

**永利股份(300230)/塑料**
**三大主业助力业绩稳健增长，智能分拣需求有望爆发**
**评级：买入(首次)**

市场价格：17.1

目标价格：25

分析师：王席鑫

执业证书编号：S0740517010008

电话：021-20315135

Email: wangxx@r.qlzq.com.cn

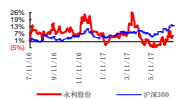
分析师：罗雅婷

电话：S0740517030002

Email: luoyt@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

|           |       |
|-----------|-------|
| 总股本(百万股)  | 453   |
| 流通股本(百万股) | 179   |
| 市价(元)     | 16.9  |
| 市值(百万元)   | 7,663 |
| 流通市值(百万元) | 3,027 |

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

| 指标        | 2015A  | 2016A   | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
|-----------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 928.4  | 1,826.8 | 3,567.3 | 4,316.2 | 5,064.6 |
| 增长率 yoy%  | 132.6% | 96.8%   | 95.3%   | 21.0%   | 17.3%   |
| 净利润       | 93.9   | 153.6   | 319.3   | 389.2   | 468.9   |
| 增长率 yoy%  | 66.0%  | 63.5%   | 107.9%  | 21.9%   | 20.5%   |
| 每股收益(元)   | 0.37   | 0.61    | 0.70    | 0.86    | 1.04    |
| 净资产收益率    | 9.3%   | 6.1%    | 10.8%   | 11.8%   | 12.7%   |
| P/E       | 80.4   | 49.2    | 24.0    | 19.7    | 16.3    |
| PEG       | 1.4    | 1.2     | 0.3     | 0.3     | 0.4     |
| P/B       | 7.5    | 3.0     | 2.6     | 2.3     | 2.1     |

备注：

**投资要点**

- 轻型输送带业务稳健成长：**公司是国内最大的轻型输送带企业，国内市占率超过10%，广泛供应于食品加工、物流运输、电子制造等行业，过去几年年均复合增速10%。与此同时，随着公司营销策略（国内直销为主）和产品结构的积极调整（毛利率更高的热塑性弹性体轻型输送带占比提高），公司输送带业务的毛利率也将实现持续稳健的增长。同时公司已经开始拓展新材料轻型输送带中的塑料链块输送带业务，是丰富完善公司在轻型输送带领域产品线的重要布局。
- 外延加码模塑业务，显著提升公司业绩：**公司通过先后收购英东和炜丰切入模塑领域，下游客户以汽车、家电以及玩具等行业稳定增长的领域为主。一方面可以加快公司拓展链板式输送带的进程；另一方面相比于输送带，塑料零部件行业服务于国民经济各行各业，产品市场需求量大，下游应用广泛，市场空间巨大，根据智研资讯，2016年塑料制品行业实现营业收入22855.1亿元，同比增长6.2%，为公司打开了长期成长的广阔空间。2016年，英东和炜丰均超额完成当年扣非后净利润承诺，我们预计两家公司17年完成业绩承诺的可能性依然会比较大，将显著增厚公司整体业绩。
- 智能分拣系统处于起步阶段，市场空间巨大：**智能分拣系统在国内目前还处于起步刚刚起步的阶段，随着近期物流企业的纷纷上市，信息化和自动化必将成为未来的发展趋势，我们预计未来几年行业将呈现快速增长的趋势。根据公告，公司收购的欣巴科技创始人作为前邮政体系成员，在该领域具有丰富的实践经验，优势明显，受益物流行业对于智能化的需求提升，行业需求有望实现快速发展，公司订单量有望快速增长。
- 盈利预测与估值：**公司现已形成轻型输送带、精密模塑及自动化分拣系统三大类业务，行业稳健增长下公司内生性成长力强，我们预计公司17-19年实现净利润3.2亿、3.9亿及4.7亿元，对应17年24倍PE。主业的稳健增长为公司带来了充沛的现金流，未来围绕三大业务领域，公司有望通过外延的方式实现产业链的合理延伸和扩张。首次覆盖给予买入评级，目标价25元。
- 风险提示：**产品价格大幅波动、市场竞争加剧、下游需求大幅减少、快递行业自动化进程不及预期等。

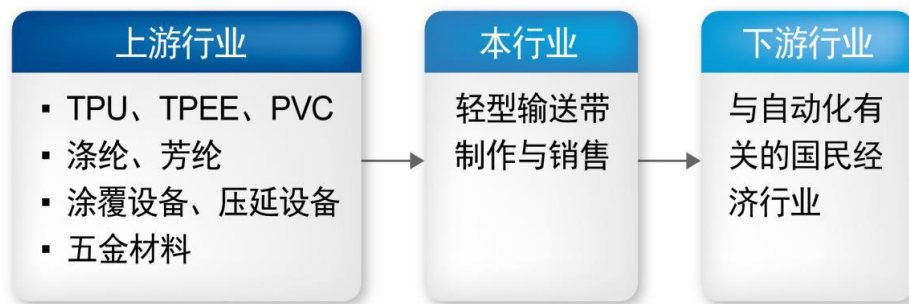
## 内容目录

|                           |       |
|---------------------------|-------|
| 轻型输送带稳健成长 .....           | - 3 - |
| 外延加码模塑业务，显著提升公司业绩 .....   | - 5 - |
| 智能分拣系统处于起步阶段，市场空间巨大 ..... | - 6 - |
| 盈利预测与估值 .....             | - 7 - |
| 风险提示 .....                | - 7 - |

## 一、轻型输送带业务稳健成长

- 公司是国内最大的轻型输送带制造企业。目前国内轻型输送带市场规模超过 40 亿元，上游主要是 TPU、TPEE、PVC 等覆盖层材料，涤纶、芳纶等骨架材料，下游广泛应用于食品加工、物流运输、农产品加工、石材加工、娱乐健身、烟草生产、木材加工、纺织印染、电子制造、印刷包装等各个行业。

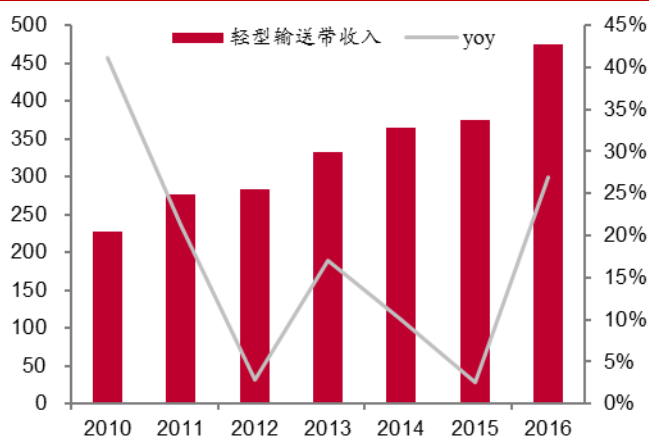
图表 1：轻型输送带产业链示意图



来源：CICC，中泰证券研究所

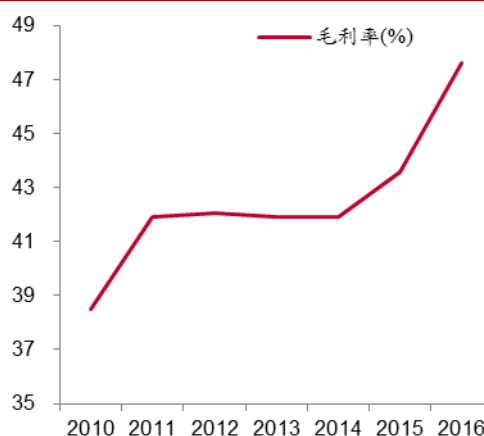
- 公司自 2011 年上市以来，输送带业务营收规模持续增长，从 2011 年的 2.76 亿元，增加至 2016 年的 4.75 亿元，年均复合增速达到 10%。与此同时，公司输送带业务的毛利率也实现持续稳健的增长，我们认为主要得益于公司在产品结构和营销策略上的规划布局。

图表 2：近几年公司轻型输送带营收（百万）



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 3：近几年公司轻型输送带毛利率水平

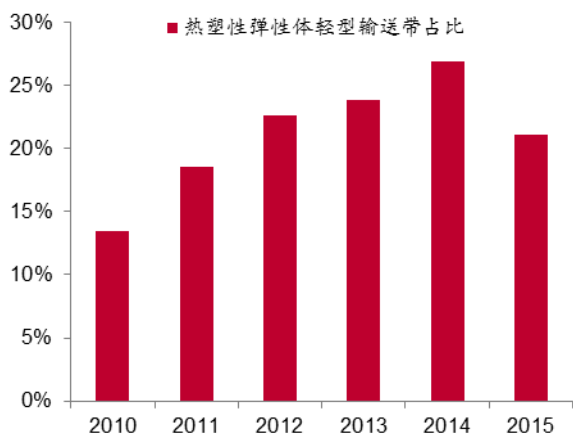


来源：Wind，中泰证券研究所

- 1) **产品结构调整**：按照覆盖层材质不同，轻型输送带可以分为普通高分子材料轻型输送带（以 PVC 输送带为主）、热塑性弹性体轻型输送带（TPU、TPEE 输送带）及其他类型输送带。热塑性弹性体材质的输送带属于中高端产品，相较于 PVC 而言强度更大、环保安全性好，毛利率更高（16 年热塑性弹性体轻型输送带毛利率达到 56.22%，

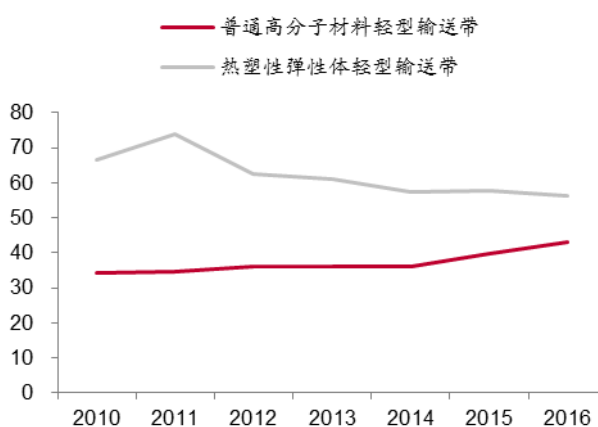
高于普通高分子材料输送带 43.21%的毛利率水平)。为了提高综合盈利水平,公司积极进行了产品结构的调整,将生产、销售的重点放在高端领域,与此同时主动放弃部分低毛利的 PVC 市场。可以看到近几年热塑性弹性体轻型输送带在公司输送带业务结构中的占比正在逐步增加。根据公司公告,目前公司已经具备了国内低端市场的定价权,主导了中端市场,公司未来预计加大高端产品的研发力度完善产品的种类,增强核心竞争力,在全球范围内抢占市场占有率,增强在高端市场的优势。

**图表 4: 热塑性弹性体轻型输送带占公司输送带业务比例**



来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 5: 公司热塑性弹性体和普通高分子轻型输送带毛利率比较**



来源: Wind, 中泰证券研究所

**2) 营销结构调整:** 公司在国内市场的营销模式由混合渠道逐渐向直销模式转变。公司在国内已经具备了比较好的品牌形象和稳定的市场份额,处于行业领先地位,因此在国内采取直销为主经销为辅的经营模式,于佛山、厦门、青岛、天津、沈阳、昆明、成都、重庆等地设立分公司或办事处,建立起覆盖全国范围的市场营销网络,基本做到面向直接用户销售输送带产品,由于直销包含了加工整理等服务环节,利润率较高,因此直销为主的模式保证了公司的价值最大化。在海外市场,公司从 2004 年至今不断开发海外网点,如今已在荷兰、波兰、韩国、美国、德国、奥地利、印尼等国家设立子公司,由直接销售给经销商逐渐转变为寻找合适的合资方设立海外子公司,瞄准直接用户进行销售,近几年公司更是加快海外拓展的步伐,公司未来将继续保持这种势头,不断扩大海外营销网络。

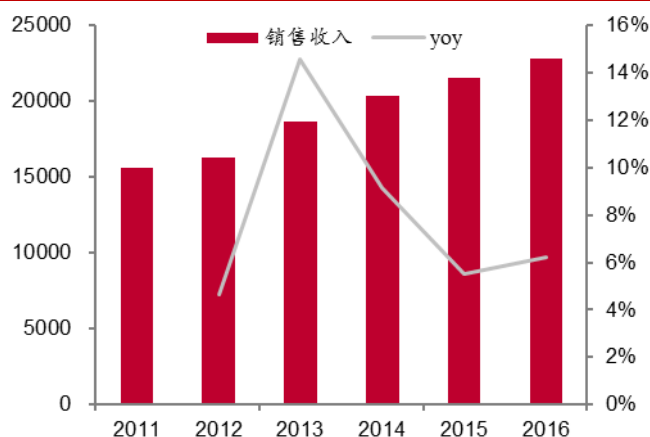
- 综上,我们认为公司传统新型输送带业务随着下游行业的持续增长实现稳健的增速,同时公司产品结构和营销结构的积极调整使得公司输送带业务的盈利能力还有进一步提高的可能性。
- 塑料链板输送带业务是公司新业务拓展的重点: 公司 2016 年新设子公司链克科技,主要从事塑料链板输送带及相关配件的销售。链板输送带属于新材料轻型输送带中的一种,其材质包括塑钢 ACETAL、聚丙烯、PP、聚乙烯、PE、尼龙、PA 等,具有如下优势: 高强度、耐酸、碱、

盐水等特点，温度范围广、防粘性佳，可加挡板，提升角度大，容易清洗，维修简单，可用于各种环境下的输送，具备非常广泛的市场应用领域，包括在食品、制药、化工、制罐、电子、电池、汽车、轮胎、烟草、玻璃等行业中都有较强的应用需求。塑料链板输送带具有其他输送带难以比拟的优势。随着人们对环保健康要求及食品加工自动化水平的快速提高，塑料链板输送带拥有较大的市场容量和应用前景。目前国内塑料链板企业的发展尚处于初级阶段，技术研发水平和加工工艺较国际巨头差距较大，主要受限于生产塑料链板的模具开发投入、高分子材料的配方技术以及生产工艺的控制能力等方面。塑料链板输送带市场规模大、利润率高、技术含量及进入门槛均较高。世界轻型输送带行业龙头企业均具备同时提供树脂类输送带和链板输送带两类产品的能力。为了丰富完善公司在轻型输送带领域的产品线，因此拓展塑料链板输送带势在必行。

## 二、外延加码模塑业务，显著提升公司业绩

- 2015年，公司实施重大资产重组以发行股份及支付现金的方式购买青岛英东模塑科技集团有限公司100%股权；2016年，公司通过非公开发行股份募集资金购买炜丰国际100%股权。英东和炜丰从事的均为高端精密模塑产品业务。
- 我国塑料行业持续多年保持高速增长，根据中国塑料加工工业协会公布的数据，我国已经成为世界第七大合成树脂生产国，聚乙烯、聚丙烯和聚氯乙烯占86%；塑料产量世界第二，塑料用量居世界首位。公司通过先后收购英东和炜丰切入模塑领域，一方面可以加快公司拓展链板式输送带的进程；另一方面相比于输送带，塑料零部件行业服务于国民经济各行各业，产品市场需求量大，下游应用广泛，市场空间巨大，根据智研资讯，2016年塑料制品行业实现营业收入22855.1亿元，同比增长6.2%，为公司打开了长期成长的广阔空间。

图表 6：塑料制品行业市场规模（亿元）



来源：智研咨询，中泰证券研究所

- 英东主要专注于汽车及家电类客户，主要产品包括汽车内饰、汽车外饰、



座椅、发动机舱等汽车塑料零部件，电视机、冰箱、洗衣机等家电塑料零部件，以及家电和汽车塑料零部件模具；根据公司公告，客户包括一汽丰田、长安马自达、上海通用、上海大众、华晨宝马、北京现代、长安福特、北京奔驰、捷豹路虎、一汽大众、上汽、北汽、江淮汽车等汽车厂商及索尼、东芝、LG、海尔等家电企业。根据中国汽车工业协会公布的数据，2016年中国汽车产量达到2811.88万辆，同比增长14.5%，汽车行业产销量的持续快速增长以及汽车产品更新速度的加快对塑料零部件的需求形成了有力的市场支撑。另外，在汽车使用塑料量上，目前我国国产车的单车塑料平均使用量为100公斤，远低于发达国家150公斤的水平，随着国家汽车工业朝着轻量化方向发展的趋势愈发明显，我们预计未来我国汽车行业塑化比例还将进一步提高。家电行业增速平稳向上，由于塑料具备重量轻、密度小、回收再利用率高、设计自由度高和加工性能好等特点在家电产品的主要原材料中迅速得到推广和普及，目前塑料在家电原材料用量中的重量占比已经达到40%，“以塑代钢”趋势进一步加强下塑料的用量比例将会继续提升。

- 公司在15年公告英东全资子公司青岛饰件与特斯拉已签订合同，特斯拉将公司纳入开发、供应产品、提供支持性服务的供应链，意味着青岛饰件正式进入特斯拉全球配套体系，双方将在全球范围内开展合作，产品涉及模具、检具、零部件等，虽然目前阶段公司营收受特斯拉影响不大，未来公司有望受益于特斯拉的快速发展。
- 炜丰国际的产品先后涉足家电、通讯、汽车、医疗器械及高精密塑胶玩具等，根据公司，其核心客户全部为国际知名企业，包括全球知名教育玩具集团LEGO、台湾网络通讯设备制造领导厂商Cal-Comp、北美最大的掌上电子设备保护产品厂商等。炜丰模塑产品所服务的玩具领域周期性较弱，我国儿童的人均玩具消费远远低于美国、日本等发达国家，随着二胎政策的放开，玩具消费意识的增强，我国玩具市场还具有广阔的市场空间。
- 2016年英东和炜丰分别实现扣非后净利润6514.62万人民币和18,395.81万港元，均超过业绩承诺水平，我们预计两家公司17年完成业绩承诺的可能性依然会比较大。将显著增厚公司整体业绩。

**图表 7：英东和炜丰扣非后净利润承诺**

|            | 2014 | 2015    | 2016    | 2017    | 2018    |
|------------|------|---------|---------|---------|---------|
| 英东模塑（万人民币） | 3500 | 4000    | 5000    | 6250    |         |
| 炜丰国际（万港元）  |      | 13434.3 | 16121.1 | 17708.8 | 19540.8 |

来源：公司公告，中泰证券研究所

### 三、智能分拣系统处于起步阶段，市场空间巨大

- 公司于2015年7月通过增资扩股的方式认购欣巴科技51%的股份，正

式进军智能分拣系统行业。辛巴科技成立于 15 年 4 月，主要从事智能化分检系统的研究、设计和实施咨询，创始人金卫平先生曾任国家邮政局上海研究所网路运行研究部主任，以其为核心的管理技术团队在智能化分拣系统尤其是邮政领域的应用方面经验丰富。

- 智能分拣系统起源于西方发达国家，是物流、配送及流通中心的必要设施条件，能够有效解决生产分拣过程中人工成本高、效率低等弊病，在我国最初应用于邮政系统，随着工业的发展，智能分拣系统逐步应用在生产和流通领域。淘宝、京东等线上平台的崛起，带动我国的物流快递行业迅速发展，智能化管理是未来的发展趋势，而智能化分检系统的则是智能物流中一个重要的环节，根据初步测算，一套智能分检系统的投入预计在 2000 万左右，按照每个地级市一套设备测算，一家物流公司在全国约 300 个地级市总投入预计 60 亿，而物流行业中总体的市场规模预计在千亿以上。目前行业处于起步阶段，随着近期物流企业的纷纷上市，信息化和自动化必将成为未来的发展趋势，我们预计未来几年行业将呈现快速增长的趋势，目前国内成熟的智能分拣系统提供商仅有中国邮政和西门子、伯曼机械等外资企业。根据公告，公司收购的欣巴科技创始人作为前邮政体系成员，在该领域具有丰富的实践经验，优势明显，受益物流行业对于智能化的需求提升，行业需求有望实现快速发展，公司订单量有望快速增长。

#### 四、盈利预测与估值

- 公司现已形成轻型输送带、精密模塑及自动化分拣系统三大类业务，行业稳健增长下公司内生性成长力强，我们预计公司 17-19 年实现净利润 3.2 亿、3.9 亿及 4.7 亿元，对应 17 年 24 倍 PE。主业的稳健增长为公司带来了充沛的现金流，未来围绕三大业务领域，公司有望通过外延的方式实现产业链的合理延伸和扩张。首次覆盖给予买入评级，目标价 25 元。

图表 8：永利股份与可比公司估值比较

| 公司代码      | 公司简称 | 16 年营收(百万元) | 16 年净利润 (百万元) | 净利润率 | PE TTM | 总市值 (亿元) |
|-----------|------|-------------|---------------|------|--------|----------|
| 300230.sz | 永利股份 | 1826.79     | 153.55        | 8%   | 37.2   | 76.41    |
| 603580.sh | 艾艾精工 | 149.39      | 31.07         | 21%  | 82.2   | 25.05    |
| 002381.sz | 双箭股份 | 1071.94     | 53.9          | 5%   | 94.3   | 38.27    |

来源：Wind，中泰证券研究所

#### 五、风险提示

- 产品价格大幅波动、市场竞争加剧、下游需求大幅减少、快递行业自动化进程不及预期等

图表 9: 永利股份盈利预测

| 利润表         | 2015    | 2016    | 2017E    | 2018E   | 2019E    | 财务指标        | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E   |
|-------------|---------|---------|----------|---------|----------|-------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入        | 928.4   | 1,826.8 | 3,567.3  | 4,316.2 | 5,064.6  | 成长性         |        |        |        |        |         |
| 减: 营业成本     | 636.4   | 1,298.2 | 2,570.7  | 3,119.9 | 3,665.7  | 营业收入增长率     | 132.6% | 96.8%  | 95.3%  | 21.0%  | 17.3%   |
| — 营业税费      | 3.7     | 9.6     | 18.8     | 22.8    | 26.7     | 营业利润增长率     | 68.7%  | 68.6%  | 110.5% | 15.3%  | 20.5%   |
| — 销售费用      | 82.0    | 131.6   | 231.9    | 289.2   | 339.3    | 净利润增长率      | 66.0%  | 63.5%  | 107.9% | 21.9%  | 20.5%   |
| — 管理费用      | 94.7    | 203.4   | 338.9    | 423.0   | 486.2    | EBITDA增长率   | 71.3%  | 72.5%  | 94.4%  | 13.7%  | 18.0%   |
| — 财务费用      | -6.8    | -10.2   | 9.8      | 3.6     | -5.1     | EBIT增长率     | 67.2%  | 69.9%  | 128.1% | 13.4%  | 18.5%   |
| — 资产减值损失    | 5.5     | 6.3     | -        | -       | -        | NOPLAT增长率   | 63.5%  | 69.8%  | 134.5% | 13.4%  | 18.5%   |
| 加: 公允价值变动收益 | -       | -       | -        | -       | -        | 投资资本增长率     | 149.8% | 71.8%  | 91.0%  | -46.4% | 97.4%   |
| — 投资和汇兑收益   | -1.1    | 0.8     | -        | -       | -        | 净资产增长率      | 81.4%  | 140.3% | 18.1%  | 10.7%  | 11.7%   |
| 营业利润        | 111.8   | 188.6   | 397.1    | 457.8   | 551.7    | 利润率         |        |        |        |        |         |
| 加: 营业外净收支   | 5.5     | 10.8    | -        | -       | -        | 毛利率         | 31.5%  | 28.9%  | 27.9%  | 27.7%  | 27.6%   |
| 利润总额        | 117.3   | 199.4   | 397.1    | 457.8   | 551.7    | 营业利润率       | 12.0%  | 10.3%  | 11.1%  | 10.6%  | 10.9%   |
| 减: 所得税      | 20.3    | 34.5    | 59.6     | 68.7    | 82.8     | 净利率         | 10.1%  | 8.4%   | 9.0%   | 9.0%   | 9.3%    |
| 净利润         | 93.9    | 153.6   | 319.3    | 389.2   | 468.9    | EBITDA/营业收入 | 15.0%  | 13.2%  | 13.1%  | 12.3%  | 12.4%   |
| 资产负债表       | 2015    | 2016    | 2017E    | 2018E   | 2019E    | EBIT/营业收入   | 11.3%  | 9.8%   | 11.4%  | 10.7%  | 10.8%   |
| 货币资金        | 184.7   | 998.9   | 713.5    | 1,846.1 | 1,012.9  | 运营效率        |        |        |        |        |         |
| 交易性金融资产     | -       | -       | -        | -       | -        | 固定资产周转天数    | 110    | 86     | 51     | 42     | 36      |
| 应收账款        | 311.6   | 740.5   | 1,100.9  | 1,123.7 | 1,590.1  | 流动营业资本周转天数  | 74     | 25     | 79     | 65     | 62      |
| 应收票据        | 28.8    | 69.0    | 69.8     | 115.4   | 113.0    | 流动资产周转天数    | 264    | 317    | 297    | 307    | 306     |
| 预付款项        | 16.0    | 28.3    | 65.3     | 43.8    | 85.1     | 应收账款周转天数    | 82     | 104    | 93     | 93     | 96      |
| 存货          | 337.3   | 481.4   | 1,601.7  | 659.0   | 1,987.1  | 存货周转天数      | 90     | 81     | 105    | 94     | 94      |
| 其他流动资产      | 0.4     | 18.4    | 6.6      | 8.5     | 11.2     | 总资产周转天数     | 463    | 567    | 471    | 449    | 427     |
| 可供出售金融资产    | -       | -       | -        | -       | -        | 投资资本周转天数    | 262    | 258    | 243    | 203    | 179     |
| 持有至到期投资     | -       | -       | -        | -       | -        | 投资回报率       |        |        |        |        |         |
| 长期股权投资      | 27.3    | 20.5    | 20.5     | 20.5    | 20.5     | ROE         | 9.3%   | 6.1%   | 10.8%  | 11.8%  | 12.7%   |
| 投资性房地产      | -       | -       | -        | -       | -        | ROA         | 5.8%   | 4.0%   | 6.4%   | 7.1%   | 7.2%    |
| 固定资产        | 367.3   | 507.2   | 507.6    | 508.9   | 505.1    | ROIC        | 22.5%  | 15.3%  | 20.9%  | 12.4%  | 27.4%   |
| 在建工程        | 14.6    | 8.1     | 29.1     | 39.5    | 44.8     | 费用率         |        |        |        |        |         |
| 无形资产        | 36.5    | 40.1    | 38.1     | 36.0    | 33.9     | 销售费用率       | 8.8%   | 7.2%   | 6.5%   | 6.7%   | 6.7%    |
| 其他非流动资产     | 357.3   | 1,158.4 | 1,106.8  | 1,099.3 | 1,100.1  | 管理费用率       | 10.2%  | 11.1%  | 9.5%   | 9.8%   | 9.6%    |
| 资产总额        | 1,681.8 | 4,071.0 | 5,259.8  | 5,500.7 | 6,503.8  | 财务费用率       | -0.7%  | -0.6%  | 0.3%   | 0.1%   | -0.1%   |
| 短期债务        | 60.8    | 91.1    | 390.1    | 150.0   | 214.0    | 三费/营业收入     | 18.3%  | 17.8%  | 16.3%  | 16.6%  | 16.2%   |
| 应付账款        | 321.9   | 934.5   | 697.1    | 1,560.2 | 1,282.0  | 偿债能力        |        |        |        |        |         |
| 应付票据        | 119.0   | 128.6   | 481.4    | 200.9   | 589.3    | 资产负债率       | 35.5%  | 35.9%  | 41.4%  | 38.0%  | 41.4%   |
| 其他流动负债      | 60.0    | 259.9   | 158.8    | 161.5   | 235.9    | 负债权益比       | 55.0%  | 56.1%  | 70.7%  | 61.3%  | 70.7%   |
| 长期借款        | 19.3    | 28.0    | 437.9    | -       | 355.4    | 流动比率        | 1.56   | 1.65   | 2.06   | 1.83   | 2.07    |
| 其他非流动负债     | 15.5    | 21.1    | 13.9     | 16.9    | 17.3     | 速动比率        | 0.96   | 1.31   | 1.13   | 1.51   | 1.21    |
| 负债总额        | 596.6   | 1,463.1 | 2,179.3  | 2,089.4 | 2,693.9  | 利息保障倍数      | -15.45 | -17.50 | 41.40  | 129.87 | -107.31 |
| 少数股东权益      | 72.7    | 97.5    | 114.9    | 114.9   | 114.9    | 分红指标        |        |        |        |        |         |
| 股本          | 204.7   | 251.9   | 453.0    | 453.0   | 453.0    | DPS(元)      | 0.05   | 0.11   | 0.11   | 0.13   | 0.16    |
| 留存收益        | 812.7   | 2,241.1 | 2,512.5  | 2,843.3 | 3,241.9  | 分红比率        | 21.8%  | 32.8%  | 15.0%  | 15.0%  | 15.0%   |
| 股东权益        | 1,085.2 | 2,607.9 | 3,080.4  | 3,411.2 | 3,809.8  | 股息收益率       | 0.3%   | 0.7%   | 0.6%   | 0.8%   | 0.9%    |
| 现金流量表       | 2015    | 2016    | 2017E    | 2018E   | 2019E    | 业绩和估值指标     | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E   |
| 净利润         | 97.0    | 164.8   | 319.3    | 389.2   | 468.9    | EPS(元)      | 0.21   | 0.34   | 0.70   | 0.86   | 1.04    |
| 加: 折旧和摊销    | 38.9    | 73.9    | 60.8     | 70.3    | 80.6     | BVPS(元)     | 2.23   | 5.54   | 6.55   | 7.28   | 8.16    |
| — 资产减值准备    | 5.5     | 6.3     | -        | -       | -        | PE(X)       | 81.6   | 49.9   | 24.0   | 19.7   | 16.3    |
| — 公允价值变动损失  | -       | -       | -        | -       | -        | PB(X)       | 7.6    | 3.1    | 2.6    | 2.3    | 2.1     |
| — 财务费用      | -1.6    | 1.5     | 9.8      | 3.6     | -5.1     | P/FCF       | -18.6  | -15.7  | -15.6  | 6.5    | -10.0   |
| — 投资收益      | 1.1     | -0.8    | -        | -       | -        | P/S         | 8.3    | 4.2    | 2.1    | 1.8    | 1.5     |
| — 少数股东损益    | 3.1     | 11.3    | 18.3     | -       | -        | EV/EBITDA   | 54.5   | 28.4   | 16.8   | 11.4   | 11.7    |
| — 营运资金的变动   | -48.8   | 49.1    | -1,433.5 | 1,484.3 | -1,653.1 | CAGR(%)     | 58.9%  | 41.7%  | 77.6%  | 58.9%  | 41.7%   |
| 经营活动产生现金流   | 69.4    | 184.6   | -1,025.3 | 1,947.3 | -1,108.6 | PEG         | 1.4    | 1.2    | 0.3    | 0.3    | 0.4     |
| 投资活动产生现金流   | -186.6  | -757.7  | -80.0    | -80.0   | -80.0    | ROIC/WACC   | 2.3    | 1.5    | 2.1    | 1.3    | 2.8     |
| 融资活动产生现金流   | 15.3    | 1,372.1 | 819.9    | -734.7  | 355.4    | REP         | 3.5    | 2.7    | 1.2    | 2.8    | 0.8     |

来源: 中泰证券研究所



**投资评级说明：**

|      | 评级 | 说明                                 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上     |
|      | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间  |
|      | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上     |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|      | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上      |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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“中泰证券股份有限公司”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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。