

苏州固锴 (002079)

传感器携手电池银浆并进，精彩值得期待

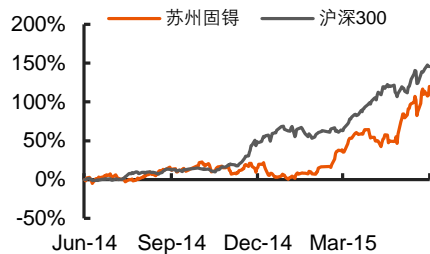
推荐 (首次)

现价: 15.78 元

主要数据

行业	电子
公司网址	www.goodark.com
大股东/持股	苏州通博电子器材有限公司 /34.82%
实际控制人/持股	吴念博/26.93%
总股本(百万股)	728
流通 A 股(百万股)	725
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	112.40
流通 A 股市值(亿元)	111.95
每股净资产(元)	1.75
资产负债率(%)	12.20

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

刘舜逢 投资资格编号
S1060514060002
0755-22625254
LIUSHUNFENG669@pingan.com.cn

研究助理

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

平安观点:

- **MEMS 传感器业务正在崛起:** 传感器作为智能设备的感官，随着设备智能化的快速推进，市场被瞬间引爆，仅 2015 年年初至 3 月 12 日内，全球传感器销售额已经达到 86.3 亿美元，超过 2014 年全年销售额。在传感器领域，MEMS 传感器光芒最盛，有望成为未来传感器行业的主流产品。苏州固锴紧跟市场步伐，积极布局 MEMS 传感器领域，目前已成为了国内集 MEMS 传感器设计和封装于一身的领先企业，加速度传感器优势明显，在行车记录仪市场份额达到了 70%。随着 MEMS 市场的不断壮大以及公司实力的不断增强，公司在传感器行业的成长空间将会很快被打开。
- **太阳能电池银浆业务腾飞在即:** 2014 年全球光伏产业开启了新一轮的景气周期，当年新增装机容量又创新高，达到 47GW；国内市场方面，能源局计划 2015 年光伏装机总目标为 17.8GW，预计电池银浆需求规模在 1068 吨左右。但长期以来，太阳能电池的关键材料电池银浆主要依赖进口，严重限制了我国光伏产业的发展。苏州固锴看清形势布局银浆领域，生产的系列银浆产品已经开始销售，新研发的无铅环保，高效，高拉力正面银浆测试表现良好，近期有望推向市场。在需求增长和进口替代的双重推力下，预计 2015/2106 年销量将会大幅增长，为公司业绩提升又添动力。
- **投资策略:** 我们预计公司 2015-2016 年营业收入分别为 9.99、12.37 亿元，同比增速为 8.4%、23.8%，EPS 分别为 0.04、0.09 元，PE 估值分别为 371.2、171.1 倍。我们认为，苏州固锴主营业务所处行业景气程度不断提高，预计 2016 年业绩会大幅增长。首次给予“推荐”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧，价格下跌风险；成本上升的风险；

	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入(百万元)	819	922	999	1,237
YoY(%)	1.3	12.6	8.4	23.8
净利润(百万元)	42.3	43	31	67
YoY(%)	108.3	0.6	-27.2	116.9
毛利率(%)	15.9	16.1	14.9	16.9
净利率(%)	4.9	3.9	2.8	4.8
ROE(%)	3.1	2.8	2.2	4.5
EPS(摊薄/元)	0.06	0.06	0.04	0.09
P/E(倍)	271.69	270.2	371.2	171.1
P/B(倍)	9.24	9.0	8.9	8.6

正文目录

一、	MEMS 传感器业务正在崛起	4
1.1	传感器：智能时代的必需品	4
1.2	万物互联引爆传感器市场	5
1.3	积极布局 MEMS 传感器领域，效果明显	7
二、	太阳能电池银浆材料业务腾飞在即	8
2.1	太阳能电池前景巨大	8
2.2	银浆需求增长和进口替代为公司发展增添动力	11
三、	投资策略	12
四、	风险提示	13

图表目录

图表 1	传感器种类繁多.....	4
图表 2	物联网架构图	4
图表 3	全球传感器销售额逐年上升	5
图表 4	MEMS 传感器优点多	6
图表 5	MEMS 传感器应用范围广.....	7
图表 6	中国经济体量大，但人均石油储量低	8
图表 7	中国石油消费高度依赖进口（单位：万吨）	8
图表 8	风电/太阳能需求巨大（单位：万吨）	9
图表 9	光伏设备指数显示行业景气度提升.....	10
图表 10	全球光伏市场新增装机容量稳步提升	10
图表 11	光伏产业链.....	11
图表 12	硅太阳能电池制作流程.....	11
图表 13	硕禾月度营收增长强劲.....	12

一、MEMS 传感器业务正在崛起

1.1 传感器：智能时代的必需品

传感器是一种检测装置，能感受到被测量的信息，并能将感受到的信息，按一定规律变换成为电信号或其他所需形式的信息输出，以满足信息的传输、处理、存储、显示、记录和控制等要求。随着自动化进程的深入，传感器的总类日益繁多、应用范围也在不断扩大，传感器早已渗透到诸如工业生产、宇宙开发、海洋探测、环境保护、资源调查、医学诊断、生物工程、甚至文物保护等等极其之泛的领域。可以毫不夸张地说，从茫茫的太空，到浩瀚的海洋，以至各种复杂的工程系统，几乎每一个现代化项目，都离不开各种各样的传感器。

图表1 传感器种类繁多



资料来源：网络资料，平安证券研究所

无论是欧洲版的工业4.0还是中国版的“中国制造2025”，核心都在自动化控制。要想实现自动化控制，首要问题就是要打通信息在人、机器和环境三者之间传递的障碍，让机器能够自主感知外界的信息。而传感器正好可以解决人、机器和环境三者之间的沟通问题。在工业自动化控制系统中，传感器处于系统之首，作用相当于人的感受器官，能够感受和测量特定物体的状态变化，并转化为可传输、可处理、可存储的电子信号或者其他形式的信号，机器在接收到感官传来的信号后根据内程序执行相关行动。传感技术已然成为了工业智能化的重要支点，未来必将成为工业领域在高新技术发展方面必争的一个制高点。

图表2 物联网架构图



资料来源：网络资料，平安证券研究所

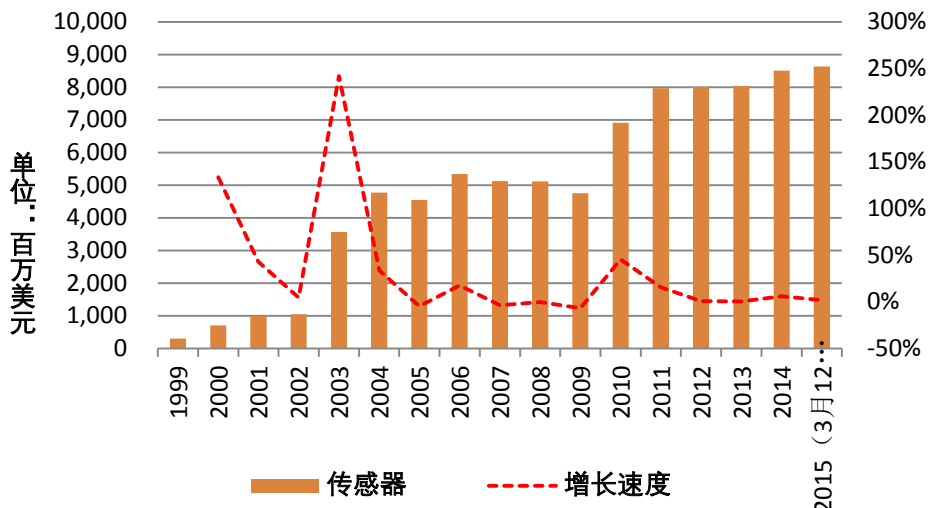
1.2 万物互联引爆传感器市场

传感器市场规模巨大

继德国在 2013 年汉诺威工业博览会上正式推出“工业 4.0”战略之后，中国也于 2015 年两会期间首次在政府工作报告中提出“互联网+”的概念，并于 2015 年 5 月 19 日印发《中国制造 2025》文件，明确 9 项战略任务。阅读相关材料不难发现，在这两份关键的文件中都可以发现物联网的内涵，随着“互联网+”与传统工业、能源、交通、家居等领域的融合，在信息技术的支撑下，物联网时代的起点正在被塑造，智能时代的大门正在被打开。传感器作为智能时代的必需品，其需求也将呈现爆发式增长。

wind 数据显示，2014 年全球传感器销售额达到 85.02 亿美元，而 2015 年截止至 3 月 12 日全球传感器销售额已经达到 86.3 亿美元，超过 2014 年全年的销售额，凸显 2015 年传感器行业火爆局面。随着工业 4.0 的推进，该局面有望维持。

图表3 全球传感器销售额逐年上升



资料来源: wind, 平安证券研究所

另据 Gartner Group 公司 (一家专门从事 IT 研究与顾问咨询服务的公司) 研究显示, 2015 年全球将有 49 亿件联网设备, 比 2014 年增加 30%; IC Insights (市场调研机构) 则预计 MEMS 传感器市场也将进一步成长 16%。而我国物联网产业规模将持续扩大, 预计 2015 年我国整个物联网市场规模有望达到 7500 亿元, 传感器市场规模有望达到 1200 亿元以上。

MEMS 传感器最惹人眼

MEMS 即微机电系统, 是指在半导体制造技术上发展起来的, 集微传感器、微执行器、微机械结构、微电源微能源、信号处理和控制电路、高性能电子集成器件、接口、通信等于一体的独立的微型器件或系统, 可大批量生产, 其系统尺寸在几毫米乃至更小, 其内部结构一般在微米甚至纳米量级。MEMS 传感器是采用微电子和微机械加工技术制造出来的新型传感器, 具有体积小、重量轻、成本低、功耗低、可靠性高、适于批量化生产、易于集成和实现智能化的特点。MEMS 种类繁多, 常见的 MEMS 传感器有压力传感器、加速度传感器、微机械陀螺仪、惯性传感器、MEMS 硅麦克风分等, 已被广泛应用于医疗电子、汽车电子、消费电子、航天航空设备等领域。

传感器在未来将朝着微型化、集成化、智能化和低功耗化的方向发展, 尤其是在可穿戴设备领域, MEMS 传感器技术正好迎合了这方面的需求, 在未来将产生深远影响, 高性能组合式 MEMS 传感器将成为主流。

据权威机构 Yole Development 预测, 2014 年 MEMS 传感器市场规模达到 130 亿美元, 预计到 2018 年这一市场规模将增长至 225 亿美元, 年复合增长率将达到 12%~13%, 市场前景巨大。并且, 目前十大高价值 MEMS 供应商在市场份额中的占比刚刚超过 42%, 供应市场呈现一种高度分散状态, 20 多种产品可以用于数百种应用, 给 MEMS 厂商留下了足够的生存空间。尽管中国目前的 MEMS 传感器多数依赖进口, 但是在国家产业政策以及市场前景的激励下, 本土 MEMS 产业链正在完善, 并且在低端 MEMS 市场有了一定的竞争力。随着 MEMS 传感器的应用由高端市场逐步向低端手机市场、可穿戴设备市场扩散, 中国企业在低端 MEMS 市场还是很有机会。

图表4 MEMS 传感器优点多

优点	内容
提高信噪比	在同一个芯片上进行信号传输前可放大信号以提高信号水平，减小干扰和传输的噪声，特别是同一芯片上进行A/D转换时，更能改善信噪比
改善传感器性能	MEMS传感器集成了敏感元件、放大电路和补偿电路在同一芯片上，在实现传感探测的同时具有信号处理的功能（在同一芯片上的反馈电路可改善输出阻抗的线性度和频响特性）。因为集成了补偿电路，可降低由温度或由应变等因素引起的误差；在同一芯片上的电压式电流源可提供自动的或周期性的自校准和自诊断。
MEMS 传感器	
调节输出信号	集成在芯片上的电路可以在信号传输前预先完成A/D转换、阻抗匹配、输出信号格式化以及信号平均等信号调节和处理工作
可集成性	MEMS传感器可以把多个相同的敏感元件集成在同一芯片上形成传感器阵列，也可以把不同的敏感元件集成在同一芯片上实现多功能传感
高测量精度	由于MEMS传感器体积微小，重量极轻，因此其附贴片钽电容加质量等因素对被测系统的影响可以忽略不计，从而提高测量精度

资料来源：网络资料整理，平安证券研究所

图表5 MEMS 传感器应用范围广



资料来源：网络资料整理，平安证券研究所

1.3 积极布局 MEMS 传感器领域，效果明显

在传感器市场一片大好的形势下，苏州固得紧踏市场节奏，通过成立子公司的形式积极布局 MEMS 传感器领域。旗下子公司苏州明皓传感科技有限公司主营 MEMS 传感器芯片和器件的工艺开发、设计（限于电脑开发及设计），并提供相关技术转让、技术咨询、技术服务；全资子公司明锐光电股份有限公司主要从事 MEMS-CMOS 三维集成制造平台技术及八寸晶圆级封装技术及产品的研发，相关技术水平由目前的国内先进提升至国际先进；控股公司江苏艾特曼电子科技有限公司主要从事晶圆级 MEMS 器件封装工艺及相关核心技术的开发并提供代工服务。目前，苏州固得已经成为了跨 MEMS 传感器设计和封装的企业，拥有从产品设计到最终产品加工的整套解决方案，可以最大限度

的满足客户需求。

通过几年的努力，公司在 MEMS 领域获得美国发明专利 130 项，具有完整的 MEMS 技术开发平台专利群，技术水平由国内领先提升至国际先进，被松下、索尼、比亚迪、飞利浦、佳能、三星、通用、西门子、美的等多家国际大公司评为优秀供应商或合作伙伴。由于这些合作伙伴在各自的市场上都极具优势、产品销售数量巨大，从而可以为苏州固得传感器业务的营收增长提供巨大的动力。公司公告显示，子公司明皓一季度三轴加速度传感器出货稳步增长，销售额同比增长 132%，在国内行车记录仪市场份额继续保持在 70% 以上。公司目前正在不断的提高良品率，随着良品率的提高，成本将会下降，在激烈的价格竞争下，公司产品的利润率有望保持稳定。预计，在巨大市场需求的牵引下，在公司产品良率不断提高的支撑下，2016 年公司该部分业务的利润将会出现显著的增长。在这个竞争激励的市场，苏州固得不满足于已经取得的成就，积极地优化生产工艺、开发新的产品，艾特曼电子科技有限公司近期有望完成晶圆级堆叠工艺全套单步工艺开发及整合，八英寸晶圆级后道工艺量产时的稳定性有望提升；明锐光电的第三代加速传感器很快可以量产；在 MEMS 技术上的进步将会使得公司在大好形式中把握住机遇，利好公司的长远发展。

二、 太阳能电池银浆材料业务腾飞在即

2.1 太阳能电池前景巨大

新能源大势所趋

世界经济的现代化得益于石化能源的广泛使用，而中国经济近十年的高速发展也是建立在巨大能源消耗的基础之上。在 2014 年的世界能源消费结构统计中，石化能源（石油、天然气、煤炭）消费占比达到 89%，中国石化能源消费占比达到 90%，可以说世界经济的增长高度依赖石化能源。但石化能源作为一种不可再生资源，越用越少，甚至有机构预测这一经济的资源载体将在 21 世纪上半叶迅速地接近枯竭，能源危机日益紧迫。中国作为世界第二大经济体，能源消费中煤炭消费比例高达 65%、石油为 20%、天然气为 5%、核风水电为 10%，也是主要依靠石化能源。由于能源消耗方式粗糙、利用率低，中国煤炭资源日益紧缺，石油资源也是严重依赖进口，中国能源问题日益紧迫，加之环保越来越受到重视，对新能源的需求也日益上升。

图表6 中国经济体量大，但人均石油储量低

国家	人均石油储量（吨/人）	2014 年 GDP 排名
加拿大	669.22	11
俄罗斯	77.70	9
美国	16.27	1
巴西	10.38	8
澳大利亚	7.03	14
英国	6.34	6
中国	2.47	2
意大利	1.26	8
印度	0.61	10
西班牙	0.44	13
德国	0.38	4
法国	0.18	5

资料来源：wind，平安证券研究所

图表7 中国石油消费高度依赖进口（单位：万吨）

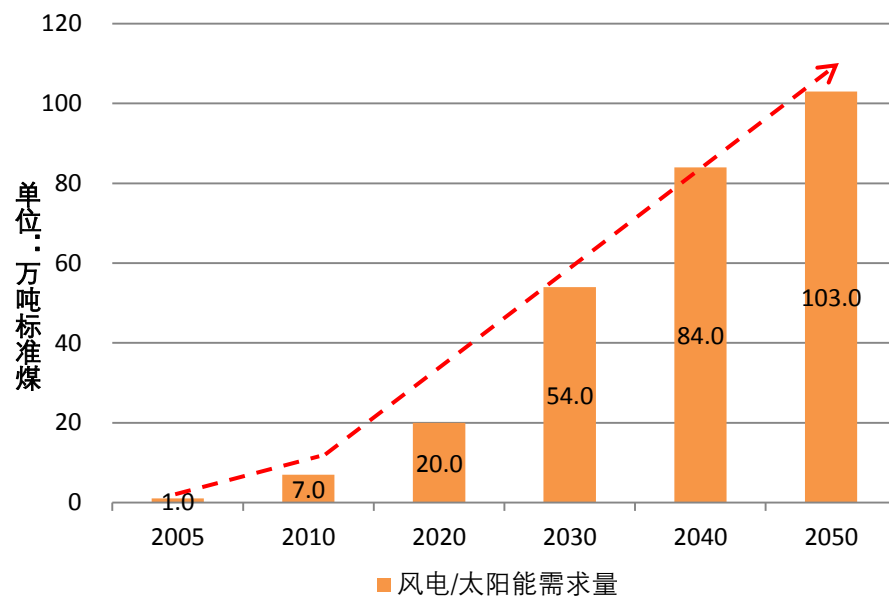
时间	产量	原油出口	原油进口	表观消费量	对外依存度
2007	18,665.69	382.92	16,317.55	34,600.31	46.05%
2008	18,792.82	373.34	17,889.30	36,488.78	48.00%

2009	18,948.96	518.40	20,378.93	38,809.50	51.17%
2010	20,301.40	304.22	23,931.14	43,868.33	53.72%
2011	20,364.60	252.20	25,254.92	45,367.32	55.11%
2012	20,747.80	243.00	27,102.00	47,606.80	56.42%
2013	20,812.87	162.00	28,195.00	48,845.87	57.39%

资料来源：国家统计局，平安证券研究所

在此背景下，以习近平总书记为首的新一届政府在 2014 年提出了“能源革命”的理念，并提出能源消费、能源供给、能源技术和能源体制四方面的革命，这一理念在《能源发展战略行动计划（2014~2020 年）》中已经得到了体现，并且将纳入“十三五”能源规划。新常态下，控制传统能源消费、大力发展新能源、实现能源的多元化发展将会是“十三五”期间能源行业的发展基调，届时将会出现更多的能源产业政策，传统能源与新能源将出现大变革。根据《中国 2050 年低碳情景和低碳发展之路》的预测，中国风能/太阳能一次能源需求量将达到 20 万吨标准煤，比 2010 年增长近 3 倍，到 2030 年将达到 54 万吨标准煤，新能源需求爆发增长趋势清晰可见。

图表8 风电/太阳能需求巨大（单位：万吨）



资料来源：《中国 2050 年低碳情景和低碳发展之路》，平安证券研究所

光伏产业迎来转机

太阳能作为一种安全、清洁、可靠的能源，深受许多国家青睐，欧美发达国家将发展太阳能作为新能源革命的一项长期规划，制定了许多的产业支持政策支付本国太阳能产业的发展，中国也不例外。国务院 2015 年 5 月 13 日向各省、自治区、直辖市人民政府，国务院各部委、各直属机构下发《国务院关于推进国际产能和装备制造合作的指导意见》国发〔2015〕30 号文件，明确支持我国企业参与有关国家风电、太阳能光伏项目的投资和建设，带动风电、光伏发电国际产能和装备制造合作。预计，太阳能将会成为新能源的一个突破口，成为继电子行业之后的又一个爆发式行业。中国作为光伏组件重要生产国，产品远销国外，但这种严重依赖外国市场的模式使得本土光伏企业的经营状况受控于国外市场，企业盈利的不确定性很大。2011 年 11 月美国商务部正式对中国太阳能电池板发起反倾销和反补贴调查，2012 年 9 月欧盟正式宣布对华光伏组件、关键零部件发起反倾销调查。受此影响，原本就产能过剩的中国光伏企业更是雪上加霜，光伏设备行业指数大幅下跌，作为中国光伏产业标杆的尚德电力控股公司也于 2013 年 11 月申请破产重组，行业形势严峻。

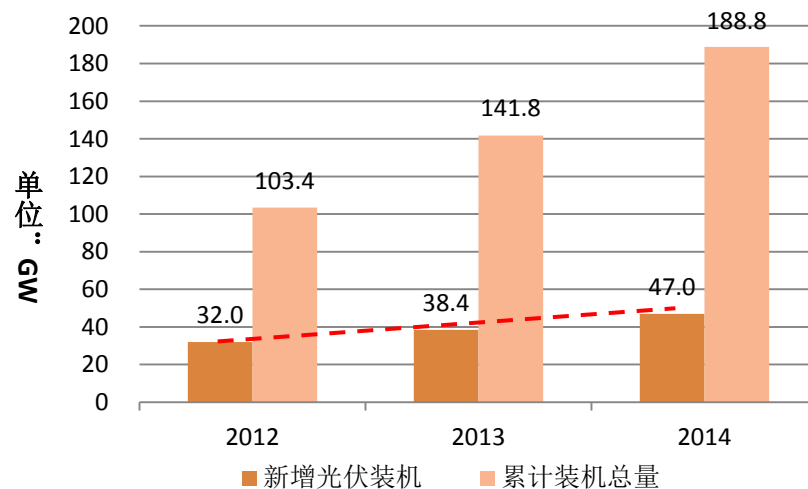
图表9 光伏设备指数显示行业景气度提升



资料来源: wind, 平安证券研究所

但可喜的是, 2014 年全球光伏产业开启了新一轮的景气周期。根据汉能控股集团与全国工商联新能源商联合发布了《全球新能源发展报告 2015》显示, 全球光伏市场的新增装机容量又创新高, 达到 47GW, 累计装机容量达到了 188.8GW。中国、美国和日本光伏市场的快速升温推动了 2014 年光伏市场的景气周期, 快速崛起的英国等新兴光伏市场成为了 2014 年全球光伏市场的新贵。未来五年, 亚太地区 (主要有中国、印度、日本、泰国、澳大利亚、欧洲 (主要有德国、英国、法国、意大利)、北美 (主要有美国、加拿大) 将成为光伏产业的主要市场, 占全球光伏需求量的 80% 以上, 这些地区的商业及公共事业电站项目共 4300 个, 有近半数规模是在 250KW 到 5MW 的项目。并且, 国内市场增长迅速, 2013 年新增装机量超过 12GW, 电池组件的内销比例从 2010 年的 15% 增长至 43%, 全行业销售收入实现 3230 亿元, 2015 年能源局计划光伏装机总目标为 17.8GW (比 2014 年的 14GW 目标大有提升, 远超企业预期), 这对本土光伏企业来说无疑是重大利好。

图表10 全球光伏市场新增装机容量稳步提升



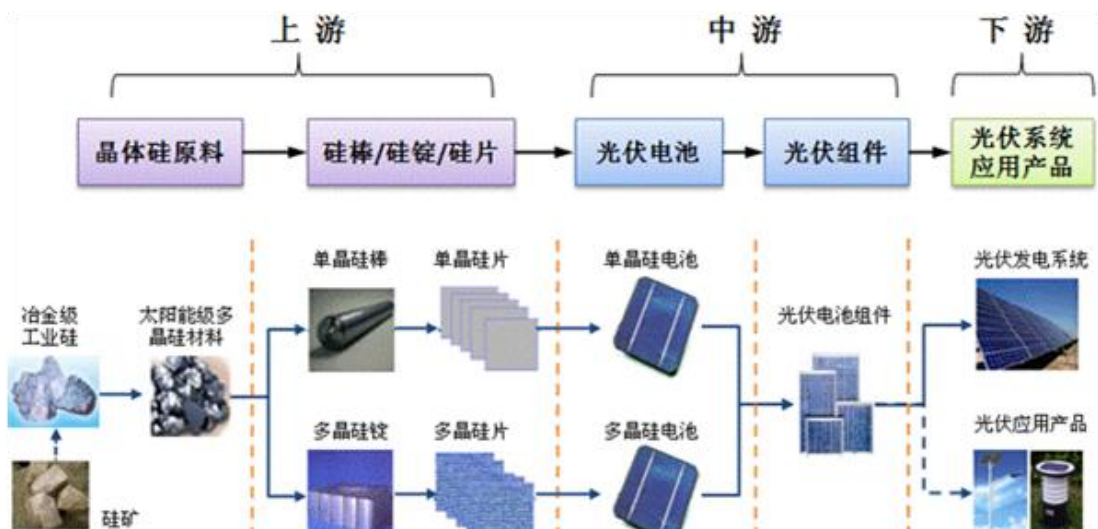
资料来源: 中国投资咨询网, 平安证券研究所

硅太阳能电池前景巨大

利用太阳能的方式有两种，一种是光-热-电转换方式，另一种是光-电直接转换方式，前者由于需要两次能量转换，效率低、成本高，而后者可以直接实现光能电能的转化，可以实现低成本高效率，因此后者被认为是一种利用光能的最佳方式。光-电转换方式下，太阳光直接照射到硅材料上产生电流直接发电，形成了以硅材料的应用开发为内容的产业链条（即光伏产业链）。

在光伏产业链中，太阳能电池占据了中游的核心位置。目前市场上主要使用的是硅太阳能电池和薄膜太阳能电池两种，其中硅太阳能电池占据了85%以上的份额。虽然薄膜太阳能电池原材料成本低、方便大规模制造，但是电能转换率比较低，所以业内一致认为硅太阳能电池未来仍是主流。随着光伏产业的景气程度上升，对硅太阳能电池的需求也会爆发式增长。

图表11 光伏产业链



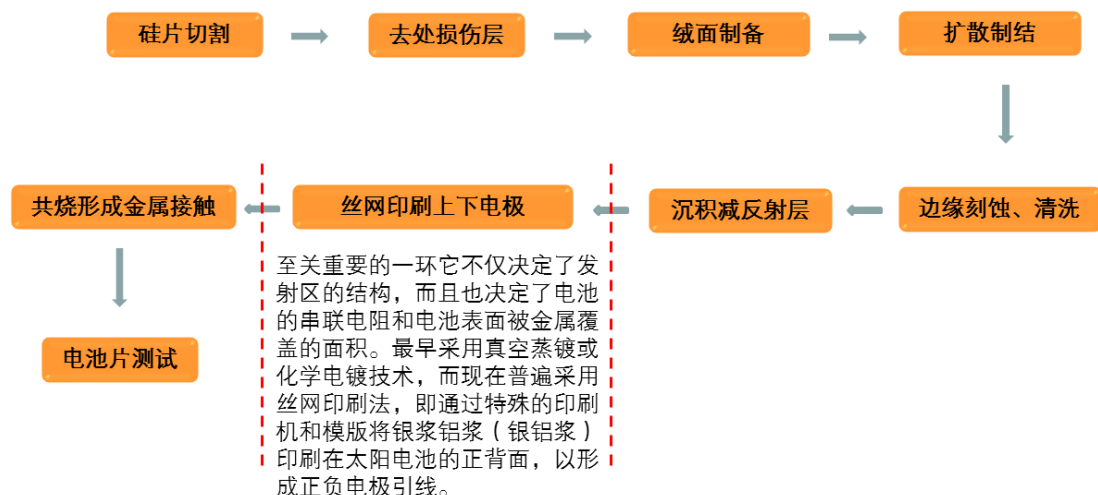
资料来源：网络资料，平安证券研究所

2.2 银浆需求增长和进口替代为公司发展增添动力

银浆材料为硅太阳能电池关键材料

在硅太阳能电池的制作过程中有三个最基本的环节：太阳能电池的设计，太阳能电池的外延生长和太阳能电池的后工艺制作。太阳能电池正背面电极的丝网印刷和烧制工序作为太阳能电池单体制作的最后一道工序，其材料的选择和条件的控制将直接影响着整个太阳能电池的各项性能。因此这道工序的必备材料银电子浆材料是太阳能电池器件的关键材料之一，其重要性可想而知。

图表12 硅太阳能电池制作流程

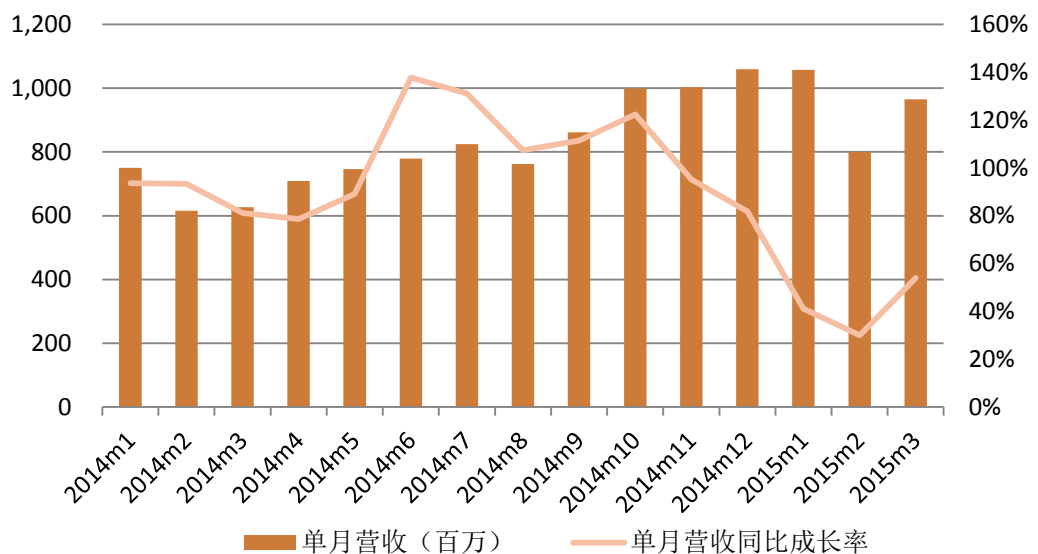


资料来源：网络资料，平安证券研究所

太阳能电池银浆需求巨大

硕禾电子材料股份有限公司是台湾的一家主营电池银浆的企业，属全球三大电池银浆厂商之一，中国大陆是其主要的产品销售地，所以通过对硕禾的营收情况进行分析便可以对大陆银浆市场的景气情况略知一二。硕禾年报显示，公司 2014 年月度营收同比增速全年保持在 80% 以上，2015 年前三季度的月度营收同比增速最低也有 30%，这一方面显示了全球光伏产业的景气程度，另一方面也反映了中国电池银浆需求旺盛的局面。亚化咨询预测，2015 年全球组件产量将达到 50GW，全球对太阳能电池银浆的需求约为 2900 吨，铝浆需求约为 16000 吨。中国方面，按能源局计划目标计算，今年全国光伏装机总为 17.8GW，对应的银浆需求约为 1068 吨（按 60 吨/GW 计算），市场规模在 60-70 亿元，不考虑太阳能电池成品出口，仅国内需求就已经很大。

图表13 硕禾月度营收增长强劲



资料来源：wind，平安证券研究所

进口替代为公司发展提供新动力

虽然太阳能电池银浆需求巨大，但是关键材料银浆主要依赖进口（铝浆材料国产化程度较低），国内市场主要被台湾硕禾公司、美国 DUPANT（杜邦）公司、韩国三星公司和德国 Hereaus（贺利氏）公司垄断，银浆材料（主要是指正面银浆）的对外依赖程度比多晶硅材料对外依赖程度还要高，严重制约了我国光伏产业的发展。因为正面银浆技术要求高，国内能够生产正面银浆的企业不多，亿晶光电公司目前虽然具备一定的量产能力，但不足以满足国内市场的巨大需求。在正面银浆需求增长的情况下，苏州固得积极布局电池正面银浆，旗下子公司苏州晶银新材料股份有限公司专营研发、生产、销售各类电子浆料以及电子浆料，目前已经取得了显著的效果。从公司财报数据来看，苏州固得 2014 年只有银浆产量 5.01 吨，即使 2015 年产能增长为 10 吨，公司全部产能也不及国内市场需求的 1%，增长空间巨大。另外，苏州固得银浆技术也在不断的改进，公司 2015 年新一代无铅环保，高效，高拉力正面银浆正在与十余家电池片厂进行测试，实验结果表现良好，将于近期正式向市场推出。预计苏州固得 2015 年银浆的销量将会有一定幅度的增长，2016 年随着产能的释放该部分业务将会有大幅度的增长。

三、 投资策略

苏州固得作为一家高新技术企业，涉足分立器件制造、MEMS 传感器设计与封装和太阳能电池银浆研发与生产。可以说，苏州固得的每一项业务都极具前景。在物联网和工业 4.0 的大背景下，半导体行业迎来新的增长契机，苏州固得在分立器件领域的技术优势成为公司业绩增长源源不断的动力，

在 MEMS 传感器领域的开拓有望使公司在新经济领域的竞争中抢攻制高点，在太阳能电池银浆领域的布局使得公司有望在太阳能电池银浆进口替代和市场需求上升的双利好下取得很好的业绩。

我们预计公司 2015–2016 年营业收入分别为 9.99、12.37 亿元，同比增速为 8.4%、23.8%，EPS 分别为 0.04、0.09 元，PE 估值分别为 371.2、171.1 倍。

我们相信，乘着行业东风，苏州固锔各项业务将会有序推进，预计公司将会在今后两年取得优异的业绩，首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表14 半导体企业估值对比

公司	6月15日	EPS (元)				PE (倍)				评级
	股价	2013A	2014A	2015E	2016E	2013A	2014A	2015E	2016E	
苏州固锔	15.78	0.06	0.06	0.04	0.09	270.31	268.82	371.17	171.13	推荐
扬杰科技	停牌									未评级
华微电子	14.59	0.06	0.05	0.08	0.1	243.17	291.80	182.38	145.90	未评级
华天科技	25.17	0.31	0.43	0.61	0.8	81.19	58.53	41.26	31.46	未评级
平均						198.22	206.39	198.27	116.16	

资料来源：平安证券研究所，wind，注：*数据来自万得一致预期

四、风险提示

- 行业竞争加剧
- 价格下跌风险
- 成本上升的风险

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
流动资产	866	890	916	948
现金	535	532	524	425
应收账款	145	175	172	257
其他应收款	1	4	2	5
预付账款	24	16	27	27
存货	141	146	169	212
其他流动资产	21	18	22	23
非流动资产	590	593	582	650
长期投资	41	39	37	35
固定资产	459	445	443	517
无形资产	25	23	20	17
其他非流动资产	66	86	81	81
资产总计	1456	1483	1497	1599
流动负债	180	181	182	247
短期借款	37	8	8	8
应付账款	115	118	138	172
其他流动负债	28	55	36	67
非流动负债	9	13	13	14
长期借款	0	0	-0	1
其他非流动负债	9	13	13	13
负债合计	189	195	195	261
少数股东权益	23	17	14	7
股本	728	728	728	728
资本公积	230	230	230	230
留存收益	285	313	341	401
归属母公司股东权益	1244	1272	1288	1331
负债和股东权益	1456	1483	1497	1599

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
经营活动现金流	-132	304	35	40
净利润	40	36	28	60
折旧摊销	0	69	50	58
财务费用	-13	-15	-13	-11
投资损失	-0	1	0	0
营运资金变动	0	184	-30	-67
其他经营现金流	-159	29	0	0
投资活动现金流	-66	-74	-38	-127
资本支出	85	78	-9	71
长期投资	16	3	2	3
其他投资现金流	35	7	-45	-53
筹资活动现金流	-24	-45	-3	-12
短期借款	-1	-29	0	0
长期借款	0	0	-0	1
普通股增加	5	0	0	0
资本公积增加	7	-0	0	0
其他筹资现金流	-36	-16	-3	-13
现金净增加额	-224	186	-7	-99

资料来源:

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	819	922	999	1237
营业成本	689	774	850	1029
营业税金及附加	5	5	6	7
营业费用	14	19	21	22
管理费用	84	89	100	118
财务费用	-13	-15	-13	-11
资产减值损失	11	8	12	12
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	-1	0	0
营业利润	29	41	24	60
营业外收入	12	10	10	10
营业外支出	1	2	2	1
利润总额	40	49	32	69
所得税	0	13	4	9
净利润	40	36	28	60
少数股东损益	-3	-6	-3	-7
归属母公司净利润	42	43	31	67
EBITDA	26	103	66	113
EPS (元)	0.06	0.06	0.04	0.09

主要财务比率

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
成长能力				
营业收入(%)	1.3	12.6	8.4	23.8
营业利润(%)	172.8	43.4	-43.1	155.9
归属于母公司净利润(%)	108.3	0.6	-27.2	116.9
获利能力				
毛利率(%)	15.9	16.1	14.9	16.9
净利率(%)	4.9	3.9	2.8	4.8
ROE(%)	3.1	2.8	2.2	4.5
ROIC(%)	2.0	1.9	1.1	3.5
偿债能力				
资产负债率(%)	13.0	13.1	13.0	16.3
净负债比率(%)	-39.0	(40.5)	(39.7)	(31.1)
流动比率	4.8	4.9	5.0	3.8
速动比率	4.0	4.1	4.1	3.0
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8
应收账款周转率	5.9	5.8	5.8	5.8
应付账款周转率	5.6	6.7	6.7	6.7
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.06	0.06	0.04	0.09
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.05	0.13	0.05	0.05
每股净资产(最新摊薄)	1.71	1.75	1.77	1.83
估值比率				
P/E	271.69	270.19	371.17	171.13
P/B	9.24	9.03	8.92	8.63
EV/EBITDA	429.14	106.9	165.4	98.0

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033