

东睦股份（600114）首次覆盖报告

粉末冶金技术可扩展，公司产品多点开花 增持（首次）

投资要点：

- **公司是国内粉末冶金零件行业龙头，股东结构理顺保障未来发展。**公司主要从事粉末冶金零件的生产和销售，客户覆盖汽车、家电等下游行业，市场份额常年稳居国内粉末冶金行业第一。2012-2016 年，公司营业收入由 9.7 亿元上升到 14.7 亿元，复合增速 10.9%；净利润由 0.4 亿上升到 1.8 亿，复合增速 46.7%。理顺股东结构，管理层成为公司第一大股东，股权激励完成绑定核心团队，未来稳定发展有保障。
- **汽车粉末冶金零件技术可拓展性强，市场前景广阔。**粉末冶金具有节能节材、低成本制造的优势：1）粉末冶金能够直接生产出接近成品尺寸的终品，减少机械加工，材料利用率可达到 97% 以上；2）粉末冶金塑造模具之后可以快速重复制造，批量生产的成本较低，对于结构复杂零件更是如此。粉末冶金汽车零部件作为先进的可扩展技术，不断向其他零部件品类拓展，可以制造汽车发动机、变速箱的核心齿轮部件，未来计划制造新能源汽车相关的磁性材料、燃料电池连接部件等零部件。
- **粉末冶金行业壁垒高，先发优势+研发技术+规模优势为公司发展保驾护航。**1）公司拥有 50 多年粉末冶金专业生产经验，在需要先进设备和大量固定资产投资的高壁垒行业中具有先发优势。2）公司工程技术中心被国家部委认定为“国家级企业技术中心”，研发费用占比常年维持 5% 以上，研发实力突出。3）公司具备自制各种粉末冶金模具的能力，拥有包括 CNC 成形压机在内的一整套国际先进的粉末冶金生产设备。
- **公司产品种类不断扩张，变速箱和新能源相关零部件有望复制 VVT 成功路径，成为公司新的增长点。**公司在汽车零部件领域产品品类不断扩张；1）公司 2013 年推出 VVT/VCT 粉末冶金零件，收入从 9000 万元提升到 3.9 亿元，市场份额由 3.9% 提升至 14.4%；2）公司 2016 年推出变速箱零部件业务，市场空间超过 50 亿元，未来有望保持高速增长；3）公司已经试生产制作新能源汽车粉末冶金零件、磁性材料和燃料电池连接板等，在 2015 年已为特斯拉实现电动汽车粉末冶金零件正常供货，销售前景良好。
- **投资建议：**预计公司 2017/18/19 年 EPS 分别为 0.61/0.77/0.97 元（2016 年为 0.41 元）。当前股价 17.30 元，分别对应 2017/18/19 年 28/23/18 倍 PE。考虑到粉末冶金技术拓展性较高，在汽车行业渗透率将不断提升，市场空间可期。公司作为粉末冶金行业龙头，变速箱业务有望复制 VVT 成长路径，业绩高增长可期，未来三年利润复合增速 34%，我们认为公司合理估值为 2017 年 34 倍 PE，首次给予“增持”评级，对应目标价 21 元。
- **风险提示：**1）汽车行业销量增速下滑风险；2）公司新产品开拓不顺利导致收入增速不达预期；3）原材料涨价导致公司利润率下滑。

2017 年 6 月 21 日

首席证券分析师高登

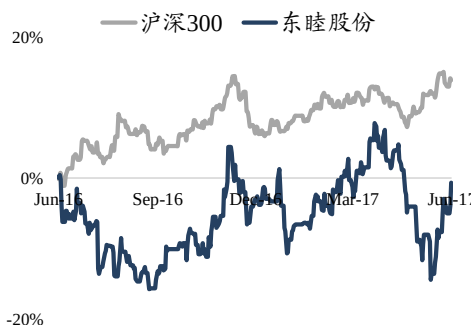
执业资格证书号码：S0600516070003

gaod@dwzq.com.cn

010-66573557

研究助理 陈斯竹

chenszh@dwzq.com.cn



市场数据（2017 年 6 月 21 日）

收盘价（元）	17.30
市盈率（2016）	41.84
市净率（2016）	3.23
流通 A 股市值（百万元）	6620

基础数据（2016）

每股净资产（元）	5.36
资产负债率（%）	28.35
总股本（百万股）	425
流通 A 股（百万股）	383

目录

1. 国内粉末冶金零件行业龙头.....	4
2. 粉末冶金技术应用广，可扩展性强.....	6
3. 行业进入壁垒高，公司技术和规模优势明显....	8
4. 公司产品品类扩张，打开成长空间.....	10
5. 盈利预测与投资建议	11
6. 风险提示	13

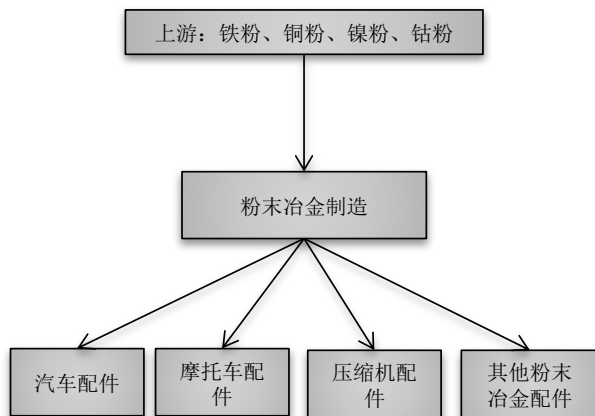
图目录

图 1: 粉末冶金制造上下游关系	4
图 2: 2011-2016 公司营业收入及增速	4
图 3: 2011-2016 公司归母净利润及增速	4
图 4: 2016 年公司营业收入构成	5
图 5: 盈利能力持续提升	5
图 6: 公司最新股权结构	6
图 7: 粉末冶金与传统工艺技术比较	6
图 8: 粉末冶金零件在汽车中使用范围	7
图 9: 粉末冶金市场规模及增速 (亿元)	8
图 10: 粉末冶金行业壁垒	8
图 11: 公司设备分类及数量 (台)	9
图 12: 专利获得情况	9
图 13: 研发费用及占比 (万元)	9
图 14: 东睦股份粉末冶金制品产量及市场份额 (吨)	10
图 15: VVT 收入及市场份额 (亿元)	10
图 16: 国际乘用车 VVT 配备率 (2011 年标准)	11
图 17: 国内 VVT 市场规模预测 (亿元)	11
图 18: 变速箱及离合器零件项目	11
图 19: 新能源产业粉末冶金零件项目	11
图 20: 分业务收入预测	12
图 21: 盈利预测表	13
图 22: 同行业公司对比	13

1. 国内粉末冶金零件行业龙头

东睦股份是中国粉末冶金零件行业的龙头公司，主营业务为粉末冶金零件的生产和销售。根据中国机协粉末冶金专业协会统计，公司 2016 年粉末冶金制品业务收入占市场总额的 23.5%，远远超过第二名，继续稳居国内粉末冶金行业第一。公司产品广泛应用于轿车、摩托车、冰箱和空调压缩机、电动工具、家用电器等行业，其中部分产品出口到美国、日本和欧洲等国家和地区。

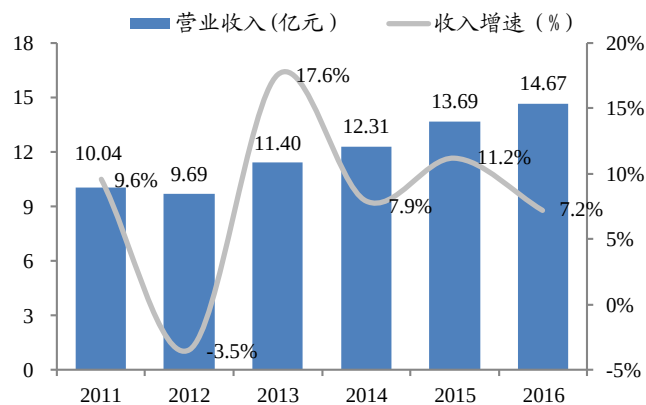
图 1: 粉末冶金制造上下游关系



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

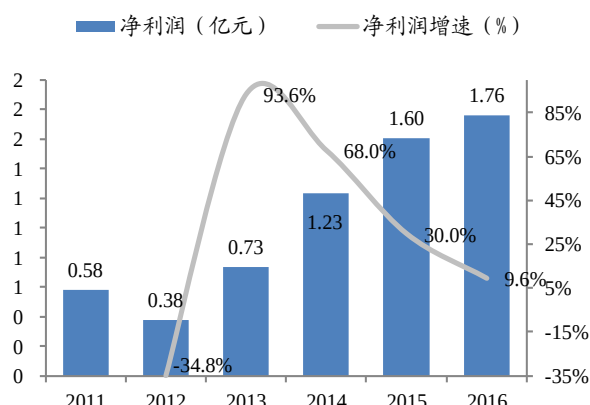
公司收入稳健增长，盈利能力持续提升。受益于汽车粉末冶金业务的快速扩张，公司收入和盈利实现快速增长。2012-2016 年，公司营业收入由 9.7 亿元上升到 14.7 亿元，复合增速 10.9%；公司净利润由 0.38 亿上升到 1.76 亿，复合增速 46.7%，盈利能力显著提升。

图 2: 2011-2016 公司营业收入及增速



资料来源：Wind，东吴证券研究所

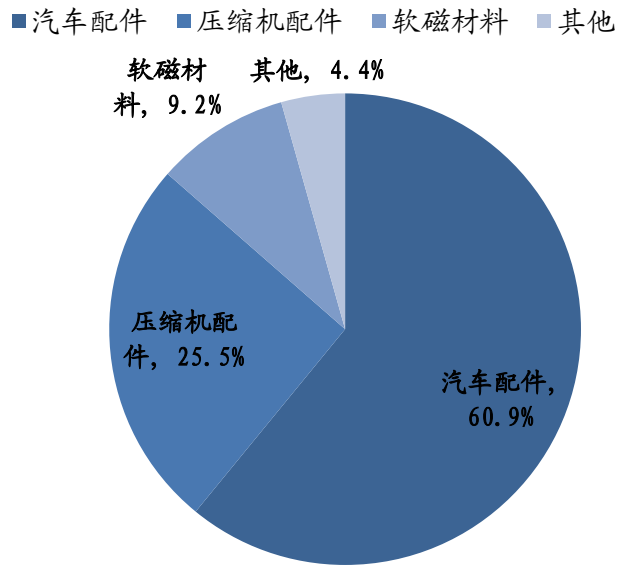
图 3: 2011-2016 公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，东吴证券研究所

公司积极布局汽车零部件业务，收入占比占据主导地位。汽车粉末冶金零部件需求高速增长，且汽车零部件的产品附加值高于其他产品，公司近年来加大汽车零部件的投入。目前公司汽车收入占据主导地位，2016 年，公司汽车配件收入占比 60.9%，压缩机配件收入占比 25.5%，软磁材料收入占比 9.2%。

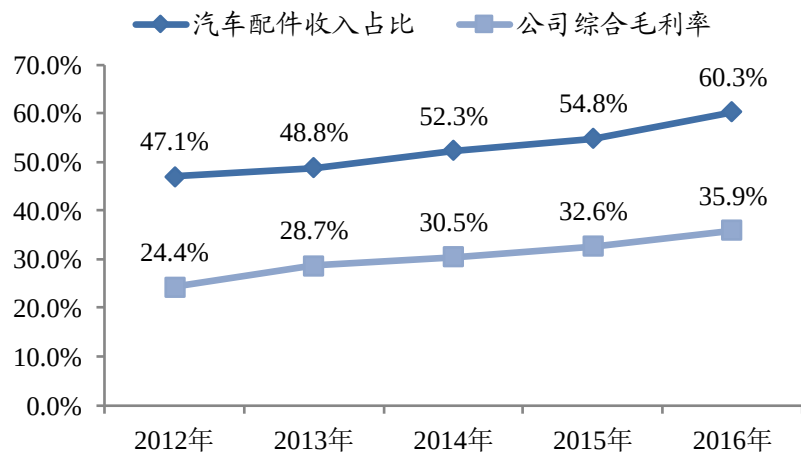
图 4：2016 年公司营业收入构成



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

汽车零部件带动公司综合毛利率稳步提升。汽车零部件具有较高的附加值，毛利率显著高于其他产品，收入占比提升拉动公司综合毛利率上升。2012 年至 2016 年，公司汽车粉末冶金零件收入占比从 47.1% 提升至 60.3%，公司毛利率由 24.4% 上升至 35.9%。

图 5：盈利能力持续提升

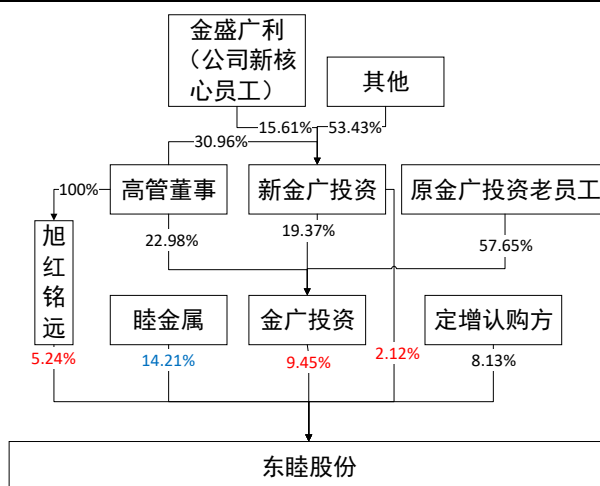


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

管理层受让落地理顺公司治理结构，股权激励完成绑定核心团队。2017 年 3 月，原第一大股东日本睦特殊金属向由公司管理层控制的宁波旭弘投资转让 2230 万股，加上宁波金广与宁波新金广，管理层实际控制公司股份为 16.82% (5.24%+9.46%+2.12%)，超过睦金属 (14.21%)。2017 年三期股权激励完成，绑定核心管理团队，改善公司治理机构，为未来

公司业绩释放奠定良好基础。

图 6: 公司最新股权结构

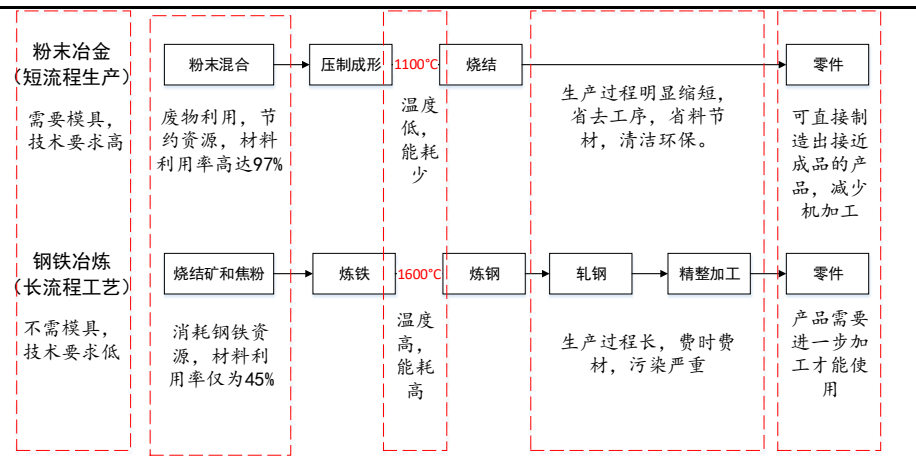


资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 粉末冶金技术应用广, 可扩展性强

粉末冶金技术属于新兴的材料行业, 应用范围广。虽然粉末冶金技术形成的最终产品为材料部件, 包括传统和新兴行业的配套, 但作为全新的生产方式, 属于新兴的材料行业。目前粉末冶金技术被广泛应用于机械、交通、电子、航空航天、兵器、核工业、生物、信息和环保节能等领域, 成为新材料科学中最具发展活力的分支。

图 7: 粉末冶金与传统工艺技术比较



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

汽车粉末冶金零件优势之一: 节材节能和低成本制造。由于采用粉末冶金技术能够直接生产出合乎或接近成品尺寸的终品, 减少机械加工, 粉末冶金汽车零件的材料利用率可达到 97%以上, 而采用机加工材料利用率仅 45%左右。同时, 粉末冶金工艺由于省去了多道工序以及加工温度的下降, 塑造模具之后可以快速重复制造, 对于结构复杂零件更是如此。

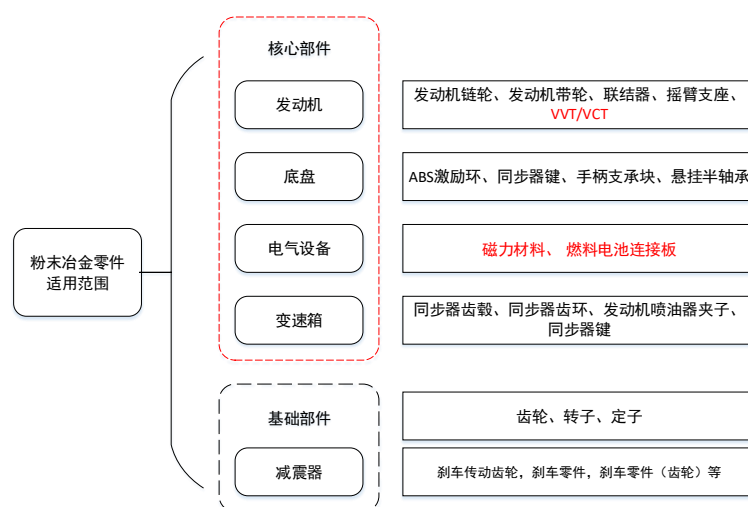
优势之二: 可拓展性高。粉末冶金汽车零部件作为先进的可扩展技术, 不断向其他零部件品类拓展。首先可以制造汽车发动机、变速箱的核心齿轮部件, 其次可以制造电动的传动系统, 还可以制造 VVT、VCT 等

冶金零件业务，未来计划制造新能源汽车的零件、磁性材料、燃料电池连接部件等。多点布局，依次递进，把粉末冶金技术拓展到了汽车行业的多个领域，未来市场前景广阔。

优势之三：国外的发展过程看，粉末冶金正在快速替代钢铁锻行业。

从北美粉末锻造连杆从零开始，不到 20 年时间，已取代钢铁锻件 60% 以上的市场份额。连杆在汽车发动机中承受交变载荷，材料必须具有高疲劳强度与刚度，形状复杂的一个大量生产的重要零件，不但要求零件质量稳定、可靠，而且需要生产成本可行。连杆是用粉末锻造制造高强度结构零件的典型例子，因为减少工序，节省费用，强度较高而受到了广泛的肯定。连杆的成功普及为粉末冶金技术的深入开发和拓展应用开辟了新前景，粉末冶金技术从此广泛应用于汽车各部分的零部件中。

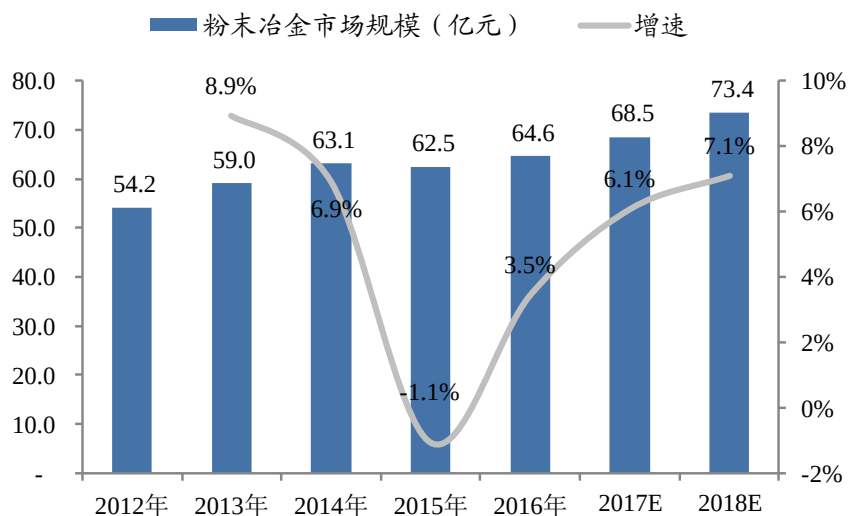
图 8：粉末冶金零件在汽车中使用范围



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

中国粉末冶金零件的单车使用量远低于发达国家水平，未来提升空间较大。目前我国平均每辆汽车使用的粉末冶金零件重量只有 4.5kg，美国和日本水平分别是国内单台汽车用量的 3 倍（20kg）和 2 倍（9kg）。而国外的粉末冶金对钢铁锻件的替代仍在继续，并有望保持 2-5% 的速度增加。随着中国汽车粉末冶金零件应用普及，未来单车使用量将稳步提升，预计未来三年市场规模复合增速在 8%-10% 左右。

图 9：粉末冶金市场规模及增速（亿元）

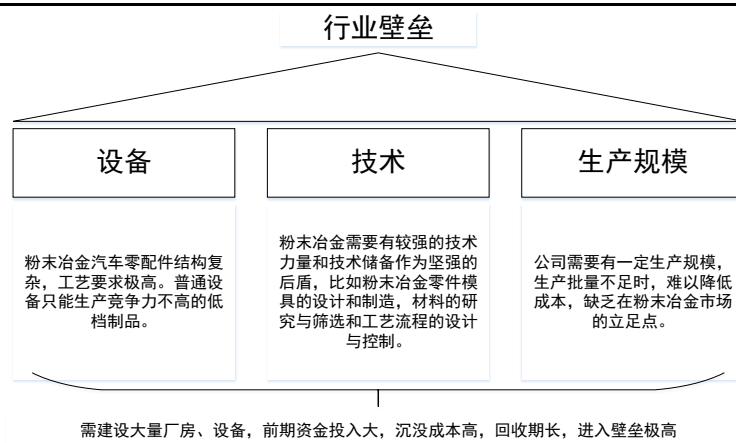


资料来源：中国机协粉末冶金专业协会，东吴证券研究所

3. 行业进入壁垒高，公司技术和规模优势明显

粉末冶金领域行业壁垒高，东睦股份具有先发优势。粉末冶金的进入壁垒较高，需要先进的设备，扎实的技术以及一定的生产规模；而这三者都需要大量的固定资产和沉没成本作为支撑，后进入者除了投入大量的资金外，还要与现有厂商竞争，生存压力比较大。

图 10：粉末冶金行业壁垒



资料来源：东吴证券研究所整理

公司主要生产设备类型齐全，拥有以总部为研发中心、高端产品生产基地的平台。公司的主要生产设备以国外引进为主，主要关键的设备 80%均来自日本、德国、美国和瑞士。其中，CNC 成形压机由日本进口，燃气式网带炉由德国进口，推杆式烧结炉由美国进口。

图 11: 公司设备分类及数量 (台)

设备用途	设备类型	设备数量 (台)
制品制造	成型设备	47
	精整设备	30
	烧结及蒸汽处理设备	16
	其他设备	17
模具制作	EDM 机床	19
	CNC 加工中心	2
	CNC 机床	14
	一般机床	66
检测设备	全自动	3
	自动重量选别机	5
	齿轮齿形齿向测量仪	3
	数码显微镜	4
	全自动红外碳硫分析仪	2
	磁粉探伤仪	3
	其他检测设备	39

资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

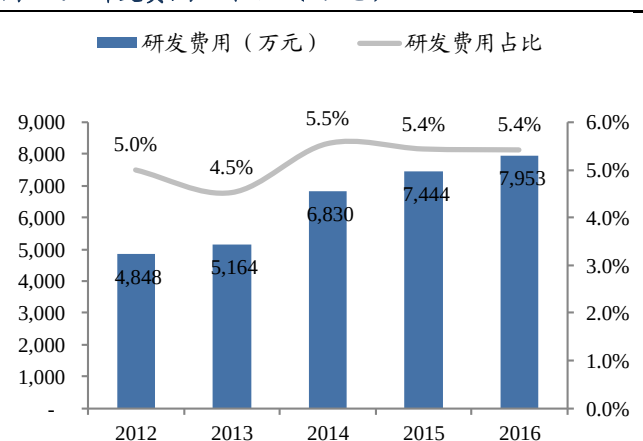
公司具有五十多年的粉末冶金专业生产经验, 公司的工程技术中心被国家发改委等五部委认定为“国家级企业技术中心”。公司拥有包括 CNC 成形压机在内的一整套国际先进的粉末冶金生产设备和技术; 同时, 公司十分重视科技进步和新产品开发, 建立了“宁波粉末冶金工程技术中心(省级)”、“宁波市区模具中心”和“浙江省东睦新材料粉末冶金研究院”, 为公司研发高端粉末冶金零件提供了技术支持; 公司能自制各种粉末冶金模具, 生产各种粉末冶金零件。

图 12: 专利获得情况

年份	公司专利及荣誉
2013年	2项技术获得国家发明专利授权 6速自动变速箱油泵粉末冶金零件获得2012年度粉末冶金行业自主创新优秀新产品特等奖 高性能粉末冶金材料及其关键构建先进制备技术创新团队评为“2013年宁波市企业技术创新团队” 凸轮轴可变气门正时链轮评为“2013年度粉末冶金行业自主创新优秀新产品特等奖”
2014年	14项技术获得国家实用新型专利授权 评为“2015年宁波市专利示范企业”, “中国粉末冶金行业重点骨干企业”和“专精特新示范企业” 公司荣获舍弗勒大中华区“最佳交付奖”, 公司被华意压缩股份有限公司评为“2014-2015年度优秀供应商”
2015年	3项技术获得国家发明专利授权、14项技术获得国家实用新型专利授权 公司被博格华纳汽车零部件(宁波)有限公司评为“2016 最佳合作奖”, 被加西贝拉压缩机和华意压缩机股份有限公司评为“战略供应商”
2016年	8项技术获得国家发明专利授权、34项技术获得国家实用新型专利授权 14项技术正进行申请发明专利, 以及3项技术正进行申请实用新型专利
总计	共获得国家发明专利授权35项, 共获得国家实用新型专利授权110项 共获得国家软件著作权授权1项, 共获得国家外观设计专利授权4项

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

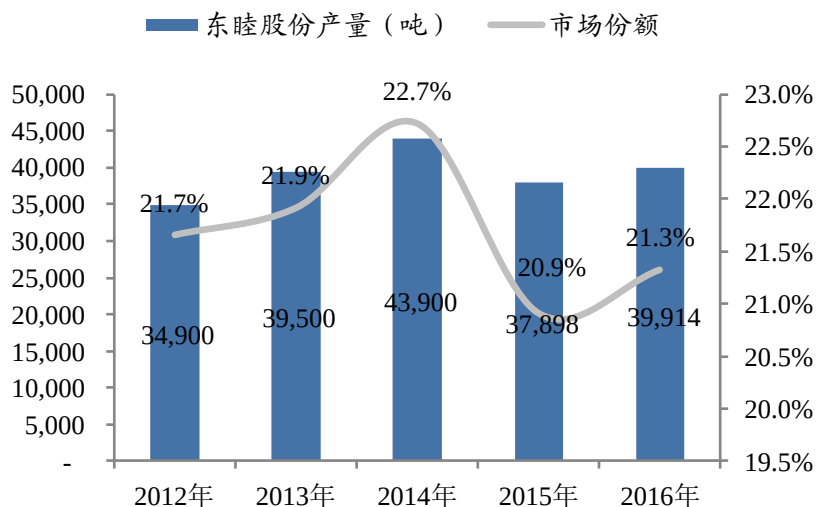
图 13: 研发费用及占比 (万元)



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司不断优化产品结构, 巩固了产品的市场占有率, 占据主导优势。公司粉末冶金汽车零部件继续保持快速增长, 2016 年生产粉末冶金制品 4 万吨, 市场份额 21.3%, 远高于第二名市场份额, 规模优势明显。

图 14: 东睦股份粉末冶金制品产量及市场份额 (吨)



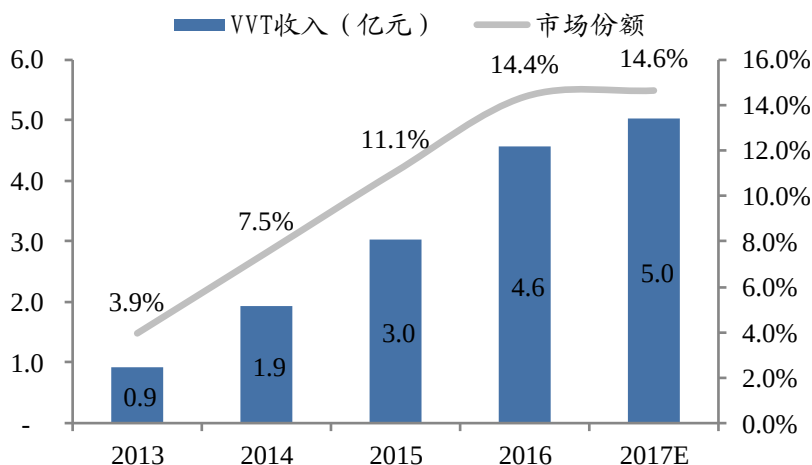
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4. 公司产品品类扩张, 打开成长空间

基于粉末冶金可扩展的特性, 公司积极布局 VVT/VCT、变速箱业务以及新能源汽车相关零部件。针对于传统汽车和新能源汽车, 公司产品品类不断扩展, 2013 年推出 VVT/VCT 汽车粉末冶金零件; 2016 年开始供应变速箱和离合器零部件, 包括行星齿轮架、离合器片、同步器齿毂和拨叉等零部件; 未来将进入新能源汽车粉末冶金零件领域。

公司 VVT/VCT 业务竞争优势明显, 市场份额快速提升。自 2013 年实施募投项目以来, 公司 VVT/VCT 零部件收入从 0.9 亿元上升至 3.9 亿元, 复合增速超过 80%; 市场份额由 3.9% 提升至 14.4%。

图 15: VVT 收入及市场份额 (亿元)

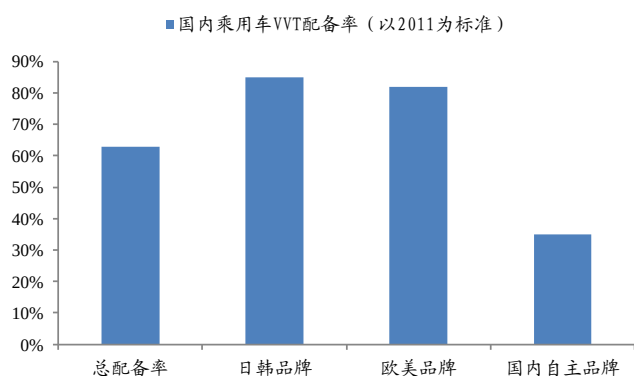


资料来源: 公司年报, 东吴证券研究所

自主品牌 VVT 装配率仍有提升空间, VVT 市场规模超过 30 亿元。VVT/VCT 系统的发动机使得进气量“按需分配”, 燃料能够得到充分的燃烧, 这不仅能提高汽车的动力性, 还能有效改善汽车尾气。国内乘用车中约有 63% 的车型使用了 VVT 系统 (以 2011 年为标准), 日韩品牌、欧美品牌及自主品牌车型使用 VVT 的比例分别为 85%、82% 和 35%。近

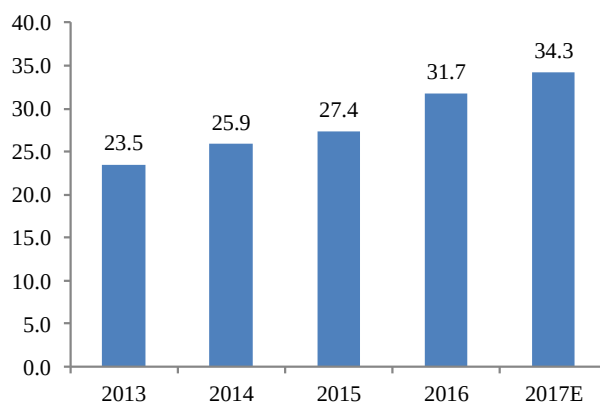
年来自主品牌 VVT 装配率快速提升，VVT 市场规模超过 30 亿元，未来仍有提升空间。

图 16: 国际乘用车 VVT 配备率 (2011 年标准)



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图 17: 国内 VVT 市场规模预测 (亿元)



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

公司进入变速箱相关零件配套，市场规模超过 50 亿元，打开新的成长空间。公司目前主要配套的变速箱零部件有齿毂、行星齿轮架、离合器片、同步器等，单车价值量 200-300 元，以此测算对应市场规模超过 50 亿元。与传统锻造和铸造工艺相比，公司采用粉末冶金工艺生产成本比竞争对手低 30-40% 左右，极具竞争力。公司与爱信、通用、盛瑞传动等变速箱厂商建立长期合作空间，相关收入有望复制 VVT 业务快速成长的路径。

图 18: 变速箱及离合器零件项目

产品大类	主要产品	目前订单或意向订单
变速箱及离合器零件 (设计产能 6200 吨)	行星齿轮架	预计峰值 900 吨/年 (4000 万元/年)
	离合器片	预计 2017 年 330 吨/年 (4800 万元/年)
	同步器齿毂	预计 2016 年 640 吨 (2800 万元)
	拨叉零件	预计 2016 年 450 吨 (2800 万元)

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司已经成功试制新能源汽车粉末冶金零件、磁性材料和燃料电池连接板等。2016 年，公司新能源产业粉末冶金零件实现销售收入 1661 万元。根据公司定增预案，新能源粉末冶金零件项目计划投资 4 亿元，预计达产后新增营业收入 6.7 亿元，新增净利润 1.3 亿元，静态投资回收期 7.05 年。

图 19: 新能源产业粉末冶金零件项目

产品大类	主要产品	目前订单或意向订单
新能源产业粉末冶金零件 (设计产能 4100 吨)	电动汽车零件	预计 2016 年 230 吨 (2200 万元)
	磁性材料	预计 2016 年 220 吨 (700 万元)

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

预计公司 2017/18/19 年 EPS 分别为 0.61/0.77/0.97 元 (2016 年为 0.41

元)。当前股价 17.30 元，分别对应 2017/18/19 年 28/23/18 倍 PE。

考虑到粉末冶金技术拓展性较高，在汽车行业渗透率将不断提升，市场空间可期。公司作为粉末冶金行业龙头，具备布局时间早、技术实力雄厚等优势，同时不断推出新产品，变速箱业务有望复制 VVT 成长路径，市场份额有望持续提升。我们预计 2017-2019 公司净利润复合增速为 34%，公司合理估值为 2017 年 34 倍 PE，首次给予“增持”评级，对应目标价 21 元。

图 20：分业务收入预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
粉末冶金制品					
营业收入(万元)	121,571	131,806	155,531	178,861	205,690
增速(%)	3.7%	8.4%	18.0%	15.0%	15.0%
毛利(万元)	39,686	47,305	57,546	68,861	82,276
毛利率(%)	32.6%	35.9%	37.0%	38.5%	40.0%
软磁材料					
营业收入(万元)	12,500	13,342	14,676	16,144	17,758
增速(%)	419.8%	6.7%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利(万元)	3,456	2,380	3,229	4,197	4,972
毛利率(%)	27.6%	17.8%	22.0%	26.0%	28.0%
其他					
收入(万元)	2,800	1,600	1,600	1,600	1,600
增速(%)	-18.9%	-42.9%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利(万元)	929	960	320	320	320
毛利率(%)	33.2%	60.0%	20.0%	20.0%	20.0%
营业总收入					
收入(万元)	136,871	146,748	171,807	196,605	225,048
增速(%)	11.2%	7.2%	17.1%	14.4%	14.5%
毛利(万元)	44,071	50,645	61,095	73,379	87,568
毛利率(%)	17.4%	14.9%	20.6%	20.1%	19.3%

资料来源：Wind，东吴证券研究所

图 21: 盈利预测表

项目/年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,369	1,467	1,718	1,966	2,250
增长率 YoY%	11.22	7.22	17.08	14.43	14.47
净利润(百万元)	160	176	260	326	413
增长率 YoY%	30.00	9.65	47.96	25.47	26.46
毛利率%	32.20	34.51	35.56	37.32	38.91
ROE (%)	10.5	7.7	10.2	11.7	13.3
每股收益 EPS (元)	0.38	0.41	0.61	0.77	0.97
P/E	46	42	28	23	18
P/B	4.8	3.2	2.9	2.7	2.4

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 16: 同行业公司对比

代码	公司	16PE	17PE (E)	18PE (E)	19PE (E)	2017PEG(E)
600114.SH	东睦股份	47	28	23	18	1.07
601799.SH	星宇股份	32	25	20	16	0.97
603788.SH	宁波高发	42	29	23	19	1.28
300432.SZ	富临精工	60	25	20	17	1.24
平均		45	27	22	18	1.14

资料来源: Wind 一致预期, 东吴证券研究所

6. 风险提示

- 1) 汽车销量增长不达预期, 乘用车受购置税减免政策退坡影响, 企业盈利不如市场预期乐观;
- 2) 公司新产品开拓不顺利导致收入增速不达预期, 变速箱业务发展低于预期。
- 3) 原材料涨价导致公司利润率下滑。随经济周期和市场变化, 原材料价格可能会出现较大幅度波动, 增加公司营业成本。

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,229	1,313	1,526	1,843	营业收入	1,467	1,718	1,966	2,250
现金	429	420	514	693	营业成本	961	1,107	1,232	1,375
应收款项	370	425	487	557	营业税金及附加	18	17	20	23
存货	236	266	296	330	营业费用	199	223	256	293
其他	193	202	230	263	管理费用	199	223	256	293
非流动资产	1,602	1,653	1,715	1,745	财务费用	11	1	1	1
长期股权投资	120	120	120	120	投资净收益	-5	-	-	-
固定资产	1,028	1,048	1,109	1,183	其他	127	163	186	213
无形资产	223	224	225	226	营业利润	202	308	388	481
其他	231	261	261	216	营业外净收支	11	4	4	15
资产总计	2,831	2,966	3,242	3,588	利润总额	213	312	392	496
流动负债	327	197	219	244	所得税费用	33	47	59	74
短期借款	-	-	-	-	少数股东损益	4	5	7	8
应付账款	127	133	148	165	归属母公司净利润	176	260	326	413
其他	201	64	71	79	EBIT	220	308	386	488
非流动负债	94	94	94	94	EBITDA	305	264	336	429
长期借款	50	50	50	50					
其他	44	44	44	44					
负债总计	421	291	313	338	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	130	135	142	150	每股收益(元)	0.41	0.61	0.77	0.97
归属母公司股东权益	2,280	2,540	2,787	3,100	每股净资产(元)	5.36	5.97	6.55	7.29
负债和股东权益总计	2,831	2,966	3,242	3,588	发行在外股份(百万股)	425	425	425	425
					ROIC(%)	7.97%	10.12%	11.58%	13.16%
					ROE(%)	7.71%	10.24%	11.71%	13.32%
					毛利率(%)	34.51%	35.56%	37.32%	38.91%
					EBITMargin(%)	14.97%	17.95%	19.66%	21.67%
					销售净利率(%)	11.98%	15.14%	16.61%	18.35%
					资产负债率(%)	14.87%	9.80%	9.65%	9.42%
					收入增长率(%)	7.22%	17.08%	14.43%	14.47%
					净利润增长率(%)	9.65%	47.96%	25.47%	26.46%
					P/E	42.13	28.48	22.70	17.95
					P/B	3.25	2.92	2.66	2.39
					EV/EBITDA	58.68	67.66	53.26	41.68
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E					
经营活动现金流	305	36	244	324					
投资活动现金流	-290	-44	-69	-44					
筹资活动现金流	206	-1	-81	-100					
现金净增加额	221	-9	94	179					
折旧和摊销	119	2	7	14					
资本开支	-220	-53	-69	-44					
营运资本变动	-22	-233	-98	-113					
企业自由现金流	62	-22	168	272					

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

