

东光微电 (002504.SZ)

未来主要看防护器件和 VDMOS

评级:

目标价 (元):

联系人

林健晖

0531-81776393

linjh@qlzq.com.cn

2010 年 11 月 3 日

前次:

14.67-18.86

分析师

刘江啸

S0740210070003

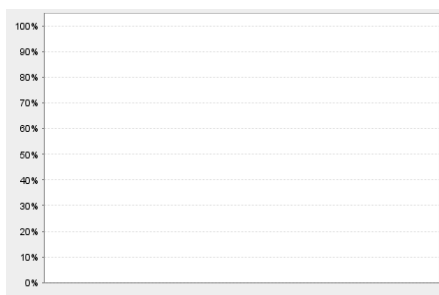
021-58208341

liujx@qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	80.00
流通股本(百万股)	0.00
市价(元)	0.00
市值(百万元)	0.00
流通市值(百万元)	0.00

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	145.07	162.11	228.22	332.08	442.80
营业收入增速	31.30%	11.75%	40.78%	45.51%	33.34%
净利润增长率	-32.52%	17.08%	44.57%	33.94%	83.52%
摊薄每股收益 (元)	0.25	0.29	0.31	0.42	0.77
前次预测每股收益 (元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益 (元)	—	—	—	—	—
偏差率 (本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率 (倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PEG	—	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产 (元)	2.70	3.01	6.36	6.65	7.19
每股现金流量	0.00	0.74	0.37	0.70	0.75
净资产收益率	9.17%	9.61%	4.92%	6.30%	10.70%
市净率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总股本 (百万股)	80.00	80.00	107.00	107.00	107.00

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 公司是在国内功率半导体领域的优秀企业。公司有主要四大业务: 防护器件, VDMOS, 可控硅和 1300X, 产品广泛应用于通信设备、网络设备、数字电视、民用电路、摩托车、电动工具、家用电器、节能灯、消费电子、汽车电子、设备和仪表等领域。
 - 防护器件是公司产品的优势传统产品。2007-2009 年, 公司产品在通信领域国内程控交换机一级防护市场上的占有率排第一, 2009 年占有率达到 80%。随着新产品的开发, 公司产品将从通信产品扩展到宽带类产品。
 - 公司通过引进消化国外技术, 进军 VDMOS 等新型功率半导体器件领域。随着 VDMOS 产能利用率的提升, VDMOS 对公司的净利润贡献逐年增大。功率型半导体国产化刚刚开始, 公司产品性价比优势明显, 将受益于巨大的进口替代空间。同时, 公司开发的低电流 IGBT 产品已经获得部分客户的认可, 未来该业务的进展值得重点跟踪。
 - 公司通过产品结构调整推动可控硅和 1300X 系列业务的发展。公司目前在吸尘器, 冰箱等家电用可控硅市场占有率较高的份额, 并顺利进入豆浆机市场, 未来有望打开洗衣机领域。
- 募集资金投向三个项目: 防护器件、VDMOS 生产线扩产及新建一条封装生产线。项目达产后, 防护器件和 VDMOS 的产能将分别提升 1.7 倍和 1.4 倍, 有望解决公司目前的产能瓶颈, 实现规模迅速扩大。同时, 封装生产线的建设将保证器件的质量, 降低封装成本。
- 我们以 2011 年 EPS 的 35-45 倍市盈率, 给予公司中长期的合理估值区间为 14.67~18.86 元。

内容目录

优秀的功率半导体制造厂商	3 -
公司主要有四大业务	3 -
报告期内, 公司的营业收入持续增长	3 -
股权结构和募集资金项目	4 -
传统优势产品防护器件是公司前进的第一动力	5 -
未来增长的空间可期	5 -
新型功率半导体器件是公司未来业绩增长的新动力	6 -
VDMOS 生产线左右着公司的前进步伐	6 -
VDMOS 是 MOSFET 的重要种类, 进口替代空间大	7 -
新型功率半导体器件生产线技改项目将加快 VDMOS 业务的发展	7 -
IGBT 产品已获得部分客户认可	8 -
产品结构调整推动可控硅和 1300X 系列业务的发展	8 -
可控硅: 退出摩托车, 进入家电	8 -
1300X 产品: 将从节能灯走向电源	8 -
盈利预测与估值	9 -
主要的基本假设	9 -

图表目录

图表 1: 产品示意图和产品的应用领域	3 -
图表 2: 2010 年上半年的营业收入的产品结构	3 -
图表 3: 公司营业收入和净利润的情况	3 -
图表 4: 公司产品结构的变化	3 -
图表 5: 公司毛利率情况	4 -
图表 6: 公司费用率情况	4 -
图表 7: 募集资金项目	4 -
图表 8: 公司防护器件产品	5 -
图表 9: 防护器件的产能以及产能利用率情况	6 -
图表 10: VDMOS 业务的发展情况	6 -
图表 11: VDMOS 结构	7 -
图表 12: 公司 VDMOS 产品应用结构	7 -
图表 13: 分产品预测	9 -

优秀的功率半导体制造厂商

公司主要有四大业务

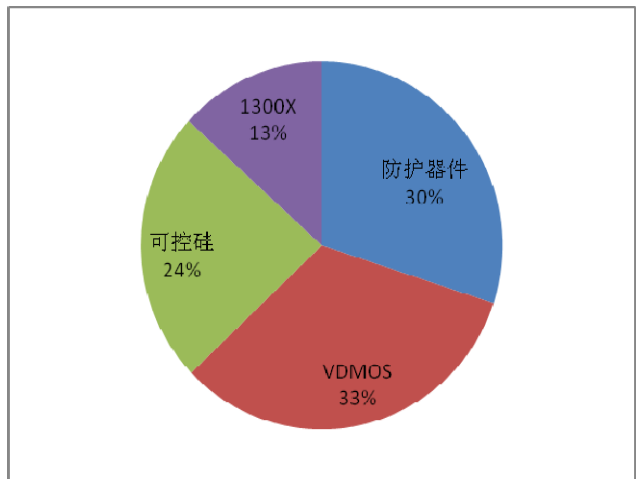
- 公司是在国内功率半导体领域的优秀企业。主要四大业务：防护器件，VDMOS，可控硅和 1300X，产品广泛应用于通信设备、网络设备、数字电视、民用电路、摩托车、电动工具、家用电器、节能灯、消费电子、汽车电子、设备和仪表等领域。

图表 1：产品示意图和产品的应用领域

产品	应用领域
防护器件	在程控交换机、机顶盒、Modem、ADSL、路由器、宽带交换设备
VDMOS	在绿色电源、通信及计算机电源、变频调速、感应加热、新型家电、电动交通工具
可控硅	摩托车、吸尘器、电动工具、电扇、空调、冰箱
1300X	节能灯，电源适配器

来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

图表 2：2010 年上半年的营业收入的产品结构

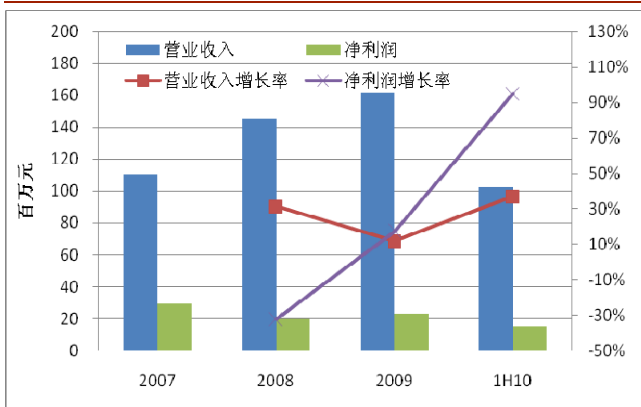


来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

报告期内，公司的营业收入持续增长

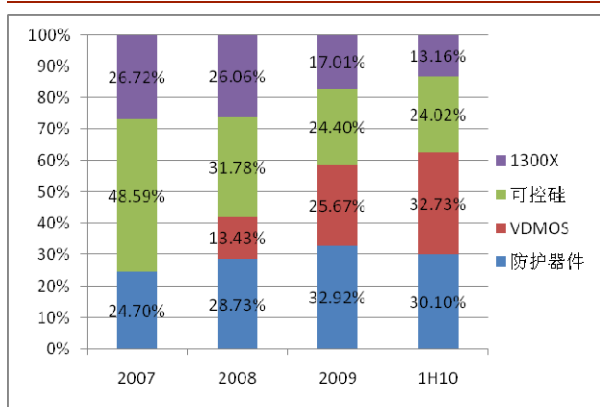
- 近三年，公司营业收入的年均复合增长率为 21.11%。
 - 2010 年上半年，公司实现营业收入为 1.02 亿元，同比增长 37.04%，实现净利润分别为 1497 万元，同比增长 94.97%。
 - 2010 年前三季度，公司实现营业收入和净利润约 1.5 亿元和约 1500 万元。

图表 3：公司营业收入和净利润的情况



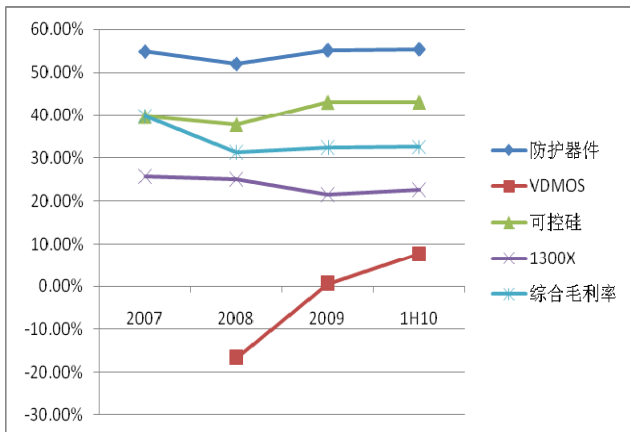
来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

图表 4：公司产品结构的变化



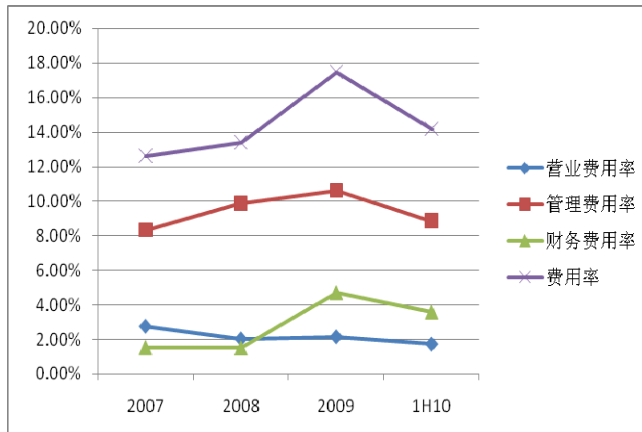
来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

图表 5: 公司毛利率情况



来源: 招股说明书, 齐鲁证券研究所

图表 6: 公司费用率情况



来源: 招股说明书, 齐鲁证券研究所

股权结构和募集资金项目

- 公司本次拟发行 2700 万股, 占发行后总股本的 25.23%, 发行后总股本 10700 万股。公司董事长兼总经理沈建平持股 2776 万股, 发行前占公司总股本的 34.7%, 系公司实际控制人。公司 100%控股子公司东晨电子, 东晨电子主要从事半导体封装业务。
- 公司拟发行 2700 万股, 募集资金 1.8 亿元。募集资金投向三个项目: 防护器件、VDMOS 生产线扩产及新建一条封装生产线。公司防护器件生产线和 VDMOS 生产线均已经满载。
 - 募投项目有望解决公司产能瓶颈, 实现规模迅速扩大。
 - 封装项目由子公司东晨电子实施。该项目的进行, 有利于器件质量的管理, 并降低现有产品的封装成本,
 - 从项目建设期和进展推测, 2011 年下半年开始到 2012 年是项目产能集中释放的时间, 募投项目对业绩的显著拉动应该在 2012 年。

图表 7: 募集资金项目

项目	项目投资金额 (万元)	建设期 (年)	产能变化	意义
半导体防护功率器件生产线项目	4,816	1	从 1.3 亿只扩大到 3.52 亿只, 扩产 1.71 倍	解决产能瓶颈, 实现规模迅速扩大。
新型功率半导体器件生产线技改项目	6,123	1	从 1 亿只扩大到 2.4 亿只, 扩产 1.4 倍	解决产能瓶颈, 实现规模迅速扩大。
半导体封装生产线项目	7,143	1.5	按 6.5 亿只器件产能计, 每年降低成本约 2535 万元	保证器件质量, 降低封装成本
合计	18,082			

来源: 招股说明书, 齐鲁证券研究所

传统优势产品防护器件是公司前进的第一动力

未来增长的空间可期

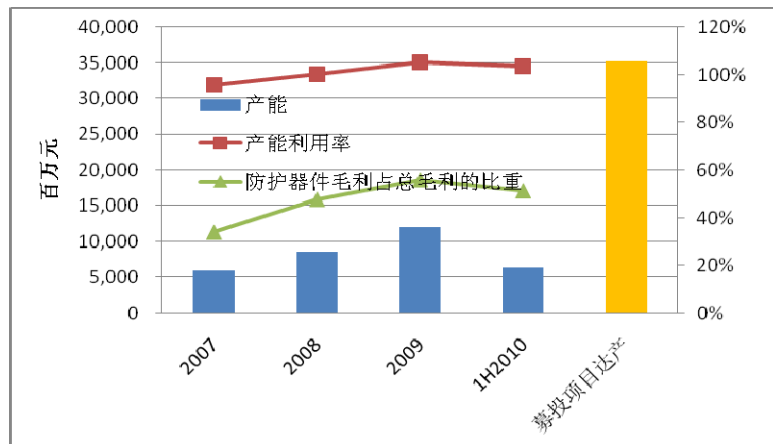
- 防护器件，亦称保护器件，用以对昂贵的电路提供保护，以免受到突发的过高电压或过大电流损害。防护器件是公司产品的优势传统产品。2007-2009 年，公司产品在通信领域国内程控交换机一级防护市场上的占有率排第一，2009 年占有率达到 80%。
- 通过性能改进和新产品的开发，公司产品的应用领域不断获得拓展。公司最新型号产品 P61089，具有可编程的优点，可以对各种电压的系统保护，可以应用到二级防护领域。

图表 8：公司防护器件产品

系列产品	用途以及市场占有率
2SA230-J 型半导体放电管	国内程控交换机一级保护，市场占比 80%。
DP3100, DP3500 系列半导体放电管	机顶盒、Modem、xDSL、路由器、语音分离器
58S, P61089 系列	程控交换机二级防护

来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

- 未来，公司防护器件的增长空间主要来自：
 - 程控交换机二级防护领域；
 - 网络宽带防护领域，规模达 10 亿元；
 - 家电，家用电路和家用电表领域；
 - 安防市场，如为室外摄像头安装防护器件以避免雷击等过压过流的冲击。
- 2007 年至今，防护器件一直是公司业绩增长的主要动力。
 - 防护器件毛利率三年平均为 54%，毛利占总毛利的比重维持在 50% 左右。
 - 防护器件订单充足，产能一直满载，导致公司不断扩产产能。目前，产能不足仍然是该业务的发展瓶颈。
 - 未来，募集资金项目的实施将使得防护器件的产能从 1.3 亿只/年扩大到 3.52 亿只/年，扩产 1.71 倍，大大加快发展步伐。

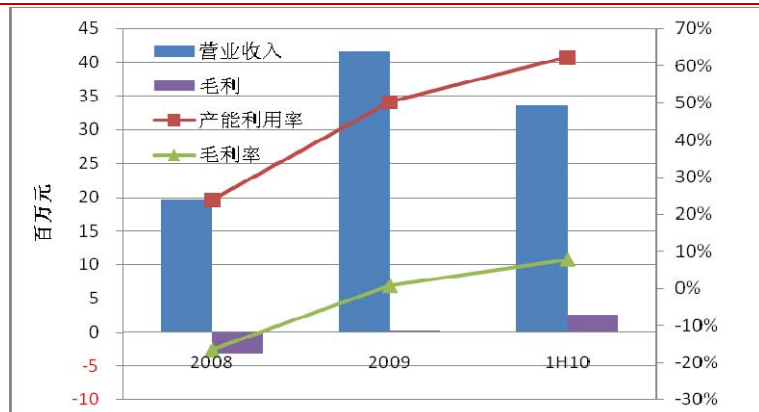
图表 9：防护器件的产能以及产能利用率情况


来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

新型功率半导体器件是公司未来业绩增长的新动力

VDMOS 生产线左右着公司的前进步伐

- 随着 VDMOS 产能利用率的提升，VDMOS 对公司的净利润贡献逐年增大。
 - 2005 年底，公司从奥地利微系统公司（AMS）引进一条 4 英寸 0.5 微米功率半导体器件生产线，用于生产 VDMOS、IGBT 系列产品；
 - 2008 年，开始贡献实现销售收入，但由于产能利用率不高，毛利率为负，而新的产品开发使得管理费用偏高，导致公司全年利润出现下滑；
 - 2009 年，产能利用率上升到 50.18%，销售收入占总的营业收入的比例已经上升到 32.73%，并开始贡献毛利。

图表 10：VDMOS 业务的发展情况


来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

- 2010 年 9 月，产能利用率达到了 82%，但已产能满载，原因有二：
 - 目前，正在开发 10 新系列的产品，约占 10%的产能；
 - 公司在 2010 年承担了工信部的项目，对 500V/30A 的 VDMOS 进

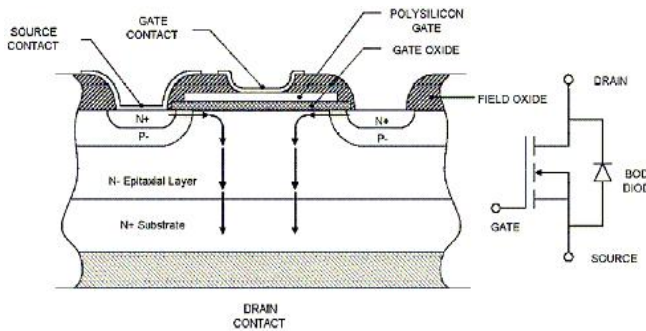
行研发和生产，该产品主要应用于水能、风能、太阳能蓄电等逆变电源领域，该项目占用了 VDMOS 约 8% 的产能。

- 目前，公司拥有 18 个系列的 VDMOS 产品。VDMOS 的客户有一百多家，其中包括给戴尔、富士康、LG、松下、飞利浦、西门子等国际知名厂商配套的电源系列产品生产厂家。
- 全球领先的电源供应器厂商台湾康舒科技开始使用公司产品。

VDMOS 是 MOSFET 的重要种类，进口替代空间大

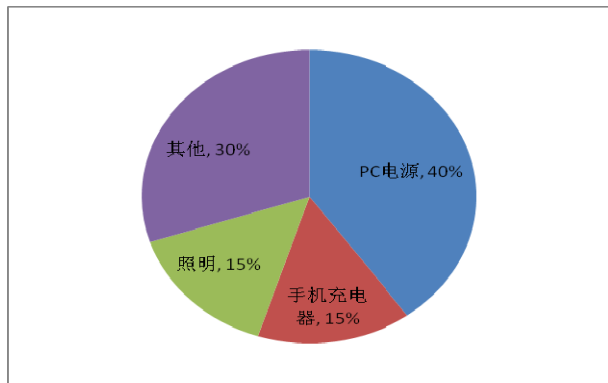
- VDMOS(Vertical Double Diffused MOSFET)是 MOSFET 的重要形式，其兼有双极晶体管和普通 MOS 器件的优点，无论是开关应用还是线形应用，VDMOS 都是理想的功率器件，VDMOS 主要应用于电机调速、逆变器、不间断电源、电子开关、高保真音响、汽车电器、平板电视、LED 照明等。

图表 11: VDMOS 结构



来源：齐鲁证券研究所

图表 12: 公司 VDMOS 产品应用结构



来源：齐鲁证券研究所

- 国产 VDMOS 性价比比高，替代洋货才刚刚开始。
- 国内厂商市场份额依然很小。根据 CCID 统计，2008 年中国功率型 MOSFET 市场规模 237 亿人民币，其中大部分是 VDMOS。而国内 VDMOS 市场基本处于外资垄断，国内厂商整体加起来占比连 1% 都没有，这也预示着国产 VDMOS 的替代空间巨大。
- 国产 VDMOS 价格普遍比国外同类型产品价格明显偏低，只要性能优异通过客户认可，替代国外产品只是时间问题。
- 由于生产 VDMOS 的技术门槛高，能够量产 VDMOS 的国内企业极为少数，目前主要是东光微电，士兰微、华润华晶和华微电子，竞争尚不激烈。东光微电的 VDMOS 业务进展较快，具有先发优势。

新型功率半导体器件生产线技改项目将加快 VDMOS 业务的发展

- 目前该生产线年产能为 1 亿只 VDMOS 产品，技改后新增产能 1.4 亿只，总产能达到 2.4 亿只/年。
- 技改项目 1 年，由于无需建造厂房，设备到位调试完毕即可投产。预计 2011 年年中开始释放产能。

IGBT 产品已获得部分客户认可

- IGBT 是一种 MOSFET 与双极晶体管组成的器件。它既有功率 MOSFET 驱动功率小，开关频率高的优点，又有功率晶体管的导通电压低，通态电流大的显著优点。
- 公司现有 4 英寸 VDMOS 生产线可以生产 IGBT 产品。由于 IGBT 的制造工艺难度非常高，目前国内市场基本依赖进口。公司依靠在拥有制造 VDMOS 和可控硅等技术的基础上，逐渐掌握了制造 IGBT 的技术，成为国内少数能独立制造出 IGBT 芯片的企业之一。
- 公司已经开发出了 1200V/15A、1200V/20A 和 1200V/25A 等三种 IGBT 产品，主要用于电磁炉和微波炉等消费电子产品。在温升等一些重要性指标上，公司产品基本能满足使用要求，具有相当的性价比优势（预计可以比英飞凌至少便宜 30%）。目前处于送样阶段，已经获得了个别客户的认可。同时，公司和富士通合作，研发大电流 IGBT。未来，公司该业务值得重点跟踪。
- 此外，公司也在研发快恢复二极管 FRD。VDMOS 和 IGBT 常搭配 FRD 一起使用，由此可推断 FRD 的市场需求量非常大。

通过产品结构调整推动可控硅和 1300X 系列业务的发展

可控硅：退出摩托车，进入家电

- 退出摩托车领域。从 2007 年开始，由于摩托车用可控硅市场竞争充分，毛利率低，公司逐渐退出摩托车市场。
- 进军高端应用--家电领域。小家电和家电领域可控硅市场国际巨头占领，未来对国内企业来说，。目前，公司可控硅产品有三十多种型号，主要应用于家用电器和小家电领域，如吸尘器、电动工具、电扇、豆浆机、空调、冰箱等。
 - 公司产品是吸尘器固有可控硅的佼佼者。公司是国内第一家进入吸尘器领域的可控硅生产企业，成功地打破了国外进口产品的垄断。2009 年市场占有率达 13.46%。
 - 公司将受益于节能冰箱的推广。2009 年，公司生产的冰箱用可控硅市场占有率达 10.8%。
 - 顺利进入豆浆机市场。2010 年 3 月通过了九阳豆浆机的认证，下半年和明年有望持续放量。
 - 继续开发洗衣机用等国内企业较少涉足的可控硅应用领域。

1300X 产品：将从节能灯走向电源

- 目前，公司 1300x 系列产品主要应用于节能灯市场。由于 1300X 市场竞争较充分，毛利率相对其他业务较低，2010 年上半年为 22%。
- 公司市场占有率不高。国内市场上 1300X 产品竞争优势明显的主要是华微电子、华润华晶等大规模的半导体器件企业，与这些企业相比，公司在市场占有率方面不具有优势。
- 现阶段公司 1300X 系列产品的发展目标是进行产品结构调整，从节能灯用 1300X 转向开发工艺更复杂、毛利率更高的电源用 1300X 产品。

盈利预测与估值

主要的基本假设

- 公司的防护器件业务：从通信产品扩展到宽带类产品，由于宽带类产品销售偏低，未来产品均价可能出现下滑，但这不是低端化，该业务毛利率不会明显下滑。
- 公司的 VDMOS 业务：
 - 如果现有生产线的产能利用率达到了 100%，毛利率可以达到 15%；
 - 按披露数据测算，在未来技改项目达产后，毛利率可以达到约 24%；封装线达产后，由于减低了封装成本，毛利率可以更高。
- 公司的可控硅和 1300X 业务维持稳定。
- 未考虑 IGBT 和 FRD 等新产品收入。
- 预计 2010-2012 年，净利润的年均复合增长率为 57%，EPS 分别为 0.31 元，0.42 元和 0.77 元。以 2011 年 EPS 的 35-45 倍市盈率，给予公司中长期的合理估值区间为 14.67 元-18.86 元。

图表 13：分产品预测

产品销售收入

单位：人民币百万元

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
防护器件						
平均售价（元/件）	0.48	0.47	0.45	0.44	0.42	0.40
销售数量（万只）	5,636.64	8,794.72	11,878.31	13,000.00	17,400.00	35,200.00
销售收入	27.2868	41.6756	53.3714	57.2000	73.0800	140.8000
增长率（YOY）	—	52.73%	28.06%	7.17%	27.76%	92.67%
毛利率	54.80%	51.96%	55.10%	55.00%	54.00%	54.00%
VDMOS						
平均售价（元/件）	0.00	1.04	0.96	1.01	1.00	0.98
销售数量（万只）	0.00	1,867.95	4,349.50	8,200.00	17,000.00	22,000.00
销售收入	0.00	19.49	41.62	82.82	170.00	215.60
增长率（YOY）	—	—	113.54%	99.00%	105.26%	26.82%
毛利率	0.00%	-16.57%	0.62%	11.00%	15.00%	22.00%
可控硅						
平均售价（元/件）	0.66	0.68	0.71	0.72	0.70	0.68
销售数量（万只）	8,083.34	6,735.70	5,595.02	8,000.00	8,000.00	8,000.00
销售收入	53.68	46.10	39.55	57.60	56.00	54.40
增长率（YOY）	—	-14.11%	-14.21%	45.63%	-2.78%	-2.86%
毛利率	39.68%	37.77%	42.99%	43.00%	42.00%	42.00%
1300X						
平均售价（元/件）	0.41	0.37	0.32	0.34	0.33	0.32
销售数量（万只）	7,192.78	10,211.16	8,658.85	9,000.00	10,000.00	10,000.00
销售收入	29.52	37.80	27.57	30.60	33.00	32.00
增长率（YOY）	—	28.06%	-27.06%	10.98%	7.84%	-3.03%
毛利率	25.81%	25.03%	21.44%	22.55%	22.00%	21.50%
销售收入小计	110.48	145.07	162.11	228.22	332.08	442.80
销售成本小计	66.61	99.77	109.53	155.98	236.34	289.61
毛利	43.87	45.30	52.58	72.24	95.74	153.19
平均毛利率	39.71%	31.23%	32.43%	31.65%	28.83%	34.60%

来源：齐鲁证券研究所

附录1 历史推荐和目标定价

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-11-03	无	**.*	14.67 ~ 18.86

来源：齐鲁证券研究所

附录2：财务预测简表

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	110	145	162	228	332	443
增长率	34.39%	31.3%	11.7%	40.8%	45.5%	33.3%
营业成本	-67	-100	-110	-156	-236	-290
% 销售收入	60.3%	68.8%	67.6%	68.3%	71.2%	65.4%
毛利	44	45	53	72	96	153
% 销售收入	39.7%	31.2%	32.4%	31.7%	28.8%	34.6%
营业税金及附加	-1	-1	-1	-2	-2	-3
% 销售收入	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-3	-3	-4	-5	-7	-9
% 销售收入	2.8%	2.0%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%
管理费用	-9	-14	-17	-24	-34	-44
% 销售收入	8.3%	9.9%	10.6%	10.5%	10.2%	10.0%
息税前利润 (EBIT)	31	27	31	42	53	97
% 销售收入	27.8%	18.6%	19.0%	18.5%	15.9%	21.9%
财务费用	-2	-7	-9	-3	0	0
% 销售收入	1.5%	4.7%	5.3%	1.2%	0.0%	0.0%
资产减值损失	1	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	30	20	22	39	53	97
营业利润率	26.8%	13.7%	13.8%	17.3%	15.9%	21.9%
营业外收支	0	-1	3	0	0	0
税前利润	30	19	25	39	53	97
利润率	26.9%	13.2%	15.6%	17.3%	15.9%	21.9%
所得税	0	1	-2	-6	-8	-15
所得税率	1.2%	-3.1%	8.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	29	20	23	33	45	82
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	29	20	23	33	45	82
净利率	26.5%	13.6%	14.3%	14.7%	13.5%	18.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	0	0	23	33	45	82
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	0	24	10	20	27
非经营收益	0	0	10	4	2	2
营运资金变动	0	0	2	-8	8	-31
经营活动现金净流	0	0	59	40	75	80
资本开支	97	68	15	20	74	47
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-97	-68	-15	-20	-74	-47
股权募资	25	0	0	416	0	0
债权募资	53	82	-10	-77	0	0
其他	-3	-42	-18	-4	-12	-15
筹资活动现金净流	75	40	-28	335	-12	-15
现金净流量	-22	-28	16	355	-11	18

来源：齐鲁证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	58	90	114	469	458	476
应收款项	58	82	88	114	164	220
存货	23	28	40	47	65	87
其他流动资产	48	13	7	13	18	23
流动资产	188	213	249	643	706	807
% 总资产	56.8%	46.8%	51.6%	72.6%	70.4%	71.8%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	137	223	213	223	277	298
% 总资产	41.5%	48.9%	44.3%	25.2%	27.7%	26.5%
无形资产	5	19	19	19	18	18
非流动资产	143	242	233	243	296	316
% 总资产	43.2%	53.2%	48.4%	27.4%	29.6%	28.2%
资产总计	331	456	482	886	1,002	1,123
短期借款	93	118	77	0	0	0
应付款项	35	88	98	125	199	245
其他流动负债	4	8	10	25	35	53
流动负债	132	214	184	149	234	298
长期贷款	0	0	30	30	30	30
其他长期负债	0	26	27	27	27	27
负债	132	240	241	206	290	354
普通股股东权益	199	216	241	680	712	769
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	331	456	482	886	1,002	1,123

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益 (元)	0.366	0.247	0.290	0.313	0.419	0.769
每股净资产 (元)	2.482	2.697	3.014	6.358	6.652	7.190
每股经营现金净流 (元)	0.000	0.000	0.741	0.371	0.699	0.747
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.094	0.126	0.231
回报率						
净资产收益率	14.76%	9.17%	9.61%	4.92%	6.30%	10.70%
总资产收益率	8.87%	4.34%	4.81%	3.78%	4.48%	7.33%
投入资本收益率	13.00%	10.55%	12.09%	14.86%	15.89%	25.55%
增长率						
营业总收入增长率	34.39%	31.30%	11.75%	40.78%	45.51%	33.34%
EBIT增长率	52.35%	-12.40%	14.47%	36.60%	25.62%	83.27%
净利润增长率	86.74%	-32.52%	17.08%	44.57%	33.94%	83.52%
总资产增长率	47.21%	37.81%	5.77%	83.88%	13.11%	12.08%
资产管理能力						
应收账款周转天数	190.4	163.7	179.7	170.0	170.0	170.0
存货周转天数	119.9	93.3	112.0	110.0	100.0	110.0
应付账款周转天数	150.0	146.3	138.7	140.0	140.0	140.0
固定资产周转天数	83.0	262.1	428.4	316.7	258.2	232.1
偿债能力						
净负债/股东权益	17.63%	21.94%	-3.06%	-64.58%	-60.25%	-58.07%
EBIT利息保障倍数	18.3	3.9	3.6	15.5	374.0	774.9
资产负债率	39.92%	52.65%	49.96%	23.21%	28.98%	31.51%

投资评级说明

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%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%-+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的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。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话:021-58303470
手机:13641659577
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话:021-58206173
手机:18621368050
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双鸽
大厦 19 楼

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-81283786
手机:15806668226
传真:0531-81283791
邮编:250010
地址:山东济南经十路 17703
号华特广场 B501