

华东科技 (000727)

中国液晶显示技术颠覆者

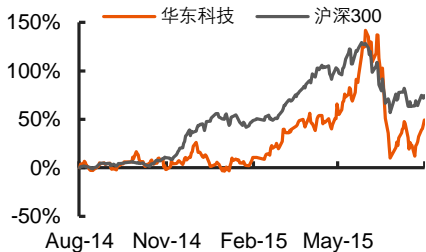
强烈推荐(首次)

现价: 11.20 元

主要数据

行业	电子
公司网址	www.hdeg.com
大股东/持股	中电熊猫信息产业集团 /24.51%
实际控制人/持股	国资委/15.89%
总股本(百万股)	2,265
流通 A 股(百万股)	358
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	254
流通 A 股市值(亿元)	40
每股净资产(元)	4.74
资产负债率(%)	38.01

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

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

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:

- **引入先进 IGZO 技术, 争作中国液晶显示颠覆者:** 华东科技平板显示项目的技术来源方是夏普公司, 是全球唯一实现 IGZO 和减薄技术在 G8.5 代线上量产的公司, 并且良品率可以达到 90% 以上。相对于传统非晶硅技术, IGZO 技术具有电子迁移率高(精细化)、关断电流低(节能)、以及工艺温度低(可应用于大尺寸面板的生产)等优势, 可实现超高清面板生产。
- **单张玻璃产值高, 公司业绩弹性大:** 华东科技 8.5 代线的单张玻璃产值是华星光电的 3.94 倍。随着面板价格的企稳回升, 预计华东科技单张玻璃产值有望上扬。随着 LCD 资本支出增速回落、高世代切割中小尺寸面板增加、现有生产线的升级改造等, 预计 2015 年大尺寸面板供给增加有限。而电视、手机、平板等产品大尺寸化进程仍将继续, 推动大尺寸面板旺盛需求。我们预期 2015 年面板行业供需趋于平衡, 而价格上升与现金成本的走低将扩大厂商的弹性收益, 未来华东科技的业绩有望进一步提升。
- **背靠中国电子, 国企改革预期高:** 公司实际控制人为中国电子信息产业集团有限公司。中国电子作为我国电子业的航母, 目前拥有十余家 A 股上市公司, 集团于 2014 年便确定了“保增长、深化改革”的整改任务。华东科技定位为平板显示产业的发展平台, 受益于此轮国企改革的浪潮, 华东科技有望在改革的道路上继续拓步向前, 开启公司发展的新篇章。
- **投资策略:** 我们预计公司 2015 年、2016 年营收可达 10.61 亿元和 241.86 亿元, 对应 EPS 为 0.01、0.81, 对应 PE 为 876 倍和 14 倍。华东科技 8.5 代线综合优势凸显, 受益面板供需改善, 存在国企改革预期等, 因此我们首次给予公司“强烈推荐”评级。
- **风险提示:** 市场竞争加剧, 面板价格走低; 产能利用率不及预期; 新技术导入量产及替代风险; 面板行业周期风险。

	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入(百万元)	820	989	1061	24186
YoY(%)	1.4	20.6	7.3	2180.6
净利润(百万元)	10	10	29	1828
YoY(%)	-121.5	0.6	181.2	6146.7
毛利率(%)	8.4	12.3	13.3	18.5
净利率(%)	-1.8	1.5	3.5	8.0
ROE(%)	-3.6	0.2	0.2	9.6
EPS(摊薄/元)	0.00	0.00	0.01	0.81
P/E(倍)	2477.1	2463.0	876.0	14.0
P/B(倍)	73.4	71.7	2.4	2.0

正文目录

一、引入先进 IGZO 技术，争作中国液晶显示颠覆者	4
1.1 传统业务盈利较弱，转型助力公司发展	4
1.2 IGZO 综合优势凸显，看好长期替代效应	5
二、单张玻璃产值高，公司业绩弹性大	7
2.1 华东科技 8.5 代线盈利模型分析	7
2.2 单张玻璃产值高，公司业绩弹性大	9
三、背靠中国电子，国企改革预期高	9
四、投资策略	11
五、风险提示	11

图表目录

图表 1	华东科技近四年财务状况（单位：亿元）	4
图表 2	IGZO 更加灵敏和省电	6
图表 3	a-Si 转 IGZO 更加容易，具有成本优势	6
图表 4	IGZO 技术应用占比提升	7
图表 5	华东科技 8.5 代线盈利能力分析	8
图表 6	8.5 代线毛利润（亿元）对产能利用率及 7"面板价格的敏感性分析	8
图表 7	8.5 代线净利润（亿元）对产能利用率及 7"面板价格的敏感性分析	9
图表 8	华东科技 8.5 代线每张玻璃产值是华星光电的 3.94 倍	9
图表 9	华东科技股权结构	10
图表 10	华东科技前十大股东	10
图表 11	面板企业估值对比	11

一、引入先进 IGZO 技术，争作中国液晶显示颠覆者

华东科技创立于 1993 年，全称是南京华东电子信息科技股份有限公司，是从事电子制造相关产业的上市公司，是中国电子信息产业集团有限公司所属 16 家上市公司之一。华东科技已实现从电光源向电子信息的业务转型，现主要包括石英晶体、触控显示、磁性材料、真空电子四个产业。产品涵盖触摸屏、LCD、晶体元器件、逆变电源、示波管、吸气剂等系列产品。公司曾被国家科技部评为“国家火炬计划重点高新技术企业”。华东科技拥有江苏南京、广东深圳、河北廊坊、安徽含山等多个生产基地，营销和服务体系覆盖全球主流市场。

2014 年是华东科技脱胎换骨的一年，公司于 2014 年通过资本市场实施非公开发行项目，定向募集资金 105 亿元，实现了公司产业向平板显示的转型升级。华东科技募投项目的技术来源方夏普公司是全球唯一实现 IGZO 和减薄技术在 G8.5 代线上量产的公司，并且良品率可以达到 90% 以上。该项目计划总投资 291.5 亿元，建成后将形成月加工 6 万张玻璃基板的产能，主要产品涉及超高分辨率 TFT-LCD 智能手机、平板电脑等。通过引入 IGZO 技术，华东科技有望成为中国液晶显示颠覆者。

1.1 传统业务盈利较弱，转型助力公司发展

华东科技最初以电光源产品制造为主要业务，2010 年经过产业升级和调整，全面规划和发展电子信息产业，在 2014 年进军显示面板前公司的主营业务包括晶体元器件、触控显示、磁电材料三大板块，产品涵盖触摸屏、LCD、晶体元器件、逆变电源、示波管、吸气剂等系列产品、计算机配件等门类。从 2011 年至 2013 年以来，鉴于电子元器件行业技术升级换代较快，且公司资产规模相对较低，尽管收入规模持续增长，但主营业务仍未能实现盈利。

在传统业务长期不能实现有效盈利的情况下，公司积极筹划转型，于 2014 年通过增发进军显示面板行业，引入全球第一条金属氧化物技术的 8.5 代 TFT-LCD 生产线，总投资 291.5 亿人民币，注册资本 175 亿人民币，由南京中电熊猫平板显示科技有限公司负责实施。项目月产能 60K 张玻璃基板（2200mm*2500mm），主要采用金属氧化物（IGZO）技术、4K*2K 技术、UV2A 技术等最新技术，产品包括超高分辨率智能手机、平板电脑、笔记本电脑和 TV 用板及模组。项目预计 2015 年 3 月建成投产，爬坡期 9 个月左右，2015 年末形成量产。

图表1 华东科技近四年财务状况（单位：亿元）

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
总资产	10.46	11.9	9.28	115.44
净资产	5.14	4.17	4.04	4.19
营业收入	6.94	8.09	8.2	9.89
营业成本	6.34	7.39	7.51	8.67
净利润	-0.16	-0.72	-0.15	0.15

资料来源：Wind，平安证券研究所

1、触控显示：公司拥有完备的 STN、CSTN 液晶屏及模块、触摸屏的设计、生产及测试能力，拥有国内一流的生产设备；公司拥有 10 多年独立、开发、制造、销售触摸屏产品的经验，在技术积累、产品开发、人才储备、客户资源等方面具有一定的竞争力。在触控显示产品方面，公司积极发展膜结构电容屏。

2、压电晶体元器件：压电晶体产品主要应用在卫星通信、移动电话系统、全球定位系统、航空航天、计算机、精密计测仪器及消费类民用电子产品中，作为标准频率源或脉冲信号源，提供频率基准，是目前其他类型的振荡器无法替代的。作为基础电子元器件，随着信息及通信技术的高速发展，给压电晶体产业带来发展的同时也对压电晶体产品提出了更高的技术要求。小型化、片式化、低噪声化、频率高精度化与高稳定度及高频化是产业发展的趋势。公司目前已完成全国晶体元器件产业珠三角、长三角、京津塘三大产业基地布局。公司已成为晶体元器件生产规模国内同行第一，全球前十的晶体元器件制造商。国内领先的研发能力，有省级技术（工程）中心 3 个，市级技术（工程）中心 3 个。

3、磁电元器件：公司具有多年研究、开发、生产品质一流的各类磁性元器件、开关电源变压器、电感器、逆变电源等的专业历史，形成磁芯、变压器、电源、导光板等互为依托的产业链。公司拥有先进的生产和测试设备。公司已通过 ISO9001、VDE 等认证，磁电下属子公司深圳市中电熊猫展盛科技有限公司生产智能电源，该公司通过了汽车电子顶级供应商日本电装 DENSO 认证。

4、平板显示：华东科技 8.5 代线利用高世代面板生产线生产中小尺寸产品有助于形成差异化竞争优势，8.5 代生产线上生产中小尺寸产品，将大幅提高单位玻璃基板的经济价值、大幅降低单位产品生产成本，与其他面板厂商形成差异化的竞争优势。公司 8.5 代线项目预计 2015 年年底达到满产，上述项目达产后，正常年销售收入为 267.1 亿元，项目投资财务内部收益率为 14.32%。

1.2 IGZO 综合优势凸显，看好长期替代效应

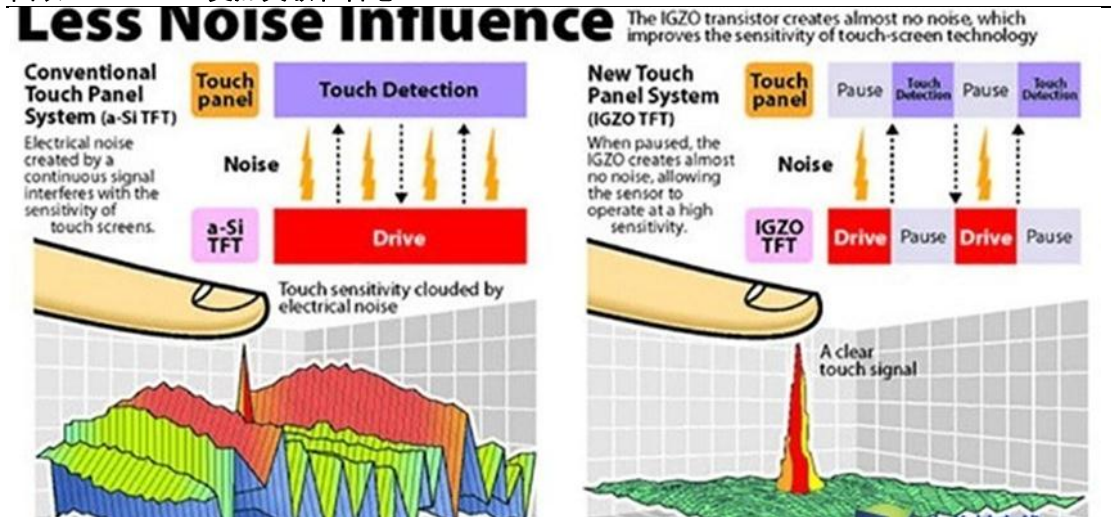
（1）IGZO 相对传统 a-Si 的三大优势：

更加省电：高迁移率代表使用几何尺寸较小的电晶体即可提供足够的充电能力且电容值较传统非晶硅高，从而提高液晶面板的像素的开口率，因此光穿透的有效面积变大。可用较少的背光灯管或较低功率消耗达到相同的亮度，达到节能省电的目的。

更高分辨率：与使用非晶硅（a-Si）TFT 的传统液晶屏幕相比，在保证相同透过率的前提下，实现了约 2 倍的分辨率。即可在保证透过光量的同时提高单位面积的像素数，根本原因还是 IGZO 材料的载子率更高，也就是能量更强，因此可以缩小体积，这样分辨率就提升了。

更高灵敏度：IGZO 通过采用间歇驱动方式，能够降低液晶显示器驱动电路发生的噪点对触摸屏检测电路造成的影响。因此实现了更高的灵敏度，对于尖头的圆珠笔笔端也能够响应，同时与以往相比，能够识别更细的线条，分辨率进一步得到提高。并且由于画面无更新时可以切断电流，因此其在节能的效果上，也是更上一层楼的。

图表2 IGZO 更加灵敏和省电



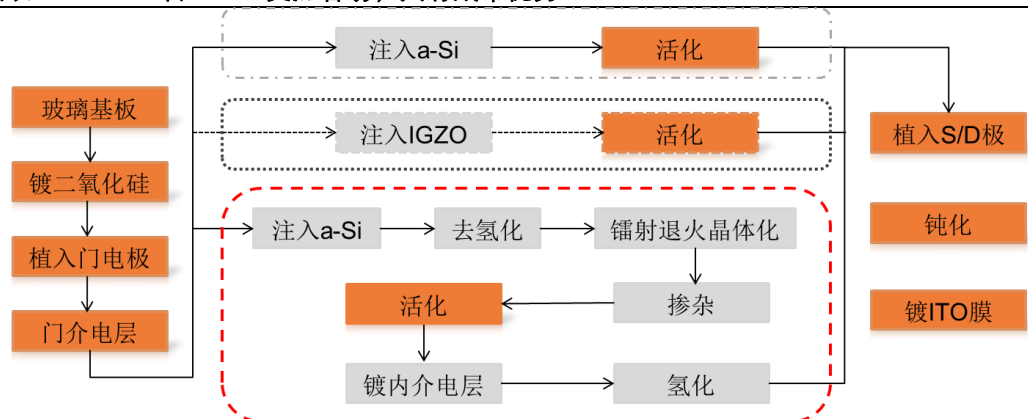
资料来源：中国触控协会，平安证券研究所

(2) IGZO 相对 LTPS 的两大优势：

适应性强：IGZO TFT 没有屏幕尺寸的限制，小尺寸也可以做，大尺寸一样可行，而不像 LTPS 目前只能应用在 5.5 代左右的面板生产线上，大尺寸高分辨率的面板无法使用 LTPS，IGZO 的出现就填补了这样的空白。其次诸如平板等产品，要实现高分辨率，采用 LTPS 大尺寸面板，量产非常的困难，采用 IGZO 也是一个不错的方案，这就是苹果为什么在 IPAD 上使用 IGZO 技术的根本原因。

成本优势：IGZO 技术具有成本优势。原有的非晶硅面板生产线，要改造为 LTPS 生产线，需要较为复杂的过程，需要的资金也很多，而 IGZO 技术的转产则是相对来说要容易很多，并且不限制生产线的世代数，因此对于呈现大小不同尺寸的高分辨率面板都有不错的优势。

图表3 a-Si 转 IGZO 更加容易，具有成本优势



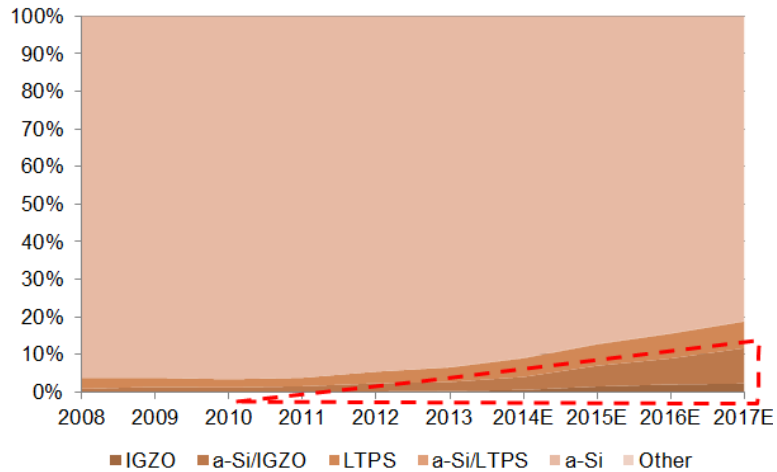
资料来源：中国触控协会，平安证券研究所

(3) IGZO 技术应用占比提升，将逐渐替代 a-Si

IGZO 及 a-Si/IGZO 产能占比逐年提升，预计 2014 年底占比约 4%，到 2017 年将增长到 11.66%，年均增长 2.6 个百分点；IGZO 从应用时间上来看晚于 LTPS，但产能占比将在 2015 年超过 LTPS。主要源自 a-Si 生产线升级至 IGZO 生产线。

图表4 IGZO 技术应用占比提升

Tech.	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
IGZO	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.16%	0.29%	0.56%	1.48%	2.02%	2.24%
a-Si/IGZO	0.86%	1.37%	1.22%	1.53%	2.16%	2.40%	3.44%	5.50%	6.91%	9.42%
LTPS	2.95%	2.43%	2.17%	2.26%	3.10%	3.86%	4.98%	5.71%	6.58%	7.08%
a-Si/LTPS	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.13%	0.18%	0.17%	0.15%	0.15%
a-Si	96.16%	96.16%	96.58%	96.19%	94.56%	93.30%	90.83%	87.12%	84.32%	81.09%
Other	0.03%	0.03%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%



资料来源: Display Search, 平安证券研究所

二、单张玻璃产值高，公司业绩弹性大

2.1 华东科技 8.5 代线盈利模型分析

根据华东科技的公布的项目可行性报告显示，公司在考虑跌价影响的基础上预计 8.5 代线贡献年营收 267.1 亿元，其中约 30%的比例用于切割大尺寸面板。我们根据现在价格的 90%作为跌价后的价格，求解各尺寸面板的生产比例，可以估算出华东科技 5.5 英寸、7 英寸、10.1 英寸、13.3 英寸、55 英寸面板的切割比例分别为 8.33%、25%、25%、16.67%、25%。

在此基础上我们进行华东科技 8.5 代线的盈利模型分析：

(1) 收入端来看，假设 5.5 英寸、7 英寸、10.1 英寸、13.3 英寸、55 英寸面板的价格分别为 11.7 美元、36 美元、45 美元、66.6 美元、458 美元（已考虑跌价影响），假设产能利用率和良品率分别为 96%和 95%，计算出华东科技 8.5 代线一年贡献营收约 267.04 亿元。

(2) 成本端来看，预计总的原材料成本 184.46 亿元，占到总营收的 70.16%左右，人工费用估计约为 2 亿；折旧方面，每年的总折旧费用约 29 亿元。营业成本合计 215.46 亿元。

(3) 盈利方面，估计华东科技 8.5 代线全年毛利 48.68 亿元，毛利率 18.23%，预计期间费用 19 亿元，约占 7.12%，因此净利润约 29.68 亿元，净利润率为 11.12%。根据此次募投项目介绍，华东科技占熊猫平板显示的股权比例为 57.65%，因此将给华东科技带来约 17.11 亿元的净利润，若按定向增发后股本为 22.6 亿计算，将贡献每股收益 0.76 元。

图表5 华东科技 8.5 代线盈利能力分析

1、核心假设		2、营业收入	
产能利用率	96%	产能(万大片/年)	72
5.5Module报价(美元)	11.7	5.5寸面板营收	201078.32
7寸Module报价(美元)	36	7寸面板营收	1134287.96
10.1寸Module报价(美元)	45	10.1寸面板营收	690516.21
13.3寸Module报价(美元)	66.6	13.3寸面板营收	363364.98
55寸Module报价(美元)	458	55寸面板营收	281116.82
良品率	95%	总营收	2670364.29
3、营业成本		4、盈利	
原材料	1844589.04	毛利	486844.33
人工费用	20000.00	毛利率	18.23%
折旧费用	290000.00	期间费用	190000.00
合计	2154589.04	期间费用率	7.12%
		净利润	296844.33
		净利率	11.12%

资料来源：公司网站，平安证券研究所

面板行业的盈利对面板价格和产能利用率变动十分敏感，我们对此作了敏感性分析。根据我们的测算，所有尺寸面板价格中盈利情况对7英寸的面板价格最为敏感，因此我们主要分析7英寸的面板价格对盈利情况的影响。在全年95%产能利用率下，2015年7英寸面板年均价格如果能从假设的36美元上涨2美元至38美元，毛利润将从47.5亿元增加到53.7亿元，净利润将从28.5亿元增加到34.7亿元。如果在36美元的报价下，产能利用率如果从95%下降到90%，那么毛利润将从47.5亿元下降到43.3亿元，净利润将从28.5亿元下降到24.3亿元。因此，如果行业15年如我们所预期的那样供需趋于平衡，价格企稳并且产能利用率维持在较高水平的话，大陆厂商将具备十分良好的业绩弹性。

图表6 8.5代线毛利润(亿元)对产能利用率及7"面板价格的敏感性分析

		7"Module报价(美元)						
		30	32	34	36	38	40	42
产 能 利 用 率	70%	13.1	17.7	22.2	26.8	31.4	36.0	40.5
	75%	16.2	21.1	26.0	30.9	35.8	40.7	45.6
	80%	19.4	24.6	29.8	35.1	40.3	45.5	50.7
	85%	22.5	28.1	33.6	39.2	44.7	50.3	55.8
	90%	25.7	31.6	37.4	43.3	49.2	55.1	61.0
	95%	28.8	35.0	41.2	47.5	53.7	59.9	66.1
	100%	32.0	38.5	45.1	51.6	58.1	64.6	71.2

资料来源：平安证券研究所

图表7 8.5代线净利润(亿元)对产能利用率及7"面板价格的敏感性分析

		7"Module报价(美元)						
		30	32	34	36	38	40	42
产 能 利 用 率	70%	(5.9)	(1.3)	3.2	7.8	12.4	17.0	21.5
	75%	(2.8)	2.1	7.0	11.9	16.8	21.7	26.6
	80%	0.4	5.6	10.8	16.1	21.3	26.5	31.7
	85%	3.5	9.1	14.6	20.2	25.7	31.3	36.8
	90%	6.7	12.6	18.4	24.3	30.2	36.1	42.0
	95%	9.8	16.0	22.2	28.5	34.7	40.9	47.1
	100%	13.0	19.5	26.1	32.6	39.1	45.6	52.2

资料来源:平安证券研究所

2.2 单张玻璃产值高,公司业绩弹性大

通过对比华星光电和华东科技 8.5 代线,我们发现华东科技 8.5 代线的单张玻璃产值高,公司业绩弹性大。华星光电 8.5 代线生产 32 英寸面板一年实现营收 135.39 亿元,年产能 144 万大片,单张玻璃产值 9402.08 元。华东科技 8.5 代线按一定比例生产 5.5 英寸、7 英寸、10.1 英寸、13.3 英寸、55 英寸面板,预计实现年营收 267.04 亿元,年产能 72 万大片,单张玻璃产值 37088.89 元,是华星光电单张玻璃产值的 3.94 倍。随着面板价格的企稳回升,预计华东科技单张玻璃产值有望大幅上扬,与华星光电的倍数差将更大,业绩弹性将助力公司股价提升。

图表8 华东科技 8.5 代线每张玻璃产值是华星光电的 3.94 倍

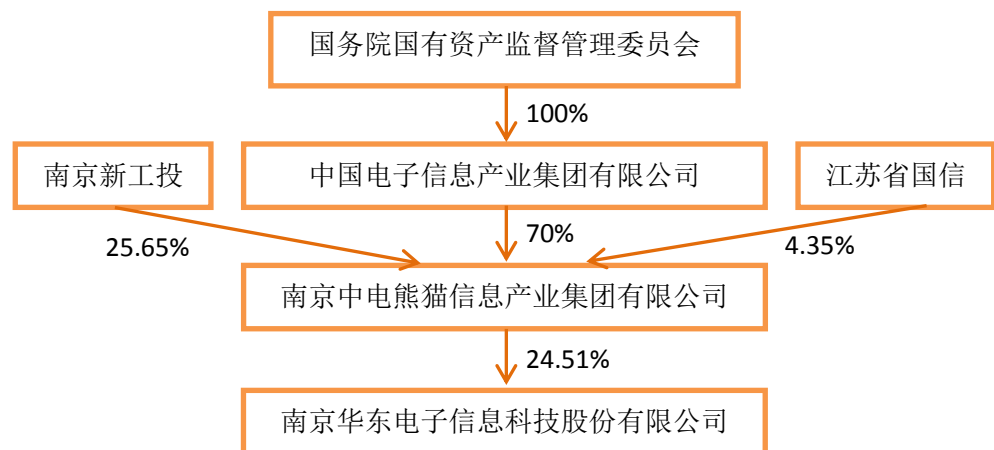
	华东科技	华星光电	华东/华星(倍)
年营收(亿元)	267.04	135.39	1.97
年产能(万大片)	72	144	0.5
每张单位产值(元)	37088.89	9402.08	3.94

资料来源:公司网站,平安证券研究所

三、 背靠中国电子,国企改革预期高

华东科技的实际控制人为中国电子信息产业集团有限公司(以下简称“中国电子”),国务院国有资产监督管理委员会持有中国电子信息产业集团有限公司 100%的股权。公司股权结构如下图所示:

图表9 华东科技股权结构



资料来源：公司公告，平安证券研究所

中国电子的产业布局主要集中在集成电路、软件与服务、整机及核心零部件、平板显示、电子贸易与物流园区这五大板块。作为我国电子业的航母，中国电子目前拥有十余家 A 股上市公司，包括华东科技、南京熊猫、长城电脑、长城开发、长城信息、中国软件、中电广通、深桑达 A、上海贝岭、振华科技、彩虹股份等。

2014 年 7 月 30 日，中国电子召开了“教育实践活动整改落实情况通报会议”和“党组中心组理论学习会议”。会议要求，以 9 月份为时间节点，全面完成整改落实任务，包括与保增长、深化改革密切相关的整改任务，与广大干部职工密切关注的整改任务，中央高度关注的整改任务和作风建设有关的整改任务，同时以整改工作为牵引，推动现代企业治理体系建设取得重大突破。

根据中国电子及旗下上市公司公开信息，华东科技定位为平板显示产业的发展平台，目前华东科技定增液晶面板项目资产证券化工作圆满完成，募集的上百亿资金已全部到位，主要用于中电熊猫 8.5 代液晶面板生产线项目。受益于此轮国企改革的浪潮，华东科技有望在改革的道路上继续拓步向前，开启公司发展的新篇章。

图表10 华东科技前十大股东（截至日期：2015-06-30）

排名	股东名称	占总股本比例 (%)
1	南京中电熊猫信息产业集团有限公司	24.51
2	南京新工投资集团有限责任公司	10.79
3	南京机电产业(集团)有限公司	10.78
4	诺安基金-工商银行-诺安金狮 39 号资产管理计划	8.65
5	中信信诚资产-招商银行-郁金香信金 1 号专项资产管理计划	8.41
6	融通资本财富-工商银行-融通资本聚盈 11 号资产管理计划	8.41
7	南京华东电子集团有限公司	3.60
8	东海基金-兴业银行-鑫龙 108 号特定多客户资产管理计划	3.18
9	东海基金-兴业银行-鑫龙 115 号特定多客户资产管理计划	3.03
10	海通证券资管-上海银行-海通海富 22 号集合资产管理计划	2.96
	合计	84.32

资料来源：Wind，平安证券研究所

四、投资策略

我们预计公司 2015 年、2016 年营收可达 10.61 亿元和 241.86 亿元，对应 EPS 为 0.01、0.81，对应 PE 为 876 倍和 14 倍。华东科技 8.5 代线面板生产线采用金属氧化物（IGZO）技术、4K*2K 技术、UV2A 技术等最新技术，技术壁垒较高；生产产品将包括超高分辨率智能手机、平板电脑、笔记本电脑和 TV 用板及模组，符合市场需求，因此首次给予公司“**强烈推荐**”评级。

图表11 面板企业估值对比

公司	8月13日	EPS (元)				PE (倍)				评级
	股价	2013A	2014A	2015E	2016E	2013A	2014A	2015E	2016E	
华东科技	11.20	0.00	0.00	0.01	0.81	-	-	876.00	14.02	强烈推荐
京东方 A*	3.96	0.07	0.07	0.09	0.12	59.38	54.54	44.00	33.00	未评级
深天马 A*	22.17	0.13	0.54	0.58	0.70	174.79	40.95	38.22	31.67	未评级
行业平均						117.09	47.75	316.31	26.18	

数据来源: Wind, 平安证券研究所 *预期 EPS 为 wind 一致预期

五、风险提示

市场竞争加剧，面板价格走低；产能利用率不及预期；新技术导入量产及替代风险；面板行业周期风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
流动资产	436	21474	6480	39597
现金	63	15163	5428	9080
应收账款	202	243	275	4514
其他应收款	7	301	29	7489
预付账款	2	5563	407	14009
存货	151	0	160	3265
其他流动资产	11	205	181	1240
非流动资产	492	8735	20444	21893
长期投资	3	3	3	3
固定资产	332	290	12922	14619
无形资产	123	419	463	511
其他非流动资产	34	8022	7056	6759
资产总计	928	30209	26923	61490
流动负债	502	17376	3344	37064
短期借款	164	901	901	901
应付账款	225	2582	481	10412
其他流动负债	114	13893	1962	25751
非流动负债	21	5005	5215	4115
长期借款	2	4895	5105	4005
其他非流动负债	19	110	110	110
负债合计	524	22381	8559	41179
少数股东权益	55	7470	7477	7596
股本	359	359	2265	2265
资本公积	363	363	8957	8957
留存收益	-373	-364	-328	1619
归属母公司股东权益	349	358	10887	12715
负债和股东权益	928	30209	26923	61490

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	-29	53	-9221	8561
净利润	-15	15	37	1946
折旧摊销	82	53	802	1731
财务费用	41	16	11	701
投资损失	-54	-0	-21	-27
营运资金变动	-51	-37	-10049	4210
其他经营现金流	-33	5	0	0
投资活动现金流	-1	-93	-12489	-3153
资本支出	54	103	11708	1449
长期投资	0	10	-0	-0
其他投资现金流	53	19	-781	-1704
筹资活动现金流	-60	150	11975	-1757
短期借款	-15	737	0	0
长期借款	-10	4893	210	-1100
普通股增加	0	0	1906	0
资本公积增加	-122	0	8594	0
其他筹资现金流	88	-5480	1265	-657
现金净增加额	-92	110	-9735	3652

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	820	989	1061	24186
营业成本	751	867	919	19705
营业税金及附加	5	5	6	97
营业费用	26	26	27	368
管理费用	114	101	111	740
财务费用	41	16	11	701
资产减值损失	33	7	25	368
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	54	0	21	27
营业利润	-96	-33	-17	2234
营业外收入	88	54	64	59
营业外支出	5	3	3	4
利润总额	-13	18	43	2290
所得税	1	3	6	343
净利润	-15	15	37	1946
少数股东损益	-25	4	7	118
归属母公司净利润	10	10	29	1828
EBITDA	77	-6	756	4008
EPS(元)	0.03	0.03	0.01	0.81

主要财务比率

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	1.4	20.6	7.3	2180.6
营业利润(%)	1.7	65.4	48.9	13240.9
归属于母公司净利润(%)	-121.5	0.6	181.2	6146.7
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	8.4	12.3	13.3	18.5
净利率(%)	-1.8	1.5	3.5	8.0
ROE(%)	-3.6	0.2	0.2	9.6
ROIC(%)	-1.0	-0.8	-0.2	10.2
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	56.4	74.1	31.8	67.0
净负债比率(%)	29.1	-119.7	10.1	-14.0
流动比率	0.9	1.2	1.9	1.1
速动比率	0.6	1.2	1.9	1.0
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.8	0.1	0.0	0.5
应收账款周转率	4.6	4.4	4.1	10.1
应付账款周转率	3.9	0.6	0.6	3.6
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.00	0.00	0.01	0.81
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.08	4.55	-4.07	3.78
每股净资产(最新摊薄)	0.15	0.16	4.81	5.61
估值比率	-	-	-	-
P/E	2477.1	2463.0	876.0	14.0
P/B	73.4	71.7	2.4	2.0
EV/EBITDA	336.2	-3993.2	46.4	7.6

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