

## 大连电瓷 (002606.SZ)

## 输配电及控制行业

评级: 买入 首次评级

公司研究

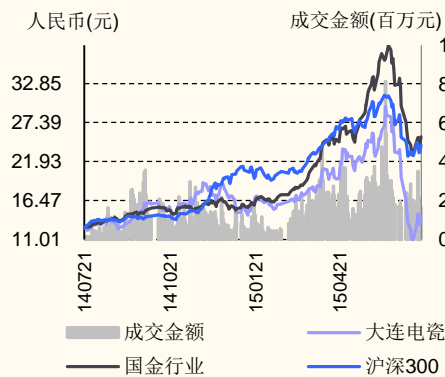
市场价格(人民币): 14.09元

目标价格(人民币): 20.00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)	120.50
总市值(百万元)	2,818.00
年内股价最高最低(元)	29.59/9.20
沪深300指数	4151.50
深证成指	13004.96



## 悬瓷绝缘子龙头，特高压弹性最大标的

## 公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.159	0.136	0.344	0.496	0.706
每股净资产(元)	3.62	3.65	3.91	4.34	4.98
每股经营性现金流(元)	0.24	0.14	0.41	0.63	0.84
市盈率(倍)	74.53	109.20	40.98	28.42	19.95
行业优化市盈率(倍)	43.14	56.84	95.74	95.74	95.74
净利润增长率(%)	-17.97%	-14.19%	152.69%	44.17%	42.47%
净资产收益率(%)	4.38%	3.73%	8.78%	11.43%	14.17%
总股本(百万股)	200.00	200.00	200.00	200.00	200.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资建议

■ 我们在6月底的行业报告中，详细分析和横向比较了特高压对主要设备制造商的弹性影响，综合交直流线路，大连电瓷是弹性最大标的。2015年特高压已正式爆发，虽然由于国网换届影响了上半年施工进度，致使公司半年报低于预期，但全年公司业绩大幅增长确定，建议买入

## 投资逻辑

- **收购福建工厂扩产能，为特高压做好准备：**2014年3月，公司收购福建新百纳61%股权。公司原有产能4.6万吨，福建工厂远期产能2.4万吨（2014年3500吨，2015年6000吨左右，逐步扩张）。福建公司区位特点带来原料和人力成本优势，有利于公司在**中低端市场**扩大份额，并提升毛利率；
- **特高压收入占比大幅提高带来量利齐升：**根据测算，公司2014年特高压收入占比约占悬瓷产品的21%，而2015年将超过40%，毛利率显著提升。而且我们预期占比提高在最近3年可持续，2016年将超过50%，2017年有望超过80%，3年内持续增长确定。
- **印度反倾销尘埃落定，出口景气度逐渐恢复，一带一路可期：**公司近两年收入少量负增长，主要原因之一来自印度对悬瓷绝缘子实行反倾销。14年开始，公司加大印度市场复合绝缘子和厄瓜多尔、苏丹等市场的销售力度，出口底部已过。未来随着特高压“走出去”，高端产品出口增长可期。
- **直流特高压市场份额将提升：**详细分析最近两年特高压中标情况，“三交一直”中，交流绝缘子市场大连电瓷市占率接近50%；直流方面在“宁东-绍兴”线中市占率36.4%。我们判断未来在直流主导的特高压建设中，大连电瓷仍将稳定占据**40%以上**市场份额，交流方面随着NGK的重新加入市占率将有所下降。

## 估值

- 参考近三年年终最低估值水平（66x2012），我们给予公司未来6个月20.00元目标价位，2015-2017年EPS为0.34，0.50，0.71，对应PE 58x，40x，28x。

## 风险

- “治霾”通道外，特高压线路通过审批数量低于预期
- 已开工线路建设进度延迟造成的收入确认低于预期
- 市场竞争格局发生较大变化

苏广宁

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

张帅

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

## 内容目录

悬瓷产品迎量利齐升，复合绝缘子销量稳步上涨 .....	3
收购福建工厂扩大瓷绝缘子产能，为特高压爆发做好准备 .....	3
印度反倾销尘埃落定，复合绝缘子销量上行 .....	3
悬瓷绝缘子毛利率将持续上涨，复合、电站绝缘子竞争激烈 .....	4
特高压 2015 年正式爆发，未来 5 年处于景气度高位 .....	5
能源局“四交五直”治霾通道已开工“四交两直” .....	5
国网 15 年规划启动五交八直，“一带一路”值得期待 .....	6
特高压绝缘子市场竞争格局分析 .....	7
交流线路绝缘子：大连电瓷独占鳌头 .....	7
直流线路绝缘子：三足鼎立，市场竞争格局不明朗 .....	8
估值 .....	9

## 图表目录

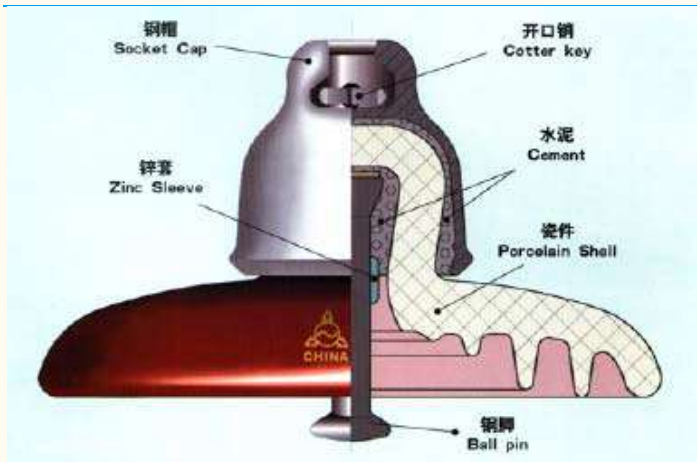
图表 1：悬式瓷绝缘子结构图 .....	3
图表 2：三峡电站±500kV 直流架空线绝缘子 .....	3
图表 3：历年收入变化趋势与占比分布 .....	4
图表 4：主要产品毛利率历年变化 .....	5
图表 5：截至 2014 年底在建已建特高压线路图 .....	6
图表 6：能源局四交五直建设进展 .....	6
图表 7：国网公司规划 2015 年下半年核准 4 交 4 直 .....	7
图表 8：国网公司规划 2015 年下半年可研 1 交 4 直 .....	7
图表 9：交流特高压瓷绝缘子近期市占率分析 .....	8
图表 10：宁绍线瓷绝缘子竞争格局 .....	8
图表 11：近年特高压公司中标情况和预测 .....	9
图表 12：分产品销售预测 .....	9

## 悬瓷产品迎量利齐升，复合绝缘子销量稳步上涨

### 收购福建工厂扩大瓷绝缘子产能，为特高压爆发做好准备

- 公司是国内最大的悬瓷绝缘子生产企业，主要从事高压输电线路用瓷、复合绝缘子，电站用瓷、复合绝缘子，以及金具产品的研发、生产及销售。公司产品主要为电力电网工程配套，用户主要为国内外的电网公司，部分产品（主要为电站电瓷）也向主机厂供货，为大型一次设备（如变压器，断路器开关等）配套。
  - 绝缘子主要用于高压输电线路和各种电器设备之中，起绝缘、机械联结和支持作用。
  - 绝缘子行业集中度低，产品同质化严重，其中：**高端产品（主要为300kN以上产品）**制造企业相对较少；中端产品（70kN~300kN）竞争激烈，低端产品（70kN以下）产能过剩。
- 绝缘子从材质角度分为瓷、复合和玻璃三种。高端领域，瓷绝缘子凭借稳定的化学性能占据优势。在高海拔污秽地区，为了控制杆塔尺寸，大量采用复合绝缘子。
- 公司是国内瓷绝缘子龙头企业，常年市占率第一，在高端领域主要竞争对手为 NGK 唐山电瓷有限公司、苏州电瓷厂有限公司，内蒙古精诚高压绝缘子有限责任公司。

图表 1：悬式瓷绝缘子结构图



来源：大连电瓷，国金证券研究所

图表 2：三峡电站±500kV 直流架空线绝缘子



来源：大连电瓷，国金证券研究所

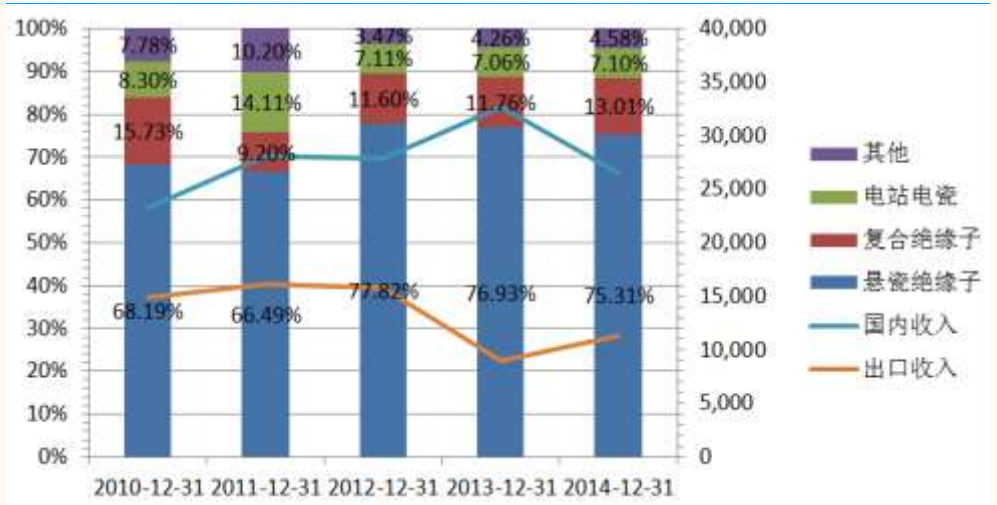
- 2014 年 3 月，公司利用无形资产和自有资金，累计收购了福建新百纳 61% 股权，成立大连电瓷（福建）有限公司。
  - 收购福建工厂，有效扩大产能。公司原有产能 4.6 万吨，福建工厂远期产能 2.4 万吨（2015 年预计可达 5000-7000 吨，逐步扩展）。福建公司区位优势带来原料和人力成本优势，有利于公司在中低端市场扩大份额，并提升毛利率。
  - 未来特高压高端产品将集中在大连工厂生产，中低端部分移至福建工厂，有效调配资源，把握特高压爆发良机。

### 印度反倾销尘埃落定，复合绝缘子销量上行

- 复合绝缘子市场相对分散，公司实力位居行业中上游水平，主要竞争对手包括南通神马电力科技有限公司、山东淄博泰光电气器材厂、襄樊国网合成绝缘子股份有限公司、广州市迈克林电力有限公司、东莞市高能电气股份有限公司等。

- 分析公司最近五年收入情况可以发现，2013 年出口收入大幅下降，主要原因来自印度对瓷绝缘子的反倾销调查，目前公司瓷绝缘子产品基本无法进入印度市场。未来，对于印度市场，公司将加大复合绝缘子的销售力度。
- 2014 年，公司采取更为积极的产品推广思路，与中电、哈电等电力工程承包商强强联手，不断开拓新的海外渠道，取得一定成效。目前公司产品已成功打入厄瓜多尔、苏丹、巴基斯坦、孟加拉等国市场，出口颓势得以缓解。
- 2014 年，公司募投的复合绝缘子项目结项，并大力推动建设复合绝缘子生产基地在生产组织、质量管控方面的规范化运作，不断尝试调整工艺布局，理顺生产流程，加大人员培训力度，现该制造基地已达到设计生产能力。为提高公司未来市场竞争力奠定基础。

图表 3: 历年收入变化趋势与占比分布

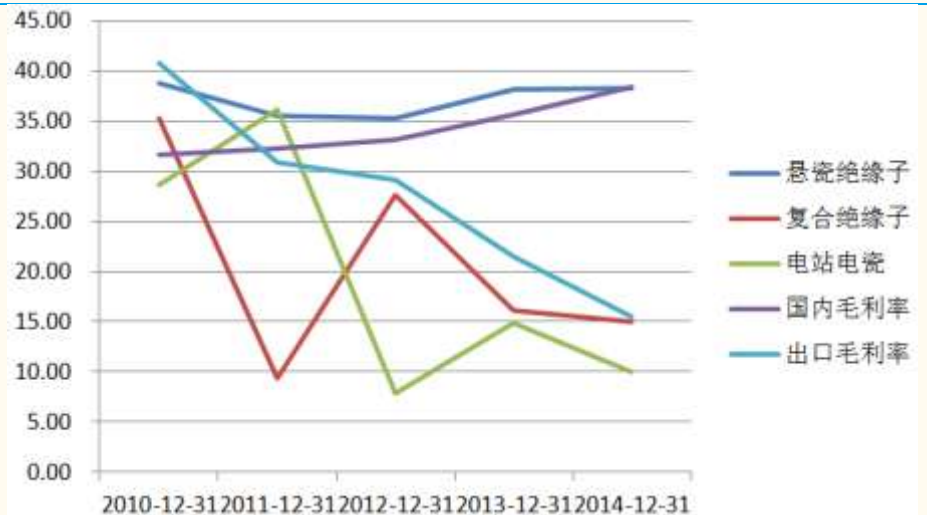


来源：国金证券研究所

### 悬瓷绝缘子毛利率将持续上涨，复合、电站绝缘子竞争激烈

- 从近年毛利率变化趋势上可以明显看到，复合绝缘子、电站电瓷毛利率在下降，出口绝缘子下降趋势更为明显。主要原因来自市场竞争激烈，此外国内部分与国网的招标定价策略也有较大关系。
- 然而，公司主要产品悬瓷绝缘子毛利率稳中有升，我们认为最大原因来自于特高压，此外还有成本控制。按照我们的测算，交流特高压平均毛利率可以达到 40% 以上，直流毛利率略高于交流。未来，配合特高压爆发和福建工厂中低端绝缘子产能的提高，毛利率将明显上升。

图表 4：主要产品毛利率历年变化



来源：国金证券研究所

### 特高压 2015 年正式爆发，未来 5 年处于景气度高位

#### 能源局“四交五直”治霾通道已开工“四交两直”

- 2014 年 5 月，为落实国务院发布的《大气污染防治行动计划》，解决京津冀、长三角、珠三角等地区污染和用能问题，国家能源局下发《国家能源局关于加快推进大气污染防治行动计划 12 条重点输电通道建设的通知》，其中包括 9 条特高压项目。从此，特高压发展进入快车道。
- 2015 年年初国家电网工作会议上提出，年内投资计划 4202 亿，同比增长 10.14%，规划开工特高压“六交八直”合计 14 条线路，并以构建“三华”特高压同步电网为目标，力争 2020 年建成“五纵五横一环网”特高压交流网架和 27 回特高压直流工程，具备 4.5 亿 kW 电力大范围配置能力，满足 5.5 亿 kW 清洁能源送出和消纳需要。
  - 从开工进度来看，最近半年提速明显。继 2014 年 11 月开工“两交一直”后，2015 年截至目前又开工/核准“两交两直”。按照我们之前报告中的预期，2015 年下半年还会开工 3 条直流，全年实现“两交五直”开工建设。
  - 仔细观察，去年的“两交一直”和我们预期今年开工的除“酒泉-湘潭”外的“两交四直”，全部为能源局 12 条治霾通道中规划的 9 条特高压线路（还有 3 条 500kV 线路）。后续国网规划的其它线路能否获批是特高压建设持续性的关键。

图表 5：截至 2014 年底在建已建特高压线路图



来源：国家电网，国金证券研究所

图表 6：能源局四交五直建设进展

	线路名称	电压等级	开工/核准时间	计划投运时间	线路长度 (km)	总投资 (亿)
已开工	淮南-南京-上海	1000kV	2014 年 11 月	2016 年	2×780	268
	锡盟-北京东-济南	1000kV	2014 年 11 月	2016 年	2×730	178.2
	宁东-绍兴	±800kV	2014 年 11 月	2016 年	1720	236.8
	蒙西-天津南	1000kV	2015 年 3 月	2016 年	2×608	175
	榆横-潍坊	1000kV	2015 年 5 月	2017 年	2×1049	242
	晋北-南京	±800kV	2015 年 6 月	2017 年	1119	162
待核准	上海庙-临沂	±800kV	2015 年下半年	2017 年		
	锡盟-泰州	±800kV	2015 年下半年	2017 年		
	大理-深圳	±800kV	2015 年下半年	2017 年		

来源：国金证券研究所

国网 15 年规划启动五交八直，“一带一路”值得期待

- 除了能源局背书的 12 条通道之外，国网年初工作会议上预期本年度核准 4 交 4 直，可研 1 交 4 直。相关线路（尤其是交流）能否获批是未来关注的重点。

图表 7: 国网公司规划 2015 年下半年核准 4 交 4 直

四交	蒙西-晋中-晋东南-南阳-荆门-长沙 张北-北京西-石家庄-豫北-驻马店-武汉-南昌 济南-枣庄-临沂-潍坊 南京-徐州-连云港-泰州
四直	准东-皖南 准东-成都 蒙西-武汉 呼盟-青州

来源: 国金证券研究所

图表 8: 国网公司规划 2015 年下半年可研 1 交 4 直

一文	巴塘—雅安—重庆—绵阳—德格—巴塘、雅安—绵阳
四直	金沙江上游—吉安 扎鲁特—驻马店 雅中—衡阳 陕北—南昌

来源: 国金证券研究所

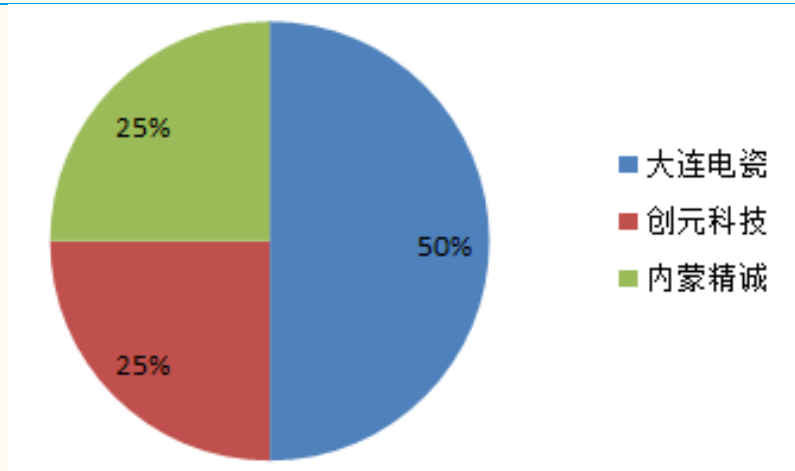
- 公司出口收入近年来虽有所下滑, 但 2014 年仍占据 23.6%, 比例较大。未来“一带一路”特高压走出去, 公司海外高端绝缘子收入有望获得突破性增长。
- 2015 年 5 月 19 日, 巴西美丽山特高压直流输电项目奠基仪式在巴西首都巴西利亚举行, 李克强出席奠基仪式。总理亲自出席仪式, 标志着“特高压”已成为中国制造业走出去的排头兵项目, 是与高铁、核电并称的“三大名片”。
- 国家电网也计划于本年度开展一系列国际特高压直流工程的前期工作:
  - 哈萨克斯坦埃基巴斯图兹-南阳±1100 千伏特高压直流工程
  - 俄罗斯叶尔科夫齐-河北霸州±800 千伏特高压直流工程
  - 蒙古锡伯敖包-天津±660 千伏直流工程
  - 新疆伊犁-巴基斯坦伊斯兰堡±660 千伏直流工程。

## 特高压绝缘子市场竞争格局分析

### 交流线路绝缘子: 大连电瓷独占鳌头

- 分析最新公布中标结果“锡盟-山东”和“淮南-上海”两条线路, 竞争格局较稳定。“锡盟-山东”线, 大连电瓷中标 203,784 片, 金额 9,370 万元, 总共招标 391,864 片, 市占率 52%; 内蒙古精诚高压绝缘子有限责任公司(“内蒙精诚”)中标 26%, 苏州电瓷(创元科技控股 86.42%)中标 22%。
- “淮南-上海”工程, 大连电瓷中标 253734 片, 市占率 48.7%
- NGK 唐山电瓷厂由于政治原因最近三条交流线路都没有中标。未来随着 NGK 的重新加入, 我们预计公司市占率将有所下降, 维持在 40%左右。

图表 9：交流特高压瓷绝缘子近期市占率分析



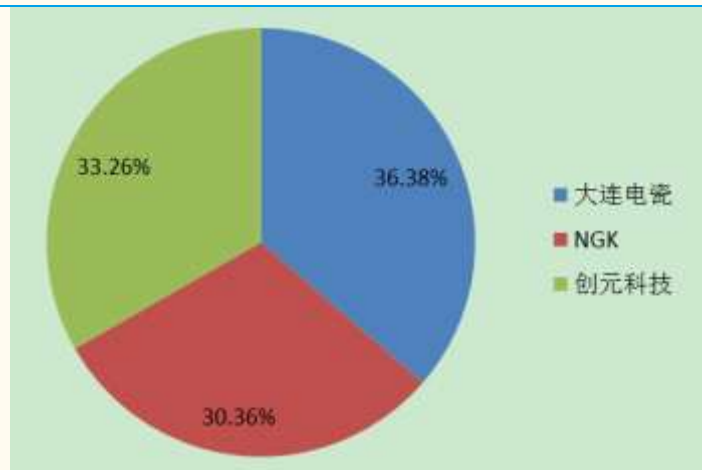
来源：国金证券研究所

- 复合绝缘子竞争激烈，参与主体有大连电瓷，江苏神马，江苏祥源，新疆天宁，武汉莱恩，广州迈克林，长园高能，淄博泰光，襄樊国网合成等，中标较分散。复合绝缘子招标规模为瓷绝缘子的 20%左右。
- 大连电瓷在“淮南-上海”线路中标 3937 支，金额 949.96 万元，占比 20.4%

#### 直流线路绝缘子：三足鼎立，市场竞争格局不明朗

- 近期特高压直流完成招标线路数量较少，仅“宁东-绍兴”一条。上一条线“溪洛渡-浙西”招标工作在 2012 年底，相隔两年市场格局发生了较大变化。
- 2013 年 1 月公布的“溪洛渡-浙西”线路，大连电瓷中标 460549 片，占比 59.58%（估算），苏州电瓷第二，NGK 最少。
- 然而，2014 年 12 月“宁东-绍兴”线招标中，大连电瓷中标占比仅 36.38%
- 我们认为 NGK 在“宁东-绍兴”线中中标较多除了自身改变报价策略，压低中标价格之外，也与连续三条交流线路均未中标有关。
- 未来我们判断，在特高压建设中后期直流线路为主的情况下，大连电瓷市占率仍将维持 40%以上，交流方面随着 NGK 的重新加入市占率将有所下降。

图表 10：宁绍线瓷绝缘子竞争格局



来源：国金证券研究所

### 估值

- 假设：2015年确认3条特高压收入，2016年4条，2017年6条
- 统计近年特高压公司中标情况，并对16年情况做出预测，结果如下表所示

图表 11：近年特高压公司中标情况和预测

确认收入时间	线路名	电压等级	长度(km)	中标数量-瓷片	中标金额-瓷(万元)	毛利(万元)	占比	中标时间
2013	*溪洛渡-浙西	±800kV	1669	460549	18458	7936.94	59.58%	2013年1月
2014	浙北-福州	1000kV	2*603	223075	9202.61	3773.07	40.51%	2013年12月
2015	淮南-上海	1000kV	2*780	253734	10784.94	4421.83	48.70%	2014年10月
	宁东-绍兴	±800kV	1720	95690	5985.46	2573.75	36.38%	2014年12月
2016	锡盟-山东	1000kV	2*730	203784	9370	3841.70	52.00%	2015年3月
	蒙西-天津南	1000kV	2*608		8000			2015年8月
	酒泉-湖南	±800kV	2383		9000			2015年9月
	晋北-南京	±800kV	1119		5000			2015年10月
	横榆-潍坊	1000kV	2*1049		13000			2015年11月
2017	锡盟-泰州	±800kV	1619.7					
	上海庙-临沂	±800kV	1150					
	滇西北-广东	±800kV	2000					

来源：国金证券研究所

- 假设：未来3年产能为4.3万吨，4.9万吨，5.5万吨，按照我们的模型，计算结果如下

图表 12：分产品销售预测

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>悬瓷绝缘子</b>						
收入(百万元)	497.90	479.49	445.52	577.28	674.89	800.79
YOY		-4%	-7%	30%	17%	19%
成本(百万元)	322.52	296.66	275.08	343.05	396.73	463.94
毛利率	35.22%	38.13%	38.26%	40.58%	41.22%	42.06%
毛利(百万元)	175.37	182.83	170.44	234.23	278.16	336.85
毛利占比	86.48%	88.62%	90.20%	90.69%	90.46%	90.78%
<b>复合绝缘子</b>						
收入(百万元)	74.21	73.30	76.96	88.50	106.21	122.14
YOY		-1%	5%	15%	20%	15%
成本(百万元)	53.71	61.50	65.42	73.90	88.15	101.37
毛利率	27.63%	16.10%	15.00%	16.50%	17.00%	17.00%
毛利(百万元)	20.50	11.80	11.54	14.60	18.05	20.76
毛利占比	10.11%	5.72%	6.11%	5.65%	5.87%	5.60%
<b>电站电瓷</b>						
收入(百万元)	45.48	43.98	42.02	46.23	50.85	55.93
YOY		-3%	-4%	10%	10%	10%
成本(百万元)	41.90	37.45	37.82	40.68	44.24	48.10
毛利率	7.89%	14.85%	10.00%	12.00%	13.00%	14.00%
毛利(百万元)	3.59	6.53	4.20	5.55	6.61	7.83
毛利占比	1.77%	3.16%	2.22%	2.15%	2.15%	2.11%
<b>其它</b>						
收入(百万元)	22.18	26.55	27.10	32.52	39.03	46.83
YOY		20%	2%	20%	20%	20%
成本(百万元)	18.86	21.41	24.33	28.62	34.34	41.21

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
毛利率	14.96%	19.36%	10.25%	12.00%	12.00%	12.00%
毛利 (百万元)	3.32	5.14	2.78	3.90	4.68	5.62
毛利占比	1.64%	2.49%	1.47%	1.51%	1.52%	1.51%
收入合计 (百万元)	640	623	592	745	871	1,026
YOY		-3%	-5%	26%	17%	18%
成本合计 (百万元)	437	417	403	486	563	655
毛利合计 (百万元)	203	206	189	258	308	371
综合毛利率	31.70%	33.10%	31.94%	34.69%	35.31%	36.18%

来源：国金证券研究所

- 参考近三年年终最低估值水平 (2012 年 66x, 2013 年 75x, 2014 年 109x), 我们给予公司未来 6 个月 20.00 元目标价位, 2015-2017 年 EPS 为 0.34, 0.50, 0.71, 对应 PE 58x, 40x, 28x。

**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
<b>主营业务收入</b>	<b>640</b>	<b>623</b>	<b>592</b>	<b>745</b>	<b>871</b>	<b>1,026</b>	货币资金	165	169	34	170	200	230
增长率		-2.6%	-5.1%	25.8%	17.0%	17.8%	应收账款	369	377	401	448	497	554
主营业务成本	-437	-417	-403	-486	-563	-655	存货	253	267	268	320	340	359
%销售收入	68.3%	66.9%	68.1%	65.3%	64.7%	63.8%	其他流动资产	15	11	27	16	18	21
毛利	203	206	189	258	308	371	流动资产	802	824	730	954	1,055	1,163
%销售收入	31.7%	33.1%	31.9%	34.7%	35.3%	36.2%	%总资产	59.3%	58.9%	55.1%	61.7%	63.2%	65.1%
营业税金及附加	-4	-6	-6	-7	-9	-10	长期投资	0	10	8	8	8	8
%销售收入	0.7%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	439	456	474	471	493	502
营业费用	-48	-53	-46	-52	-57	-64	%总资产	32.5%	32.6%	35.8%	30.5%	29.6%	28.1%
%销售收入	7.5%	8.5%	7.7%	7.0%	6.5%	6.2%	无形资产	103	101	101	101	101	102
管理费用	-101	-101	-98	-104	-113	-123	非流动资产	550	575	596	591	614	623
%销售收入	15.7%	16.2%	16.6%	14.0%	13.0%	12.0%	%总资产	40.7%	41.1%	44.9%	38.3%	36.8%	34.9%
息税前利润 (EBIT)	50	46	39	94	129	174	<b>资产总计</b>	<b>1,353</b>	<b>1,399</b>	<b>1,326</b>	<b>1,545</b>	<b>1,668</b>	<b>1,787</b>
%销售收入	7.8%	7.4%	6.6%	12.7%	14.8%	17.0%	短期借款	279	347	304	391	389	332
财务费用	-10	-21	-16	-20	-21	-18	应付款项	200	202	141	196	230	267
%销售收入	1.6%	3.3%	2.7%	2.7%	2.4%	1.8%	其他流动负债	19	11	12	32	33	35
资产减值损失	-5	-4	-7	-5	-4	-5	流动负债	498	560	457	620	652	634
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	10	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	118	109	111	110	110	110
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>626</b>	<b>669</b>	<b>568</b>	<b>730</b>	<b>762</b>	<b>745</b>
营业利润	34	22	16	69	104	151	<b>普通股股东权益</b>	<b>721</b>	<b>725</b>	<b>730</b>	<b>783</b>	<b>867</b>	<b>996</b>
%利润率	5.3%	3.5%	2.7%	9.3%	11.9%	14.7%	少数股东权益	5	5	27	32	38	45
营业外收支	9	13	13	12	12	12	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,353</b>	<b>1,399</b>	<b>1,326</b>	<b>1,545</b>	<b>1,668</b>	<b>1,787</b>
税前利润	43	35	29	81	116	163	<b>比率分析</b>						
利润率	6.8%	5.6%	4.9%	10.9%	13.3%	15.9%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-6	-3	-3	-7	-10	-15	<b>每股指标</b>						
所得税率	13.0%	8.1%	9.8%	9.0%	9.0%	9.0%	每股收益	0.193	0.159	0.136	0.344	0.496	0.706
净利润	38	32	26	74	105	148	每股净资产	3.606	3.623	3.652	3.914	4.337	4.982
少数股东损益	-1	0	-1	5	6	7	每股经营现金净流	-0.007	0.236	0.136	0.408	0.631	0.836
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>39</b>	<b>32</b>	<b>27</b>	<b>69</b>	<b>99</b>	<b>141</b>	每股股利	0.125	0.100	0.075	0.100	0.100	0.100
净利率	6.0%	5.1%	4.6%	9.2%	11.4%	13.8%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	5.36%	4.38%	3.73%	8.78%	11.43%	14.17%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	总资产收益率	2.86%	2.27%	2.05%	4.45%	5.94%	7.91%
净利润	38	31	25	74	105	148	投入资本收益率	4.25%	3.94%	3.33%	7.13%	9.06%	11.53%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	35	38	50	45	48	52	主营业务收入增长率	-1.72%	-2.57%	-5.09%	25.85%	16.98%	17.76%
非经营收益	15	22	16	12	14	12	EBIT 增长率	-22.91%	-7.01%	-14.94%	140.82%	36.48%	35.03%
营运资金变动	-89	-44	-63	-49	-40	-45	净利润增长率	-28.38%	-17.97%	-14.19%	152.69%	44.17%	42.47%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-1</b>	<b>47</b>	<b>27</b>	<b>82</b>	<b>126</b>	<b>167</b>	总资产增长率	5.40%	3.42%	-5.21%	16.50%	7.99%	7.09%
资本开支	-51	-38	-30	-24	-54	-45	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	0	-17	11	0	0	应收账款周转天数	181.6	200.1	221.1	210.0	200.0	190.0
其他	-2	-4	-3	0	0	0	存货周转天数	192.9	227.7	242.3	240.0	220.0	200.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-54</b>	<b>-42</b>	<b>-50</b>	<b>-13</b>	<b>-54</b>	<b>-45</b>	应付账款周转天数	97.2	113.0	108.1	105.0	105.0	105.0
股权募资	0	0	0	4	5	8	固定资产周转天数	211.2	263.0	286.2	228.0	198.1	169.6
债权募资	24	58	-59	86	-2	-56	<b>偿债能力</b>						
其他	-29	-46	-50	-23	-46	-44	净负债/股东权益	17.11%	24.37%	35.58%	27.13%	20.88%	9.89%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-5</b>	<b>13</b>	<b>-109</b>	<b>67</b>	<b>-42</b>	<b>-92</b>	EBIT 利息保障倍数	4.8	2.2	2.4	4.7	6.1	9.5
<b>现金净流量</b>	<b>-60</b>	<b>18</b>	<b>-132</b>	<b>136</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	资产负债率	46.30%	47.82%	42.86%	47.23%	45.70%	41.68%

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
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

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