

宁波华翔 (002048.SZ)

汽车零部件行业

评级: 买入 维持评级

公司研究简报

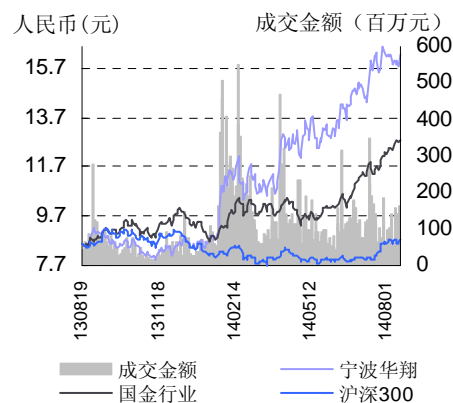
市价(人民币): 16.40元

业绩可持续快速增长, 新亮点正在孕育

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)	459.64
总市值(百万元)	8,607.97
年内股价最高最低(元)	16.56/7.97
沪深300指数	2374.56
中小板综指	7141.10



相关报告

1. 《国内外业务均持续改善, 汽车电子将加快发展》, 2014.7.28
2. 《业绩大幅超预期, 强烈建议买入!》, 2014.7.15
3. 《外延并购持续推动转型升级》, 2014.6.24

吴文利 分析师 SAC 执业编号: S1130511040006
(8621)60230232
wuwz@gjzq.com.cn

闵东旭 联系人
(8621)61038313
mindongxu@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)	0.473	0.647	1.121	1.436	1.764
每股净资产(元)	5.03	6.42	7.45	8.77	10.40
每股经营性现金流(元)	0.31	1.41	1.61	2.08	2.48
市盈率(倍)	34.67	25.35	14.63	11.42	9.30
行业优化市盈率(倍)	11.27	13.42	15.90	15.90	15.90
净利润增长率(%)	-11.79%	36.91%	73.08%	28.18%	22.83%
净资产收益率(%)	9.40%	10.09%	15.04%	16.38%	16.96%
总股本(百万股)	530.05	530.05	530.05	530.05	530.05

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **国内业务竞争力强, 可持续快速增长。**自08年以来, 公司国内业务一直保持较快增长。08-13年, 公司收入复合增速约23%, 毛利复合增速达27%。今年以来, 公司延续高增长态势, 预计上半年净利润大幅增长70%-100%。展望未来, 最大客户南北大众将维持较快增长, 且宝马、福特、奔驰、通用等客户也将持续贡献较多增量, 国内业务有望继续快速增长。
- **海外业务扭亏为盈, 业绩有望持续改善。**2013年, 公司海外业务亏损达1.2亿元, 其中经营亏损约4000万元, 商誉减值约7000多万元。今年上半年, 海外业务已实现扭亏为盈, 一方面是商誉减值已计提完毕, 另一方面则是经营的改善。我们认为, 随着欧洲经济的复苏、明年新订单的逐渐体现以及海外整合的持续推进, 公司海外业务有望持续改善。
- **汽车电子业务快速增长, 业务占比可能迅速提升。**汽车电子是公司未来重点发展的方向之一, 公司目标汽车电子收入占比达到20%-30%。12年, 公司参股德国Helbako(30%), 并与其合资设立了上海哈尔巴克(70%), 由此加快拓展汽车电子业务。目前公司汽车电子收入约5.1亿元, 占总收入比例约7%。上海哈尔巴克预计今年9-10月份将投产, 初期产品主要为油路控制模块。随着公司不断加大投入, 汽车电子有望快速增长。
- **轻量化有望成未来新亮点。**节能减排和新能源汽车发展大环境下, 轻量化是汽车发展的重要趋势。公司未来发展战略将朝着轻量化、智能化的方向迈进。公司轻量化发展将深入到三块业务中: 一是碳纤维(未来汽车轻量化材料的终极产品), 二是金属件领域的热成型和铝加工工艺, 三是通过新工艺降低传统内饰件重量。
- **依托外延并购, 公司有望迎来持续跨越式发展。**公司近年通过外延并购逐步实现了做大做强, 具有丰富的并购经验和外延扩张的基因。我们认为, 依托于公司的全球化发展战略、丰富的并购经验和充足的货币资金储备, 公司有望在未来进一步加快海外扩张步伐, 实现持续跨越式发展。

估值与投资建议

- 我们维持公司盈利预测, 预计14-16年实现EPS分别为1.12、1.44、1.76元。我们认为, 公司汽车电子业务已经崭露头角, 未来有望快速发展; 轻量化业务也已积极布局, 未来成长空间广阔。而且, 公司具有突出的并购基因, 未来仍有望通过对外扩张实现持续转型升级。公司当前估值对应14年仅约14.6倍PE, 维持“买入”评级, 目标价23元。

内容目录

国内业务竞争力强，可持续快速增长	3
海外业务扭亏为盈，业绩有望持续改善.....	5
汽车电子业务快速增长，业务占比可能迅速提升	6
轻量化有望成未来新亮点	7
具有良好的并购基因，外延扩张仍然可期.....	8
盈利预测与投资建议	9
附录：三张报表预测摘要	11

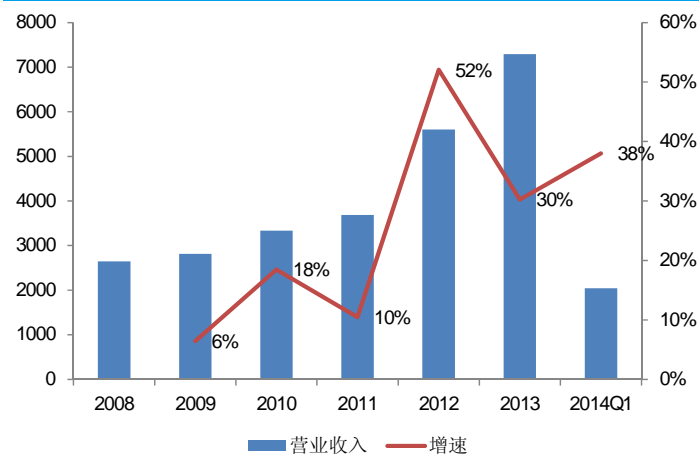
图表目录

图表 1：2008 年以来公司收入及增速（百万元）	3
图表 2：2008 年以来公司毛利及增速（百万元）	3
图表 3：公司前五大客户收入构成（2013）	4
图表 4：上海大众近年销量及增速（万辆）	4
图表 5：一汽大众近年销量及增速（万辆）	4
图表 6：长安福特近年销量及增速（万辆）	5
图表 7：华晨宝马近年销量及增速（万辆）	5
图表 8：宁波特雷姆近年收入及增速（亿元）	5
图表 9：宁波特雷姆近年净利润及增速（亿元）	5
图表 10：欧元区 GDP 增速正在持续回升	6
图表 11：欧元区工业生产指数增速也在明显回升	6
图表 12：公司汽车电子收入及增速（百万元）	7
图表 13：应用全碳纤维车身的宝马 i3	8
图表 14：应用碳纤维扰流板的特斯拉 Model S P85.....	8
图表 15：公司通过外延并购实现做大做强的路径	8
图表 16：公司近年货币资金余额（百万元）	9
图表 17：公司分业务收入及毛利预测	10

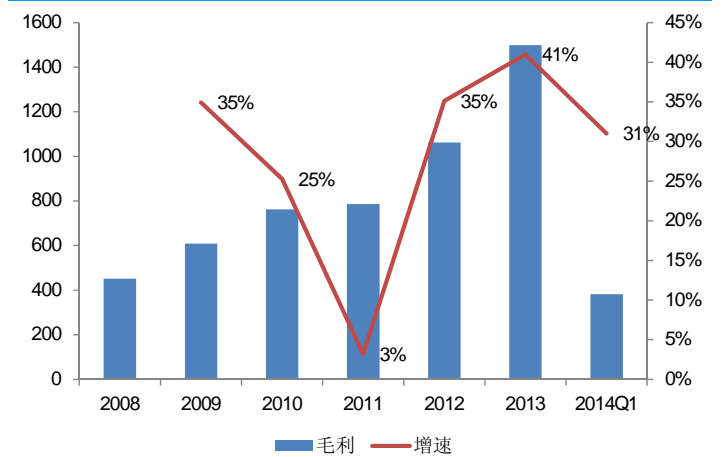
国内业务竞争力强，可持续快速增长

- **08年以来公司国内业务持续快速增长。**公司国内业务主要是内外饰件和金属件，主要客户是大众、宝马、福特、奔驰等欧系整车厂商。自08年以来，公司国内业务一直保持快速增长，这也是公司传统业务具备突出竞争力的直接体现。2008-2013年，公司收入复合增速约为23%，毛利复合增速达27%，显著超过行业表现（08-13年国内乘用车销量复合增速为19%）。今年以来，公司延续高增长态势，预计上半年净利润大幅增长70%-100%，业绩高增长除受益于海外业务改善以外，国内业务主要是受益于宝马、福特、沃尔沃、通用新订单的快速放量。

图表1: 2008年以来公司收入及增速(百万元)



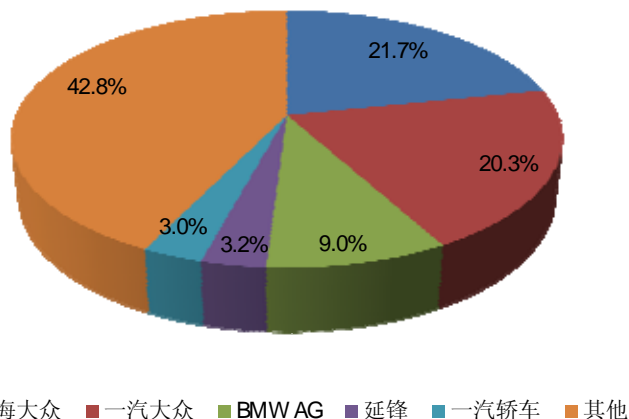
图表2: 2008年以来公司毛利及增速(百万元)



来源: 公司公告、国金证券研究所

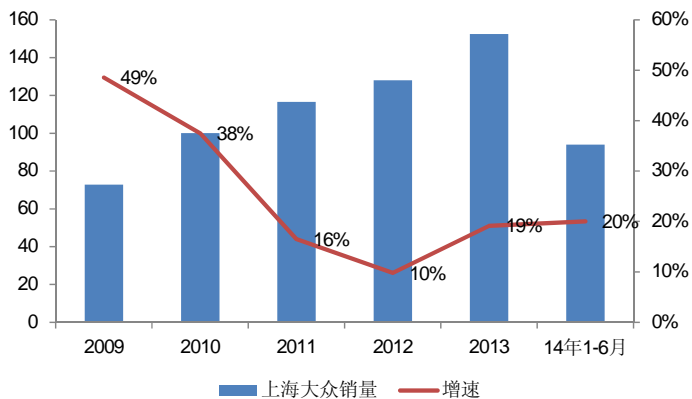
- **依托强势品牌，国内业务有望持续快速增长。**展望未来，公司最大客户南北大众表现仍然突出，可为公司增长提供可靠保障；而且，华晨宝马、长安福特、北京奔驰和上海通用等其他强势品牌未来将贡献较多增量。综合判断，公司国内业务有望持续快速增长。
- **南北大众表现仍然突出，可为公司增长提供可靠保障。**公司主要客户是南北大众、宝马、延锋、一汽轿车等。其中，南北大众是公司最大客户，合计收入占比约为42%。近年来，以大众为代表的德系品牌在国内表现较为强势。今年上半年，上海大众和一汽大众销量增速均达20%，大幅超过狭义乘用车行业15%左右的增速。

图表3: 公司前五大客户收入构成 (2013)



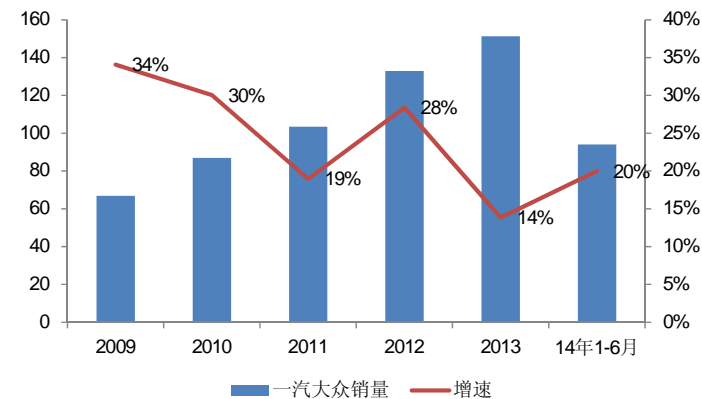
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表4: 上海大众近年销量及增速 (万辆)



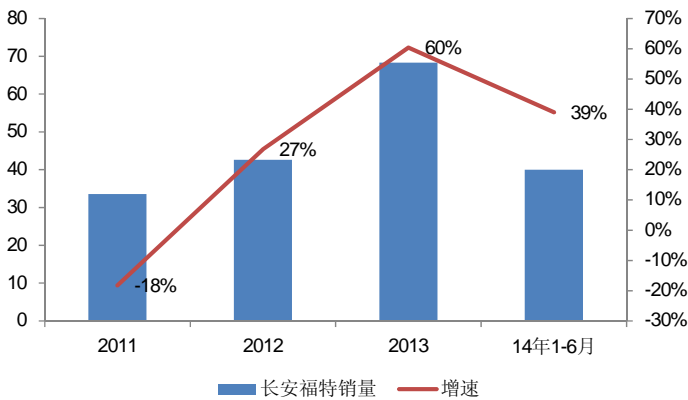
来源: CAAM、国金证券研究所

图表5: 一汽大众近年销量及增速 (万辆)



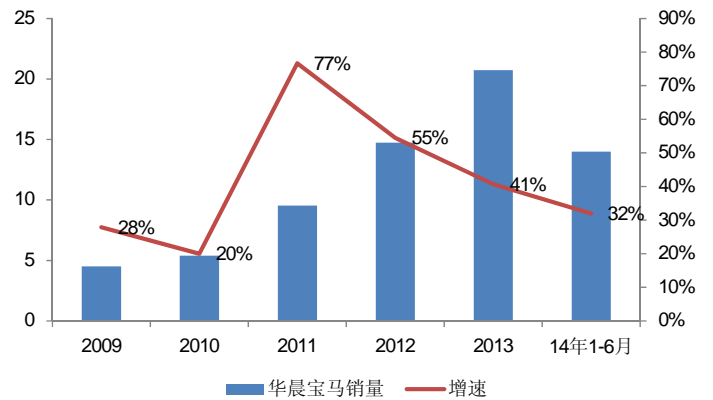
- 宝马、福特、奔驰、通用等未来将持续贡献较多增量。特雷姆是宁波华翔重要的子公司之一（占公司13年利润的约31%），主要配套客户为南北大众、华晨宝马等。2012年开始，宁波特雷姆为华晨宝马供货力度明显提升。2012-13年，特雷姆收入分别增长48%、28%，净利润连续两年翻番增长，华晨宝马贡献了绝大多数增量。未来几年，华晨宝马仍将贡献较多增量，且长安福特、北京奔驰、上海通用等配套订单也将快速增加，公司国内业务有望持续高增长。

图表6: 长安福特近年销量及增速 (万辆)

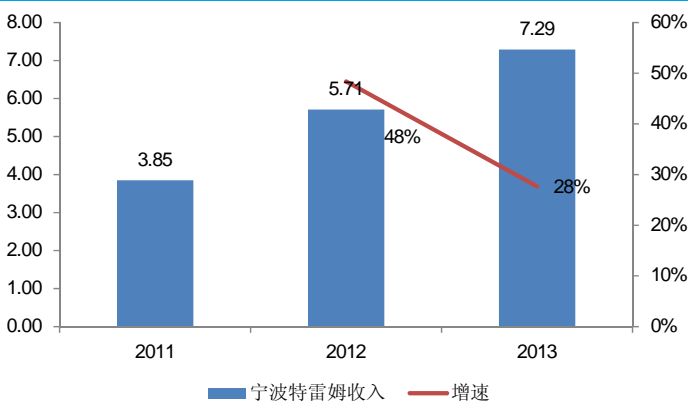


来源: CAAM、国金证券研究所

图表7: 华晨宝马近年销量及增速 (万辆)

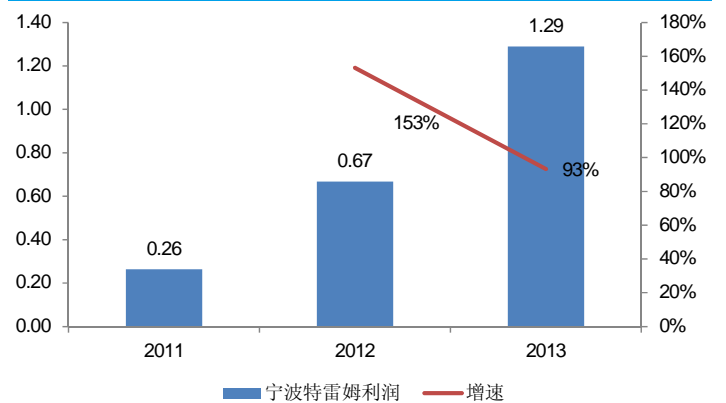


图表8: 宁波特雷姆近年收入及增速 (亿元)



来源: 公司公告、国金证券研究所

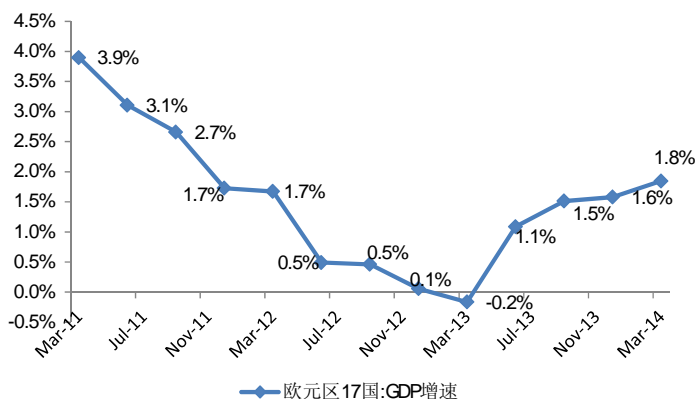
图表9: 宁波特雷姆近年净利润及增速 (亿元)



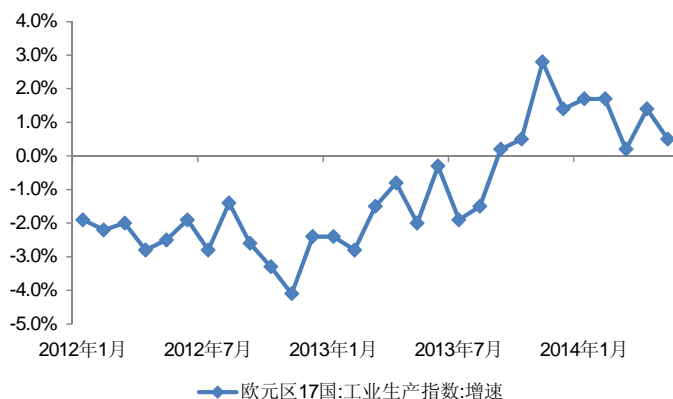
海外业务扭亏为盈，业绩有望持续改善

- **海外经营正在持续改善。**2012年，公司收购了德国 Sellner 的核心资产；2013年，公司又收购了德国 HIB 公司。公司收购海外资产后，受欧洲经济下滑和计提商誉等影响，海外业务持续陷入亏损。2012年，海外业务亏损约 4000 万元，2013年亏损达约 1.2 亿元。经营层面来看，13年下半年开始，欧洲经济已逐渐复苏，今年上半年继续好转，已经实现微盈。明年来看，海外业务的新订单将逐渐体现，而且公司在德国和捷克的工厂预计明年初将转移到罗马尼亚工厂，人工成本有望大幅下降。我们认为，随着欧洲经济的持续回暖、新订单的释放和人工成本的下降，公司海外经营将持续改善。

图表10: 欧元区 GDP 增速正在持续回升



图表11: 欧元区工业生产指数增速也在明显回升



来源: Wind、国金证券研究所

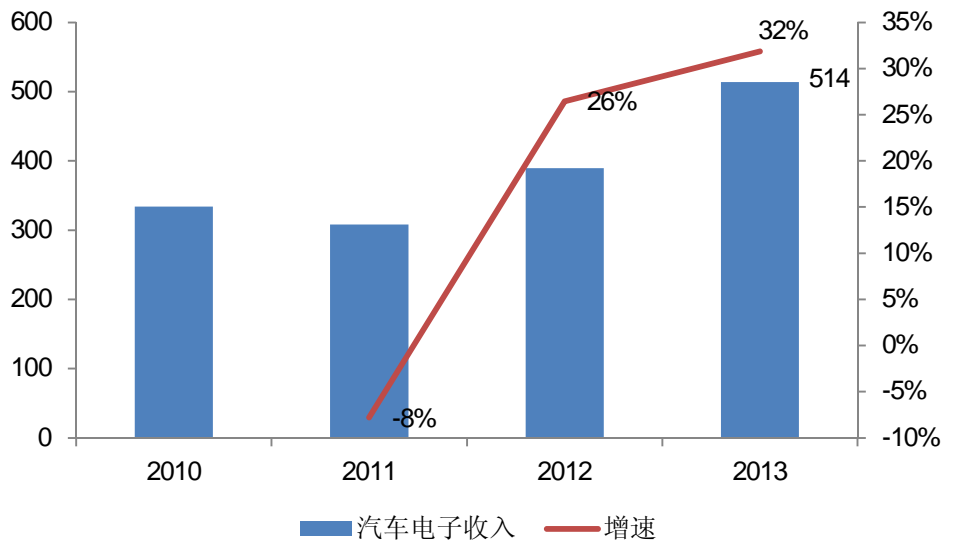
- **海外资产商誉减值已摊销完毕。**公司收购 Sellner Holding 核心资产和 HIB 公司后，计提了大量商誉减值，对公司整体业绩拖累较大。目前，公司海外资产商誉减值已摊销完毕，未来也不会再计提商誉，对公司海外业绩改善构成极好支撑。
 - 2012 年，受收购费用和商誉减值等影响，公司海外资产亏损约 4000 多万元。2013 年，公司海外业务相关的亏损达到 1.2 亿元左右，其中经营亏损约 4000 万元，计提商誉减值等 7000 多万元。
 - 公司 2011 年收购德国 SELLNER 的资产时，根据会计准则，应计提商誉减值约 4200 万元。另外，公司 2013 年收购德国 HIB 公司时，应计提全部商誉减值约 5300 万元。经过两年的摊销，目前账面价值已经摊销结束，今后将不再有商誉的减值。
- **综合以上分析，我们认为，海外业务经营层面正在持续改善，商誉减值的影响也已经消除，今年全年来看有望盈亏平衡，未来几年盈利情况有望继续改善，预计稳定后海外业务净利率能达到 3%-4%左右。**

汽车电子业务快速增长，业务占比可能迅速提升

- **公司在汽车电子领域已有一定积累。**宁波诗兰姆是德国诗兰姆和宁波华翔于 2001 年成立的合资公司（50:50），主要生产油路保护器、线路保护器等电子元器件。德国诗兰姆是全球汽车线路保护器的龙头，尤其在商用车机械电子件方面具有全球领先的竞争优势。宁波诗兰姆主要通过二次配套向主机厂进行供货，客户包括上海大众、一汽大众、上海通用、神龙、本田、丰田等主流整车厂。
- **通过外延式并购和合资合作，加快拓展汽车电子。**2012 年，公司参股德国实力较强的汽车电子公司 HELBAKO GmbH 30% 的股权，并与 HELBAKO 在中国成立合资公司上海华翔哈尔巴克汽车电子公司（公司占股 70%），公司进一步加快拓展汽车电子业务。
 - HELBAKO 主要从事是轿车电子类产品的研发和生产，产品包括报警器、燃油泵控制模块、无匙进入系统、敞篷类轿车的顶篷控制系统等，主要客户为宝马、奔驰、大众、奥迪和保时捷等，拥有员工 240 多人，其中 60 多人为研发人员。2013 年，HELBAKO 收入规模约为 5.8 亿元，净利润接近 1000 万元。
 - 上海哈尔巴克未来将主要负责 HELBAKO 的亚太区业务，目前主要生产油路控制模块，预计今年年底能批量供货，明年将逐渐上量，初期配套客户主要是大众、宝马。上海哈尔巴克未来还将生产电路控制系统。

- **汽车电子业务近年增长较为快速。**公司于 2012 年确立了积极发展汽车电子业务的战略目标，公司长期发展目标为汽车电子在其收入中的占比达到 20%-30%。从 2012 年开始，公司汽车电子业务步入了快速增长的轨道。2012-2013 年，汽车电子收入增速分别达 26%和 32%。目前，公司汽车电子收入规模约 5.1 亿元，约占公司总收入的 7%。

图表12: 公司汽车电子收入及增速 (百万元)



来源: 公司公告、国金证券研究所

- **汽车电子是公司未来发展重点，有望迎来快速增长。**公司未来将把汽车电子业务作为重点发展的方向之一，汽车电子在公司收入中的占比有望不断提升。更长远来看，公司汽车电子业务将向核心控制模块和整车电子管理系统等集成产品方向发展，主要发展路径可能仍将是外延式并购。我们认为，通过内生增长和外延式并购，汽车电子将成为公司未来增长最快的业务，预计未来几年汽车电子收入增速将维持在 25%-30%左右。

轻量化有望成未来新亮点

- **节能减排和新能源汽车发展大环境下，轻量化是汽车发展的重要趋势。**根据国家此前出台的《乘用车燃料消耗量限值》，到 2015 年我国国产乘用车平均燃料消耗量要降至 6.9 升/百公里，2020 年要进一步降至 5.0L/100Km。随着国家对汽车节能减排要求持续提升，轻量化将是汽车行业发展的一个重要趋势。而且，新能源汽车的快速发展同样离不开轻量化材料的大规模运用。
- **轻量化是公司瞄准的另一个战略方向，有望进一步增强传统业务竞争力。**公司未来发展战略将朝着轻量化、智能化的方向迈进，进一步加强新技术、新材料的研发。公司将利用现有生产技术和经验，依托现有研发实力，推进新材料和新工艺的研究，使公司轻量化产品早日产业化，促进公司转型升级。公司轻量化发展将深入到三块业务中：碳纤维、金属件领域的热成型、铝工艺和现有传统汽车新工艺。
 - **一是碳纤维领域：**主要是采用模内成型工艺制备碳纤维，目前公司已进行了较为深入的研究。据了解，碳纤维是一种含碳量在 95%以上的高强度、高模量纤维的新型纤维材料，与钢铁相比，其强度达到 10 倍，而重量仅为其四分之一，是一种极具前景的节能环保新材料。碳纤维目前广泛应用于飞机机身，汽车领域已经应用于 Tesla、宝马、迈凯轮等豪华车，有望成为未来汽车轻量化材料的终极产品。

- **二是金属件领域：**主要是热成型，即通过工艺改进提高钢板强度；之后还将拓展到铝加工工艺，铝加工工艺在美国发展非常迅速，铝冲压也将是未来轻量化重点发展方向。
- **三是现有传统汽车领域：**主要是通过新工艺，如微发泡工艺等来降低内饰件的重量。

图表13: 应用全碳纤维车身的宝马 i3



图表14: 应用碳纤维扰流板的特斯拉 Model S P85

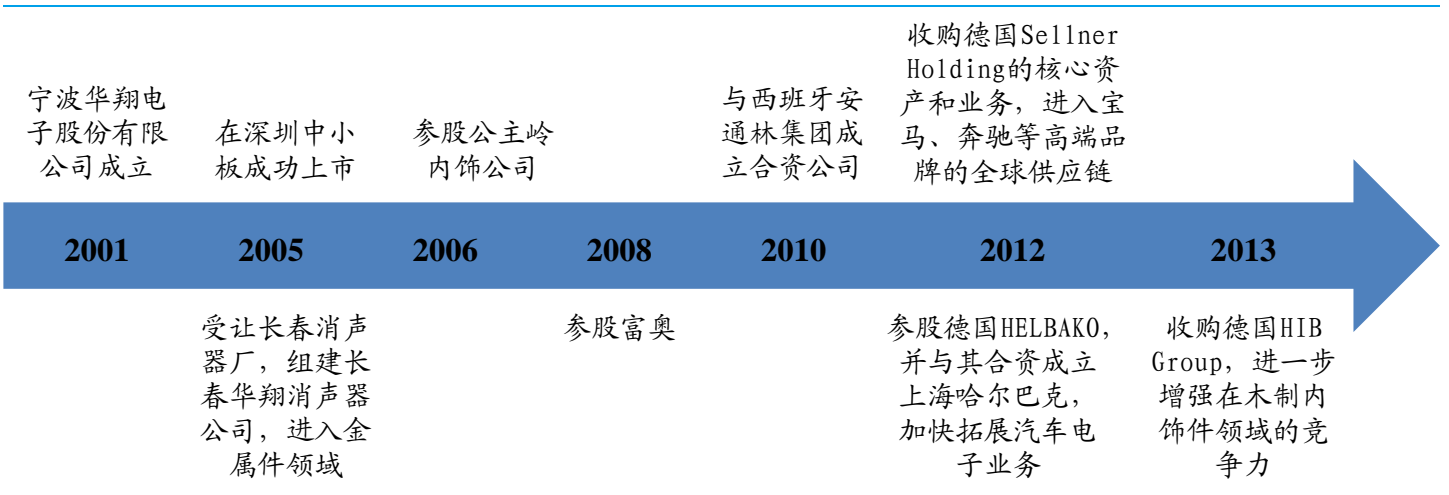


来源：互联网、国金证券研究所

具有良好的并购基因，外延扩张仍然可期

- **公司通过外延并购逐步实现做大做强。**公司于 2001 年成立时，主要从事汽车塑料饰件业务。2005 年，公司收购长春消声器厂并对其进行了重组，由此进入金属件领域。2006-2008 年，公司分别参股公主岭和富奥。2010 年，公司与西班牙安通林集团成立合资公司。2012-2013 年，公司分别收购 Sellner 的核心资产及 HIB 公司，成功切入宝马、奔驰等高端品牌的全球供应链。2012 年，公司参股德国 HELBAKO GmbH 30%的股权，并与其成立了合资公司上海哈尔巴克，由此加快了汽车电子业务拓展。

图表15: 公司通过外延并购实现做大做强的路径



来源：公司网站、国金证券研究所整理

- **坚持国际化战略和外延式并购发展道路，未来有望实现持续跨越式发展。**目前公司已完成并购德国、美国、捷克等多家海外零部件制造商，经过多次并购后，公司的海外并购经验日趋丰富。公司未来将坚持国际化战略和外延式并购发展道路，而且，公司充足的货币资金储备也将使公司具备持续进行海外收购的能力。我们认为，依托于公司的全球化发展战略、丰富的并购经验和充足的货币资金储备，公司有望在未来进一步加快海外扩张步伐，实现持续跨越式发展。

- 公司在 2013 年年报中披露：“并购仍将是宁波华翔完成全球化布局，促进向汽车电子等产业转型的重要手段，我们将继续积极关注全球汽车零部件行业的并购机会，特别是汽车电子、新材料、新技术方面的企业”。
- 公司货币资金充足，2010 年以来，货币资金余额维持在 10 亿元以上，今年一季度，货币资金余额约为 9 亿元。另需说明的是，公司持有富奥股份约 1.8 亿股（对应市值约 11 亿元）今年将解禁。充足的资金储备将成为公司实施兼并收购的可靠保障。

图表16：公司近年货币资金余额（百万元）

	2009	2010	2011	2012	2013	2014Q1
货币资金	540.28	1,295.53	1,105.63	1,033.83	1,183.55	885.65

来源：公司公告、国金证券研究所

盈利预测与投资建议

- 我们维持公司盈利预测，预计 14-16 年实现 EPS 分别为 1.12、1.44、1.76 元。我们认为，公司汽车电子已经崭露头角，未来有望快速发展，轻量化业务也已积极布局，未来成长空间广阔。而且，公司具有突出的并购基因，未来仍有望通过对外扩张实现持续转型升级。公司当前估值对应 14 年仅约 14.6 倍 PE，我们维持公司“买入”评级，维持目标价 23 元，继续强烈建议买入！

图表17: 公司分业务收入及毛利预测

项 目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
金属件					
销售收入 (百万元)	1,193.89	1,707.69	2,049.23	2,418.09	2,780.80
增长率 (YOY)	25.51%	43.04%	20.00%	18.00%	15.00%
毛利率	19.82%	19.89%	20.00%	20.05%	20.10%
销售成本 (百万元)	957.21	1,368.10	1,639.38	1,933.26	2,221.86
增长率 (YOY)	26.27%	42.93%	19.83%	17.93%	14.93%
毛利 (百万元)	236.68	339.59	409.85	484.83	558.94
增长率 (YOY)	22.53%	43.48%	20.69%	18.30%	15.29%
内饰件					
销售收入 (百万元)	3,093.26	3,936.73	5,314.59	6,377.51	7,525.46
增长率 (YOY)	76.55%	27.27%	35.00%	20.00%	18.00%
毛利率	18.57%	20.00%	20.70%	21.00%	21.00%
销售成本 (百万元)	2,518.84	3,149.22	4,214.47	5,038.23	5,945.11
增长率 (YOY)	83.61%	25.03%	33.83%	19.55%	18.00%
毛利 (百万元)	574.42	787.51	1,100.12	1,339.28	1,580.35
增长率 (YOY)	51.07%	37.10%	39.70%	21.74%	18.00%
外饰件					
销售收入 (百万元)	597.47	682.48	818.98	917.26	1,008.98
增长率 (YOY)	0.31%	14.23%	20.00%	12.00%	10.00%
毛利率	15.95%	22.81%	21.00%	21.50%	21.50%
销售成本 (百万元)	502.17	526.82	646.99	720.05	792.05
增长率 (YOY)	0.74%	4.91%	22.81%	11.29%	10.00%
毛利 (百万元)	95.29	155.66	171.99	197.21	216.93
增长率 (YOY)	-1.88%	63.35%	10.49%	14.67%	10.00%
电子元器件					
销售收入 (百万元)	389.64	513.84	668.00	835.00	1,043.75
增长率 (YOY)	26.47%	31.88%	30.00%	25.00%	25.00%
毛利率	30.20%	33.21%	33.50%	33.60%	33.60%
销售成本 (百万元)	271.95	343.18	444.22	554.44	693.05
增长率 (YOY)	24.76%	26.19%	29.44%	24.81%	25.00%
毛利 (百万元)	117.68	170.66	223.78	280.56	350.70
增长率 (YOY)	30.59%	45.02%	31.12%	25.37%	25.00%
销售总收入 (百万元)	5599.70	7291.83	9369.53	11118.46	12986.66
销售总成本 (百万元)	4536.70	5793.20	7411.93	8759.53	10216.98
毛利 (百万元)	1063.00	1498.63	1957.60	2358.93	2769.68
平均毛利率	18.98%	20.55%	20.89%	21.22%	21.33%

来源: 公司公告、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)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	3,682	5,600	7,292	9,370	11,118	12,987	货币资金	1,106	1,034	1,184	2,000	3,100	4,200
增长率		52.1%	30.2%	28.5%	18.7%	16.8%	应收款项	656	981	1,372	1,554	1,836	2,145
主营业务成本	-2,896	-4,537	-5,793	-7,412	-8,760	-10,217	存货	664	834	1,051	1,095	1,287	1,501
%销售收入	78.6%	81.0%	79.4%	79.1%	78.8%	78.7%	其他流动资产	119	104	147	235	274	315
毛利	787	1,063	1,499	1,958	2,359	2,770	流动资产	2,544	2,952	3,753	4,884	6,497	8,161
%销售收入	21.4%	19.0%	20.6%	20.9%	21.2%	21.3%	%总资产	58.2%	56.4%	53.1%	59.7%	66.1%	70.5%
营业税金及附加	-17	-24	-31	-40	-48	-56	长期投资	659	708	1,303	1,223	1,133	1,053
%销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	892	1,234	1,576	1,613	1,710	1,857
营业费用	-137	-196	-230	-290	-339	-390	%总资产	20.4%	23.6%	22.3%	19.7%	17.4%	16.0%
%销售收入	3.7%	3.5%	3.2%	3.1%	3.1%	3.0%	无形资产	261	282	330	336	359	377
管理费用	-335	-507	-655	-829	-978	-1,136	非流动资产	1,828	2,280	3,318	3,292	3,326	3,416
%销售收入	9.1%	9.1%	9.0%	8.9%	8.8%	8.8%	%总资产	41.8%	43.6%	46.9%	40.3%	33.9%	29.5%
息税前利润 (EBIT)	298	336	582	798	994	1,188	资产总计	4,372	5,232	7,071	8,175	9,823	11,578
%销售收入	8.1%	6.0%	8.0%	8.5%	8.9%	9.1%	短期借款	126	609	524	559	766	826
财务费用	4	-7	-21	-17	-13	-8	应付款项	1,029	1,226	1,766	1,982	2,343	2,733
%销售收入	-0.1%	0.1%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	其他流动负债	145	220	378	451	533	620
资产减值损失	-21	-113	-133	-128	-113	-92	流动负债	1,300	2,055	2,668	2,992	3,642	4,179
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	20	20	20	21
投资收益	131	112	118	285	339	392	其他长期负债	11	96	490	520	570	620
%税前利润	30.5%	30.6%	20.5%	29.6%	27.6%	26.2%	负债	1,311	2,152	3,178	3,532	4,232	4,820
营业利润	412	328	546	937	1,206	1,479	普通股股东权益	2,690	2,666	3,401	3,951	4,648	5,515
营业利润率	11.2%	5.9%	7.5%	10.0%	10.8%	11.4%	少数股东权益	372	415	493	693	943	1,243
营业外收支	19	38	30	25	20	18	负债股东权益合计	4,372	5,232	7,071	8,175	9,823	11,578
税前利润	431	367	576	962	1,226	1,497	比率分析						
利润率	11.7%	6.5%	7.9%	10.3%	11.0%	11.5%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-52	-54	-99	-168	-215	-262	每股指标						
所得税率	12.0%	14.7%	17.1%	17.5%	17.5%	17.5%	每股收益	0.514	0.473	0.647	1.121	1.436	1.764
净利润	379	313	477	794	1,011	1,235	每股净资产	4.862	5.030	6.416	7.453	8.770	10.404
少数股东损益	95	62	134	200	250	300	每股经营现金净流	0.561	0.307	1.413	1.609	2.079	2.484
归属于母公司的净利润	284	251	343	594	761	935	每股股利	0.150	0.160	0.080	0.100	0.120	0.130
净利率	7.7%	4.5%	4.7%	6.3%	6.8%	7.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	10.57%	9.40%	10.09%	15.04%	16.38%	16.96%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	总资产收益率	6.50%	4.79%	4.85%	7.27%	7.75%	8.08%
净利润	379	313	477	794	1,011	1,235	投入资本收益率	8.22%	7.74%	10.44%	12.14%	12.43%	12.49%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	184	375	430	450	494	527	主营业务收入增长率	10.48%	52.07%	30.22%	28.49%	18.67%	16.80%
非经营收益	-123	-124	-110	-266	-299	-341	EBIT增长率	-19.34%	12.85%	73.11%	37.08%	24.56%	19.56%
营运资金变动	-130	-401	-48	-125	-104	-104	净利润增长率	-32.38%	-11.79%	36.91%	73.08%	28.18%	22.83%
经营活动现金净流	310	163	749	853	1,102	1,317	总资产增长率	8.09%	19.67%	35.14%	15.62%	20.16%	17.86%
资本开支	-378	-455	-423	-340	-480	-582	资产管理能力						
投资	-30	-175	-170	0	0	0	应收账款周转天数	36.4	38.1	50.0	50.0	50.0	50.0
其他	106	102	112	285	339	392	存货周转天数	77.4	60.2	59.4	55.0	55.0	55.0
投资活动现金净流	-302	-529	-481	-55	-141	-190	应付账款周转天数	84.5	67.1	72.6	70.0	70.0	70.0
股权募资	21	13	5	0	0	0	固定资产周转天数	82.0	71.9	68.1	50.6	40.9	33.5
债权募资	94	483	-51	47	237	91	偿债能力						
其他	-297	-286	-133	-28	-98	-117	净负债/股东权益	-31.99%	-13.79%	-16.42%	-30.61%	-41.39%	-49.62%
筹资活动现金净流	-181	210	-179	19	139	-26	EBIT利息保障倍数	-76.6	46.9	27.9	46.4	75.0	141.5
现金净流量	-173	-156	89	816	1,100	1,100	资产负债率	29.98%	41.13%	44.94%	43.20%	43.08%	41.64%

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	1	6	8	10
增持	0	1	3	4	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.50	1.36	1.35	1.32

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 2014-06-24	买入	14.25	18.00~20.00
2 2014-07-15	买入	15.81	23.00
3 2014-07-28	买入	15.72	23.00

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