

## 康得新 (002450)

2017年5月2日

# 康得新：打造先进高分子材料平台，从跟随到引领 买入（首次）

证券分析师 丁文韬

执业资格证书号码：S0600515050001

[dingwt@dwzq.com.cn](mailto:dingwt@dwzq.com.cn)

研究助理 王莉

[wangl@dwzq.com.cn](mailto:wangl@dwzq.com.cn)

0755-23945021

研究助理 杨明辉

[yangmh@dwzq.com.cn](mailto:yangmh@dwzq.com.cn)

0755-23945021

### ■ 全产业链布局，打造先进高分子材料平台，从跟随到引领

康得新既是全球预涂膜的领导企业，也是世界光学膜的领军企业，致力于打造基于先进高分子材料的世界级生态平台企业。

过去许多年，先进高分子材料主要被日美企业垄断，国内薄膜材料的厂商只能模仿与跟随，学习它们成熟的材料工艺。康得新始终坚持全产业链布局，从基材，到精密加工，每个环节全产业链布局，确保掌握先进膜材每个环节的核心工艺技术，实现从跟随到引领的跨越。公司有 1500 多人的材料研发团队，其中外籍团队有约 300 多人，强大的研发团队保证了公司在材料研发的先进性。以水汽阻隔膜为例，其市场主要被 3M 等少数厂商垄断，康得新自主研发的全球首条卷绕式大宽幅高性能封装阻隔膜生产线于 2017 年 2 月成功投产，水汽阻隔 WVTR 值可达到 10-6 克/平方米/天，这是当今业内性能等级最高的封装阻隔膜，代表了最领先的工艺技术。

### ■ 光学膜、裸眼 3D 等项目持续推动公司业绩快速增长

展望 2017 年以及更远的未来，公司成长驱动力明晰。(1) 光学膜一期：结构调整，进一步壮大。光学膜一期项目主要通过设备提速提升进一步增加产能，且一期项目产品由普通光学膜更多地转向高端光学膜，价格进一步提升。(2) 光学膜二期：逐步投产，今年新增业绩贡献。二期项目今年逐步投产，水汽阻隔膜已于 2017 年 2 月份投产，目前应用于 OLED 和光伏领域，今年是起步年；窗膜的产能继续提升，将快速应用在建筑窗膜和汽车窗膜上；此外，PET 基材的自产将为公司产品降低 30%~40% 左右的成本，增厚产品的毛利。(3) 裸眼 3D：拓展大客户，未来前景广阔。裸眼 3D 是引领全球的科技革命，2016 年裸眼 3D 已经应用与中兴裸眼 3D 手机上，2017 年将有国际一线厂商隆重推出搭载康得新第三代裸眼 3D 技术的显示终端产品面市，今年有望迎来高速发展。(4) 预涂膜：给高端客户定制，提升价值量。预涂膜是公司非常成熟的产业，每年给公司贡献 13-15 亿元的收入。目前公司更多地给高端客户做定制化预涂膜服务，提升预涂膜产品价值量，我们预计该业务将保持 10% 左右的增速。

除了已经明晰的驱动力外，康得新在柔性电子、VR、碳纤维等方面都将展示巨大的潜力。在柔性电子领域，公司与国际一流大学合作开发的石墨烯传感器、压力传感器将逐步走向量产。在 VR 领域，公司投资的 Ostendo 公司的 VR 眼镜技术一流。在碳纤维领域，第一个批量的碳纤维轻量化的车门部件已经正式下线，公司将引领中国碳纤维车轻量化发展。

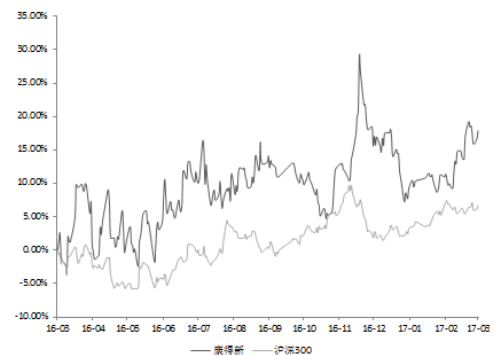
### ■ 盈利预测及投资建议

我们预计 2017/2018/2019 年 EPS 为 0.79/1.05/1.39 元，首次给予买入评级。

### ■ 风险提示

新项目的推进不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 收盘价(元)       | 19.96       |
| 一年最低价/最高价    | 15.74/21.26 |
| 市净率(倍)       | 4.33        |
| 流通 A 股市值(亿元) | 551         |

### 基础数据

|             |       |
|-------------|-------|
| 每股净资产(元)    | 4.25  |
| 资本负债率(%)    | 40.60 |
| 总股本(百万股)    | 3524  |
| 流通 A 股(百万股) | 2876  |

## 目录

|                         |    |
|-------------------------|----|
| 1. 公司发展稳定，研发中心全球覆盖..... | 4  |
| 2. 公司各业务发展情况 .....      | 5  |
| 2.1. 窗膜业务板块 .....       | 5  |
| 2.2. 智能新兴显示板块 .....     | 6  |
| 2.3. 碳纤维业务 .....        | 9  |
| 3. 盈利预测与投资建议 .....      | 10 |
| 4. 风险提示 .....           | 10 |

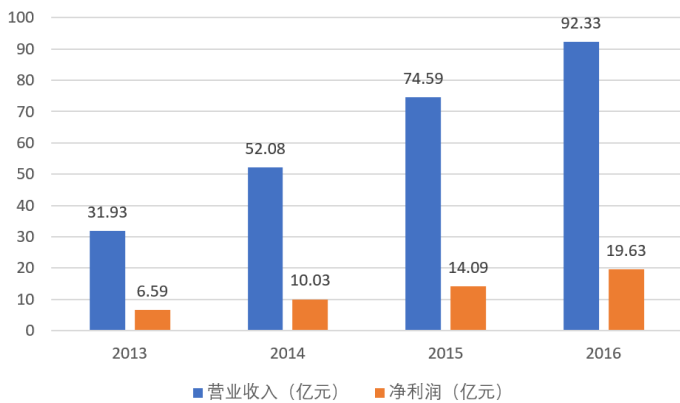
图表目录

|                                  |   |
|----------------------------------|---|
| 图表 1: 公司 2013-2016 收入、净利润情况..... | 4 |
| 图表 2: 公司 2016 年各业务占比.....        | 4 |
| 图表 3: 公司全球研发中心与销售分布.....         | 5 |
| 图表 4: 公司在中国研究平台分布.....           | 5 |
| 图表 5: 公司汽车前挡风玻璃膜.....            | 6 |
| 图表 6: 公司建筑窗膜.....                | 6 |
| 图表 7 : 裸眼 3D 在电视, 手机等方面的应用.....  | 7 |
| 图表 8 : OLED 面板各层组件分析.....        | 8 |
| 图表 9 : 量子点显示与传统 OLED 显示区别.....   | 8 |
| 图表 10: 碳纤维车体材料.....              | 9 |
| 图表 11: 碳纤维产业链情况.....             | 9 |

## 1. 公司发展稳定，研发中心全球覆盖

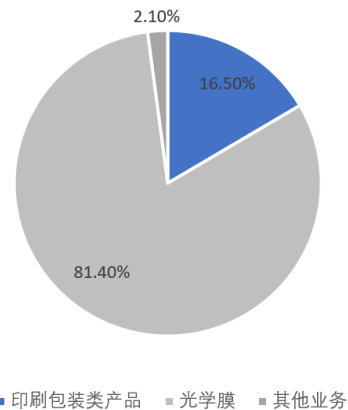
公司是国内基于先进分子材料的材料龙头，其技术打破国外技术垄断，实现了从基础新材料到大产业生态平台的布局。公司拥有先进显示、高分子材料、新能源应用、互联网智能应用四大板块。公司在 2016 年实现了利润增长 37.47% 的良好业绩，尤其是在四季度，出现了高端产品集中投放，业绩增长明显。净利润增长明显是由于公司产品结构调整至更高毛利产品，尤其是在四季度进行产品投放，所以在毛利水平上整体有比较大的提升。而销售收入低于预期的主要原因是公司三、四季度将毛利率低的甚至亏损的 BOPP 薄膜业务进行了出售。就各业务占比情况来看，公司 2016 年光学膜占比达到 81.4%，其中包括显示类膜、预涂材料、裸眼 3D 业务等。印刷包装类产品占比 16.5%，公司在 2016 年向市场投放了一系列高端产品如汽车装饰膜、划伤自修复膜、3D 曲面玻璃防爆纹理膜等。

图表 1：公司 2013-2016 收入、净利润情况



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

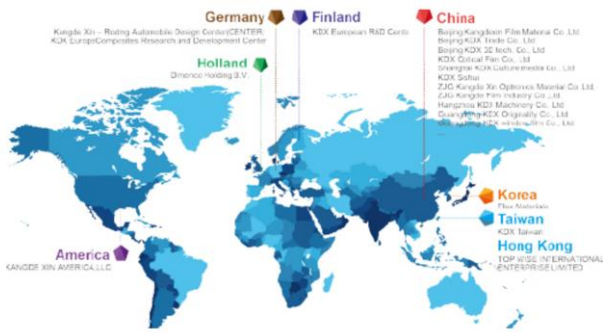
图表 2：公司 2016 年各业务占比



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

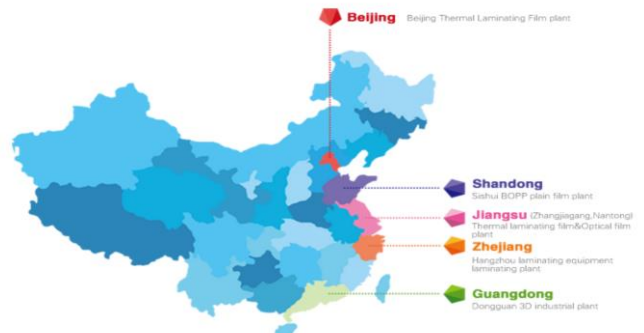
公司目前已经在全球主要国家设立了研发与销售中心，并且在去年年初，公司作为组织创新将康得新的 30 个子公司、九大事业部全部实现扁平化、去中心化，给各级的经营权、决策权，在统一的集团协调下协同发展，这样极大提高了各个部门的积极性和效率，各个部门都在持续进行创新，而这些创新就是通过技术创新来面向中高端发展的产品，使公司产品从进口替代到追赶，最后走向全球引领。

图表 3: 公司全球研发中心与销售分布



资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图表 4: 公司在中国研究平台分布



资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

## 2. 公司各业务发展情况

### 2.1. 窗膜业务板块

随着中国国产汽车以及新能源汽车崛起, 2016 年国内乘用车销售量已超 2400 万台, 并且也带动了汽车窗膜行业发展, 根据行业数据整理, 2016 年中国窗膜市场规模已达到 300 亿元, 2013-2016 年复合增长率达到 24%。康得新作为中国窗膜领域的龙头企业, 2016 年销量全国第一、销售额全国第二, 公司将享受行业持续增长带来的红利。

公司在去年成功开发的四款高端产品, 并且已经实现了对 3M 的超越, 包括应用在汽车前挡风玻璃上全球领先的多层磁控安全膜、抗紫外线美白汽车窗膜、高性能隔热膜和智慧窗膜(冬天吸热夏天隔热)等, 这些高端产品占比已经迅速在提升。因为高端产品价格较高, 如高端安全膜的售价已经达到了 400 元/平米。去年四季度公司向市场投放了汽车漆面保护膜(抗表面划伤), 原来该产品国内一直无法生产, 是市场空白领域, 进口产品都在 300 元/平米左右。自从公司在 2016 年 11 月投放市场后, 市场价格下降至 200 元/平米, 产品一经推出就获得了客户追捧, 销量以及毛利都不错。

建筑窗膜板块公司已经在全国五个城市开展推广。在美国, 汽车窗膜占比小, 但是家用贴膜占到了窗膜市场的 80%到 90%, 而在中国随着平板玻璃使用量进一步提升, 2015 年已超过 20 亿平方米, 建筑窗膜市场规模达到 400 亿元, 并且以每年 8%-10%的速度增长。国内建筑窗膜还处于拓展的初期阶段, 我们认为依靠康得新在窗膜领域的领先技术以及与政府方面的合作拓展可以在一片蓝海中占领先机。

家用贴膜节能效率很高, 通常来说可以节能 30%左右。所以公司已经在全国五大城市, 北京、上海、云南、四川、江苏展开推广与销售, 目前已经慢慢走向家庭的直销。并且公司还积极与政府、商家进行合作。与政府合作在经济适用房小区集中贴膜, 政府再颁发补贴。商家方面公司已成功与星巴克合作, 新建店铺都会安装康得新窗膜。



图表 5: 公司汽车前挡风玻璃膜



资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图表 6: 公司建筑窗膜



资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

预涂膜方面, 公司提供给高端客户定制化服务, 提升了价值量。预涂膜是公司非常成熟的产业, 14-16 年每年给公司贡献了 13-15 亿元的收入。目前公司更多地给高端客户做定制化预涂膜服务, 提升预涂膜产品价值量, 该块业务毛利率将有所提升, 我们预计该业务将有 10% 左右的增速。

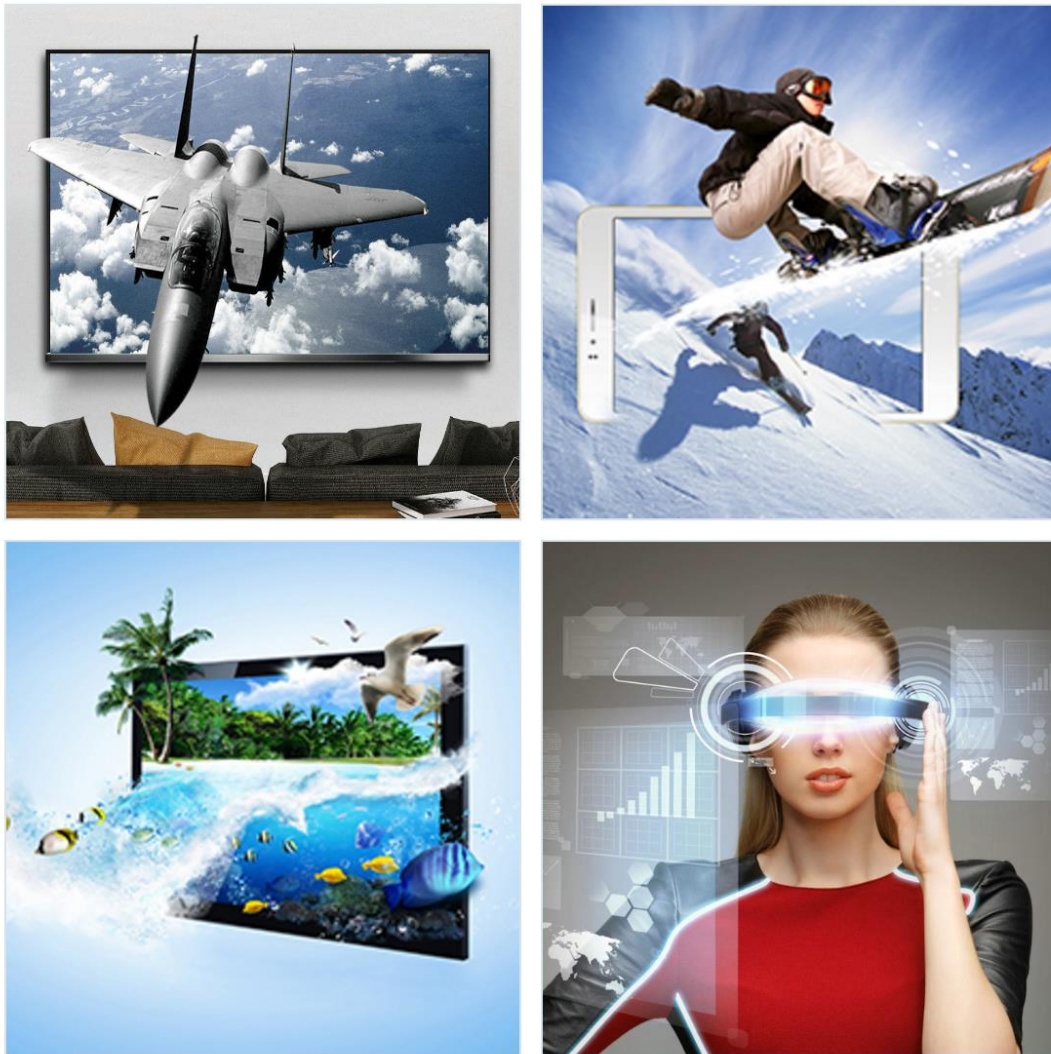
## 2.2. 智能新兴显示板块

康得新是全球智能高清裸眼 3D 的行业领导者, 在发展过程中, 公司专注于其技术的研发与创新, 并且拥有一整套 3D 技术专利, 具备了独特的技术实力与核心竞争优势。

公司 2016 年在 3D 图像业务取得了很大的进展, 与分众传媒在城市传媒领域合作, 在 30 个城市的电梯广告使用了裸眼 3D 的电梯广告, 以及在首都机场和地铁、深圳、苏州等各个城市的投放了灯箱广告。在包装领域, 如泸州老窖、剑南春, 公司 3D 膜应用到了这些品牌新产品的包装上。除此之外, 公司还与佳能、柯尼卡和德国的打印公司一起合作, 使得 3D 光学膜可以直接打印成图像, 让 3D 光学膜开始批量出口欧洲市场。在数框印刷领域, 国内多种儿童书籍印刷使用了公司的 3D 光学印刷技术。同时公司 3D 业务这块去年在商用领域拓展积极, 像广告机、赌博机、教育、医学。

公司通过模块化系统解决方案的产业延伸, 打造了智能新兴显示板块, 包括裸眼 3D, 大屏触控, AR/VR, 全息显示, 以及柔性显示等一系列新兴显示技术均已领先全球。

图表 7：裸眼 3D 在电视，手机等方面的应用

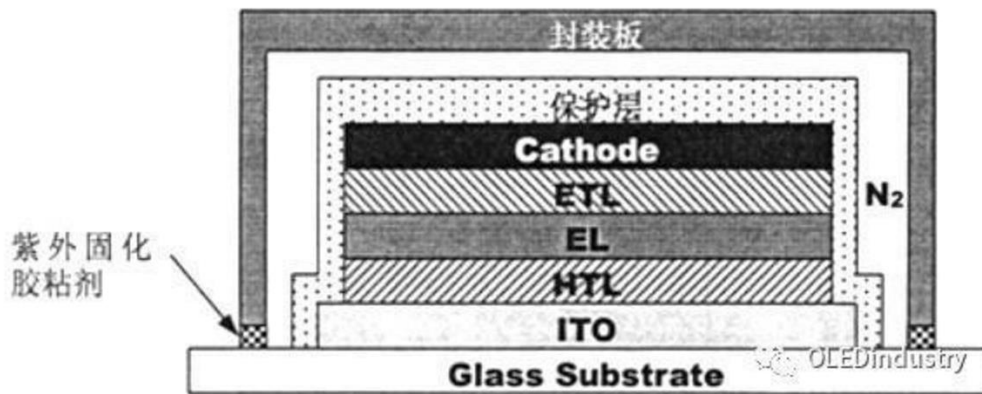


资料来源：公司官网，东吴证券研究所

公司 3D 事业群在 2016 年销售了接近 200 万套产品，这些 3D 光学膜大多用于图像和显示产品市场上，尤其集中在三四季度，如中兴手机，出口印度等等，这些使得公司四季度的毛利润得到了很大的提升。

除了 3D 膜外，公司的水汽阻隔膜也成功投产，其具有阻隔氧和水蒸汽渗透的特性，以至于水汽阻隔膜在 OLED 显示、光伏板以及食品包装方面都有非常广泛的应用。特别是 OLED 面板制造方面，为了避免水汽进入到组件破坏电路，在加工时必须在最外层计入保护膜，柔性的 OLED 还需要前后面板都用到。OLED 作为手机如今代替 LCD 面板的技术被众多厂商所推崇，预计在今年推出的新款 iPhone8 上会使用柔性 OLED 显示面板。根据 IHS 预测，预计到 2018 年，OLED 全球市场占有率会达到 40%，市场空间巨大。

图表 8：OLED 面板各层组件分析



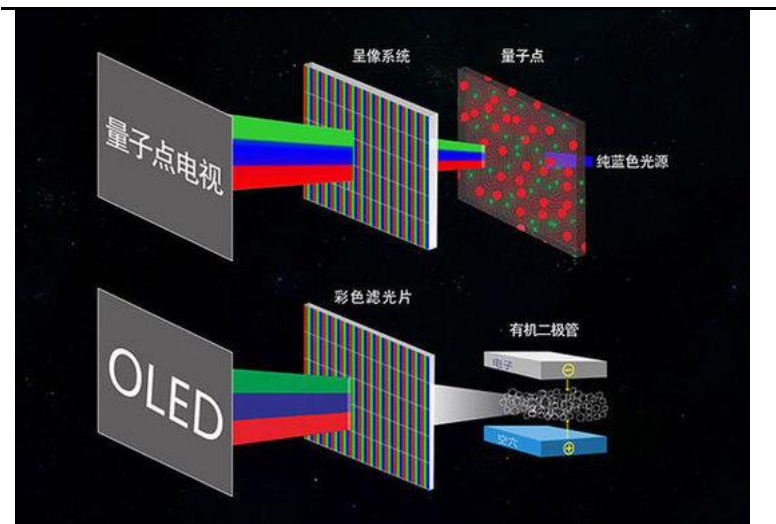
资料来源：OLEDindustry，东吴证券研究所

除此之外，公司还在今年 4 月与陶氏化学合作，进行再无镉量子点膜方面的研发与生产。

量子点膜是全球科技前沿材料，采用量子点膜技术的显示产品色彩更加纯正，能够精准地还原色彩，而且具有性能稳定、寿命长、色域更广、亮度更高等优势。作为未来显示技术，量子点膜已经引起了国内外显示厂商的广泛关注，三星、TCL、海信等一线厂商相继推出高端量子点电视，引领电视进入 QLED 时代。

但是传统的量子点膜含有有毒重金属镉，根据欧盟还有中国法律，限制了镉金属在消费电子中的应用，无镉化趋势势在必行。

图表 9：量子点显示与传统 OLED 显示区别



资料来源：网络资料，东吴证券研究所

康得新作为全球规模最大、唯一全产业链、全系列的光学膜领军企业、国际主流供应商，设有挤出、涂布、成型、模具、溅射、树脂、窗膜、大屏触控、柔性材料等多个事业部的全产业链平台，并通过突破传统的差异化开发及前沿材料开发，已成功从进口替代走向光学膜新材料



的前沿开发，以技术创新驱动企业发展。

公司的光学膜生产基地在江苏张家港，总占地面积超过 1000 亩，其中康得新光学膜一期项目总投资约 45 亿元，项目年产 2 亿平方米光学薄膜，已经建成达产。光学膜二期项目已于 2016 年 4 月正式开工奠基，项目总投资约 120 亿元，计划建设 1 亿平方米先进高分子膜材料及 1 亿片裸眼 3D 模组。光学膜二期中光学级薄型 PET 基材、水汽阻隔膜、隔热膜等都已经在今年陆续投产。

公司光电材料事业部还成功开发了锂电池包装基材，锂电池铝塑包装基材还有铝塑包装膜原本国内没有能力生产，国产化率只有千分之三，主要靠进口日本的材料。康得新已经成功开发出中国第一家可以生产锂电池铝塑包装膜，公司进一步还会继续进行产业延伸。

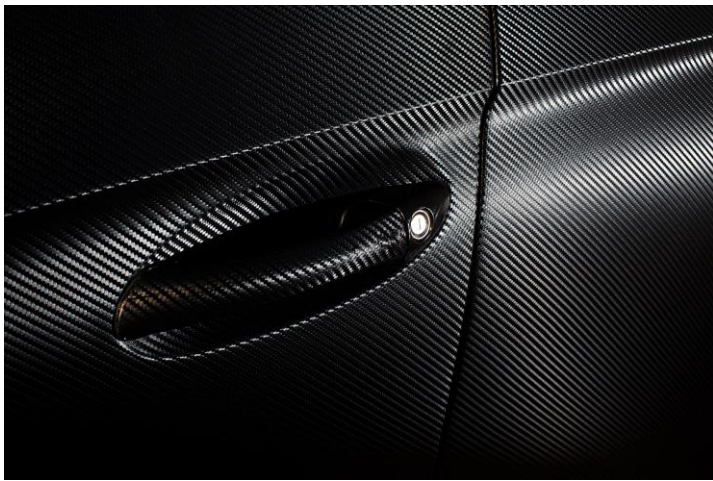
### 2.3. 碳纤维业务

同属康德集团旗下的中安信作为中国首条年产碳纤维材料 5000 吨原丝、1700 吨碳丝的生产线基地，如今 T700、T800、T900、T1000、T1100 已经达到了稳定量产，良品率达 97.5%。其中 T800 的性能经过国家权威部门的检测，模量和弹性比量都超过了日本友商 8%-12%。我们认为中安信碳纤维丝的量产实现了中国碳纤维产业一次四十年的跨越，让国内先进碳纤维材料一步达到国际的先进水平。

碳纤维的发展实际上也是沿用公司两个重要发展思路，1) 高端化，2) 服务化，首先高端化可以让公司获得更高的利润，服务化可以拥有更强的用户粘性。公司碳纤维业务成功打造了全球最大、最先进、唯一的一个总体解决方案提供商的新能源电动车轻量化的生态平台。

公司在廊坊建立的康得复材公司，是继宝马以后的全球第二个新能源电动车碳纤维轻量化无人工厂，相对于宝马 4 分钟生产一件碳纤维组件，公司可以做到两分钟/件，未来要做到一分钟一件。公司产线比宝马还先进一代，是实现了完全自动化的无人工厂。

图表 10：碳纤维车体材料



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

图表 11：碳纤维产业链情况



资料来源：中安信公司官网，东吴证券研究所

在碳纤维研发方面，公司在慕尼黑与慕尼黑工业大学共同建立了技

术研发中心，进行技术支持。公司在慕尼黑投资了 2000 多平米的生产定制化设备，未来该研发中心不仅作研究开发，还会进行碳纤维设计服务。同时公司控股了全球唯一具有批量化生产碳纤维部件的雷丁公司。公司在 2013 年进入碳纤维设计市场，成为整体解决方案提供商。

国内几十家汽车厂几乎所有的轻量化碳纤维部件以及整车设计、部件设计都会由康得新雷丁中心来设计，未来由康得复材生产。因为碳纤维材料属于当今世界材料的最高峰，国内其他厂商因研发费用，前期投资体量巨大，极高的技术壁垒使其难以进入。而康得新作为国内唯一一家整合生产、制造、设计的公司将会在 2018 年、2019 年新能源电动车爆发时，将有能力独享国内广阔市场。

总的来说，公司目前具有先进高分子材料、智能新兴显示等产业板块。首先，先进高分子材料板块为公司的核心产业基础，既是全球预涂膜行业的领导者，又是世界光学膜行业的主流供应商，同时公司在碳材料（包括石墨烯和碳纤维）、以及柔性材料领域也具有世界领先地位。第二，公司通过模块化系统解决方案的产业延伸，打造了智能新兴显示板块，包括裸眼 3D，大屏触控，AR/VR，全息显示，以及柔性显示等一系列新兴显示技术均已领先全球。第三，通过新兴显示技术在场景互联时代下的进一步产业延伸，公司在娱乐、宾馆、社区、教育、医疗等领域全面推进，正在打造多家互联网运营服务公司，建立互联网智能应用板块。第四，公司通过与控股股东合作，基于碳纤维材料的延伸，打造新能源汽车产业板块，形成了碳纤维产业的全生态链。

### 3. 盈利预测与投资建议

公司在过去两到三年期间在打造整体板块，拓展产品高度与宽度。在过去一年的时间里，公司主要靠预涂膜和光学膜渗透率提升进行发展。未来这些前期进行投入开发的板块会开花结果，在未来三至四年，康得新是整体迸发的时代。可以看到的是 2017 年康得新已经站在了新的高度，产品开始群体迸发，我们认为康得新这些板块在未来四年都有能力发力，并且未来仍会保持高速发展，前期投入巨大的业务板块如光学膜等也都将开花结果。除此之外，公司营业收入方面将保持稳定增长，公司还积极进行产品高端化，放弃低毛利率的产品线，所以未来 3 年公司毛利率与净利率都将出现明显提升。我们预计 2017/2018/2019 年 EPS 为 0.79/1.05/1.39 元，对应 PE 为 25/19/14 倍，估值水平相对较低，首次给予买入评级。

### 4. 风险提示

公司碳纤维市场渗透率不达预期，汽车窗膜板块市场渗透率不达预期，3M 发布新型工艺窗膜等。

图表 1: 康得新三大财务预测表

| 财务和估值数据摘要     |         |          |          |          | 财务分析和估值指标汇总 |          |          |          |          |
|---------------|---------|----------|----------|----------|-------------|----------|----------|----------|----------|
| 单位:百万元        | 2016A   | 2017E    | 2018E    | 2019E    |             | 2016A    | 2017E    | 2018E    | 2019E    |
| 营业收入          | 9232.75 | 11978.94 | 15226.17 | 19192.71 | 收益率         |          |          |          |          |
| 增长率(%)        | 23.77%  | 29.73%   | 27.14%   | 25.73%   | 毛利率         | 40.45%   | 39.09%   | 40.40%   | 42.18%   |
| 归属母公司股东净利润    | 1962.91 | 2791.49  | 3716.49  | 4907.84  | 三费/销售收入     | 13.49%   | 9.31%    | 8.70%    | 8.71%    |
| 增长率(%)        | 39.27%  | 42.21%   | 33.14%   | 32.06%   | EBIT/销售收入   | 28.04%   | 27.48%   | 28.76%   | 30.51%   |
| 每股收益(EPS)     | 0.556   | 0.791    | 1.053    | 1.390    | EBITDA/销售收入 | 30.61%   | 31.57%   | 32.03%   | 33.12%   |
| 每股经营现金流       | -0.029  | 1.997    | -0.487   | 2.422    | 销售净利率       | 21.28%   | 24.21%   | 25.79%   | 27.25%   |
| 销售毛利率         | 40.45%  | 39.09%   | 40.40%   | 42.18%   | 资产获利率       |          |          |          |          |
| 销售净利率         | 21.28%  | 24.21%   | 25.79%   | 27.25%   | ROE         | 12.60%   | 15.38%   | 17.23%   | 18.81%   |
| 净资产收益率(ROE)   | 12.60%  | 15.38%   | 17.23%   | 18.81%   | ROA         | 9.97%    | 12.91%   | 14.89%   | 16.50%   |
| 投入资本回报率(ROIC) | 47.95%  | 43.32%   | 210.58%  | 67.48%   | ROIC        | 47.95%   | 43.32%   | 210.58%  | 67.48%   |
| 市盈率(P/E)      | 34.79   | 24.47    | 18.38    | 13.92    | 增长率         |          |          |          |          |
| 市净率(P/B)      | 4.38    | 3.76     | 3.17     | 2.62     | 销售收入增长率     | 23.77%   | 29.73%   | 27.14%   | 25.73%   |
| 股息率(分红/股价)    | 0.002   | 0.003    | 0.004    | 0.006    | EBIT 增长率    | 31.03%   | 22.50%   | 30.82%   | 32.63%   |
|               |         |          |          |          | EBITDA 增长率  | 29.52%   | 28.88%   | 26.83%   | 29.28%   |
|               |         |          |          |          | 净利润增长率      | 39.87%   | 42.21%   | 33.14%   | 32.06%   |
|               |         |          |          |          | 总资产增长率      | 43.65%   | -5.39%   | 13.44%   | 19.72%   |
|               |         |          |          |          | 股东权益增长率     | 69.76%   | 16.49%   | 18.85%   | 20.94%   |
|               |         |          |          |          | 经营营运资本增长率   | 379.53%  | -215.93% | 264.01%  | -101.50% |
|               |         |          |          |          | 资本结构        |          |          |          |          |
|               |         |          |          |          | 资产负债率       | 39.88%   | 25.99%   | 22.46%   | 21.67%   |
|               |         |          |          |          | 投资资本/总资产    | 23.36%   | 6.65%    | 24.31%   | 8.29%    |
|               |         |          |          |          | 带息债务/总负债    | 55.11%   | 13.90%   | 14.18%   | 12.27%   |
|               |         |          |          |          | 流动比率        | 2.26     | 3.72     | 4.51     | 4.76     |
|               |         |          |          |          | 速动比率        | 2.19     | 3.52     | 4.32     | 4.52     |
|               |         |          |          |          | 股利支付率       | 7.38%    | 7.96%    | 7.96%    | 7.96%    |
|               |         |          |          |          | 收益留存率       | 92.62%   | 92.04%   | 92.04%   | 92.04%   |
|               |         |          |          |          | 资产管理效率      |          |          |          |          |
|               |         |          |          |          | 总资产周转率      | 0.36     | 0.47     | 0.52     | 0.54     |
|               |         |          |          |          | 固定资产周转率     | 2.99     | 3.73     | 5.37     | 7.91     |
|               |         |          |          |          | 应收账款周转率     | 1.85     | 6.23     | 2.15     | 4.52     |
|               |         |          |          |          | 存货周转率       | 9.14     | 6.68     | 8.86     | 7.03     |
|               |         |          |          |          | 业绩和估值指标     |          |          |          |          |
|               |         |          |          |          | EBIT        | 2588.49  | 3171.01  | 4148.41  | 5502.16  |
|               |         |          |          |          | EBITDA      | 2826.60  | 3643.01  | 4620.41  | 5973.07  |
|               |         |          |          |          | NOPLAT      | 2153.57  | 2626.32  | 3440.82  | 4568.94  |
|               |         |          |          |          | 净利润         | 1962.91  | 2791.49  | 3716.49  | 4907.84  |
|               |         |          |          |          | EPS         | 0.556    | 0.791    | 1.053    | 1.390    |
|               |         |          |          |          | BPS         | 4.414    | 5.142    | 6.112    | 7.391    |
|               |         |          |          |          | PE          | 34.79    | 24.97    | 18.78    | 13.92    |
|               |         |          |          |          | PB          | 4.38     | 3.76     | 3.17     | 2.62     |
|               |         |          |          |          | PS          | 7.40     | 5.92     | 4.73     | 3.79     |
|               |         |          |          |          | EV/EBIT     | 22.70    | 16.32    | 12.89    | 8.17     |
|               |         |          |          |          | EV/EBITDA   | 20.79    | 14.21    | 11.58    | 7.53     |
|               |         |          |          |          | EV/NOPLAT   | 27.29    | 19.71    | 15.54    | 9.84     |
|               |         |          |          |          | EV/IC       | 9.69     | 31.68    | 7.90     | 16.27    |
|               |         |          |          |          | ROIC-WACC   | 47.95%   | 38.25%   | 207.46%  | 66.72%   |
|               |         |          |          |          | 股息率         | 0.002    | 0.003    | 0.004    | 0.006    |
|               |         |          |          |          | 现金流量表       |          |          |          |          |
|               |         |          |          |          | 经营性现金净流量    | -103.95  | 7048.13  | -1720.10 | 8547.08  |
|               |         |          |          |          | 投资性现金净流量    | -573.40  | 16.19    | 16.19    | 16.19    |
|               |         |          |          |          | 筹资性现金净流量    | 5707.64  | -4857.63 | 20.52    | 3.17     |
|               |         |          |          |          | 现金流量净额      | 5053.33  | 2206.69  | -1683.39 | 8566.43  |
|               |         |          |          |          | 资产负债表       |          |          |          |          |
|               |         |          |          |          | 货币资金        | 14960.51 | 17167.19 | 15483.80 | 24050.23 |
|               |         |          |          |          | 应收和预付款项     | 5758.69  | 2174.89  | 7714.09  | 4599.65  |
|               |         |          |          |          | 存货          | 601.29   | 1052.48  | 970.16   | 1482.50  |
|               |         |          |          |          | 其他流动资产      | 26.55    | 26.55    | 26.55    | 26.55    |
|               |         |          |          |          | 长期股权投资      | 22.48    | 22.48    | 22.48    | 22.48    |
|               |         |          |          |          | 固定资产和在建工    | 3501.85  | 3094.93  | 2688.01  | 2281.09  |
|               |         |          |          |          | 无形资产和开发支    | 568.29   | 504.30   | 440.31   | 376.32   |
|               |         |          |          |          | 其他非流动资产     | 514.15   | 513.06   | 511.98   | 511.98   |
|               |         |          |          |          | 资产总计        | 25953.80 | 24555.87 | 27857.37 | 33350.79 |
|               |         |          |          |          | 应付和预收款项     | 1221.58  | 2069.17  | 1945.85  | 2916.58  |
|               |         |          |          |          | 长期借款        | 887.12   | 887.12   | 887.12   | 887.12   |
|               |         |          |          |          | 其他负债        | 3424.71  | 3424.71  | 3424.71  | 3424.71  |
|               |         |          |          |          | 负债合计        | 10351.36 | 6381.01  | 6257.68  | 7228.41  |
|               |         |          |          |          | 股本          | 3528.78  | 3528.78  | 3528.78  | 3528.78  |
|               |         |          |          |          | 资本公积        | 6705.58  | 6705.58  | 6705.58  | 6705.58  |
|               |         |          |          |          | 留存收益        | 5347.07  | 7916.46  | 11337.24 | 15854.59 |
|               |         |          |          |          | 归属母公司股东     | 15581.44 | 18150.82 | 21571.61 | 26088.95 |
|               |         |          |          |          | 少数股东权益      | 21.00    | 24.04    | 28.08    | 33.42    |
|               |         |          |          |          | 股东权益合计      | 15602.44 | 18174.86 | 21599.69 | 26122.38 |
|               |         |          |          |          | 负债和股东权益合    | 25953.80 | 24555.87 | 27857.37 | 33350.79 |

数据来源: wind, 东吴证券研究所



## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527  
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

