

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): 10.69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) | 10,525.05 |
| 年内股价最高最低(元) | 12.25/5.14 |
| 沪深300指数 | 2416.65 |
| 上证指数 | 2337.87 |



相关报告

- 《收购星科金朋,再进一步或更佳》, 2014.9.5
- 《IC 国产化水势起,封测干流渐入丰水期》, 2014.8.28
- 《中道凸块合作落地,绑定晶圆厂意在长远》, 2014.8.11

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

宋佳 分析师 SAC 执业编号: S1130513090002
(8621)60230246
songjia@gjzq.com.cn

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)60230213
zhangshuai@gjzq.com.cn

行业景气无碍, 承载国产化布局最丰富

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 | 0.253 | 0.402 | 0.579 |
| 每股净资产(元) | 2.84 | 2.85 | 3.97 | 4.29 | 4.87 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.59 | 0.95 | 0.39 | 1.10 | 1.31 |
| 市盈率(倍) | 439.82 | 107.62 | 41.33 | 26.04 | 18.06 |
| 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% | 391.14% | 58.72% | 44.20% |
| 净资产收益率(%) | 0.34% | 2.09% | 6.37% | 9.37% | 11.90% |
| 总股本(百万股) | 853.13 | 853.13 | 984.57 | 984.57 | 984.57 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 长电科技 28 日发布 14 年三季报, 1-9 月累计实现收入 47.06 亿元, 同比增长 22.98%, 实现归属母公司净利润 1.27 亿元, 同比增长 1099.17%, 对应 EPS0.1487 元, 符合市场预期。

经营分析

- 业绩持续快速增长:** 公司业绩持续提升, 单季度收入 31.63%, 为近年来最高; 毛利率提升 1 个百分点, 显示产品结构 with 边际效益愈发好转; 收入规模的提升, 管理费用率调整明显; 单季度净利润达到 4.4%, 为 10 年四季度以来最高水平, 而 7747 万元的单季度获利也为历史新高。
- 行业景气持续:** 外盘曾因 Microchip 管理层经营预期悲观, 而是市场产生了一定的负面影响, 加之市场对经济与政治方向把握不明, 以及部分资金获利了结, 造成前期股价调整的主要原因。从台湾半导体表现来看, 行业景气依然持续。基于此判断公司 4 季度业绩依然可以预期。
- 国产化趋势确定, 公司技术布局受益最为确定:** 本轮集成电路国产化承载国家信息安全与产业安全的重要任务, 将从应用端拉动整个产业链的发展, 封测作为其中与国际水平差距最小的环节, 受益最为确定。国产化主要集中在国产设计公司先进封装方面需求的增长, 公司作为国内先进封装制程布局最为充分的公司, 在 WLCSP、FC、TSV 等方面具有技术优势, 甚至 WLCSP 等早已经实现大批量的生产, 加之技术成熟的 Bumping 工艺以及与中芯国际合作的关系, 将使得公司率先享受国产化利好, 也是受益最为充分的公司。

盈利调整

- 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 2.49 亿元、3.96 亿元、5.70 亿元, 对应增发后 EPS 0.253 元、0.402 元、0.579 元, 星科金鹏收购事项对公司催化利好, 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。

内容目录

| | |
|-------------------------|---|
| 公司单季度利润创新高..... | 3 |
| 台湾半导体景气持续 | 3 |
| 我国封测距离全球领先水平差距较小 | 4 |
| 国产化将对封测企业受益驱动非常明确 | 5 |
| 估值与投资建议..... | 6 |
| 附录：三张报表预测摘要 | 7 |

图表目录

| | |
|--------------------------------|---|
| 图表 1: 公司主要经营数据情况 | 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: 台湾主要 IC 制造企业收入变化企业 | 4 |
| 图表 5: 台湾主要 IC 封测企业收入变化情况..... | 4 |
| 图表 6: 全球主要封测企业收入: 亿美元 | 4 |
| 图表 7: 全球主要晶圆代工厂收入: 亿美元..... | 4 |
| 图表 8: IC 设计企业约为国际巨头的十分之一 | 4 |
| 图表 9: 凸块封装未来的发展趋势..... | 5 |
| 图表 10: 海思与展讯国内产业链转移带来的影响 | 5 |
| 图表 11: 企业营收情况..... | 6 |

公司单季度利润创新高

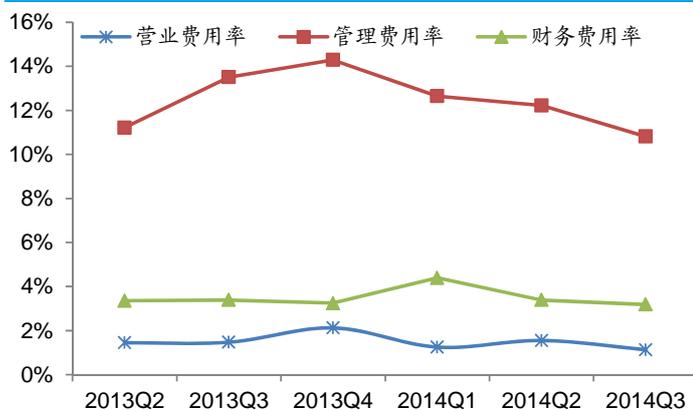
- 公司业绩快速提升，1-9月累计实现收入47.06亿元，同比增长22.98%，实现归属母公司净利润1.27亿元，同比增长1099.17%。且呈现逐季提升的作用。
- 单季度收入31.63%，为近年来最高；毛利率提升1个百分点，显示产品结构与边际效益愈发好转；收入规模的提升，管理费用率调整明显；单季度净利润达到4.4%，为10年四季度以来最高水平，而7747万元的单季度获利也为历史新高。

图表1: 公司主要经营数据情况

| 长电科技 | 2011Q4 | 2012Q1 | 2012Q2 | 2012Q3 | 2012Q4 | 2013Q1 | 2013Q2 | 2013Q3 | 2013Q4 | 2014Q1 | 2014Q2 | 2014Q3 |
|-------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 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 | 1,761.53 |
| 季度同比 | -15.22% | -7.09% | 13.57% | 18.99% | 50.84% | 27.59% | 16.72% | 16.87% | 2.67% | 16.53% | 19.93% | 31.63% |
| 季度环比 | -14.43% | 6.96% | 32.64% | -1.98% | 8.47% | -9.53% | 21.34% | -1.86% | -4.70% | 2.68% | 24.89% | 7.72% |
| 毛利率 | 9.79% | 11.25% | 19.01% | 14.91% | 11.28% | 20.39% | 19.98% | 19.44% | 19.40% | 19.29% | 21.79% | 20.93% |
| 营业费用率 | 3.74% | 1.28% | 1.21% | 1.42% | 2.04% | 1.44% | 1.45% | 1.47% | 2.12% | 1.25% | 1.55% | 1.13% |
| 管理费用率 | 18.43% | 12.75% | 11.40% | 11.73% | 12.83% | 14.16% | 11.21% | 13.51% | 14.29% | 12.65% | 12.22% | 10.81% |
| 财务费用率 | 4.00% | 3.92% | 3.53% | 3.70% | 3.15% | 3.90% | 3.35% | 3.39% | 3.25% | 4.39% | 3.39% | 3.19% |
| 净利润 | -32.97 | 1.10 | 20.69 | -11.38 | 0.01 | 1.14 | 19.24 | -9.79 | 0.54 | 1.36 | 47.80 | 77.74 |
| 季度同比 | -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 | -311.48% | -103.34% | 1780.91% | -155.00% | -100.09% | 11300.00% | 1587.72% | -150.88% | -105.52% | 151.85% | 3414.71% | 62.64% |
| 净利润率 | -4.00% | 0.12% | 1.77% | -0.99% | 0.00% | 0.10% | 1.41% | -0.73% | 0.04% | 0.10% | 2.92% | 4.41% |

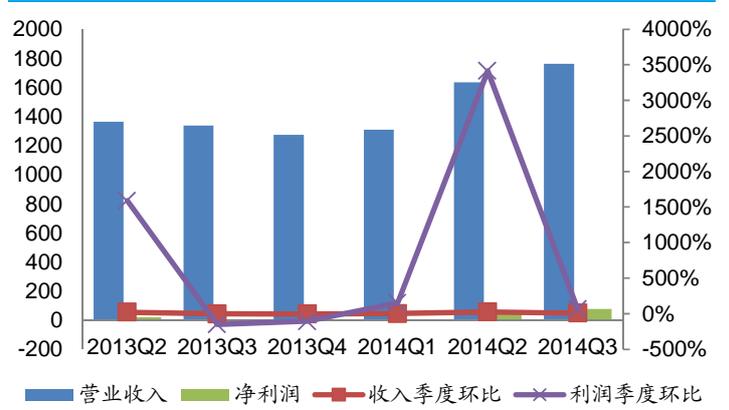
来源: 国金证券研究所, Wind

图表2: 长电科技三费率变动情况



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



台湾半导体景气持续

- 从台湾半导体经营情况来看，IC制造企业9月收入增速为年内新高，显示行业景气程度持续，台湾IC封测环节同样维持在较好的水平。而IC设计企业，特别是前5位企业同样保持稳定增长的态势。显示全球半导体景气依然得以持续。

图表4: 台湾主要IC制造企业收入变化企业



来源: 国金证券研究所, Wind

图表5: 台湾主要IC封测企业收入变化情况



我国封测距离全球领先水平差距较小

- 从与全球的差距来看, 封测与制造企业与全球领先水平相对较小。尤其是封测环节, 技术壁垒相对晶圆制造企业更小。先进制程方面, WLCSP 全球领先, FC 放量在其, TSV 应用也在临近放量期。为国产化率先受益环节。

图表6: 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7: 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 |

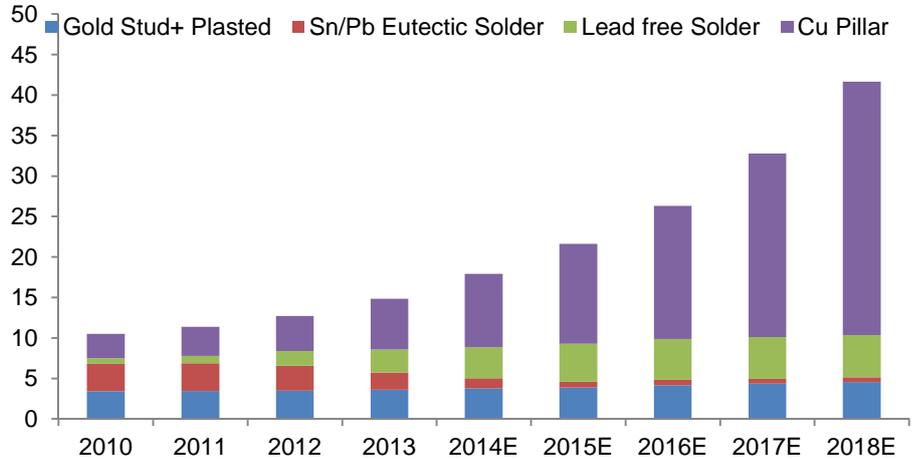
图表8: IC设计企业约为国际巨头的十分之一

| 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

- 从全球发展的角度来看，先进封装将是未来发展的重点。而无论是 WLCSP 还是 FC，甚至是高等级的 TSV 应用，都将是 Bumping 技术应用，公司在相关技术的布局较早，并与中芯国际形成产业联盟，未来受益确定。

图表9: 凸块封装未来的发展趋势



来源: 国金证券研究所, Yole

国产化将对封测企业受益驱动非常明确

- 无论是冷战思维，还是为了国家产业安全，半导体国产化都将是必然的趋势；国家将建立 1200 亿的投资资金，加上地方配套以及社会资本，有望形成万亿规模的投资，这对于改善我国芯片国产化水平效果非常明显；与以往广洒水的资金扶持有所不同，本次扶持项目以初步实现产业化为考核标准，且成熟的企业、技术的引入将更为常见；在产业链方面，除去国家类反垄断的政策，利好产业化之外，还将促成股权为基础的产业链联盟，从终端需求拉动半导体产业链的发展。

图表10: 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 2.49 亿元、3.96 亿元、5.70 亿元，对应增发后 EPS 0.253 元、0.402 元、0.579 元，加之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11: 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 |
| 主营业务收入 | 3,762 | 4,436 | 5,102 | 6,068 | 7,304 | 9,015 | 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 |
| 主营业务成本 | -3,089 | -3,804 | -4,092 | -4,726 | -5,614 | -6,892 | 存货 | 521 | 591 | 628 | 712 | 846 | 1,039 |
| %销售收入 | 82.1% | 85.8% | 80.2% | 77.9% | 76.9% | 76.5% | 其他流动资产 | 60 | 45 | 47 | 59 | 69 | 85 |
| 毛利 | 674 | 632 | 1,010 | 1,342 | 1,690 | 2,123 | 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% |
| 营业税金及附加 | -8 | -8 | -7 | -8 | -9 | -12 | 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 |
| 营业费用 | -67 | -67 | -83 | -94 | -114 | -137 | %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 |
| 管理费用 | -510 | -539 | -675 | -747 | -895 | -1,075 | 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% |
| 息税前利润 (EBIT) | 89 | 18 | 246 | 493 | 671 | 899 | 资产总计 | 6,016 | 7,010 | 7,583 | 7,164 | 7,768 | 8,160 |
| %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 | 925 | 897 | 258 |
| 财务费用 | -100 | -157 | -176 | -138 | -107 | -84 | 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 |
| 资产减值损失 | -3 | -13 | -4 | -7 | -1 | -2 | 流动负债 | 2,745 | 3,841 | 3,938 | 2,240 | 2,456 | 2,171 |
| 公允价值变动收益 | 0 | -1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 450 | 375 | 746 | 746 | 746 | 747 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 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% | 负债 | 3,460 | 4,415 | 4,943 | 2,987 | 3,202 | 2,918 |
| 营业利润 | -14 | -152 | 66 | 349 | 563 | 813 | 普通股股东权益 | 2,412 | 2,423 | 2,432 | 3,913 | 4,223 | 4,793 |
| 营业利润率 | n.a | n.a | 1.3% | 5.7% | 7.7% | 9.0% | 少数股东权益 | 144 | 173 | 208 | 264 | 343 | 448 |
| 营业外收支 | 96 | 211 | 52 | 60 | 70 | 90 | 负债股东权益合计 | 6,016 | 7,010 | 7,583 | 7,164 | 7,768 | 8,160 |
| 税前利润 | 82 | 58 | 118 | 409 | 633 | 903 | | | | | | | |
| 利润率 | 2.2% | 1.3% | 2.3% | 6.7% | 8.7% | 10.0% | | | | | | | |
| 所得税 | -15 | -21 | -30 | -103 | -159 | -227 | | | | | | | |
| 所得税率 | 18.5% | 36.5% | 25.1% | 25.1% | 25.1% | 25.1% | | | | | | | |
| 净利润 | 67 | 37 | 88 | 306 | 474 | 676 | | | | | | | |
| 少数股东损益 | 21 | 29 | 38 | 57 | 78 | 106 | | | | | | | |
| 归属于母公司的净利润 | 46 | 8 | 51 | 249 | 396 | 570 | | | | | | | |
| 净利率 | 1.2% | 0.2% | 1.0% | 4.1% | 5.4% | 6.3% | | | | | | | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 比率分析 | | | | | | |
| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| 净利润 | 88 | 39 | 49 | 306 | 474 | 676 | 每股指标 | | | | | | |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股收益 | 0.054 | 0.010 | 0.059 | 0.253 | 0.402 | 0.579 |
| 非现金支出 | 523 | 640 | 675 | 640 | 691 | 779 | 每股净资产 | 2.828 | 2.840 | 2.851 | 3.974 | 4.289 | 4.868 |
| 非经营收益 | 87 | 140 | 229 | 107 | 42 | 0 | 每股经营现金净流 | 0.568 | 0.593 | 0.950 | 0.392 | 1.098 | 1.310 |
| 营运资金变动 | -213 | -313 | -142 | -667 | -124 | -164 | 每股股利 | 0.060 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 经营活动现金净流 | 485 | 506 | 810 | 386 | 1,081 | 1,290 | 回报率 | | | | | | |
| 资本开支 | -1,560 | -997 | -1,109 | -587 | -806 | -513 | 净资产收益率 | 1.91% | 0.34% | 2.09% | 6.37% | 9.37% | 11.90% |
| 投资 | 30 | 0 | 0 | -1 | 0 | 0 | 总资产收益率 | 0.77% | 0.12% | 0.67% | 3.48% | 5.09% | 6.99% |
| 其他 | 138 | -2 | -35 | 0 | 0 | 0 | 投入资本收益率 | 1.55% | 0.22% | 3.29% | 6.31% | 8.09% | 10.77% |
| 投资活动现金净流 | -1,391 | -999 | -1,143 | -588 | -806 | -513 | 增长率 | | | | | | |
| 股权募资 | 15 | 0 | 0 | 1,228 | -86 | 0 | 主营业务收入增长率 | 4.04% | 17.91% | 15.01% | 18.93% | 20.37% | 23.43% |
| 债权募资 | 953 | 624 | 598 | -1,550 | -28 | -637 | EBIT增长率 | -74.27% | -79.68% | 1265% | 100.39% | 36.09% | 33.94% |
| 其他 | -138 | -77 | -219 | -145 | -112 | -90 | 净利润增长率 | -77.84% | -82.14% | 516.89% | 391.14% | 58.72% | 44.20% |
| 筹资活动现金净流 | 830 | 548 | 379 | -467 | -225 | -727 | 总资产增长率 | 27.56% | 16.52% | 8.16% | -5.52% | 8.43% | 5.04% |
| 现金净流量 | -77 | 55 | 46 | -669 | 50 | 50 | 资产管理能力 | | | | | | |
| | | | | | | | 应收账款周转天数 | 39.3 | 36.3 | 38.1 | 40.0 | 40.0 | 40.0 |
| | | | | | | | 存货周转天数 | 55.9 | 53.4 | 54.4 | 55.0 | 55.0 | 55.0 |
| | | | | | | | 应付账款周转天数 | 70.6 | 77.3 | 72.1 | 73.0 | 73.0 | 73.0 |
| | | | | | | | 固定资产周转天数 | 310.0 | 320.2 | 290.4 | 242.0 | 194.0 | 175.2 |
| | | | | | | | 偿债能力 | | | | | | |
| | | | | | | | 净负债/股东权益 | 57.98% | 77.22% | 79.31% | 35.22% | 30.51% | 13.47% |
| | | | | | | | EBIT利息保障倍数 | 0.9 | 0.1 | 1.4 | 3.6 | 6.3 | 10.7 |
| | | | | | | | 资产负债率 | 57.50% | 62.98% | 65.18% | 41.69% | 41.23% | 35.76% |

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 | 3 | 7 | 18 | 25 |
| 增持 | 0 | 0 | 1 | 3 | 5 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0 | 1.00 | 1.09 | 1.13 | 1.15 |

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 2013-08-23 | 买入 | 6.34 | N/A |
| 2 2013-11-28 | 买入 | 6.85 | N/A |
| 3 2014-02-21 | 买入 | 9.82 | N/A |
| 4 2014-06-05 | 买入 | 8.46 | 10.00 ~ 12.00 |
| 5 2014-07-02 | 买入 | 9.29 | 10.00 ~ 12.00 |
| 6 2014-08-11 | 买入 | 10.53 | 12.00 ~ 14.00 |
| 7 2014-08-28 | 买入 | 10.46 | 12.00 ~ 14.00 |
| 8 2014-09-05 | 买入 | 11.51 | 12.00 ~ 14.00 |

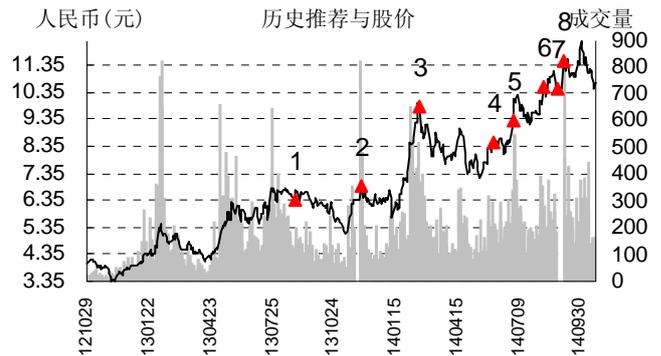
来源：国金证券研究所

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:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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