

2016年03月15日

方正电机 (002196.SZ)

新能源汽车电机电控的新势力正在崛起

■ **业务结构调整成效显著，净利润大幅增长：**公司发布 2015 年年报，实现营业收入 7.94 亿元，同比增长 27.62%，归属于上市公司股东的净利润 5903.7 万元，同比增长 479.55%，扣除非经常性损益后归属上市公司股东的净利润 4721.4 万元，同比增长 4962.84%，基本每股收益 0.33 元，同比增长 371.43%。公司同时预计 2016 年一季度净利润变动区间为 1770 万元 -2046 万元，同比增长 220%-270%。

■ **并购整合拓展发展空间，打造全新业务板块：**公司传统业务缝纫机电机、电脑高速自动平缝机和汽车马达等天花板明显，发展陷入瓶颈。从 2014 年开始，通过一系列并购重组实现转型，形成了以传统缝纫机电机、家用智能控制器、汽车零部件和新能源汽车动力总成系统为核心的新业务模块。尤其是全面进军新能源汽车电机电控领域，将使公司迎来新一轮增长。

■ **行业格局正在成型，新兴势力有望崛起：**根据我们测算，新能源汽车电机电控到 2020 年市场规模将超过 400 亿元，由于进入整车供应链周期较长，行业已经进入存量竞争，与下游的绑定关系正在成型，拥有优质客户和高性能产品的企业将会享受行业发展红利。公司收购的德沃士背靠众泰、东风、时空等客户，同时与宇通、广汽吉奥均有合作，客户结构优质。上海海能在汽车电子控制系统方面积累深厚，双方协同效果明显。方正电机自身与高科润研发的小功率驱动系统已经批量生产，公司目前已经具备从低速车到乘用车、大巴车、专用车的动力系统解决方案提供能力，发展前景看好。

■ **投资建议：**买入-A 投资评级，6 个月目标价 31.05 元。我们预计公司 2016-2018 年净利润分别为 1.83 亿、2.49 亿和 3.13 亿元，成长性突出；首次给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 31.05 元。

■ **风险提示：**产能扩张不及预期。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	622.5	794.4	1,207.3	1,517.6	1,821.8
净利润	10.2	59.0	182.6	248.9	312.7
每股收益(元)	0.04	0.22	0.69	0.94	1.18
每股净资产(元)	3.04	8.34	9.18	10.03	11.09

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	669.2	115.5	37.3	27.4	21.8
市净率(倍)	8.5	3.1	2.8	2.6	2.3
净利润率	1.6%	7.4%	15.1%	16.4%	17.2%
净资产收益率	1.3%	2.7%	7.5%	9.4%	10.6%
股息收益率	0.3%	0.0%	0.3%	0.4%	0.5%
ROIC	2.1%	7.8%	8.7%	10.9%	13.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司动态分析

证券研究报告

仪器仪表

投资评级 **买入-A**

首次评级

6 个月目标价：**31.05 元**

股价 (2016-03-14) **25.70 元**

交易数据

总市值 (百万元)	6,206.50
流通市值 (百万元)	2,293.07
总股本 (百万股)	265.24
流通股本 (百万股)	97.99
12 个月价格区间	16.13/35.09 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.51	3.11	24.85
绝对收益	0.47	-20.92	18.96

黄守宏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020024
huangsh@essence.com.cn
010-66581627

邵晶鑫

报告联系人

shaojx@essence.com.cn
010-66581636

周俊宇

报告联系人

zhoujy1@essence.com.cn

相关报告

1. 业务结构调整成效显著，净利润大幅增长

公司发布 2015 年年报，实现营业收入 7.94 亿元，同比增长 27.62%，归属于上市公司股东的净利润 5903.7 万元，同比增长 479.55%，扣除非经常性损益后归属上市公司股东的净利润 4721.4 万元，同比增长 4962.84%，基本每股收益 0.33 元，同比增长 371.43%。公司同时预计 2016 年一季度净利润变动区间为 1770 万元-2046 万元，同比增长 220%-270%。

公司从 2014 年收购高科润，扩展业务板块以来，营业收入连续两年增速在 27% 以上，尤其是今年收购上海海能和杭州德沃士，对业绩增厚明显。根据公司年报披露，高科润 2015 年实现归母近利润 2499 万元，超出承诺业绩近 500 万。2015 年 12 月合并报表的海能和德沃士合计贡献近利润 2805.6 万元，三家公司合计贡献公司净利润的 90%。

图 1：方正电机营业收入变化

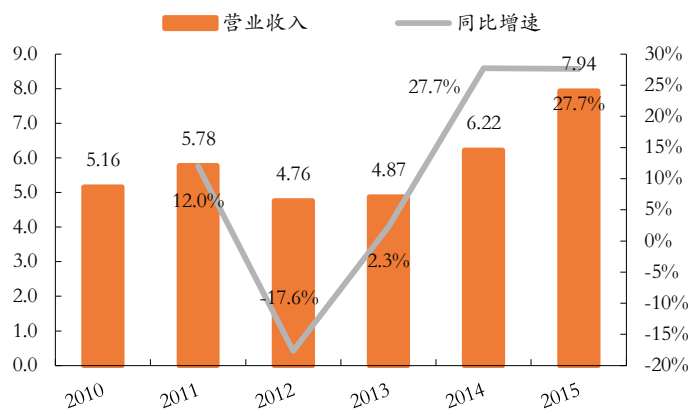
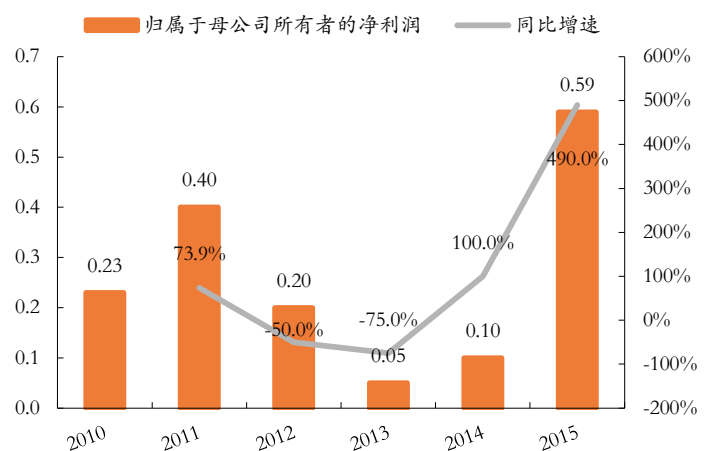


图 2：方正电机净利润变化



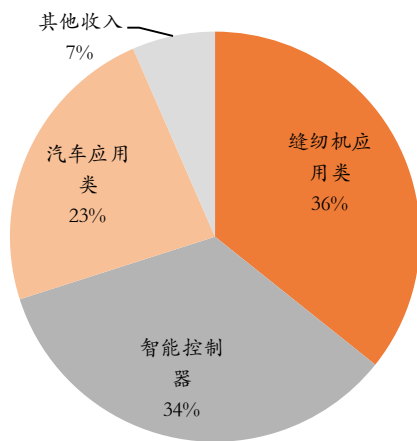
资料来源：Wind，安信证券研究中心

资料来源：Wind，安信证券研究中心

公司业务结构调整取得明显效果，2014 之前，公司营业收入基本全部来自于缝纫机类电机，而从 2014 年收购高科润、湖北钱潮，2015 年收购杭州德沃士、上海海能之后，业务板块形成缝纫机应用类、智能控制器类、汽车应用类三大部分，汽车应用类可细分为汽车电子应用类和新能源汽车。从 2015 年收入情况来看，缝纫机应用类占比虽然最高，但是智能控制器类占比 34%，两者基本接近。汽车应用类占比 23%，但是从海能和德沃士的承诺业绩来看，汽车应用类占比在 2016 年将会进一步提升。

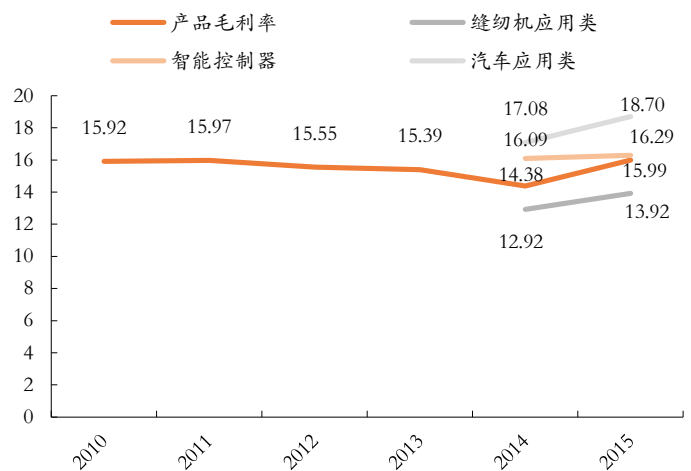
2015 年公司产品毛利率 15.99%，较 14 年的 14.38 上升 1 个百分点以上，主要是汽车应用类业务毛利率 18.70%，并且上海海能产品综合毛利率 50% 以上，杭州德沃士产品综合毛利率 30% 以上，这二者对于毛利率的拉高将会在未来几年持续显现。

图 3：2015 年收入拆分



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 4：产品毛利率变化情况



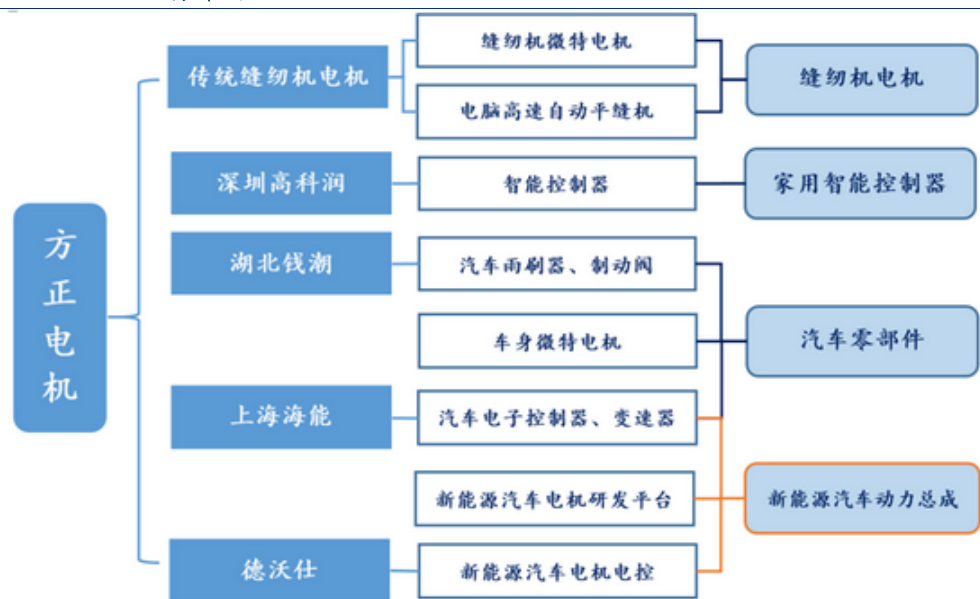
资料来源：Wind，安信证券研究中心

2. 并购整合拓展发展空间，打造全新业务板块

方正电机自成立以来一直致力于微型特种电机的研发、生产和销售，主要产品为缝纫机电机、电脑高速自动平缝机和汽车马达等，根据公司公告，其中家用缝纫机电机产量及出口量均居全国首位，全球市场占有率接近 80%。受限于缝纫机电机行业本身的天花板，公司的传统业务发展陷入瓶颈。从近几年的业绩来看，毛利率不断下滑，营收规模也没有明显增长，公司亟需拓展业务版图来寻找新的利润增长点。

从 2014 年开始，公司结合自身的业务基础，通过一系列并购重组实现转型，形成了以传统缝纫机电机、家用智能控制器、汽车零部件和新能源汽车动力总成系统为核心的四大主营业务模块。尤其是全面进军新能源汽车电机电控领域，将使公司未来持续受益于新能源汽车行业的快速发展，业绩迎来新一轮增长。

图 5：方正电机业务布局



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.1. 家用智能控制器与电机业务协同明显

公司收购的深圳高科润专注于智能控制器研发，产品覆盖家用电器、汽车电子、智能、建筑及安防、工业设备及电动工具等多个应用领域，并与西门子、伊莱克斯、威技、约克、美的等国内外知名企业建立了长期合作关系，客户结构优质。同时，高科润目前已掌握了小功率驱动电机的核心技术及生产工艺，并初步搭建了各种功率驱动电机的生产平台，产品性能等各方面指标已获得客户认可，从 2014 年逐步实现量产。

方正电机从 2011 年开始与高科润合作开发驱动电机系统，由本部生产电机，高科润独家配套控制系统，双方相互开放技术参数，在设计、生产、调试、试运行、客户开拓及性能优化等关键环节通力合作，提高研发效率。收购高科润能够更好的整合其在智能控制器研发和生产方面的能力，形成完整的小功率电机驱动系统。本部目前已经实现低速电动车驱动系统的批量出货。国内家电智能控制器的渗透率仅有 40%-50%，随着未来家电产品的进一步智能化和移动化，高科润的智能控制器将会受益，同时小功率电动汽车驱动系统也将持续增长。

表 1：高科润智能控制器应用领域

下游应用领域	主要产品
家用电器	空调类、洗碗机、家用吸尘器、电磁炉、壁挂炉、电熨斗、热水器、冰箱、洗衣机等产品智能控制器
工业设备与电动工具	工业缝纫机、工业吸尘器、搅拌机、水泵等产品智能控制器
智能建筑与安防	智能照明开关、安防、消防等产品智能控制器
汽车电子	汽车动平衡仪、空调、电动汽车驱动电机等产品智能控制器

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.2. 收购上海海能、杭州德沃士，全面进军新能源汽车动力总成

公司 2015 年发布公告，将以发行股份结合现金的方式收购上海海能电子 100% 股权和杭州德沃士电机 100% 股权，其中上海海能估值 11 亿元，杭州德沃士估值 2.45 亿元，总计 13.45 亿元，现金支付 6.13 亿元，发行股份支付 7.32 亿元。上海海能和杭州德沃士纳入版图，表明公司将全面发力新能源汽车动力总成。

表 2：收购标的对价

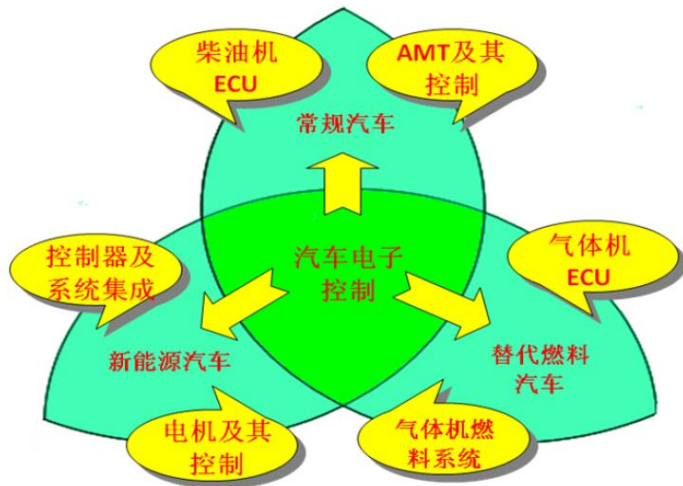
	交易价格 (万元)	现金对价 (万元)	股份对价 (万元)	发行股份数量 (股)
上海海能 100% 股权	110,000	55,000	55,000	35,971,221
德沃士 100% 股权	24,500	6,300	18,200	11,903,201

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

上海海能一直专注于汽车动力总成电子控制类产品的研发生产和销售，主要产品集中于气体发动机控制类产品、柴油发动机控制类产品与新能源汽车控制类产品。其核心团队以上海交大毕业的博士及硕士为骨干力量，以国内汽车动力控制领域知名专家卓斌为核心，在内燃机、柴油机电子控制领域、新能源汽车动力及整车控制领域具有显著的技术优势。目前国内发动机控制器市场主要由 Bosch 等国外企业垄断，行业技术壁垒极高，上海海能是少数具有进口替代能力的内资企业，其主要客户玉柴集团是国内最大的柴油机生产企业。随着未来国家对发动机节能减排性能的要求越来越高，发动机控制器的电子化和国产化也将是必然趋势。

上海海能基于强大的电控基础，开发了动力总成控制器、整车控制器、离合器控制器、电动附件控制器及相应的执行机构等新能源汽车控制类产品，致力于打造国内具备新能源汽车动力系统集成能力的第三方供应商，其新能源汽车控制类产品已经发展至第三代，产品覆盖纯电动汽车、混合动力汽车等新能源车型。海能自动变速箱类产品及新能源汽车控制类产品已经开拓的客户包括上海万象汽车制造有限公司、金龙联合汽车工业（苏州）有限公司、安徽安凯汽车股份有限公司等。

图 6：上海海能业务布局



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 7：上海海能新能源汽车驱动系统发展路径



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

杭州德沃仕自 2012 年成立以来专注于新能源汽车驱动电机系统的研发，其核心团队曾任职于比亚迪等国内新能源汽车龙头企业。目前公司产品覆盖 7.5KW 至 45KW 等多种功率电机，广泛应用于微型车、乘用车、中小型商用车和大中型客车等多种类型的新能源汽车，主要客户包括众泰汽车、东风汽车、杭州时空电动、杭州泓源电动汽车等。德沃仕已经与国内客车行业龙头企业宇通客车签署新能源汽车轮边电机的战略合作协议及技术合作协议，目前已经处于路试阶段；与广汽吉奥汽车有限公司签署技术合作协议，开发纯电动物流车辆的高效永磁同步驱动系统，此外，德沃仕正在积极开发北京新能源汽车股份有限公司、北汽银翔汽车有限公司、上海汽车集团股份有限公司等整车客户。横向对比国内竞争对手，德沃仕的产品性能和客户质量结构均属上乘，在日渐清晰的新能源汽车电机格局中将占据一席之地。

图 8：德沃仕客户结构

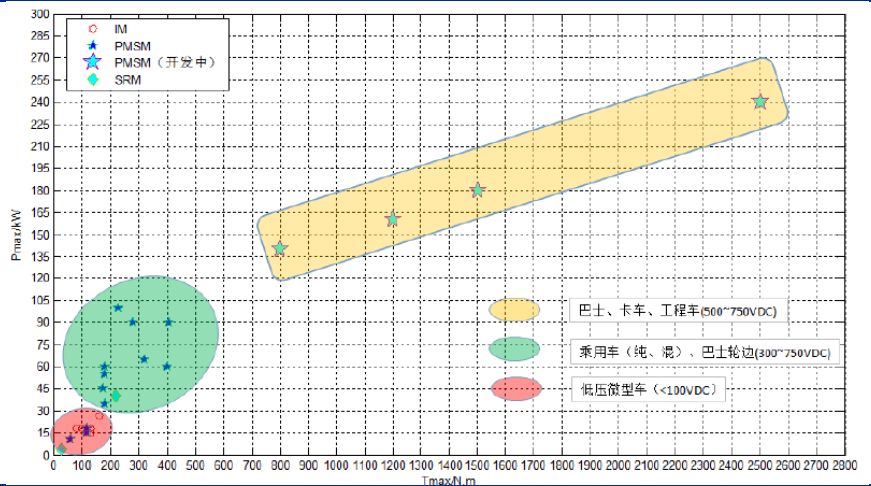


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

通过收购上海海能和德沃仕，一方面凭借海能在汽车电子控制领域的技术及行业地位，将公

司的传统燃油汽车零部件业务延伸至汽车动力总成电子控制领域；另一方面借助上海海能的新能源汽车领域的动力总成集成及控制能力、德沃仕完善的产品结构及优质的客户资源，方正电机将从新能源汽车驱动系统供应商升级为国内少数的整车动力总成等系统集成商之一，拥有基于整车控制器、转向控制、电机控制等控制平台之上配套驱动电机等执行机构的系统集成能力。同时，方正电机驱动系统产品覆盖的车型也将从原来的低速电动车、轻卡等领域全面扩展至低压电动车、乘用车、中巴、大巴及工程车等全系列、全类型的车型，从而完善公司的新能源汽车驱动系统产品结构，提高公司的产品竞争力及盈利能力

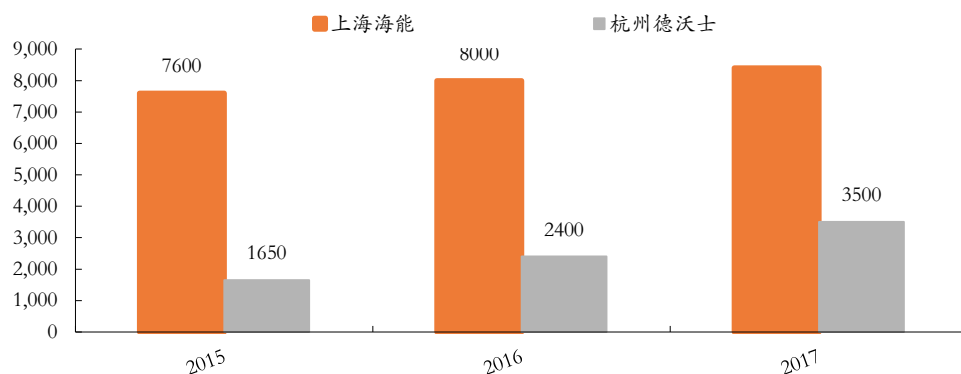
图 9：方正电机驱动系统型谱图



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

两次收购对于公司业绩的增厚非常明显，按照业绩补偿协议，上海海能 2015-2017 年承诺业绩分别为 7600 万元、8000 万元和 8400 万元；德沃士 2015-2017 年承诺业绩分别为 1650 万元、2400 万元和 3500 万元。从 2015 年年报披露来看，海能实现归母净利润 8106.3 万元，德沃士实现归母净利润 1684.53 万元。二者合计将在 16、17 两年为公司至少贡献 1.04 亿和 1.19 亿元，并且存在超预期的可能。

图 10：上海海能、杭州德沃士业绩承诺（单位：万元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2016 年 1 月，公司与景宁畲族自治县方正新能源投资合伙企业、上海生然新能源科技合伙企业签订协议，拟共同出资人民币 1000 万元，设立“上海方正新能源电池科技有限公司”，公司出资 330 万元，占 33% 股权。合资公司的业务方向为新能源汽车动力电池组的研发、生产制造和销售。通过本次对外投资，公司将尝试在电池领域进行布局，从而实现对电池、电

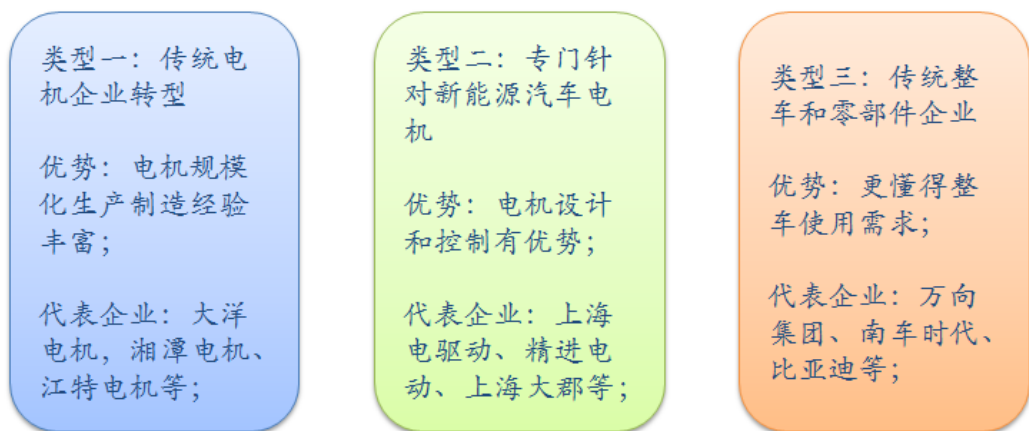
机、电控的全覆盖。

3. 行业格局正在成型，新兴势力有望崛起

驱动系统的差别是新能源汽车与传统燃油车最主要的差别。传统燃油汽车通过发动机将燃料燃烧的热能转化为机械能，为汽车提供动力。而在新能源汽车之中，电池、电机和电机控制器的“三电”系统替代了发动机，通过电机将电能转化为机械能。电机和电控的性能直接影响整车性能，是新能源汽车的核心部件。传统电机在我国的发展已经非常成熟，但是新能源汽车电机的设计要求与传统的工业电机有诸多不同，对于体积、质量、效率、扭矩、安全性和可靠性等指标要求都非常严格，并且要与整车的设计相结合，这也是新能源汽车电机的门槛所在。

我国新能源汽车电机生产厂商大致可以划分为三类：1) 从传统电机行业转型新能源汽车电机，代表企业有大洋电机、湘潭电机、江特电机等；2) 专门针对新能源汽车电机成立，代表企业为上海电驱动、精进电动、上海大郡等；3) 具备传统整车或者零部件制造能力，代表企业为万向集团、南车时代等。三类不同的企业各自具有不同的核心竞争力，传统电机厂在电机的生产制造上积累深厚，专门针对新能源汽车成立的电机厂重在电机设计和控制，传统整车和零部件厂对于电机与汽车的契合更有优势。从划分上来看，德沃士属于第二类，上海海能属于第三类。

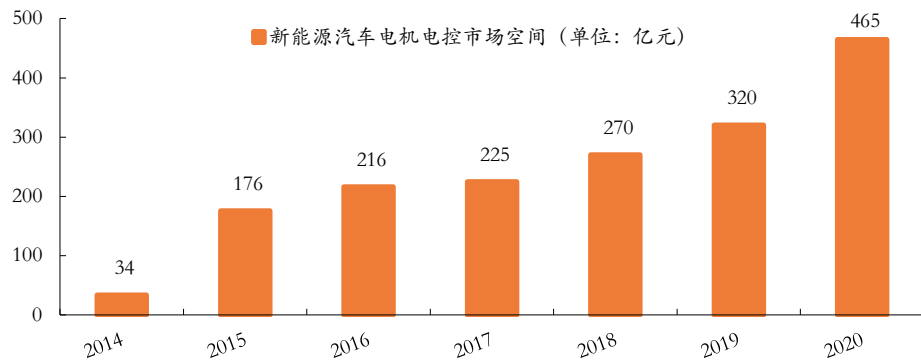
图 11：新能源汽车电机生产厂商划分



资料来源：公开资料，安信证券研究中心

新能源汽车作为我国汽车工业战略发展的新方向，得到国家层面的大力支持。根据“十三五”规划，到 2020 年，我国新能源汽车累计保有量将达到 500 万辆，年产销规模 200 万辆。我们据此测算，到 2020 年，电机电控行业市场规模将超过 400 亿元，未来五年年均复合增长率 20% 以上。

图 12: 新能源汽车电机电控市场空间测算



资料来源: 公开资料, 安信证券研究中心

由于新能源汽车电机电控要与整车同步开发, 对于乘用车来说, 开发周期至少两年以上, 客车稍短, 目前整个电机电控与整车的绑定关系正在逐渐形成, 供应关系将会逐渐固化, 行业进入存量竞争阶段。除去客车的车型较多, 供应关系较为分散之外, 主流的乘用车企业的供应关系都较为集中, 现有的供应商都是在两三年之前就开始开发, 外来的企业已经很难参与竞争。

表 3: 国内部分车企供应链情况 1

车企	车型	电机
北汽	EV200	大洋电机
	EV150	上海大郡
	威旺 307EV (物流)	上海大郡
上汽	E50、荣威 550PHEV	万向
一汽	奔腾 EV/PHEV	上海电驱动
	欧朗 EV	上海电驱动
长安	逸动纯电动版、出租车	大洋电机
广汽	传祺	万向
	知豆 D2	新大洋
吉利	帝豪 EV	德沃士
	IEV4	巨一电机
江淮	IEV5	巨一电机
	IEV6s	巨一电机
	奇瑞	上海电驱动
众泰	云 100	德沃士
宇通		苏州和鑫、大洋电机等
厦门金龙		精进电动、福工动力等
苏州金龙		精进电动等

资料来源: 第一电动网, 安信证券研究中心

在存量竞争的格局上, 电机电控行业的发展呈现出产业链下沉趋势。新能源汽车的电机和电机控制器需要互相配合, 相比单一的电机或者电机控制器产品, 同一企业提供包括电机电控在内的电驱动系统的磨合更好, 更方便下游客户使用。电驱动系统相比单一的零部件的利润空间更大、在供应链中的话语权更强、发展的空间也更广阔。从相关企业的布局中可以看出产业链的下沉趋势, 电机和电控企业的业务都在相互延伸, 从单一的零部件供应商转型成为动力总成解决方案的提供商。

同时，整车厂为了保证供应链的稳定和安全，零部件企业为了锁定优质客户，双方在合作均有更加紧密的需求。更加紧密的绑定，甚至包括一些股权上的合作，能够促进合作双方采用更为开放的心态共同成长。具体到电驱动行业，能够与整车企业合作研发，更加迅速、准确的响应需求，使驱动系统更符合整车的性能要求。综合来看，在现阶段已经拥有优质的客户资源和核心技术的机电电控企业才能够享受行业发展的红利。从方正电机的布局来看，国内一线车厂均在不断导入，依靠海能和德沃士的搭配，将具备动力总成系统供应能力，符合行业发展趋势，发展前景看好。

4. 业绩拆分及盈利预测

买入-A 投资评级，6 个月目标价 31.05 元。我们预计公司 2016-2018 年净利润分别为 1.83 亿、2.49 亿和 3.13 亿元，成长性突出；首次给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 31.05 元。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	622.5	794.4	1,207.3	1,517.6	1,821.8	成长性					
减:营业成本	522.4	649.6	858.1	1,057.9	1,252.7	营业收入增长率	27.8%	27.6%	52.0%	25.7%	20.0%
营业税费	2.7	3.3	4.8	6.1	7.3	营业利润增长率	-205.8%	1207.2%	234.9%	37.7%	26.1%
销售费用	17.1	16.2	30.2	37.9	45.5	净利润增长率	87.3%	479.5%	209.3%	36.3%	25.7%
管理费用	69.9	75.7	114.7	144.2	173.1	EBITDA 增长率	36.0%	148.0%	158.2%	36.6%	26.2%
财务费用	7.5	1.7	1.0	-2.1	-2.7	EBIT 增长率	45.4%	412.9%	227.1%	36.0%	26.2%
资产减值损失	3.7	-5.9	0.5	0.4	-0.3	NOPLAT 增长率	24.6%	429.7%	229.7%	35.7%	26.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	41.5%	196.7%	8.0%	4.9%	11.6%
投资和汇兑收益	5.6	6.7	4.5	5.6	5.6	净资产增长率	32.5%	174.5%	9.8%	9.0%	10.3%
营业利润	4.6	60.5	202.5	278.9	351.8	利润率					
加:营业外净收支	7.7	6.9	8.4	8.3	7.8	毛利率	16.1%	18.2%	28.9%	30.3%	31.2%
利润总额	12.4	67.3	210.9	287.1	359.6	营业利润率	0.7%	7.6%	16.8%	18.4%	19.3%
减:所得税	2.2	10.1	30.2	41.6	52.5	净利润率	1.6%	7.4%	15.1%	16.4%	17.2%
净利润	10.2	59.0	182.6	248.9	312.7	EBITDA/营业收入	5.9%	11.4%	19.4%	21.1%	22.1%
						EBIT/营业收入	1.9%	7.8%	16.9%	18.2%	19.2%
资产负债表						运营效率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	162	137	92	80	80
货币资金	221.2	246.5	204.9	324.3	336.4	流动营业资本周转天数	120	163	152	135	140
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	382	408	328	305	312
应收账款	195.5	307.8	355.1	496.5	562.4	应收账款周转天数	90	114	99	101	105
应收票据	12.4	73.5	34.4	63.9	75.8	存货周转天数	127	121	109	105	104
预付账款	14.2	17.8	46.2	19.8	58.0	总资产周转天数	629	914	844	728	674
存货	247.9	288.2	445.2	443.1	608.9	投资资本周转天数	335	611	625	529	477
其他流动资产	54.4	121.5	60.2	78.7	86.8	投资回报率					
可供出售金融资产	0.1	8.9	3.0	4.0	5.3	ROE	1.3%	2.7%	7.5%	9.4%	10.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.8%	2.1%	6.2%	7.6%	8.6%
长期股权投资	0.4	-	-	-	-	ROIC	2.1%	7.8%	8.7%	10.9%	13.1%
投资性房地产	54.8	65.8	65.8	65.8	65.8	费用率					
固定资产	280.8	321.7	293.6	377.0	437.2	销售费用率	2.8%	2.0%	2.5%	2.5%	2.5%
在建工程	13.6	47.6	147.6	123.8	111.9	管理费用率	11.2%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
无形资产	91.9	119.9	117.6	115.2	112.8	财务费用率	1.2%	0.2%	0.1%	-0.1%	-0.1%
其他非流动资产	84.4	1,141.6	1,128.6	1,125.2	1,125.4	三费/营业收入	15.2%	11.8%	12.1%	11.9%	11.9%
资产总额	1,271.6	2,760.9	2,902.3	3,237.3	3,586.7	偿债能力					
短期债务	149.9	113.8	-	-	-	资产负债率	35.7%	18.8%	15.1%	17.1%	17.4%
应付账款	199.3	217.2	271.3	361.5	393.8	负债权益比	55.6%	23.1%	17.8%	20.6%	21.1%
应付票据	59.1	67.4	88.8	110.7	125.3	流动比率	1.71	2.35	2.83	2.79	3.00
其他流动负债	28.1	51.0	44.6	39.7	57.8	速动比率	1.14	1.71	1.73	1.92	1.94
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	1.62	35.78	201.13	-128.81	-130.18
其他非流动负债	18.1	68.3	33.9	40.1	47.5	分红指标					
负债总额	454.5	517.7	438.6	552.0	624.3	DPS(元)	0.07	-	0.07	0.09	0.12
少数股东权益	10.8	30.6	28.7	25.3	19.7	分红比率	175.1%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%
股本	170.8	265.3	265.3	265.3	265.3	股息收益率	0.3%	0.0%	0.3%	0.4%	0.5%
留存收益	636.9	2,011.2	2,169.7	2,394.7	2,677.4						
股东权益	817.0	2,243.1	2,463.7	2,685.3	2,962.4						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	10.2	57.3	182.6	248.9	312.7	EPS(元)	0.04	0.22	0.69	0.94	1.18
加:折旧和摊销	25.3	32.0	30.4	42.8	54.0	BVPS(元)	3.04	8.34	9.18	10.03	11.09
资产减值准备	3.7	-5.9	-	-	-	PE(X)	669.2	115.5	37.3	27.4	21.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.5	3.1	2.8	2.6	2.3
财务费用	8.9	7.4	1.0	-2.1	-2.7	P/FCF	-45.5	-5.2	-69.3	47.3	138.7
投资损失	-5.6	-11.5	-4.5	-5.6	-5.6	P/S	11.0	8.6	5.6	4.5	3.7
少数股东损益	-	-1.8	-1.9	-3.4	-5.7	EV/EBITDA	67.8	87.6	28.0	20.2	15.9
营运资金的变动	-7.1	-55.1	-78.9	-44.5	-219.4	CAGR(%)	188.8%	75.0%	221.5%	188.8%	75.0%
经营活动产生现金流量	69.9	36.6	128.8	236.1	133.4	PEG	3.5	1.5	0.2	0.1	0.3
投资活动产生现金流量	-94.4	-638.5	-89.6	-95.4	-95.7	ROIC/WACC	0.2	0.7	0.8	1.0	1.2
融资活动产生现金流量	8.3	617.0	-80.7	-21.3	-25.7	REP	18.4	5.3	3.7	2.7	2.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 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

黄守宏声明, 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

安信证券股份有限公司(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

本报告仅供安信证券股份有限公司(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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信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。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	潘艳		panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	邹玲玲	0755-82558183	zoull@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034