

主业总体稳定，升级显露雏形

买入 维持

中报经营数据：

2014年1-6月，公司实现营收24.67亿元，同比增长7.24%；实现归属上市公司股东净利润5124万元，同比增长5.97%；折合EPS为0.06元，与去年同期持平；主营业务毛利率16.72%，较去年同期减少1.23个百分点。

报告摘要：

- **传统优势板块总体稳定，为公司转型升级提供业绩支撑。**从半年报各子板块表现来看，相较去年同期：空调箔收入同比显著增长37.7%，毛利率略有下降；钎焊箔收入同比增长19.43%，毛利率略有下降；电子铝箔&电极箔收入同比略微增长7.27%，毛利率略有提升；氟碳化工收入同比增长10.72%，毛利率显著提高7.45个百分点；电容器收入同比略微降低7.48%，毛利率持平。总体而言，公司传统优势板块布局具有一定多元化，营收保持稳定，在较长的时期内仍然是公司收入的主要来源，为公司进行转型升级提供支撑。
- **积极进行升级布局，已显露雏形。**面对传统主业的发展瓶颈，公司立足于已有产业，对接新兴产业，着力进行产品升级。2014年5月，公司与日本株式会社新星成立乳源东硕软磁新材料有限公司，并与新星签订协议，由新星为公司发展软磁铁氧体材料及相关业务提供销售渠道，并协助松下为合资公司提供技术支持，目前公司的磁性材料产品已进入苹果全球采购体系。8月，公司与深圳清华研究院签署具排他性的技术开发合同，在大容量（3000F以上）动力型双电层超级电容器领域展开合作。公司已具备生产除活性炭外各个部件的能力，而深圳清华研究院在3000F动力型超级电容器方面具有成功产业化的基础。二者合作将有效整合双方优势，1+1>2，将大大增强公司研究实力，大大加速超级电容器的产业化进度。
- **盈利预测及投资价值：**预计公司14~16年EPS为0.26元、0.44元和0.67元，对应市盈率为58.8、34.3和22.7，维持买入评级。

主要经营指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	4,415	4,855	5,676	6,730	7,938
增长率(%)	-7.3%	10.0%	16.9%	18.6%	18.0%
归母净利润(百万)	154	146	245	421	635
增长率(%)	-46.4%	-5.1%	67.7%	71.5%	50.9%
每股收益	0.16	0.15	0.26	0.44	0.67
市盈率	93.5	98.6	58.8	34.3	22.7

中小市值研究组

首席分析师：

王凤华(S1180511010001)

2013年新财富最佳中小市值分析师

电话：010-88013568

Email：wangfenghua@hysec.com

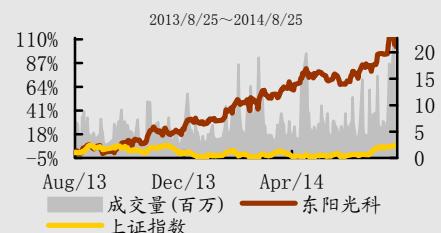
分析师：

周忠伟(S1180514070004)

电话：010-88013569

Email：zhouzhongwei@hysec.com

市场表现



相关研究

《铁岭新城：期待新业务引领增长》

2014/8/25

《海虹控股：布局PBM同时全力打造新健康体系》

2014/8/25

《易联众：子业务增长分化 平台业务潜力大》

2014/8/24

《中小市值周报：关注股改承诺兑现的投资机会》

2014/8/24

《奇正藏药：加强渠道推广，核心药品稳定增长》

2014/8/22

《中银绒业：转型换挡期》

2014/8/22

盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	673	1,346	1,076	1,009	1,191	营业收入	4,415	4,855	5,676	6,730	7,938
应收账款	805	867	993	1,144	1,349	营业成本	3,572	3,929	4,546	5,283	6,057
预付账款	126	97	170	202	238	营业税金及附加	17	19	22	26	30
存货	913	931	1,068	1,242	1,423	营业费用	96	108	119	134	145
其他	567	574	704	800	913	管理费用	226	249	282	324	373
流动资产合计	3,083	3,815	4,012	4,397	5,115	财务费用	215	301	306	278	260
长期股权投资	336	279	290	300	350	资产减值损失	13	16	2	2	3
固定资产	2,972	3,057	3,511	3,612	3,571	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	252	765	321	158	94	投资净收益	(6)	(1)	(1)	(1)	(1)
无形资产	788	1,834	1,876	1,860	1,822	其他	0	0	0	0	0
其他	262	356	403	319	268	营业利润	270	231	400	682	1,069
非流动资产合计	4,611	6,292	6,401	6,249	6,105	营业外收入	20	49	45	40	35
资产总计	7,694	10,107	10,413	10,647	11,220	营业外支出	2	1	2	2	2
短期借款	1,376	2,145	1,400	1,162	1,808	利润总额	287	280	443	720	1,102
应付账款	261	367	432	512	606	所得税	77	79	111	144	220
其他	621	1,372	959	771	699	净利润	211	201	332	576	882
流动负债合计	2,258	3,884	2,790	2,446	3,112	少数股东损益	57	54	87	156	247
长期借款	1,050	892	1,012	1,092	1,152	归属于母公司净利润	154	146	245	421	635
应付债券	889	1,879	1,900	1,900	1,000	每股收益(元)	0.16	0.15	0.26	0.44	0.67
其他	93	101	97	92	84						
非流动负债合计	2,032	2,872	3,008	3,084	2,235						
负债合计	4,289	6,756	5,799	5,530	5,348						
少数股东权益	811	898	985	1,141	1,388						
股本	827	827	950	950	950	主要财务比率	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
资本公积	891	688	1,538	1,538	1,538	成长能力					
留存收益	875	938	1,141	1,488	1,997	营业收入	-7.3%	10.0%	16.9%	18.6%	18.0%
其他	0	0	0	0	0	营业利润	-42.8%	-14.3%	72.7%	70.7%	56.7%
股东权益合计	3,405	3,351	4,614	5,117	5,872	归属于母公司净利润	-46.4%	-5.1%	67.7%	71.5%	50.9%
负债和股东权益总计	7,694	10,107	10,413	10,647	11,220	盈利能力					
						毛利率	19.1%	19.1%	19.9%	21.5%	23.7%
						净利率	3.5%	3.0%	4.3%	6.2%	8.0%
						ROE	6.1%	5.8%	8.1%	11.1%	15.0%
						ROIC	5.3%	4.8%	5.9%	8.2%	10.9%
现金流量表											
单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E						
净利润	211	201	332	576	882	偿债能力					
折旧摊销	281	245	258	287	297	资产负债率	55.7%	66.8%	55.7%	51.9%	47.7%
财务费用	215	301	306	278	260	净负债率	86.4%	121.3%	75.6%	65.4%	50.2%
投资损失	6	1	1	1	1	流动比率	1.37	0.98	1.44	1.80	1.64
营运资金变动	229	589	(545)	(479)	(500)	速动比率	0.96	0.74	1.05	1.28	1.18
其它	(471)	(640)	(52)	82	51	营运能力					
经营活动现金流	471	696	300	745	992	应收账款周转率	5.8	5.8	6.1	6.3	6.4
资本支出	(521)	(1,841)	(304)	(204)	(154)	存货周转率	3.9	4.2	4.5	4.5	4.5
长期投资	(39)	57	(11)	(10)	(51)	总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.7
其他	225	762	(1)	(4)	(4)	每股指标(元)					
投资活动现金流	(335)	(1,022)	(316)	(218)	(209)	每股收益	0.16	0.15	0.26	0.44	0.67
债权融资	(237)	1,047	(135)	(4)	(861)	每股经营现金流	0.50	0.73	0.32	0.78	1.04
股权融资	0	(204)	973	0	0	每股净资产 ²	2.73	2.58	3.82	4.19	4.72
其他	175	(120)	(1,092)	(589)	259	估值比率					
筹资活动现金流	(62)	724	(254)	(593)	(601)	市盈率	93.5	98.6	58.8	34.3	22.7
汇率变动影响	0	0	0	0	0	市净率	5.6	5.9	4.0	3.6	3.2
现金净增加额	75	399	(270)	(66)	181	EV/EBITDA	22.9	22.6	18.2	14.1	10.8
						EV/EBIT	36.2	33.0	24.9	18.3	13.2

资料来源：宏源证券

作者简介:

王凤华: 宏源证券研究所首席分析师, 分管中小市值、医药、机械、旅游等行业研究组, 《新财富》2013 年最佳中小市值研究机构第三名。中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学。17 年从业经历, 曾在多家券商任职, 任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。主要研究覆盖公司: 天玑科技、天通股份、天马精化、天立环保、天成控股、天音控股、奥维通信、利德曼、硕贝德、世纪鼎利、首航节能、隆基机械、科力远、金宇集团、德力股份、尚荣医疗、海虹控股、紫光股份、勤上光电、华星化工、久立特材、双塔食品、利亚德、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、长信科技、长方照明等。

机构销售团队					
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
机构	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。