

通富微电 (002156.SZ)

动态分析

2015年业绩稳健，市场产能双重驱动未来

投资要点

◆ **公司动态**：公司披露 2015 年年度报告，销售收入同比上升 11.06% 达到 23.22 亿元，毛利率水平为 21.8%，同比上升 2.7 个百分点，归属母公司股东净利润为 1.47 亿元，同比上升 21.93%，每股净利润 0.210 元，同比上升 10.53%。2015 年第四季度公司实现营业收入为 6.26 亿元人民币，同比增长 15.22%，归属上市公司股东净利润为 2,553 万元，同比下降 26.52%。公司计划 2016 年实现营业收入 29.08 亿元，较 2015 年实绩增长 25.24%，如完成对于 AMD 苏州及槟城相关资产的交割，则 2016 年营业收入预计将达到 51.52 亿元，较 2015 年增长 121.87%。

◆ 点评：

➢ **2015 年营收盈利稳步增长，台湾大陆市场开拓初见成效**：公司在全球半导体市场营收规模增长几乎停滞的 2015 年仍然能够实现销售收入 11.06% 和净利润 21.93% 的增长，主要原因是对于台湾及大陆市场的积极开拓，以及公司在新产品方面的研发投入带来的产品结构的优化。我们认为公司的能够凭借其在欧美客户中积累的良好口碑及管理经验，为其开拓国内高端客户方面提供竞争优势

➢ **毛利率稳步提升，研发费用投入限制净利润增速**：公司 2015 年全年毛利率为 21.8%，同比上升 2.7 个百分点，技术水平的提升和生产经营能力的增强，推升公司毛利率。公司管理费用率的大幅度增加主要是由于国家政府项目的研发投入持续增加，由此带来的政府相关补助计入营业外收入也相应增加，维持净利润率平稳。

➢ **未来发展战略及经营计划：开拓国内市场，产能持续扩张**：公司在国内市场方面积极推动高端客户的开发，包括华为（海思）、中兴通讯、展讯、联芯、锐迪科、国民技术、国科等。产能方面，收购 AMD 苏州及槟城的封测资产将会有效提升公司在封测领域的产能规模，在完成收购流程后公司将会持续投入设备采购以实现新项目也公司现有业务的系统效应。同时，公司在苏通产业园以及合肥产业园方面仍然将积极推进产能的建设以及技术升级，为公司未来的增长打下基础。另外，公司也在积极研发应用于汽车电子、功率器件、物联网市场等对于封装测试厂商在 WLP、SiP 等技术，为公司未来的产品线布局积极拓展。

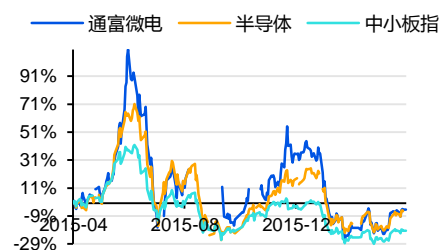
◆ **投资建议**：我们公司预测 2016 年至 2018 年每股收益分别为 0.31、0.44 和 0.52 元。净资产收益率分别为 5.83%、7.86% 和 8.61%，给予增持-A 建议，6 个月目标价为 19.80 元，相当于 2016 年至 2018 年 63.9、45.0 和 38.1 倍的动态市盈率。

电子元器件 | 半导体 III

| | |
|----------------|----------|
| 投资评级 | 增持-A(维持) |
| 6 个月目标价 | 19.80 元 |
| 股价(2016-04-01) | 13.45 元 |

| 交易数据 | |
|------------|---------------|
| 总市值 (百万元) | 10,062.98 |
| 流通市值 (百万元) | 8,740.71 |
| 总股本 (百万股) | 748.18 |
| 流通股本 (百万股) | 649.87 |
| 12 个月价格区间 | 10.17/29.58 元 |

一年股价表现



资料来源：贝格数据

| | | | |
|------|-------|--------|-------|
| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
| 相对收益 | 12.77 | -2.71 | 14.37 |
| 绝对收益 | 18.92 | -21.71 | -4.15 |

分析师 谭志勇
SAC 执业证书编号：S0910515050002
tanzhiyong@huajinsc.cn
021-20655640

报告联系人 蔡景彦
caijingyan@huajinsc.cn
021-20655612

相关报告

- 通富微电：期待收购 AMD 部分封测资产后带来协同效应 2015-11-24
- 通富微电：三季度盈利保持高增长 2015-11-02
- 通富微电：中期业绩高增长，技术实力提升获得回报 2015-08-26
- 通富微电：产能扩充与客户拓展同步推进，公司前景可期 2015-07-20

- ◆ **风险提示：**宏观经济增长乏力影响行业整体需求；产品及技术研发进度不及预期；并购资产的整合速度及效果不及预期。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入(百万元) | 2,090.7 | 2,321.9 | 5,763.7 | 6,879.1 | 8,226.4 |
| 同比增长(%) | 18.3% | 11.1% | 148.2% | 19.4% | 19.6% |
| 营业利润(百万元) | 49.6 | 26.8 | 240.5 | 373.1 | 413.2 |
| 同比增长(%) | 60.2% | -45.9% | 796.2% | 55.1% | 10.7% |
| 净利润(百万元) | 120.8 | 147.3 | 228.9 | 328.8 | 387.0 |
| 同比增长(%) | 99.2% | 21.9% | 55.4% | 43.7% | 17.7% |
| 每股收益(元) | 0.16 | 0.20 | 0.31 | 0.44 | 0.52 |
| PE | 83.3 | 68.3 | 44.0 | 30.6 | 26.0 |
| PB | 4.3 | 2.7 | 2.6 | 2.4 | 2.2 |

数据来源：贝格数据 华金证券研究所

内容目录

| | |
|--|---|
| 一、财务数据分析..... | 4 |
| (一) 2015 年营收盈利稳步增长，台湾大陆市场开拓初见成效..... | 4 |
| (二) 2015 年四季度营收毛利稳健，研发费用抑制净利增速..... | 5 |
| (三) 2016 年全年营收目标 29.08 亿元，如并表则 51.52 亿元..... | 6 |
| 二、经营状况分析..... | 7 |
| (一) 先进封装占比持续提升..... | 7 |
| (二) 海外市场仍占主要份额，欧美、亚太、国内三分局面初成..... | 7 |
| (三) 未来发展战略及经营计划：开拓国内市场，产能持续扩张..... | 7 |
| 三、盈利预测及投资建议..... | 9 |
| 四、风险提示..... | 9 |

图表目录

| | |
|----------------------------|---|
| 图 1：过往 3 年营业收入及增长率..... | 4 |
| 图 2：过往 3 年净利润及增长率..... | 4 |
| 图 3：过往 3 年主要盈利能力比率..... | 4 |
| 图 4：过往 3 年主要费用率变动..... | 4 |
| 图 5：过往 3 年运营效率..... | 5 |
| 图 6：过往 3 年主要回报率..... | 5 |
| 图 7：过往 3 年负债率..... | 5 |
| 图 8：过往 3 年短期偿债能力..... | 5 |
| 图 9：过往 12 个季度营业收入及增长率..... | 6 |
| 图 10：过往 12 个季度净利润及增长率..... | 6 |
| 图 11：过往 12 个季度盈利能力..... | 6 |
| 图 12：过往 12 个季度主要费用率..... | 6 |
| 图 13：过往 3 年产品细分收入..... | 7 |
| 图 14：过往 3 年产品细分毛利率..... | 7 |

未找到图形项目表。

一、财务数据分析

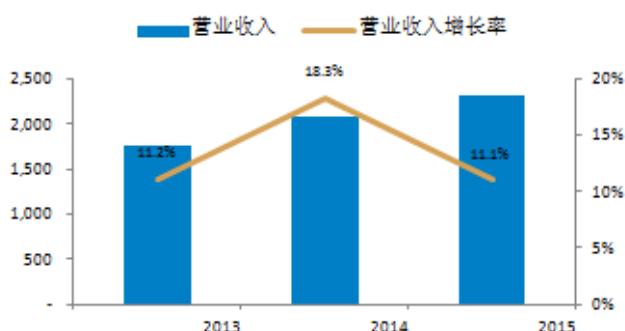
公司 2015 年销售收入同比上升 11.06% 达到 23.22 亿元，毛利率水平为 21.8%，同比上升 2.7 个百分点，归属母公司股东净利润为 1.47 亿元，同比上升 21.93%，每股净利润 0.210 元，同比上升 10.53%，公司通过对于技术提升和台湾大陆市场的积极开拓，在全球半导体市场增长停滞的情况下仍然取得了营收及利润的稳健成长，公司 2015 年进行了增发融资用于产能扩张。

（一）2015 年营收盈利稳步增长，台湾大陆市场开拓初见成效

公司 2015 年全年销售收入 23.22 亿元人民币，同比上升 11.06%，公司作为一家半导体封装测试的企业，在全球半导体市场营收规模增长几乎停滞的情况下，仍然能够实现收入增长的主要原因是对于台湾及大陆市场的积极开拓，以及公司在新产品方面的研发投入带来的产品结构的优化，提升了公司技术实力在市场上的竞争力。

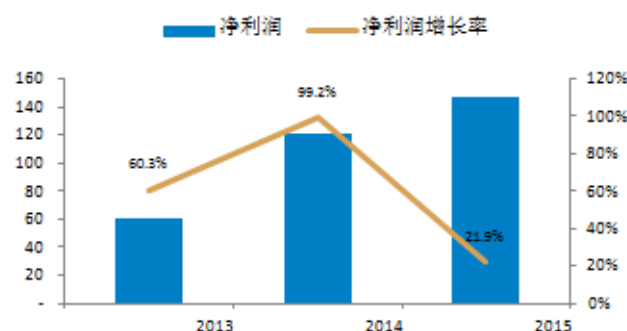
2015 年归属上市公司股东净利润为 1.47 亿元，同比上升 21.93%，每股净利润 0.210 元，同比上升 10.53%。公司净利润的增长幅度高于收入的增速，但是 EPS 的增速基本与收入保持一致，营收增长与成本控制相结合提升公司业绩，2015 年通过增发融资 12.8 亿元扩产，摊薄 EPS。

图 1：过往 3 年营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

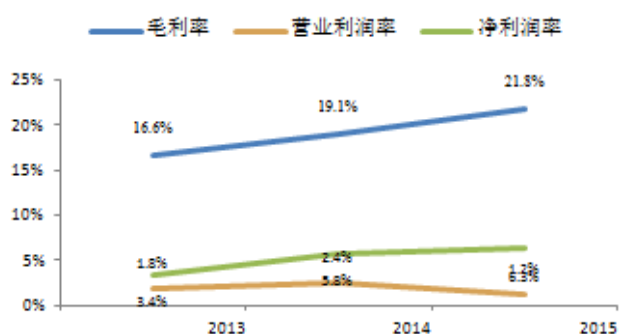
图 2：过往 3 年净利润及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

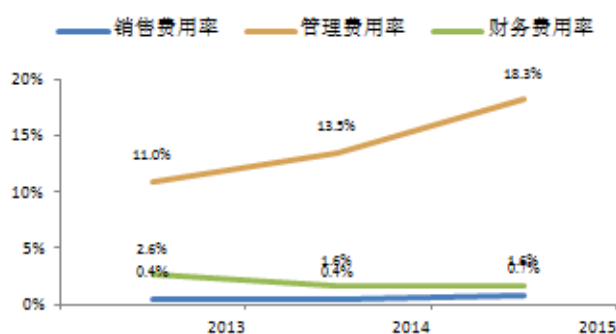
公司 2015 年全年毛利率为 21.8%，同比上升 2.7 个百分点，技术水平的提升和生产经营能力的增强，推升公司毛利率。公司管理费用率的大幅度增加主要是由于国家政府项目的研发投入持续增加，由此带来的政府相关补助计入营业外收入也相应增加，维持净利润率平稳。

图 3：过往 3 年主要盈利能力比率



资料来源：Wind，华金证券研究所

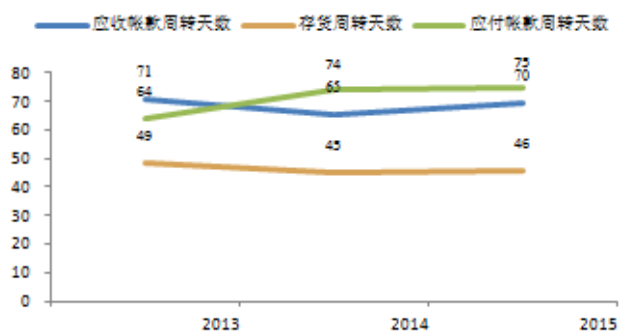
图 4：过往 3 年主要费用率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

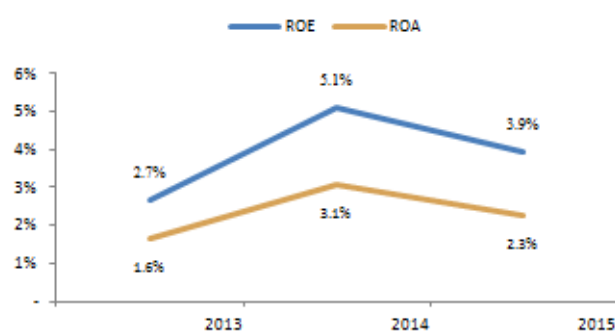
2015 年公司应收账款周转天数为 70 天，存货周转天数为 46 天，应付账款周转天数为 75 天，基本维持平稳。2015 年由于公司增发融资 12.8 亿元用于产能扩张和营运资金，因此增加了总资产和净资产规模，使得在盈利保持稳定成长的情况下，ROE 与 ROA 分别同比下降了 0.8 和 1.2 个百分点，为 2.3%和 3.9%。

图 5：过往 3 年运营效率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：过往 3 年主要回报率

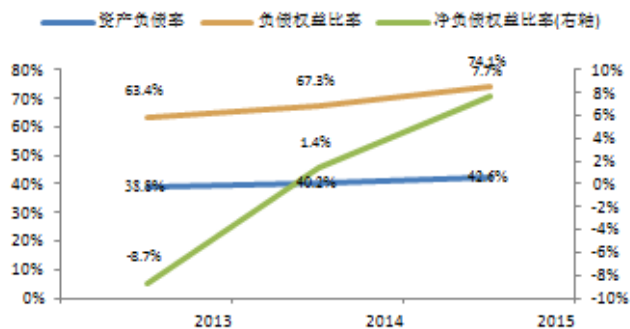


资料来源：Wind，华金证券研究所

2015 年公司的资产负债率以及负债权益比分别为 42.6%和 74.1%，同比 2014 年有小幅增加，净负债权益比率为 7.7%，由于公司在南通、安徽等生产基地持续扩产而需要资金的支持，使得负债率水平处于上升趋势，但是公司总体的水平仍然可控。

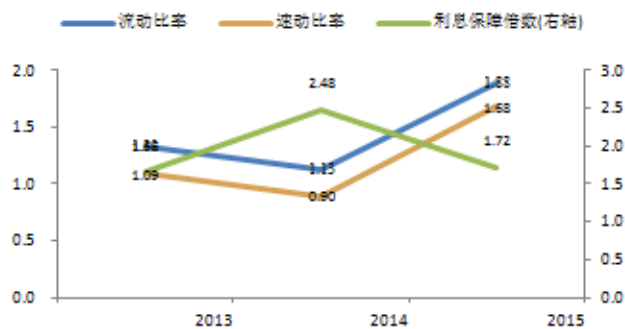
短期偿债能力方面，2015 年流动比率、速动比率分别为 1.88 和 1.68，尽管同比旅游上升，但是流动资产规模仍然高于流动负债，公司 2015 年利息保障倍数为 1.72，公司通过股权融资的方式获得了部分的资金需求补充，对于借款的依赖程度降低，短期偿债能力稳健。

图 7：过往 3 年负债率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：过往 3 年短期偿债能力



资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）2015 年四季度营收毛利稳健，研发费用抑制净利增速

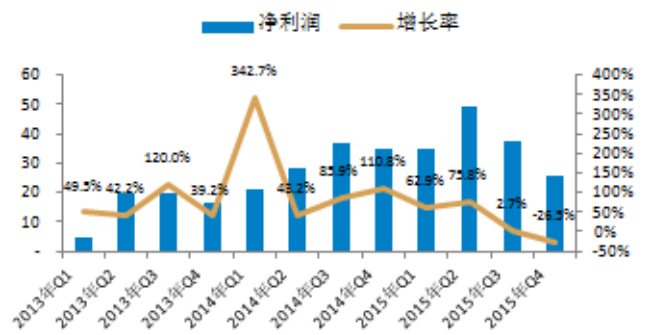
2015 年第四季度公司实现营业收入为 6.26 亿元人民币，同比增长 15.22%，归属上市公司股东净利润为 2,553 万元，同比下降 26.52%，尽管公司第四季度营业收入增长保持了稳健的水平，但是可以看到净利润的增长则呈现了逐季下滑的趋势，尽管第四季度单季度的净利润有受到部分费用确认时间的影响而下滑幅度较大，但是我们认为全球市场的低迷对公司的影响明显。

图 9：过往 12 个季度营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

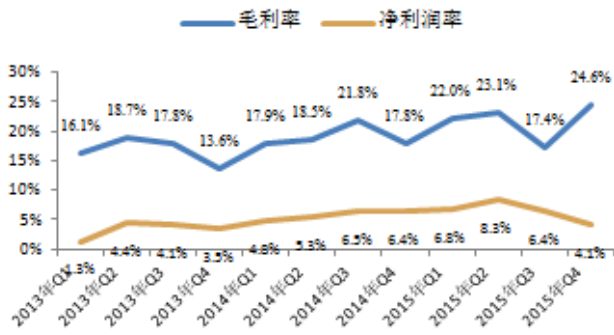
图 10：过往 12 个季度净利润及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

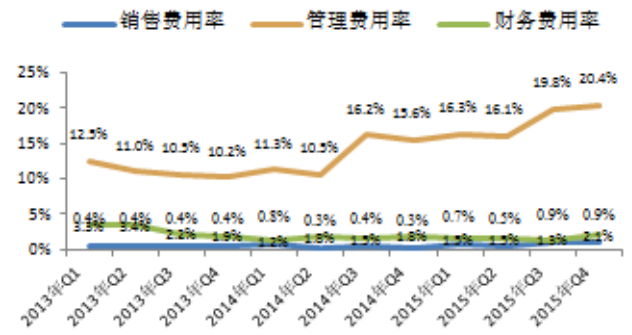
2015 年第四季度，公司毛利率水平为 24.6%，处于全年最佳水平，同比提升 6.8 个百分点，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.9%、20.4%、2.1%，其中管理费用率水平持续上升主要是由于政府相关项目的研发经费确认，使得第四季度单季度净利润率低于全年整体。

图 11：过往 12 个季度盈利能力



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 12：过往 12 个季度主要费用率



资料来源：Wind，华金证券研究所

（三）2016 年全年营收目标 29.08 亿元，如并表则 51.52 亿元

公司计划 2016 年实现营业收入 29.08 亿元，较 2015 年实绩增长 25.24%。2016 年，如超威半导体技术（中国）有限公司（“苏州目标公司”）及 Advanced Micro Devices Export Sdn.Berhad（“槟城目标公司”）各 85%的股权顺利交割，公司可将苏州目标公司及槟城目标公司纳入合并范围，2016 年营业收入预计将达到 51.52 亿元，较 2015 年增长 121.87%。

二、经营状况分析

产品布局方面，随着公司技术实力的持续提升，先进封装产品的占收比不断提高，对于公司在国内外市场的毛利率水平起到积极作用。从地区市场分布看，海外市场仍然占据了公司主要的营收份额，目前已经初步形成欧美、亚太、国内三分天下的局面。

（一）先进封装占比持续提升

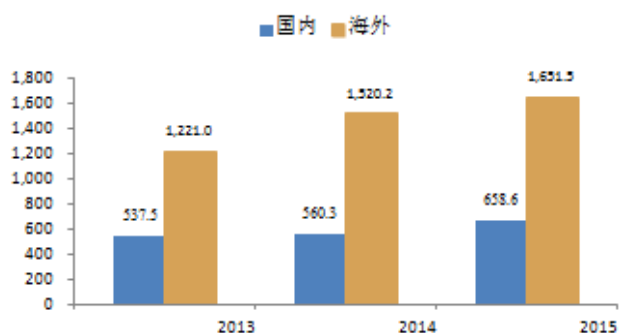
公司主营业务为集成电路的封装测试，针对不同客户的需求提供半导体晶元的封装测试，没有产品分部数据。从产品结构方面看，公司积极推进 BGA，WLCSP，FC，QFN 等先进封装产品系列，先进封装的占比从 2014 年额 35% 提升至 2015 年的 40% 左右。伴随着公司 2015 年国内第一条 12 英寸 28 纳米先进封装测试全制程（Bumping+CP+FC+FT+SLT）生产线在公司成功量产，公司的未来在先进封装制程领域的占比将会持续加大。

（二）海外市场仍占主要份额，欧美、亚太、国内三分局面初成

2015 年公司国内市场销售收入占总收入 28.5%，海外市场收入占比 71.5%，与 2014 年相比，国内企业的收入占比略有上升，但仍然延续了公司主要营收来自于海外市场的惯例。从公司的客户结构看，目前已经基本形成了欧美、亚太、国内三分天下的局面。

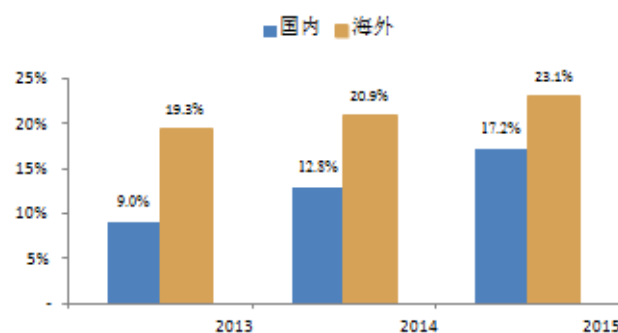
2015 年公司国内市场的毛利率 17.2%，同比上升 4.4 个百分点，海外市场毛利率 23.1%，同比上升 2.2 个百分点。随着公司先进封装产品的提升，公司在国内外市场的毛利率水平均有所上升。

图 13：过往 3 年产品细分收入



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 14：过往 3 年产品细分毛利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

（三）未来发展战略及经营计划：开拓国内市场，产能持续扩张

公司的 2016 年经营业绩目标，主要通过开拓国内客户市场以及产能持续扩张来实现：

在客户开拓方面进行持续的推动，在收购 AMD 苏州及槟城相关封测资产持续推进的过程中，公司仍将继续推荐苏通、合肥产业园的建设，以及进一步寻求其他潜在资产的并购机会：

- **客户开拓** :伴随着公司先进封装能力的提升 ,公司在国内市场方面积极推动高端客户的开发 ,包括华为 (海思) 、中兴通讯、 展讯、 联芯、 锐迪科、 国民技术、 国科等 ,并且推进先进封装产品的占比 ,提升公司的服务水平及市场份额。
- **产能扩张稳步推进** :收购 AMD 苏州及槟城的封测资产将会有效提升公司在封测领域的产能规模 ,在完成收购流程后公司将会持续投入设备采购以实现新项目也公司现有业务的系统效应。同时 ,公司在苏通产业园以及合肥产业园方面仍然将积极推进产能的建设以及技术升级 ,为公司未来的增长打下基础。
- **产品研发与技术水平提升** :结合实施 “02” 专项 ,以市场为导向 ,加快先进封装技术的研发与应用。公司仍然积极关注下游终端应用领域中汽车电子、 功率器件、 物联网市场等对于封装测试厂商在 WLP、 SiP 等技术需求方面的增长 ,为公司未来的产品线布局积极拓展。

三、盈利预测及投资建议

我们公司预测 2016 年至 2018 年每股收益分别为 0.31、0.44 和 0.52 元。净资产收益率分别为 5.83%、7.86% 和 8.61%，给予增持-A 建议，6 个月目标价为 19.80 元，相当于 2016 年至 2018 年 63.9、45.0 和 38.1 倍的动态市盈率。

四、风险提示

宏观经济增长乏力影响行业整体需求；产品及技术研发进度不及预期；并购资产的整合速度及效果不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

| (百万元) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 2,090.7 | 2,321.9 | 5,763.7 | 6,879.1 | 8,226.4 |
| 减:营业成本 | 1,691.9 | 1,815.7 | 4,638.0 | 5,460.9 | 6,571.9 |
| 营业税费 | 5.0 | 0.0 | 4.7 | 7.4 | 5.2 |
| 销售费用 | 8.8 | 17.2 | 30.3 | 38.7 | 50.1 |
| 管理费用 | 283.2 | 423.9 | 759.1 | 904.4 | 1,105.5 |
| 财务费用 | 33.6 | 37.4 | 80.1 | 84.5 | 73.2 |
| 资产减值损失 | 15.8 | 14.4 | 13.7 | 14.6 | 14.2 |
| 加:公允价值变动收益 | 0.5 | -0.6 | 0.1 | 0.1 | -0.1 |
| 投资和汇兑收益 | -3.4 | 14.0 | 2.5 | 4.4 | 7.0 |
| 营业利润 | 49.6 | 26.8 | 240.5 | 373.1 | 413.2 |
| 加:营业外净收支 | 84.6 | 135.0 | 97.0 | 96.7 | 107.1 |
| 利润总额 | 134.2 | 161.8 | 337.5 | 469.7 | 520.3 |
| 减:所得税 | 13.4 | 14.5 | 42.2 | 58.7 | 65.0 |
| 净利润 | 120.8 | 147.3 | 228.9 | 328.8 | 387.0 |

资产负债表

| | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 货币资金 | 561.1 | 1,438.0 | 1,440.9 | 1,719.8 | 2,056.6 |
| 交易性金融资产 | 0.5 | - | 0.2 | 0.2 | 0.1 |
| 应收帐款 | 405.3 | 495.0 | 1,704.0 | 889.3 | 2,253.8 |
| 应收票据 | 16.5 | 27.1 | 49.6 | 47.9 | 79.0 |
| 预付帐款 | 16.4 | 10.4 | 81.4 | 16.3 | 98.6 |
| 存货 | 274.3 | 317.6 | 1,165.8 | 573.4 | 1,539.1 |
| 其他流动资产 | 54.9 | 650.9 | 239.6 | 315.1 | 401.9 |
| 可供出售金融资产 | 15.0 | 28.0 | 28.0 | 28.0 | 28.0 |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - |
| 长期股权投资 | 13.0 | 10.8 | 199.8 | 199.8 | 199.8 |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - |
| 固定资产 | 2,318.3 | 2,714.8 | 3,220.0 | 3,268.1 | 3,097.5 |
| 在建工程 | 161.7 | 611.4 | 649.0 | 324.5 | 162.3 |
| 无形资产 | 94.6 | 124.8 | 112.7 | 100.7 | 88.6 |
| 其他非流动资产 | 23.5 | 83.2 | 89.4 | 99.8 | 108.0 |
| 资产总额 | 3,955.1 | 6,511.9 | 8,980.5 | 7,582.9 | 10,113.2 |
| 短期债务 | 470.8 | 823.1 | 1,272.7 | 1,445.4 | 1,632.2 |
| 应付帐款 | 464.5 | 509.3 | 1,783.4 | 1,026.6 | 2,358.4 |
| 应付票据 | 79.8 | 25.6 | 441.5 | 43.6 | 498.8 |
| 其他流动负债 | 159.9 | 201.8 | 263.5 | 205.6 | 268.2 |
| 长期借款 | 152.4 | 476.0 | 812.8 | 55.0 | 101.5 |
| 其他非流动负债 | 263.2 | 735.8 | 417.4 | 472.1 | 541.8 |
| 负债总额 | 1,590.6 | 2,771.6 | 4,991.3 | 3,248.4 | 5,400.8 |
| 少数股东权益 | - | - | 66.4 | 148.7 | 216.9 |
| 股本 | 649.9 | 748.2 | 748.2 | 748.2 | 748.2 |
| 留存收益 | 1,714.3 | 2,991.5 | 3,174.6 | 3,437.7 | 3,747.2 |
| 股东权益 | 2,364.5 | 3,740.4 | 3,989.2 | 4,334.5 | 4,712.4 |

现金流量表

| | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------------------|--------|----------|----------|---------|--------|
| 净利润 | 120.8 | 147.3 | 228.9 | 328.8 | 387.0 |
| 加:折旧和摊销 | 291.9 | 355.1 | 459.8 | 538.5 | 594.9 |
| 资产减值准备 | 15.8 | 14.4 | - | - | - |
| 公允价值变动损失 | -0.5 | 0.6 | 0.1 | 0.1 | -0.1 |
| 财务费用 | 37.1 | 42.3 | 80.1 | 84.5 | 73.2 |
| 投资损失 | 3.4 | -14.0 | -2.5 | -4.4 | -7.0 |
| 少数股东损益 | - | - | 66.4 | 82.2 | 68.3 |
| 营运资金的变动 | -99.4 | -490.9 | -274.5 | 252.8 | -629.8 |
| 经营活动产生现金流量 | 415.1 | 231.4 | 558.4 | 1,282.5 | 486.5 |
| 投资活动产生现金流量 | -657.5 | -1,925.2 | -1,229.1 | -245.7 | -242.8 |
| 融资活动产生现金流量 | 53.0 | 2,464.3 | 673.7 | -757.9 | 93.1 |

财务指标

| (百万元) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|--------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 年增长率 | | | | | |
| 营业收入增长率 | 18.3% | 11.1% | 148.2% | 19.4% | 19.6% |
| 营业利润增长率 | 60.2% | -45.9% | 796.2% | 55.1% | 10.7% |
| 净利润增长率 | 99.2% | 21.9% | 55.4% | 43.7% | 17.7% |
| EBITDA 增长率 | 14.2% | 11.8% | 86.1% | 27.6% | 8.6% |
| EBIT 增长率 | 6.9% | -22.8% | 399.5% | 42.7% | 6.3% |
| NOPLAT 增长率 | 12.0% | -21.9% | 380.0% | 42.7% | 6.3% |
| 投资资本增长率 | 18.4% | 45.6% | 29.9% | -11.6% | 6.6% |
| 净资产增长率 | 4.8% | 58.2% | 6.7% | 8.7% | 8.7% |
| 盈利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 19.1% | 21.8% | 19.5% | 20.6% | 20.1% |
| 营业利润率 | 2.4% | 1.2% | 4.2% | 5.4% | 5.0% |
| 净利润率 | 5.8% | 6.3% | 4.0% | 4.8% | 4.7% |
| EBITDA/营业收入 | 17.9% | 18.1% | 13.5% | 14.5% | 13.1% |
| EBIT/营业收入 | 4.0% | 2.8% | 5.6% | 6.7% | 5.9% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 40.2% | 42.6% | 55.6% | 42.8% | 53.4% |
| 负债权益比 | 67.3% | 74.1% | 125.1% | 74.9% | 114.6% |
| 流动比率 | 1.13 | 1.88 | 1.24 | 1.31 | 1.35 |
| 速动比率 | 0.90 | 1.68 | 0.93 | 1.10 | 1.03 |
| 利息保障倍数 | 2.48 | 1.72 | 4.00 | 5.41 | 6.65 |
| 营运能力 | | | | | |
| 固定资产周转天数 | 361 | 390 | 185 | 170 | 139 |
| 流动营业资本周转天数 | 24 | 86 | 58 | 43 | 47 |
| 流动资产周转天数 | 235 | 331 | 238 | 216 | 219 |
| 应收帐款周转天数 | 65 | 70 | 69 | 68 | 69 |
| 存货周转天数 | 45 | 46 | 46 | 46 | 46 |
| 总资产周转天数 | 658 | 811 | 484 | 433 | 387 |
| 投资资本周转天数 | 398 | 477 | 262 | 234 | 189 |
| 费用率 | | | | | |
| 销售费用率 | 0.4% | 0.7% | 0.5% | 0.6% | 0.6% |
| 管理费用率 | 13.5% | 18.3% | 13.2% | 13.1% | 13.4% |
| 财务费用率 | 1.6% | 1.6% | 1.4% | 1.2% | 0.9% |
| 三费/营业收入 | 15.6% | 20.6% | 15.1% | 14.9% | 14.9% |
| 投资回报率 | | | | | |
| ROE | 5.1% | 3.9% | 5.8% | 7.9% | 8.6% |
| ROA | 3.1% | 2.3% | 3.3% | 5.4% | 4.5% |
| ROIC | 3.5% | 2.3% | 7.7% | 8.4% | 10.2% |
| 分红指标 | | | | | |
| DPS(元) | - | 0.03 | 0.06 | 0.09 | 0.10 |
| 分红比率 | 0.0% | 15.2% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| 股息收益率 | 0.0% | 0.2% | 0.5% | 0.7% | 0.8% |

业绩和估值指标

| | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------|-------|-------|--------|-------|-------|
| EPS(元) | 0.16 | 0.20 | 0.31 | 0.44 | 0.52 |
| BVPS(元) | 3.16 | 5.00 | 5.24 | 5.59 | 6.01 |
| PE(X) | 83.3 | 68.3 | 44.0 | 30.6 | 26.0 |
| PB(X) | 4.3 | 2.7 | 2.6 | 2.4 | 2.2 |
| P/FCF | -63.4 | -36.0 | -161.5 | 36.9 | 28.4 |
| P/S | 4.8 | 4.3 | 1.7 | 1.5 | 1.2 |
| EV/EBITDA | 14.3 | 33.9 | 13.9 | 10.1 | 9.3 |
| CAGR(%) | 50.4% | 45.7% | 69.5% | 50.4% | 45.7% |
| PEG | 1.7 | 1.5 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| ROIC/WACC | 0.4 | 0.2 | 0.8 | 0.9 | 1.1 |

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

谭志勇声明，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

华金证券有限责任公司（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有限责任公司（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“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任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。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn