>	<b>91</b>	<b>87</b>	<b>101</b>
<b>资本开支</b>	<b>-66</b>	<b>-85</b>	<b>-126</b>	<b>-189</b>	<b>75</b>	<b>74</b>
<b>投资</b>	<b>18</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>11</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-47</b>	<b>-85</b>	<b>-114</b>	<b>-189</b>	<b>76</b>	<b>75</b>
<b>股权募资</b>	<b>37</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>250</b>	<b>-21</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>69</b>	<b>-25</b>	<b>78</b>	<b>-139</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>其他</b>	<b>-1</b>	<b>-4</b>	<b>-9</b>	<b>-10</b>	<b>-12</b>	<b>-12</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>105</b>	<b>-29</b>	<b>69</b>	<b>101</b>	<b>-33</b>	<b>-11</b>
<b>现金净流量</b>	<b>80</b>	<b>-53</b>	<b>22</b>	<b>3</b>	<b>130</b>	<b>165</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>货币资金</b>	<b>113</b>	<b>60</b>	<b>82</b>	<b>85</b>	<b>215</b>	<b>380</b>
<b>应收款项</b>	<b>75</b>	<b>69</b>	<b>78</b>	<b>78</b>	<b>91</b>	<b>100</b>
<b>存货</b>	<b>61</b>	<b>64</b>	<b>81</b>	<b>75</b>	<b>89</b>	<b>100</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>17</b>	<b>26</b>	<b>6</b>	<b>16</b>	<b>17</b>	<b>18</b>
<b>流动资产</b>	<b>266</b>	<b>219</b>	<b>247</b>	<b>254</b>	<b>412</b>	<b>597</b>
%总资产	73.1%	56.9%	46.9%	35.9%	53.8%	70.3%
<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>47</b>	<b>101</b>	<b>217</b>	<b>377</b>	<b>270</b>	<b>160</b>
%总资产	12.8%	26.2%	41.1%	53.4%	35.2%	18.8%
<b>无形资产</b>	<b>51</b>	<b>65</b>	<b>63</b>	<b>73</b>	<b>82</b>	<b>91</b>
<b>非流动资产</b>	<b>98</b>	<b>166</b>	<b>280</b>	<b>453</b>	<b>354</b>	<b>253</b>
%总资产	26.9%	43.1%	53.1%	64.1%	46.2%	29.7%
<b>资产总计</b>	<b>364</b>	<b>385</b>	<b>528</b>	<b>707</b>	<b>766</b>	<b>850</b>
<b>短期借款</b>	<b>75</b>	<b>50</b>	<b>128</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>95</b>	<b>90</b>	<b>84</b>	<b>97</b>	<b>116</b>	<b>129</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>1</b>	<b>-3</b>	<b>-5</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>11</b>
<b>流动负债</b>	<b>172</b>	<b>137</b>	<b>206</b>	<b>106</b>	<b>125</b>	<b>140</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>0</b>	<b>0</b>	<b>11</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>172</b>	<b>137</b>	<b>218</b>	<b>106</b>	<b>125</b>	<b>141</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>192</b>	<b>248</b>	<b>310</b>	<b>587</b>	<b>613</b>	<b>667</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>14</b>	<b>28</b>	<b>42</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>364</b>	<b>385</b>	<b>528</b>	<b>707</b>	<b>766</b>	<b>850</b>

**比率分析**

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.641	0.793	0.886	0.423	0.635	0.705
每股净资产	2.748	3.542	4.427	6.289	6.566	7.141
每股经营现金净流	0.320	0.875	0.961	0.974	0.932	1.084
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
<b>回报率</b>						
净资产收益率	23.33%	22.40%	20.00%	6.72%	9.67%	9.87%
总资产收益率	12.32%	14.43%	11.75%	5.59%	7.74%	7.75%
投入资本收益率	17.95%	18.63%	14.00%	9.63%	10.21%	10.37%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	64.52%	10.98%	11.17%	0.65%	19.42%	11.78%
EBIT增长率	62.45%	14.93%	10.39%	-5.75%	12.98%	12.45%
净利润增长率	49.85%	23.76%	11.63%	-36.33%	50.15%	11.04%
总资产增长率	118.54%	5.65%	37.13%	33.90%	8.41%	10.90%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	37.7	46.3	40.0	40.0	40.0	40.0
存货周转天数	48.4	57.0	59.0	60.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	66.7	79.3	64.3	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	37.0	35.8	60.6	99.2	79.0	65.6
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-19.72%	-4.30%	14.81%	-14.18%	-33.51%	-53.46%
EBIT利息保障倍数	12.3	10.2	11.4	7.1	-17.7	-35.7
资产负债率	47.19%	35.58%	41.27%	14.93%	16.33%	16.59%

**定价区间的说明:**

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;

目标价格: 预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间;

询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

**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: 0755-83831378

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