安信证券 ESSENCE SECURITIES

2015 年 1 月 12 日

公司新股定价

证券研究报告

火炬电子（603678.SH）

自产军用 MLCC，代理受益消费电子

定价区间： **19.8－24.2 元**

发行数据	
总股本（万股）	12,480
发行数量（万股）	4,160
网下发行（万股）	2,500
网上发行（万股）	1,660
保荐机构	
发行日期	2015/1/14
发行方式	网下询价,上网定价

股东信息	
蔡明通	59.67%
蔡劲军	8.74%
王伟	8.07%
福建盈科成长创业投资有限公司	4.84%
福建盈科盛世创业投资有限公司	4.84%
王强	3.75%
傅孙奄	3.28%
黄海峰	1.31%
陈婉霞	0.79%
郑平	0.78%

%	1M	3M	12M
相对收益			
绝对收益			

赵晓光 分析师
SAC 执业证书编号：S1450514030002
zhaoxg@essence.com.cn
021-68766193

郑震湘 分析师
SAC 执业证书编号：S1450514060005
zhengzx@essence.com.cn
021-68763580

邵洁 分析师
SAC 执业证书编号：S1450514080002
shaojie@essence.com.cn

相关报告

■火炬电子主要从事电容器及相关产品的研发、生产、销售、检测及服务业务，其主营业务包括自产业务和代理业务。自产业务主要产品包括片式多层陶瓷电容器(业界常指 MLCC)、引线式多层陶瓷电容器以及多芯组陶瓷电容器，涉及 5 个军用质量等级， 1 个国标质量等级。代理业务主要通过下属公司完成，产品主要包括 AVX 的钽电解电容器、AVX 金属膜电容器、KEMET 铝电解电容器、太阳诱电的大容量陶瓷电容器等。

■火炬电子 MLCC 军用认证优势显著，市场空间庞大，具有扩产需求。2014 年全球 MLCC 产品市场规模预计为 86 亿美元，2012 年全球 MLCC 市场需求量达到了 26,000 亿只，2013 年增长至 29,100 亿只，2014 年预计将达到 32,500 亿只。中国作为电子产品制造大国，MLCC 消费量占全球前列，2009 年中国 MLCC 产品市场规模达到 225.9 亿元，2013 年上升至 359.7 亿元，2014 年中国 MLCC 产品市场规模预计为 387.4 亿元。军用 MLCC 要能适用在高温、低温、淋雨、盐雾等气候环境和在振动、冲击、高速运动等机械环境条件下保持性能的稳定性及可靠性，所以价格相对更高。2014 年中国军用 MLCC 产品市场规模预计将达到 16.4 亿元。

■募投三个建设项目，补充流动资金 8000 万。发行募集 3 亿元用于高可靠多层瓷介电容器生产基地建设项目、脉冲功率多层瓷介电容器扩展项目和技术研发中心建设项目。实现新增 9 亿只/年多层陶瓷电容器、0.025 亿只/年多芯组陶瓷电容器、60 万只/年脉冲功率多层陶瓷电容器的生产能力。

■投资建议：公司预计募投项目建设后产能将大幅提升，带动销量上升。我们预计公司 2014 年-2016 年的收入增速分别为 19%、32%、34%，净利润增速分别为 10%、38%、41%，2014-2016 年 EPS 为 1.07、1.10、1.56 元，新股上市后定价区间为 19.8-24.2 元，相当于 2015 年 18-22 的动态市盈率。

■风险提示：募投项目进展不达预期，MLCC 需求不达预期

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	709.6	804.4	953.3	1,262.1	1,695.3
净利润	113.2	120.9	133.3	183.4	259.3
每股收益(元)	0.91	0.97	1.07	1.10	1.56
每股净资产(元)	3.35	4.11	5.20	7.55	9.10

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
毛利率	32.1%	29.8%	28.8%	29.0%	29.9%
净利润率	16.0%	15.0%	14.0%	14.5%	15.3%
净资产收益率	27.1%	23.6%	20.5%	14.6%	17.1%
ROIC	51.9%	33.1%	25.5%	52.6%	35.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

1. 电容器渗透军用与民用，航空航天认证具有成长空间

1.1. 主营电容器自产及代理，产品用于军工与民用市场

火炬电子主要从事电容器及相关产品的研发、生产、销售、检测及服务业务，其主营业务包括自产业务和代理业务。

自产业务主要产品包括片式多层陶瓷电容器(业界常指 MLCC)、引线式多层陶瓷电容器以及多芯组陶瓷电容器，涉及 5 个军用质量等级，主要适用于航空、航天、船舰、兵器、电子对抗等武器装备军工市场及部分高端民用领域；涉及 1 个国标质量等级，主要适用于系统通讯设备、工业控制设备、医疗电子设备、消费类电子产品等民用市场。

代理业务主要通过下属公司完成，产品主要包括 AVX 的钽电解电容器、AVX 金属膜电容器、KEMET 铝电解电容器、太阳诱电的大容量陶瓷电容器等，主要适用于电力、轨道交通、风能、太阳能、汽车电子、智能手机等民用市场。公司及其前身自成立以来一直从事电容器的相关业务，主营业务未发生变化。

表 1：火炬电子自产产品分类

产品类别	产品名称	应用范围
片式多层陶瓷电容器	宇航级片式 1、2 类多层陶瓷电容器	适用于航天（空间）等有高可靠要求领域
	国军标片式 1、2 类多层陶瓷电容器	适用于航天、海域以及国防重点工程等领域
	军用七专片式 1、2 类多层陶瓷电容器	适用于航天、航空等地面电子设备及民用高端设备
	军用筛选片式 1、2 类多层陶瓷电容器	适用于一般军事武器装备应用及民用高端设备
	一般军用片式 1、2 类多层陶瓷电容器	适用于一般军用及民用高端设备
	CT41、CC41 型片式多层陶瓷电容器	民用设备
	CT48、CC48 型高压片式多层陶瓷电容器	民用高端设备
模压引线式多层陶瓷电容器	宇航级径向引线模压式 1、2 类多层陶瓷电容器	适用于航天（空间）等有高可靠要求领域
	国军标径向引线模压式 1、2 类多层陶瓷电容器	适用于航天、海域以及国防重点工程等领域
涂装引线式多层陶瓷电容器	军用七专引线式 1、2 类多层陶瓷电容器	适用于航天、航空等地面电子设备及民用高端设备
	军用筛选引线式 1、2 类多层陶瓷电容器	适用于一般军事武器装备应用及民用高端设备
	一般军用引线式 1、2 类多层陶瓷电容器	适用于一般军用及民用高端设备
	CT4、CC4 型独石电容器	民用设备
多芯组陶瓷电容器	CT4502、CT4302、CT4203、CCS49、CCK49	适用于航天、航空等地面电子设备及民用高端设备
	CCJ 型精密陶瓷电容器	适用于航天、航空等地面电子设备及民用高端设备

数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

表 2：火炬电子代理产品销售金额及品牌占比（单位：万元）

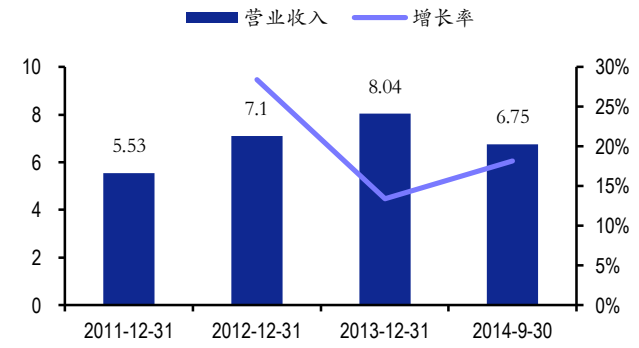
品牌	2011 年		2012 年		2013 年		2014 年 1-6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
太阳诱电	12479.48	40.66%	34450.26	75.71%	44413.80	80.30%	26066.16	84.40%
AVX	7290.77	23.75%	3973.05	8.73%	3726.71	6.74%	1703.17	5.52%
KEMET	3253.70	10.60%	2162.01	4.75%	2199.87	3.98%	1122.25	3.63%
其他	7669.50	24.99%	4915.73	10.80%	4968.72	8.98%	1990.70	6.45%
代理业务合计	30693.45	100.00%	45501.05	100.00%	55309.10	100.00%	30882.28	100.00%

数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

火炬电子片式多层陶瓷电容器销售主要面向军工客户，引线式多层陶瓷电容器主要面向消费类客户，前者产品要求高，价格较高，销售稳定，后者受制于宏观经济疲软，销售收入有所下降，但是自产业务销售基本保持稳定。公司代理业务占总营收比例高，增长带动总营业收入和净利润上升。小米与海康威视是公司的前五大代理业务客户，其中小米的销售今年连年攀升是公司代理业务增长较为迅速的主要原因。

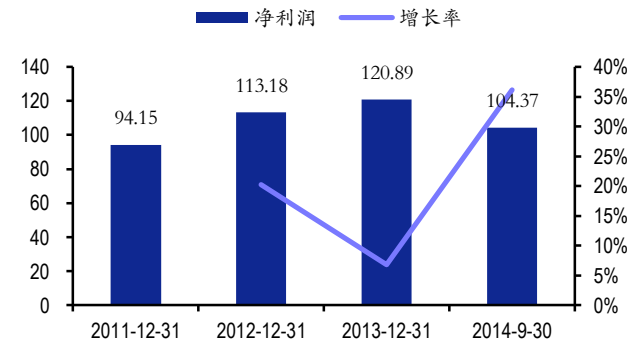
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 1：火炬电子营业收入及增长率（单位：亿元）



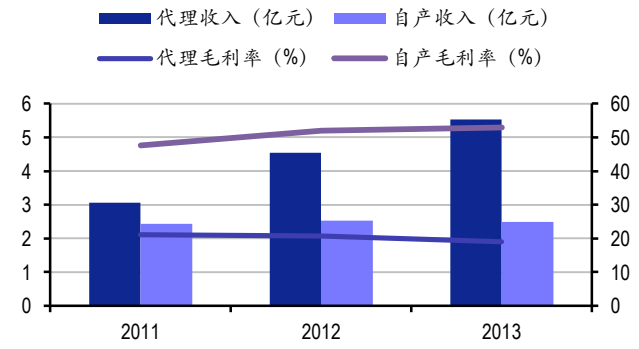
数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

图 2：火炬电子净利润及增长率（单位：百万元）



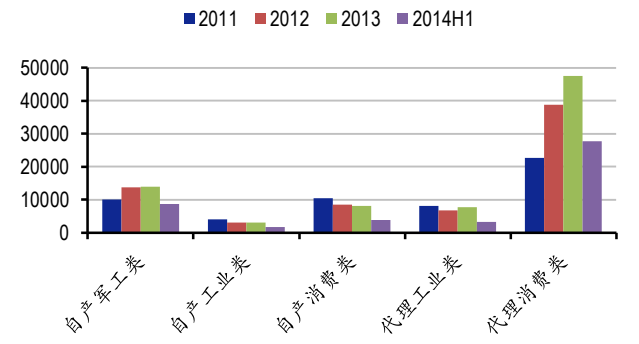
数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

图 3：火炬电子自产、代理业务情况



数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

图 4：火炬电子各领域产品销售占比



数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

1.2. 产能利用率饱满，自产看军工创新、代理看消费电子增长

公司自产产品但年销量基本保持稳定，我们认为这是军工产品需求较为稳定所致，未来军工需求加大有望带动公司陶瓷电容器产品销量上升。因为具体产品型号较多，产量、销量与营收和新产品的售价有紧密关系，例如公司片式多层陶瓷电容器针对军工客户研发，虽然销量下滑，但是 2012 年较上年增加 2,241.95 万元，增幅 18.11%，主要是由于公司通过技术研发投入，开发出更多满足客户需求的新产品，新产品价格一般较高，同时，军工类等客户的销售规模扩大，其对于产品要求较高，价格也相对较高，片式电容器产品平均单价从每只 0.37 元上升至每只 0.44 元。引线式多层陶瓷电容器主要针对消费类客户，由于 2012、2013 年，整个宏观经济处于较为疲软的态势，电子元件行业景气度较为低迷，公司引线式陶瓷电容器产品平均销售单价分别下降为 0.07 元/只、0.06 元/只，致使当年该产品虽然销量上升，但是销售收入有所下降。多芯组陶瓷电容器是公司 2009 年研发的产品，目前尚未实现量。，但是该产品主要应用于军工领域，从销量情况看 2014 年上半年已经接近 2013 年全年销量，我们预计该产品将为公司带来新的成长空间。同时，多芯组陶瓷电容器属于高价值产品，产品单价从 2011 年的 38.08 元每只上升至 2014 年的 95.55 元每只，技术进步和型号改良预计是主要价格上升因素。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 3：公司产品产能、产量、销量情况（单位：万只）

项目		2011	2012	2013	2014H1
片式多层陶瓷电容器	产能	45,000.00	50,000.00	50,000.00	25,000.00
	产量	38,151.09	32,210.51	33,561.29	19,645.52
	产能利用率	84.78%	64.42%	67.12%	78.58%
	销量	33,517.51	32,923.97	33,369.24	17,840.06
	产销率	87.85%	102.21%	99.43%	90.81%
引线式多层陶瓷电容器					
模压引线式多层陶瓷电容器	产能	400.00	480.00	480.00	240.00
	产量	385.56	341.43	352.66	177.01
	产能利用率	96.39%	71.13%	73.47%	73.75%
	销量	321.58	338.80	334.41	162.08
	产销率	83.41%	99.23%	94.83%	91.57%
涂装引线式多层陶瓷电容器	产能	130,000.00	130,000.00	160,000.00	80,000.00
	产量	111,301.22	141,203.64	161,761.47	76,370.09
	产能利用率	85.62%	108.62%	101.10%	95.46%
	销量	120,025.07	138,055.45	161,339.62	73,186.56
	产销率	107.84%	97.77%	99.74%	95.83%
多芯组陶瓷电容器	产能	6.20	14.00	20.00	10.00
	产量	6.00	13.58	16.00	10.95
	产能利用率	96.77%	97.00%	80.00%	109.50%
	销量	5.48	7.48	7.94	6.67
	产销率	91.33%	55.08%	49.63%	60.91%

数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

公司自产主要客户分散，代理客户集中。火炬电子自产业务的主要客户为国内大型企业集团、军工企业等，包括 AOC、中国航空工业集团公司西安航空计算技术研究所、中国航空工业集团洛阳电光设备研究所、中国航天科工集团第二研究院、南瑞集团公司等，客户较为稳定。报告期内，公司自产业务各年度前五大客户销售收入占自产业务收入的比重分别为 36.99%、42.41%、34.19%及 35.07%，公司当年前五大客户销售收入合计占自产业务销售收入的比重分别为 33.06%、34.66%、26.68%及 29.19%，前五大客户集中度有所变化，但是整体较为稳定。

代理业务公司在 2012、2013 年抓住智能手机热销的机会，如小米通讯在原有产品热销的基础上，持续推出多款智能手机，产销两旺，使得对其销售收入较上年同期大幅增加。同时向京东方（主要为液晶屏）、北京百纳威尔科技有限公司（智能手机）、杭州海康威视数字技术股份有限公司（主要为安防产品及解决方案）等客户分别较上年同期合计新增销售 2,461.11 万元、1,700.49 万元，带动了代理业务整体销售收入分别较上年同期大幅增加，增幅分别达到了 48.24%、21.56%。报告期内，公司向各年代理业务前五大客户销售收入累计占代理业务收入的比重分别为 34.92%、 72.69%、 73.04%及 77.05%。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 4：公司历年前五大客户销售额（单位：万元）

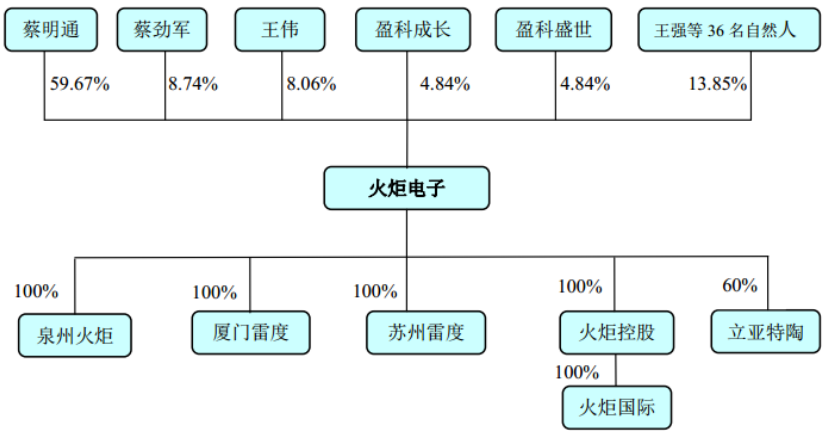
	客户	2011	2012	2013	2014H1
自产	AOC	2,600.95	2,821.07	2,429.13	1,102.59
	中国航空工业集团公司西安航空计算技术研究所	1,660.33	2,494.08	1,371.94	804.52
	合肥华耀电子工业有限公司	17.50	368.67	1,245.17	1,328.33
	陕西千山航空电子有限责任公司	52.97	58.58	344.23	467.77
	中国工程物理研究院电子工程研究所	76.93	719.25	318.04	425.02
	中国电子科技集团公司第四十三研究所	255.50	546.38	823.49	196.20
	南瑞集团公司	894.48	971.01	799.12	204.63
	中国航空工业集团公司洛阳电光设备研究所	555.19	924.88	713.55	132.33
	中国航天科工集团公司第二研究院	1,498.69	1,523.02	481.99	298.56
	深圳市中兴康讯电子有限公司	1,419.41	260.44	11.77	-
代理	小米通讯	19.26	25,524.08	32,450.81	20,525.70
	海康威视	421.60	969.26	2,528.74	927.49
	伊顿飞瑞慕品股份有限公司	3,666.13	3,189.29	2,144.76	609.98
	北京百纳威尔科技有限公司	281.82	1,075.79	1,331.12	618.31
	京东方	123.09	1,242.57	1,128.25	393.50
	上海给力物流有限公司	2,064.42	86.43	-	-
	HUA SHANG HANG/SHI TONG	1,467.62	-	-	-
	麦维讯电子（上海）有限公司	1,393.73	479.55	100.13	185.05
	AOC	1,281.51	507.95	714.24	535.87

数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

1.3. 公司股权集中，发行前后管理稳定

公司上市前后管理结构不会发生变化，股权较为集中。公司本次拟公开发行不超过 4,160 万股，发行后公司总股本不超过 16,640 万股，公开发行的股份占发行后总股本的比例不低于 25%。公司主要控制人蔡明通、蔡劲军将在公开发行后保持对公司管理控制，并限售 36 个月，王伟为外部财务投资者，从未参与公司日常经营管理，因为刑事案件涉及股份对公司产生经济影响，公司首次公开发行的股票在交易所挂牌交易前，若王伟因败诉导致上述被冻结股份被强制执行，蔡明通承诺进行全部购买。因此我们认为公司股权结构在上市后将保持稳定。

图 5：火炬电子股权结构图



数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

2. 航空航天器件技术要求高，行业需求巨大

2.1. 军品认证优势，国家重点扶持

火炬电子 MLCC 军用认证优势显著，国家重点扶持企业发展。根据《中国陶瓷电容器市场竞争研究报告》，公司自 2009 年起连续五年均位列国内军用 MLCC 厂商销售收入第二位。作为我国首批通过宇航级产品认证的企业，先后获得工信部国防科工局（原国家国防科学技术工业委员会）、总装备部和中国军用电子元器件质量认证委员会颁发的《武器装备科研生产许可证》、《装备承制单位注册证书》及《军用电子元器件制造厂生产线认证（QPL）合格证书》，多项产品通过了军用电子元器件质量认证（QPL），并承担了总装备部 33 项军工科研任务，其中已通过验收项目 19 项，在研项目 14 项。2011 年 6 月，国家发改委发布《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南（2011 年度）》，将高档片式元器件、高频器件列入优先发展的高技术产业化重点领域。

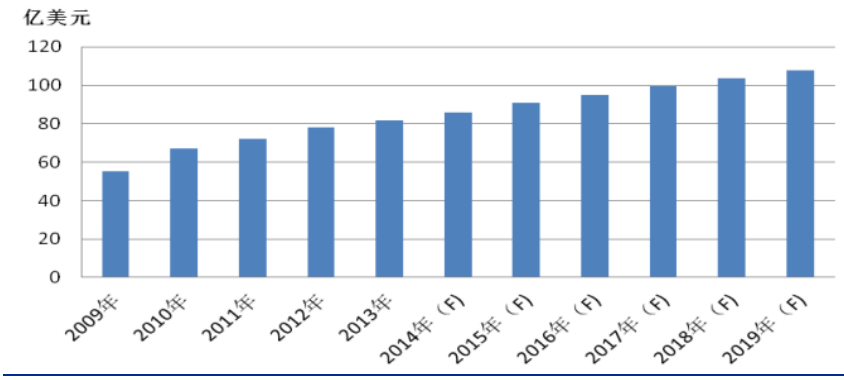
图 6：军工生产所需资质

数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

2.2. 电容器需求持续上升，军工 MLCC 前景广阔

MLCC 作为应用最为广泛的基础元器件，随着技术不断进步、性能不断提高，已成为全球用量最大、发展最快的片式元器件之一。2009 年受全球金融危机的影响，全球 MLCC 产品市场规模有所下降，为 55.2 亿美元，随着经济形势的好转，下游用户消费的回升，2010 年上升为 67.3 亿美元，2013 年为 81.8 亿美元，2014 年全球 MLCC 产品市场规模预计为 86 亿美元。而对于 MLCC 需求数量方面，2012 年全球 MLCC 市场需求量达到了 26,000 亿只，2013 年增长至 29,100 亿只，2014 年预计将达到 32,500 亿只。

图 7：2009-2019 年全球 MLCC 产品市场份额发展趋势与预测

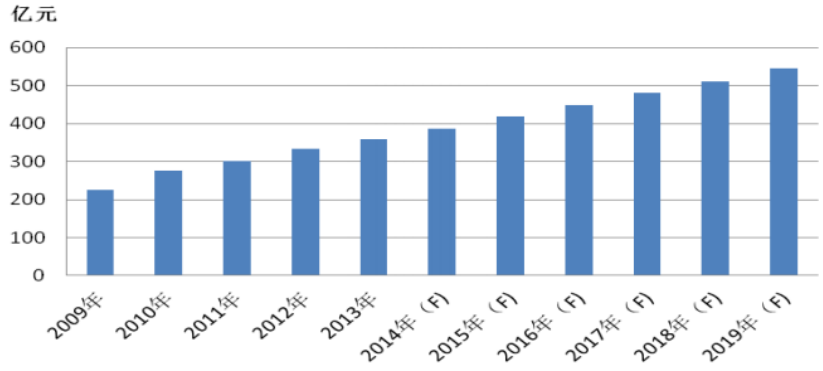


数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

中国作为电子产品制造大国，MLCC 消费量占全球前列，2009 年中国 MLCC 产品市场规模达到 225.9 亿元，2013 年上升至 359.7 亿元，2014 年中国 MLCC 产品市场规模预计为 387.4 亿元。而对于 MLCC 需求数量方面，2011 年中国 MLCC 需求量为 15,400 亿只，2012 年快速增长到 17,800 亿只，2013 年中国 MLCC 需求量为 19,950 亿只，2014 年中国 MLCC 需求量预计将达到 22,400 亿只。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

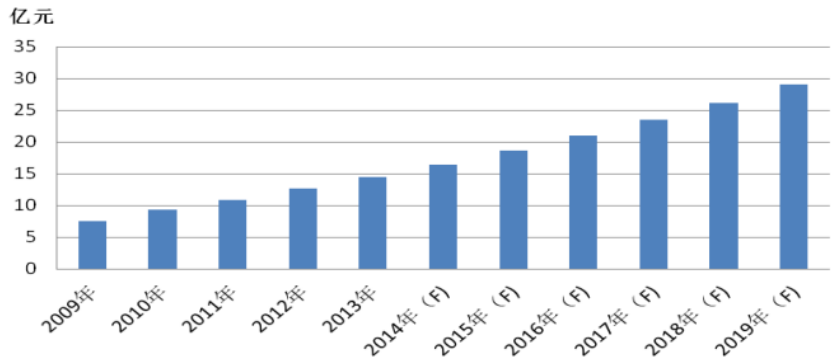
图 8：2009-2019 年中国 MLCC 产品市场份额发展趋势与预测



数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

随着我国国防事业的发展，装备现代化进程加快，军用高可靠 MLCC 作为基础元件，其市场前景也将较为广阔，军用 MLCC 要能适用在高温、低温、淋雨、盐雾等气候环境和在振动、冲击、高速运动等机械环境条件下保持性能的稳定性及可靠性，所以价格相对更高。2009 年中国军用 MLCC 产品市场规模达到 7.5 亿元，2010 年增长至 9.3 亿元，2011 年、2012 年分别达到了 10.9 亿元、12.6 亿元，2013 年为 14.4 亿元，2014 年中国军用 MLCC 产品市场规模预计将达到 16.4 亿元。

图 9：2009-2019 年中国军用 MLCC 产品规模发展趋势与预测



数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

3. 募投项目

公司募投项目 4 个，其中建设项目 3 个，预计募集合计 30189 万元，补充流动资金 8000 万元。

表 5：募投项目及进度（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金投资		
		建设期		投产期
		第一年	第二年	第三年
高可靠多层瓷介电容器生产基地建设项目	16530	5411.99	8118.01	3000
脉冲功率多层瓷介电容器扩展项目	9000	3900	3900	1200
技术研发中心建设项目	4659	2329.5	2329.5	
补充流动资金	8000			

数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

3.1. 高可靠多层瓷介电容器生产基地建设项目

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

通过新增国内外先进设备、仪器，扩建 1 条高可靠多层陶瓷电容器生产线，新建 1 条多芯组陶瓷电容器生产线，实现新增 9 亿只/年多层陶瓷电容器、0.025 亿只/年多芯组陶瓷电容器的生产能力。总投资 16,530 万元，其中，固定资产投资 13,530 万元，铺底流动资金 3,000 万元，将建于泉州市鲤城区常泰街道，由公司自行组织实施，计划建设期为 2 年，投产期 2 年，第一年生产负荷为 50%，第二年达到 80%，第三年达到 100%的生产能力。整个生产期预计新增年均销售收入 30,969 万元（不含税），年均利润总额 8,583.71 万元，年均净利润 6,437.78 万元。

3.2. 脉冲功率多层瓷介电容器扩展项目

脉冲功率多层陶瓷电容器能在高压条件下瞬间释放极大的能量，可应用于点火电路、引爆、频闪、电力继电保护、激光、闪光灯（脉冲照明）、油田勘探等。本项目将在利用高可靠多层陶瓷电容器生产基地项目生产能力的基础上，通过新增国内外先进设备、仪器，实现新增 60 万只/年脉冲功率多层陶瓷电容器的生产能力。本项目总投资 9,000 万元，其中，固定资产投资 7,800 万元，铺底流动资金 1,200 万元，将建于泉州市鲤城区常泰街道，由公司自行组织实施，计划建设期为 2 年，投产期 2 年，第一年生产负荷为 50%，第二年达到 80%，第三年达到 100%的生产能力。项目投产后，整个生产期预计新增年均销售收入 11,160 万元（不含税），年均利润总额 3,181.90 万元，年均净利润 2,386.42 万元。

3.3. 技术研发中心建设项目

技术研发中心主要围绕高可靠多层陶瓷电容器材料配方、工艺开展研究、开发及生产应用，总投资完全用于固定资产投资。在材料配方方面，针对我国航天、航空等不同产业的需求，开发对应的新材料，主要包括以下两个方面：一是建设一条“电子功能陶瓷粉末中试平台”将实验室 500 克的实验样品精准的放大至 10 千克量级，并达到产品的试样标准，保证实验室的配方成果能通过重复性试验，实现研究成果中试化；二是建设一条“固相法电子功能陶瓷粉末研发生产线”，负责把中试阶段完成的研究成果产业化。

图 10：火炬电子具体承担研发任务

数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

4. 投资建议

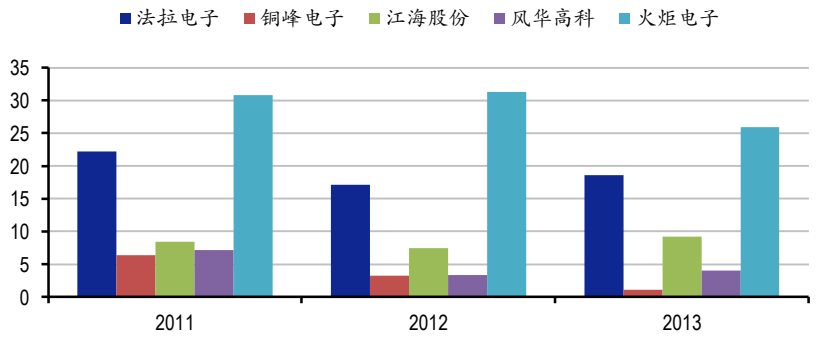
公司预计募投项目建设后产能将大幅提升，带动销量上升。我们预计公司 2014 年-2016 年的收入增速分别为 19%、32%、34%，净利润增速分别为 10%、38%、41%，2014-2016 年 EPS 为 1.07、1.10、1.56 元，新股上市后定价区间为 19.8-24.2 元，相当于 2015 年 18-22 的动态市盈率。

表 6：可比公司估值情况（EPS 为 Wind 一致预期）

代码	名称	股价	EPS				PE			
		2015/1/11	2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E
600563.SH	法拉电子	29.45	1.27	1.50	1.81	2.18	23.2	19.6	16.3	13.5
002138.SZ	顺络电子	18.58	0.41	0.60	0.84	1.16	45.7	30.9	22.2	16.1
600525.SH	长园集团	11.98	0.35	0.42	0.65	0.89	34.0	28.4	18.3	13.5
002484.SZ	江海股份	14.88	0.39	0.50	0.66	0.88	38.3	29.6	22.4	17.0
平均值							35.3	27.1	19.8	15.0

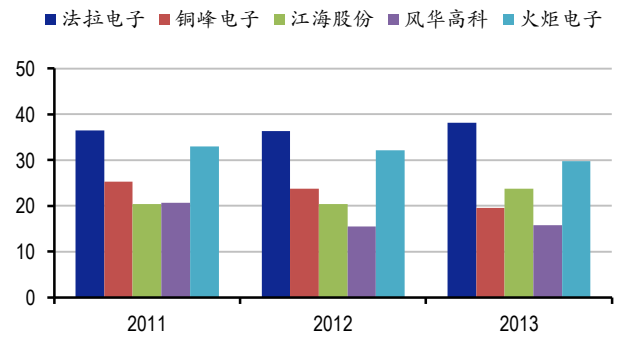
数据来源：Wind、安信证券研究中心

图 11：可比公司净资产收益率（单位：%）



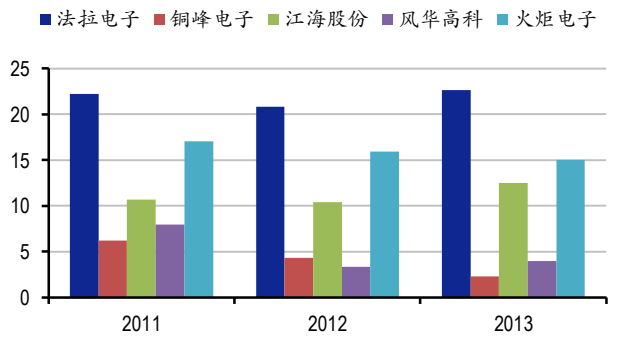
数据来源：wind、安信证券研究中心

图 12：可比公司销售毛利率（单位：%）



数据来源：Wind、安信证券研究中心

图 13：可比公司销售净利率（单位：%）



数据来源：Wind、安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总(2015 年 01 月 12 日)

利润表

（百万元）	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	**709.6**	**804.4**	**953.3**	**1,262.1**	**1,695.3**
减:营业成本	481.7	564.8	678.9	896.4	1,188.9
营业税费	3.6	4.8	5.9	8.0	10.8
销售费用	23.6	27.4	33.2	44.9	61.9
管理费用	45.9	48.4	59.2	78.6	104.3
财务费用	9.8	10.0	4.5	-1.6	-2.4
资产减值损失	9.3	4.8	5.8	6.6	5.7
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	0.1	-	-	-	-
营业利润	**135.7**	**144.2**	**165.9**	**229.3**	**326.1**
加:营业外净收支	4.7	8.0	5.0	5.9	6.3
利润总额	**140.5**	**152.2**	**170.8**	**235.1**	**332.4**
减:所得税	27.3	31.3	37.6	51.7	73.1
净利润	**113.2**	**120.9**	**133.3**	**183.4**	**259.3**

资产负债表

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	155.4	140.8	308.4	552.1	760.8
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	286.9	294.8	200.5	447.0	402.6
应收票据	43.4	66.7	17.5	115.3	71.4
预付帐款	6.6	2.6	8.6	7.8	12.4
存货	130.8	112.2	167.9	182.1	263.0
其他流动资产	-	0.1	-	-	0.1
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	106.5	163.5	152.9	247.2	354.2
在建工程	1.6	0.3	0.3	0.3	0.3
无形资产	24.1	23.4	22.7	22.0	21.2
其他非流动资产					
资产总额	**762.5**	**813.9**	**885.1**	**1,579.3**	**1,891.4**
短期债务	105.2	128.1	-	-	-
应付帐款	188.8	117.0	163.1	278.5	294.7
应付票据	21.1	-	38.9	14.2	46.7
其他流动负债					
长期借款	8.1	19.6	-	-	-
其他非流动负债					
负债总额	**344.2**	**300.6**	**236.5**	**323.8**	**376.6**
少数股东权益	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
股本	124.8	124.8	124.8	166.4	166.4
留存收益	294.6	390.5	523.8	1,089.1	1,348.4
股东权益	**418.3**	**513.3**	**648.6**	**1,255.5**	**1,514.8**

财务指标

（百万元）	2012	2013	2014E	2015E	2016E
成长性					
营业收入增长率	28.4%	13.4%	18.5%	32.4%	34.3%
营业利润增长率	19.6%	6.2%	15.0%	38.2%	42.3%
净利润增长率	20.2%	6.8%	10.2%	37.6%	41.4%
EBITDA 增长率	19.2%	8.2%	7.9%	37.9%	44.0%
EBIT 增长率	19.0%	5.9%	10.5%	33.6%	42.2%
NOPLAT 增长率	17.9%	4.4%	8.5%	33.6%	42.2%
投资资本增长率	63.6%	41.0%	-35.2%	108.1%	7.4%
净资产增长率	37.1%	22.7%	26.4%	93.6%	20.7%
利润率					
毛利率	32.1%	29.8%	28.8%	29.0%	29.9%
营业利润率	19.1%	17.9%	17.4%	18.2%	19.2%
净利润率	16.0%	15.0%	14.0%	14.5%	15.3%
EBITDA/营业收入	21.9%	20.9%	19.1%	19.9%	21.3%
EBIT/营业收入	20.5%	19.2%	17.9%	18.0%	19.1%
运营效率					
固定资产周转天数	46	60	60	57	64
流动营业资本周转天数	97	128	94	85	86
流动资产周转天数	273	278	249	286	299
应收帐款周转天数	107	130	94	92	90
存货周转天数	62	54	53	50	47
总资产周转天数	332	353	321	351	369
投资资本周转天数	151	199	162	148	155
投资回报率					
ROE	27.1%	23.6%	20.5%	14.6%	17.1%
ROA	14.8%	14.9%	15.1%	11.6%	13.7%
ROIC	51.9%	33.1%	25.5%	52.6%	35.9%
费用率					
销售费用率	3.3%	3.4%	3.5%	3.6%	3.7%
管理费用率	6.5%	6.0%	6.2%	6.2%	6.1%
财务费用率	1.4%	1.2%	0.5%	-0.1%	-0.1%
三费/营业收入	11.2%	10.7%	10.2%	9.7%	9.7%
偿债能力					
资产负债率	45.1%	36.9%	26.7%	20.5%	19.9%
负债权益比	82.3%	58.6%	36.5%	25.8%	24.9%
流动比率	1.86	2.20	2.98	4.04	4.02
速动比率	1.47	1.80	2.27	3.47	3.32
利息保障倍数	14.84	15.45	37.80	-142.10	-132.42
分红指标					
DPS(元)	-	-	-	-	-
分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率					

现金流量表

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	113.2	120.9	133.3	183.4	259.3
加:折旧和摊销	10.9	15.5	11.3	22.9	37.2
资产减值准备	9.3	4.8	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	10.0	8.4	4.5	-1.6	-2.4
投资损失	-0.1	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-57.4	-71.3	166.5	-264.9	53.2
经营活动产生现金流量	**83.2**	**72.9**	**315.5**	**-60.2**	**347.2**
投资活动产生现金流量	**-55.0**	**-71.3**	**-**	**-116.4**	**-143.4**
融资活动产生现金流量	**-56.4**	**-19.7**	**-148.0**	**420.3**	**4.9**

业绩和估值指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
EPS(元)	0.91	0.97	1.07	1.10	1.56
BVPS(元)	3.35	4.11	5.20	7.55	9.10
PE(X)	-	-	-	-	-
PB(X)	-	-	-	-	-
P/FCF	-	-	-	-	-
P/S	-	-	-	-	-
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
CAGR(%)	17.5%	29.0%	12.3%	17.5%	29.0%
PEG	-	-	-	-	-
ROIC/WACC	9.2	5.9	4.5	9.3	6.4
REP	-	-	-	-	-

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A—正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B—较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

赵晓光、郑震湘、邵洁分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮　编： 200123

北京市

地　址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。