

和顺电气 (300141.SZ)

输配电及控制行业

评级: 买入 首次评级

公司研究简报

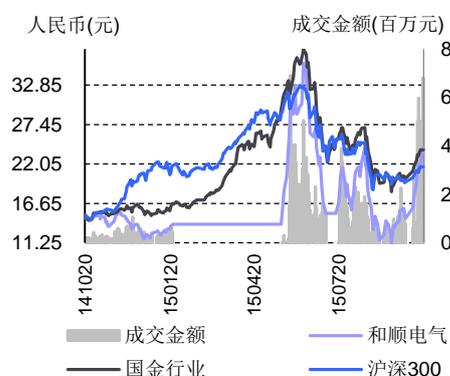
市场价格(人民币): 24.33元

目标价格(人民币): 33.00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)	106.21
总市值(百万元)	4,062.29
年内股价最高最低(元)	36.49/11.22
沪深300指数	3534.18



充电桩纯正标的, 变电所运维布局售电市场

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.378	0.311	0.185	0.662	0.888
每股净资产(元)	3.86	4.12	4.25	4.81	5.60
每股经营性现金流(元)	-0.00	0.08	0.17	0.02	0.58
市盈率(倍)	24.76	40.81	131.64	36.77	27.41
行业优化市盈率(倍)	43.14	56.84	90.32	90.32	90.32
净利润增长率(%)	22.73%	-17.10%	-40.60%	258.06%	34.13%
净资产收益率(%)	9.81%	7.56%	4.35%	13.75%	15.85%
总股本(百万股)	165.60	166.95	166.97	166.97	166.97

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **A股充电桩弹性最大标的:** 公司2014年营业收入3.25亿元, 2015年充电桩销售收入预期接近1亿元。随着近期充电桩新国标落地, 国务院意见出台, 国家电网招标重启等多重利好叠加, 我们判断行业2016年设备需求量将出现翻倍以上增长, 充电桩将成为公司第一主营业务;
- **收购中导电力, 变电站运维将明显贡献收益:** 公司地处苏州工业园区, 区位优势非常明显。中导电力长期致力于需求侧能源管理服务及智能变电站运维服务, 在“互联网+”的大背景下, 公司将通过在线系统实时监测、远程管理、现场维护的手段, 让用户适当减少电工配置, 大幅扩张用户规模, 目标2016年将用户数量扩展至2000家, 直接贡献净利润4000-5000万元;
- **配电主业有望恢复增长:** 一方面, 在配网2万亿大投资的背景下, 公司传统业务将出现反弹; 另一方面, 中导具备电力安装资质, 总包资质的取得将扩大公司在变配电业务板块所提供解决方案的广度及深度, 带动成套设备等产品销量, 扩大业务规模。
- **传统电能质量产品亦有望反弹:** 公司通过需求侧管理, 可为客户制定个性化的电力节能降耗方案, 从而提升公司高低压电能质量产品的销售及服务。
- **设立“和顺能源”, 布局能源互联网:** 2015年8月, 公司使用超募资金4,000万元作为一期初始投资设立“和顺能源”, 着力投资发展四大业务单元: 电动汽车充电服务, 电动汽车分时租赁及运营, 分布式发电及储能, 新能源电站及充电设施的EPC项目。远期将成为新的利润增长点;
- **通过需求侧管理获得用户粘性, 售电业务是最终目标:** 需求侧管理以及智能变电站运维一般与用户签订比较长期的合同, 能够产生较强的用户粘性, 同时通过为用户提供节能改造、用电咨询等增值服务将大量的用户发展成为信任公司的长期用户, 为电改后售电侧放开做好积累。

投资建议与估值

- 我们预计公司2015-2017年, EPS为0.19, 0.66, 0.89, 对应当前估值为132x/37x/27x, 给予“买入”评级, 六个月目标价33元, 对应2016年50xPE。(未考虑“和顺能源”业务与可能的售电业务)

风险

- 充电桩建设进度低于预期;
- 变电站运维业务推广进度低于预期。

苏广宁 联系人
(8621)61620766
suguangning@gjzq.com.cn

姚罡 联系人
(8621)60935531
yaogang@gjzq.com.cn

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)60230213
zhangshuai@gjzq.com.cn

感谢何俊艺同学对本文做出的贡献

内容目录

传统主业持续萎缩，配网大投资背景下有望反弹	3
A 股充电设备弹性最大标的	4
新国标落地、国网回归、国务院发文，充电桩市场正式进入爆发期	4
A 股充电桩弹性最大标的，布局能源互联网	6
收购中导电力，一举多得	8
获取电力安装资质，带动配电业务发展	8
切入需求侧管理、变电站运维，有望获得立竿见影效果	9
通过需求侧管理获得用户粘性，售电业务是最终目标	10
估值	11

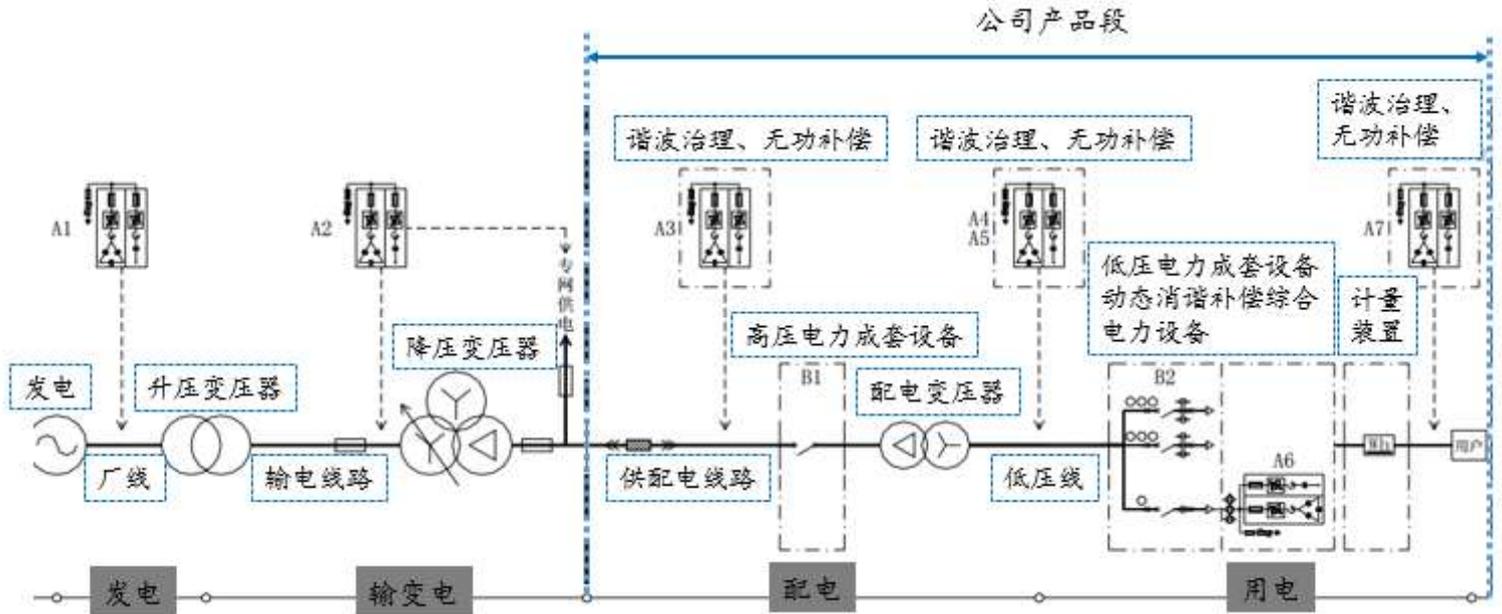
图表目录

图表 1：公司产品段	3
图表 2：主营业务毛利变化（单位：百万元）	4
图表 3：近期充电桩政策密集出台	4
图表 4：各国主要充电接口标准的比较	5
图表 5：国家电网在充换电设施领域发展路线图（2010-2014）	6
图表 6：艾能特直流充电机	6
图表 7：苏州金龙电动汽车充电站	7
图表 8：阳光充电 APP 与交流充电桩	7
图表 9：和顺能源未来主营业务	8
图表 10：中导电力股权结构	8
图表 11：2015 年夏天需求侧响应试点情况	9
图表 12：江苏中导云平台能源管理软件著作权	10
图表 13：中国能源互联网发展线路	11
图表 14：分产品预测	12

传统主业持续萎缩，配网大投资背景下有望反弹

- 公司成立于 1998 年，主要致力于计量表箱、电力成套设备和电能质量设备的研发、制造、销售和服务，并为用户提供综合性电力应用解决方案。

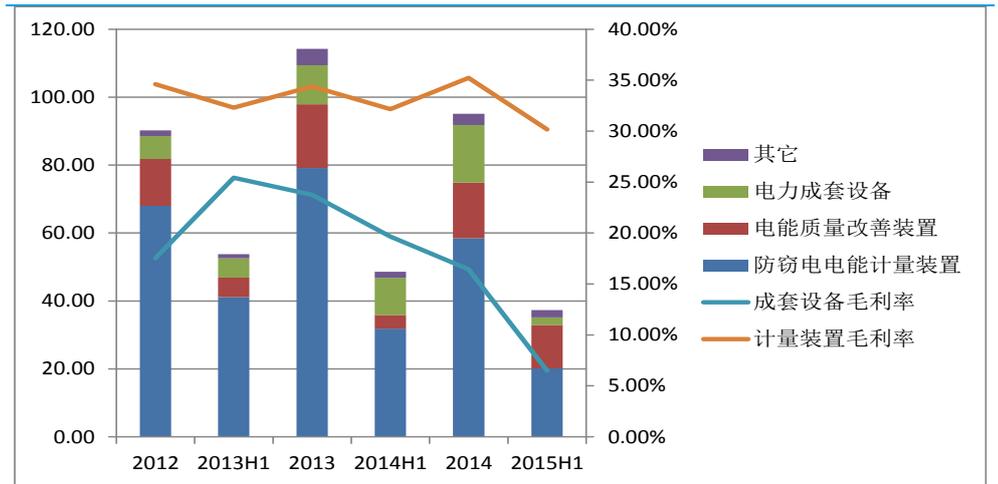
图表 1：公司产品段



来源：国金证券研究所

- 2015 年上半年实现营收 14,650.04 万元，同比下滑 18.54%，净利实现 1,688.80 万元，同比下滑 42.76%
 - 公司第一大主营业务为防窃电电能计量装置，常年占据公司毛利的 60% 以上，2014 年出现明显下滑。主要原因为 2014 年以前，江苏省电能计量箱的招投标范围仅局限于江苏省内的生产厂家，其他外省无法参与进来。然而，在国家电网公司要求下，2014 年改为面向全国招标，这种招标形式的改变，直接影响到该产品的销售订单。
 - 电力成套设备侧重于电能的分配和控制，产品包括箱式变电站、中置柜环网柜等，近年来动态谐波综合电力设备快速增长，带动成套设备销量提升。然而由于市场竞争激烈以及需求萎缩，2015 年中报亦出现明显下滑，同时毛利率大幅下跌至 6.49%
 - 电能质量改善产品（主要是电动汽车充换电设备）受益电动汽车充换电设备放量，2015 年中报同比大幅增长 111%
- 2015 年 8 月，配电网建设改造行动计划（2015—2020 年）出台，配网将迎来 2 万亿大投资。预期公司传统业务将出现反弹。

图表 2: 主营业务毛利变化 (单位: 百万元)



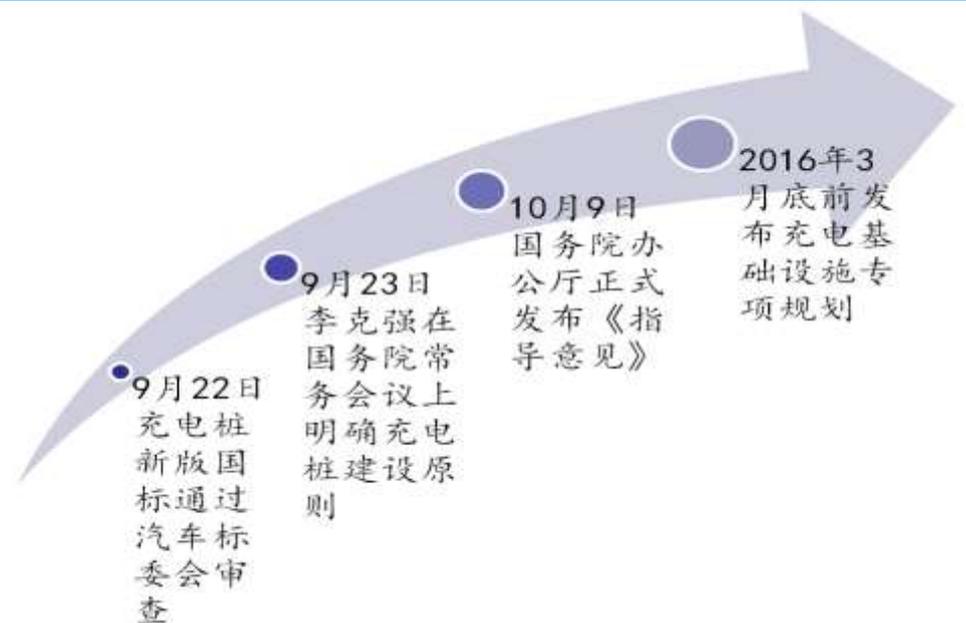
来源: 国金证券研究所

A 股充电设备弹性最大标的

新国标落地、国网回归、国务院发文，充电桩市场正式进入爆发期

- 2015 年 9-10 月，多项充电桩政策出台，行业正式进入集中建设阶段。
 - 10 月 9 日（周五），国务院办公厅正式发布《关于加快电动汽车充电基础设施建设的指导意见》
 - 意见要求，到 2020 年，基本建成适度超前、车桩相随、智能高效的充电基础设施体系，满足超过 500 万辆电动汽车的充电需求；建立较完善的标准规范和市场监管体系，形成统一开放、竞争有序的充电服务市场；形成可持续发展的“互联网+充电基础设施”产业生态体系，在科技和商业创新上取得突破，培育一批具有国际竞争力的充电服务企业。
 - 我们判断，对应 2020 年建成 1.2 万座充换电站、480 万台充电桩，设备需求约 1000 亿元，即年投资额 200 亿元左右。

图表 3: 近期充电桩政策密集出台



来源: 国金证券研究所

- 标准化是制约国内充电桩市场发展的核心问题之一。2015年9月22日，国家工信部网站公告，新版 GB/T 20234《电动汽车传导充电用连接装置》3项系列国家标准通过全国汽车标准化技术委员会电动车辆分技术委员会的专家审查。标志着原定于2014年底发布的新版标准终于落地。
- 标准化问题一直困扰我国电动汽车的发展。在2011年以前，没有国标出台，充电基础设施标准不统一，对新能源车的推广是灾难性的，大量前期安装的充电设施无法纳入公共充电服务体系，只得废弃；
- 2011年12月27日，工业和信息化部公布了有关电动汽车充电接口和通信协议的四项国家标准，这些标准于2012年3月1日正式实施，被认为是电动汽车领域的基础性法规。然而，由于标准制定之初应用经验和数据积累不足，充电接口和通讯协议标准的部分条款和技术细节规定不够细致，应用过程中出现不同车辆和充电设施之间还存在不能完全兼容的问题。
- 本次新版充电接口标准修订主要包括：提高了电压和电流等级，从而提高了充电功率；调整了信号针和机械锁的部分尺寸，优化了连接时序，明确了电子锁的有关要求，提高充电安全性。
- 新版国标的推出为行业快速发展奠定了基础。

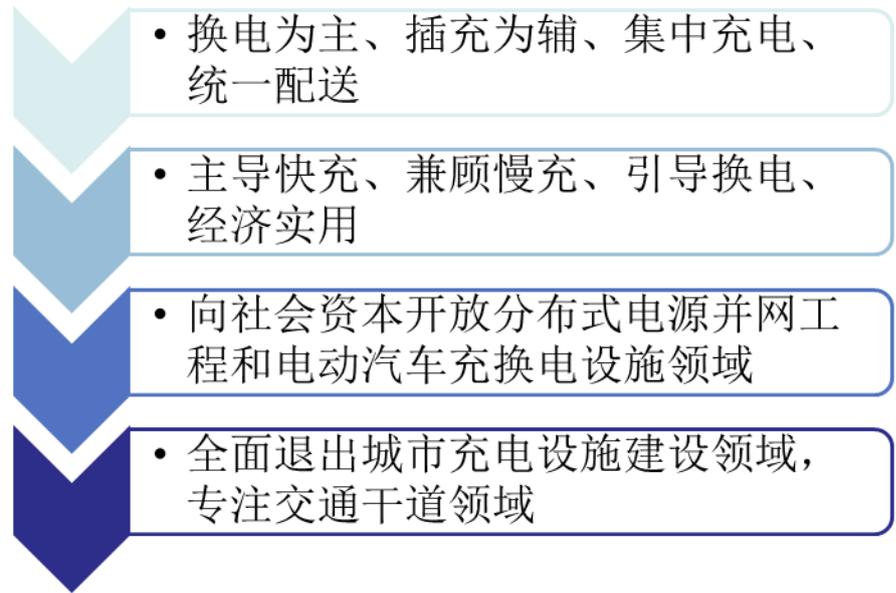
图表 4：各国主要充电接口标准的比较

				
	Type 1	Type 2	GB	JP
交流	 SAE J1772 / IEC 62196-2	 IEC 62196-2	 GB/T 20234.3-2011	 IEC 62196-2
直流	 IEC 62196-3*	 IEC 62196-3	 GB/T 20234.3-2011	 CHAdeMO / IEC 62196-3
组合式	 SAE J1772 / IEC 62196-3	 IEC 62196-3		

来源：公开资料，国金证券研究所

- 国网近期重启招标，4季度设备招标金额约15-20亿元。国网的回归，并不意味着它将维持原有意图垄断充电市场的立场，而是作为市场新增的采购主体，有力推动行业发展。
- 2014年8月初国网暂停了第3批充换电设备招标，全面退出城市内充电设施建设领域。一方面源于充电站建设运营持续亏损，另一方面源于外界对其试图垄断充电市场的诟病以及售电剥离预期。
- 然而，经过一年的发展，民营企业并没有很好地接过充电基础设施建设的大旗，整体进度低于预期，主要源于民企对投资回报率的担忧。
- 未来，以国家电网、铁塔公司、石化公司为代表的大型国企，将以更开放的态度投资充电网络建设，百家争鸣，共同促进行业发展。
- 本次《意见》中明确指出，要充分发挥市场主导作用，通过推广政府和社会资本合作(PPP)模式、加大财政扶持力度、建立合理价格机制等方式，引导社会资本参与充电基础设施体系建设运营。鼓励企业结合“互联网+”，创新商业合作与服务模式，创造更多经济社会效益，实现可持续发展。

图表 5: 国家电网在充换电设施领域发展路线图 (2010-2014)



来源：国金证券研究所

A 股充电桩弹性最大标的，布局能源互联网

- 公司自 2009 年起，开始研发第一代电动汽车充换电站用设备，完整经历国内充电桩行业变革，至今产品已经成熟，性能优异，**预计 2015 年营收可以达到 8000 万-1 亿元 (2014 年总收入 3.25 亿)**。
- 2014 年 7 月，公司使用超募资金 1,684 万元出资设立控股 (90.54%) 子公司艾能特 (苏州) 能源技术有限公司 (以下简称“艾能特能源”)，以做大做强智能化电能质量产品、电动汽车充电装置、交/直流电源等具有行业前景的产品。目前，公司直流充电机采用“艾能特”品牌。
 - 直流充电机为公司充电设备主要收入来源，我们预期随着行业爆发，**2016 年将至少达到 100% 以上增长**。
 - 公司 2014 年已承建苏州金龙电动汽车充电站、上海天山路电动汽车充电站等多个 3000kw 以上的中大型充电站。

图表 6: 艾能特直流充电机



来源：和顺电气，国金证券研究所

图表 7: 苏州金龙电动汽车充电站



来源: 和顺电气, 国金证券研究所

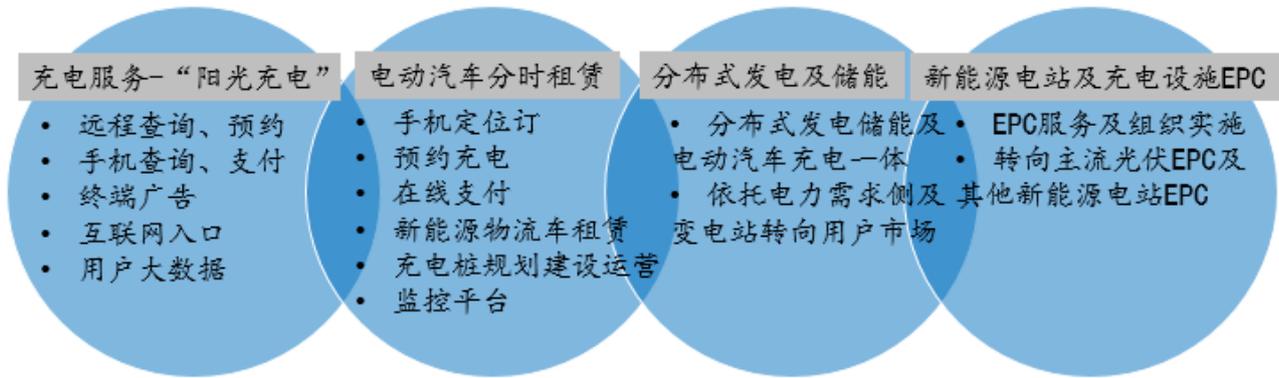
- 2015 年 8 月, 公司使用超募资金 4,000 万元作为一期初始投资设立全资子公司苏州和顺能源投资发展有限公司 (以下简称“和顺能源”), 着力投资发展四大业务单元: 电动汽车充电服务, 电动汽车分时租赁及运营, 分布式发电及储能, 新能源电站及充电设施的 EPC 项目。
 - “和顺能源”首要工作即打造“阳光充电”品牌下的“互联网+充电设施”运营服务, 目前 APP 已上线。
 - “阳光充电”将拓展电动汽车分时租赁及相关领域, 目前已购置 40 辆北汽新能源汽车准备试运行。
 - 此外, “和顺能源”瞄准国内光伏 EPC 市场, 力争在 2 年内跻身主流光伏及其他新能源电站 EPC 服务商序列;
 - 未来公司将打造分布式发电、储能及电动汽车充电为一体的系统及应用, 并依托电力需求侧及变电站运维管理平台逐步向用户市场靠近, 满足今后能源互联网发展的需求;

图表 8: 阳光充电 APP 与交流充电桩



来源: 国金证券研究所

图表 9：和顺能源未来主营业务



来源：国金证券研究所

收购中导电力，一举多得

- 中导电力成立于 2006 年，长期致力于需求侧能源管理服务及智能变电站运维服务，为工业、建筑、市政基础设施及交通行业提供能源持续增效服务。公司拥有江苏省电能服务企业资质。公司目前配合国家电网承担着区域内公变及输电线路的巡视、运维及高压带电工作，具有国家电力监管委员会颁发的《承装（修、试）电力设施许可证》；同时也获得了住房和城乡建设局颁发的建筑业企业资质证书、安全生产许可证证书及企业信用管理手册。公司还陆续获得了《卫星地面接收设施安装许可证》、《有线电视工程资质认证证书》、《有线广播电视工程企业资质证书》。

获取电力安装资质，带动配电业务发展

- 2015 年 9 月，公司公告拟使用超募资金人民币 2,128 万元收购江苏中导电力有限公司（以下简称“中导电力”）100%股权并使用超募资金、超募资金利息及自有资金 1,778.21 万元与其他三名战略投资人共同对中导电力进行增资。增值后股权结构如下：

图表 10：中导电力股权结构

序号	股东名称	出资额（万元）	出资比例	出资方式
1	苏州工业园区和顺电气股份有限公司	2937	79.378%	货币
2	姚福平	631	17.054%	货币
3	李良仁	113	3.054%	货币
4	唐晓依	19	0.514%	货币
	合计	3700	100%	

来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司前期不具备电力安装资质，电力总包项目只能通过合作方共同参与项目的招标，在一定程度上限制了公司配电业务板块发展。
- 中导电力具有国家电力监管委员会颁发的《承装（修、试）电力设施许可证》，同时也获得了住房和城乡建设局颁发的建筑业企业资质证书、安全生产许可证证书。
- 收购中导后，总包资质的取得将扩大公司在变配电业务板块所提供解决方案的广度及深度，带动成套设备等产品销量，扩大业务规模。

切入需求侧管理、变电站运维，有望获得立竿见影效果

- 中导电力是江苏省经信委需求侧管理平台下的电能服务企业，能够按照主管部门所规定的通讯规约有效采集用户电力数据，汇总到省经信委及电力公司；并能够快速组织其平台下工业用户响应减少尖峰用电、建立能效电厂的示范要求。
- 电力需求侧管理的主要目的是引导用户高峰时少用电、低谷时多用电，提高供电效率、优化用电方式、推广节能改造。
- 苏州由于其较大的工业用户变电站数量及其稳步增长的年用电量被国家发改委在 2011 年确定为包括“苏州、北京、唐山、佛山”在内的首批电力需求侧管理试点城市之一。
- 公司通过需求侧能源管理服务，可为客户制定个性化的电力节能降耗方案，从而提升公司包括 SVC、SVG、MCR、VQC、APF、TSC 以及 DCC 等高低压电能质量产品的销售及服务。

图表 11: 2015 年夏天需求侧响应试点情况

今年夏季试点城市需求响应情况 单位: 万千瓦

时间	地点	响应数量	邀约负荷	实际消减负荷
7月30日	佛山市	33家用户、3家电能服务 (签订协议逾60家)	4	4.2
7月30日	苏州市	24家用户、5家负荷集成商	-	23
8月4日	江苏省	513家用户、8家负荷集成商 (签订协议586家)	162.74	165.77
8月12日	北京市	74家用户、17家负荷集成商	-	7.3.66(13日)

来源: 能源杂志, 国金证券研究所

- 中导电力目前配合国家电网承担着区域内公变及输电线路的巡视、运维及高压带电工作并且长期服务于其变电站智能运维平台上的签约用户。未来，公司将大规模开拓用户数量，发展中导云管理平台，扩展布局“变电所运维”领域。
- 江苏是用电大省，长期位居全国前两位，苏州是江苏第一用电大户，占据省内 1/4 以上的用电量。公司地处苏州工业园，区位优势明显。
- 变电所的专业智能运维通过变电站的二次设备改造以及管理监控平台的上线，通过在线系统实时监测、远程管理、现场维护的手段，让用户安心的适当减少电工配置；同时通过用户用电信息分析，为用户提供智能化、个性化的服务。
- 变电所运维业务边际利润率高，公司目标在 2016 年将运维客户数量扩展到 2000 家，预期净利润 4000-5000 万元。

图表 12：江苏中导云平台能源管理软件著作权



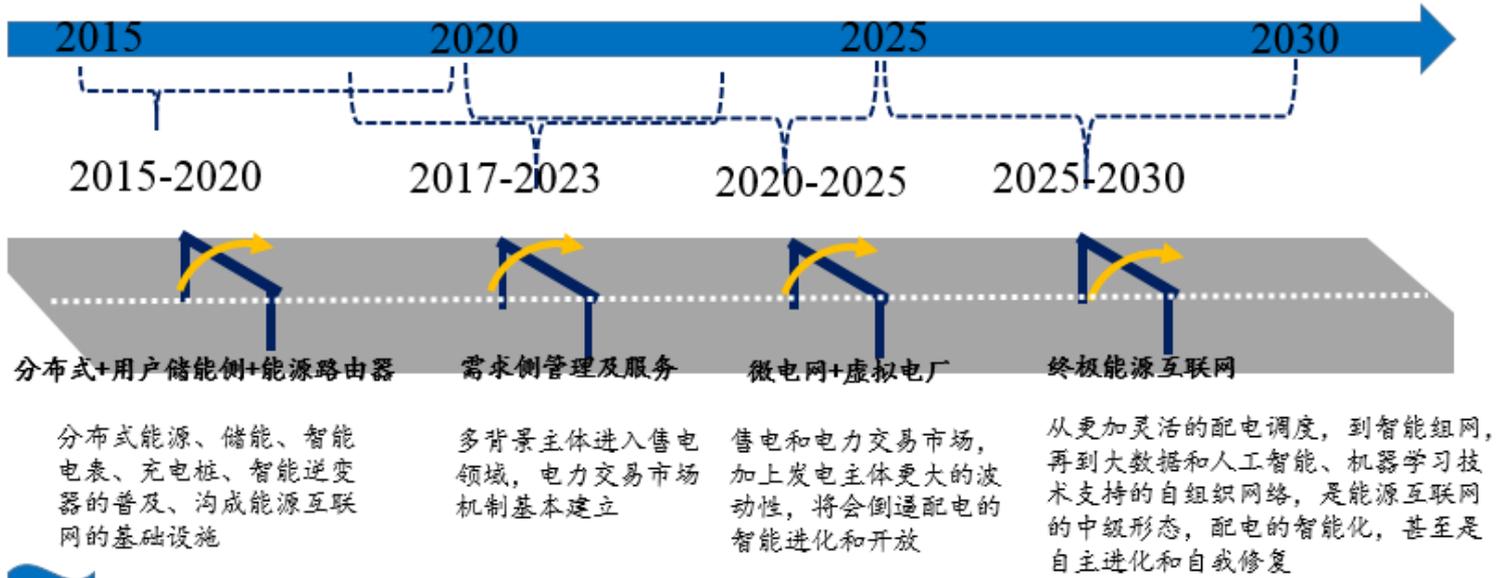
来源：国金证券研究所

通过需求侧管理获得用户粘性，售电业务是最终目标

- 售电侧放开有望成为本轮改革的重大红利。
- 与电力设备买卖不同，需求侧管理以及智能变电站运维一般与用户签订比较长期的合同，能够产生较强的用户粘性，同时通过为用户提供节能改造、用电咨询等增值服务将大量的用户发展成为信任公司的长期用户。
- 积累大量的长期工业用户将为今后电力体制改革售电放开后，公司开展售电业务积累竞争优势。
- 需求侧管理与“和顺能源”的布局相辅相成，未来将打造分布式发电、储能及电动汽车充电为一体的系统及应用，并依托电力需求侧及变电站运维管理平台逐步向用户市场靠近，适应能源互联网发展需求。

图表 13：中国能源互联网发展线路

中国能源互联网发展线路



最终目标：去网络化，端到端的直接沟通和调节，实现能源信息在供给与需求端的互融

来源：世纪新能源网，国金证券研究所

估值

- 我们判断，充电设备将成为公司近 3 年主要增长动力，预期 2016 年，利润贡献将大幅超过防窃电计量装置，成为公司第一主营业务。
- 中导电力的需求侧管理业务，2016 年将明显贡献利润，其中主要收入来自变电站运维。
- 成套设备等将明显受益配网大投资，2016 年恢复增长。
- 远期来看，“互联网+充电设施”运营，分时租赁，光伏 EPC，负荷集成商，售电等业务都将贡献收益（这里暂不考虑）。
- 我们预计公司 2015-2017 年，EPS 为 0.19, 0.66, 0.89，对应当前估值为 132x/37x/27x，给予“买入”评级，六个月目标价 33 元，对应 2016 年 50xPE。

图表 14: 分产品预测

	2012	2013H1	2013	2014H1	2014	2015H1	2015E	2016E	2017E
防窃电电能计量装置									
收入 (百万元)	196.58	127.42	230.20	99.07	165.94	66.69	116.16	139.39	167.27
YOY			17%	-22%	-28%	-33%	-30%	20%	20%
成本 (百万元)	128.58	86.27	151.04	67.21	107.50	46.57	78.99	96.18	117.09
毛利率	34.59%	32.29%	34.39%	32.16%	35.22%	30.17%	32.00%	31.00%	30.00%
毛利 (百万元)	68.00	41.15	79.16	31.86	58.44	20.12	37.17	43.21	50.18
毛利占比	75.38%	76.53%	69.32%	65.54%	61.43%	53.93%	46.52%	21.84%	19.15%
	2012	2013H1	2013	2014H1	2014	2015H1	2015E	2016E	2017E
电能质量改善装置									
收入 (百万元)	35.71	20.90	48.75	19.37	45.32	40.82	99.70	259.23	337.00
YOY			37%	-7%	-7%	111%	120%	160%	30%
成本 (百万元)	21.94	15.19	30.03	15.34	28.95	27.99	66.80	176.28	232.53
毛利率	38.56%	27.32%	38.40%	20.81%	36.12%	31.43%	33.00%	32.00%	31.00%
毛利 (百万元)	13.77	5.71	18.72	4.03	16.37	12.83	32.90	82.95	104.47
毛利占比	15.26%	10.62%	16.39%	8.29%	17.21%	34.39%	41.18%	41.93%	39.87%
	2012	2013	2014H1	2014	2015H1	2015E	2016E	2017E	
电力成套设备									
收入 (百万元)	38.78	22.27	48.57	55.45	103.14	34.22	72.20	93.86	131.40
YOY			25%	149%	112%	-38%	-30%	30%	40%
成本 (百万元)	31.98	16.61	37.04	44.55	86.18	32.00	65.70	81.66	111.69
毛利率	17.53%	25.42%	23.74%	19.66%	16.44%	6.49%	9.00%	13.00%	15.00%
毛利 (百万元)	6.80	5.66	11.53	10.90	16.96	2.22	6.50	12.20	19.71
毛利占比	7.54%	10.53%	10.10%	22.42%	17.83%	5.95%	8.13%	6.17%	7.52%
	2012	2013	2014H1	2014	2015H1	2015E	2016E	2017E	
需求侧管理									
收入 (百万元)							80.00	120.00	
YOY									50%
成本 (百万元)							24.00	36.00	
毛利率							70.00%	70.00%	
毛利 (百万元)							56.00	84.00	
毛利占比							28.30%	32.06%	
	2012	2013H1	2013	2014H1	2014	2015H1	2015E	2016E	2017E
其它									
收入 (百万元)	5.75	3.46	15.36	5.95	10.57	4.77	9.51	9.99	10.49
YOY			167%	72%	-31%	-20%	-10%	5%	5%
成本 (百万元)	4.11	2.21	10.57	4.13	7.21	2.63	6.18	6.49	6.82
毛利率	28.52%	36.13%	31.18%	30.59%	31.79%	44.86%	35.00%	35.00%	35.00%
毛利 (百万元)	1.64	1.25	4.79	1.82	3.36	2.14	3.33	3.50	3.67
毛利占比	1.82%	2.32%	4.19%	3.74%	3.53%	5.74%	4.17%	1.77%	1.40%
收入合计 (百万元)	277	174	343	180	325	147	298	582	766
YOY			24%	3%	-5%	-19%	-8%	96%	32%
成本合计 (百万元)	187	120	229	131	230	109	218	385	504
毛利合计 (百万元)	90	54	114	49	95	37	80	198	262
综合毛利率	32.59%	30.89%	33.31%	27.03%	29.27%	25.47%	26.85%	33.97%	34.20%

来源: 国金证券研究所

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	277	343	325	298	582	766	货币资金	358	323	271	300	300	327
增长率		23.9%	-5.2%	-8.4%	95.7%	31.5%	应收款项	82	208	250	268	421	508
主营业务成本	-187	-229	-230	-218	-385	-504	存货	144	98	65	56	97	126
%销售收入	67.4%	66.7%	70.7%	73.1%	66.0%	65.8%	其他流动资产	13	11	76	76	96	109
毛利	90	114	95	80	198	262	流动资产	597	640	661	700	914	1,071
%销售收入	32.6%	33.3%	29.3%	26.9%	34.0%	34.2%	%总资产	81.6%	80.6%	80.7%	80.8%	84.7%	86.1%
营业税金及附加	-1	-1	-2	-1	-2	-3	长期投资	46	44	42	41	41	41
%销售收入	0.4%	0.3%	0.7%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	77	96	102	111	109	116
营业费用	-10	-14	-13	-13	-20	-27	%总资产	10.6%	12.1%	12.4%	12.8%	10.1%	9.3%
%销售收入	3.6%	4.2%	4.0%	4.5%	3.5%	3.5%	无形资产	10	9	9	10	10	11
管理费用	-26	-28	-25	-28	-41	-51	非流动资产	135	154	158	166	165	172
%销售收入	9.5%	8.2%	7.7%	9.5%	7.0%	6.7%	%总资产	18.4%	19.4%	19.3%	19.2%	15.3%	13.9%
息税前利润 (EBIT)	53	71	55	37	134	181	资产总计	732	794	819	867	1,079	1,243
%销售收入	19.1%	20.6%	17.0%	12.5%	23.1%	23.6%	短期借款	0	0	0	21	34	0
财务费用	5	5	8	5	4	5	应付款项	140	150	124	124	217	281
%销售收入	-2.0%	-1.6%	-2.6%	-1.8%	-0.8%	-0.7%	其他流动负债	5	4	6	11	22	23
资产减值损失	-3	-7	-5	-6	-8	-9	流动负债	146	154	131	156	273	304
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	1	1	1	1	1	1
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	147	155	131	156	273	305
营业利润	55	69	58	36	130	177	普通股股东权益	585	639	687	710	804	935
营业利润率	20.0%	20.1%	18.0%	12.2%	22.4%	23.1%	少数股东权益	0	0	0	0	1	3
营业外收支	4	1	5	2	4	4	负债股东权益合计	732	794	819	867	1,079	1,243
税前利润	59	70	63	38	134	181	比率分析						
利润率	21.3%	20.3%	19.4%	12.7%	23.1%	23.6%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-8	-7	-11	-7	-23	-31	每股指标						
所得税率	13.3%	10.0%	17.7%	18.0%	17.0%	17.0%	每股收益	0.463	0.378	0.311	0.185	0.662	0.888
净利润	51	63	52	31	111	150	每股净资产	5.299	3.858	4.117	4.252	4.814	5.602
少数股东损益	0	0	0	0	1	2	每股经营现金净流	-0.494	-0.003	0.081	0.167	0.023	0.576
归属于母公司的净利润	51	63	52	31	110	148	每股股利	0.100	0.100	0.100	0.050	0.100	0.100
净利率	18.4%	18.3%	16.0%	10.4%	19.0%	19.3%	回报率						
							净资产收益率	8.73%	9.81%	7.56%	4.35%	13.75%	15.85%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	6.98%	7.89%	6.34%	3.56%	10.24%	11.92%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	7.84%	9.96%	6.60%	4.16%	13.29%	15.99%
净利润	51	63	52	31	111	150	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	44.38%	23.86%	-5.22%	-8.43%	95.74%	31.54%
非现金支出	9	17	15	17	21	23	EBIT 增长率	61.87%	33.71%	-22.04%	-32.76%	262.68%	34.56%
非经营收益	-5	-6	-3	-1	-2	-3	净利润增长率	35.63%	22.73%	-17.10%	-40.60%	258.06%	34.13%
营运资金变动	-110	-74	-51	-19	-126	-74	总资产增长率	-3.64%	8.56%	3.12%	5.83%	24.45%	15.28%
经营活动现金净流	-55	0	14	28	4	96	资产管理能力						
资本开支	-43	-27	-17	-19	-7	-17	应收账款周转天数	79.4	146.1	244.7	300.0	240.0	220.0
投资	-49	0	0	1	0	0	存货周转天数	251.7	193.1	129.9	95.0	95.0	95.0
其他	0	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	258.4	207.6	195.8	186.0	183.0	180.0
投资活动现金净流	-91	-27	-17	-18	-7	-17	固定资产周转天数	91.9	70.8	101.3	116.0	61.2	47.4
股权募资	0	0	12	0	0	0	偿债能力						
债权募资	-23	0	0	20	13	-34	净负债/股东权益	-61.24%	-50.49%	-39.35%	-39.34%	-33.06%	-34.89%
其他	-7	-8	-14	-1	-10	-18	EBIT 利息保障倍数	-9.7	-13.1	-6.5	-7.1	-30.4	-33.6
筹资活动现金净流	-30	-8	-1	20	3	-52	资产负债率	20.04%	19.56%	16.03%	18.04%	25.35%	24.51%
现金净流量	-176	-36	-5	29	0	27							

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