

顺络电子 (002138.SZ)

器件行业

评级: 买入 维持评级

公司研究简报

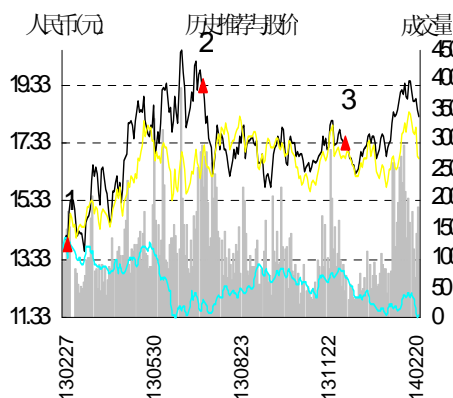
市价(人民币): 17.42元

收入持续高增长, 利润暂受激励费用影响

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)	313.81
总市值(百万元)	59.81
年内股价最高最低(元)	20.54/13.62
沪深 300 指数	2154.11
中小板指数	6361.28



相关报告

1. 《下游景气业绩增长, 产业链延伸稳步推进》, 2013.10.21
2. 《LED 照明新空间, 产业链一体化趋势明确》, 2013.10.14
3. 《进入一流客户供应链, 全面拓展产业链》, 2013.7.31

陈平

联系人
(8621)61038285
chenping@gjzq.com.cn

程兵

分析师 SAC 执业编号: S1130511030015
(8621)60230210
chengb@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.389	0.460	0.655	0.801	1.125
每股净资产(元)	3.79	4.20	6.24	6.70	7.62
每股经营性现金流(元)	0.67	0.86	0.62	0.76	0.89
市盈率(倍)	32.59	37.51	26.61	21.74	15.48
行业优化市盈率(倍)	43.23	69.90	70.68	70.68	70.68
净利润增长率(%)	52.78%	23.19%	42.46%	38.40%	40.49%
净资产收益率(%)	10.28%	10.93%	9.28%	11.96%	14.77%
总股本(百万股)	314.33	328.08	328.08	371.08	371.08

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩情况

- 公司于 2014 年 2 月 25 日晚发布 2013 年年报, 2013 年实现营业收入 10.20 亿元, 同比增长 36.90%; 归属于上市公司股东净利润 1.51 亿元, 同比增长 23.19%, 扣非净利润增长 26.91%; EPS 0.47 元, ROE 为 11.81%, 比去年提高 1.18%。业绩基本符合我们的预期。

投资要点

- 2013 年下游景气好, 收入快速增长, 股权激励提升费用率: 去年公司主要下游智能移动终端产品保持了较高的景气度, 公司的产能得到释放, 收入保持高增长。银价大幅下跌, 公司成本增速低于收入增长, 毛利率提升至 33.3%。股权激励费用确认提高了管理费用率(今年还有这种影响, 但逐渐减小), 从而抬高了整体费用率水平, 公司净利润增长低于收入增长。
- 智能移动终端全面拓展, 仍是电感需求提升的主力: 智能化渗透率带来的多制式通信与 POL 的电源管理模式提升电感需求量与价值。2014 年智能移动产品预计增速有所下降, 但仍将保持较好的景气度, 尤其在 4G、新兴市场、中低端领域。目前移动智能化趋势向穿戴式设备、电视、家居、汽车等领域的延伸将显著提升电感需求空间, 公司产品需求增长有望保持, 也有利于新产能的消化。
- LED 带来新的增长空间: 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, 估算 13 年 LED 市场电感市场空间为 4.8 亿元, 17 年有望达到 40 亿元, CAGR 超过 60%; 公司定增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。
- 技术和客户优势明显, 多元化战略明确: 公司的技术已经达到业界顶尖水平, 通过顶级厂商高通、博通、联发科、Marvell 等的认证并成为其供应商。公司正在实施大客户战略, 伴随这些顶级客户一起成长。公司沿着电感产品向上下游、周边拓展产业链, 培育新的增长点(如穿戴式产品、汽车电子、NFC、无线充电等), 努力成为多元化、一站式的战略性供应商, 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

- 考虑今年 4300 万股定增实施带来的摊薄, 我们小幅下调 2014-16 年 EPS 至 0.66、0.80 和 1.13 元, 分别增长 42%、38%、40%。公司今后几年 40% 左右增长概率较大。公司历史动态 PE 基本在 30 倍以上, 目前股价对应 2014 年 EPS 的 PE 估值为 26.61 倍, 且成长性较好, 维持买入评级。

内容目录

2013 年下游景气较好，公司业绩快速增长.....	3
智能移动范围拓展，电感需求有望保持.....	4
智能化带来的电源管理与通信模块增加电感需求.....	4
2014 年移动智能设备增速预计会下降，但仍有较高增长.....	5
移动智能化向其他领域的拓展提升电感的成长空间.....	6
LED 带来新的成长空间.....	7
往电感产业链上下游及周边拓展，紧凑型多元化思路明晰.....	8
估值与投资建议.....	9
附录：三张报表预测摘要.....	11

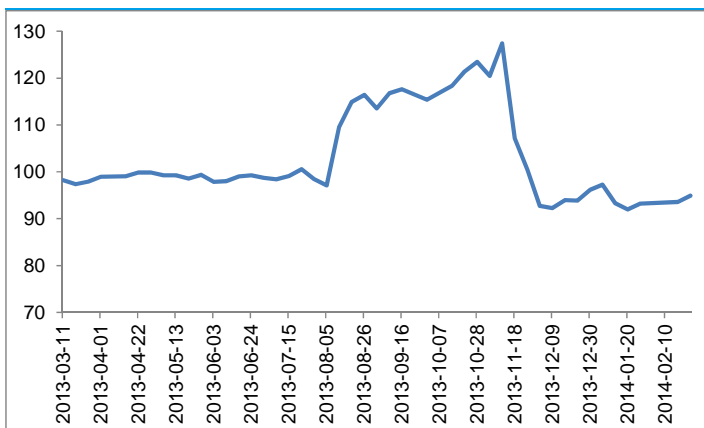
图表目录

图表 1：华强北电感指数.....	3
图表 2：变压、整流、电感企业月营收（单位：亿元）.....	3
图表 3：公司单季度营业收入（单位：万元）.....	3
图表 4：公司毛利率和净利率.....	3
图表 5：叠片式电感成本结构.....	4
图表 6：银价走势.....	4
图表 7：公司的股权激励费用分摊.....	4
图表 8：公司三项费用率.....	4
图表 9：公司单季度利润（单位：万元）.....	4
图表 10：智能机电管管理采用分散供电的模式.....	5
图表 11：Galaxy S4 支持通信模式显著增加发射前端电感需求量.....	5
图表 12：全球手机出货量和增速（单位：千部）.....	6
图表 13：全球智能手机出货量和增速（单位：千部）.....	6
图表 14：全球平板电脑出货量和增速（单位：百万）.....	6
图表 15：全球 PC 出货量和增速（单位：百万）.....	6
图表 16：穿戴式智能设备对电感需求量也将有显著的提升.....	7
图表 17：预计全球 LED 需求增长情况.....	8
图表 18：LED 对于照明电路的需求情况.....	8
图表 19：Murata 与 TDK 主要产品情况.....	8
图表 19：公司的历史 PE 估值（EPS 规则：TTM）.....	9
图表 20：公司未来业务增长预测.....	10

2013 年下游景气较好，公司业绩快速增长

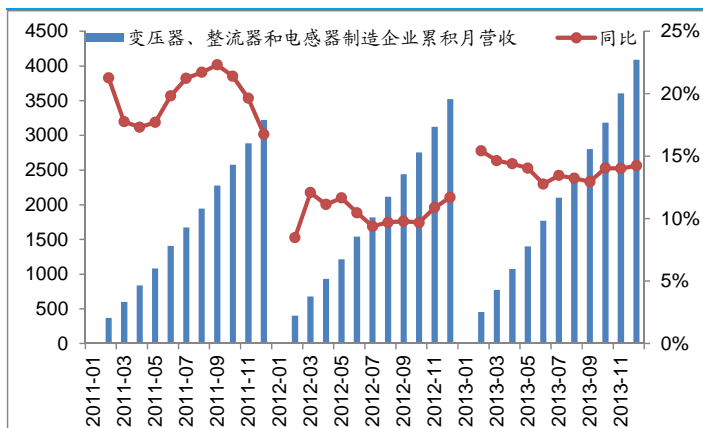
- 公司主要从事新型片式元器件，包括叠层电感磁珠、片式压敏电阻器、功率电感、高频绕线电感、共模扼流器、LTCC、片式钽电容、PCB 等新型电子元器件的研发、生产和销售，产品主要应用于通信、计算机及消费类电子产品等领域。
- 2013 年公司的主要下游移动智能终端产品仍保持了较高的增速。2013 年全球智能手机和平板电脑的出货量增速都保持在 40% 以上的高增长，以华为、小米、TCL 为代表的国产品牌也都取得了较高销量增速。这些智能移动终端的高增长使得电感行业维持了较高的景气度。行业整体取得了 15% 左右的营收增长。

图表1: 华强北电感指数



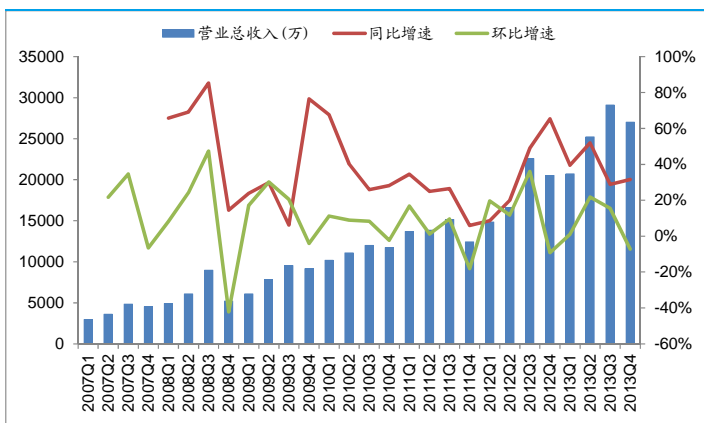
来源: wind 国家统计局 国金证券研究所

图表2: 变压、整流、电感企业月营收 (单位: 亿元)



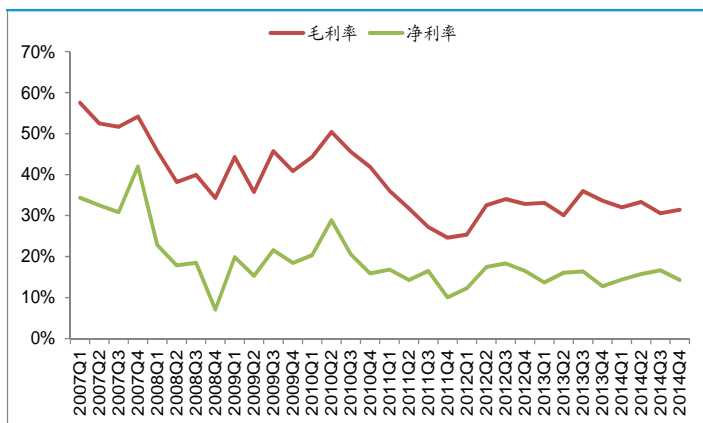
- 随着公司定增募投项目于 2012 年达产，公司已经是全球电感最重要的企业之一，在行业中有着显著竞争力。下游需求旺盛辅以产能得到释放。公司的收入大幅增长。2013 年实现营业收入 10.20 亿元，同比大幅增长 36.90%。

图表3: 公司单季度营业收入 (单位: 万元)



来源: 公司公告 国金证券研究所

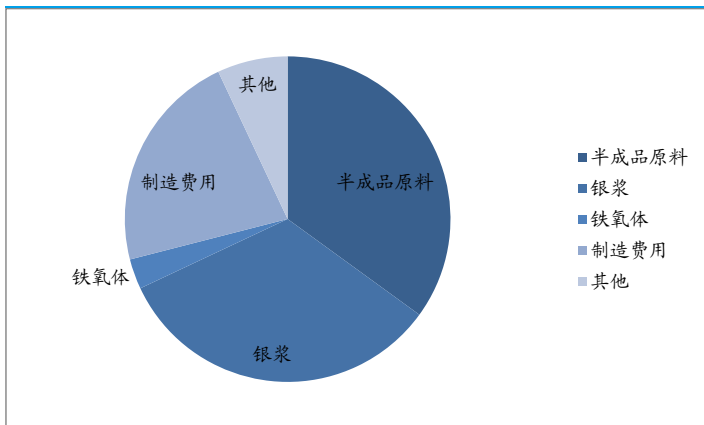
图表4: 公司毛利率和净利率



- 银浆是电感产品的重要成本之一。2013 年银价大幅下跌 35%，原料成本得以降低。其结果是公司成本增长小于收入增长，综合毛利率得到提升，2013 年公司的综合毛利率为 33.3%，比去年提高 1.18%。
- 我们认为 2014 年公司的毛利率大体稳中略降，主要原因是一方面去年日元大幅贬值，日本竞争对手拉低了价格，影响将在今年体现比较

充分；另一方面，深圳的最低工资标准将提高 13%，尽管公司有不少生产是在外地的，但总体人工成本仍不免会受到影响。

图表5：叠片式电感成本结构



来源：公开资料 wind 国金证券研究所

图表6：银价走势



- 公司于 2013 年上半年实施了股权激励，相关费用的确认呈现前多后少的特点。公司今年 3、4 季度确认了较多的管理费用，因而总体费用率有明显上升。2013Q4 单季度的费用率合计已经接近 20%。
- 2014 年预计管权激励费分摊的金额减少，同时公司的总收入快速增加，因此管理费率将相对降低；2014 年公司还计划增发 4300 万股，预计可以带来大量利息收入，财务费用明显下降。因此我们预计合计费用率的上升趋势将在 2014 年得到缓解。

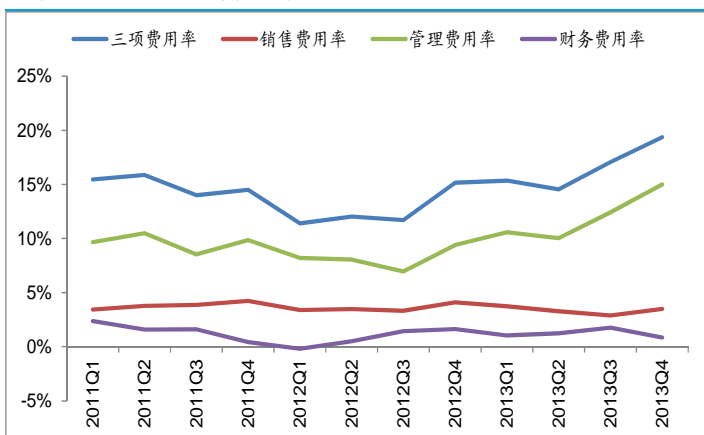
图表7：公司的股权激励费用分摊

年份	2013年	2014年	2015年	2016年
预计激励成本 (万元)	2,504.48	2,394.43	494.58	44.33

来源：公司公告、国金证券研究所

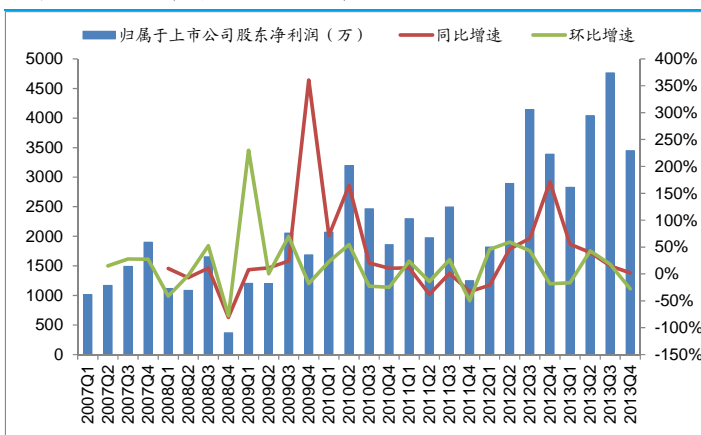
- 费用率的提升使 37% 的营业收入的增长并没有带来相应的归属于上市公司股东净利率的相同的增速。2013 年公司实现归属于上市公司股东净利润 1.51 亿元，同比增长 23.19%，扣非净利润增长 26.91%（没有期权激励费用的话，公司的利润增长约为 37%）；EPS0.47 元，ROE 为 11.81%，比去年提高 1.18%，盈利能力提高。

图表8：公司三项费用率



来源：公司公告 国金证券研究所

图表9：公司单季度利润 (单位：万元)

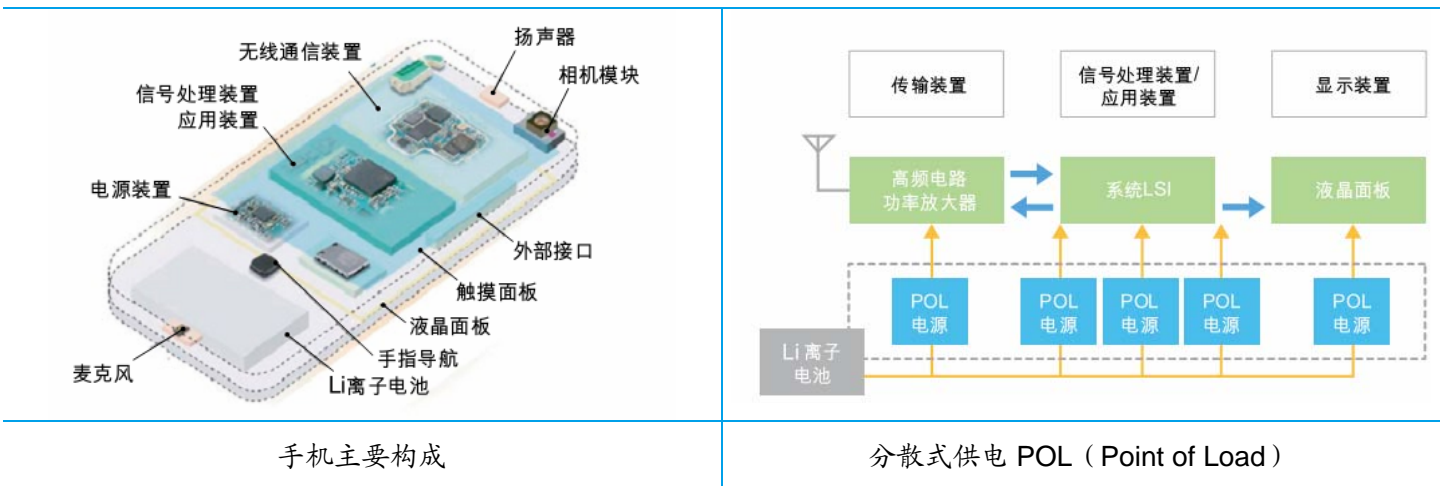


智能移动范围拓展，电感需求有望保持

智能化带来的电源管理与通信模块增加电感需求

- 以智能机为例，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。由于 4G 必须向下兼容，因而 4G 的推进也将在原有的基础上增加单机中电感的需求量。
- 同样的情况也将出现在穿戴式智能设备、智能家电（智能家居）、智能汽车等其他智能产品中。智能化意味着电感需求增加。

图表10：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11：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

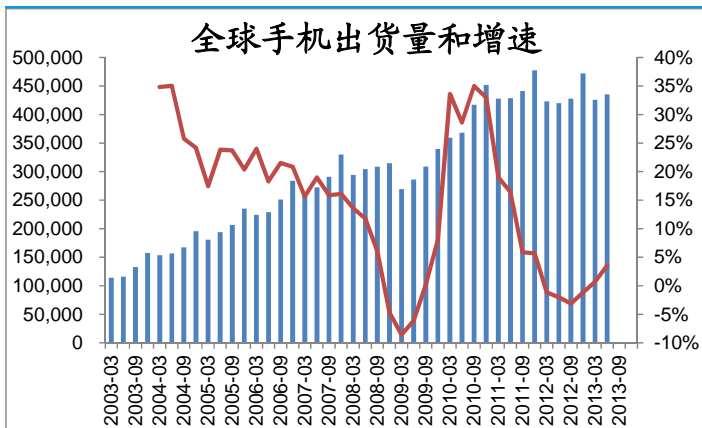
2014 年移动智能设备增速预计会下降，但仍有较高增长

- 经历了几年的高增长之后，我们预计智能机在 2014 年增速将下降，但是仍能有 30%左右。尽管今年还有三星 S5、苹果 iPhone6 等高端新机，我们预计未来智能机增长主要来自于中端品牌和新兴市场，利好国内中华酷

联、小米、TCL 等品牌。公司将能取得高于行业平均的增长，市场份额将得到提升。

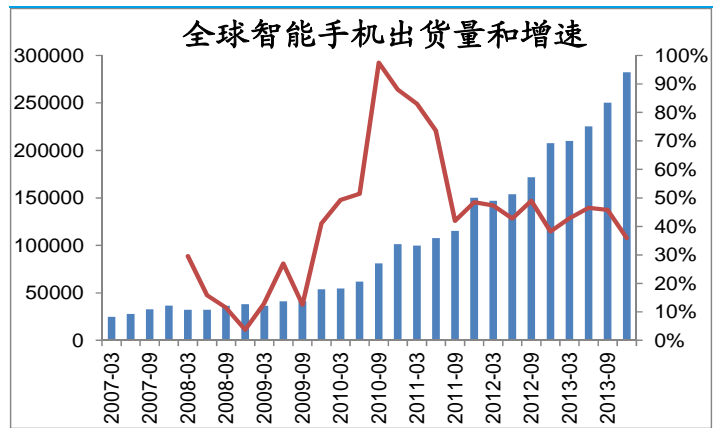
- 公司 2012 年切入高通、博通、联发科、Marvell 等全球六大智能机芯片厂商中的四家，成为其芯片配套系统方案的推荐片式电感供应商，一举打开全球一线品牌的智能手机和平板电脑应用市场，持续推动公司业绩增长。

图表12: 全球手机出货量和增速 (单位: 千部)

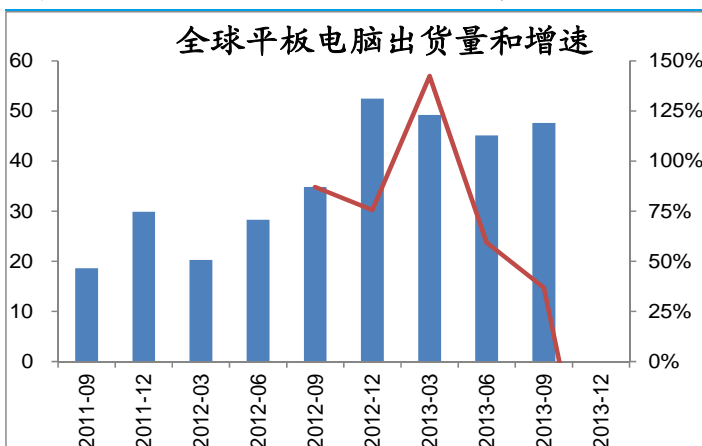


来源: 国金证券研究所 IDC

图表13: 全球智能手机出货量和增速 (单位: 千部)

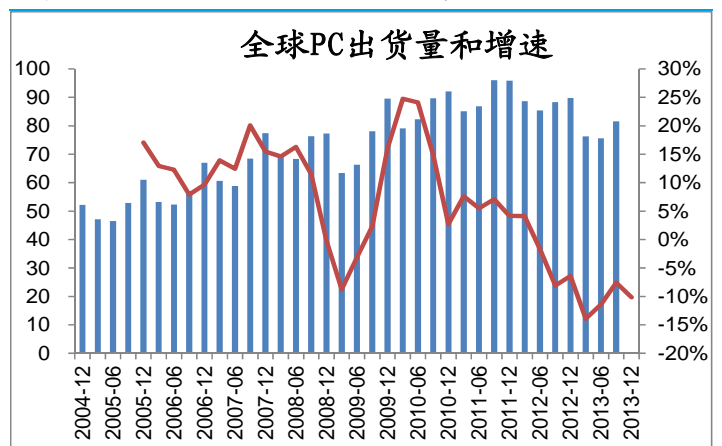


图表14: 全球平板电脑出货量和增速 (单位: 百万)



来源: 国金证券研究所 Gartner

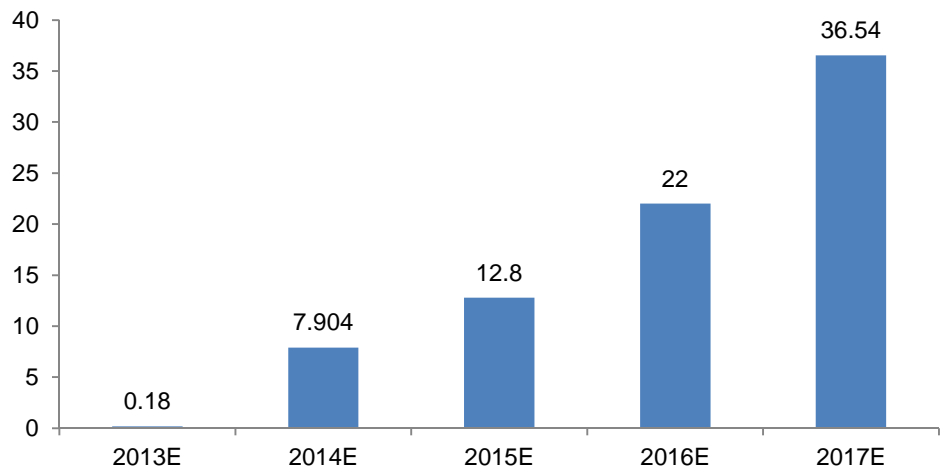
图表15: 全球PC出货量和增速 (单位: 百万)



移动智能化向其他领域的拓展提升电感的增长空间

- 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。
 - 智能电视、智能家居与汽车电子在往智能化演进的过程中，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16: 穿戴式智能设备对电感需求量也将有显著的提升

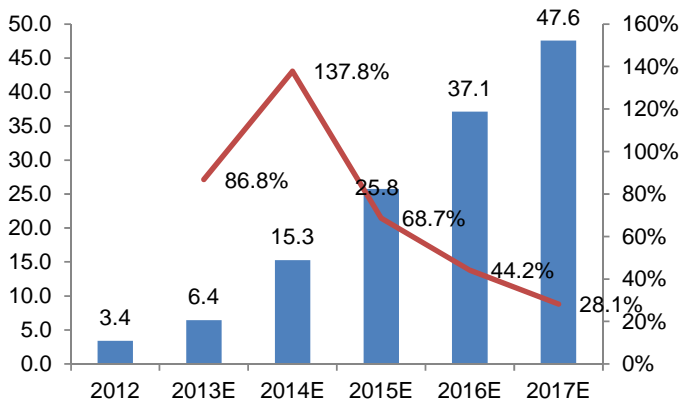


来源: 国金证券研究所

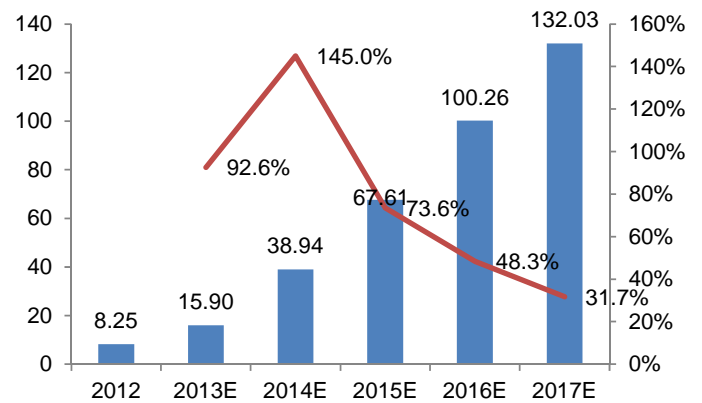
LED 带来新的成长空间

- 2013 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。这也将同步提升电感的需求。
 - 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, 片式电感需求量将增加。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。
 - 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 左右, 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17: 预计全球LED需求增长情况



图表18: LED对于照明电路的需求情况



来源: 国金证券研究所

- 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。公司定增项目中有将有 3000 万投入到电子变压器领域。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。

往电感产业链上下游及周边拓展, 紧凑型多元化思路明晰

- 对于被动元器件等电子产业链上游的企业而言, 紧紧围绕主业, 向产业链上下游拓展将是重要的战略发展方向。行业龙头东电化 (TDK) 与村田 (Murata) 等都采用此战略提升产品的竞争力与整体销售收入。

图表19: 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

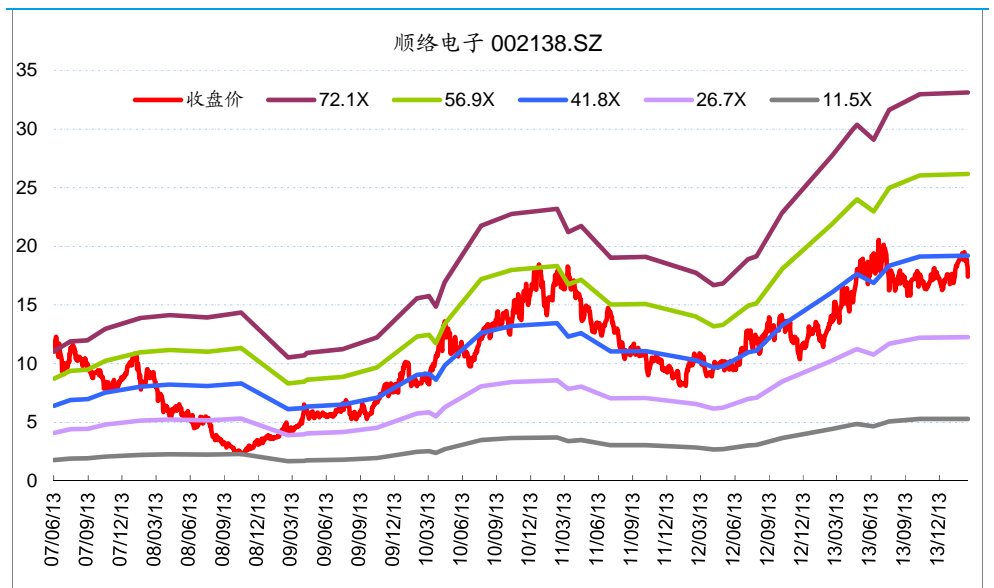
来源: 国金证券研究所, 公司官网

- 公司作为国内领先的电子元器件制造商，具备良好的制造平台和较强的研发实力，紧凑型多元化拓展有利于丰富公司的产品线、提高配套供货能力，提升公司一站式服务能力，进而提升公司的盈利水平，
 - 公司在 2013 年 6 月取得上海德门 20% 的股权。通过收购上海德门 20% 的股权，公司业务将延伸至天线领域，将来提供 NFC、无线充电等相关产品和解决方案。
 - 2013 年 7 月，公司收购了东莞南玻陶瓷 26% 的股权称为其第二大股东。陶瓷是公司重要的上游重要原材料。通过本次合作，有利于进一步深化公司对上游材料的研究和发展。
- 公司的产品品种不断丰富、生产规模不断扩大，产品配套能力不断加强，符合目前许多客户对战略性供应商的要求。具有价格和配套优势的同时，公司在市场上已形成一定的品牌效应，已取得众多客户的信赖，客户资源储备丰富，具备销售规模持续增长的潜力。2013 年公司决定 进一步集中资源落实、深化大客户开拓战略，在充分挖掘现有大客户资源的基础上，开拓新的客户和新的应用领域。
 - 新进入客户往往有 1-2 年的认证期，公司已经切入高通、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。产业内的顶级客户群使公司的产品需求持续有保障。这几家中，高通和联发科尤为看好。

估值与投资建议

- 我们预计公司 2014-16 年的收入分别为 13.49、18.75 和 27.04 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 2.15、2.97 和 4.18 亿元，分别增长 42.46%、38.40%、40.49%。考虑今年 4300 万股定增实施带来的摊薄，我们小幅下调 2014-16 年 EPS 至 0.66、0.80 和 1.13 元。公司今后几年 40% 左右增长概率较大。
- 公司历史动态 PE 基本在 30 倍以上，目前股价对应 2014 年 EPS 的 PE 估值为 26.61 倍，且公司成长性较好，PEG<1，维持买入评级。

图表20: 公司的历史 PE 估值 (EPS 规则: TTM)



来源: 国金证券研究所, wind

图表21: 公司未来业务增长预测

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
片式电感					
收入 (百万)	735.80	1008.58	1334.35	1765.35	2422.06
YoY	35.55%	37.07%	32.30%	32.30%	37.20%
毛利率	31.80%	33.62%	33.00%	33.00%	32.00%
LED功率电感					
收入 (百万)			84	239.4	558.6
YoY				185.0%	133.3%
毛利率			19.0%	25.0%	30.0%
变压器					
收入 (百万)			6	17.1	39.9
YoY				185.0%	133.3%
毛利率			15.0%	22.0%	25.0%
其他					
收入 (百万)	9.04	11.22	15.00	19.30	25.80
YoY	18.62%	24.08%	33.65%	28.70%	33.65%
毛利率	12.00%	6.30%	12.00%	13.00%	12.00%
合计					
收入 (百万)	744.85	1019.80	1439.35	2041.15	3046.35
YoY	35.32%	36.9%	41.1%	41.8%	49.2%
毛利率	31.6%	33.3%	31.9%	31.8%	31.4%

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)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	550	745	1,020	1,349	1,875	2,704	货币资金	33	122	144	463	326	247
增长率		35.3%	36.9%	32.3%	38.9%	44.3%	应收账款	189	294	409	445	618	891
主营业务成本	-386	-509	-680	-907	-1,273	-1,863	存货	176	173	154	249	349	510
%销售收入	70.1%	68.4%	66.7%	67.2%	67.9%	68.9%	其他流动资产	5	38	8	20	27	39
毛利	165	236	340	442	602	842	流动资产	404	628	716	1,176	1,320	1,688
%销售收入	29.9%	31.6%	33.3%	32.8%	32.1%	31.1%	%总资产	30.7%	38.8%	33.1%	43.1%	43.8%	47.8%
营业税金及附加	0	-3	-6	-7	-9	-14	长期投资	0	0	33	32	33	33
%销售收入	0.0%	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	804	884	1,265	1,435	1,578	1,732
营业费用	-21	-27	-34	-40	-56	-81	%总资产	61.1%	54.6%	58.5%	52.6%	52.4%	49.1%
%销售收入	3.8%	3.6%	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%	无形资产	102	100	130	82	78	75
管理费用	-53	-60	-124	-162	-206	-270	非流动资产	912	992	1,445	1,551	1,691	1,842
%销售收入	9.6%	8.1%	12.1%	12.0%	11.0%	10.0%	%总资产	69.3%	61.2%	66.9%	56.9%	56.2%	52.2%
息税前利润 (EBIT)	91	146	177	233	330	477	资产总计	1,315	1,620	2,160	2,727	3,011	3,530
%销售收入	16.5%	19.6%	17.3%	17.3%	17.6%	17.6%	短期借款	81	183	348	0	0	0
财务费用	-8	-7	-13	0	-2	-2	应付款项	77	132	175	208	291	425
%销售收入	1.5%	1.0%	1.2%	0.0%	0.1%	0.1%	其他流动负债	-4	36	55	57	89	129
资产减值损失	-6	-5	-9	-3	-1	-2	流动负债	154	351	577	266	380	554
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	26	57	143	143	143	144
投资收益	15	0	3	4	6	8	其他长期负债	15	21	58	0	0	0
%税前利润	15.6%	0.0%	1.8%	1.7%	1.8%	1.6%	负债	195	429	778	409	523	698
营业利润	91	134	158	234	333	481	普通股股东权益	1,120	1,191	1,379	2,315	2,485	2,829
营业利润率	16.6%	18.0%	15.5%	17.3%	17.8%	17.8%	少数股东权益	0	0	3	3	3	3
营业外收支	5	7	2	5	5	5	负债股东权益合计	1,315	1,620	2,160	2,727	3,011	3,530
税前利润	96	141	160	239	338	486	比率分析						
利润率	17.5%	18.9%	15.7%	17.7%	18.0%	18.0%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-16	-18	-10	-24	-41	-68	每股指标						
所得税率	16.9%	13.1%	6.3%	10.0%	12.0%	14.0%	每股收益	0.377	0.389	0.460	0.655	0.801	1.125
净利润	80	122	150	215	297	418	每股净资产	5.276	3.788	4.203	6.239	6.697	7.622
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0	每股经营现金净流	0.164	0.671	0.863	0.618	0.757	0.892
归属于母公司的净利润	80	122	151	215	297	418	每股股利	0.000	0.150	0.000	0.100	0.150	0.200
净利率	14.6%	16.4%	14.8%	15.9%	15.9%	15.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	7.15%	10.28%	10.93%	9.28%	11.96%	14.77%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	总资产收益率	6.09%	7.56%	6.98%	7.88%	9.87%	11.83%
净利润	80	122	150	215	297	418	投入资本收益率	6.10%	8.82%	8.80%	8.52%	11.04%	13.78%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	65	78	104	148	173	212	主营业务收入增长率	22.55%	35.34%	36.90%	32.31%	38.93%	44.26%
非经营收益	-7	6	3	11	-3	-5	EBIT增长率	-27.52%	60.86%	21.02%	31.99%	41.69%	44.40%
营运资金变动	-109	5	26	-145	-186	-293	净利润增长率	-16.41%	52.78%	23.19%	42.46%	38.40%	40.49%
经营活动现金净流	29	211	283	229	281	331	总资产增长率	27.93%	23.12%	33.40%	26.22%	10.42%	17.23%
资本开支	-362	-221	-475	-263	-307	-355	资产管理能力						
投资	15	0	-30	-1	0	0	应收账款周转天数	81.1	92.5	97.9	90.0	90.0	90.0
其他	-1	0	0	4	6	8	存货周转天数	147.1	125.3	87.9	100.0	100.0	100.0
投资活动现金净流	-348	-221	-505	-260	-301	-347	应付账款周转天数	47.4	48.7	44.5	45.0	45.0	45.0
股权募资	414	0	95	759	-73	0	固定资产周转天数	384.1	349.0	387.8	312.0	252.3	202.4
债权募资	-158	134	256	-400	0	1	偿债能力						
其他	41	-55	-86	-11	-44	-64	净负债/股东权益	6.61%	9.85%	25.08%	-13.79%	-7.35%	-3.65%
筹资活动现金净流	297	79	265	349	-117	-63	EBIT利息保障倍数	10.8	20.5	13.9	#DIV/0!	165.1	238.3
现金净流量	-22	68	42	319	-137	-79	资产负债率	14.84%	26.48%	36.03%	14.98%	17.36%	19.78%

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	0	0	0	9
增持	0	0	0	1	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	2.00	1.36

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 2012-07-18	增持	12.92	13.66 ~ 13.66
2 2012-10-17	增持	13.68	N/A
3 2012-12-25	买入	12.44	16.77
4 2013-02-28	买入	13.68	N/A
5 2013-06-21	买入	18.58	23.49 ~ 25.17
6 2013-07-31	买入	16.26	N/A
7 2013-10-14	买入	17.88	20.00 ~ 21.00
8 2013-10-21	买入	17.38	20.00 ~ 21.00

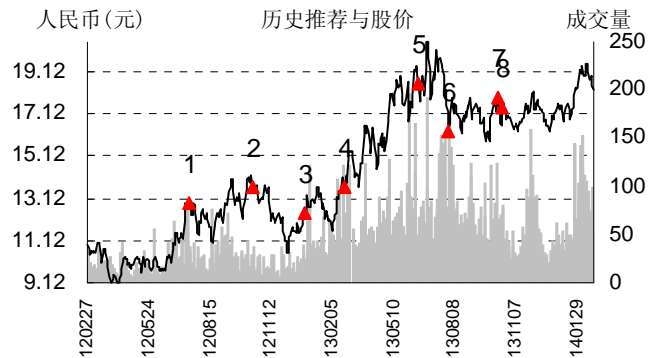
来源：国金证券研究所

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。

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。

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