

博创科技(300548.SZ)

其他通信设备行业

评级：买入 首次评级

公司深度研究

市场价格(人民币): 50.89 元
目标价格(人民币): 60.00-65.00 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) 20.67
总市值(百万元) 4,207.08
年内股价最高最低(元) 109.00/16.92
沪深 300 指数 3546.49

集成光电子行业领先, 高速有源打开成长空间

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.709	0.821	1.106	1.630	2.041
每股净资产(元)	4.84	6.71	7.42	9.05	11.09
每股经营性现金流(元)	0.19	0.79	2.42	0.48	2.07
市盈率(倍)	0.00	102.97	46.01	31.23	24.93
行业优化市盈率(倍)	0.00	28.60	28.60	28.60	28.60
净利润增长率(%)	75.85%	54.56%	34.65%	47.35%	25.26%
净资产收益率(%)	14.65%	12.24%	14.91%	18.02%	18.41%
总股本(百万股)	62.00	82.67	82.67	82.67	82.67

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

■ **集成光电子行业领先企业, 切入高速有源光器件:** 博创科技成立之初专注于集成光电子器件的后端封装, 主要生产 PLC 光分路器, 应用于光纤接入网, 后续又逐步将产品线扩充至 DWDM 器件, 主要实现光纤通信骨干网、城域网波分复用。公司于 2015 年切入光有源器件市场, 该器件主要为数据中心光电信号转换, 目前该业务已经成为公司成长最快的细分业务。

■ **网络提速、波分下沉带来 DWDM 业务持续高增长:** 我们认为, 随着固网基础设施建设力度持续加大, “宽带中国”和 光纤入户建设持续推进, 光器件行业将维持较高增速。互联网人均流量将从 2015 年的 7 GB 增长到 21GB, 50%的城市家庭用户达到 100Mbps。同时流量爆发推动传输网络器件升级, 在国内固网端的建设将继续保持增长的同时, 网络速度的提高导致 OTN 进一步下沉, 公司 DWDM 业务在未来有望维持高速增长。

■ **牵手 Kaia, 有源光器件成为看点:** 随着云计算数据中心网络结构变化, 光模块需求同比增加 4-8 倍, 成为驱动光模块增长的核心力量。博创科技与 Kaia 开展深度合作, 目前持有 Kaia 公司 3.31%的股权, 借助 Kaia 公司切入有源光器件市场, 未来有望实现高速增长。公司“自研合作”的模式避免了产品研发初期的资金投入, 同时有助于公司及时紧跟市场热点, 该业务将为公司贡献较大业绩弹性。2016 年公司有源器件收入超过四千万, 对比 2015 年 817 万元大幅增长。

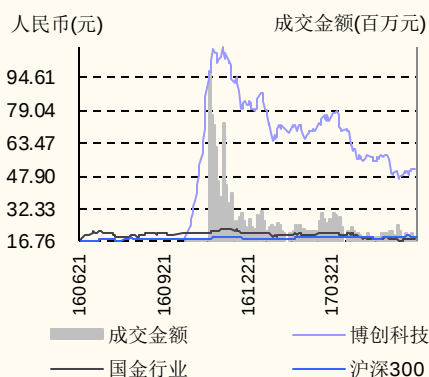
■ **光通信持续高景气:** 随着运营商 4G 用户数快速增长、AR/VR 以及物联网时代到来, 数据流量将呈现爆发式增长, 预计全球 IP 流量到 2020 年将保持 22%的年均复合增长率。数据流量的大爆发, 推动运营商和数据中心光器件升级。近期北美光模块公司均发布一季报, 营收连续 16 个季度营收高增长, 归母净利润连续 7 个季度 20%以上高速增长。根据预测, 2020 年光模块市场规模超过 70 亿美元, 行业持续高景气。

投资建议

■ 我们认为公司无源光器件业务稳定增长, 有源光器件具有较大业绩弹性, 给予公司“买入”评级, 目标价 60-65 元。

估值

■ 预期公司 2017-2019 年净利润 0.91 亿, 1.35 亿, 1.69 亿, 对应 EPS 为



张斌 分析师 SAC 执业编号: S1130511030002
(8621)60230230
zhangbin@gjzq.com.cn

林仕霄 联系人
linsx@gjzq.com.cn

1.11, 1.63, 2.04 元, 对应 46, 31, 24 倍 PE。

风险

- 有源光器件业务进展可能依赖于美国 Kaiam 公司;
- 限售股于 2017 年 10 解禁带来的风险。

内容目录

光电子器件领军企业.....	5
起步 PLC 集成光电子，切入有源器件.....	5
公司业绩稳步增长.....	5
网络提速扩容，DWDM 需求强劲.....	8
DWDM—网络扩容的核心技术.....	8
网络提速，OTN 下沉，DWDM 持续向好.....	9
牵手 Kaia，发力光有源器件.....	12
入股 kaia，开展深度合作.....	12
数据中心增长迅速，光模块行业持续增长.....	12
高速有源稀缺标的，募资加强研发能力.....	14
盈利预测与投资建议.....	15
风险提示.....	16

图表目录

图表 1：公司股权结构.....	5
图表 2：公司营业收入及增速.....	6
图表 3：公司归母净利润及增速.....	6
图表 4：公司整体毛利率和净利率情况.....	6
图表 5：公司主要产品.....	6
图表 6：公司分产品收入情况（亿元）.....	7
图表 7：公司分产品毛利率情况（%）.....	7
图表 8：公司海外收入占比.....	8
图表 9：光通信系统分类.....	8
图表 10：WDM 分类.....	9
图表 11：WDM 工作原理.....	9
图表 12：DWDM 器件简图.....	9
图表 13：全球数据中心流量预测.....	10
图表 14：全球网络流量预测（单位 PB/月）.....	10
图表 15：全球月均移动数据流量历史统计.....	10
图表 16：100g 端口数量.....	10
图表 17：传统电信领域.....	11
图表 18：骨干网与城域网流量增长.....	11
图表 19：kaia 主要财务数据（万美元）.....	12
图表 20：kaia 40G 产品展示.....	12
图表 21：全球 IDC 市场规模及增长.....	13
图表 22：中国 IDC 市场规模及增速.....	13
图表 23：各光模块厂商 2017Q1 营收净利润及增速.....	13

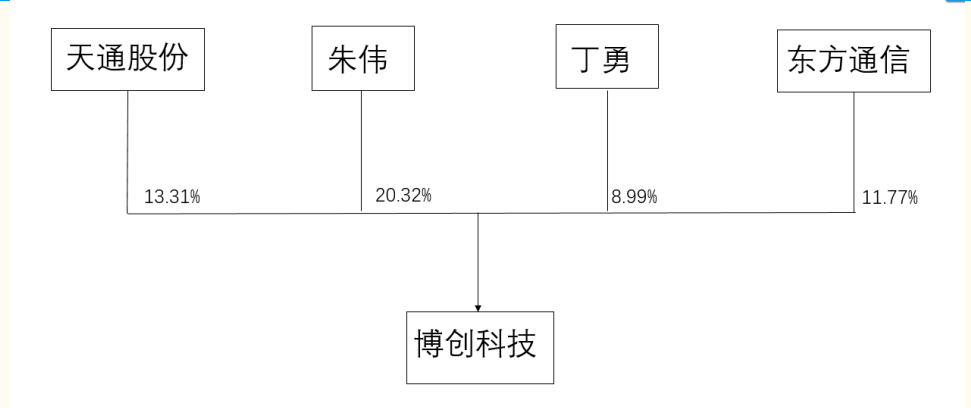
图表 24：全球光模块市场规模 预测（亿美元）	14
图表 25：募集资金用途.....	14
图表 26：生产工艺流程.....	15
图表 27：盈利预测.....	15

光电子器件领军企业

起步 PLC 集成光电子，切入有源器件

- 博创科技是一家由美国通信行业的资深专业人员回国创办的中外合资企业，公司致力于平面波导(PLC)集成光学技术的规模化应用，在波导集成器件芯片设计、器件测试和封装领域实力雄厚，拥有多项核心技术和世界领先的高效率的生产工艺。
- 公司目前专注于为全球范围内快速成长的光纤通信网络市场提供高质量低成本产品，如各种封装形式的光分路器(Splitter)、阵列波导光栅(AWG)、波分复用合波器(WMUX)、可调光衰减器(VOA)，光接收组件(ROSA)，以及至关重要的波导集成器件封装材料-光纤阵列(FiberArray)等。
- 公司的实际控制人为朱伟、丁勇，分别直接持有公司共计 20.32%和 8.99%股份。此外，天通控股、东方通信持有博创科技股份比例为：13.31%、11.77%。

图表 1：公司股权结构

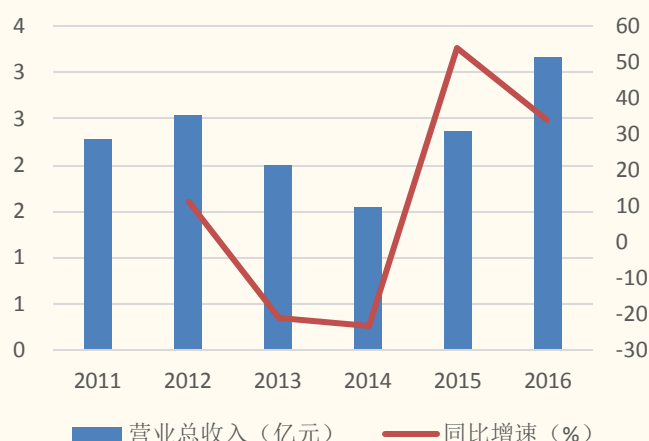


来源：公司公告，国金证券研究所

公司业绩稳步增长

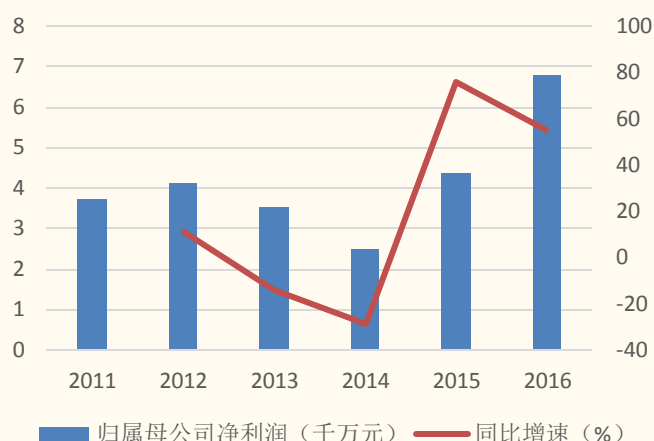
- 近年来公司营业收入增长迅速。2016 年全球光通信行业市场发展良好。全球电信运营商加大骨干网、城域网的扩容建设，促使 DWDM 相关设备及器件订单需求快速增长。公司对华为、中兴、烽火等通信设备商的 DWDM 器件产品销售大幅增长。
- 根年报披露，2016 年，公司实现营业收入 3.18 亿元，同比增长 33.87%；净利润 0.68 亿元，同比增长 54.56%。主要原因是销售收入持续增长，光有器件增加了多款产品，同时受益于 DWDM 的毛利率相对较高。
- 近五年来，受益于公司产品结构的优化，公司整体毛利率保持稳定，有小幅的增长。2016 年公司销售毛利率为 38.39%，销售净利率为 21.38%。

图表 2：公司营业收入及增速



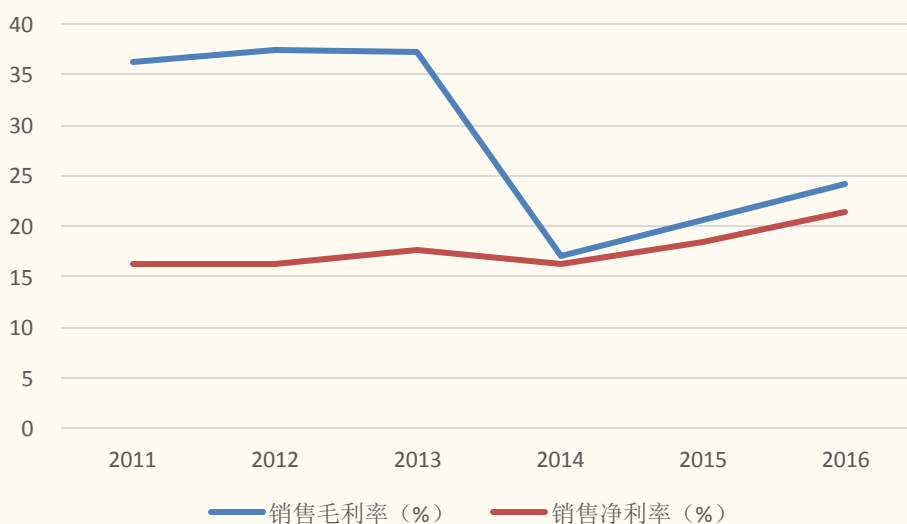
来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：公司归母净利润及增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：公司整体毛利率和净利率情况

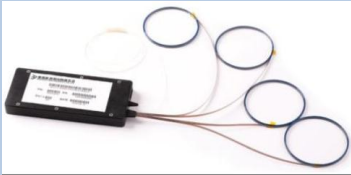
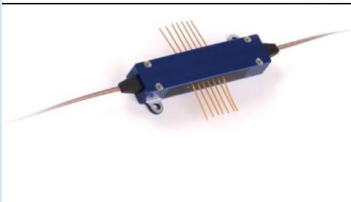


来源：Wind，国金证券研究所

- 公司的主要产品为基于 PLC 技术的光电子器件，具体产品包括 PLC 光分路器、DWDM 器件（VMUX、AWG）。按照无源器件和有源器件来分，无源器件包括 PLC 光分路器，DWDM 器件，有源器件包括 ROSA。

图表 5：公司主要产品

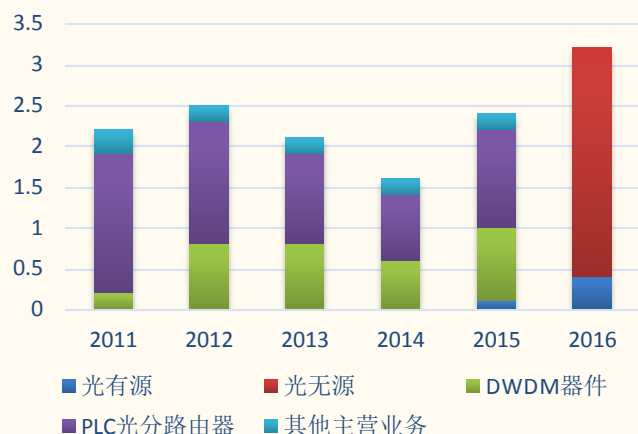
产品名称	产品图示	产品用途说明
PLC 光分路器		应用于无源光纤接入网（PON）中，是实现光信号点到多点能量分配的器件。
VMUX		将阵列波导光栅和可调光衰减器集成在一起，并加以控制电路，实现光纤通信骨干网和城域网 DWDM 网络的信道均衡波分复用。

AWG		用于密集波分复用 DWDM 系统中的光波长复用与解复用，能够把多个波长的光复合到单一的光纤中，或者把复合在一起的多种波长分离出来，从而提高光纤网络的传播带宽。
VOA		公司与美国 Kotura（现 Mellanox）公司联合开发的平面波导可调光衰减器（PLC VOA）基于电吸收调制，利用载流子注入改变吸收系数来实现光功率的衰减，广泛应用于 WDM 系统中光信号的均衡控制。
ROSA		光接收组件，接受通过光纤传送的光信号并将其转变成电信号，广泛应用于电信网络和数据通信领域。

来源：国金证券研究所

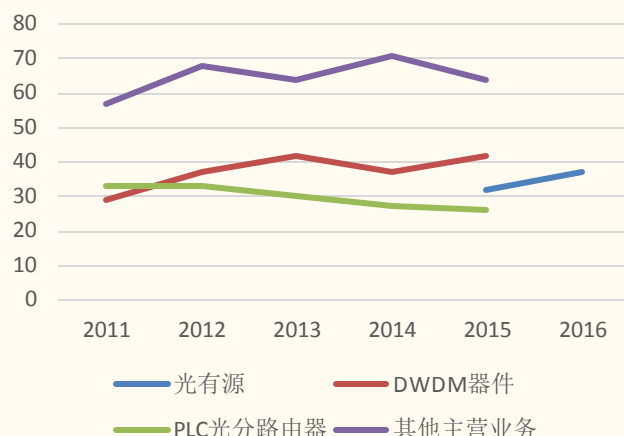
- 从分产品看，无源器件在 2016 年收入 2.75 个亿，同比增长 19.95%，仍为公司主要收入来源。随着 ROSA 产能逐步释放，2016 年公司有源器件收入达到 4283 万元，对比 2015 年 817 万元大幅增长。

图表 6：公司分产品收入情况（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

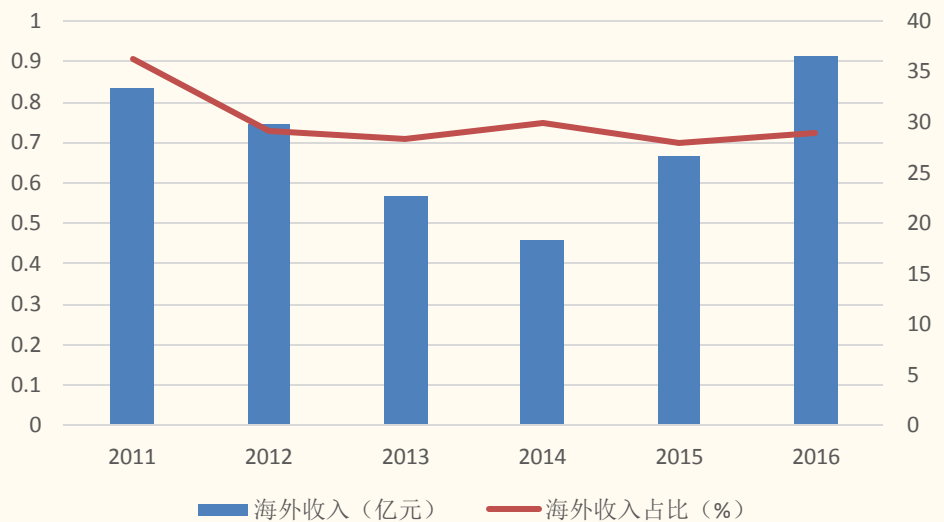
图表 7：公司分产品毛利率情况（%）



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司近年来在海外地区营收持续上升，2016 年海外业务收入占比超过 25%。

图表 8：公司海外收入占比



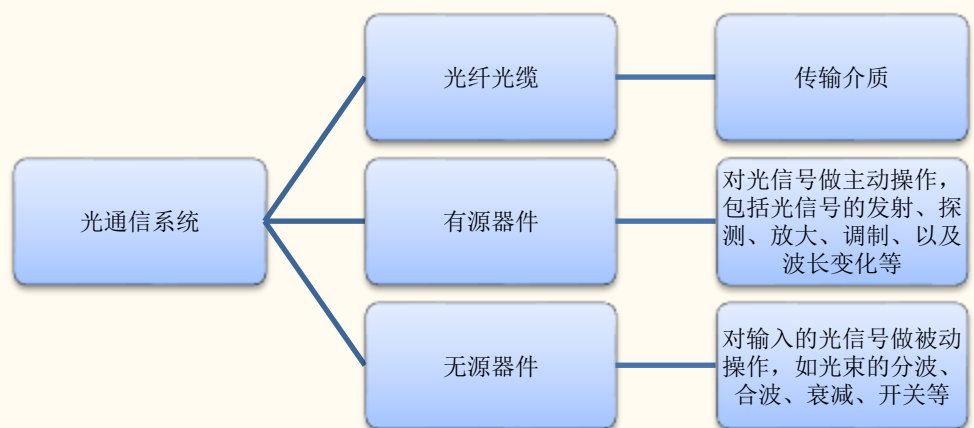
来源：国金证券研究所

网络提速扩容，DWDM 需求强劲

DWDM—网络扩容的核心技术

- 光通信具有通信容量大、传输距离远、信号串扰小、抗电磁干扰等优点，是世界上最主要的信息传输手段，是信息时代的基石。光电子器件是构成光通信系统的必备元器件，能够实现光信号的产生、信号调制、探测、连接、能量分合、波长复用和解复用、光路转换、能量衰减、方向阻隔、信号放大、光-电-光转换等功能。无论是接入网，还是城域网和骨干网，以及代表未来通信技术趋势的光互连网络，都需要大量的光电子器件，光电子器件的发展也推动了光通信技术的进步。

图表 9：光通信系统分类

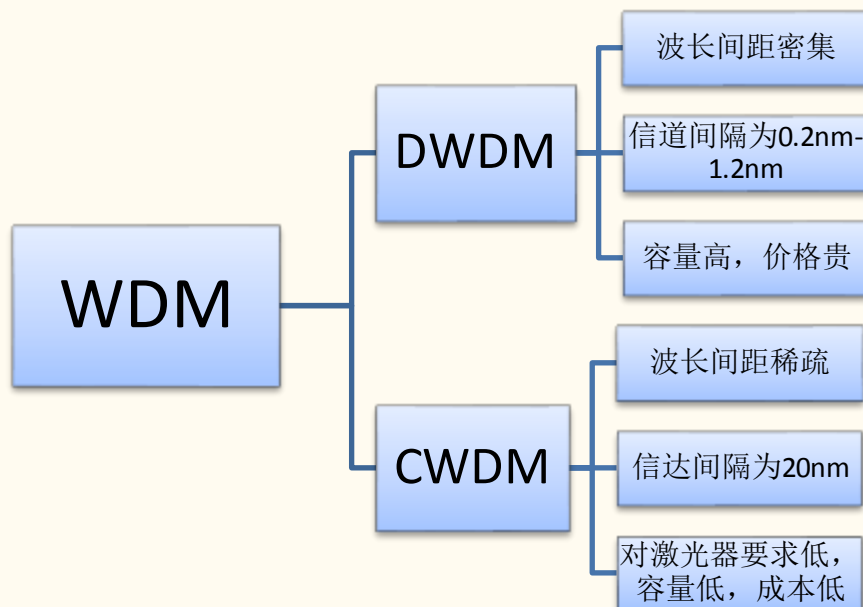


来源：产业信息网，国金证券研究所

- 为了提高光通信中光纤的传输容量，其中一种方式便是想办法在一根光纤上同时传输多个信号。
- 波分复用 WDM(Wavelength Division Multiplexing)是将两种或多种不同波长的光载波信号（携带各种信息）在发送端经复用器汇合在一起，并耦合到光线路的同一根光纤中进行传输的技术；在接收端，经解复用器将各种波长的光载波分离，然后由光接收机作进一步处理以恢复原信号。这种在同一根光纤中同时传输两个或众多不同波长光信号的技术，称为波分复用。

波分复用系统（WDM）又分为稀疏波分复用 CWDM 和密集波分复用 DWDM。

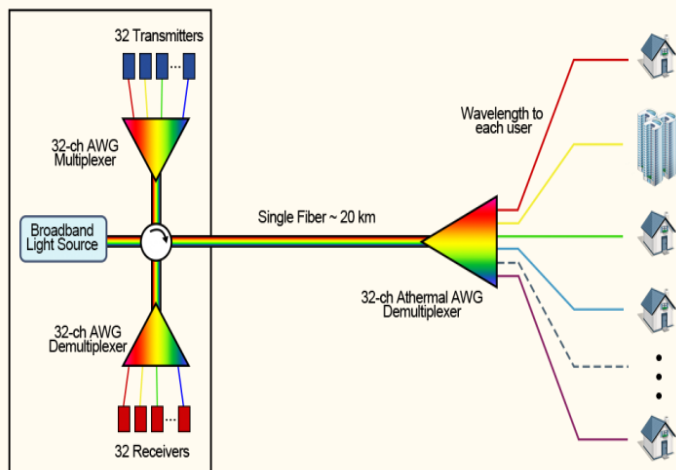
图表 10：WDM 分类



来源：互联网，国金证券研究所

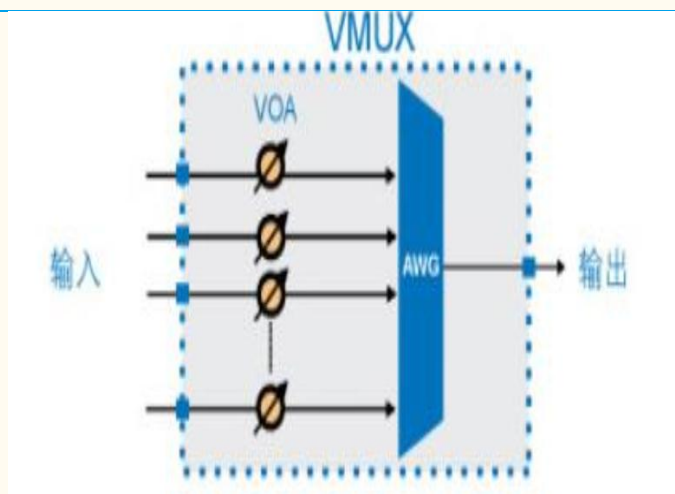
- 受益于 DWDM 的高容量，目前高于 100G 带宽的光通信产品均采用 WDM 技术，并使用高密度波分复用器（DWDM 设备）

图表 11：WDM 工作原理



来源：互联网，国金证券研究所

图表 12：DWDM 器件简图

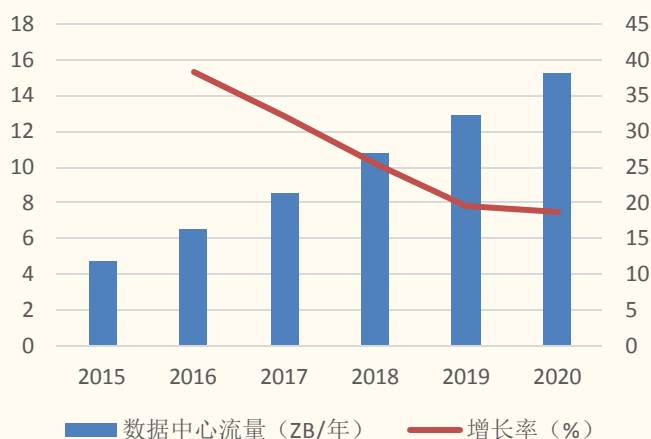


来源：博创科技，国金证券研究所

网络提速，OTN 下沉，DWDM 持续向好

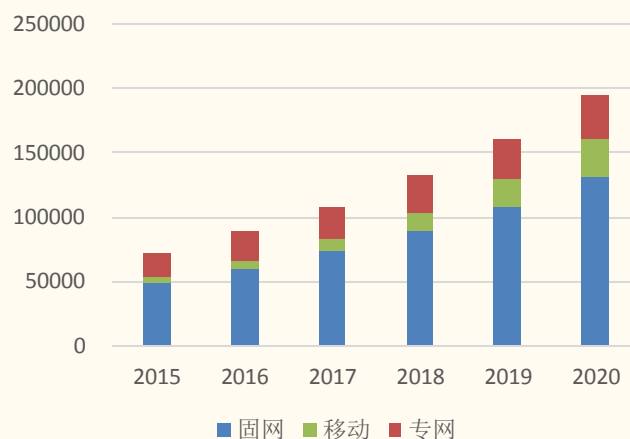
- 随着互联网的发展，视频作为载体的作用愈发显得重要。短视频、直播从去年开始一直处于风口浪尖，已经成为人们生活重要的娱乐方式。随之而来，我们认为，全球流量市场呈现爆发式的增长。

图表 13：全球数据中心流量预测



来源：思科，国金证券研究所

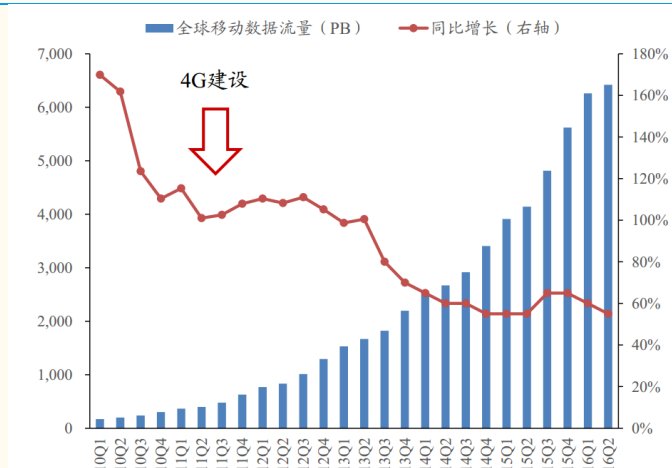
图表 14：全球网络流量预测 (单位 PB/月)



来源：Cisco，国金证券研究所

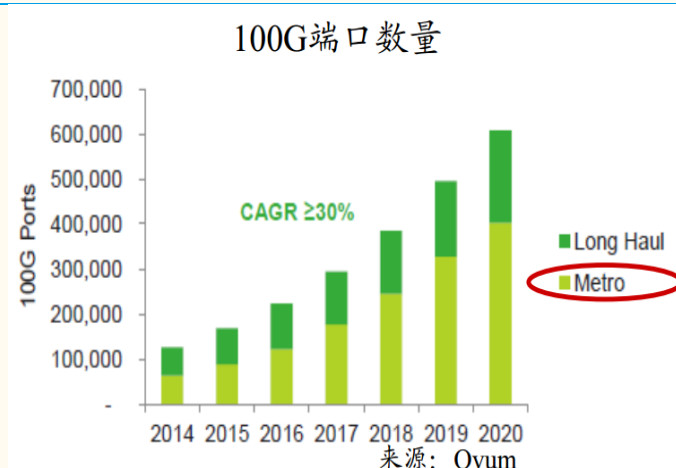
- 根据思科最新预测，到 2020 年，全球互联网流量等于 2005 年的 95 倍，人均互联网流量将从 7GB 上升到 15GB。Cisco 预测 2015 年-2020 年全球数据中心流量快速增长，2020 年将超过 15ZB (1ZB=1012GB)，根据工信部公布数据，2016 年我国移动互联网接入流量消费达 93.6 亿 G，同比增长 123.7%，比上年提高 20.7%。

图表 15：全球月均移动数据流量历史统计



来源：Cisco，国金证券研究所

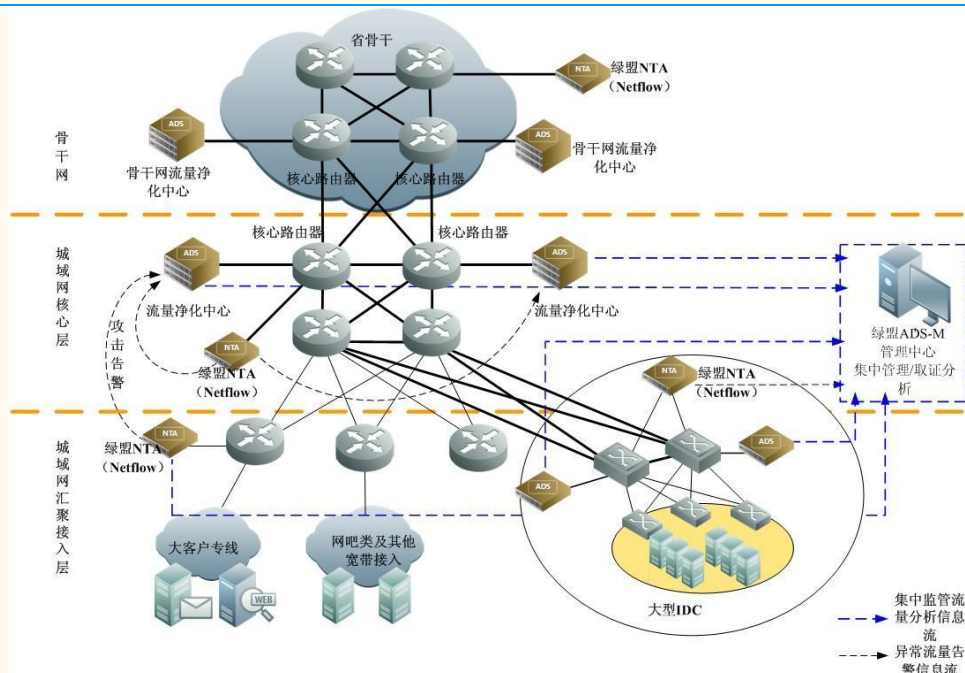
图表 16：100g 端口数量



来源：Ovum，国金证券研究所

- 通信网络的升级支撑了网络流量的快速提升，网络流量在大量应用的广泛使用下不断爆发，又反过来对传输网络的带宽和速率提出更高的要求。目前全球各个运营商仍采用 10-40G 带宽的城域网连接，这也就意味着为了提升网络质量，运营商开始逐步将网络带宽提升至 100G-400G 以允许更多的访问人数和更好的用户体验。
- 传统电信领域“骨干-城域-接入”三部分市场中，接入网建设已进入下半场，骨干网有较大瓶颈，城域网建设将出现最快增长。

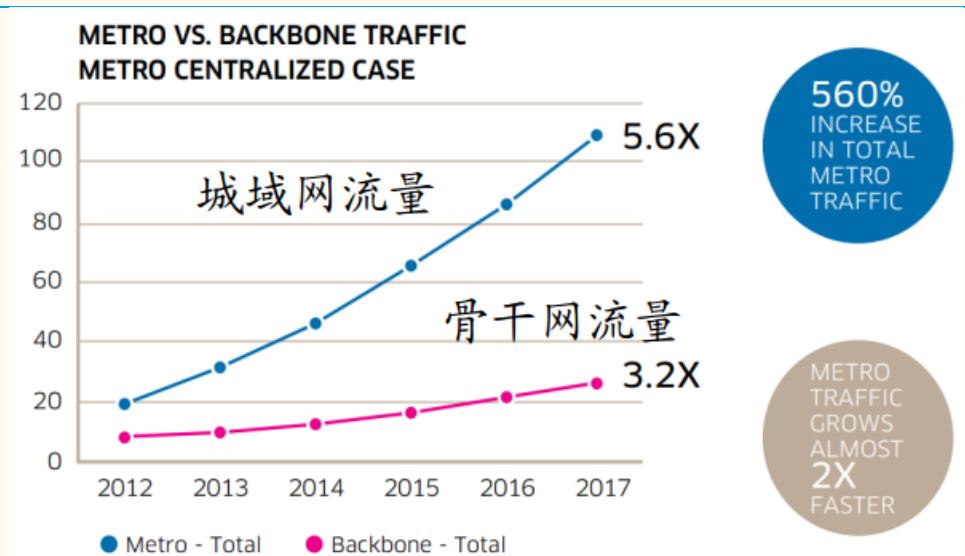
图表 17：传统电信领域



来源：互联网，国金证券研究所

- 我们认为，网络下沉趋势明显，城域网流量增速显著。随着视频、数据和 Web 内容将越来越多来自城域网，最欢迎的视频内容，通过 CDN 技术被更深地缓存在网络中，因此它通过本地城域网络发送至客户无需通过骨干网接入到中心缓存。根据弘则研究预测，总流量的 75% 将停留在城域网内，只有 25% 的流量会到达骨干网。

图表 18：骨干网与城域网流量增长



来源：弘则研究，国金证券研究所

- 我们认为作为光通信扩容加速的核心器件，DWDM 需求将持续景气。近年来，公司 DWDM 收入已经超过 50%，受益于固定网络投资的增加，以及通信网络的扩容和提速，公司业绩将稳定增长。

牵手 Kaiaam，发力光有源器件

入股 kaiaam，开展深度合作

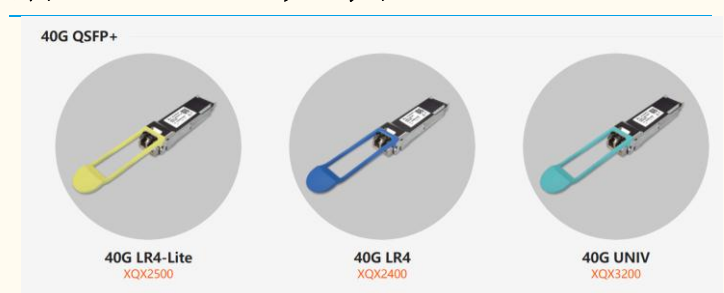
- Kaiaam 成立于 2009 年 1 月 7 日，主营业务为研发、制造、销售集成光电子。公司对 Kaiaam 先后投资共计 800 万美元，公司所持股份占 Kaiaam 公司全部发行在外股票的 3.31%。
- Kaiaam 是美国著名光器件公司，具备深厚的研发实力，主要技术为平面光波导芯片制造技术、微机电光学技术、光电器件混合封装技术、高速（40G，100G）有源器件封装等。目前经过五轮融资，融资金额已经超过 7200 万美元。公司通过投资 Kaiaam 可进一步加强与其在平面光波导芯片和高速有源器件封装等方面的合作。同时公司海外模块销售是将产品出货给 Kaiaam，再由 Kaiaam 销售给美国互联网公司，客户包括微软、谷歌、亚马逊等。

图表 19: kaiaam 主要财务数据（万美元）

项目	2016 年 1-6 月	2015 年度
总资产	4231.41	4149.81
净资产	521.22	1378.21
营业收入	2906.95	3483.00
净利润	-1314.14	-2094.27

来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 20: kaiaam 40G 产品展示



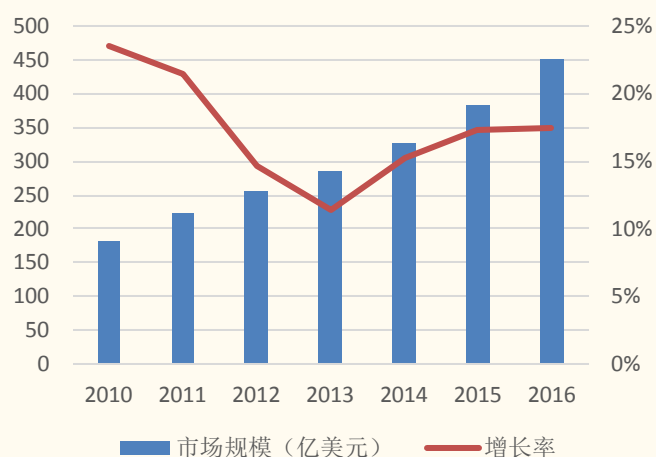
来源：Ovum，国金证券研究所

- 光有源器件是需要外加能源驱动工作的光电子器件，主要包括光信号的发射、探测、放大、调制以及波长转换器。其中常见的有光信号发射（LED、激光器），光探测器以及光放大器。
- 相比于新易盛，博创科技主攻高速光模块；天孚通信主要切入的是光收发组件市场，不直接生产光模块。博创 2017 年计划实现供应 Kaiaam 全部 ROSA 产品，未来目标供应 kaiaam 的 ROSA、TOSA、光模块产品，我们认为通过和 kaiaam 的深度合作，公司有源光模块业务有望快速增长。

数据中心增长迅速，光模块行业持续增长

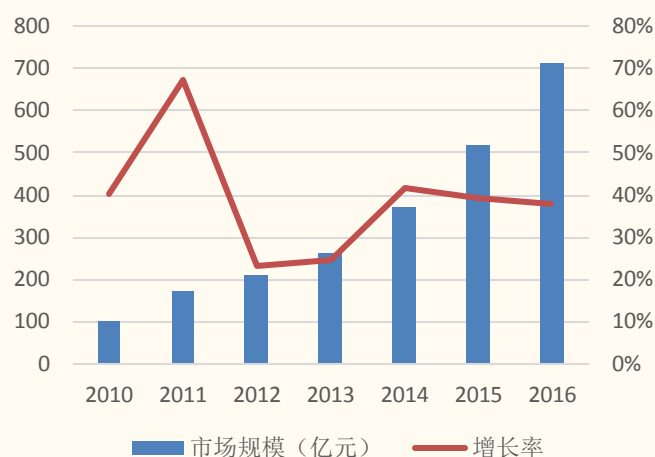
- 2016 年全球 IDC 市场规模达到 451.9 亿美元，增速达 17.5%。从市场总量来看，美国和欧洲区占据了全球 IDC 市场规模的 50% 以上。从增速来看，全球市场规模增速趋缓，亚太地区继续在各区域市场中保持领先，其中以中国、印度和新加坡增长最快。
- 中国 IDC 市场继续保持高速增长，市场总规模为 714.5 亿元人民币，同比增长 37.8%。电信运营商近年来加大了对带宽的投资力度，电信网、广电网和互联网的融合进一步加速，“互联网+”推动传统行业信息化发展，由此带动 IDC 机房需求和网络需求持续增长。移动互联网和视频行业呈现爆发增长，游戏等行业增速稳定，这些领域客户需求的增长拉动了 IDC 市场整体规模。

图表 21：全球 IDC 市场规模及增长



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 22：中国 IDC 市场规模及增速



来源：Ovum，国金证券研究所

- 近期北美光模块公司 Finisar, Oclaro 均发布 2017Q3 (财政季度) 财报。2017Q3 (财政季度)，Finisar 实现营业收入 3.8 亿美元，同比增长 23.1%，实现净利润为 6720 万美元，同比增加 152.6%。Oclaro 实现营业收入为 1.62 亿美元，同比增长 60.5%。2016 财年，昂纳科技集团净利润同比增长 62%，苏州旭创净利润同比增长 201%。行业持续高增长。

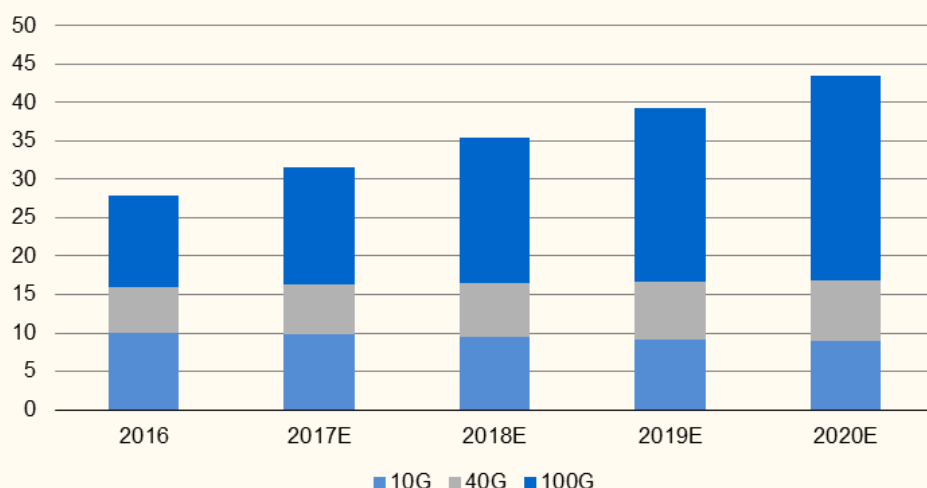
图表 23：各光模块厂商 2017Q1 营收净利润及增速

公司	2017Q1 营收 (亿美元)	同比增速	2017Q1 净利润 (亿美元)	同比增速
AOI	0.96	90%	0.19	43%
Finisar	3.8	23%	0.67	37%
Oclaro	1.6	60%	0.39	42%
光迅科技	1.8	28%	0.14	18%
新易盛	0.28	30%	0.04	26%
昂纳科技集团	2.09 (FY2016)	41%	0.16 (FY2016)	62%
苏州旭创	2.85 (FY2016)	68%	0.33 (FY2016)	201%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 据 Light Counting 预测，2017 年起数据中心 100GbE 光模块销售将超过运营商市场，100G 光模块市场发展主要推力将由通信运营商转向互联网。根据 Ovum 预测，数据中心高速光模块市场中，2017 年 100G 多模及单模光模块的销售数量将超过 40G，未来超 100G 的光模块也将得到广泛应用。

图表 24：全球光模块市场规模预测（亿美元）



来源：Ovum，国金证券研究所

- 我们认为，从目前趋势来看，100G 光模块已经成为行业主流产品，且受其强劲市场需求的驱动，100G 光模块收入占比较高的公司总体收入及毛利率水平均获得了较大的提高。未来国内外厂商间的业绩弹性将来自于高速光模块的制造水平及研发能力。

高速有源稀缺标的，募资加强研发能力

- 公司与美国 Kaia 公司继续加强在高速有源器件上的合作，扩大 40G ROSA 的产能，同时试制 100G ROSA。公司 2016 年实现境外销售收入 0.91 亿元，比上年增长 37.08%，占总销售收入的 28.74%。公司适应北美数据中心建设的需求，增加了多种型号的 ROSA 产品，扩大了产能，实现有源器件业务快速增长。全年实现销售收入 0.43 亿元，比上年增长 424%。
- 我们认为，通过和 kaia 的深度合作，受益于 IDC 市场的持续向上，带动高速有源器件的需求，公司将成为市场上不可多得的可供应 40G 和 100G 的稀缺标的，有源器件的贡献将会进一步提升。
- 公司发行募集资金净额预计为 1.97 亿元，主要涉及无源光器件、光接收次模块与研发项目。

图表 25：募集资金用途

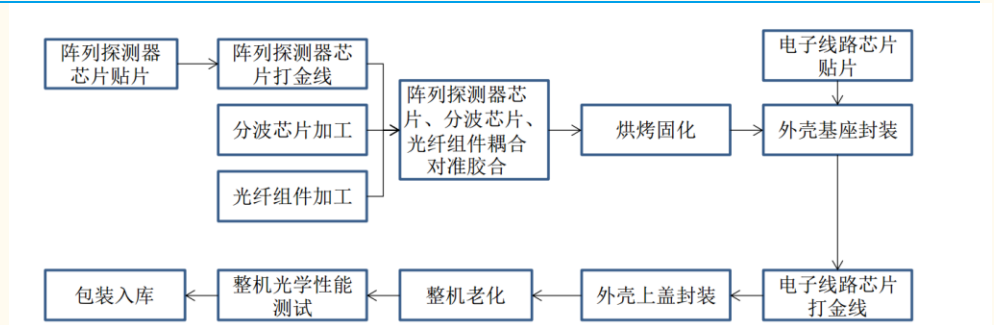
项目名称	投资金额	计划建设周期
平面波导集成光电子器件产业化项目	9962.40	2 年
MEMS 集成光器件研发及产业化项目	3138.60	2 年
研发中心项目	4792.60	2 年
年产 24 万路高性能光接收次模块生产线技改项目	1808.13	1 年

来源：Ovum，国金证券研究所

- 公司目前在生产销售的产品主要是基于 PLC 集成技术的光无源器件，为了丰富产品线，进一步提升核心竞争力，公司需加强新产品研发，逐步进入光有源器件领域，实现业务横向扩张。
- 本项目生产的是针对数据中心应用的高速 (>40G) 光接收次模块，是光收发模块的核心器件。一个光收发模块由光电子器件、功能电路和光接口等

组成，其中的光电子器件包括光发射次模块（TOSA）和光接收次模块（ROSA）两部分。

图表 26：生产工艺流程



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 我们认为，随着光纤通信网络的不断升级扩容以及对传输速率要求的提高，高低速率光收发模块市场都迅速增长，特别是 40G/100G 需求量持续上升。目前骨干网 100G 传输已成标准配置，400G 试验网也正在试运行。以 GOOGLE、FACEBOOK 为主的超大规模数据中心也 40G/100G 光模块为主要配置，国内以阿里、腾讯为代表的互联网企业也开始规划建设自己的大型数据中心。公司已经完成 40G 光接收次模块的开发，未来 100G 光接收模块有望成为公司新的利润增长点。

盈利预测与投资建议

- 预计公司的 PLC 光分路器业务 2016 年收入规模为 1 亿。由于电信客户以招标形式定价导致降价，产品毛利率承受压力，预计 2017-2019 年增速为 0%。
- 公司 DWDM 器件 2016 年收入规模约为 1.7 亿。预计未来 DWDM 器件需求在流量大增下数据中心及 OTN 下沉需求的持续景气，2017-2019 年增速为 10%。
- 有源器件方面，预计 2017 年收入为 1.1 亿，2018 年随着募投项目及有源新产品推出以及北美数据中心光模块市场持续景气，有源业务收入规模将超过无源业务，达 3 亿。2019 年预计收入为 4.5 亿。

图表 27：盈利预测

		2015	2016	2017	2018	2019
PLC 光分路器	营业收入（亿元）	1.19	1.00	1.00	1.00	1.00
	同比增长（%）		-16%	0%	0%	0%
	毛利率			30%	30%	30%
DWDM 器件	营业收入（亿元）	0.92	1.7	1.87	2.06	2.26
	同比增长（%）		85%	10%	10%	10%
	毛利率			43%	43%	43%
有源器件	营业收入（亿元）	0.08	0.34	1.1	3	4.5
	同比增长（%）		325%	223%	172%	50%
	毛利率			32%	32%	32%

来源：国金证券研究所

投资建议

- 我们认为公司无源光器件业务稳定增长，有源光器件具有较大业绩弹性，给予公司“买入”评级，目标价 60-65 元。

估值

- 预期公司 2017-2019 年净利润 0.91 亿, 1.35 亿, 1.69 亿, 对应 EPS 为 1.11, 1.63, 2.04 元, 对应 46, 31, 24 倍 PE。

风险提示

- 有源光器件业务进展可能依赖于美国 Kaia 公司;
- 限售股于 2017 年 10 解禁带来的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	154	237	318	400	626	804
增长率		53.7%	33.9%	25.9%	56.5%	28.4%
主营业务成本	-98	-153	-196	-251	-394	-508
%销售收入	63.5%	64.6%	61.6%	62.8%	63.0%	63.1%
毛利	56	84	122	149	232	296
%销售收入	36.5%	35.4%	38.4%	37.2%	37.0%	36.9%
营业税金及附加	-1	-1	-3	-4	-6	-8
%销售收入	0.8%	0.5%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-4	-4	-4	-6	-9	-12
%销售收入	2.7%	1.5%	1.2%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用	-28	-30	-44	-52	-81	-105
%销售收入	18.0%	12.8%	14.0%	13.0%	13.0%	13.0%
息税前利润 (EBIT)	23	49	71	87	135	172
%销售收入	15.0%	20.5%	22.2%	21.7%	21.5%	21.4%
财务费用	2	3	3	5	7	9
%销售收入	-1.5%	-1.2%	-0.9%	-1.3%	-1.2%	-1.1%
资产减值损失	-3	-6	-4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	5	5	5
%税前利润	2.2%	1.0%	0.0%	4.8%	3.2%	2.6%
营业利润	24	46	69	97	147	186
营业利润率	15.4%	19.3%	21.9%	24.3%	23.5%	23.1%
营业外收支	5	5	9	8	8	8
税前利润	29	51	79	105	155	194
利润率	18.6%	21.5%	24.8%	26.3%	24.7%	24.1%
所得税	-4	-7	-11	-14	-20	-25
所得税率	12.8%	13.8%	13.9%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	25	44	68	91	135	169
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	25	44	68	91	135	169
净利率	16.2%	18.5%	21.4%	22.9%	21.5%	21.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	25	44	68	91	135	169
非现金支出	11	15	14	9	10	10
非经营收益	-1	-1	-2	-8	-13	-13
营运资金变动	-3	-46	-15	108	-92	6
经营活动现金净流	32	12	65	200	40	171
资本开支	-11	-14	-17	-11	-13	-15
投资	11	-12	-145	0	-1	0
其他	0	0	0	5	5	5
投资活动现金净流	0	-26	-162	-7	-9	-10
股权募资	0	0	212	-33	0	0
债权募资	0	0	0	-6	0	1
其他	-17	-18	-23	0	0	0
筹资活动现金净流	-17	-18	189	-39	0	1
现金净流量	15	-33	92	154	31	162

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	117	87	179	333	364	526
应收账款	68	101	122	153	239	307
存货	35	59	71	83	130	167
其他流动资产	3	4	148	6	11	14
流动资产	223	251	520	575	743	1,013
%总资产	71.2%	70.2%	82.2%	83.0%	85.2%	87.7%
长期投资	6	19	19	20	19	19
固定资产	72	73	76	78	82	86
%总资产	23.1%	20.5%	12.0%	11.3%	9.4%	7.5%
无形资产	7	10	9	18	28	37
非流动资产	90	106	112	118	129	142
%总资产	28.8%	29.8%	17.8%	17.0%	14.8%	12.3%
资产总计	313	357	632	692	872	1,156
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	23	38	53	58	91	118
其他流动负债	7	12	18	21	33	120
流动负债	30	50	71	79	124	238
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	8	7	6	0	0	0
负债	38	57	77	79	124	239
普通股股东权益	274	300	555	613	748	917
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	313	357	632	692	872	1,156

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.403	0.709	0.821	1.106	1.630	2.041
每股净资产	4.427	4.836	6.711	7.416	9.046	11.087
每股经营现金净流	0.516	0.188	0.785	2.419	0.479	2.072
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	9.10%	14.65%	12.24%	14.91%	18.02%	18.41%
总资产收益率	7.98%	12.30%	10.74%	13.21%	15.45%	14.60%
投入资本收益率	7.37%	13.98%	10.94%	12.32%	15.66%	16.29%
增长率						
主营业务收入增长率	-23.28%	53.74%	33.87%	25.93%	56.50%	28.43%
EBIT增长率	-31.20%	109.69%	44.99%	23.08%	55.13%	27.59%
净利润增长率	-29.37%	75.85%	54.56%	34.65%	47.35%	25.26%
总资产增长率	4.45%	14.13%	76.96%	9.55%	25.97%	32.49%
资产管理能力						
应收账款周转天数	141.8	114.0	110.2	120.0	120.0	120.0
存货周转天数	117.6	112.2	121.5	120.0	120.0	120.0
应付账款周转天数	76.2	59.3	64.1	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	171.1	112.4	86.8	60.7	33.5	21.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-42.51%	-29.10%	-32.29%	-54.32%	-48.63%	-57.28%
EBIT利息保障倍数	-9.7	-17.7	-23.8	-16.4	-18.7	-18.7
资产负债率	12.30%	16.05%	12.23%	11.46%	14.27%	20.69%

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	4
增持	0	0	0	0	7
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.64

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 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
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%以上。

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为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