

长电科技 (600584.SH)

集成电路行业

评级: 买入 维持评级

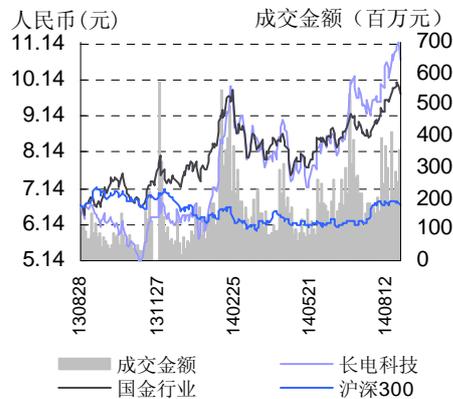
公司研究简报

市价(人民币): 10.70元  
目标(人民币): 12.00-14.00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)	853.13
总市值(百万元)	9,128.53
年内股价最高最低(元)	11.18/5.14
沪深300指数	2327.59
上证指数	2209.47



## 相关报告

1. 《中道凸块合作落地,绑定晶圆厂意在长远》, 2014.8.11
2. 《坚定看好半导体周期,公司先进封装布局受益》, 2014.7.2
3. 《先进封装驱动本土封测龙头成长可期》, 2014.6.5

马鹏清 分析师 SAC 执业编号: S1130514080002  
(8621)61038324  
mapq@gjzq.com.cn

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009  
(8621)60230213  
zhangshuai@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)	0.010	0.059	0.229	0.364	0.524
每股净资产(元)	2.84	2.85	3.60	3.88	4.41
每股经营性现金流(元)	0.59	0.95	0.35	0.99	1.19
市盈率(倍)	439.82	107.62	45.67	28.77	19.95
行业优化市盈率(倍)	83.14	75.18	83.30	83.30	83.30
净利润增长率(%)	-82.14%	516.89%	391.24%	58.73%	44.19%
净资产收益率(%)	0.34%	2.09%	6.37%	9.36%	11.89%
总股本(百万股)	853.13	853.13	1,088.10	1,088.10	1,088.10

来源: 公司年报、国金证券研究所

- 长电科技公布 2014 年半年报, 1-6 月累计实现收入 29.4 亿元, 同比增长 18.4%, 归属母公司净利润 4916 万元, 同比增长 141.35%; 对应 EPS0.06 元, 基本符合预期。

## 投资逻辑

- 收入改善明显, 主因先进封装快速增长: 上半年公司收入稳定增长, 但获利方面出现了显著的改善, 上半年同比增加 2879 万元的净利润, 长电先进利润增加 3757 万 (78%股权); 另外低端封装搬迁完成, 逐步减亏, 滁州厂获利 1861 万元, 宿迁依然亏损, 两厂合计同比增加 1630 万元的利润;
- 芯片国产化最先受益标的: 芯片国产化趋势确定, 一方面国产芯片市场规模快速提升, 预计 15 年较 12 年实现翻倍, 考虑到芯片设计对应下游不同的影响, 各不同应用如水势渐起, 而封测环节则是干流进入丰水期; 另一方面国产芯片制程提升更为明显, 对于具备先进制程的企业更加有利, 公司在先进封装方面的布局更有利于率先享受转移带来的利好;
- 技术布局造就未来: 随着半导体制程的进步, 封测在半导体中占比逐步提升; 而未来发展将集中在先进封装环节, 主要包括 FC、WLCSP、TSV 等; 公司在上述领域内都有充足的技术布局, 特别是在 Bumping 这一中道技术的优势, 使得公司未来客户导入方面领先国内其他封测企业; 而公司在 WLCSP 方面优势已经得到了充足的体现, 而 FC 与 TSV 有望逐步迎接国产芯片的技术提升;

## 估值与投资建议

- 我们依然将公司作为芯片国产化进程中率先受益的标的, 公司在先进封装方面的布局有利于长期的发展; 年内搬迁减亏以及长电先进业务的快速增长将是业绩增长的长期动力; 维持公司 14-16 年 0.262 元、0.413 元、0.690 元 (增发或有摊薄 0.23 元、0.36 元、0.52 元), 加之短期内公司增发、半导体扶持细则以及星科金朋出售等事件性催化, 给予 6-12 月目标价 12-14 元, 对应 30x15PE, 维持“买入”评级。半导体行业周期性的特质, 使得其讨论历史 PE 的价值不大, 对应 PS 的参考性较强, 从历史来看, 均值 1.6XPS, 对应 14 年 100 亿市值, 而在行业逐步复苏的过程中, 估值有望逐步达到上界区间, 2-2.3XPS, 对应 14 年 120-140 亿市值。

## 风险

- 经济增速放缓, 业务拓展低于其预期。

## 内容目录

获利改善显著，先进封装高速增长贡献最大.....	3
获利改善显著，经营持续改善.....	3
先进封装高速发展，厂房搬迁影响逐步消除.....	3
芯片国产化最先受益标的，封测丰水期逐步来临.....	4
封测环节与全球领先最为接近.....	4
优秀技术布局承接国内产业升级.....	5
芯片国产化水势起，封测干流渐入丰水期.....	7
估值与投资建议.....	8
附录：三张报表预测摘要.....	10

## 图表目录

图表 1: 长电科技单季度数据情况.....	3
图表 2: 长电科技三费率变动情况.....	3
图表 3: 长电科技收入与利润变动情况.....	3
图表 4: 长电科技主要子公司收入.....	4
图表 5: 全球主要封测企业收入: 亿美元.....	4
图表 6: 全球主要晶圆代工厂收入: 亿美元.....	4
图表 7: IC 设计企业约为国际巨头的十分之一.....	5
图表 8: 凸块封装未来的发展趋势.....	6
图表 9: WLCSP 主要应用领域.....	6
图表 10: WLCSP 产值情况.....	6
图表 11: 全球 WLCSP 出货量占比.....	7
图表 12: 自给化率将得到显著提升.....	7
图表 13: 海思与展讯国内产业链转移带来的影响.....	8
图表 14: 企业营收情况.....	9

## 获利改善显著，先进封装高速增长贡献最大

### 获利改善显著，经营持续改善

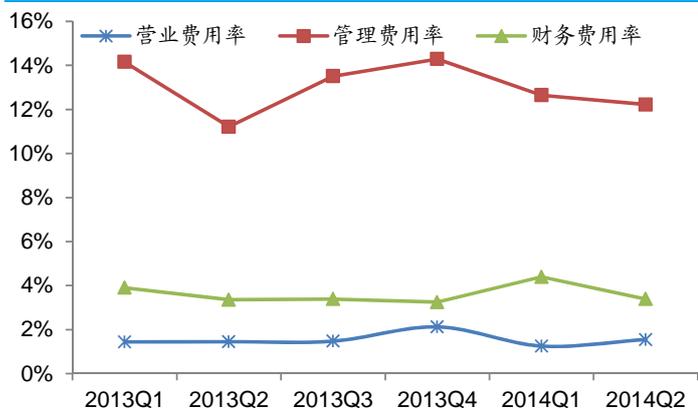
- 公司单季度获利 4780 万元，为 10 年四季度以来的新高，显示公司经营逐步进入正轨；
- 产品结构优化，先进封装快速增长，毛利率单季同比提升接近 2 个百分点；
- 三费率率较为稳定

图表1：长电科技单季度数据情况

长电科技	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2
营业收入	962.32	823.48	880.76	1,168.21	1,145.07	1,242.11	1,123.73	1,363.54	1,338.24	1,275.28	1,309.47	1,635.34
季度同比	-4.29%	-15.22%	-7.09%	13.57%	18.99%	50.84%	27.59%	16.72%	16.87%	2.67%	16.53%	19.93%
季度环比	-6.45%	-14.43%	6.96%	32.64%	-1.98%	8.47%	-9.53%	21.34%	-1.86%	-4.70%	2.68%	24.89%
毛利率	19.74%	9.79%	11.25%	19.01%	14.91%	11.28%	20.39%	19.98%	19.44%	19.40%	19.29%	21.79%
营业费用率	1.32%	3.74%	1.28%	1.21%	1.42%	2.04%	1.44%	1.45%	1.47%	2.12%	1.25%	1.55%
管理费用率	12.97%	18.43%	12.75%	11.40%	11.73%	12.83%	14.16%	11.21%	13.51%	14.29%	12.65%	12.22%
财务费用率	2.75%	4.00%	3.92%	3.53%	3.70%	3.15%	3.90%	3.35%	3.39%	3.25%	4.39%	3.39%
净利润	15.59	-32.97	1.10	20.69	-11.38	0.01	1.14	19.24	-9.79	0.54	1.36	47.80
季度同比	-75.84%	-185.41%	-97.22%	-54.13%	-173.00%	-100.03%	3.64%	-7.01%	-13.97%	5300.00%	19.30%	148.44%
季度环比	-65.44%	-311.48%	-103.34%	1780.91%	-155.00%	-100.09%	11300.00%	1587.72%	-150.88%	-105.52%	151.85%	3414.71%
净利润率	1.62%	-4.00%	0.12%	1.77%	-0.99%	0.00%	0.10%	1.41%	-0.73%	0.04%	0.10%	2.92%

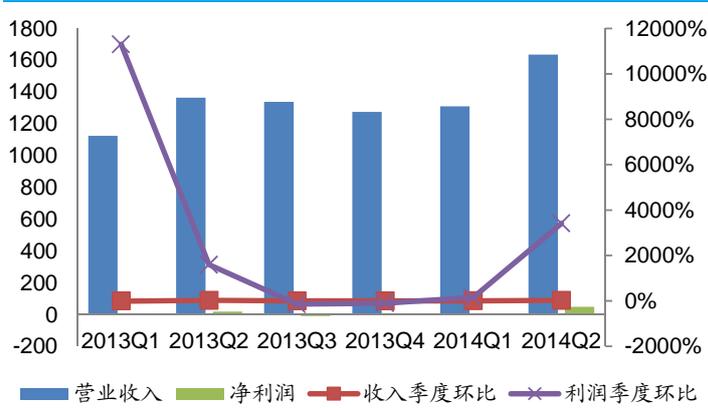
来源：国金证券研究所，Wind

图表2：长电科技三费率率变动情况



来源：国金证券研究所，Wind

图表3：长电科技收入与利润变动情况



### 先进封装高速发展，厂房搬迁影响逐步消除

- 上半年长电先进高速增长，该子公司为长电科技 WLCSP、Bumping 等产品的主要的生产基地；1-6 月实现收入 6.17 亿元，同比增长 50%，净利润同比 6755 万元，同比增长 125%；
- 公司滁州与宿迁两厂搬迁基本完成，年内逐步步入正轨，受搬迁影响流失的客户逐步回转，而工厂本身经营逐步稳定，滁州收入增加 80%，实现 1070 万净利润；而宿迁方面营收也开始逐步好转，不过受到厂房折旧影响等限制，依然有所亏损，但亏损幅度逐步收窄，预计下半年有望打平；

图表4: 长电科技主要子公司收入

单位: 万元	收入				净利润			
	2013H1	2014H1	变动	YoY	2013H1	2014H1	变动	YoY
长电科技(滁州)	30890	55700	24810	80.3%	790	1861	1070	135.4%
长电科技(宿迁)	13672	16203	2531	18.5%	-1808	-1228	580	-32.1%
江阴新顺微电子有限公司	14243	13029	-1214	-8.5%	1873	1910	36	1.9%
江阴长电先进封装有限公司	40468	61707	21238	52.5%	2998	6755	3757	125.3%
江阴新基电子设备有限公司	2457	2094	-363	-14.8%	272	163	-109	-40.1%
江阴新晟电子有限公司	8159	15107	6948	85.2%	1852	723	-1129	-61.0%
合并报表	248726	294481	45755	18.4%	2037	4916	2879	141.3%

来源: 国金证券研究所,公司公告

## 芯片国产化最先受益标的, 封测丰水期逐步来临

### 封测环节与全球领先最为接近

- 封测与制造环节是目前半导体各环节与全球领先水平较为接近的部分, 特别是封测环节, 全球领先的日月光收入规模上为国内领先长电科技的 5.6 倍左右, 前五位企业总体规模为长电的 15 倍; 考虑到日月光等企业在客户结构方面要优于国内的封测企业, 出货量方面的差距或进一步缩小; 而公司在 Bumping 与 WLCSP 方面的布局在未来市场发展起到了十分重要的作用; 随着国内 IC 企业制程的升级, 公司盈利情况或快速提升;
- 与封测环节类似, 晶圆代工方面全球领先前五位企业与中芯国际收入规模相比, 约是 13 年收入的 16.8 倍; 不过代工方面由于制程演变中的特殊性, 台积电规模明显超出其他公司, 独家占到第三方晶圆代工市场的 46% 的份额;
- 而设计环节, 企业规模多为国外企业的十分之一左右, 加之国内 IC 设计在智能卡等市场有太多的占比, 整体 IC 设计环节未来提升的空间最大;

图表5: 全球主要封测企业收入: 亿美元

排名	公司	13营收	占有率	%长电
1	日月光	47.4	18.9	5.58
2	安靠	29.56	11.8	3.48
3	矽品	23.35	9.3	2.75
4	星科金朋	15.99	6.4	1.88
5	力成	12.67	5.1	1.49
6	长电科技	8.5	3.4	1.00

来源: 国金证券研究所, ICinside

图表6: 全球主要晶圆代工厂收入: 亿美元

排名	公司	13营收	占有率	%中芯国际
1	台积电	19850	46	10.06
2	格罗方德	4261	10	2.16
3	联电	3959	9	2.01
4	三星	3950	9	2.00
5	中芯国际	1973	5	1.00
6	力晶	1175	3	0.60

图表7: IC 设计企业约为国际巨头的十分之一

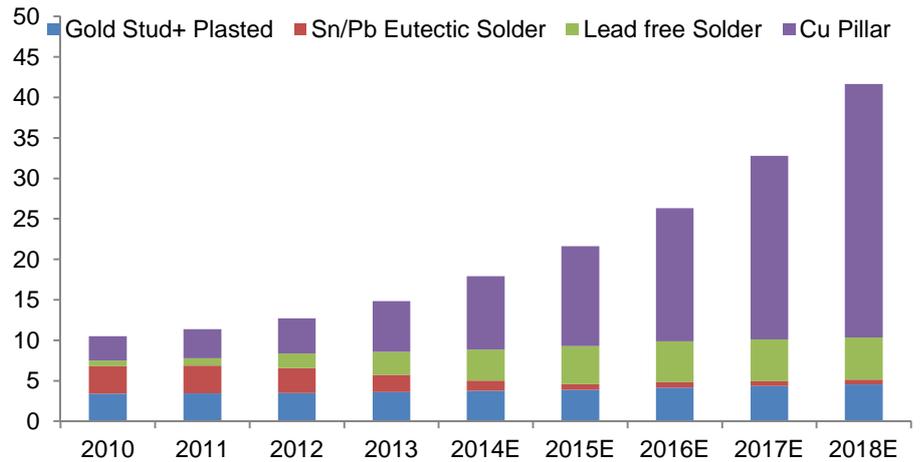
企业名称	2013收入	企业	2013收入	大陆%全球
1 海思	2100	高通	17211	12.2%
2 展讯	1050	博通	8219	12.8%
3 大唐	396	AMD	5299	7.5%
4 瑞迪科	380	联发科	4587	8.3%
5 智芯微	350	英伟达	3898	9.0%
6 格科微	300	美满	3352	8.9%
7 瑞芯微	300	LSI	2370	12.7%
8 士兰微	293	Xilinx	2297	12.8%
9 华大	291	Altera	1732	16.8%
10 全志	260	安华高	1619	16.1%
合计	5720		50584	11.3%

来源: 国金证券研究所

### 优秀技术布局承接国内产业升级

- 公司主要的业务分为低端、中阶 QFN、基板封装（包括 FC）、先进封装（主要为长电先进 Bumping 与 WLCSP）以及摄像头等业务；其中先进封装将是未来重要的发展方向；
- 先进封装包括 FC（针对复杂度进一步提升的单片 IC，特别是消费电子主控 IC）、WLCSP（针对复杂度较低，但是小型化、低功耗要求较高的环节，包括射频、放大器、电源管理、驱动等，数量最多）、TSV（未来在硅制程遭遇瓶颈，实现“摩尔定律”的持续）；
- 对于国内封测企业而言，WLCSP 将成为率先放量的环节，14 年上半年长电先进收入增长超过 50%，净利润超过 100%基本符合我们的判断；FC 则以来国产 IC 设计厂商是升级，从目前的进展来看，主要的手机、平板 AP 芯片设计厂商都着手 28nm 芯片的设计与生产环节，随着出货量的增加，该产品终将由国产晶圆与封测厂商生产；作为国内相关技术布局最早的企业，有望率先受益到国产化的进程；
  - 公司 Bumping 工艺集中在铜柱凸块领域，在工艺难度、良率控制、外形等方面的优势，将成为未来的主流技术。较南茂等主要提供金凸块 Bumping 技术相比，具有明显的优势。
  - 根据 Yole 统计数据，Bumping 市场需求量 13-18 年 CAGR22.3%，铜柱凸块市场 CAGR 在 38%左右，保持快速增长。公司铜柱凸块 Bumping 产能布局有助于未来的长期发展规划，结合 FC、WLCSP 等产能投放，获得更高份额与利润空间。

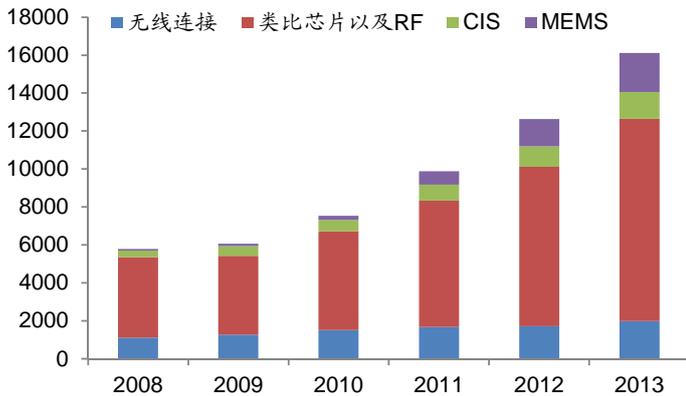
图表8: 凸块封装未来的发展趋势



来源: 国金证券研究所, Yole

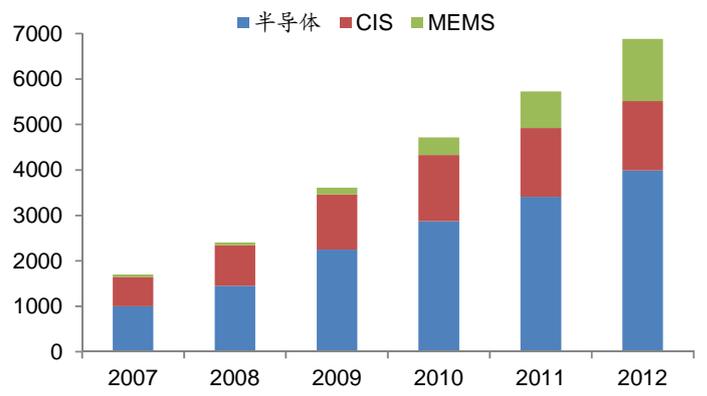
- WLCSP 在集成电路、影像传感芯片、微机电系统等都有广泛的应用，其中集成电路的应用依然是其最大的应用领域，根据 Yole 预计 2013 年大约 78% 的 WLCSP 是集成电路方面的应用，集中在类比芯片、RF、无线连接类芯片，传统上该类型的芯片多为 QFN 以及 TSOP 等封装。

图表9: WLCSP 主要应用领域



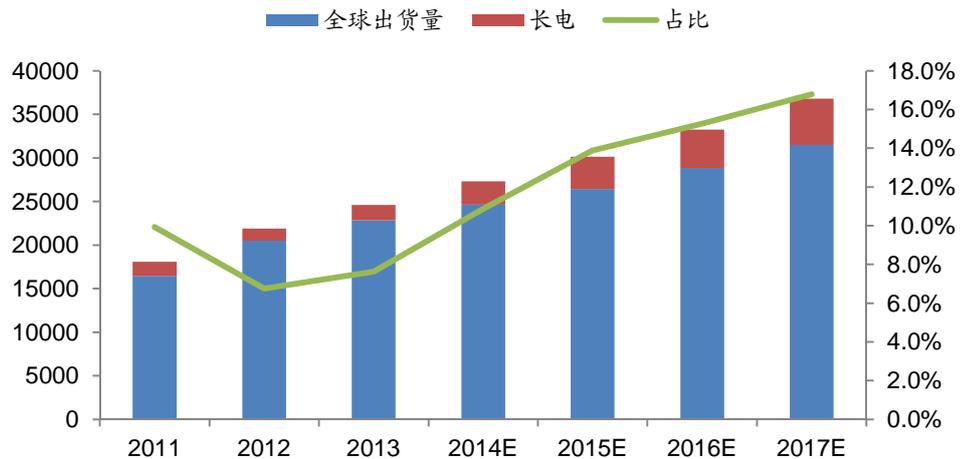
来源: 国金证券研究所

图表10: WLCSP 产值情况



- 公司在 WLCSP 方面技术储备充足，子公司长电先进是 WLCSP 主要技术承载方，根据 Techsearch 统计数据，全球 13 年 WLCSP 出货芯片 228.48 亿颗，公司 17.43 亿颗的出货量占 7.6% 左右的产能，由于公司排产紧张，后续产能持续扩张，2017 年占比有望达到 16% 左右，保持快速增长。

图表11: 全球 WLCSP 出货量占比

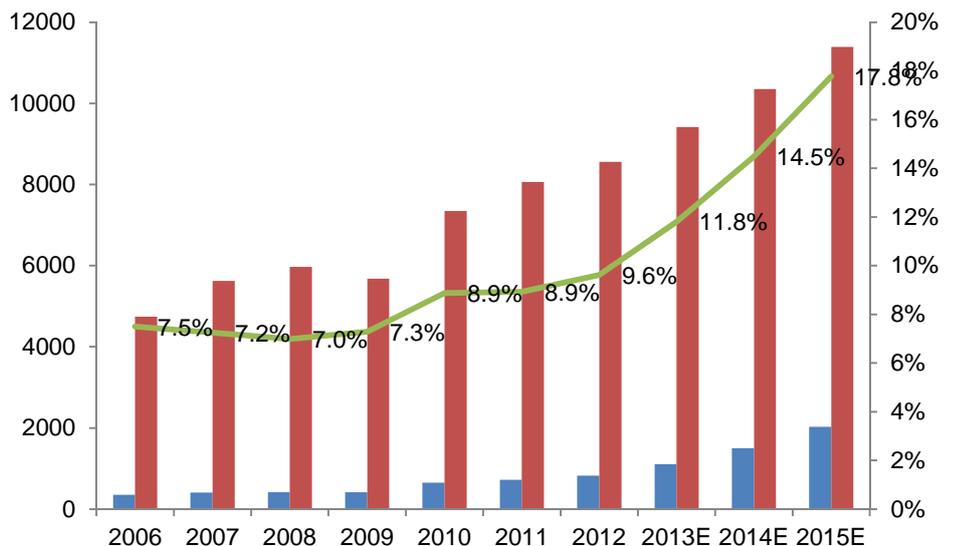


来源: 国金证券研究所, Techsearch

### 芯片国产化水势起，封测干流渐入丰水期

- 芯片国产化，有两个层面的含义，其一是芯片知识产权，或是设计厂商产品的国产化，另外一个则是生产与封测环节的国产化；知识产权的国产化需要一定的时间研发与避免侵权；而生产与封测环节基本满足中低端产品的需求，而在高端产品上，尤其是在先进封装方面切入海外客户存在一定难度；
- 随着 IC 设计能力的提升与产品的升级，将拓展先进制程与先进封装相关技术的应用，为生产与封装企业带来业务的快速增长；
  - 目前国产的 AP 设计厂商，陆续都开始研发 28nm 产品，其中海思已经有较为成熟的产品，而瑞芯微则在 11 年开始拓展 28nm AP 厂商；

图表12: 自给化率将得到显著提升



来源: 国金证券研究所, CSIA

- 从另外的角度来看，IC 设计最终落实到行业应用，如果将电子行业比为河流，则 IC 设计恰如不同的支流；本轮国产化过程中，IC 设计将得到显著

的补足，各支流都会明显好转，在这样的条件下，作为干流的封测与制造环节将率先享受行业技术提升带来的收益；

- 以海思与展讯为例来说明，13年两家企业收入分别为21亿美元与14.3亿美元（与瑞迪科收入合并）；目前两家企业在国内半导体企业中的份额市场相对有限；未来向国内转移的趋势明确，特别是在中芯国际28nm投产在即的现在；预计15年给三大企业带来47-57%的收入增长（以13年收入为基数计算）；
- 而考虑到产线转移的过程中，长电科技将有望承接更多的订单，一方面公司在封测产品方面更加丰富，另一方面则是公司与中芯国际合作更加紧密；

图表13: 海思与展讯国内产业链转移带来的影响

单位: 百万美元	2013	2014	2015
海思	2100	3150	4725
展讯+瑞迪科	1430	1859	2416.7
封测比例	30%		
国产比例	5%	20%	40%
带来中高端需求	52.95	300.54	857.004
对三家企业影响合	3.5%	20.0%	57.0%
封测比例	25%		
国产比例	5%	20%	40%
带来中高端需求	44.125	250.45	714.17
对三家企业影响合	2.9%	16.7%	47.5%
单位: 百万人民币			
长电科技	5,102.06		
华天科技	2,447.16		
通富微电	1,767.32		

来源: 国金证券研究所

## 估值与投资建议

- 我们依然将公司作为芯片国产化进程中率先受益的标的，公司在先进封装方面的布局有利于长期的发展；年内搬迁减亏以及长电先进业务的快速增长将是业绩增长的长期动力；维持公司14-16年0.262元、0.413元、0.690元（增发或有摊薄0.23元、0.36元、0.52元），加之短期内公司增发、半导体扶持细则以及星科金朋出售等事件性催化，给予6-12月目标价12-14元，对应30x15PE，维持“买入”评级。
- 半导体行业周期性的特质，使得其讨论历史PE的价值不大，对应PS的参考性较强，从历史来看，均值1.6XPS，对应14年100亿市值，而在行业逐步复苏的过程中，估值有望逐步达到上界区间，2-2.3XPS，对应14年120-140亿市值。

**图表14: 企业营收情况**

	2013	2014E	2015E	2016E
长电先进: 先进封装				
收入	918.42	1,330.85	1,787.66	2,404.00
YoY	20.3%	44.9%	34.3%	34.5%
毛利率	21.0%	22.0%	22.5%	22.6%
毛利	192.9	292.8	402.2	543.3
本部: 基板封装				
收入	591	720	860	1031
YoY		21.7%	19.4%	19.9%
毛利率	35%	36%	37%	37%
毛利	207.0	259.2	318.0	376.2
本部: 中阶引线框封装				
收入	2048	2211	2416	2639
YoY		8.0%	9.2%	9.3%
毛利率	19%	20%	20%	20%
毛利	389.0	442.2	483.1	527.8
低阶、分立器件				
收入	1330	1381	1431	1483
YoY		3.8%	3.6%	3.6%
毛利率	17%	17%	17%	17%
毛利	219.5	234.8	243.2	252.0
镜头模组				
收入	212.62	425.23	807.94	1454.29
YoY	422.14%	100.00%	90.00%	80.00%
毛利率	17.00%	22.00%	25.00%	30.00%
毛利	36.1	93.6	202.0	436.3
合计				
收入	5,100	6,068	7,301	9,011
YoY		19.0%	20.3%	23.4%
毛利率	20.5%	21.8%	22.6%	23.7%
毛利	1044.46	1322.47	1648.55	2135.61

来源: 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
<b>主营业务收入</b>	<b>3,762</b>	<b>4,436</b>	<b>5,102</b>	<b>6,068</b>	<b>7,304</b>	<b>9,015</b>	货币资金	628	695	869	200	250	300
增长率	17.9%	15.0%	18.9%	20.4%	23.4%		应收款项	467	876	932	1,091	1,314	1,621
<b>主营业务成本</b>	<b>-3,089</b>	<b>-3,804</b>	<b>-4,092</b>	<b>-4,726</b>	<b>-5,614</b>	<b>-6,892</b>	存货	521	591	628	712	846	1,039
%销售收入	82.1%	85.8%	77.9%	77.9%	76.9%	76.5%	其他流动资产	60	45	47	59	69	85
<b>毛利</b>	<b>674</b>	<b>632</b>	<b>1,010</b>	<b>1,342</b>	<b>1,690</b>	<b>2,123</b>	流动资产	1,677	2,207	2,476	2,062	2,479	3,045
%销售收入	17.9%	14.2%	19.8%	22.1%	23.1%	23.5%	%总资产	27.9%	31.5%	32.7%	28.8%	31.9%	37.3%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>	<b>-7</b>	<b>-8</b>	<b>-9</b>	<b>-12</b>	长期投资	82	62	61	62	61	61
%销售收入	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	3,852	4,276	4,600	4,825	5,020	4,853
<b>营业费用</b>	<b>-67</b>	<b>-67</b>	<b>-83</b>	<b>-94</b>	<b>-114</b>	<b>-137</b>	%总资产	64.0%	61.0%	60.7%	67.3%	64.6%	59.5%
%销售收入	1.8%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%	无形资产	388	447	427	214	207	199
<b>管理费用</b>	<b>-510</b>	<b>-539</b>	<b>-675</b>	<b>-747</b>	<b>-895</b>	<b>-1,075</b>	非流动资产	4,340	4,804	5,106	5,102	5,289	5,115
%销售收入	13.5%	12.2%	13.2%	12.3%	12.3%	11.9%	%总资产	72.1%	68.5%	67.3%	71.2%	68.1%	62.7%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>89</b>	<b>18</b>	<b>246</b>	<b>493</b>	<b>671</b>	<b>899</b>	<b>资产总计</b>	<b>6,016</b>	<b>7,010</b>	<b>7,583</b>	<b>7,164</b>	<b>7,768</b>	<b>8,160</b>
%销售收入	2.4%	0.4%	4.8%	8.1%	9.2%	10.0%	短期借款	1,660	2,325	2,216	923	894	256
<b>财务费用</b>	<b>-100</b>	<b>-157</b>	<b>-176</b>	<b>-137</b>	<b>-107</b>	<b>-84</b>	应付款项	1,167	1,270	1,257	1,524	1,812	2,225
%销售收入	-2.7%	-3.5%	-3.5%	-2.3%	-1.5%	-0.9%	其他流动负债	-83	247	464	-209	-253	-313
<b>资产减值损失</b>	<b>-3</b>	<b>-13</b>	<b>-4</b>	<b>-7</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	流动负债	2,745	3,841	3,938	2,238	2,454	2,168
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	450	375	746	746	746	747
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	265	198	258	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>3,460</b>	<b>4,415</b>	<b>4,943</b>	<b>2,985</b>	<b>3,200</b>	<b>2,916</b>
<b>营业利润</b>	<b>-14</b>	<b>-152</b>	<b>66</b>	<b>349</b>	<b>563</b>	<b>813</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,412</b>	<b>2,423</b>	<b>2,432</b>	<b>3,915</b>	<b>4,225</b>	<b>4,796</b>
营业利润率	n.a	n.a	1.3%	5.8%	7.7%	9.0%	少数股东权益	144	173	208	264	343	448
<b>营业外收支</b>	<b>96</b>	<b>211</b>	<b>52</b>	<b>60</b>	<b>70</b>	<b>90</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>6,016</b>	<b>7,010</b>	<b>7,583</b>	<b>7,164</b>	<b>7,768</b>	<b>8,160</b>
<b>税前利润</b>	<b>82</b>	<b>58</b>	<b>118</b>	<b>409</b>	<b>633</b>	<b>903</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	2.2%	1.3%	2.3%	6.7%	8.7%	10.0%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>所得税</b>	<b>-15</b>	<b>-21</b>	<b>-30</b>	<b>-103</b>	<b>-159</b>	<b>-227</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	18.5%	36.5%	25.1%	25.1%	25.1%	25.1%	每股收益	0.054	0.010	0.059	0.229	0.364	0.524
<b>净利润</b>	<b>67</b>	<b>37</b>	<b>88</b>	<b>306</b>	<b>474</b>	<b>676</b>	每股净资产	2.828	2.840	2.851	3.598	3.883	4.407
<b>少数股东损益</b>	<b>21</b>	<b>29</b>	<b>38</b>	<b>57</b>	<b>78</b>	<b>106</b>	每股经营现金净流	0.568	0.593	0.950	0.355	0.994	1.185
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>46</b>	<b>8</b>	<b>51</b>	<b>249</b>	<b>396</b>	<b>570</b>	每股股利	0.060	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	1.2%	0.2%	1.0%	4.1%	5.4%	6.3%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	1.91%	0.34%	2.09%	6.37%	9.36%	11.89%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	总资产收益率	0.77%	0.12%	0.67%	3.48%	5.09%	6.99%
<b>净利润</b>	<b>88</b>	<b>39</b>	<b>49</b>	<b>306</b>	<b>474</b>	<b>676</b>	投入资本收益率	1.55%	0.22%	3.29%	6.31%	8.09%	10.77%
<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>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>523</b>	<b>640</b>	<b>675</b>	<b>640</b>	<b>691</b>	<b>779</b>	主营业务收入增长率	4.04%	17.91%	15.01%	18.93%	20.37%	23.43%
<b>非经营收益</b>	<b>87</b>	<b>140</b>	<b>229</b>	<b>107</b>	<b>41</b>	<b>0</b>	EBIT增长率	-74.27%	-79.68%	1265%	100.39%	36.09%	33.94%
<b>营运资金变动</b>	<b>-213</b>	<b>-313</b>	<b>-142</b>	<b>-667</b>	<b>-124</b>	<b>-164</b>	净利润增长率	-77.84%	-82.14%	516.89%	391.24%	58.73%	44.19%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>485</b>	<b>506</b>	<b>810</b>	<b>386</b>	<b>1,081</b>	<b>1,290</b>	总资产增长率	27.56%	16.52%	8.16%	-5.52%	8.43%	5.04%
<b>资本开支</b>	<b>-1,560</b>	<b>-997</b>	<b>-1,109</b>	<b>-587</b>	<b>-806</b>	<b>-513</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>投资</b>	<b>30</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	应收账款周转天数	39.3	36.3	38.1	40.0	40.0	40.0
<b>其他</b>	<b>138</b>	<b>-2</b>	<b>-35</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	存货周转天数	55.9	53.4	54.4	55.0	55.0	55.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,391</b>	<b>-999</b>	<b>-1,143</b>	<b>-588</b>	<b>-806</b>	<b>-513</b>	应付账款周转天数	70.6	77.3	72.1	73.0	73.0	73.0
<b>股权募资</b>	<b>15</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1,230</b>	<b>-86</b>	<b>0</b>	固定资产周转天数	310.0	320.2	290.4	242.0	194.0	175.2
<b>债权募资</b>	<b>953</b>	<b>624</b>	<b>598</b>	<b>-1,552</b>	<b>-28</b>	<b>-637</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>其他</b>	<b>-138</b>	<b>-77</b>	<b>-219</b>	<b>-144</b>	<b>-111</b>	<b>-90</b>	净负债/股东权益	57.98%	77.22%	79.31%	35.15%	30.45%	13.41%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>830</b>	<b>548</b>	<b>379</b>	<b>-467</b>	<b>-225</b>	<b>-727</b>	EBIT利息保障倍数	0.9	0.1	1.4	3.6	6.3	10.7
<b>现金净流量</b>	<b>-77</b>	<b>55</b>	<b>46</b>	<b>-669</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	资产负债率	57.50%	62.98%	65.18%	41.66%	41.20%	35.73%

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	4	9	10	15
增持	0	1	2	2	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.20	1.19	1.18	1.19

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 2013-05-09	买入	5.17	8.05 ~ 8.05
2 2013-08-23	买入	6.34	N/A
3 2013-11-28	买入	6.85	N/A
4 2014-02-21	买入	9.82	N/A
5 2014-06-05	买入	8.46	10.00 ~ 12.00
6 2014-07-02	买入	9.29	10.00 ~ 12.00
7 2014-08-11	买入	10.53	12.00 ~ 14.00

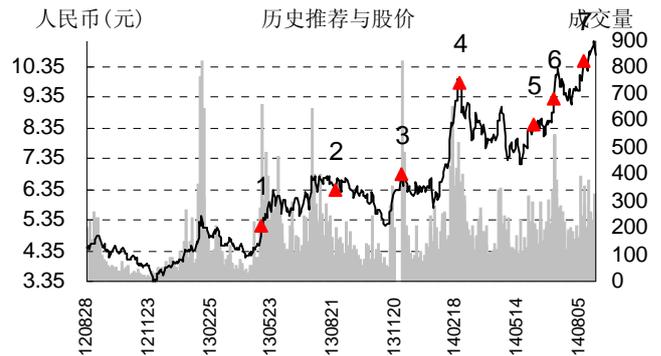
来源：国金证券研究所

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