

中科三环 (000970.SZ) 有色金属行业

评级：增持 首次评级

公司研究

市场价格 (人民币): 16.83 元
 目标价格 (人民币): 20.00-21.00 元

新能源汽车、国企改革东风将起；

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)	1,065.20
总市值(百万元)	17,927.32
年内股价最高最低(元)	30.72/12.25
沪深 300 指数	3930.38
深证成指	12823.07



公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.320	0.278	0.272	0.326	0.370
每股净资产(元)	3.31	3.48	3.63	3.82	4.06
每股经营性现金流(元)	0.39	0.22	0.92	0.29	0.41
市盈率(倍)	40.11	53.21	61.89	51.67	45.51
行业优化市盈率(倍)	15.23	22.11	30.74	30.74	30.74
净利润增长率(%)	-47.41%	-13.17%	-2.17%	19.80%	13.52%
净资产收益率(%)	9.68%	7.98%	7.50%	8.52%	9.11%
总股本(百万股)	1,065.20	1,065.20	1,065.20	1,065.20	1,065.20

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 中科三环是国内钕铁硼行业先锋与领军企业。公司历史积淀深厚，目前拥有 1.5 万烧结、1500 吨粘结钕铁硼产能，产能与产量居国内最大，全球前列。
- 钕铁硼需求增速约为 5-10%，增长动力主要来源于新能源汽车、汽车电机。钕铁硼材料是受国家政策支持的新材料，广泛应用于 VCM、风电、节能电机和新能源汽车等领域，我们预计随着新能源产业加速发展与节能环保举措的深化，钕铁硼需求将维持 5-10% 的增速：一，新能源汽车销量连年倍增，当前稀土永磁电机仍是新能源汽车的主流电机工艺，钕铁硼将与新能源汽车一起腾飞，需求量将从当前可忽略不计增长到 4000 吨以上；二，随着汽车产量的增长与电机渗透率的提升（如目前 EPS 的渗透率还只有 20-30%），汽车用磁材需求有望保持 10-15% 的增速；三，风电、节能家电、工业节能电机市场将逐步增长，传统的 VCM、电子消费品市场较为稳定。
- 公司汽车磁材业务占比高，新能源汽车客户深耕全球，订单逐步落地。公司产品定位高端，汽车电机用磁材和 VCM 磁材合计占约 60%，尤其是公司汽车电机磁材销售占比约 50%，是全球 EPS 用磁材最大的供应商。在新能源汽车业务上，公司放眼全球，与全球主要车系都建立了研究或供应合作（如德系的大众、奔驰、宝马；美系的通用、福特；国内也进入到了新能源大巴、荣威等供应体系），通过与日立金属的合作有望进一步打入日系车，在新能源汽车市场中占据先机，广泛、深入的布局也有望给公司带来充足的弹性。近日，公司获得了北美知名汽车制造商的 3 年 5000 万美元订单，表明公司新能源汽车磁材由研发走向大规模应用、订单落地阶段。
- 公司产能充足，静等新能源汽车产量爆发。公司目前有 1.5 万吨烧结钕铁硼产能，产能利用约为 75-80%，增发募投项目还有约 3000 吨产能在建，同时，公司与日立金属合资将建设 2000 吨成品（毛坯约 3000 吨）产能。
- 中科院率先行动，公司控制股东——国科控股联动创新，将通过发起设立母基金，搭建资源整合与配置平台，引导社会资金配置；实现国科控股战略性新兴产业业务板块集合上市等举措，引领我国战略新兴产业发展。

投资建议

- 盈利预测与评级。预计公司 2015-16 年的业绩分别为 0.27 和 0.33 元。对应当前股价的 PE 水平为 62 倍和 52 倍，给予公司增持评级。
- 风险提示：稀土价格风险；新能源汽车行业风险；行业竞争加剧风险。

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

内容目录

公司简介	3
钕铁硼需求年增速约为 5-10%，汽车、新能源汽车是核心动力	4
公司在汽车、新能源汽车市场优势突出，订单逐步落地	5
与日立金属合作，发力高端钕铁硼市场	6
公司产能准备充足	7
进入软磁业务，提升利润，打开国际合作潜在空间	7
国企改革潜在受益标的	8
盈利预测与投资建议	8

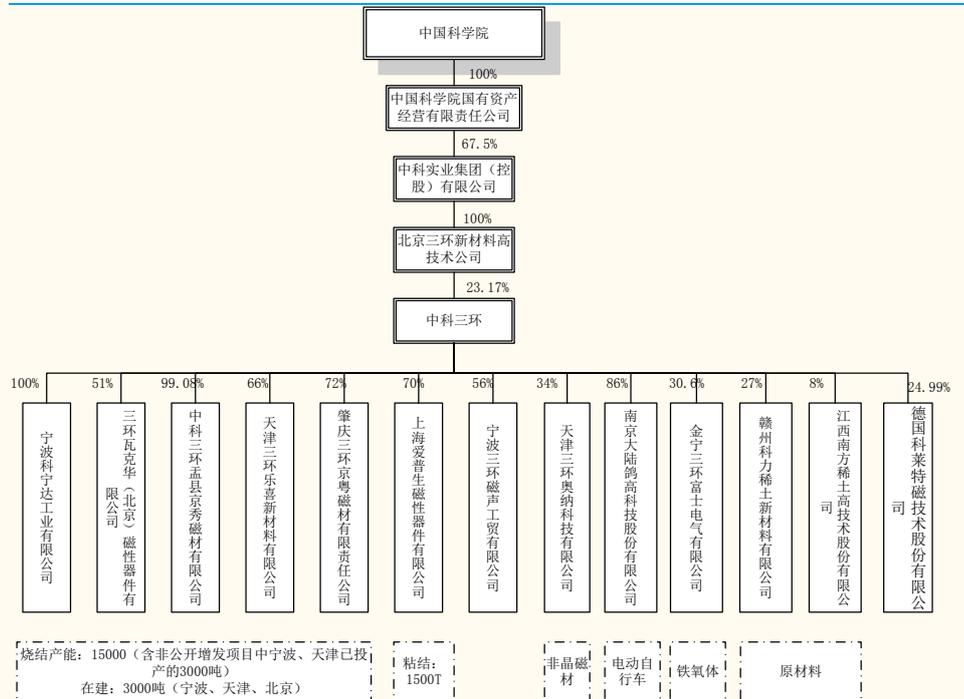
图表目录

图表 1：公司股权结构	3
图表 2：公司营收与毛利状况	4
图表 3：2014-2020 年全球高性能钕铁硼行业需求（单位：吨）	5
图表 4：混合动力汽车产量及高性能钕铁硼需求	5
图表 5：公司下游产品的需求结构	6
图表 6：公司的销售区域结构	6
图表 7：公司主要生产基地与利润情况	7
图表 8：公司增发募投项目产能即将投放	7
图表 9：盈利预测假设	9

公司简介

- **中科三环以钕铁硼磁材研发、生产与销售为主营业务。**钕铁硼磁材性能优越，广泛应用于汽车电机、VCM、节能电机、磁声设备等领域。公司的实际控制人为中科院。中科院是国内最早研究钕铁硼材料的科研机构之一，并率先成立了北京三环新材料高技术公司（公司控股股东），进行市场化运作。目前，公司已经成为钕铁硼行业的龙头企业，公司产品在电子产品、VCM、汽车电机、节能电机、风电电机等得到广泛应用。
- **中科三环是国内最早进入到钕铁硼行业的先锋企业之一。**公司先后成立了宁波科宁达（1988），广东肇庆京粤磁厂（1988），天津三环乐喜（1990），中科三环孟县京秀（2002），控股上海爱普生磁性器件有限公司（2004），合资成立三环瓦克华（北京）磁性器件有限公司（2005）。同时，公司还参股了两家稀土原料企业，赣州科力稀土和南方稀土高科，为公司原材料供应提供了一定的保障。经营30年的发展，中科三环，已经成为国内钕铁硼的领军企业，目前，公司已经形成了近1.5万烧结钕铁硼毛坯产能。

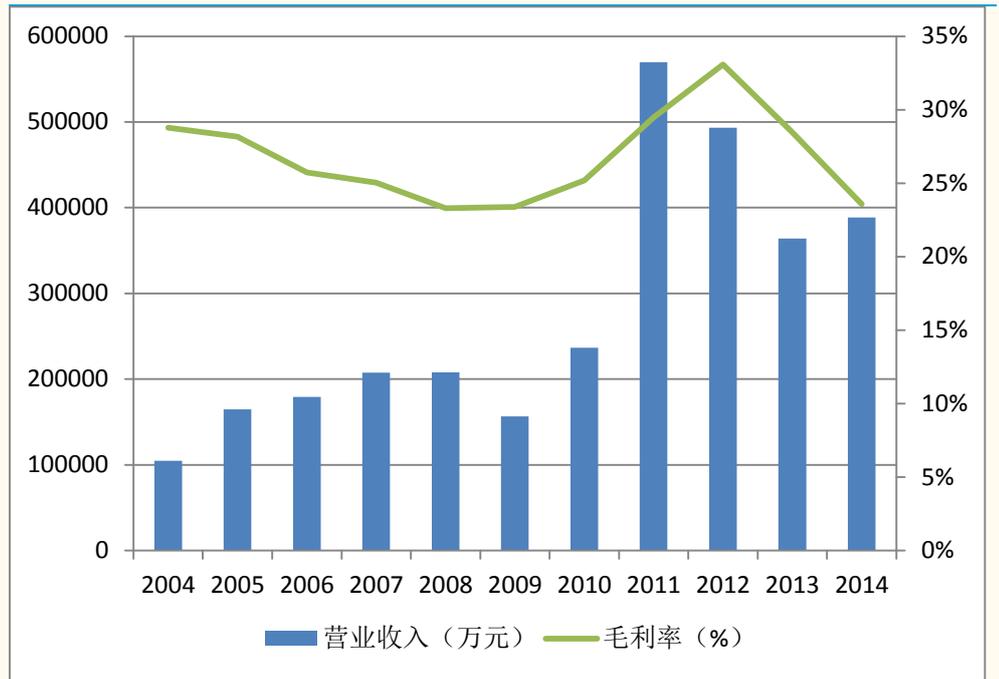
图表 1：公司股权结构



来源：国金证券研究所

- **公司成长迅速，毛利率维持在 20%以上。**在营业收入方面，公司 2004 年的营业收入还仅为 10 亿元，2014 年，公司营收接近 40 亿。在产销量与产品价格的推动下，公司营收总体保持了较快的增速。与此同时，公司毛利率总体上维持在 20%以上，产品的赢利能力比较强。

图表 2：公司营收与毛利状况



来源：国金证券研究所

钕铁硼需求年增速约为 5-10%，汽车、新能源汽车是核心动力

- 预计钕铁硼需求的年增速约为 5-10%。近年，我国钕铁硼磁材的产销量达到了 8 万吨左右，我们预计新能源汽车、汽车电机，节能电机等领域用量的增长将带动钕铁硼需求以 5-10% 的年率增长，而高性能钕铁硼的需求增速更为迅速。
- 新能源汽车电机用磁材快速增长。
 - 新能源汽车产销量快速增长。2014 年，我国共销售新能源汽车 7.5 万辆，同比增长 3.2 倍，其中纯电动汽车产销分别完成 4.8605 万辆和 4.5048 万辆，比上年分别增长 2.4 倍和 2.1 倍；插电式混合动力汽车产销分别完成 2.9894 万辆和 2.9715 万辆，比上年分别增长 8.1 倍和 8.8 倍。进入到 2015 年，新能源汽车销售增速不减，2015 年上半年新能源汽车共生产 76223 辆，销售 72711 辆，同比分别增长 2.5 倍和 2.4 倍。其中，纯电动汽车产销分别完成 49042 辆和 46219 辆，同比分别增长 3 倍和 2.9 倍。插电式混合动力汽车产销分别完成 27181 辆和 26492 辆，同比增长 2 倍和 1.9 倍。
 - 稀土永磁电机仍是新能源汽车电机的主流。稀土永磁同步电机，具有结构紧凑，能效高等优势。除特斯拉之外，绝大部分新能源汽车采用了永磁电机，伴随着新能源汽车品牌和产量的逐步增加，采用稀土同步电机的新能源汽车数量也在提升，钕铁硼材料在新能源汽车中的应用前景十分乐观。
 - 新能源汽车用磁材需求料将放量。按照每辆新能源汽车消耗 5 千克永磁材料进行测算。根据我国新能源汽车的发展规划，新能源汽车产量到 2020 年累计超过 500 万辆，则到 2020 年磁材需求量累计将超过 2.5 万吨（年均需求量达到 4000 吨）。
- 传统汽车电机用磁材需求稳步增长，增速约为 10-15%。普通轿车，有大量的小微电机需要使用稀土永磁材料，包括电动助力转向系统（EPS）、点火线圈、雨刷电机、电动座椅电机、冷却风扇电机等。豪华轿车使用的磁材量更大，有的单车使用 70 个左右的磁材。随着汽车小型化、舒适度需求提升，汽车电机用磁材需求将稳定增长。例如，研究表明，目前，全球

EPS 的渗透率约为 30%，EPS 用磁材需求未来有望以 20%左右的增速上升。

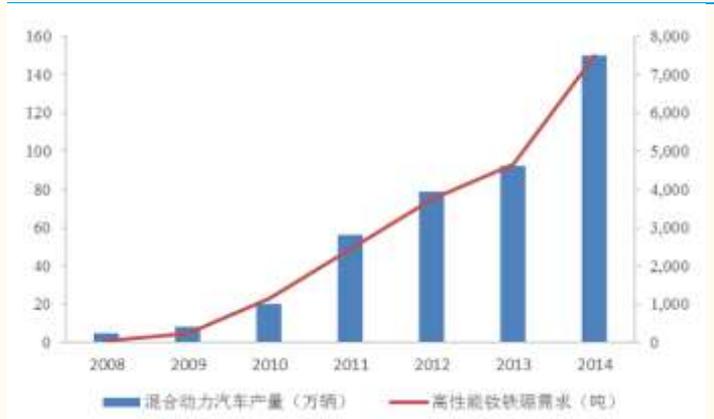
- 在节能环保的大趋势下，高效、节能的**稀土永磁电机将大批量代替传统电机**。在节能家电、节能电梯、变频空调、工业电机等领域，节能电机渗透率提升，对高性能钕铁硼的需求将逐步释放。
- **电子行业磁材需求，稳步增长**。硬盘音圈马达（VCM）、DVD 光驱/播放器、手机震动马达和微型电声器件对高性能钕铁硼的刚性需求无法替代，随着电子器件小型化、智能化趋势推进，这一领域的市场需求更为稳固。
- 轨道交通用磁材、医疗用磁材等新兴领域还需要较长的时间培育，但潜力较大。

图表 3：2014-2020 年全球高性能钕铁硼行业需求（单位：吨）



来源：宁波韵升公告，国金证券研究所

图表 4：混合动力汽车产量及高性能钕铁硼需求



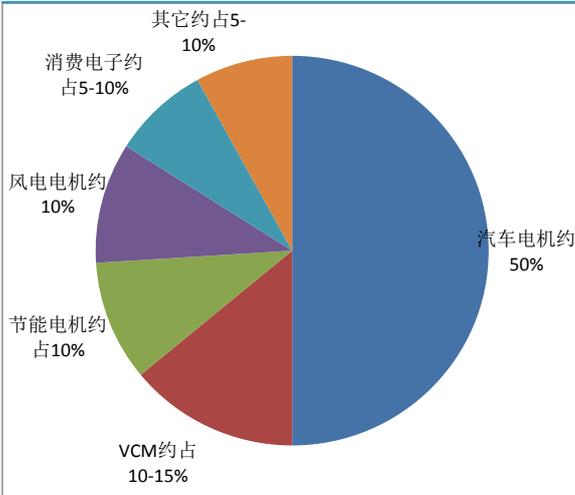
来源：宁波韵升公告，国金证券研究所

公司在汽车、新能源汽车市场优势突出，订单逐步落地

- **公司当前主要的产品市场为汽车、VCM 等**。自公司成立以来，产品结构不断升级，特别是在 1993 年获得日立金属等公司的专利授权后，公司产品进一步向高端及海外市场拓展。如 2003 年，公司打破了海外企业对 VCM 用磁材市场的垄断，随后又进入到 EPS 等汽车用电机市场。目前，公司产品主要运用于汽车电机、VCM、风电电机等领域，其中汽车电机用磁材占公司销量的约 50%，VCM 占 10-15%。
- **公司占据 EPS 用磁材市场的半壁江山**。在各种汽车转向系统，电动助力转向系统（EPS）能节省油耗约 3%~5%，在各种行驶状态下提供最佳助力，减小路面不平引起的对转向系统的扰动，改善汽车的转向特性，减轻汽车低速行驶时的转向操纵力，提高汽车高速行驶时的转向稳定性，进而提高汽车的主动安全性。这使得 EPS 近年来发展迅速，目前已有约 30%的渗透率。公司目前，已经占全球 50%以上 EPS 用磁材市场份额。
- **公司新能源汽车业务布局深远，德系、美系都覆盖**。在新能源汽车电机用磁材市场中，公司花了大量的时间和精力与下游客户合作进行产品的测试与研发，目前，公司与国外主要的汽车厂商都进行了合作，包括德系的奔驰、宝马和美系汽车厂商；国内主要是与北京精进合作，通过其给新能源大巴和乘用车供应磁材。可以说，公司在新能源汽车用磁材市场中布局深远。与汽车业务类似，新能源汽车市场的进入壁垒较高，客户对产品质量与供应的稳定性、供应的及时性等有着严格的要求，在新产品开发过程中，进行共同研发的供应商有着天然的优势，并很难被替代。因此，公司在新能源汽车业务上做的大量前期工作，有望使公司在新能源汽车用磁材市场上占据领先地位。
- **与日立金属合作，形成对日系车的覆盖，强化公司在新能源市场上的优势**。我们相信，在公司与美系、欧系主流汽车生产商的形成稳定合作关系的基

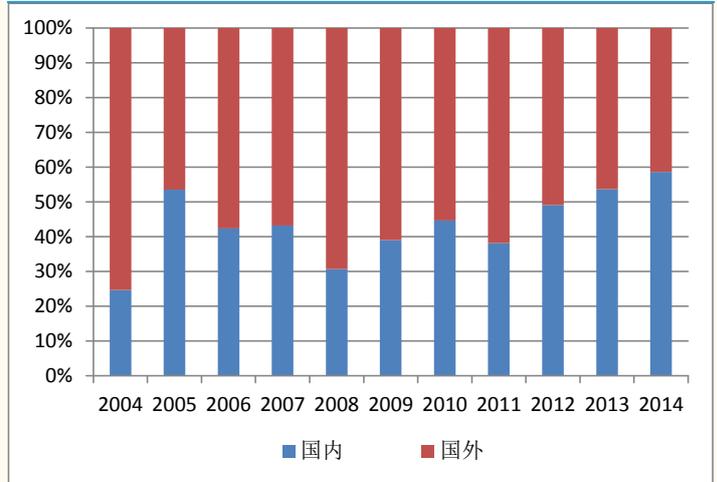
础上，通过日立金属合资，其有望进一步覆盖日系车市场。这将使公司成为主流新能源车企全覆盖的少数磁材企业。

图表 5：公司下游产品的需求结构



来源：国金证券研究所

图表 6：公司的销售区域结构



注：国外销售收入源自于年报，国内销售收入由年度销售收入送去国外销售收入得到。实际上，公司有部分销售是通过国内代理商销往海外的。

来源：国金证券研究所

- **新能源汽车订单逐步落地。**近日，公司公告，特瑞达斯公司与公司签署了《采购合同》，特瑞达斯公司将从公司采购烧结钕铁硼磁体，应用在美国最著名的汽车制造商生产的新能源汽车上，合同金额约 5000 万美元，并依照实际需求，从 2015 年下半年开始供货，预计到 2018 年年底前执行完成。
 - 公司新能源汽车订单的突破意味着，经过充足的准备之后，海外新能源汽车制造厂商的生产将进入到放量的阶段，产量瓶颈的突破将推动新能源汽车行业进入到新的发展阶段。
 - 公司新能源订单的突破，也意味着公司新能源汽车用磁材从技术研发阶段进入到实质的产品大规模应用阶段，与下游客户的关系由研发合作阶段落实到供应阶段，既反映了公司在磁材及其应用方面领先的技术实力，也反映了公司与客户协作能力、及其对客户需求的响应能力。

与日立金属合作，发力高端钕铁硼市场

- **与日立金属达成合资协议。**公司 6 月 19 日公告，将与日立金属合资成立三环磁材（南通）有限公司，该合资公司的投资总额为人民币 10 亿，注册资本 4.5 亿元，其中，日立金属持有 51% 的股权，中科三环持有 49% 的股权。合资公司，在国内建设高端钕铁硼产能，其第一期产能为烧结钕铁硼成品 2000 吨（毛坯产能约 3000 吨，预计从 2016 年开始投产），第二期根据行业成长 and 市场需求情况，以钕磁铁产品生产量 6,000ton/年为目标。合资公司将追求高品质，指向高端市场：产品的生产线及质量标准依据日立金属的生产理念设计（实现高效率、高品质、自动化），合资公司产品的质量和性能将达到日立金属的标准。
- **合资公司料将以较低成本，巩固高端钕铁硼市场的优势地位。**日立金属是具有世界顶级磁性能的钕铁硼磁体的制造商，产品广泛应用于汽车、IT 及家电、工业、以及医疗、环保、能源等领域，是小型轻量化、高效节能化设计中不可缺少的重要材料。目前日立金属的产能主要在日本国内，约为 1 万吨，产品主要占据高端钕铁硼市场。随着全球汽车、IT 等行业对高端钕铁硼需求的增长，其供应的瓶颈也不断显现。我们预计，日立金属希望借助于合资公司的平台，继续占据高端钕铁硼市场，也希望借助于中国的成本优势，保持产品的竞争力。

- 合资公司将有助于中科三环有效地利用双方的优良经营资源来扩大生产规模，从而能够增强中国钕铁硼磁体产业的龙头地位；有利于中科三环开拓高端钕铁硼市场，并缩小公司与日立金属的技术差距，提升公司的竞争力。

公司产能准备充足

- 公司产能充足。目前，公司已经形成了近 1.5 万烧结钕铁硼毛坯产能，主要位于宁波科宁达（约 4000 吨），天津三环乐喜（约 5500 吨），三环瓦克华（北京）（约 4000 吨），广东肇庆京粤磁和中科三环盂县京秀（合计约 1500 吨）；粘结钕铁硼产能 1500 吨，由上海爱普生生产。公司已经成为全国最大的钕铁硼生产企业，产能和产量也位居全球前列，近两年产量在 8000 吨以上，全球市场占有率约为 10%，仅次于日立金属，公司也是同时具有粘结和烧结钕铁硼产能的少数企业之一。

图表 7：公司主要生产基地与利润情况

公司全称	注册地	主要产品	注册资本	股权比例	产能	2014 净利润
宁波科宁达工业有限公司	浙江宁波	高性能钕铁硼和 VCM	20000	100%	4000	13681
天津三环乐喜新材料有限公司	天津	高性能钕铁硼和电机用磁材	29328.43	66%	5500	11504
三环瓦克华（北京）磁性器件有限公司	北京市昌平区	高档钕铁硼	9019.61	51%	4000	-3615
肇庆三环京粤磁材有限责任公司	广东肇庆	中端钕铁硼	9000	72%	1000	68.78
中科三环盂县京秀磁材有限公司	山西盂县	低端钕铁硼	5435	99.08%	500	-407.89
上海爱普生磁性器件有限公司	上海市	HDD 用粘结钕铁硼	14018.73	70%	1500	962.48

来源：国金证券研究所

- 公司增发募投项目即将全面投产。2012 年，公司通过非公开增发进一步提升公司高性能稀土永磁材料产能，三个项目共计增加公司高性能稀土磁材产能 6000 吨，分别用于新能源汽车、节能家电、风电及信息产业等领域。目前，已有部分产能（约 3000 吨）已投放，未来将有约 3000 吨的产能将在 2015 年下半年投产，届时，公司烧结钕铁硼毛坯产能将由 1.5 万吨增至 1.8 万吨。
- 此外，公司于 2014 年 8 月份公告，子公司三环乐喜，以自有资金 2 亿元人民币投资设立全资子公司南通三环乐喜新材料有限公司，建设年产 2000 吨高性能钕铁硼自动化生产线，并根据市场发展的需要，最终拓展到 5000 吨规模。
- 抢占市场份额，产能利用率较高。近两年，公司积极应对市场竞争加剧的局面，大力稳定、拓展市场份额，公司的产销量保持稳定增长势头。2014 年，公司产量超过了万吨，创历史新高，今年，公司产能利用率保持了较高水平，在 75%-80% 之间。

图表 8：公司增发募投项目产能即将投放

项目名称	投资总额 (万元)	利用募集 资金量 (万元)	产能增加	2014 年 投资进 度	拟投产 日期
北京新能源汽车、节能家电用高性能稀土永磁材料技改扩产项目	25,079.00	23,325.50	新增家电用烧结钕铁硼毛坯产量 1000 吨/年（成品产量 550 吨/年），新增新能源汽车用烧结钕铁硼毛坯产量 800 吨/年（成品产量 480 吨/年）	38.32%	2015 年 4 月 20 日
天津风力发电、节能家电用高性能稀土永磁材料技术改造项目	22,749.00	15,000.00	新增节能家电用烧结钕铁硼毛坯产量 600 吨/年（成品产量 330 吨/年），新增风力发电用烧结钕铁硼毛坯产量 1,600 吨/年（成品产量 1152 吨/年）	93.28%	2015 年 4 月 20 日
宁波信息产业用高性能稀土永磁材料技术改造项目	20,013.00	20,000.00	新增信息产业用烧结钕铁硼毛坯产量 2,000 吨/年（成品产量 1,200 吨/年）	62.10%	2015 年 4 月 20 日

来源：国金证券研究所

进入软磁业务，提升利润，打开国际合作潜在空间

- 2014 年 8 月，中科三环以自有资金 5,582.60 万元增资天津奥纳科技有限公司，获得了天津奥纳科技 34% 的股权。奥纳科技，主营业务为非晶、纳

米晶磁性材料。非晶、纳米晶软磁材料为新型节能材料，属于国家重点支持发展的产业领域。

- 目前，日立金属和德国 VAC 是世界非晶软磁材料领域的标杆企业，一直居于全球领先地位。中科三环此时切入非晶软磁领域，为未来的国际合作打下了基础，使得未来公司实施更大规模、更高层次的合作或并购成为可能。

国企改革潜在受益标的

- **中科院率先行动，国科控股联动创新。**公司的直接控股股东为中科实业集团（由国科控股——中科院的资产运营平台——控制），实现控制人为中科院。

- 中科院在 2014 年 8 月，宣布实施的《中国科学院“率先行动”计划暨全面深化改革纲要》，推进研究所分类改革，调整优化科研布局，深化人才人事制度改革，大幅提升科技创新能力、服务和促进经济社会发展能力。
- 在率先行动计划的指引下，国科控股研究制定了“联动创新”规划纲要，通过科技与经济的深度融合，促进我国经济质量提升，进而在全球市场经济竞争中，以我为主整合产业资源，引领我国战略性新兴产业发展。

“联动创新”纲要，通过九大举措，围绕七大战略新兴产业领域，实现三个联动。三个联动即，依托中国科学院的研究力量，通过创新链、产业链、资本链之间的联动，通过科技、产业、金融之间的联动，通过政府、研究院所、企业、金融机构、用户之间的联动，加速加强科技与经济的深度融合，实现战略性新兴产业的跨越式发展，促进我国经济转型和产业结构升级，促进我国经济质量和综合国力提升。

九项措施包括，发起设立母基金，搭建资源整合与配置平台，撬动社会资本，放大资金使用效率，发挥中科院资金的示范作用和“乘数效应”，引领和推动社会资本向战略性新兴产业集聚。发展金融服务板块，实现科技产业与金融服务在集团内部的一体化格局；以金融资本为手段推动科技产业发展，以科技产业发展促进金融业务深化；实现国科控股战略性新兴产业业务板块集合上市，与旗下其他上市企业呼应，成就国际化融资平台；及设立科技投资保险，组建科技银行，发展科技租赁等业务等。

- 我们预计，随着国科控股推进联动创新规划，加快旗下企业的上市进程，中科三环在资产或经营机制方面有改善的前景。

盈利预测与投资建议

- 根据前述对经营状况的分析，我们在预测时做出如下主要假设：
 - 假设，公司新能源汽车、汽车等市场的订单在未来 3 年稳步增长，特别是新能源汽车用磁材需求年均增速在 30% 以上。2015 年至 2017 年公司的磁材销售量分别为 11235，12758 和 14078 吨。
 - 假设，稀土原材料价格自 2015 年底部稳步小幅增长。
 - 假设，公司主要产品的毛利率平稳或略有下降，尽管公司高端产品占比提升，但由于竞争的加剧，公司综合毛利率水平仍趋下降。
 - 假设，公司有效所得税率为 19%。
 - 据此，预计公司 2015-16 年的业绩分别为 0.27 和 0.33 元。对应当前股价的 PE 水平为 62 倍和 52 倍。

图表 9：盈利预测假设

		2014A	2015E	2016E	2017E
原材料与产销量	镨钕混合金属 万元/吨		27.5	29	31
	镝铁折合 100% 万元/吨		170.94	178.00	186.00
	销量 吨		11235	12758	14078
主营业务	营业收入 (万元)	384,885	380,946	446,754	508,684
	营业成本 (万元)	293,956	294,119	345,437	393,493
	毛利率 (%)	23.62%	22.79%	22.68%	22.64%

来源：国金证券研究所

- **投资建议：**我们认为，钕铁硼材料行业是受国家政策支持的新材料行业，广泛应用于 VCM、风电、新能源和新能源汽车等领域，新能源汽车、节能需求将拉支磁材需求以每年 5-10% 的增速增长。公司是国内钕铁硼行业的先锋与领军企业，产能和产量位居国内第一，公司产品主要用于 EPS、VCM 等高端市场，尤其是在汽车电机磁材销量占比达 50%，而且公司在新能源汽车用磁材市场上的布局非常深远，已经与大部分海外汽车厂商都形成了研发合作、供应关系。公司有望享受新能源汽车进入高速发展期带来的发展机遇。同时，作为中科院旗下企业，也有望受益于国企改革的推进。由此，我们给予公司增持评级。
- 我们关注，稀土价格、国企改革取得进展等因素对公司股价的催化作用。
- **风险提示：**稀土价格风险。新能源汽车行业发展不及预期风险。市场开拓不及预期风险。行业竞争加剧风险。

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	4,934	3,639	3,885	3,819	4,479	5,099	货币资金	2,317	2,089	1,605	2,113	2,235	2,499
增长率		-26.3%	6.8%	-1.7%	17.3%	13.9%	应收款项	874	974	990	975	1,143	1,301
主营业务成本	-3,302	-2,602	-2,969	-2,946	-3,460	-3,941	存货	785	1,005	976	969	1,138	1,242
%销售收入	66.9%	71.5%	76.4%	77.1%	77.3%	77.3%	其他流动资产	50	86	459	92	94	96
毛利	1,632	1,036	916	873	1,018	1,158	流动资产	4,027	4,154	4,030	4,148	4,609	5,138
%销售收入	33.1%	28.5%	23.6%	22.9%	22.7%	22.7%	%总资产	77.7%	76.8%	74.8%	74.6%	77.4%	80.3%
营业税金及附加	-35	-17	-20	-21	-22	-25	长期投资	139	117	146	146	146	146
%销售收入	0.7%	0.5%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	固定资产	831	948	1,007	1,082	1,017	938
营业费用	-109	-101	-114	-115	-134	-153	%总资产	16.0%	17.5%	18.7%	19.5%	17.1%	14.7%
%销售收入	2.2%	2.8%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%	无形资产	103	99	96	64	63	62
管理费用	-468	-390	-345	-344	-403	-459	非流动资产	1,153	1,252	1,356	1,409	1,342	1,263
%销售收入	9.5%	10.7%	8.9%	9.0%	9.0%	9.0%	%总资产	22.3%	23.2%	25.2%	25.4%	22.6%	19.7%
息税前利润 (EBIT)	1,020	528	437	394	458	521	资产总计	5,180	5,406	5,386	5,557	5,952	6,401
%销售收入	20.7%	14.5%	11.2%	10.3%	10.2%	10.2%	短期借款	287	110	320	10	0	0
财务费用	-55	-41	-10	16	23	25	应付款项	545	599	407	530	622	709
%销售收入	1.1%	1.1%	0.3%	-0.4%	-0.5%	-0.5%	其他流动负债	243	269	242	398	443	485
资产减值损失	-35	-16	-12	-9	-2	-2	流动负债	1,075	979	969	937	1,065	1,194
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	-4	-21	-3	-3	-4	-3	其他长期负债	249	261	47	47	47	47
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	负债	1,324	1,240	1,017	985	1,112	1,242
营业利润	925	449	411	398	476	541	普通股股东权益	3,289	3,521	3,711	3,862	4,070	4,326
营业利润率	18.8%	12.3%	10.6%	10.4%	10.6%	10.6%	少数股东权益	567	645	659	711	769	833
营业外收支	42	30	16	24	24	24	负债股东权益合计	5,180	5,406	5,386	5,557	5,952	6,401
税前利润	967	480	428	422	500	565	比率分析						
利润率	19.6%	13.2%	11.0%	11.0%	11.2%	11.1%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-175	-89	-82	-80	-95	-107	每股指标						
所得税率	18.1%	18.6%	19.3%	19.0%	19.0%	19.0%	每股收益	1.217	0.320	0.278	0.272	0.326	0.370
净利润	792	390	345	342	405	458	每股净资产	6.175	3.306	3.484	3.626	3.821	4.061
少数股东损益	144	49	49	52	58	64	每股经营现金净流	3.485	0.385	0.224	0.919	0.291	0.414
归属于母公司的净利润	648	341	296	290	347	394	每股股利	0.045	0.070	0.000	0.130	0.130	0.130
净利率	13.1%	9.4%	7.6%	7.6%	7.7%	7.7%	回报率						
							净资产收益率	19.72%	9.68%	7.98%	7.50%	8.52%	9.11%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	12.52%	6.31%	5.50%	5.21%	5.83%	6.15%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	20.16%	10.04%	7.52%	6.96%	7.67%	8.17%
净利润	792	390	345	342	405	458	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	-13.38%	-26.25%	6.77%	-1.69%	17.26%	13.85%
非现金支出	125	111	115	126	129	141	EBIT 增长率	-17.63%	-48.27%	-17.22%	-9.79%	16.35%	13.57%
非经营收益	47	74	23	-9	-20	-21	净利润增长率	-15.49%	-47.41%	-13.17%	-2.17%	19.80%	13.52%
营运资金变动	891	-166	-245	520	-203	-137	总资产增长率	4.24%	4.37%	-0.36%	3.18%	7.09%	7.55%
经营活动现金净流	1,856	410	239	979	310	441	资产管理能力						
资本开支	-153	-240	-176	-154	-36	-36	应收账款周转天数	73.9	91.0	89.7	90.0	90.0	90.0
投资	160	98	683	0	0	0	存货周转天数	112.2	125.6	121.8	120.0	120.0	115.0
其他	22	13	25	-3	-4	-3	应付账款周转天数	41.9	61.1	55.4	60.0	60.0	60.0
投资活动现金净流	29	-129	532	-157	-40	-39	固定资产周转天数	56.8	86.3	81.6	80.6	67.4	57.2
股权募资	583	75	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	-1,266	-176	0	-310	-10	1	净负债/股东权益	-52.66%	-47.49%	-29.40%	-45.99%	-46.18%	-48.42%
其他	80	-323	-168	-4	-138	-139	EBIT 利息保障倍数	18.4	12.8	42.7	-24.2	-19.7	-20.6
筹资活动现金净流	-603	-425	-168	-314	-148	-138	资产负债率	25.56%	22.93%	18.88%	17.72%	18.69%	19.40%
现金净流量	1,282	-144	603	508	122	264							

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