

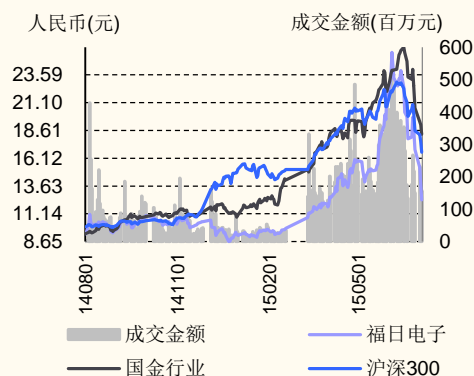
**福日电子 (600203.SH)**      **视听器材行业**
**评级：买入      维持评级**
**公司研究**

市场价格 (人民币): 12.38 元

## 手机与 LED 业务确保低估值，国企改革可期

**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)	283.78
总市值(百万元)	4,707.88
年内股价最高最低(元)	25.62/8.49
沪深 300 指数	3885.92
上证指数	3686.92


**公司基本情况(人民币)**

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.317	0.207	0.448	0.691	0.864
每股净资产(元)	2.01	3.89	5.07	5.66	6.48
每股经营性现金流(元)	-0.08	-0.18	0.23	0.62	0.74
市盈率(倍)	39.03	59.92	27.62	17.92	14.33
行业优化市盈率(倍)	28.90	30.25	55.49	55.49	55.49
净利润增长率(%)	77.24%	2.98%	160.07%	54.07%	25.09%
净资产收益率(%)	15.81%	5.32%	8.84%	12.19%	13.34%
总股本(百万股)	240.54	380.28	455.83	455.83	455.83

来源：公司年报、国金证券研究所

**投资逻辑**

- **公司曾经是福建改革开放旗帜，母公司资产有升值潜力。**公司前身是全国第一家电子行业中外合资企业。近年设定通过内生式增长以及外延式扩张并举的方式，以图进一步做大做强通讯及智慧家电、LED 光电及节能环保、内外贸供应链业务等三大主营业务，优化产业发展布局，并积极关注 TMT 行业新一代信息技术外延发展机会。此外公司持有华映科技 1000 多万股，国泰君安 910 万股股票，以及其他控股参股公司，总价值在 8.2 亿以上。
- **第一，并购中诺通讯，手机行业集中度提高受益者：**中诺通讯近 2 年承诺业绩 1 亿，1.2 亿，规模占据智能终端 ODM 行业前四。手机行业中，智能手机出货量占比已经达到 65%。而国产手机品牌占比也持续提升，到 2014 年已经达到 40% 左右，而千元级别智能机占到需求量一半以上，ODM 厂家在这个市场占主导，行业潜在利润规模 100 亿元/年。目前行业处于整合阶段，中诺将受益这个趋势，有望在近年内提升市场占有率。
- **第二，LED 业务快速成长：**公司并购迈锐光电和源磊科技，完成布局 LED 显示和芯片封装领域，未来可以预期对集团的 LED 芯片业务的整合，完成全产业链的打造。LED 显示和芯片封装 2015 年承诺归属上市公司业绩 5200 万。目前均处于增资扩产阶段，未来成长确定性较高。
- **第三，信息技术投资基金战略入股，国企改革可期。**2014 年 7 月，福建省政府印发《关于进一步完善促进产业发展体制机制工作实施方案的通知》吹响福建国企改革的号角。2015 年 3 月公司拟非公开发行股票 7555 万股。除大股东电子信息集团认购 7600 万元以外，福建新一代信息技术创业投资有限公司也认购 1.9 亿元，将成为公司的战略投资者；该创业投资企业总资产 4.56 亿，由福建省级财政创投基金参股成立，主要发挥资金的产业引导作用，引导社会资金投向福建新一代信息技术产业领域。此次作为战略投资者参与福日电子增发，也反映出其看好福日电子未来的发展。

**投资建议**

- 如果扣除母公司原有净资产和可出售股权投资，不考虑增发影响，目前公司实际估值在 22 倍左右，尚未考虑未来国企改革以及外延式拓展新一代信息技术产业领域的预期。维持“买入”评级。

**风险**

- 公司定向增发进程受阻；智能手机行业下游品牌客户结构发生重大变化

**相关报告**

1. 《手机与 LED 业务成长被低估，国企改革可期》，2015.4.15

**周明巍**      分析师 SAC 执业编号: S1130514090004  
(8621)60230234  
zhoumingwei@gjzq.com.cn

## 内容目录

公司概况：福建曾经的改革开放旗帜，母公司净资产有升值潜力 .....	3
第一，并购中诺通讯，手机行业集中度提高受益者 .....	4
第二，LED 业务快速成长 .....	7
第三，信息技术投资基金战略入股，国企改革内生外延均可期 .....	10
结论：继续看好公司中长期发展，已有较明显投资价值 .....	11
风险 .....	11

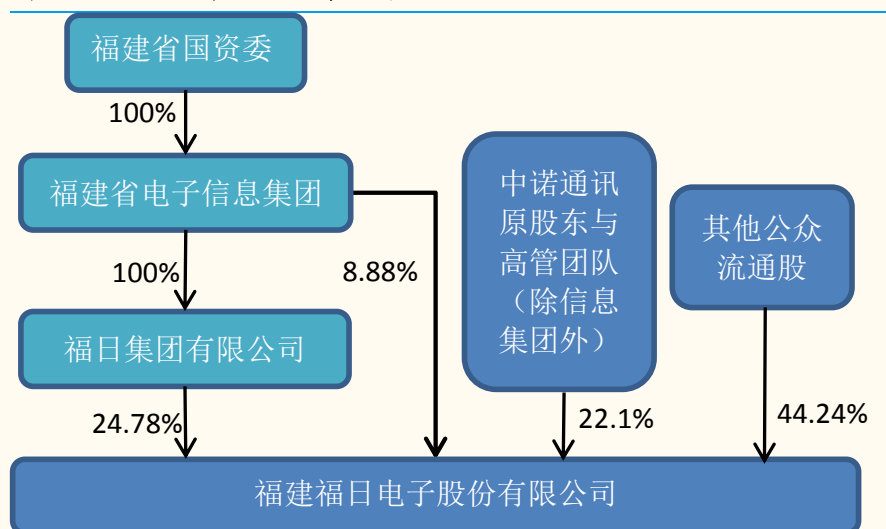
## 图表目录

图表 1：福日电子股权现有结构 .....	3
图表 2：福日电子营收与利润率 .....	3
图表 3：福日电子 2014 年营收分布 .....	3
图表 4：子公司分类承诺业绩与预测 .....	4
图表 5：全球智能手机出货占比 .....	4
图表 6：中国品牌智能手机占比不断提升 .....	5
图表 7：全球前十大手机厂商出货量 .....	5
图表 8：全球手机出货按品牌分类 .....	5
图表 9：国内手机价位关注度变化 .....	6
图表 10：智能手机分价位出货量对比 .....	6
图表 11：国内主要品牌智能手机研发生产外包（ODM）比例 .....	6
图表 12：几家手机 ODM 上市公司营收与利润率 .....	7
图表 13：几家手机 ODM 上市公司利润 .....	7
图表 14：LED 行业规模 .....	7
图表 15：LED 显示屏行业规模 .....	8
图表 16：LED 显示公司营收与毛利率比较 .....	8
图表 17：LED 芯片行业产业链 .....	9
图表 18：国内 LED 封装行业规模 .....	9
图表 19：LED 封装上市公司营收与利润率变化情况 .....	9
图表 20：2015 年增发完成以后股权结构 .....	10

## 公司概况：福建曾经的改革开放旗帜，母公司净资产有升值潜力

- 福建福日电子股份有限公司成立于 1998 年。其前身是全国电子行业第一家中外合资企业，是福建省改革开放的一面旗帜，“福日”牌电视机曾享誉全国。福建福日集团公司为公司大股东和独家发起人，实际控制人为福建省人民政府国有资产监督管理委员会，公司间接控股股东福建省电子信息（集团）有限责任公司。

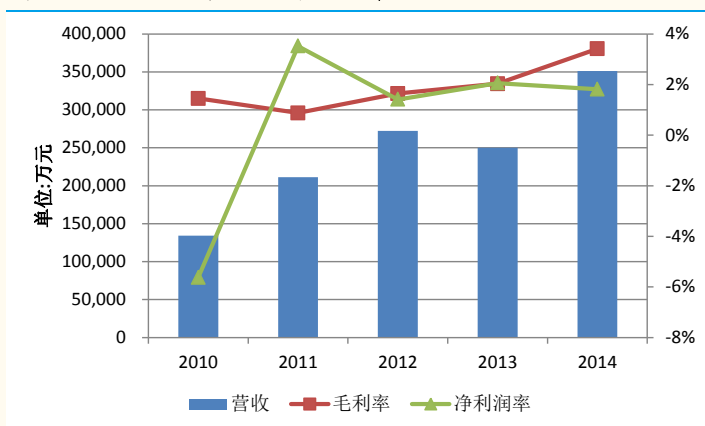
图表 1：福日电子股权现有结构



来源：国金证券研究所

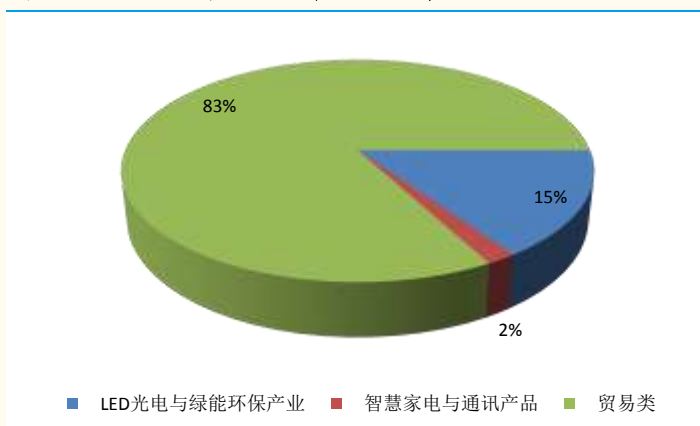
- 公司近年自身主营维持微盈状态，为改变现有局面，公司设定通过内生式增长以及外延式扩张并举的方式，以图进一步做大做强通讯及智慧家电、LED 光电及绿能环保、内外贸供应链业务等三大主营产品，优化产业发展布局。

图表 2：福日电子营收与利润率



来源：国金证券研究所

图表 3：福日电子 2014 年营收分布



来源：国金证券研究所

- 按照上市公司 2013 年中报显示，福日电子并购 3 个子分公司之前，其母公司账面净资产 6.7 亿，通过计算上市公司 2014 年报与 2015 一季报显示数值，福日电子目前持有华映科技 1000 万股以上，是其第四大股东，华映科技日前将复牌调整增发方案，引入战略投资者；福日电子还持有国泰君

安 910 万股(占国君总股份 0.149%), 对应市值 3 亿左右。若华映科技增发复牌, 国泰君安顺利上市成功, 在加上福日实业, 福顺微电子以及蓝图节能等控股或参股公司的净资产或待收回投资, 我们预期其不包括三家子公司的净资产或合理估值可以达到 8.5 亿以上(详见后文列表)。

- 2013-2014 年通过收购或增资, 分别获得了中诺通讯, 迈锐光电, 源磊科技 100%, 70%和 51%的股权。其归属上市公司的承诺利润如下:

图表 4: 子公司分类承诺业绩与预测

	2014	2015 承诺	2015 预期	2016 承诺	2016 预期
中诺通讯	10000	10000	12000	12000	15000
源磊科技	1518	1734	2000	2040	2400
迈锐光电	3481	3430	3500	/	4500
合计	14999	15164	17500	14040	21900

注: 承诺指归属上市公司的利润部分

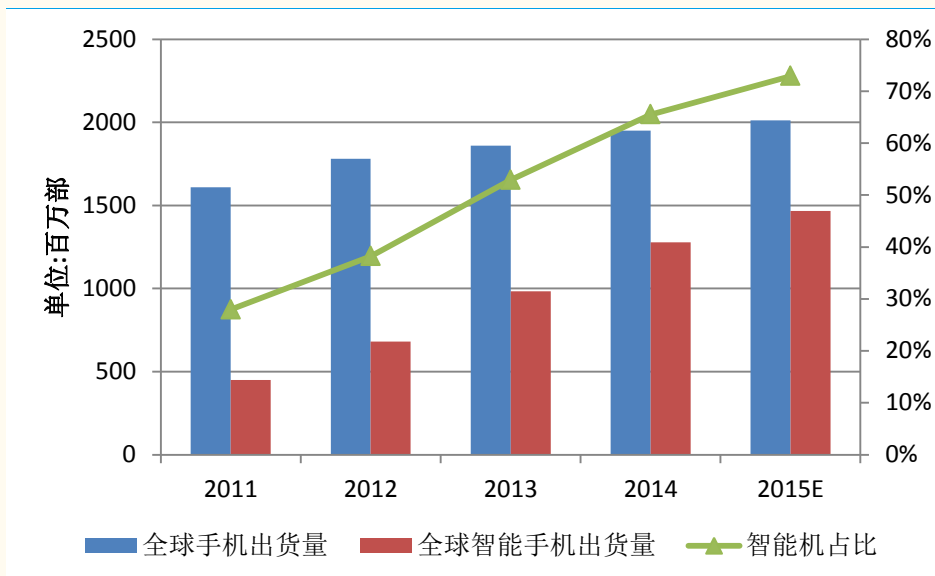
### 第一, 并购中诺通讯, 手机行业集中度提高受益者

- 福日电子于 2014 年年底完成了对中诺通讯的并购, 中诺通讯成立于 1997 年。在成立之初, 中诺是国内领先的有线通信终端制造商, 产品包括电话机, 传真机等。近年转型升级已经成为为国内外知名通信设备企业或品牌提供通信终端产品的设计与制造一条龙服务为主的厂商。目前其主要客户包括华为、联想等国内品牌手机商。从 2013 年起其对外转让“中诺”固定电话品牌, 到 2014 年 3 月完成对北京讯通安添的并购, 中诺通讯放弃原有固话业务, 并打通了智能手机终端从设计研发到生产的全产业链条, 完成了产业转型。
- 全球手机行业每年销售手机终端将近 20 亿部, 其中 90%以上在中国生产, 随着智能手机兴起, 手机行业近年已经显示出几大显著趋势:

A) 智能手机占比不断提升。

- 智能手机已经占到所有手机出货量的 65%, 并持续上升。

图表 5: 全球智能手机出货占比

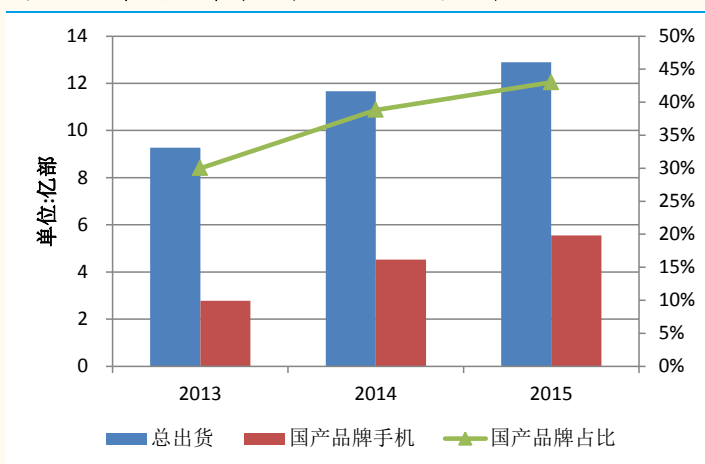


来源: IHS 国金证券研究所整理做图

- B) 中国国产手机品牌占比不断提升, 市场集中度提高。

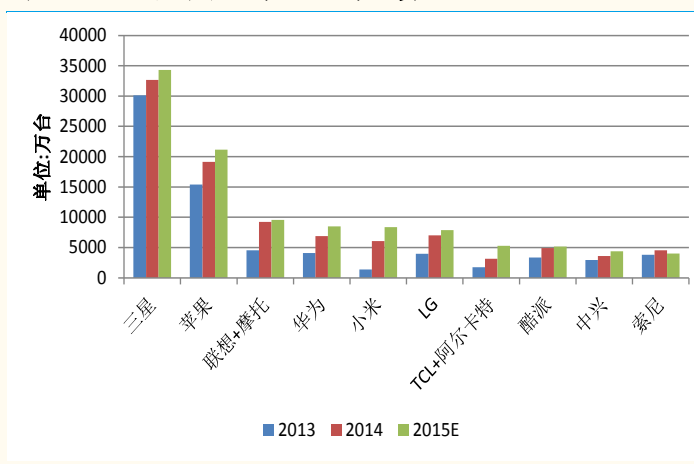
2014 年中国品牌智能手机已经占到所有智能机的 40%。以“中华酷联”以及“小米”为代表的中国品牌的手机质量与体验大幅提升，市场份额快速增加。

图表 6：中国品牌智能手机占比不断提升



来源：TrendForce 国金证券研究所整理做图

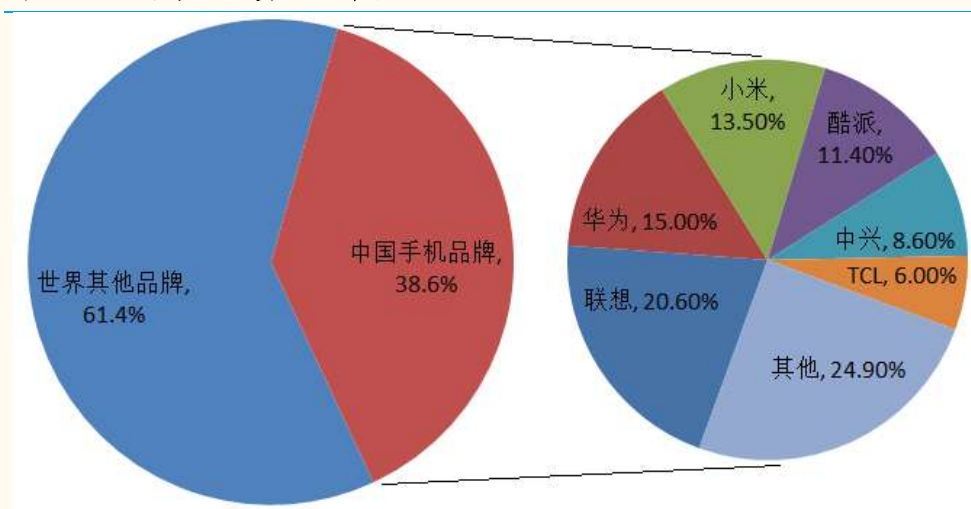
图表 7：全球前十大手机厂商出货量



来源：国金证券研究所

- 国产品牌手机的快速崛起降低了国外品牌和“白牌”手机的市场占有率。市场集中度进一步提升。

图表 8：全球手机出货按品牌分类



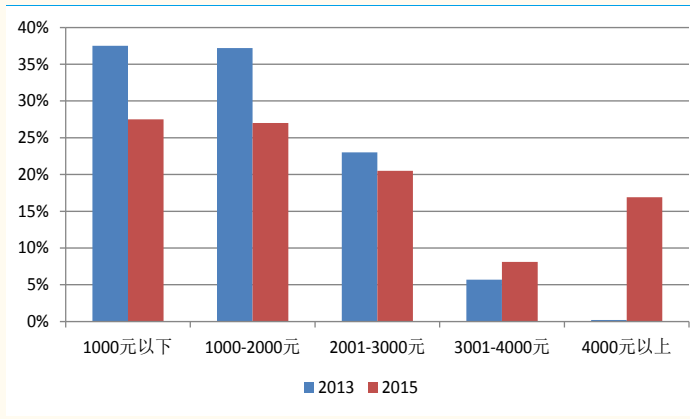
来源：国金证券研究所

- C) 手机需求异型化，千元级别手机需求增长。

在智能手机时代之前，手机需求呈金字塔结构，低端需求量最大，价格越高需求量越低。智能手机渗透率逐渐提高以后，以金额计算，需求集中在千元级别(200 美元)以及 4000 元人民币(400 美元)级别的手机，这部分是总量最高的部分。

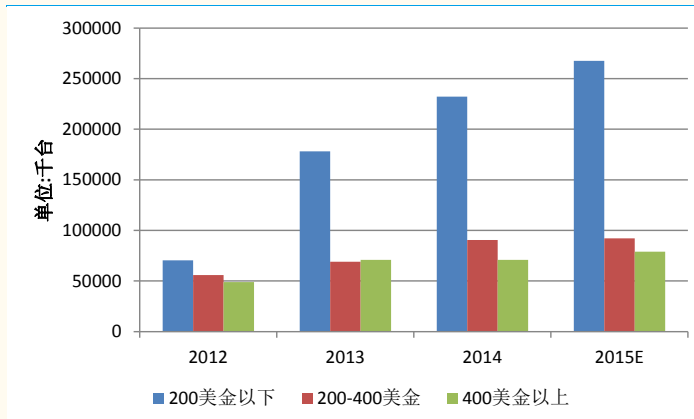


图表 9：国内手机价位关注度变化



来源：ZOL 国金证券研究所整理做图

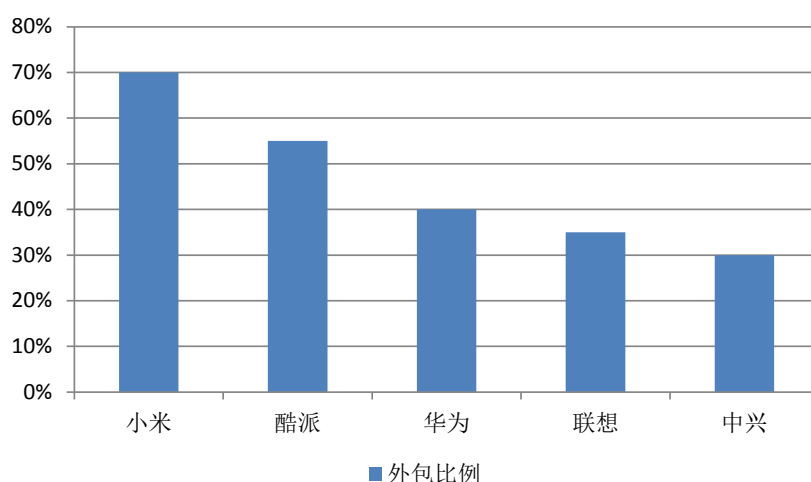
图表 10：智能手机分价位出货量对比



来源：IHS 国金证券研究所整理做图

- 在上述三大趋势下，手机智能终端的研发与生产行业(ODM)正在迎来洗牌期。目前国内手机研发与生产并不完全由手机品牌厂商自行完成。国产品牌手机中大约有 40%-50%，主要是千元级别的机型来源于 ODM 厂商。

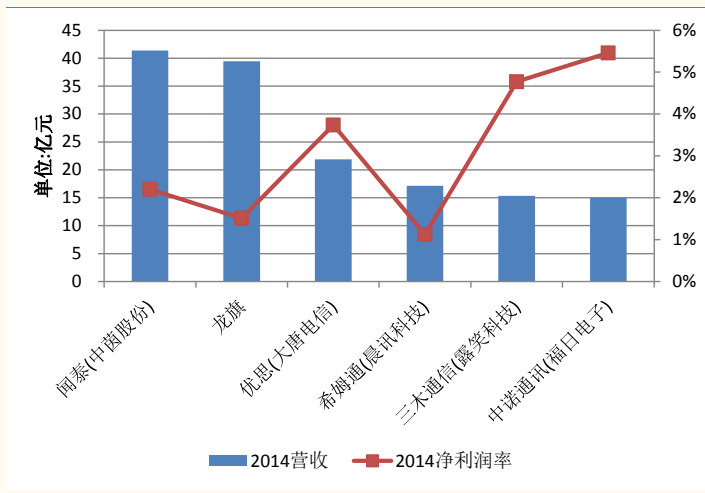
图表 11：国内主要品牌智能手机研发生产外包（ODM）比例



来源：国金证券研究所收集整理

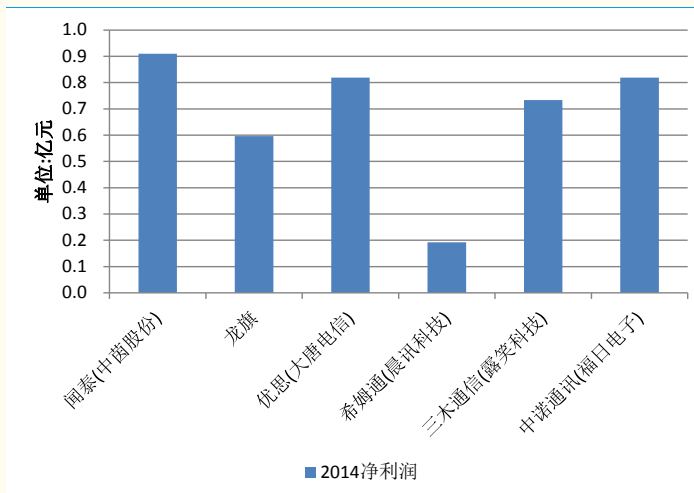
- 按照全球每年 20 亿部手机出货量，其中 40%中国品牌，中国品牌中 40%外包研发和生产(ODM)计算，国内 ODM 手机终端厂商可以获得 3.2 亿部订单。若按每部合理盈利 30-40 元估算，这将是一个每年一百亿元利润的市场。
- 由于早年大量白牌手机的存在，手机终端 ODM 行业集中度非常低，全国有数百家甚至上千家独立设计企业 IDH(independent design house)，其仅提供研发外包即可生存。但随着前文所述智能终端 3 大趋势的影响，全行业整合趋势不可避免，行业集中度将大幅提升，大部分企业将退出这个市场，马太效应显现。只有顺应上述趋势的企业才能“剩者为王”，获得这个百亿利润的市场的大部分。我们认为，他们需要几个基本条件，可以获得竞争优势 1)完成从功能手机到智能手机研发的转型，并紧跟 4G 等新技术发展（产品技术升级）2)完成从纯研发(IDH)到生产业务的整合（一条龙服务降低成本）3)在几大国产手机品牌商中获得较大份额（锁定客户锁定销售规模），4)完成资本市场登陆（降低融资的刚性兑付成本）。而福日电子旗下的中诺通讯的上述优势已经具备。

图表 12：几家手机 ODM 上市公司营收与利润率



来源：国金证券研究所

图表 13：几家手机 ODM 上市公司利润



来源：国金证券研究所

- 除了华勤通讯以外，国内几家较大的手机 ODM 企业已经直接或者间接通过并购上市，从其披露的财务数据可以发现，各家利润率水平与营收规模并没有明显关系，我们认为利润率水平与公司的短期市场策略以及管理水平尤其是资金利用效率和成本有关。福日电子的全资子公司中诺通讯利润率高于同业与此有重要关系。由于行业整体利润率水平不高，高效运营带来 2%-3% 的效率提升就意味着未来业绩的翻倍增长空间。

## 第二，LED 业务快速成长

- 公司 LED 业务在原有福日光电的基础上，近两年分别获得了迈锐光电 70% 和源磊科技 51% 的股权。从而在 LED 显示以及封装领域都完成布局。两家公司 2015 年归属上市公司利润承诺共 5100 万元。而这两家公司通过进入福日电子间接上市，从而在融资扩产和渠道扩张等方面受益。
- 福日 LED 产业链目前已经覆盖 LED 芯片的下游包括芯片封装以及下游显示屏应用，合同能源管理等领域。未来不排除在上游和其他应用领域的进一步拓展。

图表 14：LED 行业规模

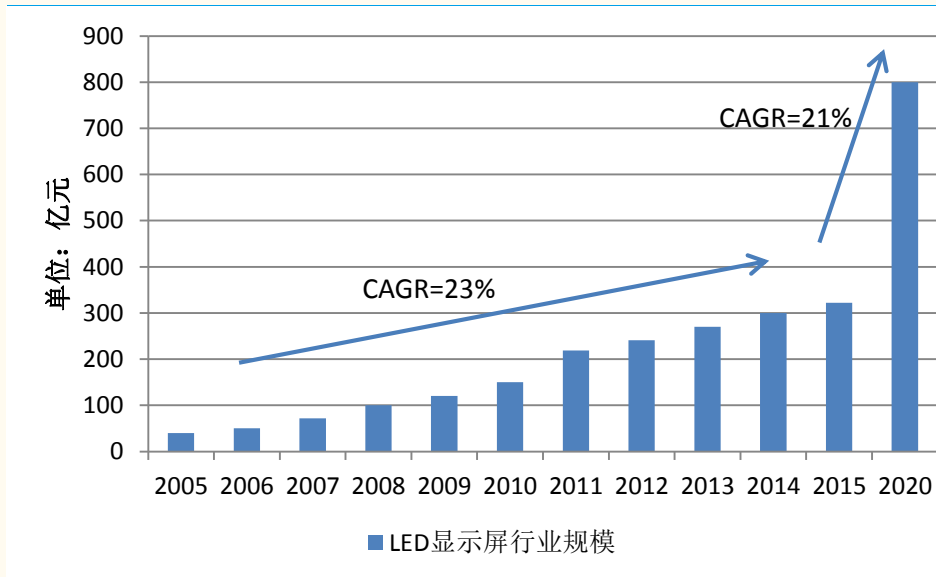
产业链	2013 年(亿元)	2014 年(亿元)	同比增速
LED 芯片中上游（外延芯片）	84	120	43%
LED 芯片下游（封装）	473	568	20%
LED 行业下游（应用）	2081	2757	32%

来源：高工 LED

### A) 迈锐光电，小间距显示屏快速成长受益者

- 迈锐光电以 LED 显示为主营业务，产品广泛应用于户外广告媒体、文化娱乐活动、体育场馆、舞台租赁，凭借全彩显示屏系统化优势，从设计、生产、安装到维护，运用全方位一体化解决方案。
- LED 显示行业最近几年快速发展，未来 5 年预计依然保持 20% 以上的复合增长率，其中随着小间距显示普及，预计室内显示将占到 LED 显示屏行业 45% 的规模，复合增长率将达到 35%。

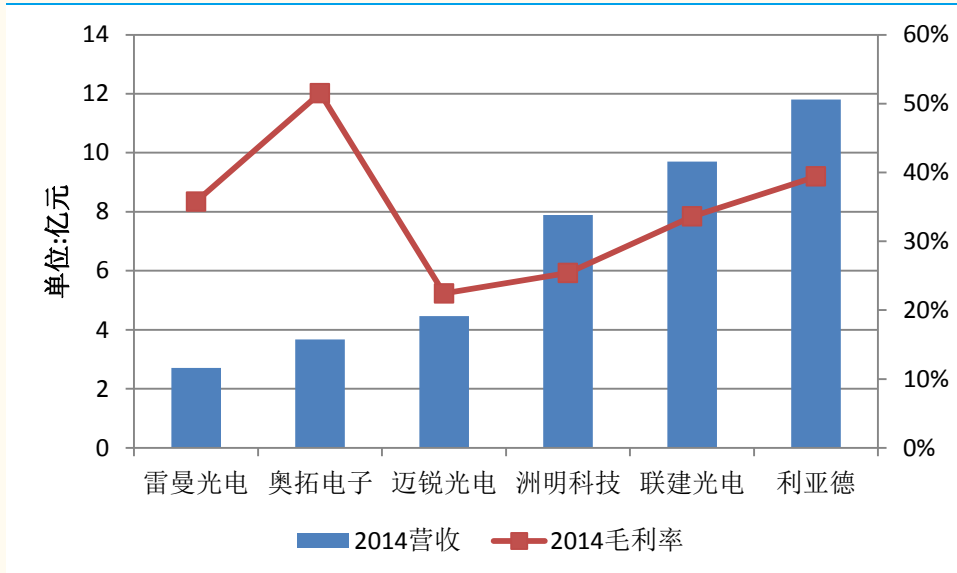
图表 15: LED 显示屏行业规模



来源: 国金证券研究所

- 另一家上市公司利亚德作为主攻小间距显示企业, 在过去几年快速发展, 一跃成为 LED 显示行业龙头。而迈锐光电从 2013 年其, 也推出了小间距产品, 点间距上分别达到 2.5mm, 1.9mm, 1.5mm, 是目前市场上应用最为广泛和技术最成熟小间距产品。同时, 其正在试产阶段的 1.0mm, 1.2mm 点间距的产品, 也马上面临上市, 另外迈锐也还在研发可用于 4K 电视(分辨率 3840\*1920, 16: 9)的成熟 LED 小间距模组。可以预计未来室内显示市场的差距将逐渐缩小, 迈锐的室内产品将获得快速发展。

图表 16: LED 显示公司营收与毛利率比较



来源: 国金证券研究所

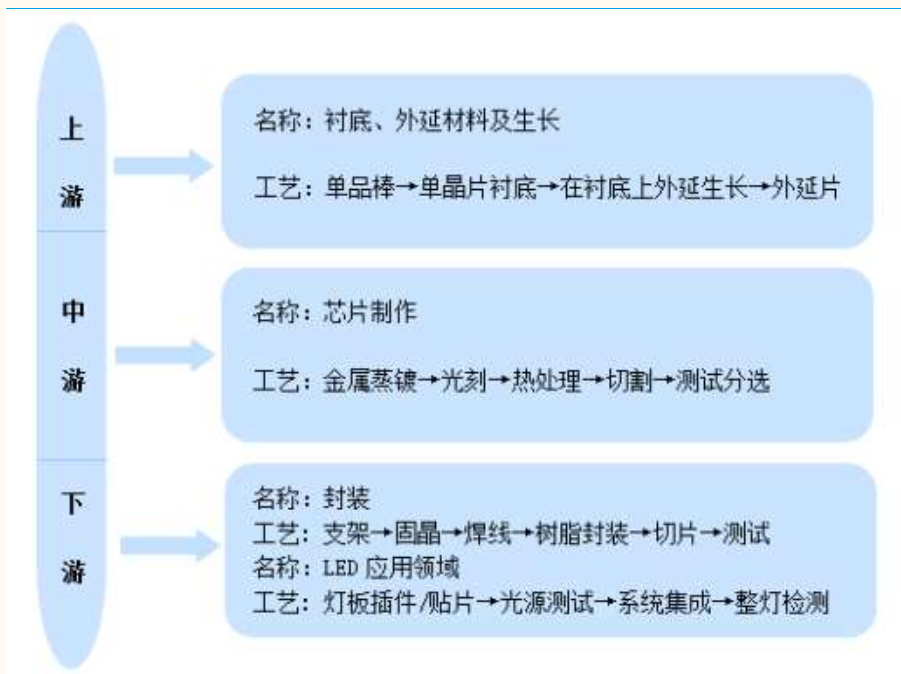
- 福日电子在 2014 年 1 月公告为迈锐投资建设“惠州 LED 产品生产研发基地项目”, 由此生产经营面积可由现在租赁的 2 万平米变成自有 6 万多平米。产能的扩张将为其适应未来行业进一步增长做好准备。



## B) 源磊科技，封装行业集中度提高将受益。

- 源磊科技有限公司始创于 2006 年，是一家从事高亮低光衰白光 LED 研发、生产、销售并为客户提供解决方案和服务的现代化高新技术企业。也是国内首家通过美国能源之星测试标准 LM-80 的白光企业。
- 公司所处 LED 白光封装行业属于 LED 芯片行业下游。

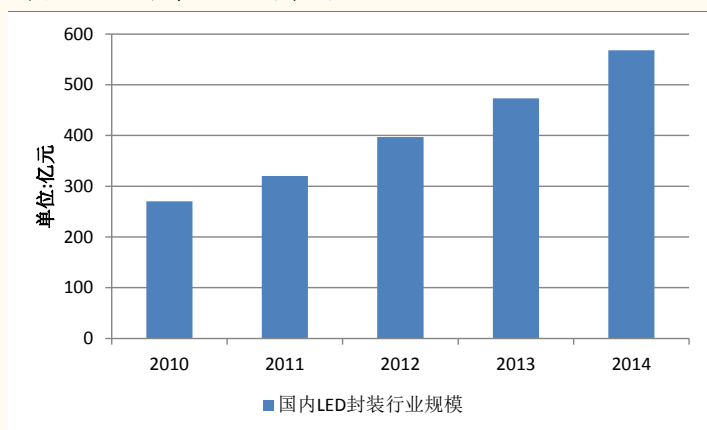
图表 17：LED 芯片行业产业链



来源：木林森 国金证券研究所

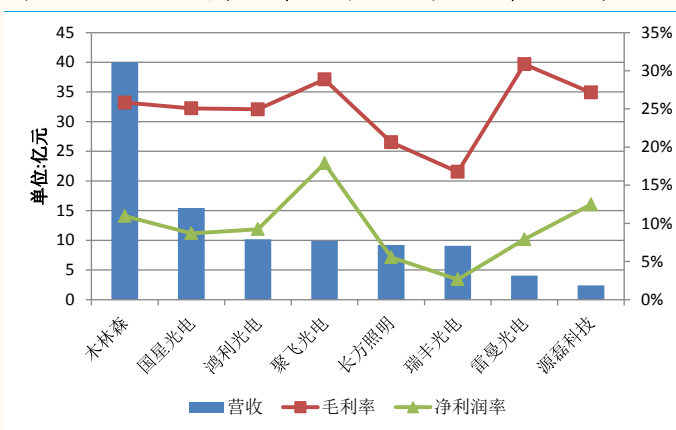
- 所以从行业需求看，下游行业规模比中上游要大，相对也比较分散。全球 LED 封装行业规模达到 144 亿美金，国内占据接近全球 70% 市场份额。

图表 18：国内 LED 封装行业规模



来源：国金证券研究所

图表 19：LED 封装上市公司营收与利润率变化情况



来源：国金证券研究所

- 从上图可以发现，源磊科技利润率水平属中上游，但在规模上比国内大厂尚有较大差距，与福日电子整合以后，公司已经获得增资，总资产达到 2.5 亿。且未来福日电子母公司自身 LED 封装相关业务也有望由民营机制的源磊管理，从而加速福日电子 LED 板块整合。

### 第三，信息技术投资基金战略入股，国企改革内生外延均可期

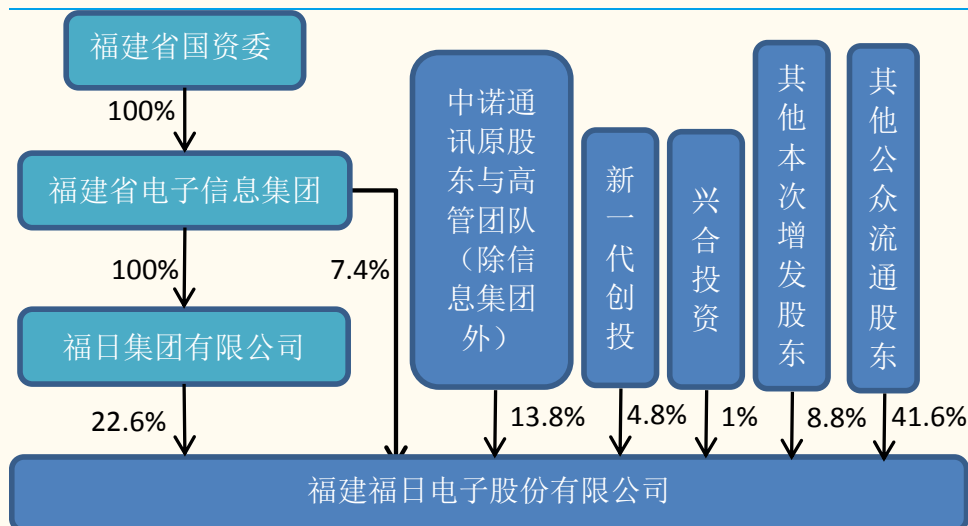
- 公司除了前文所述产生持续性利润企业外，尚有几家参股公司。我们以净资产(尚未盈利公司)或市值(已上市公司)或待收回投入(有确定性回报，大部分已转入固定资产)的保守方法做评估，共计 8.2 亿元左右。

部分参股/控股公司	主营	参股比例	归属上市公司净资产	归属上市公司市值	归属上市公司待收回投入
福日光电	LED 封装	100%	1203.4		
福日实业	智慧家电与通信产品	100%	4792.4		
福日科技	进出口贸易	65%	1348.6		
蓝图节能	预热发电等节能环保项目	76.20%			约 19050
福顺微电子	集成电路制造	30%	7065.5		
两岸照明	LED 合同能源管理	20%	1757.3		
华映科技	液晶屏与零组件	1.55%		约 1.5 亿	
国泰君安	证券公司	0.15%		约 3 亿	
国泰君安投资管理	投资管理		1982.0		
合计	82199 万元		18149.1	45000	19050

来源：公司年报

- 2014 年 7 月，福建省政府印发《关于进一步完善促进产业发展体制机制工作实施方案的通知》。通知要求大力发展混合所有制经济，加快国有企业改革步伐，完善产业发展市场机制。《通知》吹响了福建国企改革的号角。
- 公司 3 月 11 日公告，拟以 8.65 元/股的价格非公开发行股票 7555 万股。其中除公司母公司福建省电子信息集团参与认购 7600 万元以外，福建新一代信息技术创业投资企业也认购 1.9 亿元，将成为公司的战略投资者。如果增发顺利完成，其股权结构将变成：

图表 20：2015 年增发完成以后股权结构



来源：国金证券研究所

- 其中参与增发的福建新一代信息技术创业投资企业成立于 2012 年 4 月，总资产 4.56 亿，净资产 4.15 亿。由福建省级财政创投基金参股成立的福建省新一代信息技术产业创业投资基金由省级财政创投基金出资 1 亿元，向社会非公开募集资金 3 亿元。其主要发挥资金的产业引导作用，引导社会资金投向福建新一代信息技术产业领域。此次作为战略投资者参与福日电子增发，也反映出其看好福日电子未来的发展。

**结论：继续看好公司中长期发展，已有较明显投资价值**

- 考虑福日电子三家子公司承诺归属上市公司业绩 2015 年就有 1.5 亿净利润，预期有望在 1.7 亿或以上，再加上母公司持有华映科技和国泰君安股权等参股与控股公司 8.2 亿元的保守估值。目前 2015 年实际估值 22 倍左右，此外还没有考虑未来公司国有企业改革，以及进一步整合集团和省内下一代信息产业资产的预期。维持“买入”评级。

**风险**

- 公司定向增发进程遇阻；智能手机行业下游品牌客户结构发生重大变化。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>主营业务收入</b>	<b>2,723</b>	<b>2,499</b>	<b>3,511</b>	<b>7,195</b>	<b>8,581</b>	<b>10,091</b>
增长率		-8.2%	40.5%	104.9%	19.3%	17.6%
主营业务成本	-2,679	-2,449	-3,391	-6,612	-7,851	-9,194
%销售收入	98.4%	98.0%	96.6%	91.9%	91.5%	91.1%
<b>毛利</b>	<b>45</b>	<b>51</b>	<b>120</b>	<b>582</b>	<b>731</b>	<b>896</b>
%销售收入	1.6%	2.0%	3.4%	8.1%	8.5%	8.9%
营业税金及附加	-2	-2	-8	-29	-34	-40
%销售收入	0.1%	0.1%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-24	-35	-50	-101	-118	-139
%销售收入	0.9%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
管理费用	-41	-64	-85	-216	-257	-303
%销售收入	1.5%	2.6%	2.4%	3.0%	3.0%	3.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>-23</b>	<b>-51</b>	<b>-23</b>	<b>237</b>	<b>321</b>	<b>414</b>
%销售收入	n.a	n.a	n.a	3.3%	3.7%	4.1%
财务费用	-35	-41	-42	-13	16	21
%销售收入	1.3%	1.6%	1.2%	0.2%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-12	-67	-24	-9	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	100	220	180	50	70	70
%税前利润	258.4%	280.3%	192.7%	18.5%	17.1%	13.8%
<b>营业利润</b>	<b>29</b>	<b>62</b>	<b>91</b>	<b>265</b>	<b>404</b>	<b>503</b>
营业利润率	1.1%	2.5%	2.6%	3.7%	4.7%	5.0%
营业外收支	9	17	2	5	5	5
<b>税前利润</b>	<b>39</b>	<b>79</b>	<b>93</b>	<b>270</b>	<b>409</b>	<b>508</b>
利润率	1.4%	3.1%	2.7%	3.8%	4.8%	5.0%
所得税	0	-27	-30	-46	-70	-86
所得税率	0.7%	34.6%	31.8%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润	38	51	64	224	340	422
少数股东损益	-5	-25	-15	20	25	28
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>43</b>	<b>76</b>	<b>79</b>	<b>204</b>	<b>315</b>	<b>394</b>
净利率	1.6%	3.1%	2.2%	2.8%	3.7%	3.9%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>净利润</b>	<b>38</b>	<b>51</b>	<b>64</b>	<b>224</b>	<b>340</b>	<b>422</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	25	82	65	51	76	54
非经营收益	-64	-192	-138	-84	-69	-69
营运资金变动	-30	41	-58	-87	-62	-67
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-30</b>	<b>-18</b>	<b>-68</b>	<b>105</b>	<b>285</b>	<b>339</b>
资本开支	-20	-126	-154	426	-64	-65
投资	90	101	131	-1	0	0
其他	14	10	137	50	70	70
<b>投资活动现金净流</b>	<b>84</b>	<b>-15</b>	<b>114</b>	<b>475</b>	<b>6</b>	<b>5</b>
股权募资	7	2	340	653	-22	0
债权募资	3	29	-138	-692	0	1
其他	-37	92	-117	-39	-29	-29
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-27</b>	<b>123</b>	<b>84</b>	<b>-78</b>	<b>-51</b>	<b>-28</b>
<b>现金净流量</b>	<b>26</b>	<b>90</b>	<b>130</b>	<b>501</b>	<b>240</b>	<b>316</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	107	252	428	929	1,169	1,485
应收款项	111	171	795	1,011	1,206	1,418
存货	45	208	449	634	753	882
其他流动资产	331	370	512	795	944	1,105
<b>流动资产</b>	<b>594</b>	<b>1,000</b>	<b>2,184</b>	<b>3,369</b>	<b>4,071</b>	<b>4,890</b>
%总资产	43.6%	50.4%	54.9%	71.8%	75.5%	78.5%
长期投资	674	572	320	321	320	320
固定资产	77	217	637	660	678	690
%总资产	5.7%	10.9%	16.0%	14.1%	12.6%	11.1%
无形资产	16	193	797	342	320	326
非流动资产	769	985	1,798	1,325	1,320	1,338
%总资产	56.4%	49.6%	45.1%	28.2%	24.5%	21.5%
<b>资产总计</b>	<b>1,363</b>	<b>1,985</b>	<b>3,982</b>	<b>4,694</b>	<b>5,391</b>	<b>6,228</b>
短期借款	166	418	670	0	0	0
应付款项	447	699	1,404	1,874	2,229	2,615
其他流动负债	1	269	123	269	316	367
流动负债	614	1,385	2,197	2,143	2,545	2,982
长期贷款	197	18	87	87	87	88
其他长期负债	103	96	88	0	0	0
<b>负债</b>	<b>915</b>	<b>1,499</b>	<b>2,372</b>	<b>2,230</b>	<b>2,632</b>	<b>3,070</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>432</b>	<b>483</b>	<b>1,477</b>	<b>2,312</b>	<b>2,582</b>	<b>2,953</b>
少数股东权益	16	2	132	152	177	205
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,363</b>	<b>1,985</b>	<b>3,982</b>	<b>4,694</b>	<b>5,391</b>	<b>6,228</b>

**比率分析**

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.179	0.317	0.207	0.448	0.691	0.864
每股净资产	1.797	2.007	3.885	5.072	5.664	6.478
每股经营现金净流	-0.126	-0.077	-0.179	0.230	0.625	0.744
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.050	0.050	0.050
<b>回报率</b>						
净资产收益率	9.96%	15.81%	5.32%	8.84%	12.19%	13.34%
总资产收益率	3.16%	3.84%	1.97%	4.35%	5.84%	6.32%
投入资本收益率	-2.53%	-3.28%	-0.64%	7.71%	9.35%	10.58%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	28.82%	-8.22%	40.48%	104.90%	19.27%	17.59%
EBIT 增长率	-52.97%	118.97%	-54.79%	-1131.61%	35.17%	29.09%
净利润增长率	-45.83%	77.24%	2.98%	160.07%	54.07%	25.09%
总资产增长率	9.42%	45.64%	100.65%	17.89%	14.84%	15.52%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	11.1	17.3	46.6	47.0	47.0	47.0
存货周转天数	5.1	18.8	35.3	35.0	35.0	35.0
应付账款周转天数	9.9	18.6	45.4	20.0	20.0	20.0
固定资产周转天数	3.7	16.1	40.8	21.0	17.9	15.3
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	57.14%	37.87%	20.45%	-34.16%	-39.20%	-44.23%
EBIT 利息保障倍数	-0.7	-1.3	-0.6	18.8	-20.5	-19.3
资产负债率	67.13%	75.56%	59.57%	47.50%	48.82%	49.29%

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	二个月内	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

**历史推荐和目标定价(人民币)**

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-04-15	买入	14.73	N/A

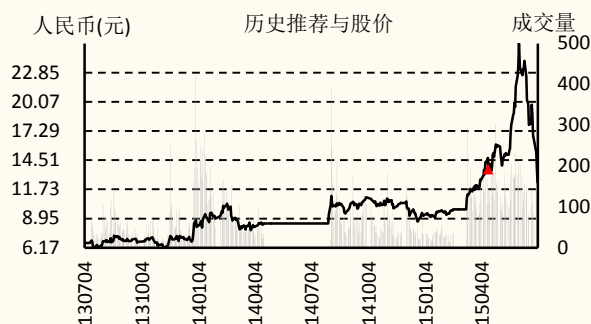
来源：国金证券研究所

**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：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