

顺络电子 (002138.SZ)

器件行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

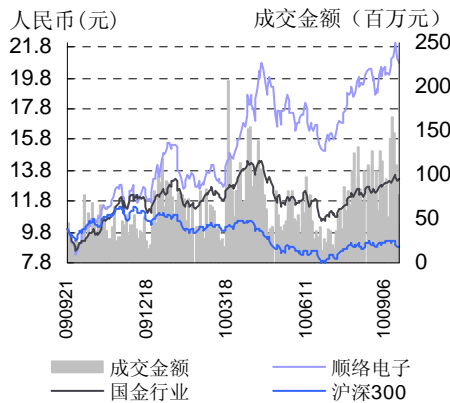
市价(人民币): 20.82元

目标(人民币): 25.89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)	166.48
总市值(百万元)	4,045.89
年内股价最高最低(元)	22.10/8.30
沪深300指数	2861.37
中小板指数	6616.99



消费创新推动顺络进入高速增长期

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.449	0.503	0.527	0.809	1.177
每股净资产(元)	5.29	4.29	5.00	6.15	7.90
每股经营性现金流(元)	0.70	0.83	1.17	1.45	2.03
市盈率(倍)	25.38	40.23	46.32	30.18	20.75
行业优化市盈率(倍)	24.34	53.82	53.82	53.82	53.82
净利润增长率(%)	-24.21%	45.56%	66.71%	53.46%	45.49%
净资产收益率(%)	8.48%	11.73%	16.78%	20.91%	23.71%
总股本(百万股)	94.00	122.20	194.33	194.33	194.33

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 公司未来三年将步入收入与盈利能力齐升的高速增长时期, 我们认为公司未来三年报表利润将保持复合 50% 增速增长: 1、多年的优质客户储备今始见效, 这些优质客户将逐步为公司带来高毛利率订单, 推动公司收入与毛利率齐升; 2、规模效应体现, 技术与成本优势更加明显; 3、中高端产品转移与本土市场壮大, 顺络成为收益程度最深公司。
- 携技术优势, 借优质客户资源, 成就行业领导地位: 1、公司技术实力并不逊色国际著名被动元器件企业, 技术实力强; 2、电感电阻产业集中度较低, 中高端产品往中国转移, 本土企业发展机遇大; 3、相比国内竞争对手, 公司拥有丰富的优质客户资源。

投资建议与盈利预测

- 技术优势与优质客户资源储备确保公司获得优质订单, 公司有望保持收入与毛利率双升态势, 从而推动其报表未来三年保持复合 50% 以上增速增长。我们维持“买入”评级, 给予公司 12 个月 25.89 元目标价, 相当于 2011 年 PE32 倍。
- 我们上调公司盈利预测, 预测 2010~2012 年公司实现净利润 102.45、157.23 和 228.75 百万元, 同比分别增长 66.71%、53.46% 和 45.49%, EPS 分别为 0.527、0.809 和 1.177 元。

程兵

分析师 SAC 执业编号: S1130208120262
(8621)61038265
chengb@gjzq.com.cn

内容目录

未来三年公司将保持复合 50% 以上增速增长	3
推动因素一：多年优质客户储备始见效，带来丰富的优质订单	3
推动因素二：创新电子产品层出不穷，带来了高质量市场需求	4
推动因素三：规模效应今体现，强化公司技术与成本优势	5
携技术之优势，借优质客户之资源，成行业领导者	6
顺络电子拥有国内领先，国际差距不显著的技术优势	6
产业集中度较低与中高端产品转移凸现中国本土企业发展机遇	7
上调盈利预测与目标价格，维持“买入”评级	9
中高端订单未来将获得超预期增长	9
上调公司目标价格至 25.89 元，相当于 2011 年 PE32X	9
附录：三张报表预测摘要	11

图表目录

图表 1：多年顺络电子储备了大批优质客户	3
图表 2：优质客户订单推动顺络电子毛利率迅速提升	4
图表 3：部分电感产品种类与应用领域（以顺络电子产品为例）	4
图表 4：部分电感产品种类与应用领域（以顺络电子产品为例）	5
图表 5：这几年公司规模迅速扩大	6
图表 6：顺络电子盈利能力显著好于其竞争对手	6
图表 7：顺络电子产品技术储备不逊色于国外竞争对手	7
图表 8：全球电感产业集中度十分低下	8
图表 9：日本被动元件出口量逐年下滑	8
图表 10：台湾电感出口收入增速逐年下滑	8
图表 11：全球电感市场情况	9
图表 12：相对估值水平	10
图表 13：销售收入预测	10

未来三年公司将保持复合 50% 以上增速增长

推动因素一：多年优质客户储备始见效，带来丰富的优质订单

- 优质客户势必带来优质订单，顺络电子多年来储备了大批优质客户，这些客户群成为为顺络电子不断提高高毛利率订单的源泉。
 - 顺络电子已经成功纳入这些优质客户的核心供应链，这意味着未来顺络电子势必充分享受这些客户消费创新产品的繁荣。

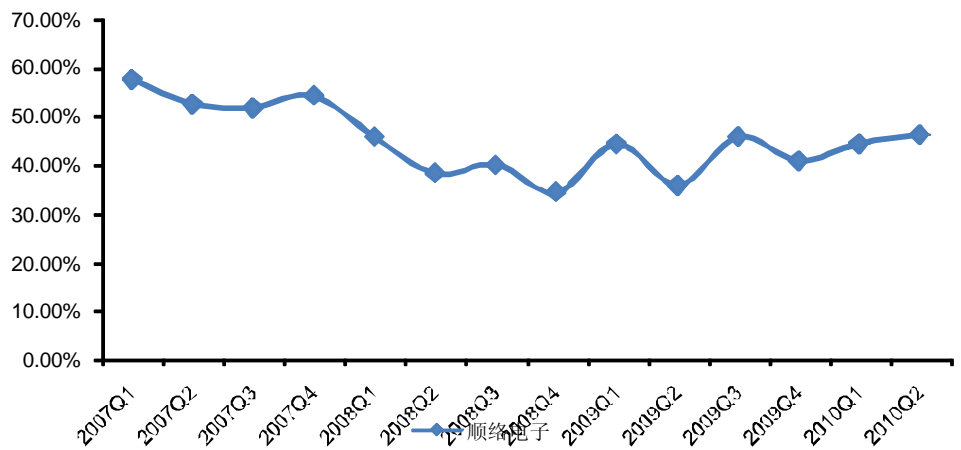
图表1：多年顺络电子储备了大批优质客户



来源：国金证券研究所整理

- 这些优质订单获得势必推动顺络电子未来出现毛利率与收入增长双升态势，这奠定了其未来三年高成长的基础。
 - 新增高毛利率订单充分提高了公司综合毛利率水平，从而提升了公司盈利能力水平。
 - 更重要的是，这些订单基本都是应用在消费创新产品上，这些新产品一旦受到市场追捧，势必造成公司订单超预期的增长。
 - 而从公司产品结构来看，2006 年~2008 年公司经历了产能迅速扩张的过程，公司通过接类似“山寨机”订单来满足产能充分利用，从而导致了 06 至 08 年其净利润略有下滑，而收入却实现了 100% 的增长。随着优质客户订单出现，公司有望扭转这种现象，产品结构改善将充分改善企业资产盈利能力！从而推动公司资产获得应有的价值。

图表2: 优质客户订单推动顺络电子毛利率迅速提升



来源: 国金证券研究所整理, 公司各季度报告

推动因素二: 创新电子产品层出不穷, 带来了高质量市场需求

- 创新电子产品层出不穷, 为被动元器件市场带来了全新的需求, 这种市场需求将拥有高毛利率, 增长超预期的显著特征。
- 电子产品终端多功能化为被动元器件在创新电子产品中获得充分应用。例如以 iPhone 为代表的智能手机, 产品多功能化、模块化设计导致一部手机对电感需求量有原先的 10~15 只上升到 30~40 只。

图表3: 部分电感产品种类与应用领域 (以顺络电子产品为例)

类别	片式绕线功率电感 (铁氧体树脂屏蔽)	片式绕线功率电感 (磁环屏蔽)	片式绕线铁氧体电感	片式叠层铁氧体电感
外观				
尺寸	3×3×1~12×12×7	3.3×3.3×1.1~12×12×8	2012~4532 (0805~1812)	1005~3216 (0402~1206)
电感量	0.82~120μH	1.0~1000μH	10nH~1000μH	47nH~100μH
应用领域	 消费类电子 计算机及周边	 LED照明 网络产品	 消费电子 计算机及周边	 通讯产品 办公自动化
类别	片式叠层陶瓷电感	片式绕线陶瓷电感	片式 LC 滤波器	片式天线
外观				
尺寸	0603~2012 (0201~0805)	1005~4532 (0402~1812)	1608~3225 (0603~1210)	3216~9020/35050
电感量	1~470nH	1nH~33μH	BPF: 1900~6000MHz LPF: 2400~6000MHz HPF: 1800~2500MHz	470~3000MHz
应用领域	 通讯 计算机 汽车电子 消费电子	 手机 调谐器 网络产品	 蓝牙产品 无线网卡 无绳电话	 蓝牙 蓝牙手机 移动电视 无线网卡

来源: 国金证券研究所整理

- 创新电子产品所需求的电感更在技术上提出了更高的要求，例如尺寸更小，Q 值更高等，这种技术要求提升了电感产品的毛利率水平。

图表4：部分电感产品种类与应用领域（以顺络电子产品为例）

类别	PATCH 天线	片式绕线共模扼流器	片式压敏电阻	片式 NTC 热敏电阻
外观				
尺寸	10×10×4~25×25×4	2012/3216 (0805/1206)	压敏电阻器: 1005~3216 压敏电阻排: 4 线、8 线, 2012	1005~2012 (0402~0805)
电感量	频率范围 900~1575~2500MHz	阻抗 67Ω~2200Ω	直流工作电压: 5.5~48.0V	电阻值 (25℃): 0.022~150KΩ
应用领域	 导航仪  RFID	 通讯产品  计算机及周边  消费电子	 通讯  消费电子  汽车电子  仪器仪表	 通讯终端  汽车电子  办公自动化
类别	片式叠层铁氧体磁珠		片式叠层铁氧体磁珠排	
外观				
尺寸	0603~4516 (0201~1806)		2010~3216 (0804~1206)	
电感量	GZ 系列用于低速信号线 SZ 系列用于高速信号线 PZ 系列用于大电流线路	HZ 系列用于抑制高频噪声 HPZ 系列用于抑制大电流线路的高频噪声 UPZ 系列用于超大电流线路	阻抗: 5~600Ω	
应用领域	 通讯产品  计算机及周边  消费类电子  仪器仪表		 计算机及周边  消费类电子  通讯产品	

来源：国金证券研究所整理

- 显然，这种需求量超预期增长、高毛利率的市场对拥有技术优势的企业来说是一种机遇与挑战，是这些企业争相追逐的市场。
- 显然，能够获得这种高毛利率订单将显著提升企业竞争力与长期发展能力，成为企业发展最佳机遇。
- 然而，技术的攻克与客户认证的通过成为这些企业的最大挑战，毕竟这些创新电子产品市场都是来自于国际著名电子产品制造商，这些企业对技术与产品质量的要求十分严格！

推动因素三：规模效应今体现，强化公司技术与成本优势

- 这几年公司产能得到迅速的扩大，截止止公司片式电感产能为 200 亿只，片式电阻产能为 50 亿只，五年复合增长分别为 50%与 100%（图表 5）。
- 这种产能增长速度显著高于行业增长速度。

图表5: 这几年公司规模迅速扩大

顺络电子产能增长情况				
产能 (亿只)	2005年	2007年	2010年	复合增速
片式电感	24.66	40	200	51.99%
片式电阻	1.49	10	50	101.91%
全球片式电感与电阻市场情况				
需求 (亿只)	2008年	2009年	2010年	复合增速
片式电感	5239	5278	6317	9.81%

来源: 国金证券研究所整理, 公司年报与招股说明书

- 产能迅速扩大, 公司规模效应得以体现。这种规模效应体现在以下几个方面:
 - 1、规模壮大后, 有利于吸引更多国际著名半导体企业成为公司的客户, 并加快释放订单。
 - 2、规模效应凸现成本优势, 从而进一步提升企业毛利率水平。
 - 3、强化企业技术优势。优秀的制造技术需要高质量订单来体现技术的附加值, 公司规模壮大有利于其获得更多高毛利率订单, 从而实现公司技术附加值。而规模壮大后也是公司进行技术研发的重要基础。

携技术之优势, 借优质客户之资源, 成行业领导者

顺络电子拥有国内领先, 国际差距不显著的技术优势

- 这种技术优势体现在毛利率水平上。相比台湾与日本公司, 我们发现公司毛利率水平显著高于这些企业, 这显示公司与这些企业技术差距并不明显。
 - 顺络电子毛利率水平平均比其竞争对手高 15%以上, 扣除成本优势, 说明顺络电子产品档次与国际企业相差不大, 这显示了公司与国际企业技术差距并不明显。

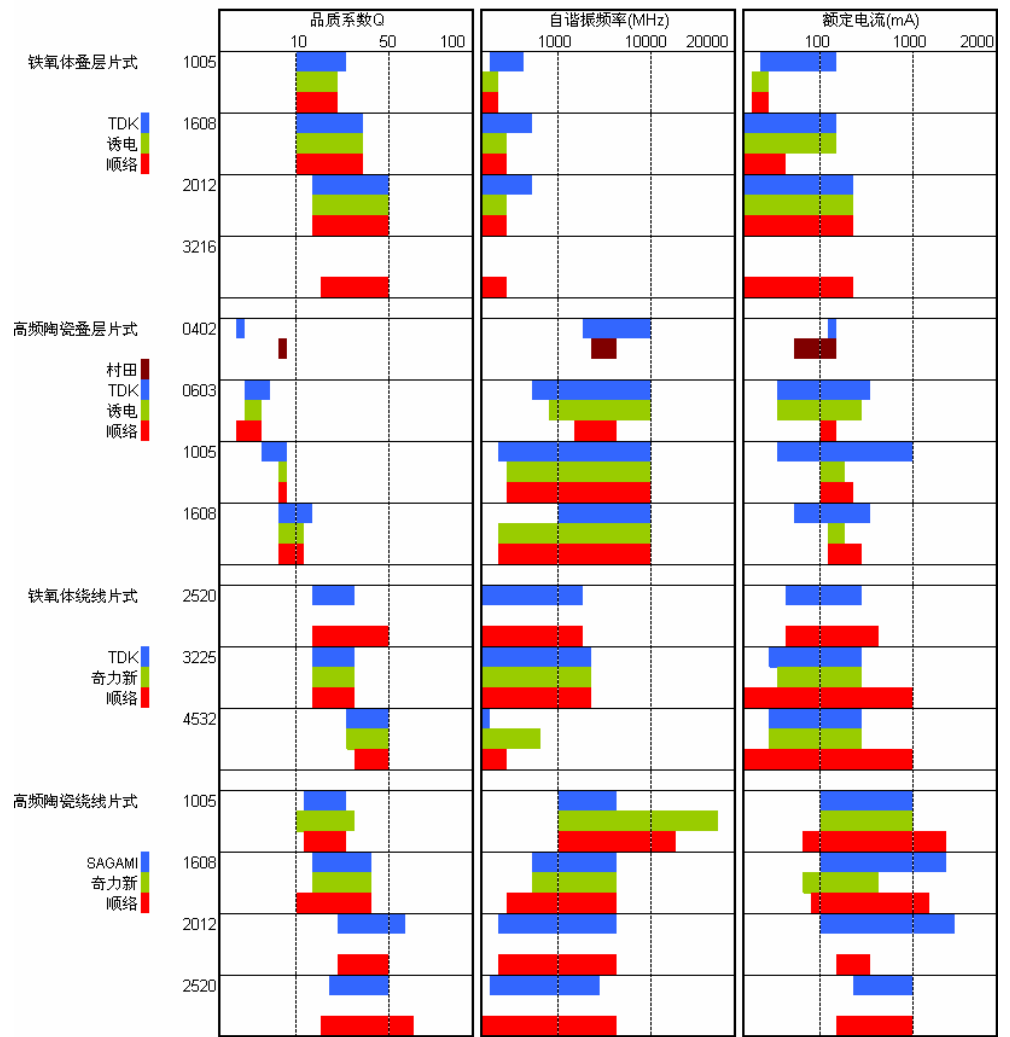
图表6: 顺络电子盈利能力显著好于其竞争对手

国家、地区	公司	2006	2007	2008	2009
中国	顺络电子	57.40%	53.60%	37.80%	41.70%
	风华高科	31.40%	29.50%	19.40%	18.68%
台湾地区	奇力新	30.20%	28.30%	22.00%	20.78%
	千如	29.50%	27.10%	20.20%	18.00%
	乾坤科技*	27%	26.10%	20.50%	26.82%
	美磊	19.70%	36.50%	37.40%	34.81%
日本	TDK	27.70%	26.64%	16.70%	23.62%
	村田	40.70%	38.60%	24.00%	27.90%
	诱电	25.40%	24.72%	11.88%	18.69%
	东光	22.00%	22.30%	16.38%	17.66%

来源: 国金证券研究所

- 这种技术优势也体现在公司的产品储备上。公司产品储备情况并不逊色于台湾与日本公司 (图表 7)。

图表7: 顺络电子产品技术储备不逊色于国外竞争对手

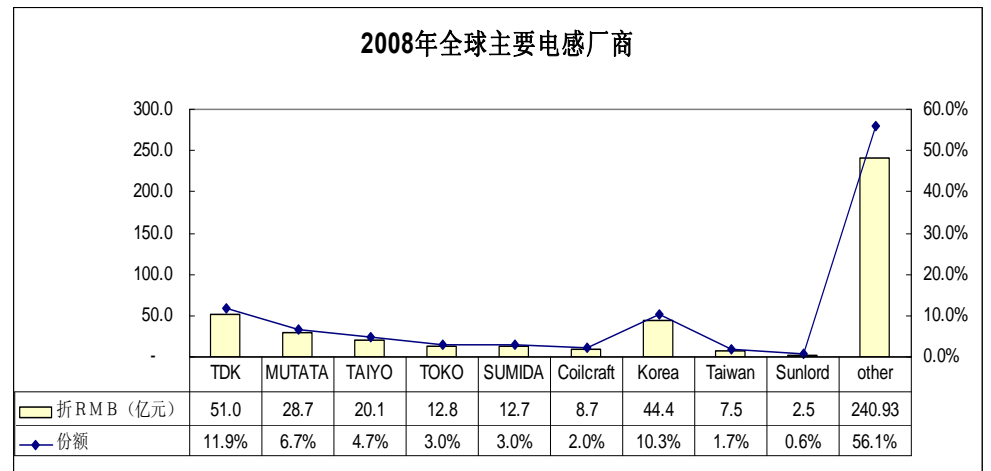


来源: 国金证券研究所整理

产业集中度较低与中高端产品转移凸现中国本土企业发展机遇

- 全球片式电感与电阻产业集中度十分低下，这凸现了企业发展空间。
 - 全球最大企业仅拥有 11% 市占率，前十大企业拥有的市占率不到 50%，市场集中度较低为企业提供了良好的发展空间。

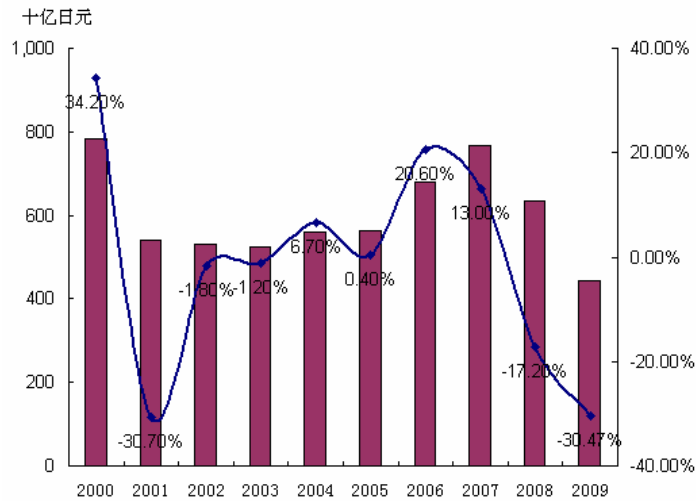
图表8: 全球电感产业集中度十分低下



来源: 国金证券研究所整理

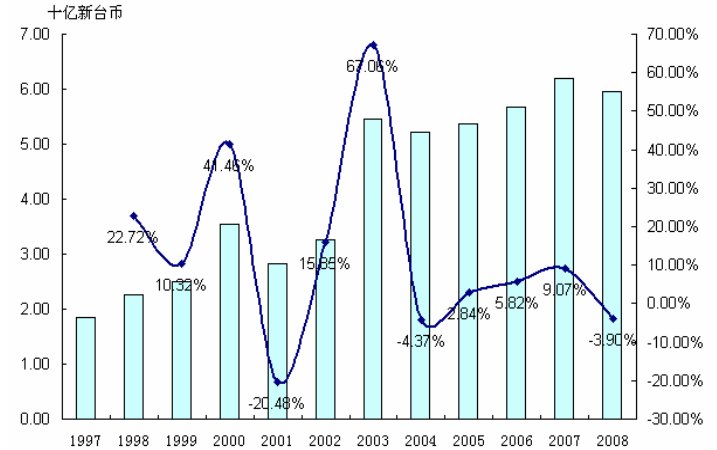
- 目前看来, 电感行业的产能转移已经在进行之中, 我们可以从近几年日本与中国台湾地区的出口下降或者增速放缓来验证, 比较 2010 年的供需数据我们认为未来将会有更大规模的产能转移。;
- 产能转移沿着日本→台湾地区→中国大陆沿海→中国内陆与东南亚进行, 需要注意的是箭头所指是既反映了技术的强弱也反映了时间的先后;
- 高素质低成本的劳动力资源, 友好的招商引资环境及 2007 年国家发改委出台的《关于严格禁止落后生产能力转移流动的通知》对落后产能的限制, 共同促成了中高端产品产能向中国的转移;

图表9: 日本被动元件出口量逐年下滑

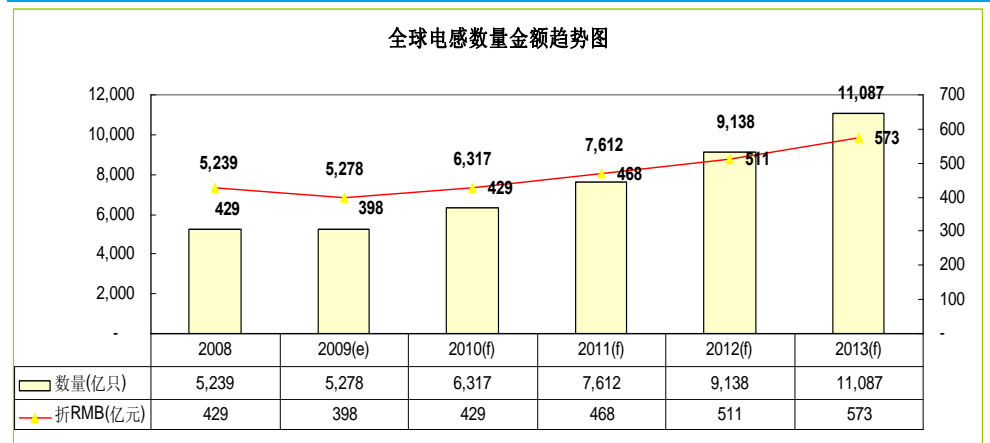


来源: 国金证券研究所整理, IT IS 智网, JEITA

图表10: 台湾电感出口收入增速逐年下滑



图表11: 全球电感市场情况



来源: 国金证券研究所整理

上调盈利预测与目标价格, 维持“买入”评级

中高端订单未来将获得超预期增长

上调盈利预测与目标价, 给予 12 个月 25.89 元目标价, 建议积极买入

- 我们上调了公司未来几年片式电感与电阻收入预测与毛利率判断。这是我们此次模型调整的重点。
 - 我们认为公司未来片式电感与片式电阻销售未来三年有望保持复合 35% 与 45% 以上增速增长, 上调依据在于判断企业优质客户资源由储备状态转化为订单释放阶段。
 - 这种订单释放主要体现在高毛利率产品, 我们因此调高了片式电感与片式电阻业务的毛利率水平。
- 我们上调公司盈利预测, 预测 2010~2012 年公司实现净利润 102.45、157.23 和 228.75 百万元, 同比分别增长 66.71%、53.46% 和 45.49%, EPS 分别为 0.527、0.809 和 1.177 元。
 - 盈利预测中已经考虑了公司股权激励导致的费用, 预计 2010~2012 年三年股权激励费用分别为: 22.00、11.00 与 1.70 百万元。因此, 公司实际经营复合增速为 40% 附近。

上调公司目标价格至 25.89 元, 相当于 2011 年 PE32X

- 技术优势与优质客户资源储备确保公司获得优质订单, 公司有望保持收入与毛利率双升态势, 从而推动其报表未来三年保持复合 50% 以上增速增长。我们维持“买入”评级, 给予公司 12 个月 25.89 元目标价, 相当于 2011 年 PE32 倍。
 - 高成长成为给予公司估值溢价的核心理由。

图表12: 相对估值水平

股票名称	收盘价 (元)	已上市流通 A股 (百万股)	10EPS (元)	EPS 11%10	11EPS (元)	12EPS (元)	10PE	11PE	PB
法拉电子	26.67	225.00	0.996	32.03%	1.315	1.724	26.78	20.28	5.60
莱宝高科	34.39	405.84	0.766	38.77%	1.063	1.416	44.90	32.35	8.39
欧比特	24.94	25.00	0.528	41.10%	0.745	1.004	47.23	33.48	4.45
广州国光	20.75	204.49	0.635	34.02%	0.851	1.152	32.68	24.38	6.27
得润电子	16.82	170.58	0.382	63.61%	0.625	0.988	44.03	26.91	8.90
士兰微	22.70	404.08	0.624	31.75%	0.822	1.121	36.39	27.62	10.71
华微电子	8.34	410.29	0.201	65.17%	0.332	0.457	41.49	25.12	2.85
长电科技	12.35	745.18	0.282	39.01%	0.392	0.512	43.79	31.51	5.39
平均							39.66	27.71	6.57
顺络电子	20.82	166.49	0.527	53.46%	0.809	1.177	39.49	25.73	10.11

来源: 国金证券研究所整理

图表13: 销售收入预测

项 目	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
产品销售收入 (单位: 人民币百万元)								
片式电感系列								
平均售价 (元/件)	0.04	0.04	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03
增长率 (YOY)	N/A	-6.22%	-8.00%	-6.00%	-5.00%	-4.00%	-3.00%	-3.00%
销售数量 (千件)	2,497.00	3,188.00	4,455.00	6,237.00	8,019.00	16,000.00	22,000.00	30,000.00
增长率 (YOY)	N/A	27.67%	39.74%	40.00%	28.57%	99.53%	37.50%	36.36%
销售收入 (百万元)	94.65	113.33	145.70	191.74	234.20	448.59	598.31	791.40
增长率 (YOY)	N/A	19.73%	28.56%	31.60%	22.14%	91.55%	33.38%	32.27%
毛利率	57.08%	56.37%	53.57%	37.76%	40.62%	46.60%	47.20%	47.40%
销售成本 (百万元)	40.62	49.45	67.65	119.33	139.07	239.55	315.91	416.28
增长率 (YOY)	N/A	21.71%	36.82%	76.40%	16.54%	72.25%	31.88%	31.77%
毛利 (百万元)	54.03	63.88	78.05	72.41	95.12	209.04	282.40	375.12
增长率 (YOY)	N/A	18.24%	22.18%	-7.23%	31.37%	119.76%	35.09%	32.83%
占总销售额比重	94.83%	90.98%	84.08%	77.24%	88.40%	90.04%	89.19%	88.03%
占主营业务利润比重	93.54%	89.40%	83.92%	69.09%	85.66%	88.75%	87.92%	86.67%
片式敏感器件系列								
平均售价 (元/件)	0.06	0.05	0.05	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
增长率 (YOY)	N/A	-16.99%	-12.00%	-9.00%	-6.00%	-3.00%	0.00%	0.00%
销售数量 (千件)	82.00	215.00	600.00	1,350.00	780.84	1,300.00	1,900.00	2,820.00
增长率 (YOY)	N/A	162.20%	179.07%	125.00%	-42.16%	66.49%	46.15%	48.42%
销售收入 (百万元)	5.16	11.24	27.59	56.50	30.72	49.61	72.50	107.61
增长率 (YOY)	N/A	117.64%	145.58%	104.75%	-45.63%	61.49%	46.15%	48.42%
毛利率	72.33%	67.38%	54.19%	57.35%	51.85%	53.40%	53.50%	53.60%
销售成本 (百万元)	1.43	3.67	12.64	24.09	14.79	23.12	33.71	49.93
增长率 (YOY)	N/A	156.58%	244.91%	90.59%	-38.61%	56.29%	45.84%	48.10%
毛利 (百万元)	3.73	7.57	14.95	32.40	15.93	26.49	38.79	57.68
增长率 (YOY)	N/A	102.75%	97.49%	116.72%	-50.85%	66.32%	46.43%	48.70%
占总销售额比重	5.17%	9.02%	15.92%	22.76%	11.60%	9.96%	10.81%	11.97%
占主营业务利润比重	6.46%	10.60%	16.08%	30.91%	14.34%	11.25%	12.08%	13.33%
销售总收入 (百万元)	99.81	124.56	173.29	248.24	264.91	498.20	670.81	899.01
销售总成本 (百万元)	42.05	53.11	80.29	143.42	153.86	262.66	349.62	466.21
毛利 (百万元)	57.76	71.45	93.00	104.81	111.05	235.53	321.19	432.80
平均毛利率	57.87%	57.36%	53.67%	42.22%	41.92%	47.28%	47.88%	48.14%

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)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	159	251	326	498	671	899	货币资金	216	70	50	140	194	364
增长率		57.9%	29.8%	52.8%	34.6%	34.0%	应收款项	56	83	95	112	151	197
主营业务成本	-74	-152	-190	-263	-350	-466	存货	33	52	59	73	98	130
%销售收入	46.4%	60.5%	58.3%	52.7%	52.1%	51.9%	其他流动资产	3	3	1	4	4	5
毛利	85	99	136	236	321	433	流动资产	309	208	205	329	446	696
%销售收入	53.6%	39.5%	41.7%	47.3%	47.9%	48.1%	%总资产	55.0%	31.1%	30.8%	43.6%	50.7%	61.6%
营业税金及附加	0	0	0	0	-1	-1	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	211	373	372	378	385	385
营业费用	-8	-12	-14	-23	-30	-40	%总资产	37.5%	55.6%	55.9%	50.2%	43.8%	34.0%
%销售收入	5.1%	4.8%	4.2%	4.6%	4.5%	4.5%	无形资产	41	85	83	44	46	48
管理费用	-20	-30	-40	-85	-98	-116	非流动资产	253	462	460	425	433	435
%销售收入	12.7%	12.1%	12.1%	17.1%	14.6%	12.9%	%总资产	45.0%	68.9%	69.2%	56.4%	49.3%	38.4%
息税前利润 (EBIT)	57	57	82	127	192	276	资产总计	561	670	665	754	880	1,131
%销售收入	35.7%	22.5%	25.2%	25.5%	28.7%	30.7%	短期借款	5	60	30	43	0	0
财务费用	-1	-7	-6	-5	-7	-6	应付款项	14	39	40	53	70	93
%销售收入	0.7%	3.0%	1.9%	1.1%	1.0%	0.7%	其他流动负债	11	11	24	47	58	71
资产减值损失	-1	-3	-2	-1	0	0	流动负债	30	110	94	144	128	165
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	42	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	30	62	47	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	102	173	141	144	128	166
营业利润	55	46	74	121	185	269	普通股股东权益	459	498	524	611	752	965
营业利润率	34.6%	18.4%	22.6%	24.2%	27.6%	29.9%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	4	2	-1	0	0	0	负债股东权益合计	561	670	666	754	880	1,131
税前利润	59	48	72	121	185	269	比率分析						
利润率	37.3%	19.1%	22.2%	24.2%	27.6%	29.9%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-4	-6	-11	-18	-28	-40	每股指标						
所得税率	6.1%	11.9%	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.593	0.449	0.503	0.527	0.809	1.177
净利润	56	42	61	102	157	229	每股净资产	4.886	5.294	4.289	4.997	6.154	7.896
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.420	0.696	0.831	1.170	1.453	2.028
归属于母公司的净利润	56	42	61	102	157	229	每股股利	0.000	0.300	0.300	0.130	0.130	0.130
净利率	35.0%	16.8%	18.9%	20.6%	23.4%	25.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	12.13%	8.48%	11.73%	16.78%	20.91%	23.71%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	9.92%	6.30%	9.23%	13.58%	17.87%	20.23%
净利润	0	42	61	102	157	229	投入资本收益率	10.54%	8.92%	12.58%	16.50%	21.73%	24.27%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	0	31	42	43	46	50	主营业务收入增长率	27.68%	57.86%	29.85%	52.82%	34.65%	34.02%
非经营收益	0	4	7	11	10	12	EBIT增长率	14.34%	-0.49%	45.64%	54.27%	51.45%	43.42%
营运资金变动	0	-13	-9	-13	-36	-43	净利润增长率	25.38%	-24.21%	45.56%	66.71%	53.46%	45.49%
经营活动现金净流	0	65	101	143	178	248	总资产增长率	138.70%	19.36%	-0.69%	13.36%	16.65%	28.51%
资本开支	-85	-104	-60	-11	-54	-51	资产管理能力						
投资	0	-118	0	-1	0	0	应收账款周转天数	103.9	87.7	82.5	72.0	72.0	70.0
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	130.3	102.5	106.8	102.0	102.0	102.0
投资活动现金净流	-85	-221	-60	-12	-54	-51	应付账款周转天数	37.4	44.6	55.6	55.0	55.0	55.0
股权募资	308	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	251.5	489.5	388.8	265.7	203.8	155.5
债权募资	-37	13	-30	-33	-43	1	偿债能力						
其他	-35	-13	-21	-7	-26	-28	净负债/股东权益	-36.78%	-2.00%	-3.78%	-15.82%	-25.78%	-37.60%
筹资活动现金净流	236	-1	-51	-41	-70	-27	EBIT利息保障倍数	52.5	7.5	13.5	23.3	27.6	44.0
现金净流量	151	-157	-10	90	54	170	资产负债率	18.20%	25.74%	21.24%	19.05%	14.54%	14.67%

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
强买	0	1	5	5	7
买入	0	2	8	8	9
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.67	1.63	1.62	1.60

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

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：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

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、复印件或复制品，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惟一因素。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的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

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: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室