

2019 年 08 月 15 日

公司研究•证券研究报告

齐心集团 (002301.SZ)

动态分析

受益于阳光采购政策，收入持续高增长

投资要点

事件：8 月 14 日，公司发布 2019 年半年度报告，2019 年上半年公司实现营业收入 26.63 亿元，同比增长 57.94%；实现归母净利润 1.41 亿元，同比增长 26.43%。其中，2019Q2 单季度，公司实现营业收入 15.88 亿元，同比增长 60.90%；实现归母净利润 1.01 亿元，同比增长 24.81%。

◆ **受益于阳光采购政策驱动，公司业绩持续高增长。**上半年营业收入、归母净利润分别同比增长 57.94%、26.43%，收入增长主要来源于 B2B 办公集采业务。盈利能力方面，由于部分新增产品品类暂未形成集采规模效应以及 B2B 办公集采业务收入占比上升，毛利率、净利率有所下降，上半年公司毛利率、净利率分别为 16.66%、5.31%，分别同比下降了 3.66、1.38pct。经营活动现金流量净额表现亮眼，上半年公司经营活动现金流量净额为 0.69 亿元，同比增加 125.86%，主要是随着公司供应链集采规模增大，公司加大了集采环节票据结算比例以及办公服务平台能力提升，大客户回款效率提升。

◆ **B2B 办公物资快速发展，公司客户及产品优势明显。**国内大办公文具目前市场规模约 1.60 万亿，大办公文具产品目前主要为设备类、文具耗材、办公家具以及礼品卡券等。随着大办公市场的快速发展以及办公产品品类逐渐扩展到 MRO 工业品、员工福利等高附加值商品，预计到 2020 年大办公市场规模可达 2.26 万亿。公司作为大办公文具行业的领跑者，B2B 办公集采业务持续高增长，2019 年上半年 B2B 办公集采业务实现销售收入 24.54 亿元，同比增长 61.83%；毛利率为 12.53%，同比下降 2.76pct。公司客户资源优质，截至目前公司累计中标了 80 家省级政府、24 家央企、15 家银行保险机构、15 家军工企业等在内的近 150 家大型政企客户的办公集采项目。产品种类持续丰富，齐心企业办公服务平台 qx.com 已涵盖 20 个大类、共 50 万+商品的丰富品类，上半年 MRO 工业品、劳保用品、员工福利等高附加值商品品类也持续中标，未来随着业务规模增长，规模效应逐渐发挥以及高附加值、自主产品占比提升，B2B 办公物资业务毛利率有望提升。

◆ **齐心好视通国内市占率第一，云视频平台持续升级。**公司旗下云视频会议知名品牌“齐心好视通”于 2016-2017 年连续两年在云视频会议细分市场的市场份额第一，2017 年齐心好视通在国内市场份额达到 13.9%。凭借良好的用户体验及产品和服务能力，成功入围国家税务总局 2019 年度协议供应商，标志着公司云视频服务通过国家级高标准检验。其次，公司在智慧医疗、智慧教育以及智慧党建领域进行业务完善及探索，初步形成业务规模。公司以云视频服务为核心，上半年推出齐心好视通云音视频 Paas 开放平台，继续巩固在云视频服务领域的领先地位。

◆ **投资建议：**公司在 B2B 办公领域具有客户、产品以及规模优势，在阳光采购政策驱动下，B2B 办公物资业务预计继续保持高增长；SAAS 业务多条业务线共同推进，预计保持稳定增长。我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 2.55、3.50、4.51 亿元，对应 PE 分别为 28 倍、20 倍、16 倍，首次覆盖，给予“增持-A”建议。

◆ **风险提示：**B2B 业务拓展不及预期风险；技术风险。

轻工制造 | 其他轻工 III

投资评级

增持-A(首次)

股价(2019-08-14)

11.09 元

交易数据

总市值 (百万元)	7,117.57
流通市值 (百万元)	7,103.15
总股本 (百万股)	641.80
流通股本 (百万股)	640.50
12 个月价格区间	0.00/12.35 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.44	7.34	8.15
绝对收益	-6.41	7.36	2.15

分析师

 叶中正
 SAC 执业证书编号：S0910516080001
 yezhongzheng@huajinsec.cn
 0755-83224377

报告联系人

 杨维维
 yangweiwei@huajinsec.cn
 0755-83231652

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	3,181.6	4,241.2	5,974.4	7,873.2	10,044.1
同比增长(%)	11.1%	33.3%	40.9%	31.8%	27.6%
营业利润(百万元)	159.4	181.9	273.4	381.8	490.3
同比增长(%)	58.7%	14.1%	50.3%	39.7%	28.4%
净利润(百万元)	140.1	191.8	255.3	349.7	451.1
同比增长(%)	33.5%	36.9%	33.1%	37.0%	29.0%
每股收益(元)	0.22	0.30	0.40	0.54	0.70
PE	50.8	37.1	27.9	20.4	15.8
PB	2.9	2.8	2.6	2.4	2.3

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、收入延续高增长，净利率略有下降	4
二、受益于阳光采购政策驱动，B2B 办公物资业务迎来快速发展	6
三、齐心好视通国内市占率第一，云视频平台持续升级	8
四、投资建议	9
五、风险提示	9

图表目录

图 1：分季度营业收入（单位：万元）	4
图 2：分季度归母净利润（单位：万元）	4
图 3：公司收入结构	5
图 4：主要产品毛利率	5
图 5：分季度毛利率、净利率	5
图 6：分季度期间费用率	5
图 7：应收账款、存货及周转率	6
图 8：经营活动产生的现金流量净额	6
图 9：大办公市场规模（单位：万亿元）	6
图 10：主要产品品类市场份额占比	6
图 11：B2B 办公集采业务收入及毛利率	7
图 12：办公物资各类生产方式营收占比	7
图 13：云视频业务市场规模（单位：亿元）	8
图 14：2017 年我国云视频会议市场份额	8
图 15：SAAS 业务收入及毛利率	9
图 16：云视频业务主要内容	9

表 1：齐心 B2B 业务近三年主要中标客户	7
------------------------------	---

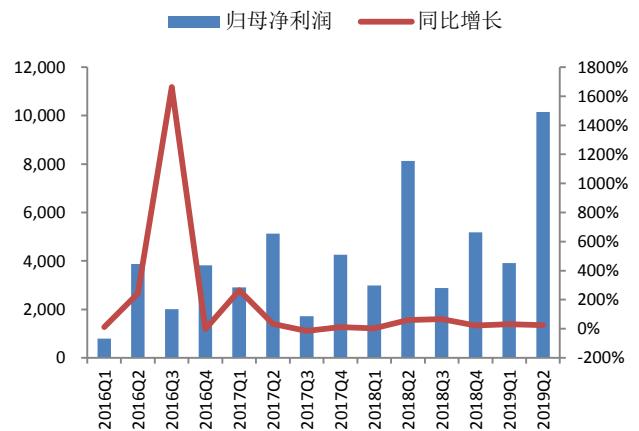
一、收入延续高增长，净利率略有下降

公司以“B2B 办公集采+云视频服务”为主要业务，致力于打造“硬件+软件+服务”的企业办公服务平台，满足企业级客户一站式办公采购和服务需求。受益于阳光采购政策的不断推动，公司业绩持续高增长，上半年公司营业收入、归母净利润分别同比增长 57.94%、26.43%，其中 2019Q2 单季度营业收入、归母净利润同比增长分别为 60.90%、24.81%。

图 1：分季度营业收入（单位：万元）



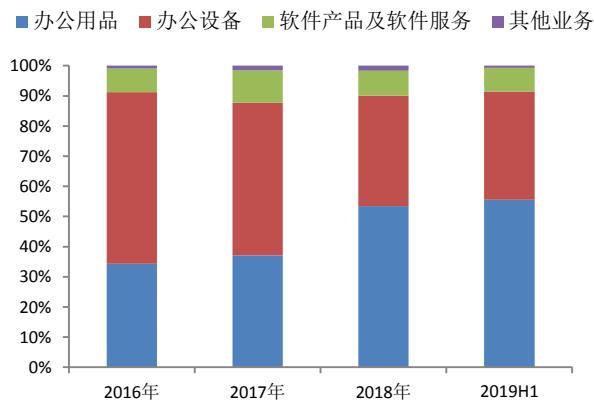
图 2：分季度归母净利润（单位：万元）



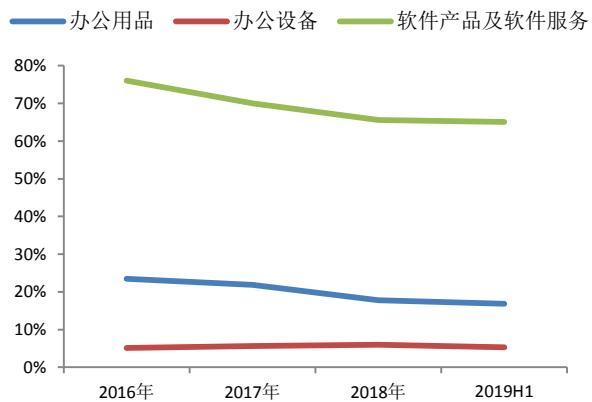
资料来源：Wind，华金证券研究所

资料来源：Wind，华金证券研究所

受益于阳光采购政策的推广，公司 B2B 办公集采业务快速发展，上半年公司 B2B 办公集采收入实现 24.54 亿元，同比增长 61.83%，占营业收入比重从去年同期的 89.93% 提升至 92.14%，其中，办公用品增长相对比较较快，上半年办公用品、办公设备分别实现销售收入 14.80、9.55 亿元，同比分别增长 71.36%、55.61%，占营业收入比重分别为 55.57%、35.87%。SAAS 业务保持相对平稳增长，上半年实现销售收入 2.09 亿元，同比增长 23.17%，占营业收入比重从去年同期的 10.07% 下降至 7.86%。毛利率方面，上半年公司持续丰富办公物资品类，由于部分新增产品品类暂未形成集采规模效应，毛利率有所略有下降，上半年公司 B2B 办公集采业务毛利率为 12.53%，同比下降 2.76pct，其中办公用品、办公设备毛利率分别为 16.85%、5.30%，同比分别变动 -3.66pct、+0.92%。SAAS 软件及服务毛利率基本保持平稳，上半年毛利率达 65.09%，同比下降 0.17pct。随着公司 B2B 业务集中采购规模不断提升，在供应链环节议价能力不断提升以及自有品牌占比的上升，B2B 办公物资业务毛利率有望逐步提升。

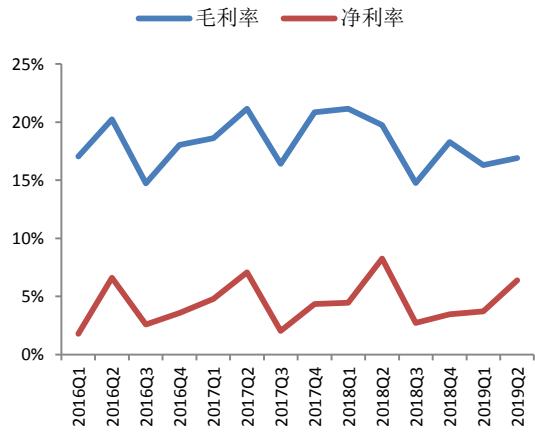
图 3: 公司收入结构


资料来源: Wind, 华金证券研究所

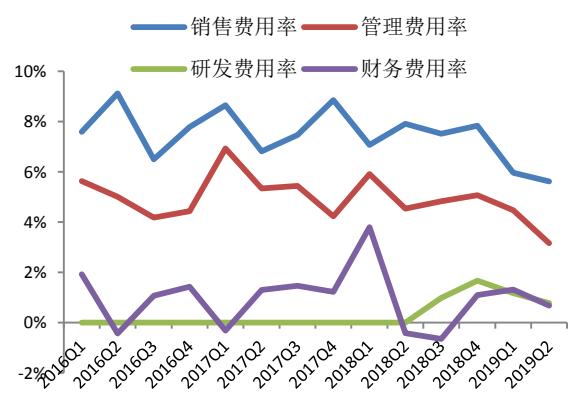
图 4: 主要产品毛利率


资料来源: Wind, 华金证券研究所

由于低毛利率的 B2B 办公物资占比的不断提升，公司整体毛利率、净利率表现有所下降，上半年公司毛利率、净利率分别为 16.66%、5.31%，分别同比下降了 3.66、1.38pct。分季度看，公司 2019Q2 单季度毛利率、净利率分别为 16.91%、6.39%，分别同比下降了 2.83、1.88pct。公司期间费用控制较好，上半年期间费用率为 10.40%，同比下降了 3.61pct。其中，公司研发投入持续加大，上半年公司在云视频、B2B 服务平台以及自有品牌产品加大了研发投入，上半年研发投入达 0.44 亿元，同比增长 25.30%。

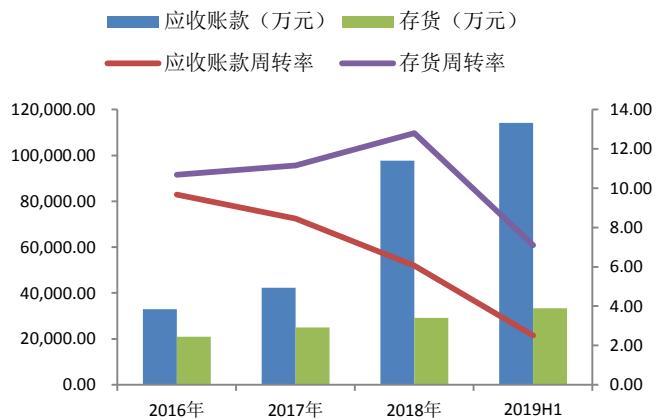
图 5: 分季度毛利率、净利率


资料来源: Wind, 华金证券研究所

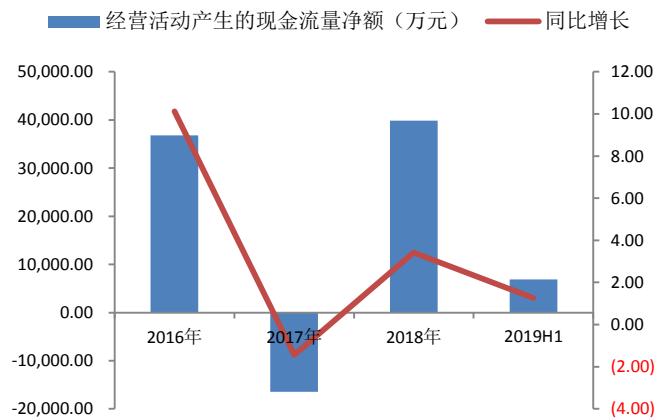
图 6: 分季度期间费用率


资料来源: Wind, 华金证券研究所

随着公司业绩规模的不断扩大，公司应收账款、存货也持续增加，截至 2019 年 6 月底，公司应收账款、存货分别为 11.41、3.34 亿元，同比增长 57.06%、33.84%；上半年公司应收账款周转天数为 71.61，同比上升了 10.27 天；存货周转天数为 25.35，同比下降了 8.11 天，存货周转加快。现金流方面，随着公司供应链集采规模增大，公司加大了集采环节票据结算比例，应付票据增加，节约了资金占用；其次，随着办公服务平台能力提升，商务效率加快，大客户回款效率提升，公司经营活动现金流量净额持续上升，上半年公司经营活动现金流量净额为 0.69 亿元，同比增加 125.86%。

图 7: 应收账款、存货及周转率


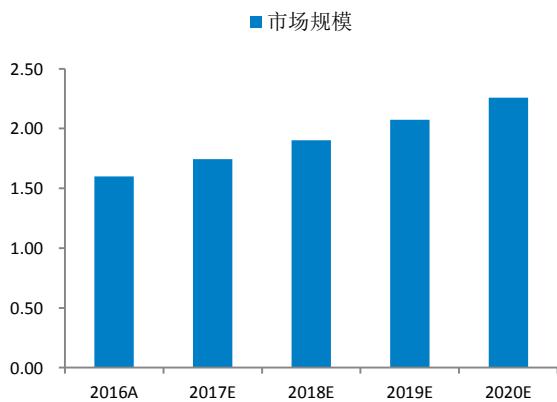
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 8: 经营活动产生的现金流量净额


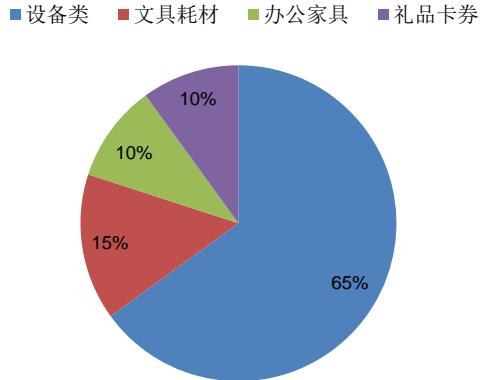
资料来源: Wind, 华金证券研究所

二、B2B 办公物资快速发展，公司客户及产品优势明显

2015 年我国开始推动利用信息网络进行电子化政府采购活动，并要求在 2017 年 6 月底，基本实现公共资源交易全过程电子化。受益于政策的大力支持，B2B 办公物资迎来快速发展。据中国产业信息网，国内大办公文具（包括办公家具、器材等）目前市场规模约 1.60 万亿，从产品品类来看，目前大办公文具产品主要为设备类（65%）、文具耗材（15%）、办公家具（10%）、礼品卡券（10%）等。随着大办公市场的快速发展以及办公产品品类的逐渐丰富，到 2020 年大办公市场规模预计可达 2.26 万亿。国内办公文具行业集中度较低，我国有 8000 家文具生产企业，销售额超过 1000 万元企业仅 800 家，销售额超过 10 亿元的企业仅 4 家，行业集中度提升空间巨大。

图 9: 大办公市场规模 (单位: 万亿元)


资料来源: 中国产业信息网, 华金证券研究所

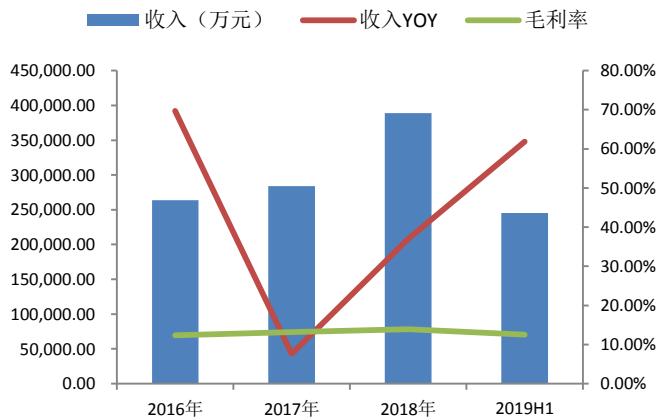
图 10: 主要产品品类市场份额占比


资料来源: 中国产业信息网, 华金证券研究所

作为大办公文具行业的领跑者，公司 B2B 办公集采业务持续表现亮眼。公司 2019 年上半年 B2B 办公集采业务实现销售收入 24.54 亿元，同比增长 61.83%；毛利率为 12.53%，同比下降 2.76pct。目前集采产品主要来源于第三方采购及 OEM 委外生产，自主品牌目前占比较低。产品品类方面，公司持续丰富办公物资品类，齐心企业办公服务平台 qx.com 已涵盖 20 个大类、共 50 万+商品的丰富品类，可为客户提供集办公用品、办公设备、MRO 工业品、生活用品、办

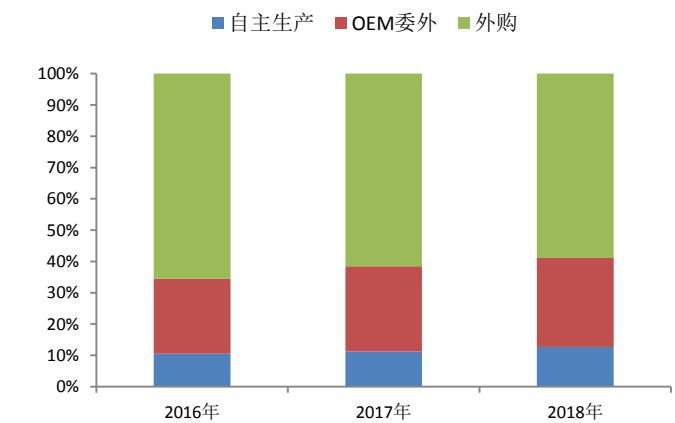
公家电、员工福利等在内的商品和服务，有效满足企业客户一站式采购需求。上半年除了在传统的办公文具、办公设备、办公家电、办公耗材等品类中标以外，在**MRO**工业品、劳保用品、员工福利等高附加值商品品类也持续中标。随着**B2B**办公物资业务规模不断扩大，自主品牌占比以及高附加值商品品类提升，**B2B**办公集采业务毛利率或保持提升。

图 11: B2B 办公集采业务收入及毛利率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 12: 办公物资各类生产方式营收占比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

公司拥有超过 5 万家优质客户资源，尤其在政府、能源、金融等行业和领域具备众多大客户资源，截至目前公司累计中标了 80 家省级政府、24 家央企、15 家银行保险机构、15 家军工企业等在内的近 150 家大型政企客户的办公集采项目。2019 年 7 月公司与晨光、欧菲斯、得力、史泰博、苏宁等六家公司中标中国移动 2019 年至 2022 年电商平台合作伙伴集中采购项目，该项目每年预计 20 亿元，三年交易总金额上限 60 亿元，对公司未来三年业绩产生积极影响。其次，公司与京东建立战略伙伴关系，共同发展“无界智慧办公零售”；与宝洁、佳能、美的等大办公生态合作伙伴达成协作，共同开拓**B2B**企业办公市场。目前公司在全国有超过 30000 家标准店，40 多家分公司和办事处，国内销售网络遍及全国 31 个省市自治区 710 多个大中小城市。

 表 1: 齐心**B2B**业务近三年主要中标客户

年份	客户类型	客户名称
2019 年	央企客户	中国移动
2018 年	政府客户	中直机关、国家税务总局、北京市政府、上海市政府、湖北省政府、山东省政府、四川省政府、云南省政府、深圳市政府
	央企客户	国家电网、南方电网、中石化、中海油、中国联通、中国能建、中国电建
	金融客户	中国银联、中国银行、工商银行、建设银行、招商银行、中国邮政储蓄银行
2017 年	政府客户	中直机关、广东省政府、福建省政府、河北省政府、山西省政府、江西省政府、上海市政府、深圳市政府、天津市政府
	央企客户	国家电网、南方电网、中石化
	金融客户	工商银行、招商银行、中信银行、中国邮政储蓄银行、广发银行
	其他客户	航空工业（集团）、苏宁云商、英大商务
2016 年	政府客户	河南省政府、宁夏省政府、合肥市政府、长沙市政府
	央企客户	中石化、中国移动、国家电网、兵器工业总公司
	金融客户	工商银行
	其他客户	西门子

资料来源：Wind，华金证券研究所

三、齐心好视通国内市占率第一，云视频平台持续升级

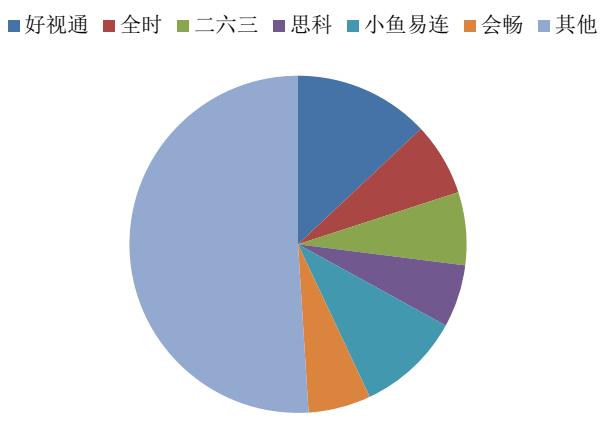
随着互联网、云计算、大数据等技术的广泛应用，国内 **SaaS** 应用市场日益成熟，企业信息化和云端化成为主流趋势，以云视频为代表的现代办公服务已经突破了传统应用的场景范畴，向智慧教育、智慧医疗、远程培训等新应用场景渗透。**5G** 的推广应用将进一步促进云视频会议的市场规模，未来云视频会议的行业发展空间巨大。据 **IDC** 统计，目前国内以云视频会议为代表的软件会议市场规模为 1.7 亿美元，预计到 2023 年国内软件会议市场规模可达到 5.4 亿美元，增长较为快速。

图 13：国内软件视频会议规模（单位：亿美元）



资料来源：IDC，华金证券研究所

图 14：2018 年我国云视频会议市场份额

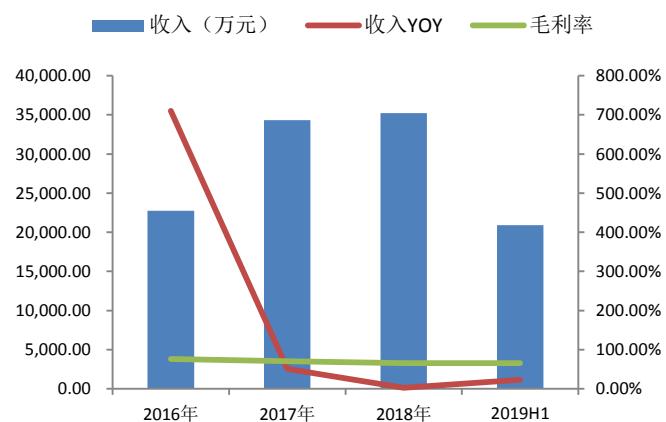


资料来源：IDC，华金证券研究所

据 **IDC** 统计，公司旗下云视频会议知名品牌齐心好视通在云视频会议细分市场的市场份额第一，2018 年齐心好视通在国内市场份额约 13%。齐心好视通实现手机、电脑、会议大屏、PAD 等显示终端全场景覆盖，并可以同步分享各类数据文档，凭借良好的用户体验及产品和服务能力，成功入围国家税务总局 2019 年度协议供应商，标志着公司云视频服务通过国家级高标准检验。此外，公司在智慧医疗、智慧教育以及智慧党建领域进行业务完善及探索，初步形成业务规模。上半年公司以云视频服务为核心，推出齐心好视通云音视频 **PaaS** 开放平台，继续巩固在云视频服务领域的领先地位。

2019 年上半年公司 **SaaS** 业务实现销售收入 2.09 亿元，同比增长 23.17%，毛利率为 65.09%，同比略下降 0.17pct。未来随着以云视频服务为基础的多条业务线的推进、**PaaS** 开发平台的不断建设完善、更多应用开发商的接入，公司 **SaaS** 业务规模仍有较大上升空间。

图 15: SAAS 业务收入及毛利率



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 16: 云视频业务主要内容



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

四、投资建议

公司在 B2B 办公领域具有明显的客户资源、产品品类以及规模优势，在阳光采购政策驱动下，B2B 办公物资业务预计继续保持高增长；SAAS 业务多条业务线共同推进，预计保持稳定增长。我们预计公司 2019 年至 2021 年营业收入分别为 59.74、78.73、100.44 亿元，净利润分别为 2.55、3.50、4.51 亿元，对应 PE 分别为 28 倍、20 倍、16 倍，首次覆盖，给予“增持-A”建议。

五、风险提示

(1) 经营管理风险。公司作为 B2B 业务的领跑者，要实现业绩持续增长，需要投入大量的人力和物力资源，需要公司以更高的经营管理水平来应对。

(2) B2B 业务拓展不及预期风险。公司或因项目中标量低于预期、产品成本上升、物流成本上升等原因导致业绩增速放缓。

(3) 技术风险。公司积极布局 SaaS 业务，以云视频服务为核心搭建 PaaS 平台需要持续的研发投入，公司或因研发投入不足、产品迭代速度放缓而导致技术领先优势消失。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表					财务指标						
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,181.6	4,241.2	5,974.4	7,873.2	10,044.1	年增长率					
减:营业成本	2,568.0	3,469.0	4,949.8	6,566.2	8,416.4	营业收入增长率	11.1%	33.3%	40.9%	31.8%	27.6%
营业税费	17.5	25.2	34.2	45.0	58.2	营业利润增长率	58.7%	14.1%	50.3%	39.7%	28.4%
销售费用	253.6	324.5	400.8	497.9	617.5	净利润增长率	33.5%	36.9%	33.1%	37.0%	29.0%
管理费用	169.6	154.9	266.6	337.2	404.6	EBITDA增长率	30.5%	36.5%	19.3%	37.2%	22.5%
财务费用	32.4	32.1	33.2	40.2	46.2	EBIT增长率	34.2%	46.3%	20.3%	37.7%	27.2%
资产减值损失	7.1	33.1	30.0	30.0	31.0	NOPLAT增长率	45.3%	13.3%	42.6%	37.4%	27.5%
加:公允价值变动收益	2.3	9.6	-11.6	-	-	投资资本增长率	1256.1	-2.5%	11.6%	-7.8%	16.4%
投资和汇兑收益	6.0	10.6	25.0	25.0	20.2	净资产增长率	95.8%	2.6%	9.8%	6.1%	5.6%
营业利润	159.4	181.9	273.4	381.8	490.3	盈利能力					
加:营业外净收支	2.2	36.3	17.5	18.2	24.0	毛利率	19.3%	18.2%	17.2%	16.6%	16.2%
利润总额	161.7	218.2	290.8	400.0	514.3	营业利润率	5.0%	4.3%	4.6%	4.8%	4.9%
减:所得税	20.5	24.8	34.2	47.8	60.1	净利润率	4.4%	4.5%	4.3%	4.4%	4.5%
净利润	140.1	191.8	255.3	349.7	451.1	EBITDA/营业收入	7.4%	7.5%	6.4%	6.6%	6.4%
资产负债表											
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	5.5%	6.0%	5.1%	5.4%	5.3%
货币资金	1,930.5	3,511.5	4,946.5	6,518.6	8,315.9	偿债能力					
交易性金融资产	6.6	13.5	2.0	2.0	2.0	资产负债率	48.0%	64.3%	69.4%	73.5%	77.3%
应收帐款	453.8	977.6	1,279.4	1,563.7	2,040.0	负债权益比	92.3%	179.7%	226.8%	277.8%	339.7%
应收票据	3.6	2.0	8.0	5.1	10.5	流动比率	1.38	1.17	1.17	1.15	1.14
预付帐款	157.4	273.3	277.7	480.2	504.3	速动比率	1.26	1.11	1.08	1.08	1.06
存货	250.2	291.6	570.6	544.9	858.6	利息保障倍数	5.38	7.95	9.24	10.51	11.61
其他流动资产	78.3	152.4	146.8	149.5	149.6	营运能力					
可供出售金融资产	227.2	222.4	222.4	222.4	222.4	固定资产周转天数	50	37	25	18	14
持有至到期投资	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	-42	5	4	4	6
长期股权投资	8.0	6.0	6.0	6.0	6.0	流动资产周转天数	278	344	375	377	379
投资性房地产	129.6	119.3	119.3	119.3	119.3	应收帐款周转天数	46	61	68	65	65
固定资产	436.1	430.6	392.0	406.7	394.4	存货周转天数	26	23	26	26	25
在建工程	4.3	15.0	33.0	14.6	-	总资产周转天数	481	498	484	459	442
无形资产	104.4	97.4	101.1	123.5	66.0	投资资本周转天数	81	112	83	64	52
其他非流动资产	922.2	917.7	914.0	910.7	910.9	费用率					
资产总额	4,712.1	7,030.2	9,018.8	11,067.1	13,599.8	销售费用率	8.0%	7.7%	6.7%	6.3%	6.1%
短期债务	1,077.7	2,683.4	4,083.7	5,354.7	7,192.5	管理费用率	5.3%	3.7%	4.5%	4.3%	4.0%
应付帐款	354.0	968.7	1,162.4	1,596.6	1,859.8	财务费用率	1.0%	0.8%	0.6%	0.5%	0.5%
应付票据	253.6	392.1	570.3	706.4	906.8	三费/营业收入	14.3%	12.1%	11.7%	11.1%	10.6%
其他流动负债	401.5	403.8	372.5	410.0	478.3	投资回报率					
长期借款	-	-	-	-	-	ROE	5.8%	7.6%	9.3%	12.0%	14.6%
其他非流动负债	175.0	69.2	70.0	70.0	69.7	ROA	3.0%	2.8%	2.8%	3.2%	3.3%
负债总额	2,261.8	4,517.2	6,259.0	8,137.7	10,507.2	ROIC	170.2%	14.2%	20.8%	25.6%	35.4%
少数股东权益	18.8	-0.1	1.2	3.7	6.8	分红指标					
股本	427.9	641.8	641.8	641.8	641.8	DPS(元)	0.03	0.30	0.16	0.28	0.45
留存收益	2,012.0	1,966.0	2,116.8	2,284.0	2,444.0	分红比率	15.3%	100.4%	40.9%	52.2%	64.5%
股东权益	2,450.3	2,513.1	2,759.8	2,929.5	3,092.7	股息收益率	0.3%	2.7%	1.5%	2.6%	4.1%
现金流量表											
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
净利润	141.1	193.4	255.3	349.7	451.1	EPS(元)	0.22	0.30	0.40	0.54	0.70
加:折旧和摊销	64.6	73.9	75.0	101.3	104.4	BVPS(元)	3.79	3.92	4.30	4.56	4.81
资产减值准备	7.1	33.1	-	-	-	PE(X)	50.8	37.1	27.9	20.4	15.8
公允价值变动损失	-2.3	-9.6	-11.6	-	-	PB(X)	2.9	2.8	2.6	2.4	2.3
财务费用	25.2	62.4	33.2	40.2	46.2	P/FCF	-44.1	4.2	5.0	4.1	3.4
投资损失	-6.0	-10.6	-25.0	-25.0	-20.2	P/S	2.2	1.7	1.2	0.9	0.7
少数股东损益	1.1	1.7	1.3	2.5	3.1	EV/EBITDA	15.6	18.5	15.2	10.6	8.7
营运资金的变动	-521.2	-38.3	-164.4	135.9	-303.9	CAGR(%)	35.6%	32.9%	34.8%	35.6%	32.9%
经营活动产生现金流量	-164.2	398.4	163.7	604.6	280.7	PEG	1.4	1.1	0.8	0.6	0.5
投资活动产生现金流量	-150.6	-215.6	-4.1	-100.7	2.1	ROIC/WACC	20.7	1.7	2.5	3.1	4.3
融资活动产生现金流量	1,303.8	386.4	1,275.3	1,068.2	1,514.6						

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

叶中正声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn