

闽发铝业 (002578.SZ) 有色金属行业

评级：买入 首次评级

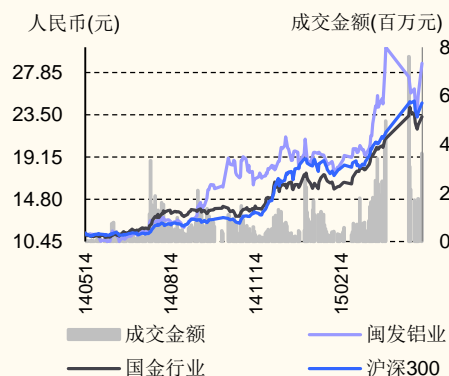
公司研究

市场价格 (人民币): 28.22 元
目标价格 (人民币): 35.00-38.00 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)	89.03
总市值(百万元)	4,949.56
年内股价最高最低(元)	30.45/10.45
沪深 300 指数	4747.42
深证成指	15066.29



新业务, 新思路, 新前景

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.268	0.205	0.250	0.346	0.462
每股净资产(元)	5.54	5.75	5.98	6.31	6.75
每股经营性现金流(元)	0.48	0.46	0.31	0.48	0.63
市盈率(倍)	42.78	90.82	112.88	81.50	61.07
行业优化市盈率(倍)	15.23	22.11	30.94	30.94	30.94
净利润增长率(%)	14.13%	-23.47%	21.74%	38.50%	33.45%
净资产收益率(%)	4.84%	3.57%	4.18%	5.49%	6.85%
总股本(百万股)	171.80	171.80	171.80	171.80	171.80

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 闽发铝业是福建省一家铝型材加工企业, 参股了小贷公司等金融企业, 业务以铝建筑型材为主, 工业型材占比 20%多, 出口占比约 15%。公司在技术上有一定的积累, 并具海西开发、福建自贸区和一路一带起点的地域优势。
- 公司铝型材业务以量补价, 利润料将稳定。2014 年公司 IPO 募投项目完成, 公司产能增加到约 8 万吨, 2014 年产量为 5.5 万吨, 我们预计公司产量在 2015 年将增长约 25%。但由于行业竞争激烈、加工费不断下降, 铝型材盈利能力不断下降。综合来看, 公司铝型材业务的利润将趋于稳定。
- 拟增发进入铝模板业务, 抢占市场。铝模板市场, 是建筑材中的新兴行业, 目前尚处起步阶段; 随着行业规范出台, 国家政策与龙头企业推动作用的显现, 铝模板综合成本优势的发挥, 铝模板市场将进入到快速增长期, 公司此时大举进入该行业, 有望率先占领市场; 由于铝模板业务具有一定的客户粘性、差异化和进入门槛, 其盈利能力预计要远强于铝型材, 可以预计, 在铝模板项目推动下, 公司主业将重回增长。
- 参与并购基金, 搭上新兴行业的快车。公司正在积极展开外延扩张, 与斐君资本合作成立了并购基金, 瞄准高端装备、工业 4.0 及互联网等方向, 有望搭上这些新兴行业的快车, 为公司发展再添一把火。

盈利预测与投资建议

- 我们预计, 公司 2015 年至 2016 年的业绩分别为 0.25 元, 0.35 元, 对应当前股价的 PE 水平分别为 113 倍和 82 倍。我们认为, 内生与外延结合, 公司具有较好的成长性, 目前, 公司股价也离增发价 (21.76 元) 不远, 有一定的安全边际, 因此, 我们给予公司“买入”评级。
- 股价催化剂: 公司外延项目取得进展, 公司增发取得进展, 铝模板政策出台、客户开拓积极。
- 风险提示: 汇率变动、反倾销和出口退税政策变化风险, 公司产能释放不及预期, 铝价变动风险等。

陈炳辉 分析师 SAC 执业编号: S1130514090003
(8621)60230238
chenbinghui@gjzq.com.cn

内容目录

产能释放，单吨盈利能力有所下滑	3
公司具有很强的地域优势	4
技术与竞争优势	5
增发进入铝模板业务：建材中的新兴行业	5
参与产业并购基金	8
参股金融	8
盈利预测与投资建议	8

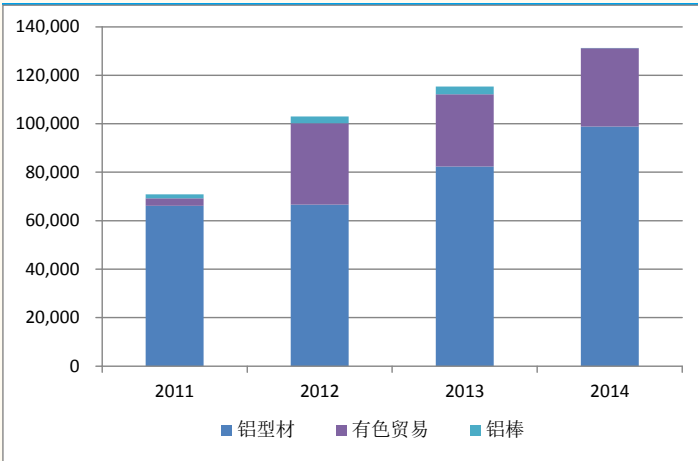
图表目录

图表 1：公司近年营收及其构成	3
图表 2：公司毛利主要来源于铝型材	3
图表 3：公司组织结构图	3
图表 4：公司产销量稳步提升	4
图表 5：单吨毛利持续下降	4
图表 6：公司海外营收占比在 15%左右，海外业务盈利能力略强	5
图表 7：铝模板相对林模板有不少的优势	6
图表 8：铝模板需求量将快速增长	6
图表 9：铝模板公司合迪科技的财务指标（万元）	8
图表 10：铝模板公司合迪科技的盈利能力	8
图表 11：盈利预测关键假设	9

公司简介

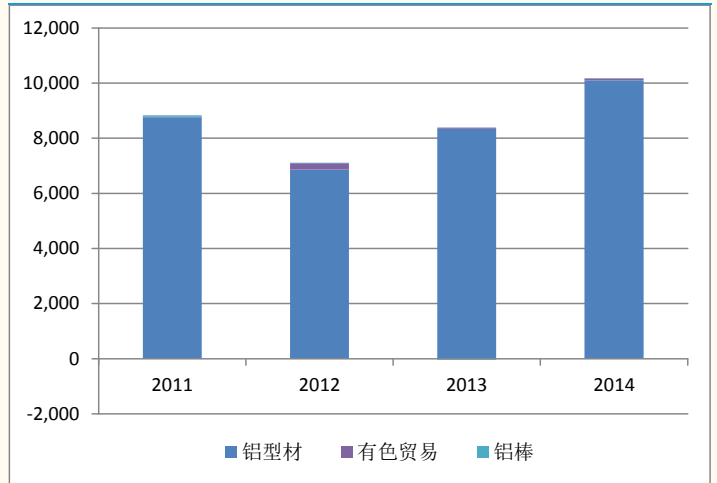
- **公司业务以铝建筑型材为主的铝加工企业。**闽发铝业是一家在福建省专注于铝型材业务的铝加工企业，业务以铝建筑型材为主。公司在 2008 年，铝建筑型材的销售比例在 90% 以上，近两年来，公司工业型材业务发展有所加速，在产品结构中的比重有所提升。目前，公司型材产品中，铝建筑型材约占 70% 多，公司大部分市场在国内，出口占比不到 20%，并以铝建筑型材为主。近两年来，公司也做了些铝原料、铝棒的贸易，但这些贸易业务对公司的利润贡献非常有限。公司的绝大部分利润来源于铝型材业务。

图表 1：公司近年营收及其构成



来源：国金证券研究所

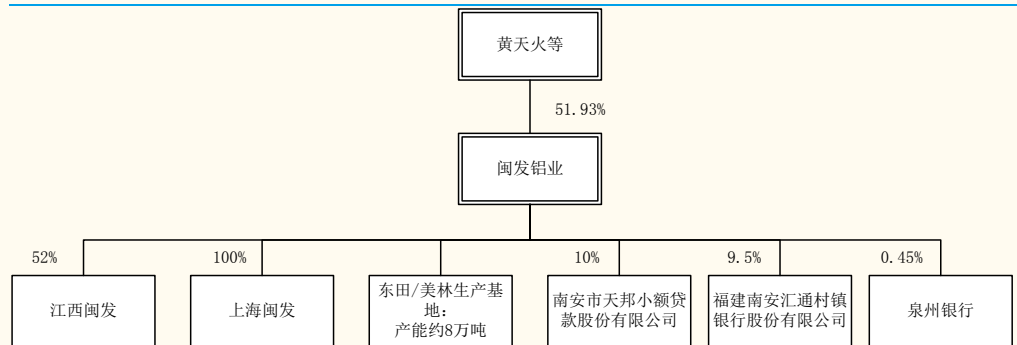
图表 2：公司毛利主要来源于铝型材



来源：国金证券研究所

- 公司的生产基地主要在福建，由母公司经营，上海闽发主要从事贸易业务，江西闽发目前还没有营业。在主业外，公司还参股了一些金融业务，持有南安天邦小贷公司 10% 的股权及其他公司股权。

图表 3：公司组织结构图



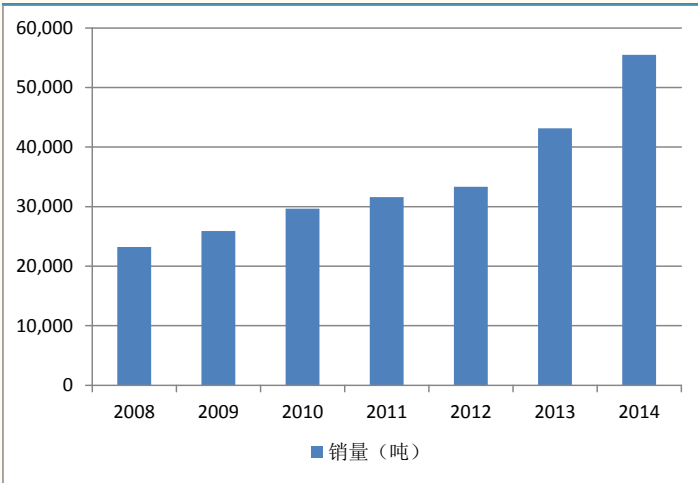
来源：国金证券研究所

产能释放，单吨盈利能力有所下滑

- 产能释放，产出稳步增长。
 - 公司 2009 年末，产能约为 3 万吨，产量为 2.64 万吨。在募投项目逐步投产的支持下，公司产销量稳步提升。在 IPO 募投项目于 2014 年年中投产后，目前，公司的实际产能约为 8 万吨。2014 年的销量为 5.5 万吨。
 - 2015 年，公司产销量将进一步增长，我们预计，凭借着公司的区域与技术优势，2015 年公司销量将增长 25%，达到 7 万吨。
- 公司的加工费与单吨毛利有所下降。

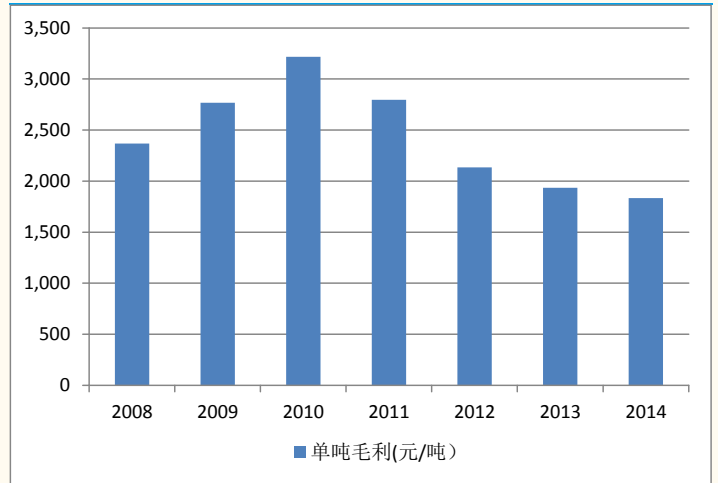
- 2014 年，公司工业白材的加工费在 3000-5000 元/吨左右（没有后道加工的白材），喷涂材与氧化材的加工费在 5000-6000 元/吨左右，电泳材的加工费在 5000-6500 元左右，其他产品视表面处理的不同而定。从加工费的变化趋势来看，公司主要产品的加工费有不断下降的趋势。受此影响，公司的单吨毛利持续下降。
- 从单吨毛利的预期走势来看，由于铝建筑材行业进入壁垒低，行业集中度很低，行业产能过剩；但铝建筑材的主要下游为房地产、建筑业，这些行业的增速又持续低迷，因此，总体上，公司铝型材的单吨毛利仍面临着下行压力。

图表 4：公司产销量稳步提升



来源：国金证券研究所

图表 5：单吨毛利持续下降



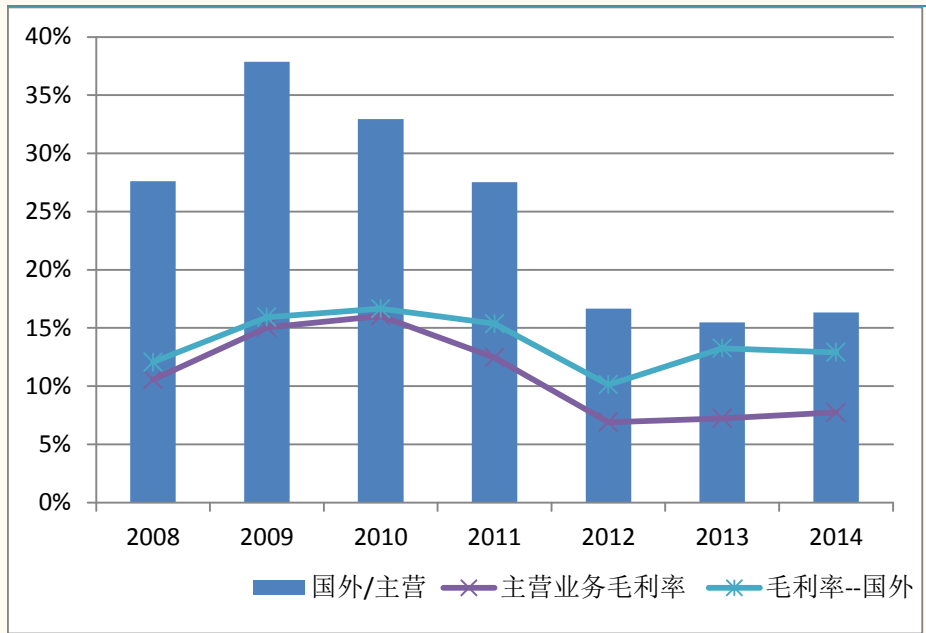
来源：国金证券研究所

- 总体上，我们认为，公司铝型材业务会以量补价，整体盈利能力较为稳定。

公司具有很强的地域优势

- 铝型材特别是建筑型材普遍存在着 500 公里销售半径的限制。
- 公司业务立足福建，辐射江浙沪粤。公司位于福建泉州南安市，居福州与厦门中间，是福建经济最为活跃的区域之一，也是国家海西经济开发战略的核心区域，与福建自贸区的三大园区相连。在福建，铝型材生产大型企业较少，公司是仅有的两家大型企业之一，另一家企业南平铝业与公司相距在 500 公里以上。福建市场是公司的核心市场，也是优势市场，近几年，福建市场的销售额在营业中的比例占 50% 以上。
 - 自贸区、海西区域开发将给公司带来业绩增长机遇。海西区域是福建自贸区与一带一路战略的交叉受益区域，叠加《海峡西岸经济区发展规划》，未来，闽台产业链将深度融合，海西区域的基础设施与建材、房地产、交通运输、制造业等都将迎来发展机遇。公司坐拥区域优势。
 - 毗邻福建自贸区，借助一路一带，拓展海外更有力。泉州有“侨乡”之称，此前公司就已利用海外侨商开拓海外市场，特别是在东南亚、南美洲市场等发展中国家市场上取得了突破，开发了菲律宾豪华铝业等优质客户。公司的海外销售比率最高在 30% 以上，目前约为 15%。从毛利率来看，公司海外业务的毛利率要高于国内。毗邻福建自贸区，出口更为便利。福建省作为海上丝绸之路经济带枢纽，借助一路一带，对外输出建筑与建材等产能，将给公司拓展海外市场提供更坚实的后盾。

图表 6：公司海外营收占比在 15%左右，海外业务盈利能力略强



来源：国金证券研究所

技术与竞争优势

- 公司技术较为先进，积极参与国际、国家行业标准制定。
 - 公司先后参加国际、国家、行业标准修订 37 项，并获得多项“中国有色金属工业科学技术奖”及“技术标准优秀奖”。如公司是 GB5237《铝合金建筑型材》的主编单位之一，是已发布的 GB/T26494-2011《轨道列车车辆结构用铝合金挤压型材》等国家标准起草单位之一。
 - 公司目前拥有各种有效国家专利 71 项，其中发明专利 3 项，实用新型专利 50 项，外观专利 18 项。
 - 公司设有国家级中心实验室和省级企业技术中心，是全国仅有的四家国家国际建筑铝型材试验研制基地之一。

增发进入铝模板业务：建材中的新兴行业

- **增发进入铝模板业务。**公司拟以 21.76 元/股的价格，非公开发行股票数量不超过 2,820 万股，募资不超过 61,363.20 万元，其中，投入 3.66 亿，建设年产 40 万平方米节能环保高性能铝合金建筑模板生产建设项目，剩余部分用于补充流动资金。
 - 其中黄文乐先生出资 19,148.80 万元认购 880 万股、黄文喜先生出资 17,669.12 万元认购 812 万股、林嵩先生出资 7,507.20 万元认购 345 万股、福建宣元投资有限公司出资 17,038.08 万元认购 783 万股。其中，黄文乐、黄文喜为公司控股股东、实际控制人黄天火的一致行动人。
- 铝模板主要用于替代传统木模板，用于工程建筑，是建筑用铝材中的新兴行业。
 - **相对于木模板等，铝模板具有多重优势：**1.铝模板具有循环经济性。铝模板由标准化产品和非标产品构成，标准化产品占约在 70-80%，可重复使用 200-300 次；铝模板价格约为 1300 元/平方米，产生的建筑垃圾少，木模板循环使用的次数只有 3-5 次，价格约为 100 元/平方米；2. 使用铝模板，质量稳定性好，表面光洁度高，其做出来的墙体表面光滑、细腻、平整，铝模板，后续装饰成本低，可节省抹灰等工序和生产成本。3.铝模板综合成本低，使用铝模板，本身单次使用的成本会下降，同时，使用铝合金模板节约的抹灰材料费和人工费大约为 30-

34 元/平方米，垃圾清理费 1-1.5 元/平方米，因工期缩短减少了人工、管理费用等也进一步降低了铝合金模板的使用成本，4.可回收且回收价值高（回收价可达铝锭的 8-9 折）；5.施工周期短，保障项目周期。采用铝合金模板，每层的施工周期约为 5 天，可缩短施工周期，保障项目周期。

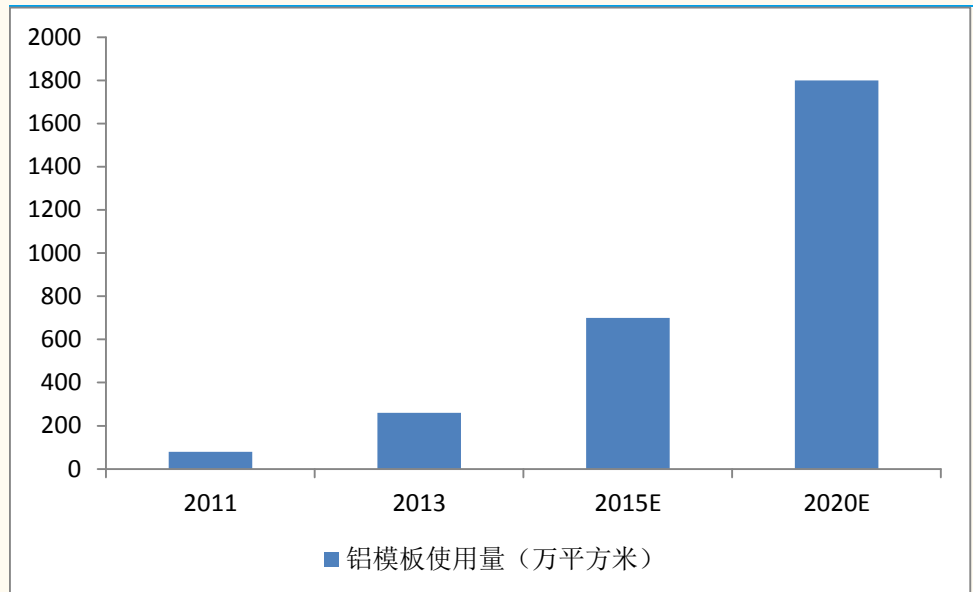
图表 7：铝模板相对木模板有不少的优势

	铝模板	木模板
循环经济性	标准化部分可循环使用 200 次左右；不产生建筑垃圾	可使用 3-5 次有建筑垃圾，垃圾清理费 1-1.5 元/平方米
建筑质量与后加工	质量稳定性好，表面光洁度高、细腻、平整，后续装饰成本低，可节省抹灰等工序和生产成本。	建筑封面光洁度较差，需要抹灰。抹灰材料费和人工费大约为 30-34 元/平方米
单价	价格约为 1300 元/平方米	价格约为 100 元/平方米
回收价值	可回收且回收价值高（回收价可达铝锭的 8-9 折）	多作为建筑垃圾
施工周期	采用铝合金模板，每层的施工周期约为 5 天，可缩短施工周期，保障项目周期。	通常的施工周期为，每层 6-7 天。
综合成本	单层建筑成本降低，包括材料成本与人工成本：材料成本大部分循环使用，单层成本低；人工成本因节约工期而节约。节约抹灰工序的材料与人工成本。	

来源：国金证券研究所

- 我国铝模板行业尚处起步阶段，未来市场空间大。2011 年铝合金模板产量约 80 万平方米，每平米使用铝型材 22-25 千克，消费铝型材约 20,000 吨。近年来，铝合金建筑模板的用量呈现快速增长趋势，连续两年翻番增长。2013 年，中国建筑模板使用量达 6.5 亿平方米，模板产量接近 2 亿平方米；其中，木（竹）胶合板占据 75%，全钢大模板和组合钢模板的产量和使用面积占总量约 24%；铝合金建筑模板占总量 0.4%左右（约 260 万平方米）。2013 年 6.5 亿平方米的模板使用量当中，其中 99%的使用量由传统的木（竹）胶合板、全钢大模板和组合钢模板组成。在“以铝代木”、“绿色施工”、“10 项新技术”等政策的支持下，若在此领域内能实现 30%的铝化率，则有超过 1.9 亿平方米的铝模板市场容量。我们预计在未来几年，铝合金模板的用量和产量会有较快增长，估计在 2015 年铝合金模板产量会达到 700 万平方米，2020 年会超过 1800 万平方米。

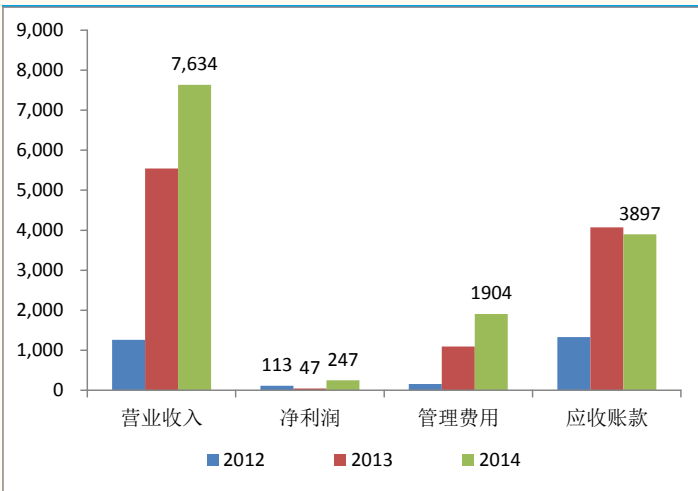
图表 8：铝模板需求量将快速增长



来源：国金证券研究所

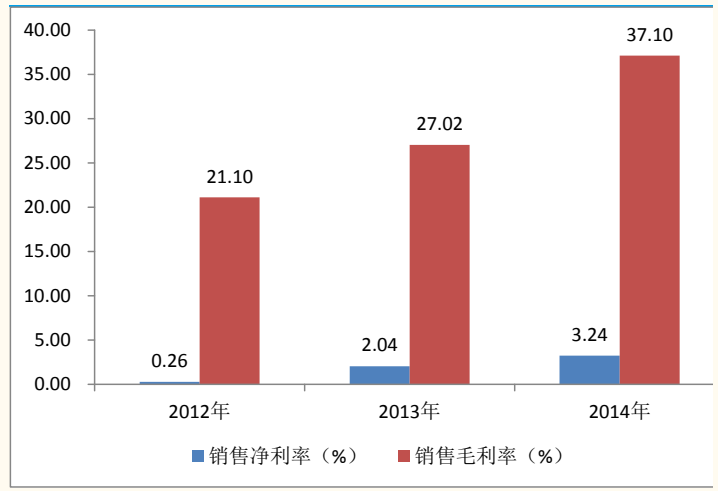
- **铝模板生产经营的特点：1.客户粘性较高：**建筑用的铝模板，通常有70-80%的模板是标准化的产品，剩下的20-30%是非标产品需要根据楼盘的需求进行设计。因此，铝模板的设计，在建筑项目之初就要完成，通常要根据建筑物的设计图纸，设计铝模板，设计过程中要不断与客户进行沟通，从而易于与客户形成紧密的联系，也会形成客户粘性。**2.行业有一定的进入壁垒，但整体不高。**进入壁垒主要有：一是需要铝模板的设计经验与技术，二是，有一定的客户壁垒，铝模板的质量与稳定性对建筑质量有较大的影响，并与循环使用次数、综合成本密切相关，而且需要较长时间的体验才会观察到产品质量。因此，大型建筑商或房地产企业对铝模板经营企业的资本规模、设计能力与经验及产品供应的及时性等都有要求，只要达标的企业才会进入到供应商目录，形成稳定的合作关系。同时，一旦与铝模板企业了解了之后，更换供应商会面临，重新建立联系、协调设计理念等问题。三是，铝模板行业特别是采取租赁方式经营时，需要一定的资金投入。综合起来看，铝模板行业的行业壁垒并不高。
- **铝模板行业面临的发展障碍：1.行业标准：**国家还没有铝模板的标准。**2.行业的发展需要下游建筑行业的配合，甚至推动，**受建筑企业粗放经营、经济实力差的限制，下游需求没有释放。铝模板主要由建筑行业使用，其使用与木模版有些区别，施工过程经过培训，施工过程需要严格的管理，才可达到增加循环利用次数、缩短建设工期的目标，因此要求建筑公司安装工人队伍稳定、有一定的素质，但国内企业建筑工人素质较低、流动性太大；同时，使用铝模板也需要一次性支付大量的成本，许多建筑企业并不愿意支出。**3.施工工人熟练程度还不高，需要培育。****4.铝模块认识不足，设计、施工规范体系不成熟。****5.在房地产市场销售好时，终端用户不关注建筑质量，房地产企业都赚钱时，并不关注成本节约的细节。**
- **目前是进入铝模板行业的好时机：1.行业标准推出在即：**中国建筑金属结构协会有望在2015年12月底前发布《铝合金模板》国家标准，目前，该协会就《铝合金模板》标准已经组织了多次研讨会，并形成了征求意见稿。**2.下游逐步认识与使用铝模板。**建筑与房地产行业正趋于集中，规模小的企业正在退出市场，规模壮大后，这些企业的资本实力更强，有实力使铝模板；而且企业对建筑成本，终端消费者对建筑质量更为关注。一些房地产商已开始主动引领行业采用铝模板，如万科和中建在推行铝模板，鼓励建筑公司使用铝模板。**3.国家也在推广使用铝模板，提出了“以铝代木”、“绿色施工”、“10项新技术”等政策。**因此，我们认为，铝模板面临着爆发时机，此时进入到铝模板行业是一个较好的时机。
- **公司作用铝型材企业的区域龙头，延伸至铝模板业务具有天然的优势。****1.部分客户可共享：**铝建材和铝模板使用的客户有些类似；**2.铝模板以铝型材为原材料，是铝材深加工业务，能够消化型材产能；同时，业务的延伸，公司所做的固定资产投资很小。**
- **当前，铝模板业务的盈利能力较强。**当前，铝模板企业的毛利率水平很高，以新三板挂牌公司合迪科技为例，2014年其营收为7634万元，毛利率达到了37%。但由于合迪科技的生产规模还比较小，规模效应不显著，管理人员较多，管理费用较高，净利润不高。我们预计，若考虑到公司铝模板业务与上游铝型材业务的协同效应，公司的毛利率和净利率都有上升空间，同时公司投放40万平方米铝模板产能，规模效应会更为突出。因此我们预计，公司的铝模板业务的净利润率可能会在10%以上。据公司非公开增发可研报告显示，40万平方米铝模板产能达产后，该项目年均营业收入52,000.00万元，净利润8,977.77万元。

图表 9：铝模板公司合迪科技的财务指标（万元）



来源：国金证券研究所

图表 10：铝模板公司合迪科技的盈利能力



来源：国金证券研究所

参与产业并购基金

- 参与设立产业并购基金。近日，公司与上海斐君投资管理中心（有限合伙）（以下简称“斐君资本”）共同设立“闽发斐君并购基金”。公司将作为基石投资人，以自有资金 245 万元参股设立闽发斐君投资管理中心（有限合伙）（暂定，简称闽发斐君），持股比例为 49%；同时以自有资金 1,000 万元参与“闽发斐君并购基金”的设立及认购。
 - 并购基金的投资方向以高端设备制造、工业 4.0 为核心及军工、新材料企业以及相关行业发展的互联网、云计算、大数据、物联网企业。
 - 基金规模为人民币 2 亿元。
 - 合作方斐君资本，其注册地为上海，执行事务合伙人为黄宏彬。
 - 决策机制保障项目符合公司利益：基金管理人（闽发斐君）下设投资决策委员会，全体合伙人授权投资决策委员会决定闽发斐君并购基金的所有投资业务；投资决策委员会由 5 名委员组成，由公司派出 1 名，非君资本派出 2 名，外部投行专家 1 名，外部专业律师 1 名。投资决策委员采用一人一票的方式进行表决，全票通过，则该拟投资项目方予通过，否则，不予通过。
- 公司参与投资设立并购基金，主要是为借力并购基金实现公司的价值链整合和产业扩张，同时充分利用基金管理人的专业投资团队和风险控制体系，进一步增强公司投资能力，有效过滤标的项目前期的各种潜在风险，推动公司积极稳健地并购整合及外延式扩张，实现持续、健康、快速成长。

参股金融

- 公司积极参与了金融板块的构建，但目前主要以财务投资为主。
 - 公司投资 3000 万元，持有泉州商业银行 0.45% 的股权。
 - 公司投资 3000 万元，持有南安小贷公司 10% 的股权，2014 年贡献投资收益 83 万元。
 - 公司投资 950 万元，持有福建南安汇通村镇银行 9.5% 股权。

盈利预测与投资建议

图表 11：盈利预测关键假设

		2014A	2015 E	2016 E	2017E
铝型材	销售量 (吨)	55,475.75	70000	75000	80000
	销售价格 (元/吨)	17821.37	17081.09	17303.33	17509.38
	毛利率	10.22%	9.49%	9.48%	9.55%
铝模板	销售量 (万平方米)		2.00	15.00	25.00
	销售价格 (元/平方米)		1111.11	1025.64	1025.64
	毛利率		30.34%	30.29%	30.58%

来源：国金证券研究所

- 我们预计，公司 2015 年至 2016 年的业绩分别为 0.25 元，0.35 元，对应当前股价的 PE 水平分别为 113 倍和 82 倍。
- **买入评级。**我们认为，公司铝型材业务利润稳固，增发进入的铝模板业务，是建筑材中的新兴行业，目前尚处起步阶段；随着，国家政策与龙头企业的推动作用显现，铝模板综合成本优势的发挥，铝模板市场将进入到快速增长期，公司大举进入该行业，有望率先占领市场；由于铝模板业务具有一定的客户粘性、差异化和进入门槛，其盈利能力预计要强于铝型材，因此，可以预计，在铝模板项目推动下，公司主业将重回增长。同时，公司正在积极展开外延扩张，成立了并购基金，瞄准高端装备、互联网等方向，有望给公司发展再添一把火。目前，公司股价也离增发价不远，有一定的安全边际，因此，我们给予公司“买入”评级。
- 股价催化剂：公司外延项目取得进展，公司增发取得进展，铝模板政策出台。
- 风险提示：汇率变动、反倾销和出口退税政策变化风险，公司产能释放不及预期，铝价变动风险等。

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)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	1,032	1,156	1,317	1,573	1,842	2,087	货币资金	385	283	165	260	280	300
增长率		12.0%	13.9%	19.5%	17.1%	13.3%	应收款项	96	91	152	183	214	242
主营业务成本	-959	-1,070	-1,212	-1,451	-1,670	-1,872	存货	196	205	160	199	229	256
%销售收入	93.0%	92.5%	92.1%	92.2%	90.6%	89.7%	其他流动资产	76	97	10	7	8	5
毛利	73	86	104	123	172	215	流动资产	752	677	486	649	730	803
%销售收入	7.0%	7.5%	7.9%	7.8%	9.4%	10.3%	%总资产	65.2%	55.5%	37.2%	42.1%	43.9%	46.3%
营业税金及附加	-1	-1	-1	-1	-2	-2	长期投资	0	0	70	70	70	70
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	318	402	588	650	686	676
营业费用	-6	-9	-16	-20	-24	-29	%总资产	27.6%	33.0%	44.9%	42.2%	41.2%	39.0%
%销售收入	0.6%	0.7%	1.2%	1.2%	1.3%	1.4%	无形资产	82	89	132	139	146	153
管理费用	-30	-36	-41	-49	-70	-83	非流动资产	402	543	822	893	935	933
%销售收入	2.9%	3.1%	3.1%	3.1%	3.8%	4.0%	%总资产	34.8%	44.5%	62.8%	57.9%	56.1%	53.7%
息税前利润 (EBIT)	37	41	46	53	76	101	资产总计	1,154	1,220	1,308	1,542	1,666	1,736
%销售收入	3.5%	3.5%	3.5%	3.3%	4.2%	4.8%	短期借款	43	17	6	159	196	166
财务费用	7	6	2	-3	-9	-9	应付款项	185	223	244	284	311	331
%销售收入	-0.7%	-0.5%	-0.1%	0.2%	0.5%	0.4%	其他流动负债	8	14	24	26	30	34
资产减值损失	-3	0	-4	-3	-1	-1	流动负债	235	255	274	469	537	531
公允价值变动收益	-2	3	-4	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	4	-1	3	4	4	4	其他长期负债	3	3	37	36	36	36
%税前利润	8.4%	n.a	7.5%	7.7%	5.5%	4.1%	负债	238	258	311	505	573	568
营业利润	43	49	43	50	70	95	普通股股东权益	907	952	988	1,028	1,084	1,160
营业利润率	4.1%	4.2%	3.3%	3.2%	3.8%	4.5%	少数股东权益	10	9	9	9	9	9
营业外收支	5	6	-1	2	2	2	负债股东权益合计	1,154	1,220	1,308	1,542	1,666	1,736
税前利润	48	54	42	52	72	97	比率分析						
利润率	4.6%	4.7%	3.2%	3.3%	3.9%	4.6%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-8	-8	-7	-9	-13	-17	每股指标						
所得税率	15.7%	15.3%	17.3%	18.0%	18.0%	18.0%	每股收益	0.235	0.268	0.205	0.250	0.346	0.462
净利润	40	46	35	43	59	79	每股净资产	5.277	5.543	5.751	5.981	6.307	6.750
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.553	0.476	0.464	0.315	0.477	0.629
归属于母公司的净利润	40	46	35	43	59	79	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.020	0.020	0.020
净利率	3.9%	4.0%	2.7%	2.7%	3.2%	3.8%	回报率						
							净资产收益率	4.46%	4.84%	3.57%	4.18%	5.49%	6.85%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	3.50%	3.78%	2.70%	2.79%	3.57%	4.57%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	3.21%	3.53%	3.83%	3.61%	4.87%	6.18%
净利润	40	46	35	43	59	79	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	45.09%	12.03%	13.89%	19.48%	17.08%	13.28%
非现金支出	26	24	34	44	49	54	EBIT 增长率	-38.21%	11.92%	13.70%	13.27%	45.28%	31.60%
非经营收益	-1	3	-2	0	6	6	净利润增长率	-29.95%	14.13%	-23.47%	21.74%	38.50%	33.45%
营运资金变动	30	9	12	-32	-32	-31	总资产增长率	11.49%	5.68%	7.21%	17.88%	8.04%	4.21%
经营活动现金净流	95	82	80	54	82	108	资产管理能力						
资本开支	-120	-113	-220	-109	-88	-48	应收账款周转天数	24.4	23.4	28.7	40.0	40.0	40.0
投资	0	74	376	0	0	0	存货周转天数	56.6	68.4	55.0	50.0	50.0	50.0
其他	4	-1	3	4	4	4	应付账款周转天数	9.1	10.2	16.4	15.0	15.0	15.0
投资活动现金净流	-116	-40	159	-105	-84	-44	固定资产周转天数	90.2	91.1	134.9	127.4	119.8	104.1
股权募资	10	0	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	-11	-25	-11	152	37	-29	净负债/股东权益	-37.42%	-27.96%	-15.92%	-9.76%	-7.69%	-11.36%
其他	-68	20	33	-5	-15	-15	EBIT 利息保障倍数	-5.2	-7.0	-28.2	16.7	8.7	11.4
筹资活动现金净流	-70	-5	21	147	22	-44	资产负债率	20.62%	21.16%	23.75%	32.77%	34.42%	32.70%
现金净流量	-90	37	260	95	20	20							

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	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

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：021-60753903

传真：021-61038200

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：010-66216979

传真：010-66216793

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：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD