

晶方科技 (603005.SH) 电子行业

晶圆级芯片尺寸封装的领先企业

新股投资价值分析报告

◆晶圆级芯片尺寸封装的领先者

公司是行业领先的提供晶圆级芯片尺寸封装 (WLCSP) 和测试服务商。公司拥有多样化的 WLCSP 量产技术, 为中国大陆首家、全球第二大能为影像传感芯片提供 WLCSP 量产服务的专业封测服务商。近三年公司净利润分别约为 5091 万元、9074 万元和 1.15 亿元, 过去两年年复合增长率为 50.3%。近三年公司综合毛利率在 50% 左右, 远高于同行。

◆产业升级提供公司高增长的环境

晶圆级芯片尺寸封装优势明显, 必将成为集成电路封装行业的主流封装方式, 带来产业升级。影像传感芯片市场的蓬勃需求和对新兴半导体应用领域的渗透将是公司的成长点。2011 年全球 WLCSP 市场规模达 17 亿美元, 2011 年至 2016 年的复合增长率将为 12% 左右; 而在 CMOS 影像传感器和 MEMS 细分市场, WLCSP 的规模未来 4 年将保持高达 25% 的年增长率。

◆公司在工艺技术、管理制度、客户关系和业务模式方面具有竞争优势

在工艺技术方面, 公司是全球第 2 家能大规模量产 WLCSP 影像传感器的专业封测商, 保证了技术的领先; 同时公司注重研发, 不断自主创新, 为发展持续添动力。在管理制度方面, 公司采取以销定产, 适度库存和严格的应收账款管理制度, 存货周转率和应收账款周转率近年来领先于同类公司。在客户关系方面, 公司与几个优质大客户长期稳定合作, 具有较好的规模效应; 公司也积极实施开发潜在客户战略, 增长空间大。在业务模式方面, 公司专注于特定领域, 可以集中资源扩大生产规模, 提高竞争力。

◆合理价值区间 20.27-22.93 元

预计公司 2013-2015 年摊薄后 EPS 为 0.68/0.82/0.99 元, 给予 2014 年 25-28 倍估值, 合理价值区间 20.27-22.93 元。

◆风险因素

公司无实际控制人; 半导体行业的周期性波动风险; 行业竞争加剧的风险: 本行业技术门槛如被突破, 则会加剧行业竞争, 降低行业利润率。

合理价值区间: 20.27---22.93 元

分析师

蒯剑 (执业证书编号: S0930512060001)

021-22169311

kuajian@ebsecn.com

胡誉镜 (执业证书编号: S0930513070003)

021-22169328

huyj@ebsecn.com

发行数据

发行规模: 6,317(万股)

发行方式: 网下询价, 上网定价

主承销商: 国信证券股份有限公司

主要股东: EIPAT, 中新创投

收益表现

募股资金投向

项目名称	金额 (百万元)
先进晶圆级芯片尺寸封装 (WLCSP) 技改项目	667.36
项目	
总金额	667.36

业绩预测和估值指标

指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入 (百万元)	306	337	429	542	675
营业收入增长率	13.09%	10.20%	27.30%	26.20%	24.60%
净利润 (百万元)	115	138	157	188	227
净利润增长率	26.38%	20.25%	14.13%	19.67%	20.36%
EPS (元)	0.50	0.60	0.68	0.82	0.99
ROE (归属母公司) (摊薄)	22.09%	21.99%	9.96%	10.95%	11.99%

一、公司概况——晶圆级芯片尺寸封装的领先者

公司在 2005 年 6 月成立于苏州，是行业领先的提供晶圆级芯片尺寸封装 (WLCSP) 和测试的厂商，目前主要封装产品有影像传感芯片、环境光感应芯片、微机电系统、发光电子器件、射频识别芯片等。公司拥有多样化的 WLCSP 量产技术，为中国大陆首家、全球第二大能为影像传感芯片提供 WLCSP 量产服务的专业封测服务商。

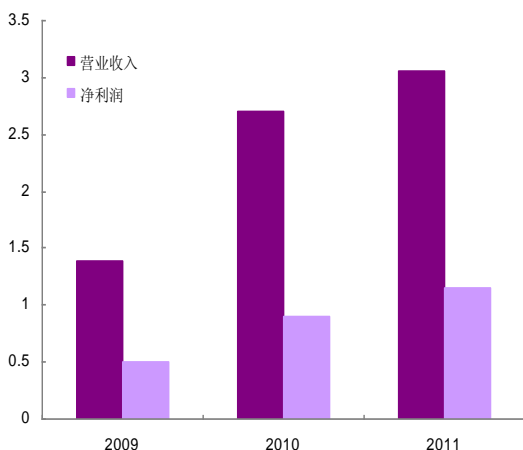
图表 1：公司从事晶圆级芯片尺寸封装和测试业务
晶圆级芯片尺寸封装产品的类型图



资料来源：公司招股说明书

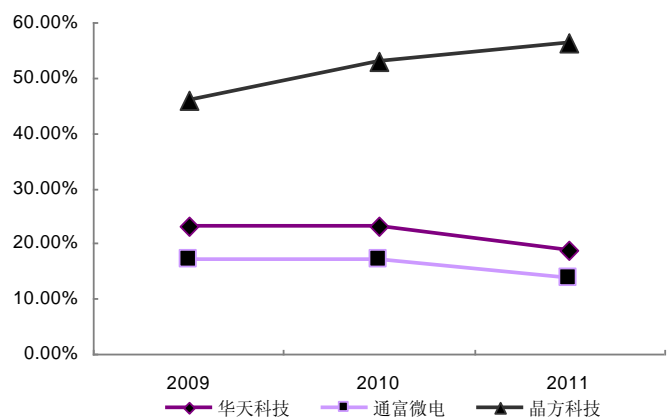
2009-2011 年，公司营业收入分别为 1.39 亿元、2.71 亿元和 3.06 亿元，2010 年和 2011 年增长幅度分别达 94.9% 和 13.1%。2011 年营业收入增速放缓，主要是由于公司产能达到极限：2010 年和 2011 年产能利用率分别为 105.05% 和 99.12%。在国内半导体封测行业中，公司由于封装技术先进，议价能力强，综合毛利率在 50% 左右，远高于同行。

表 2：公司营业收入和净利润快速增长
公司营业收入和净利润图（亿元）



资料来源：公司招股说明书

图表 3：公司综合毛利率远高于国内同行
国内封装企业的综合毛利率对比图



资料来源：公司招股说明书

第二家量产 WLCSP 供应商

全球能大规模量产影像传感器的专业封测商仅 3 家：第一家是台积电的参股子公司--台湾精材科技，于 2000 年最早获得 Shellcase 技术许可，目前产能位于全球第一。晶方科技在 2005 年成为全球第二家。华天科技子公司西钛微在 2012 年成为全球第三家。

图表 4：全球第二家量产 WLCSP 供应商

公司与主要竞争公司对比表

公司	晶方科技	西钛微	精材科技
地区	苏州	昆山	台湾
2011 年收入	3.1 亿	3.3 亿元	8.9 亿
主要客户	格科微、海力士、 比亚迪	Aptina、格科微、 思比科	OmniVision

资料来源：公司公告、光大证券研究所整理

二、产业升级提供公司高增长的环境

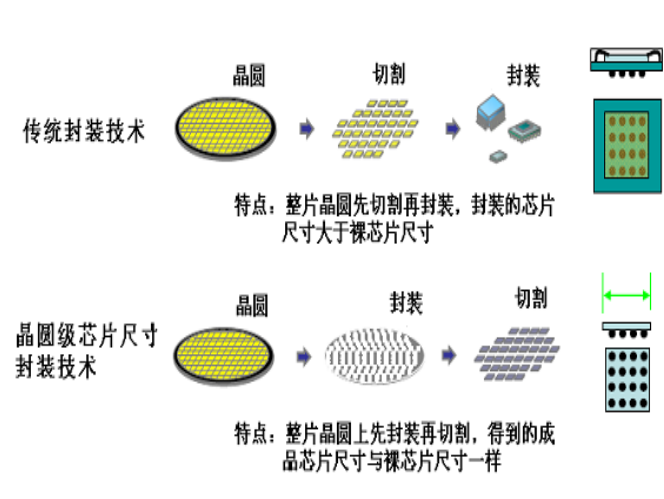
2.1、晶圆级芯片尺寸封装优势明显

公司主要采用的是 Shellcase 系列晶圆级芯片尺寸封装技术，并在此基础上自主创新开发了超薄晶圆级芯片尺寸封装等技术。这些领先的封装技术在日益高速增长的消费电子市场中应用前景广阔。

2.1.1、晶圆级芯片尺寸封装技术远胜传统技术

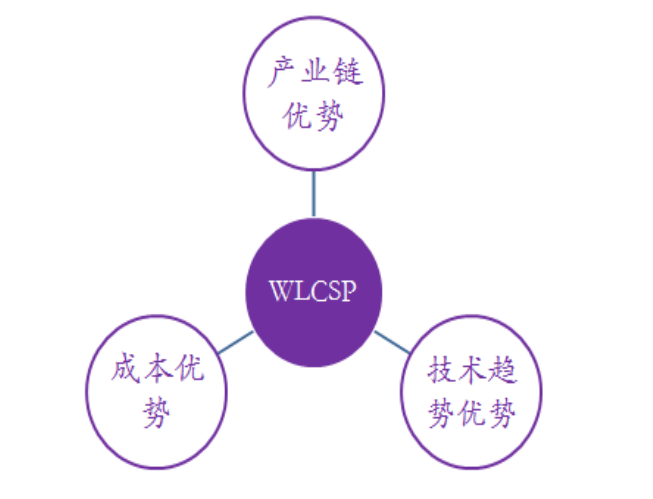
与传统封装技术先切割、再封装的特点不同，晶圆级芯片尺寸封装（WLCSP）是一种先在整片晶圆上封装、测试作业，再切割成尺寸与裸片完全一致的芯片成品的新兴封装方式。其特点结合了芯片尺寸封装（CSP，指封装面积与芯片面积之比小于 1.2:1 的技术）和晶圆级封装（WLP，指在晶圆前道工序完成后，直接对晶圆进行封装，再切割分离成单一芯片的技术）这两种封装技术的明显优势，使芯片成品达到了微型化的极限，符合消费类电子产品轻、小、短、薄化的市场趋势。

图表 5：晶圆级芯片尺寸封装符合微型化趋势
WLCSP 与传统封装技术流程示意图



资料来源：公司招股说明书

图表 6：晶圆级芯片尺寸封装明显优于传统封装技术
晶圆级芯片尺寸封装的优势图



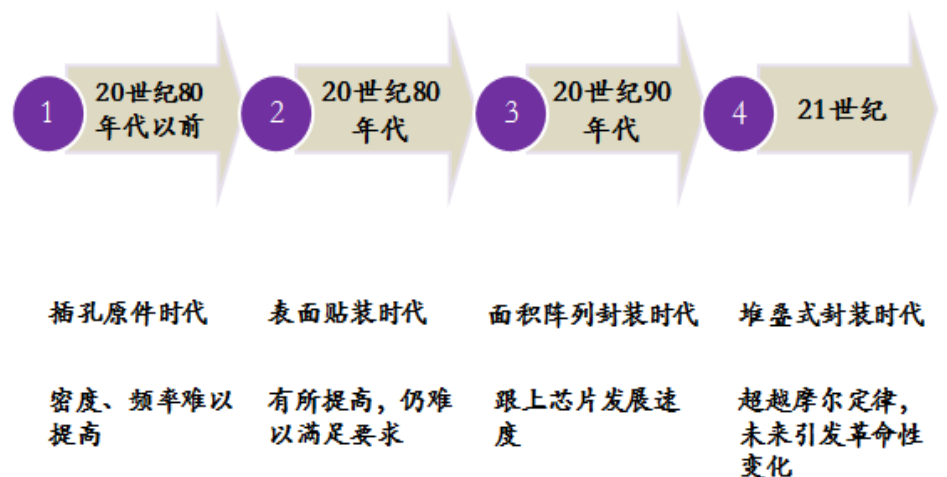
资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所整理

晶圆级芯片尺寸封装技术出现伊始,即被业界看好。相比于传统封装技术,其优势表现在以下 3 个方面: 1) 产业链优势。WLCSP 封装的流程特点表明其可将晶圆制造、封装测试、基板厂整合为一体,解决了各环节的技术与标准对接问题; 2) 封装成本优势。WLCSP 的封装成本由晶圆数决定,随着晶圆尺寸的增大和芯片数量增加而降低,在 market 发展趋势下优势愈加明显; 3) 技术趋势优势。业界普遍认为的基于硅通孔的三维封装技术是超越摩尔定律的主要解决方案,而掌握 WLCSP 封装技术能快速进入硅通孔技术领域。

2.1.2、晶圆级芯片尺寸封装引领下一代封装潮流

集成电路封装技术的演进可分为四代:第一代是以插孔安装到PCB上为特点的插孔元件时代,不足之处在于密度、频率难以提高,难以满足高效自动化生产的要求;第二代是以引线代替针脚贴装到PCB板上的表面贴装时代,封装密度、自动化生产容易度等有所提高,但还是难以满足微处理器的发展需求;第三代是以芯片尺寸封装(CSP)等为代表的面积阵列封装时代,该技术已是主流成熟阶段;第四阶段则是基于硅通孔的三维封装技术,该技术被认为是超越摩尔定律的主要方案,将带来封装行业的革命性浪潮。

图表 7: 晶圆级芯片尺寸封装是下一代行业趋势
半导体行业封装技术演进图



资料来源: 公司招股说明书、光大证券研究所整理

晶圆级芯片尺寸封装(WLCSP)可以进行堆叠式三维封装,公司封装的微机电系统(MEMS)芯片就是采用堆叠式的三维封装。

2.1.3、晶圆级芯片尺寸封装中, Shellcase 系列更优

目前主要晶圆级芯片尺寸封装方式包含: 1)、晶圆凸点封装; 2) Shellcase 系列。晶圆凸点封装技术难度相对较低,特点是在芯片正面直接引出电路及焊垫; Shellcase 系列技术难度高,从芯片的正面或者后面均可引出电路及制作焊垫。

图表 8: Shellcase 封装优于晶圆凸点封装

晶圆凸点封装与 Shellcase 系列封装特征和应用领域对比表

Shellcase 系列

晶圆凸点封装

封装特征	1、芯片正面或反面引出焊垫 2、有三明治结构 3、芯片上方有空腔 4、芯片背部引出焊垫	1、芯片正面引出焊垫 2、无三明治结构 3、无空腔 4、芯片正面引出焊垫
应用领域	适用于任何产品，尤其对影像传感芯片和有密封要求的产品有独特的优势	只是一种电连接引出技术，对影像传感芯片和有密封要求的产品不适合

资料来源：公司招股说明书

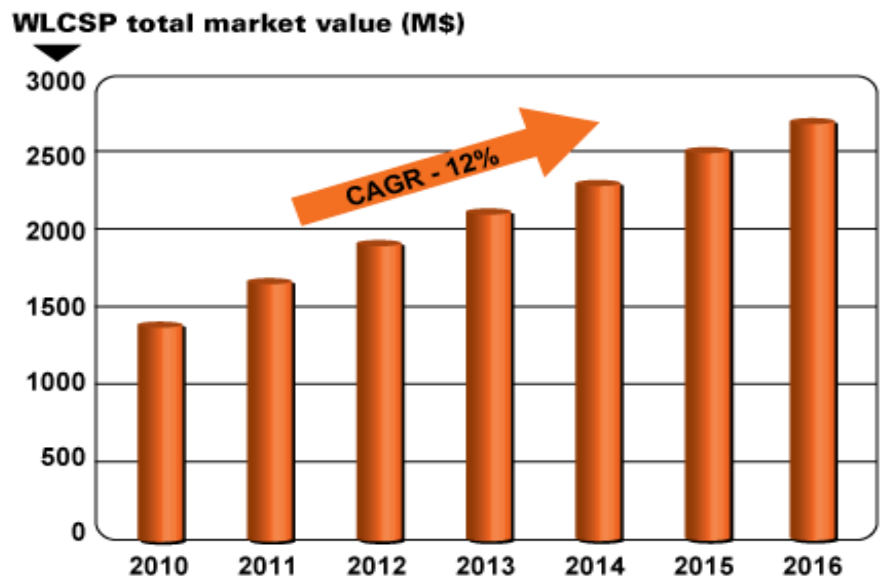
公司掌握的技术为Shellcase系列WLCSP封装，在应用领域和封装技术趋势方面更优：1)、Shellcase系列WLCSP在影像传感芯片封装领域具有得天独厚的优势：光学成像功能的实现势必要求芯片正面无视觉障碍物，这一点晶圆凸点封装做不到；2) Shellcase系列WLCSP技术更符合三维(3D)封装发展趋势。Shellcase系列WLCSP技术能够从芯片正反面引出电路及焊接，同硅通孔的三维封装工艺十分相似，能够快速进入硅通孔技术领域。

2.2、晶圆级芯片尺寸封装下游应用前景广阔

晶圆级芯片尺寸封装优势明显，未来必将成为集成电路封装行业的主流封装方式。2010年来，随着电子消费市场的复苏，WLCSP封装市场一度供不应求。据Yole Developpement分析，2011年全球WLCSP市场规模达17亿美元，2011年至2016年的复合增长率将为12%左右；而在CMOS影像传感器和MEMS细分领域，WLCSP的市场规模未来4年将保持高达25%的年增长率。

图表 9：全球 WLCSP 市场收入稳步增长

晶圆级芯片尺寸封装的市场收入预测图



资料来源：Yole Developpement

2.2.1、影像传感芯片封装需求的蓬勃发展

影像传感芯片封装是目前晶圆级芯片尺寸封装的最主要应用领域。受益于智能手机、平板等移动终端的爆发式发展，影像传感器市场未来需求将不断攀升。此外，安全监控市场的兴起以及全球汽车电子的快速成长，也可为影像传感芯片创造可观的应用规模。影像传感芯片分为CCD和CMOS两种，我们认为，

CMOS是影像传感芯片的主流发展方向，据Yole Developpement 预测，全球CMOS影像传感器的市场规模将从2012年的66亿美元增加到2017年的110亿美元，复合增长率达11%。

图表 10：影像传感器领域应用爆发式发展

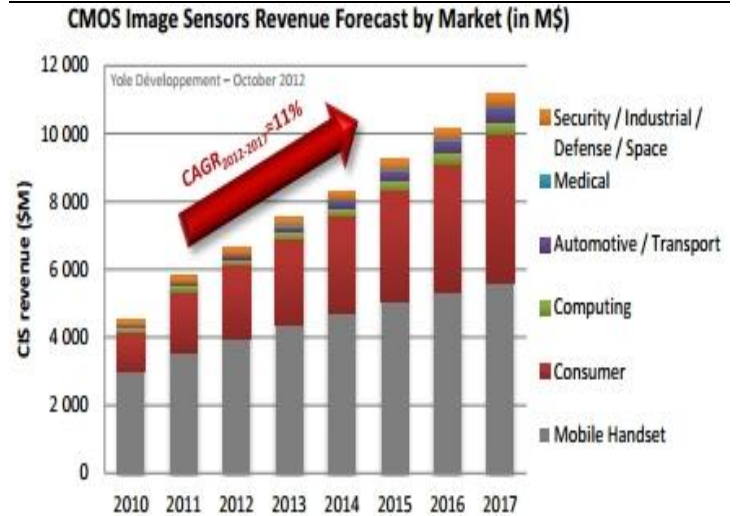
影像传感器的应用领域示意图



资料来源：公司招股说明书

图表 11：CMOS 影像传感器发展增速可期待

未来几年影像传感器市场的销售收入预测



资料来源：Yole Development

全球超过35%用于手机和笔记本电脑的CMOS影像传感芯片是采用晶圆级芯片尺寸封装。随着CMOS晶圆尺寸的升级和技术水平的提高，晶圆级芯片尺寸封装的渗透率将进一步提高。这意味着WLCSP封装技术在CMOS影像传感器市场具有广阔的发展空间。

2.2.2、MEMS 等应用领域的渗透可期待

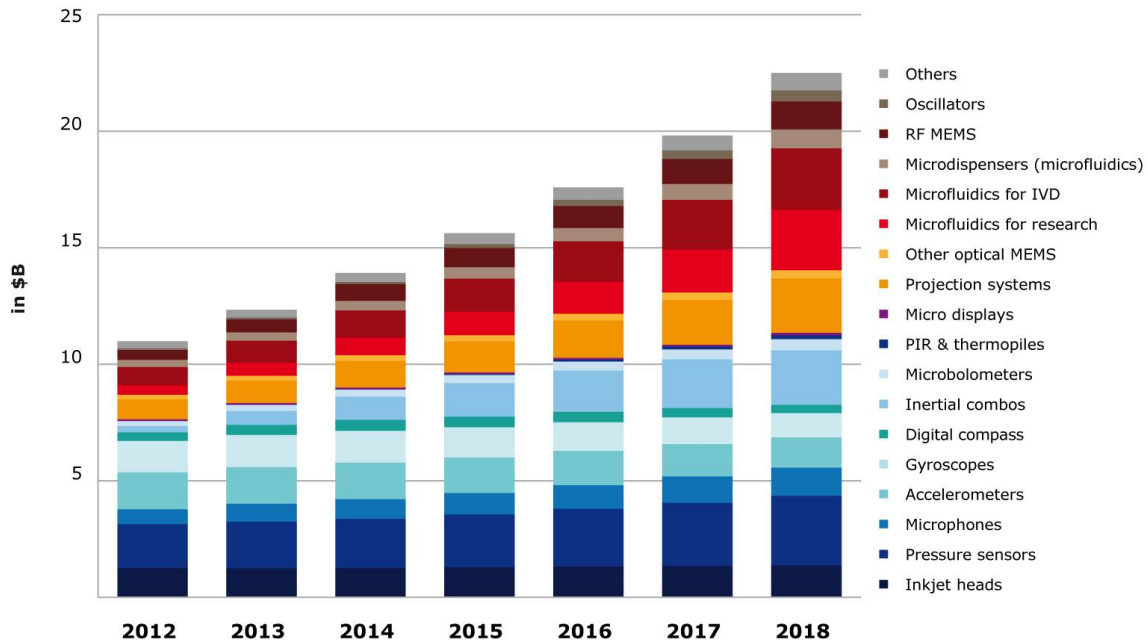
晶圆级芯片尺寸封装现已慢慢渗透到MEMS(微机电系统)、LED、RFID(射频识别芯片)等新兴应用领域。晶圆级芯片尺寸封装在这些领域有着提升工艺制造水平、降低成本等诸多优势。

Yole Developpement 预测，在消费电子的快速增长及汽车领域、工业生产过程和控制的拉动下，2012-2018年全球MEMS市场规模将由110亿美元增至225亿美元，复合增长率超过12%。据市场调研机构LEDinside，全球LED市场受到手持式装置与LED照明产品相关需求驱动，2013年产值将达124亿美元，相较2012年增长12%。此外，RFID市场近几年呈现持续上升趋势，据估2012年全球市场规模达200多亿美元。中国物联网研究中心的数据表明：中国RFID市场从2010年开始进入以快速发展为特征的成长期，2012年中国RFID市场规模达236.6亿元，近几年市场增长率保持在30%以上。

图表 12：MEMS 等应用领域未来市场将高速增长

MEMS 未来市场的预测

2012-2018 MEMS market forecast by devices



资料来源：Yole Development

三、公司优势：工艺技术先进、管理制度领先、客户关系稳固、业务模式专注

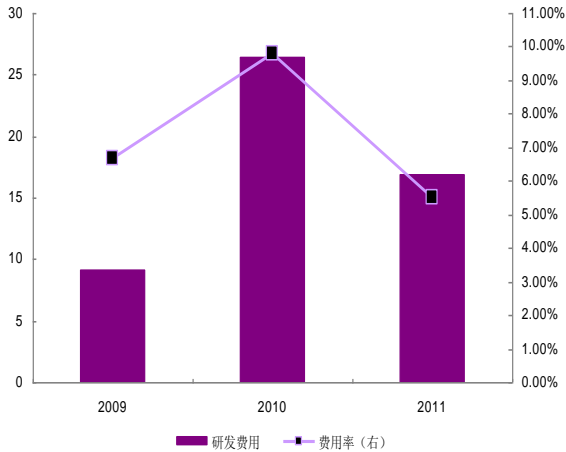
公司在工艺技术、管理制度、客户关系和业务模式四方面具有独特的竞争优势。我们认为，这四种竞争优势的巧妙融合创造了公司在过去几年的高速增长，也为公司未来的长期高速发展奠定了基础。

3.1、吸收、创新保证技术先进

公司经营管理团队由以色列、台湾、大陆三方的人士共同组成，均具有丰富的集成电路研发经验。优秀的管理人员重视对技术的投入，研发费用在 920~2700 万元之间波动，占收入的比重维持在 5.5% 以上的水平。

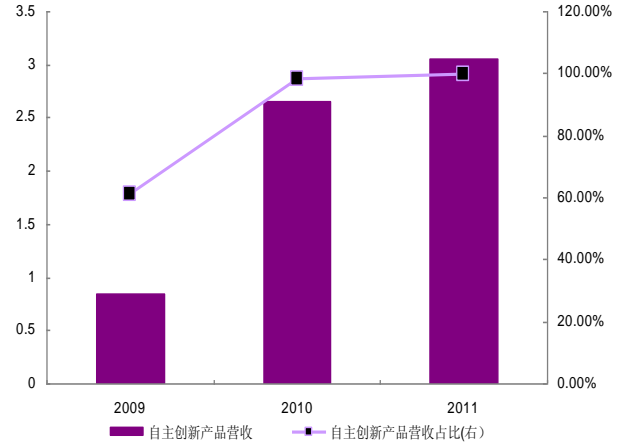
作为全球少数能大规模为影像传感器提供 WLCSP 量产服务的专业封测服务商之一，公司开设研发中心、工程部相结合的研发体系，于 2005 年引进了 Shellcase 系列晶圆级芯片尺寸封装技术，在此基础上消化吸收并自主创新，已自主研发并掌握了超薄晶圆级芯片尺寸封装技术 (ThinPac)、硅通孔封装技术、晶圆级凸点封装技术 (Wafer Bumping) 及用于微机电系统 (MEMS)、LED 的晶圆级芯片尺寸封装技术。其中，硅通孔封装技术被誉为未来进入三维封装领域的关键技术，公司掌握硅通孔封装技术将为未来的可持续发展提供技术保证。

图表 13: 重视研发投入
研发费用及占收入比重图 (百万元)



资料来源: 公司招股说明书

图表 14: 自主创新技术卓有成效
自主创新产品营业收入及占总营业收入比重图 (亿元)



资料来源: 公司招股说明书

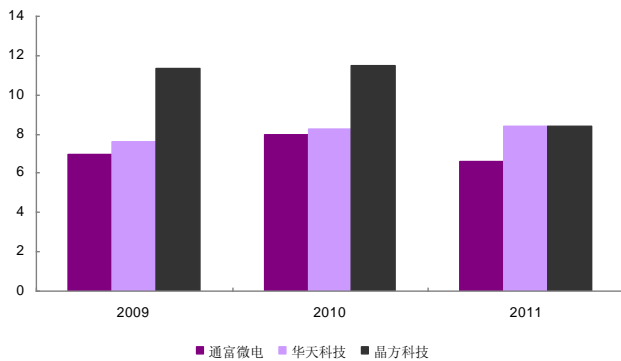
公司自主创新技术产品占主营业务收入的比重也逐年上升, 2011 年该比例已达 99.89%。此外, 公司的研发团队已成功申请并获得国家知识产权局授权的专利共 19 项, 另有 5 项美国发明专利, 并且还有 19 项发明专利正在受理中。

3.2、运营管理水平高

公司制定了“以销定产, 适度库存”的政策, 通过合理调整营销策略, 加快产成品流转速度, 通过对原材料市场价格波动的把握调整自己的采购和库存策略, 使库存水平一直保持在合理的水平上, 体现了公司良好的存货管理能力。同时, 公司选取优质稳定的供应商, 确保了原材料的供应及时稳定。

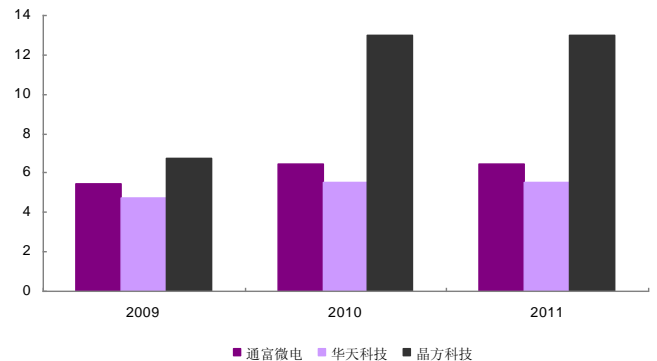
在应收账款管理制度方面, 公司得益于先进工艺技术的较强议价能力, 制定了严格的应收账款管理制度: 一方面, 在销售业务中严格按照合同约定收款日收款; 另一方面, 有着完善的应收账款催收制度, 由专人负责对每笔应收账款的汇款情况进行统计汇总, 并定期制定风险提示。

图表 15: 公司存货周转率高于国内同行
国内封装企业存货周转率比较图 (次)



资料来源: 公司招股说明书

图表 16: 公司应收账款周转率大大高于国内同行
国内封装企业应收账款周转率比较图 (次)



资料来源: 公司招股说明书

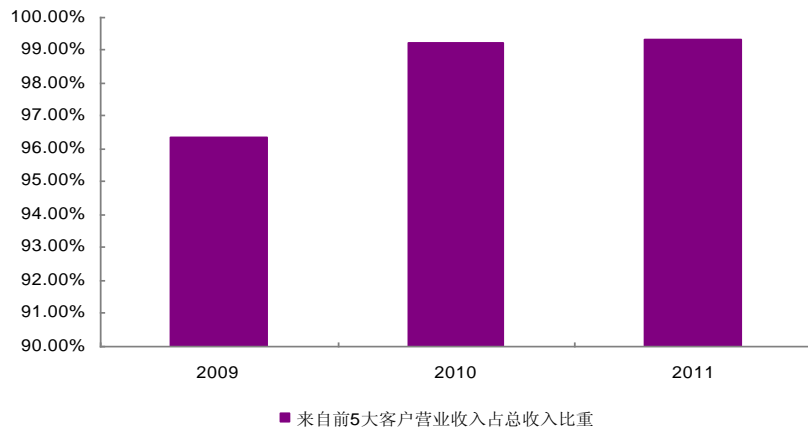
3.3、客户集中且优质, 有进一步客户开发空间

公司的主要客户包括格科微、海力士、比亚迪等国际一线厂商。公司深耕

与这些客户的关系，客户集中度较高，前五大客户占公司营业收入的比例一直维持在 96% 以上。

图表 17：客户集中程度高

公司前 5 大客户收入占比图



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所整理

客户的高集中度给公司带来如下好处：1) 工艺生产的要求，导致了客户订单数量大将具有一定的经济规模效应；2) 公司现有客户成长性较好，经营业绩稳定，属于优质客户，有利于长期稳定的合作关系。

此外，受制于产能所限，目前公司并未承接现有客户的全部订单，所以公司与现有客户的合作关系可随着产能增加而进一步巩固。公司也与一些潜在的大客户（如东芝和 Aptina）保持密切的关系，并开始着手产品的设计。公司持续进行技术创新，晶圆级芯片尺寸封装技术积极拓展，未来在 MEMS（微机电系统）、LED 等新应用领域会有新的应用客户，进步扩大市场占有率。这些潜在市场将是公司未来成长空间继续扩大的保证。

3.4、专注于特定领域的商业模式

日月光等台湾企业从事封测行业多年，规模大、资金雄厚、技术领先，可以为大客户提供全线产品，但他们受电子行业整体周期性影响大，不易出现爆发性高增长。

公司的业务模式符合中国大陆电子行业大部分企业的现状，在资金、人才等资源有限的情况下，专注于特定领域，可以集中资源扩大这些特定领域的生产规模，提高竞争力。

图表 19：公司业务符合专注特定领域的模式

半导体封测行业业务模式对比表

业务模式	特点	优势	代表厂商
大而全模式	受电子行业整体周期性影响，不易出现爆发性高增长	可以为大客户提供全线产品	日月光、矽品、通富微电
专注特定领域模式	与特点行业景气度高度相关	可以集中资源扩大某种产品生产规模，提高竞争力	南茂、京元电、太极实业

数据来源：光大证券整理

四、募投项目将扩大规模、提高公司竞争力

面对行业的快速发展机遇，公司现有产能已趋于饱和，难以满足市场发展和公司业务持续增长的需要。本次募投项目的实施，将进一步扩大公司产能，增强公司的研发实力，进而增强公司的盈利能力。

图表 20：募投项目概况

项目名称	募集资金投资总额	募集资金使用计划	
	万元	第一年	第二年
先进晶圆级芯片尺寸封装 (WLCSP) 技改项目	86,630	36,036	50,594

资料来源：公司招股说明书

4.1、本项目将释放公司产能，提升公司市场地位

公司利用本项目对现有业务进行技术改造，并实施扩大再生产，新增年封装 36 万片晶圆的 WLCSP 封装产能，折合新增每月 3 万片晶圆的生产能力。因此，待募集资金完成，新厂投资建设完毕后，公司年产能将达到 48 万片，达产后预计可实现 8-9 亿元人民币的年销售收入。

项目实施后，不仅可扩充现有主营产品影像传感芯片的封装产能，还能夺回目前产能紧张而失去的环境光传感芯片和医疗用电子芯片封装的市场。本项目作为晶圆级封装的公共平台，同样可以封装目前已小批量生产的微机电系统 (MEMS) 和发光器件 (LED) 产品，拓展公司 WLCSP 封装的领域。除封装产能扩充外，公司也将添加测试设备来配套相应的测试产能，从而将给客户提供更多的增值服务。

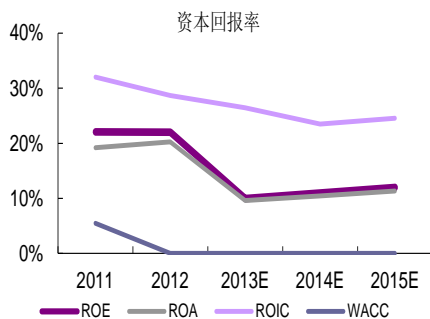
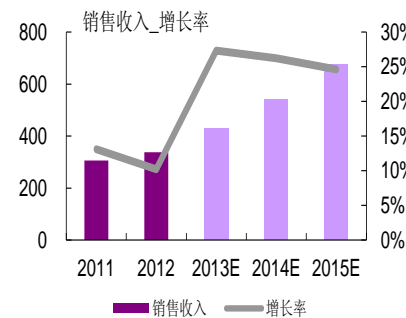
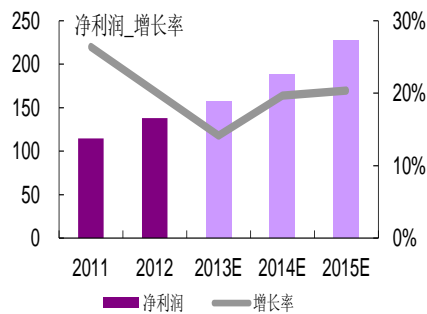
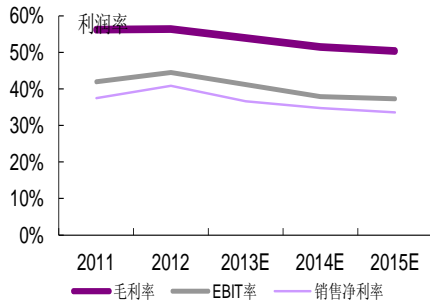
4.2、本项目将使公司在技术上进步拓展，进入更高技术领域

本项目的实施，技术上除了应用目前的超薄晶圆级芯片尺寸封装 (ThicPac)、光学型晶圆级芯片尺寸封装 (ShellOP)、空腔型晶圆级芯片尺寸封装 (ShellOC) 外，还将导入硅通孔技术 (TSV)、铜柱晶圆级芯片尺寸封装技术 (Copper Pillar)、多层晶圆互联技术。同时，公司将夯实技术基础，目标定位于更高的技术领域：扇出式晶圆级封装或嵌入式晶圆级封装 (fan-out wafer level package、embedded wafer level package)、硅基板晶圆级封装 (Si interposer wafer level package)、晶圆级照相 (wafer level camera)、三维封装等领域。这些技术的突破有助于公司通过持续创新保持竞争优势。

五、风险分析

公司股权较为分散，无实际控制人，可能会带来控制权变动风险和内部人控制风险。

行业竞争加剧的风险：晶圆级芯片尺寸封装行业技术门槛高，如果更多的竞争公司突破技术门槛，行业竞争将会加剧，行业利润率将会降低。



利润表 (百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	306	337	429	542	675
营业成本	134	147	198	263	335
折旧和摊销	28	37	41	50	60
营业税费	2	0	0	0	0
销售费用	2	2	4	5	6
管理费用	40	37	49	68	81
财务费用	2	-5	-3	-11	-9
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	126	155	180	216	261
利润总额	130	166	190	227	273
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	114.68	137.91	157.39	188.36	226.71

资产负债表 (百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
总资产	306	337	429	542	675
流动资产	134	147	198	263	335
货币资金	28	37	41	50	60
交易型金融资产	2	0	0	0	0
应收帐款	2	2	4	5	6
应收票据	40	37	49	68	81
其他应收款	2	-5	-3	-11	-9
存货	0	0	0	0	0
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	126	155	180	216	261
长期投资	130	166	190	227	273
固定资产	0	0	0	0	0
无形资产	114.68	137.91	157.39	188.36	226.71
总负债	306	337	429	542	675
无息负债	134	147	198	263	335
有息负债	28	37	41	50	60
股本	2	0	0	0	0
公积金	2	2	4	5	6
未分配利润	40	37	49	68	81
少数股东权益	2	-5	-3	-11	-9

现金流量表 (百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	144	148	199	224	262
净利润	115	138	157	188	227
折旧摊销	28	37	41	50	60
净营运资金增加	-6	25	11	21	35
其他	7	-52	-10	-36	-59
投资活动产生现金流	-98	-84	-150	-200	-150
净资本支出	-101	-91	-150	-200	-150
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	3	7	0	0	0
融资活动现金流	-40	-41	798	-37	-47
股本变化	0	0	41	0	0
债务净变化	19	-39	0	0	0
无息负债变化	8	13	9	23	23
净现金流	0	22	847	-13	65

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	13.09%	10.20%	27.30%	26.20%	24.60%
净利润增长率	26.38%	20.25%	14.13%	19.67%	20.36%
EBITDA/EBITDA 增长率	29.23%	19.16%	16.27%	17.46%	21.98%
EBIT/EBIT 增长率	36.44%	16.79%	17.85%	16.11%	22.66%
估值指标					
PE	0	0	0	0	0
PB	0	0	0	0	0
EV/EBITDA	-1	-1	-5	-4	-3
EV/EBIT	-1	-1	-6	-5	-4
EV/NOPLAT	-1	-2	-7	-6	-5
EV/Sales	-1	-1	-2	-2	-2
EV/IC	0	0	-2	-1	-1
盈利能力 (%)					
毛利率	56.21%	56.45%	54.00%	51.50%	50.40%
EBITDA 率	51.27%	55.44%	50.63%	47.13%	46.14%
EBIT 率	41.98%	44.49%	41.19%	37.89%	37.30%
税前净利润率	42.37%	49.10%	44.16%	41.88%	40.45%
税后净利润率 (归属母公司)	37.46%	40.88%	36.65%	34.76%	33.57%
ROA	19.18%	20.27%	9.59%	10.43%	11.35%
ROE (归属母公司) (摊薄)	22.09%	21.99%	9.96%	10.95%	11.99%
经营性 ROIC	32.02%	28.68%	26.44%	23.46%	24.55%
偿债能力					
流动比率	3.85	6.67	20.54	14.89	12.61
速动比率	3.65	6.32	20.13	14.51	12.23
归属母公司权益/有息债务	13.45	-	-	-	-
有形资产/有息债务	15.31	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.50	0.60	0.68	0.82	0.99
每股红利	0.00	0.00	0.21	0.25	0.30
每股经营现金流	0.63	0.64	0.87	0.97	1.14
每股自由现金流(FCFF)	0.20	0.21	0.13	0.00	0.37
每股净资产	2.26	2.73	6.87	7.48	8.22
每股销售收入	1.33	1.47	1.87	2.36	2.94

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易部 机构业务部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青(总经理)	010-56513035	-	wanghq@ebsecn.com
	孙威(执行董事)	010-56513038	-	sunwei@ebsecn.com
	郝辉	010-56513031	-	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-56513050	-	huangyi@ebsecn.com
	梁晨	010-56513153	-	liangchen@ebsecn.com
上海	严非(执行董事)	021-22169086	-	yanfei@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	-	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	-	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	-	fengcheng@ebsecn.com
	任静雯	021-22169131	-	renjingwen@ebsecn.com
	席代昭	021-22167056	-	xidz@ebsecn.com
	黎晓宇(副总经理)	0755-83553559	-	lixxy1@ebsecn.com
黄鹂华(执行董事)	0755-83553249	-	huanglh@ebsecn.com	
	李潇	0755-83559378	-	lixiao1@ebsecn.com
	罗德锦	0755-83551458	-	luodj@ebsecn.com
机构客户业务部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
	濮维娜(副总经理)	021-62152373	13611990668	puwn@ebsecn.com
上海	顾超	021-22167106	18616658309	guchao@ebsecn.com
	计爽	021-22167101	18621181721	jishuang@ebsecn.com
北京	朱林	010-59046212	18611386181	zhulin1@ebsecn.com
	徐放	010-56513051	18618469955	xufang@ebsecn.com
国际业务	陶奕	021-62152393	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	13585893550	qidw@ebsecn.com
	顾胜寒	021-22167094	18352760578	gush@ebsecn.com