

2015年04月09日

证券研究报告·公司研究·电子

聚飞光电(300303)调研报告

增持(维持)

当前价: 32.58元

目标价: 36.12元



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 国内 LED 背光龙头，积极拓展海外市场

### 投资要点

- **海外市场拓展带来更广阔的成长空间。** 公司是国内 LED 背光领域的龙头企业，在小尺寸背光市场拥有绝对的领先地位，市场份额 30% 以上，在行业内树立了高品质和响应速度快等品牌形象。基于此，公司 2014 年加大了海外市场拓展力度，背光 LED 产品受到台湾、韩国等地客户广泛认可，一批业内知名客户积极与公司开展业务合作。2015 年，在扫除专利障碍后，预计公司海外业务将迎来高速发展。海外 LED 背光市场是国内的两倍，将为公司带来更广阔的成长空间。
- **中大尺寸 LED 背光业务高增长可持续。** 近两年，公司中大尺寸 LED 背光业务持续高增长，在公司总营业收入中占比已达到 30%，但是，公司在国内的整体市场份额仍然不到 5%，未来还有很大的提升空间。液晶电视大屏化、高清化趋势下，中大尺寸 LED 背光市场规模的持续扩大，同时，公司通过前两年的布局，已经基本覆盖国内一线电视品牌商，由于前两年处于磨合期，量还比较小，预计 2015 年公司对各厂商的供应量将迎来量级的提升。
- **LED 照明器件即将发力。** 2014 年，公司 LED 照明器件业务尚未发力与行业现状有关。但是，公司看好 LED 照明未来的发展前景，2014 年室内照明同比增速达到 73%，LED 照明渗透率将持续上升。公司在 LED 照明领域坚持走差异化路线，产品定位中高端，被客户应用于出口欧美等中高端市场，在当前出口市场火爆的情况下，公司 LED 照明业务有望于 2015 年发力。
- **新业务带来新的利润增长点。** 公司基于在 LED 背光领域的客户积累，将业务横向拓展至国产化替代空间大的光学膜和闪光灯领域，为公司未来发展培育新的利润增长点。目前，光学膜产品已小批量供货，产品品质、良率与竞争对手相当，但价格更低；新型闪光灯产品预计近期量产，性能与国际大厂基本一致，性价比更高。另外，公司 1 月启动了工业 4.0 改造，将有效提升综合竞争力。
- **估值与评级：** 预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.86 元、1.17 元和 1.65 元，对应 PE 分别为 38 倍、28 倍和 20 倍。考虑公司作为国内 LED 背光龙头，海外市场拓展顺利，光学膜和闪光灯带来新的利润增长点，维持“增持”评级。
- **风险提示：** LED 照明渗透率不及预期的风险；海外市场开拓不利的风险；新业务进展不及预期的风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	990.51	1386.71	2010.73	2855.24
增长率	31.43%	40.00%	45.00%	42.00%
归属母公司净利润(百万元)	178.91	242.81	329.67	465.77
增长率	36.64%	35.72%	35.77%	41.28%
每股收益 EPS(元)	0.63	0.86	1.17	1.65
净资产收益率 ROE	17.02%	19.27%	21.35%	23.95%
PE	51.51	37.95	27.96	19.79
PB	8.77	7.43	6.15	4.95

数据来源：公司公告，西南证券

### 西南证券研究发展中心

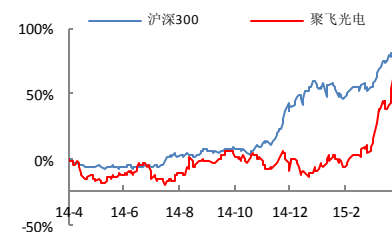
分析师：李孝林

执业证号：S1250513090002

电话：023-63786247

邮箱：lixl@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：西南证券

### 基础数据

总股本(亿股)	2.83
流通 A 股(亿股)	1.73
52 周内股价区间(元)	15-35
总市值(亿元)	93.97
总资产(亿元)	14.35
每股净资产(元)	3.72

### 相关研究

1. 聚飞光电(300303): 背光驱动业绩持续增长, 后期业绩增长点多 (2015-03-16)
2. 聚飞光电(300303): 平台型优势显现, 新的利润增长点不断 (2013-10-22)

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 目 录

一、具备核心竞争力的 LED 背光龙头厂商 .....	1
二、LED 背光高增长仍可持续 .....	2
（一）国际化战略是亮点 .....	3
（二）中大尺寸 LED 背光高增长可持续 .....	4
三、LED 照明器件即将发力 .....	6
四、新业务带来新的利润增长点 .....	7
五、定增项目提供产能保障 .....	8
六、盈利预测与投资建议 .....	9

## 图 目 录

图 1: 公司专注于 LED 封装的高端领域.....	1
图 2: 公司相对国内外竞争对手的优势.....	1
图 3: 公司股权结构.....	1
图 4: 近年来公司业绩增长情况.....	2
图 5: 2014 年公司营收构成.....	2
图 6: 公司小尺寸 LED 背光销售收入稳定增长.....	2
图 7: 公司中大尺寸背光 LED 销售收入快速增长.....	2
图 8: 公司研发支出持续增长.....	3
图 9: 公司境外销售收入增长情况.....	3
图 10: 全球 LED 前五大厂商技术授权与竞合关系.....	4
图 11: 主流电视面板尺寸发展趋势.....	5
图 12: 液晶电视标清、高清和全高清的区别.....	5
图 13: 液晶电视 4K 化.....	5
图 14: 公司 LED 照明业务增长情况.....	6
图 15: 2013 年中国 LED 各应用领域产值情况.....	7
图 16: 2014 年中国 LED 各应用领域产值情况.....	7
图 17: 液晶面板结构.....	7
图 18: 背光模组成本构成.....	7

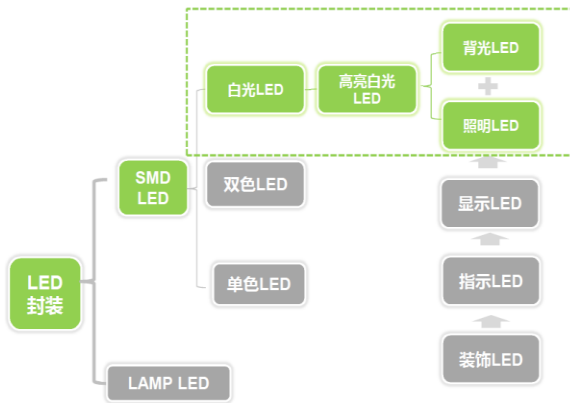
## 表 目 录

表 1: 2015 年 1-2 月中国 LED 照明产品出口前五强.....	6
表 2: 公司定增项目情况.....	8
附表: 财务预测与估值.....	10

## 一、具备核心竞争力的 LED 背光龙头厂商

聚飞光电成立于 2005 年，专业从事 SMD LED 器件的研发、生产与销售，主要产品为背光 LED 器件和照明 LED 器件。背光 LED 器件主要应用于手机、平板电脑、笔记本电脑、电视、液晶显示器等，照明 LED 器件主要应用于室内、外照明等，主要客户包括中兴、华为、联想、宇龙、创维、海信、勤上光电、阳光照明等，涵盖国内各领域的主要厂商。

图 1: 公司专注于 LED 封装的高端领域



数据来源: 公开资料, 西南证券

图 2: 公司相对国内外竞争对手的优势

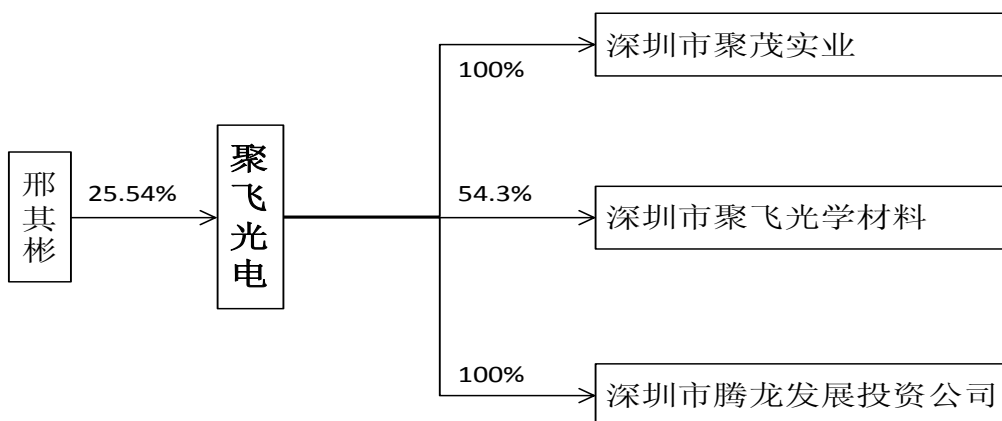


数据来源: 公开资料, 西南证券

目前, 公司已成为中国大陆背光 LED 器件的龙头企业, 在小尺寸 LED 背光市场长期处于领先地位, 中大尺寸 LED 背光市场快速增长, 照明 LED 器件深得高端客户的认可。未来, 公司有望凭借高性价比产品和优质综合服务优势, 成功打入国际市场, 成为 LED 行业世界级优秀企业。

公司实际控制人为董事长兼总经理邢其彬先生, 持股比例 25.54%。

图 3: 公司股权结构

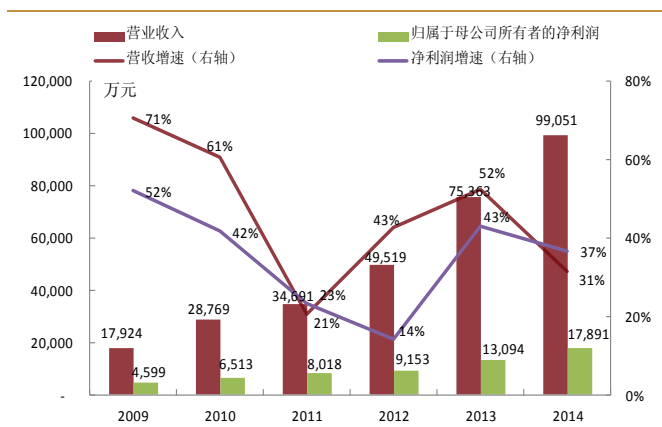


数据来源: 西南证券

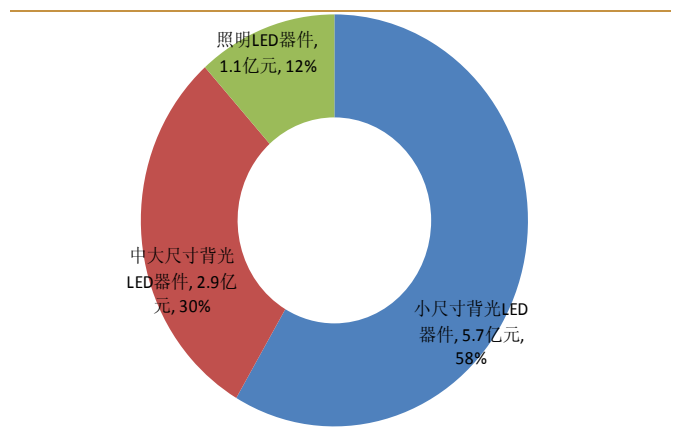
自 2012 年上市以来, 公司业绩保持持续的高增长。2011 年至 2014 年, 公司营业收入由 3.5 亿元上升至 9.9 亿元, 年均复合增长率 CAGR 为 41.9%; 归属于母公司的净利润由 0.8 亿元上升至 1.8 亿元, 年均复合增长率 CAGR 为 30.7%。

近年来,公司受益于国内智能手机市场的持续高增长,以及智能手机大屏化、高清化趋势的发展,小尺寸 LED 背光业务持续高增长,行业龙头地位稳固,同时,公司在上市以后加大了对中大尺寸 LED 背光业务的投入,受益于液晶电视背光模组国产化比例的提升,以及液晶电视大屏化、高清化趋势的发展,大尺寸 LED 背光业务也呈现快速增长,致使公司近几年营业收入及净利润规模持续扩大。

2014 年,公司实现营业收入 9.9 亿元,同比增长 31%;归属于上市公司股东的净利润 1.8 亿元,同比增长 37%。未来,公司有望凭借产品的高性价比优势迅速打开海外市场,同时,公司大尺寸背光在国内一些重要客户中的份额还很低,仍有相当大的提升空间,以及随着光学膜、闪光灯等新业务的开拓,公司业绩高增长仍可持续。

**图 4: 近年来公司业绩增长情况**


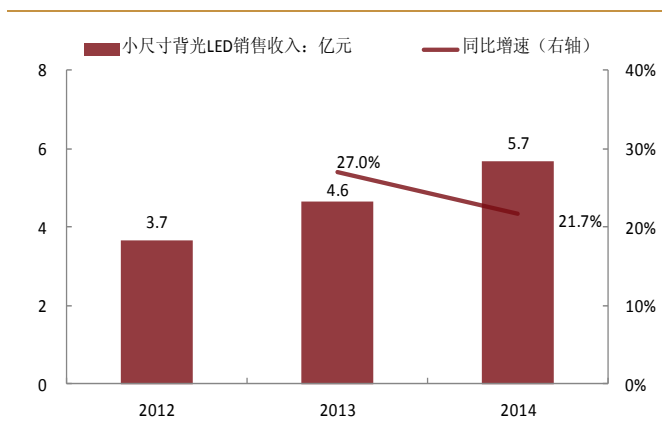
数据来源: Wind,西南证券

**图 5: 2014 年公司营收构成**


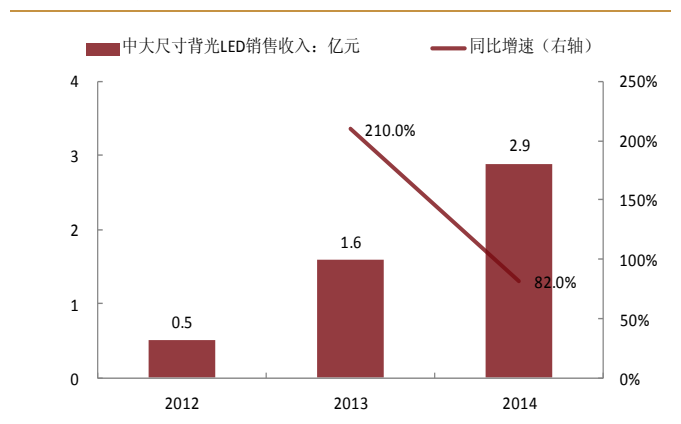
数据来源: Wind,西南证券

## 二、LED 背光高增长仍可持续

公司自成立以来,一直专注于 LED 背光领域,其中小尺寸背光是公司的传统优势领域,国内市场份额 30% 以上,稳居行业龙头地位;中大尺寸背光经过上市后的持续投入,业绩快速释放,销售规模呈现高速增长。

**图 6: 公司小尺寸 LED 背光销售收入稳定增长**


数据来源: 公司公告,西南证券

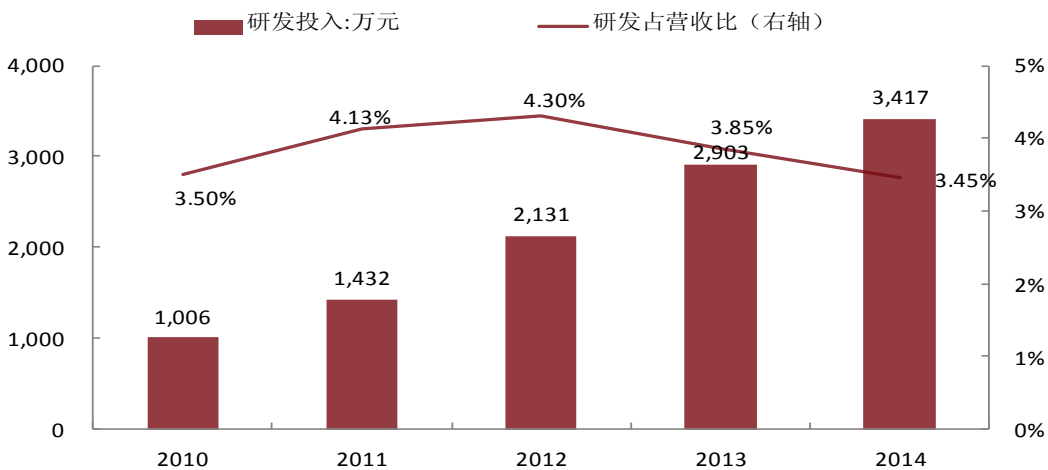
**图 7: 公司中大尺寸背光 LED 销售收入快速增长**


数据来源: 公司公告,西南证券

## (一) 国际化战略是亮点

公司自成立以来，高度重视研发投入，为提升技术水平逐年增加研发支出，每年研发支出占营收的比例基本维持在 3.5% 以上。2014 年，公司研发投入 3417 万元，主要用于加强 LED 背光和 LED 照明封装技术平台的建设，重要项目有“超亮侧发白光 LED”、“超薄侧发白光 LED”、“高功率白光 LED”、“新型闪光灯”、“光学膜材超亮产品”等，进一步提高了公司产品亮度、光品质和可靠性，并有效降低了成本。

**图 8: 公司研发支出持续增长**

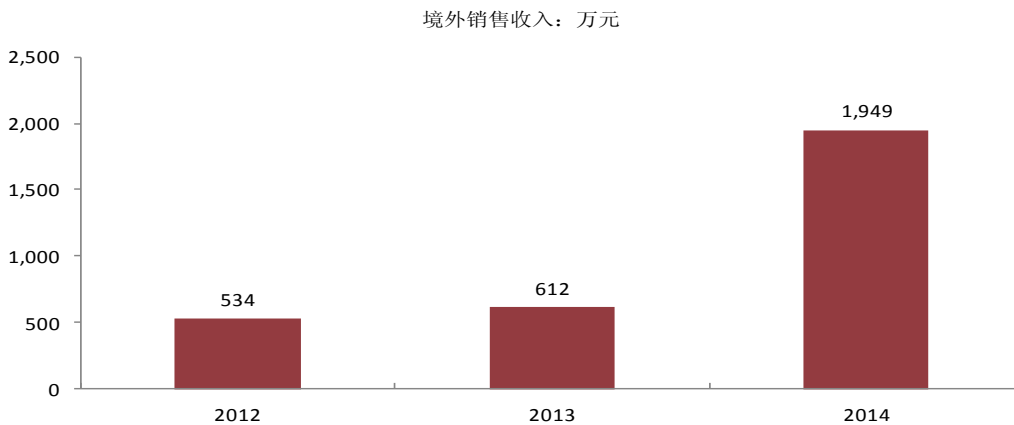


数据来源: 公司公告, 西南证券

公司通过自主研发和引进吸收等方式，在 LED 背光领域已形成核心竞争优势，目前已拥有自主专利和专有技术近百项，整体技术水平处于国内领先地位。与台湾、韩国等海外竞争对手相比，公司产品亦具有一致性好、性价比高、贴近市场和服务等优势。

基于上述优势，公司在国内 LED 背光同行中率先启动了海外战略。2014 年，公司大力实施国际化战略，背光 LED 产品受到台湾、韩国等地客户广泛认可，一批业内知名客户积极与公司开展业务合作。

**图 9: 公司境外销售收入增长情况**

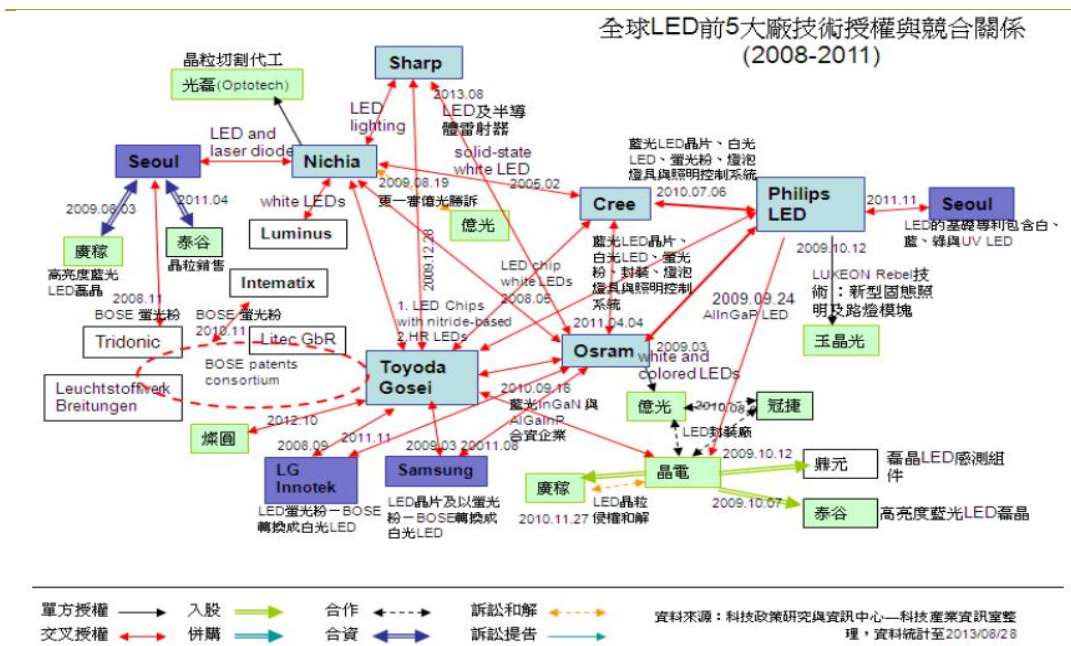


数据来源: 公司公告, 西南证券

2014年,公司实现境外销售收入1949万元,较前两年大幅增长,但整体规模仍然较小,占公司总营业收入比不到2%。主要受两方面因素影响:一是专利障碍,影响下游客户海外销售;二是2014年处于布局期,LG、三星通过供应链,友达已有合作,群创、冠捷、富士康体系在送样,台湾、韩国的大部分企业已开始接触,2015年将迎来量的突破。

为突破专利障碍,2015年1月,公司与丰田合成(Toyoda Gosei)达成了供应链战略合作,并获得其白光LED专利授权。丰田合成是全球LED行业技术领先者,与最多家LED厂商达成专利交叉授权,是B.O.S.E.专利联盟成员之一,拥有白光LED关键技术专利组合。公司此次与丰田合成达成的战略合作,构建了从芯片到LED白光应用的全方位专利保障,支撑了公司及客户的国际化拓展,满足客户对全球专利的需求,提升了产品竞争力,为国际化战略扫清了障碍。

图 10: 全球 LED 前五大厂商技术授权与竞合关系



数据来源: 公开资料, 西南证券

从市场规模来看,海外市场远大于国内市场,相当于国内市场的两倍。公司国际化战略的实施,将带来更广阔的成长空间。LED背光产能将持续向中国大陆转移,在国内企业产品品质与国外无差异的情况下,国外产品被“中国制造”替代是全球产业转移的趋势。

## (二) 中大尺寸 LED 背光高增长可持续

公司上市以后,加大了对中大尺寸背光LED业务的投入,各方资源也往这边倾斜,中大尺寸背光LED业务快速成长。2014年,公司中大尺寸背光LED业务实现销售收入2.9亿元,同比增长82%,在总营业收入中的占比进一步上升至29%。后期,随着国内中大尺寸LED背光市场规模的持续扩大,以及公司在客户中供应份额的提升,公司中大尺寸LED背光业务仍将维持高增长。

目前，全球液晶电视每年的产量基本稳定在 2 亿台，其中中国大陆产量约占 50%。液晶电视总量虽然很难再有高的增长，但我们可以看到液晶电视在智能化趋势下更注重用户体验，总体呈现大尺寸化和高清化趋势。

液晶电视在 2007 年全面导入市场以来，平均尺寸基本按照每年增长 1 英寸的速度上升，至 2014 年上半年，全球液晶电视平均尺寸已经超过了 38 英寸。目前，液晶电视传统意义的主流尺寸已由 32 英寸逐步转向 40 英寸级别，50 英寸以上的大尺寸液晶电视出货量持续增加，65 英寸、75 英寸、85 英寸的液晶电视也已进入量产阶段。

图 11: 主流电视面板尺寸发展趋势



数据来源: DisplaySearch, 西南证券

同时，我们看到液晶电视高清化趋势化下，由标清向高清以及全高清方向发展，也出现了 2K、4K 电视。

图 12: 液晶电视标清、高清和全高清的区别

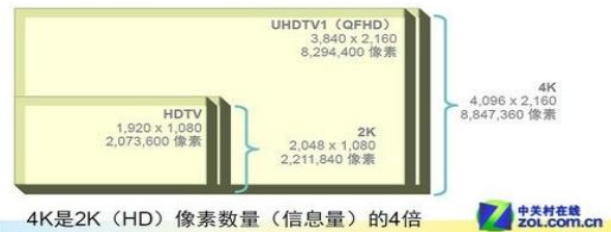


数据来源: 公开资料, 西南证券

图 13: 液晶电视 4K 化

### 2K与4K

- 电影
- 2K: 2048x1080像素
- 4K: 4096x2160像素
- 刷新频率: 每秒24/48次
- 电视
- 2K (高清): 1920x1080像素
- 4K (超高清): 3840x2160像素
- 刷新频率: 每秒24/25/30/50/60次



数据来源: 公开资料, 西南证券

液晶电视大屏化、高清化趋势下，带来中大尺寸 LED 背光市场规模的持续扩大。

公司通过前两年的布局，中大尺寸 LED 背光客户已经基本覆盖国内一线电视厂商及富有潜力的二线厂商，主要有海信、长虹、创维等。由于前两年处于磨合期，量还比较小，公

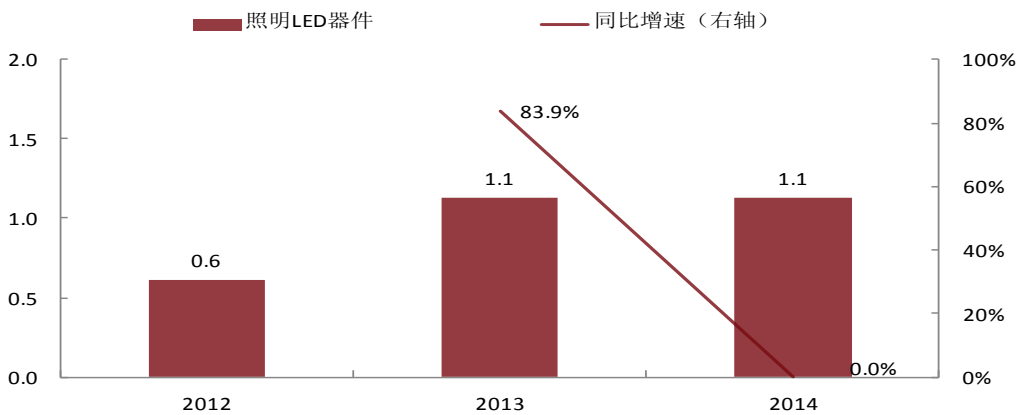


司在各厂商中的供应份额还很低，在国内电视背光市场中的份额还不到 5%。随着供应链合作的成熟，预计 2015 年公司对各厂商的供应量将迎来量级的提升。

### 三、LED 照明器件即将发力

2014 年，公司 LED 照明业务实现销售收入 1.1 亿元，同比持平，占主营业务收入比例为 11%。公司 LED 照明器件业务尚未发力与行业现状有关，由于前期 LED 封装扩产过度，导致行业产能过剩，激烈竞争下 LED 照明器件毛利率已降至 15% 附近。但是，公司看好 LED 照明未来的发展前景，LED 照明渗透率将持续上升，公司将 LED 照明业务提升至战略高度，立志成为 LED 照明封装领域的重要供应商。

图 14: 公司 LED 照明业务增长情况



数据来源: 公司公告, 西南证券

公司在 LED 照明领域坚持走差异化路线。公司 LED 器件产品品质优良，受到客户的广泛好评，被应用于出口欧美等中、高端市场，盈利能力相对更强。公司 LED 照明业务拥有优质的客户群体，并与客户建立了良好的合作关系。

当前，中国 LED 照明出口规模增长强势。2015 年 1-2 月，中国 LED 照明出口达 15.9 亿美金，同比增长 42%。从产品结构来看，主要有球泡灯、灯管和射灯，份额分别为 9.6%、8.5% 和 5.3%，路灯和面板灯增速最快，分别同比增长 186% 和 173%。从出口区域来看，美国仍然是中国 LED 照明产品出口的第一大市场，前两个月规模为 3.3 亿美元，同比增长 69%，市场份额为 20.7%。

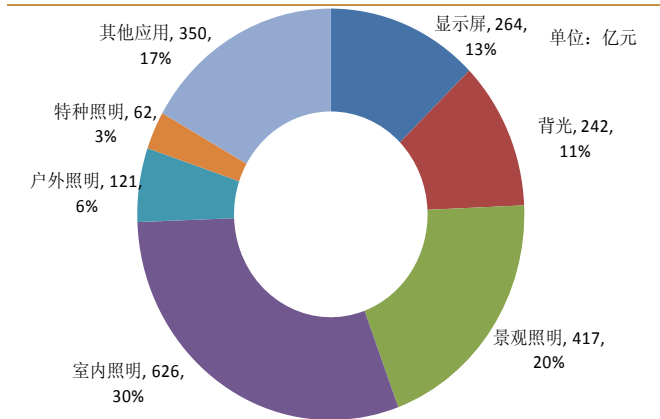
表 1: 2015 年 1-2 月中国 LED 照明产品出口前五强

排名	企业名称	市场份额
1	立达信绿色照明股份有限公司	2.4%
2	厦门阳光恩耐照明有限公司	2.1%
3	深圳中外运物流有限公司	1.6%
4	上海强凌电子有限公司	1.4%
5	龙州龙霖贸易有限公司	1.2%

数据来源: 高工 LED, 西南证券

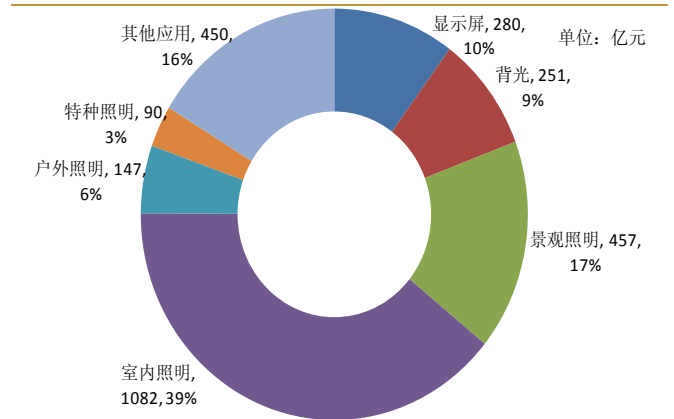
从整体市场规模来看，LED 照明市场规模更大，且未来成长潜力更强劲。2014 年，中国 LED 照明应用市场规模 2226 亿元，同比增长 41%，其中室内照明表现最为耀眼，应用规模达到 1082 亿元，同比增长 73%，占整体 LED 应用规模的 39%。目前，LED 室内照明渗透率约 30%，未来还有很大的提升空间。

图 15: 2013 年中国 LED 各应用领域产值情况



数据来源: 高工 LED, 西南证券

图 16: 2014 年中国 LED 各应用领域产值情况



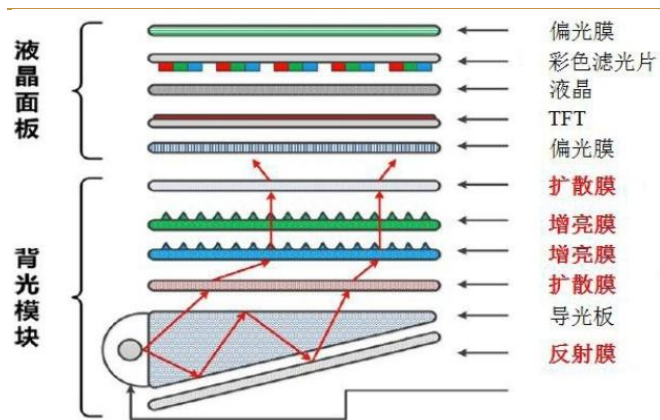
数据来源: 高工 LED, 西南证券

#### 四、新业务带来新的利润增长点

液晶面板主要由背光模组、液晶、玻璃基板、彩色滤光片、驱动 IC、偏光片等部件组件，其中背光模组成本占比最高，约 32%。背光模组主要由光源、光学膜、逆变器构成，光学膜是背光模组的关键零组件，成本占比最高，主要包括增亮膜、扩散膜、导光板、棱镜片等。

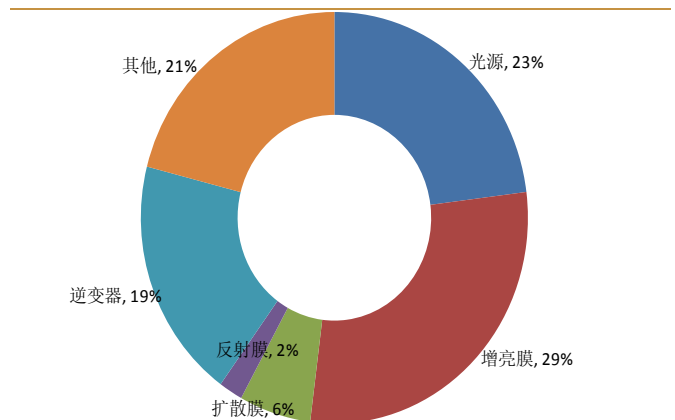
目前，全球光学膜产能基本掌握在日本、韩国、台湾等少数厂商手中，技术壁垒高。近年来，国内企业康得新、乐凯在技术难度稍低的光学膜品种取得突破，规模尚小。当前，全球光学膜市场规模约 60 亿美元，进口规模市场空间大。

图 17: 液晶面板结构



数据来源: 中国产业信息, 西南证券

图 18: 背光模组成本构成



数据来源: 中国产业信息, 西南证券

公司基于在 LED 背光领域的客户积累，将业务横向拓展至国产化替代空间大的光学膜和闪光灯领域，为公司未来发展培育新的利润增长点。

2013年，公司成立了深圳聚飞光学材料公司，专门从事光学膜材的研发、生产及销售。目前，公司光学膜产品主要包括增亮膜和扩散膜，已形成小批量供货，产品品质与良率与竞争对手相当。公司光学膜业务的开展贯彻一直以来的高品质要求，短期内不会大规模放量，前期专注于提升产品品质，客户方面与LED背光重合，只要品质上去销售将不成问题。

2014年，深圳聚飞光学材料公司实现营业收入75万元，净利润亏损433万元，光学膜销量3.4万平方米，业务处于起步阶段。当前，公司光学膜产品主要应用于小尺寸领域，小尺寸技术难度更高，未来公司将光学膜业务适时拓展至大尺寸领域。膜材应用广泛，公司在适当时机，也会将膜材业务从光学领域向防伪、环保等应用领域进行拓展，进一步拓展膜材业务市场空间。

2014年，公司持续研发新型LED闪光灯，新产品光通量达300lm，目前积极跟进各大厂商的测试结果。从客户反馈来看，新产品性能指标与国际大厂基本一致，但公司的成本更低，具有明显的性价比优势。新型LED闪光灯产品预计近期量产上市。

从市场规模来看，目前LED闪光灯市场基本被飞利浦、欧司朗、亿光、三星所垄断。2013年全球LED闪光灯出货量10.3亿颗，随着智能手机出货量的持续上升和双LED闪光灯趋势的发展，预计2018年LED闪光灯出货量将达到20.7亿颗，整体市场规模也将从2013年的5.6亿美元上升至2018年的7.6亿美元。

工业4.0方面，公司通过借鉴国际先进制造企业经验，开展工业4.0研究，于2015年1月启动生产线自动化、智能化改造，借此打造“行业世界一流生产线”，同时实现工业化互联网。项目预计两年内完成，将提高公司产品质量、提升人均效率，降低人力成本，提高毛利率水平，提升公司综合竞争力。

## 五、定增项目提供产能保障

2014年10月，公司发布了非公开发行股票方案，拟发行不超过3000万股，募集资金总额不超过6亿元，用于“背光LED产品（器件、灯条）扩产项目”和“照明LED产品扩产项目”和“LED技术研发中心扩建项目”。

近期，公司与惠州仲恺高新区惠南高新科技产业园签署了《投资项目管理及服务协议书》，拟在惠南科技园设立全资子公司，开展LED产品业务，为公司中长期发展提供有力保障。

**表 2: 公司定增项目情况**

项目	投资总额: 万元	项目内容	经济效益
背光LED产品（器件、灯条）扩产	32,013	新增13亿颗/年背光器件、2800万条/年背光中大尺寸灯条产能	达产后年销售收入5.97亿元，净利润8759万元
照明LED产品扩产	21,438	新增22亿颗/年照明器件产能	达产后年销售收入3.34亿元，净利润3234万元
LED技术研发中心扩建	6,551	LED闪光灯升级、宽色域LED封装技术、高压LED封装技术、生物照明LED封装技术、覆晶LED背光模组和高光效宽色域LED背光模组	

数据来源：公司公告，西南证券

## 六、盈利预测与投资建议

根据公司业务发展规划，计划未来在发展壮大现有主业，积极拓展新业务的基础上，力争 2017 年实现销售收入 30 亿元，2019 年实现 50 亿元，提升整体能力，实现“成为 LED 行业世界级优势企业”的伟大愿景。

我们预计公司 2015-2017 年营业收入分别为 13.9 亿元、20.1 亿元和 28.6 亿元，分别同比增长 40%、45%和 42%，归属于母公司的净利润为 2.4 亿元、3.3 亿元和 4.7 亿元，分别同比增长 35.7%、35.8%和 41.3%，EPS 分别为 0.86 元、1.17 元、1.65 元，对应 PE 分别为 38 倍、28 倍和 20 倍。考虑公司作为国内 LED 背光龙头企业，海外市场开拓进展顺利，以及光学膜和闪光灯带来新的利润增长点，维持公司“增持”评级。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	990.51	1386.71	2010.73	2855.24	净利润	176.84	240.00	325.86	460.38
营业成本	705.25	991.50	1437.67	2041.50	折旧与摊销	30.96	9.21	16.71	13.50
营业税金及附加	5.58	7.81	11.32	16.08	财务费用	-5.27	-10.87	4.42	9.78
销售费用	9.18	12.76	18.10	22.84	资产减值损失	9.10	0.00	0.00	0.00
管理费用	83.67	108.16	160.86	228.42	经营营运资本变动	2.22	-91.53	-86.14	-64.55
财务费用	-5.27	-10.87	4.42	9.78	其他	-58.28	3.71	-10.01	-16.50
资产减值损失	9.10	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>155.57</b>	<b>150.52</b>	<b>250.84</b>	<b>402.61</b>
投资收益	19.31	0.00	0.00	0.00	资本支出	-109.18	-150.00	-120.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	73.99	4.25	4.25	4.25
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-35.19</b>	<b>-145.75</b>	<b>-115.75</b>	<b>-95.75</b>
<b>营业利润</b>	<b>202.31</b>	<b>277.35</b>	<b>378.36</b>	<b>536.63</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	3.52	5.00	5.00	5.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>205.83</b>	<b>282.35</b>	<b>383.36</b>	<b>541.63</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	28.99	42.35	57.50	81.24	支付股利	0.00	-33.83	-45.94	-64.90
净利润	176.84	240.00	325.86	460.38	其他	-42.49	6.87	7.58	10.92
少数股东损益	-2.07	-2.81	-3.81	-5.39	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-42.49</b>	<b>-26.96</b>	<b>-38.35</b>	<b>-53.98</b>
归属母公司股东净利润	178.91	242.81	329.67	465.77	<b>现金流量净额</b>	<b>77.89</b>	<b>-22.19</b>	<b>96.73</b>	<b>252.88</b>
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	370.78	348.59	445.32	698.20	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	517.78	630.80	725.90	787.20	销售收入增长率	31.43%	40.00%	45.00%	42.00%
存货	78.58	96.00	114.00	125.00	营业利润增长率	40.68%	37.09%	36.42%	41.83%
其他流动资产	7.43	7.43	7.43	7.43	净利润增长率	35.40%	35.72%	35.77%	41.28%
长期股权投资	12.39	12.39	12.39	12.39	EBITDA 增长率	40.88%	23.32%	37.86%	38.65%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	349.82	499.82	612.32	698.82	毛利率	28.80%	28.50%	28.50%	28.50%
无形资产和开发支出	19.07	19.07	19.07	19.07	三费率	8.84%	7.94%	9.12%	9.14%
其他非流动资产	18.42	9.21	0.00	0.00	净利率	17.85%	17.31%	16.21%	16.12%
<b>资产总计</b>	<b>1374.27</b>	<b>1623.31</b>	<b>1936.44</b>	<b>2348.12</b>	ROE	17.02%	19.27%	21.35%	23.95%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	14.55%	16.97%	19.41%	22.60%
应付和预收款项	319.97	362.84	396.04	412.24	ROIC	27.12%	33.16%	34.04%	40.07%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	23.31%	20.53%	19.52%	19.06%
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>319.97</b>	<b>362.84</b>	<b>396.04</b>	<b>412.24</b>	总资产周转率	0.72	0.85	1.04	1.22
股本	282.88	282.88	282.88	282.88	固定资产周转率	2.83	3.96	4.08	4.77
资本公积	272.66	272.66	272.66	272.66	应收账款周转率	2.06	2.35	2.96	3.88
留存收益	495.82	704.79	988.53	1389.40	存货周转率	8.98	10.33	12.61	16.33
归属母公司股东权益	1051.35	1260.33	1544.07	1944.94	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	1.10	—	—	—
少数股东权益	2.95	0.15	-3.67	-9.06	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1054.31</b>	<b>1260.47</b>	<b>1540.40</b>	<b>1935.88</b>	资产负债率	23.28%	22.35%	20.45%	17.56%
负债和股东权益合计	1374.27	1623.31	1936.44	2348.12	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.05	2.98	3.26	3.92
					速动比率	2.78	2.70	2.96	3.60
					股利支付率	0.00%	13.93%	13.93%	13.93%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.63	0.86	1.17	1.65
					每股净资产	3.72	4.46	5.46	6.88
					每股经营现金	0.55	0.53	0.89	1.42
					每股股利	0.00	0.12	0.16	0.23
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E					
EBITDA	230.86	284.69	392.49	544.21					
PE	37.08	27.32	20.12	14.24					
PB	6.31	5.26	4.30	3.41					
PS	6.70	4.78	3.30	2.32					
EV/EBITDA	27.18	22.13	15.81	10.94					
股息率	0.00%	0.51%	0.69%	0.98%					

数据来源：公司公告，西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

---

### 上海

上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

### 北京

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

### 重庆

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

## 西南证券机构销售团队

---

### 北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

### 上海地区

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

易芳

0755-88285458

18610942879

yifang@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn