



2017-09-16

公司深度报告

买入/维持

景旺电子(603228)

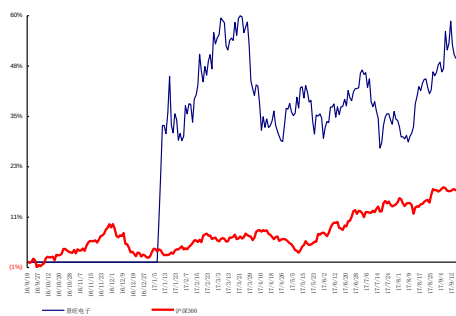
目标价: 56

昨收盘: 49.2

电子 元件 II

景旺电子：潜在的全球优质 PCB 龙头厂商

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	408/48
总市值/流通(百万元)	20,074/2,362
12 个月最高/最低(元)	53.31/33.35

相关研究报告：

《中报点评：业绩符合预期，全品类优质 PCB 龙头加速成长》--2017/08/15

证券分析师：刘翔

电话：021-61376547

E-MAIL: liuxiang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517060001

报告摘要

横向布局全面覆盖，持续打造全品类 PCB 龙头。作为国内少数覆盖多品类 PCB 的优质龙头，上半年公司凭借在 FPC 和 MPCB 细分市场所具备的先发优势，营收及净利润均再创新高，其中 FPC 增幅最大。依托深圳、龙川和吉安三个生产基地，公司持续优化产线、提升产能，RPCB、FPC、MPCB 均保持迅速发展，下半年作为电子行业传统旺季，公司业绩增速有望再度提升，看好公司全年业绩超预期增长。

精细化管理效率出色，财务指标行业领先。上半年公司毛利率和净利率分别高达 32%、16%，胜过大部分电子制造业细分龙头。主要在于公司持续优化订单结构、加强成本控制力度，通过更新换代设备对原有产线进行改造升级，消化 PCB 板材涨价的不利影响，使得公司整体良率及毛利率均实现上涨，其中 FPC 业务毛利增幅贡献最大。

长期业绩增长动力十足，未来全球成长空间充沛。上半年公司加大在 24/77GHz 汽车雷达微波板、指纹识别柔性板、嵌陶瓷基板等方面的研制投入，工艺水平显著提升，未来部分领域也有望实现实际量产。全球 PCB 市场空间高达 5000 亿元，2016 年公司排名位居内资前 3，全球第 32 名，成长空间十分广阔。受益于产业转移及国内 PCB 行业高成长性等多因素叠加影响，公司有望在全球市场再上台阶。

投资建议：预计 17-19 年净利润分别为 7.14/9.37/12.25 亿，EPS 分别为 1.75/2.30/3.00 元，当前股价对应 PE 分别为 28.1/21.4/16.4X，给与 32X 估值，目标价 56.0 元，维持“买入”评级。

风险提示：行业景气度低于预期；新产能拓展低于预期；

■ 盈利预测和财务指标：

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,283	4,081	5,273	6,802
(+/-%)	22.6%	24.3%	29.2%	29.0%
净利润(百万元)	537	713.69	937.45	1224.89
(+/-%)	27.2%	32.8%	31.4%	30.7%
摊薄每股收益(元)	1.32	1.75	2.30	3.00
市盈率(PE)	37.3	28.1	21.4	16.4

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、国内少数覆盖多品类 PCB 的优质龙头厂商	3
景旺电子——专注印刷的国内民营龙头	3
财务指标领冠电子制造业	3
发轫于刚性电路板，柔性板和金属基板不断发力	4
股权结构明晰，共同控制权稳定	4
二、领跑带动 600 亿美金行业，中资快速替代日台韩美	5
全球 PCB 市场超 600 亿美元，中国市场独占五成	5
汽车电子领域强势崛起，新能源汽车更添助力	8
行业现状：第一梯队仍由日、台、美韩企把控，集中度低	8
三、凭借优异的管理与效率，最具全球龙头潜质	9
资产管理效率出色，盈利能力行业领先	9
行业现状：第一梯队仍由日、台、美韩企把控，集中度低	10
四、盈利预测	错误!未定义书签。
预测前提	错误!未定义书签。

一、国内少数覆盖多品类 PCB 的优质龙头厂商

景旺电子——专注印刷的国内民营龙头

景旺电子有限责任公司成立于 1993 年 3 月，2013 年 6 月 17 日整体变更为股份有限公司。景旺电子是一家专业从事印刷电路板及高端电子材料研发、生产和销售的国家高新技术企业，于 2014 年被认定为深圳市级企业技术中心，主要产品种类包括双面及多层刚性电路板、柔性电路板(含贴装)和金属基电路板，是国内少数产品类型覆盖刚性电路板、柔性电路板和金属基电路板的厂商。公司的产品广泛应用于通讯设备、计算机及网络设备、消费电子、汽车电子、工业控制等行业。主要客户包括冠捷、天马、信利集团、亚旭、ICAPE、剑桥科技、中兴、华为、霍尼韦尔、海拉、POWER-ONE、艾默生、罗技等国内外知名企业。公司是中国印制电路行业协会的副理事长单位,是行业的制定单位之一。2015 年景旺电子在中国印制电路行业排行榜中名列第 14 位，内资排名中位列第 2 位。景旺电子于 2017 年 1 月 6 日在上海证券交易所上市，股票代码 603228。

财务指标领冠电子制造业

议价权和投资意愿是电子制造业至关重要的两大指标，其中议价权可以用毛利率和净利率描述，而 ROA、ROIC 和 ROE 则反映了投资意愿。纵观电子制造业的各个领域，景旺电子的议价权和投资意愿均名列前茅。

图表 1：2015 年电子行业议价权（毛利率、净利率）和投资意愿（ROA、ROIC 和 ROE）

企业名称	议价权		投资意愿			主营业务
	毛利率	净利率	ROA	ROIC	ROE	
景旺电子	32%	17%	15%	21%	25%	PCB、FPC
华天科技	18%	7%	6%	7%	8%	集成电路封测
蓝思科技	25%	8%	5%	7%	10%	智能手机视窗保护玻璃
欧菲光	11%	3%	4%	5%	10%	触摸屏、指纹识别及摄像头模组
全志科技	41%	12%	7%	8%	8%	集成电路设计
长盈精密	28%	11%	11%	14%	19%	连接器及金属机壳
顺络电子	37%	21%	10%	12%	14%	被动元器件
信维通信	29%	22%	20%	26%	32%	天线

资料来源：WIND，太平洋证券整理

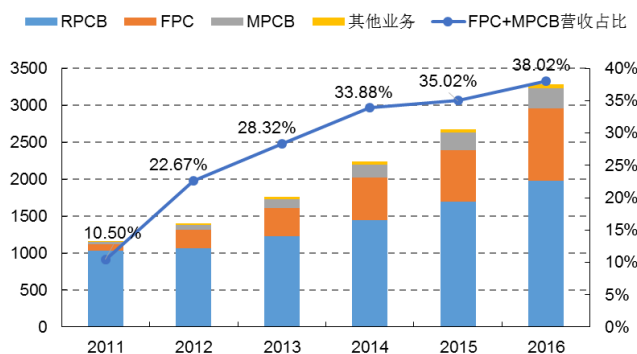
其中：华天科技（集成电路封测）、蓝思科技（智能手机视窗保护玻璃）、欧菲光（触摸屏、指纹识别及摄像头模组）、全志科技（集成电路设计）、长盈精密（连接器及金属机

壳)、顺络电子(被动元器件)、信维通信(天线)等企业都是各自领域的业绩龙头,景旺电子(印刷电路板)各项指标领冠电子制造业。

发轫于刚性电路板,柔性板和金属基板不断发力

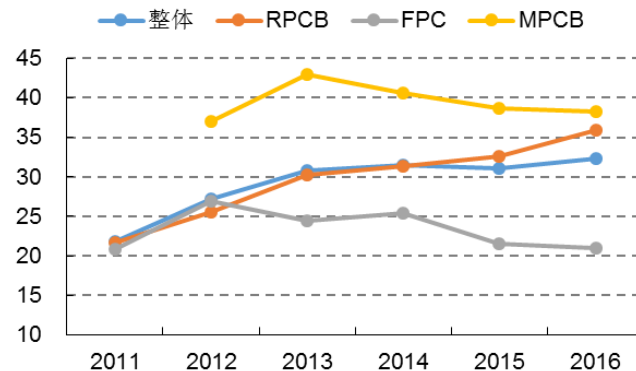
公司起步于刚性电路板产品,2016 年 RPCB 产品占收入比重约 60.39%,是公司的主要收入来源。在做大做强刚性电路板业务的同时,公司积极实施产品多元化和产业链上下游延伸的经营策略,增强企业的市场竞争力。2006 年和 2010 年,公司分别建立柔性电路板和金属基电路板的专业化工厂并不断扩大其生产经营规模,柔性电路板和金属基电路板销售收入快速增长,合计占收入的比重由 2013 年的 28.32% 上升至 2015 年的 35.02%,逐步形成三驾马车的产品布局。

图表 2: 景旺电子营业收入构成



资料来源:公司公告,太平洋证券整理

图表 3: 景旺电子各项业务毛利率变化



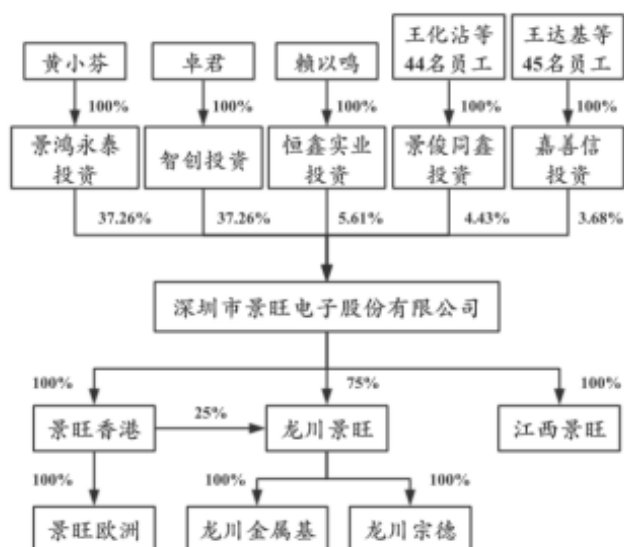
资料来源:国家统计局,太平洋证券整理

近年来,随着原材料采购单价下降、多层板占比逐渐提升等因素,公司刚性电路板的毛利率逐年上涨。随着 SMT 产品占柔性板产品比例的结构性增强,致使 2016 年上半年公司柔性板的成本进一步增加,毛利率下降。随着商业照明、汽车和电源类产品收入占比的不断提升,对生产工艺提出更复杂的要求,公司金属基板产品的单位成本涨幅高于销售均价涨幅,毛利率也呈现下降趋势。但总体而言,2013 年以来,公司毛利率一直稳定在 30% 以上,显著优于行业平均水平。

股权结构明晰,共同控制权稳定

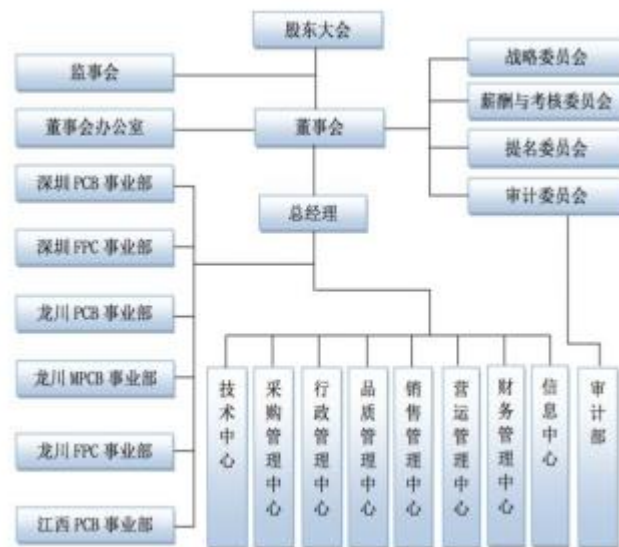
景鸿永泰、智创投资、恒鑫实业合计持有公司 80.13% 的股份,为公司控股股东。刘绍柏和黄小芬夫妇、卓军、赖以明分别通过景鸿永泰、智创投资、恒鑫实业持有公司 37.26%、37.26%、5.61% 的股份。刘绍柏和黄小芬夫妇、卓军、赖以明四人均间接支配公司股份的表决权。

图表 4： 公司股权结构



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 5： 公司组织架构



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

公司治理结构健全、运行良好，自成立以来，四名共同控制人在公司历次重大事项决策上均保持一致行动，且相关重大事项均经审议通过。2013 年 6 月，景旺有限整体变更为股份公司后，沈继堂与卓军夫妇、刘绍柏与黄小芬夫妇、赖以明共同签署了《一致行动协议》，保障了公司共同控制权的持续稳定。刘绍柏作为公司董事长，专注于公司生产经营，而沈继堂与卓军夫妇作为财务投资者，十几年来与刘绍柏风雨同舟，同心同德，共同见证了公司的发展壮大。

二、 领跑带动 600 亿美金行业，中资快速替代日台韩美

全球 PCB 市场超 600 亿美元，中国市场独占五成

印制电路板，英文名称为 Printed Circuit Board(简称 PCB)，又称印制线路板或印刷线路板。其主要功能是使各种电子器组件通过电路进行连接，起到导通和传输的作用，是电子产品的关键电子互连件。几乎每种电子设备都离不开印制电路板，因为其不仅提供各种电子元器件固定装配的机械支撑、实现其间的布线和电气连接或电绝缘、提供所要求的电气特性如特性阻抗等，同时还为自动锡焊提供阻焊图形，为元器件插装检查维修提供识别字符和图形等。

电子产品的可靠性很大程度上要依赖印制电路板的制造品质，因此印制电路板被称作“电子产品之母”。印制电路板作为电子终端产品不可或缺的组件，其发展水平可反映一个国家或地区电子产业的发展水准。随着终端电子产品向轻量化、小体积和薄型化发

展，对印制电路板的质量和工艺提出更高要求。

印制电路板于上世纪 30 年代发明，50 年代中期开始被广泛应用于各种电子产品。目前 PCB 的应用领域几乎涉及所有的电子产品，主要包括通讯设备、计算机及网络设备、消费电子、汽车电子、工业控制及医疗等行业。随着下游电子产品在不断创新，PCB 产品也发展出多个种类，一般可分为刚性电路板、柔性电路板、金属基电路板、HDI 板和封装基板。细分产品的特性及应用领域如下表所示：

图表 6：PCB 各类细分产品、特性及应用领域

产品种类	产品特性	应用领域
单面板	最基本的印制电路板，零件集中在其中一面，导线则集中在另一面上。因为导线只出现在其中一面，所以称为单面板，主要应用于较为早期的电路。	
双面板	在双面覆铜板的正反两面印刷导电图形的印制电路板，一般采用丝印法或感光法制成。	广泛应用于计算机、网络设备、通信设备、工业控制、汽车、军事航空等电子设备
刚性板	有四层或四层以上导电图形的印制电路板，内层是由导电图形与绝缘粘结片叠合压制而成，外层为铜箔，经压制成为一个整体。为了将夹在绝缘基板中间的印刷导线引出，多层板上安装元件的孔(即导孔)需经金属化孔处理，使之与夹在绝缘基板中的印刷导线连接。多层板导电图形的制作以感光法为主。层数通常为偶数，并且包含最外侧的两层。	
多层板	是由柔性基材制成的印制电路板，基材由金属导体箔、胶粘剂和绝缘基膜三种材料组合而成，其优点是轻薄、可弯曲、可立体组装，适合具有小型化、轻量化和移动要求的各类电子产品。	
柔性板	由电路层(铜箔)、绝缘介质层和金属底板三部分构成，其中金属基材作为底板，表面附上绝缘介质层，与基层上面的铜箔层共同构成导通线路，具有散热性好、机械加工性能佳的特点。目前应用最广泛的是铝基板。	应用广泛，目前主要增长领域为智能手机、平板电脑、可穿戴设备等移动智能终端
金属基板	HDI 是 High Density Interconnect 的缩写，即高密度互连技术，是随着电子技术更趋精密化发展演变出来用于制作高精密度电路板的一种方法，可实现高密度布线，一般采用积层法制造。HDI 板通常指孔径在 0.15mm(6mil)以下(大部分为盲孔)、孔环之环径在 0.25mm(10mil)以下的微孔，接点密度在 130 点/平方英寸以上，布线密度在 117 英寸/平方英寸以上的多层印制电路板。	LED 照明、LED 显示、汽车、工业电子设备、通讯设备、音视频设备、电机
HDI 面板	即 IC 封装基板，直接用于搭载芯片，可为芯片提供电连接、保护、支撑、散热、组装等功效，以实现多引脚化，缩小封装产品体积、改善电性能及散热性、超高密度或多芯片模块化的目的。封装基板应该属于交叉学科的技术，它涉及到电子、物理、化工等知识。	手机、笔记本电脑、数码相机、汽车电子以及其他消费电子产品其中手机为 HDI 板的最大应用领域
封装基板		半导体芯片封装

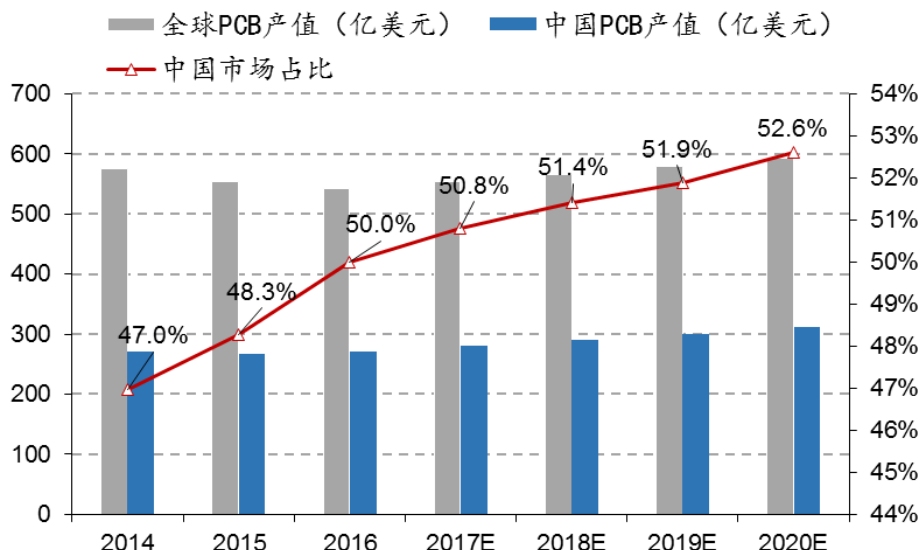
资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

全球 PCB 市场规模超过 600 亿美元。从 20 世纪 40 年代开始，PCB 已经成为电子行业最重要的子行业之一。近年来全球 PCB 产业产值占电子元件产业总产值的 1/4 以上，是电子元件细分产业中比重最大的产业，预计 2017 年整体规模将有望达到 621 亿美元。

国内 PCB 市场份额 47%，稳居全球首位。从 2006 年起，中国超过日本成为全球产值最大、增长最快的 PCB 制造基地，并已成为推动全球 PCB 行业发展的主要增长动力。预

计 2017 年中国 PCB 产值将达到 290 亿美元，占全球总产值的 46.7%。

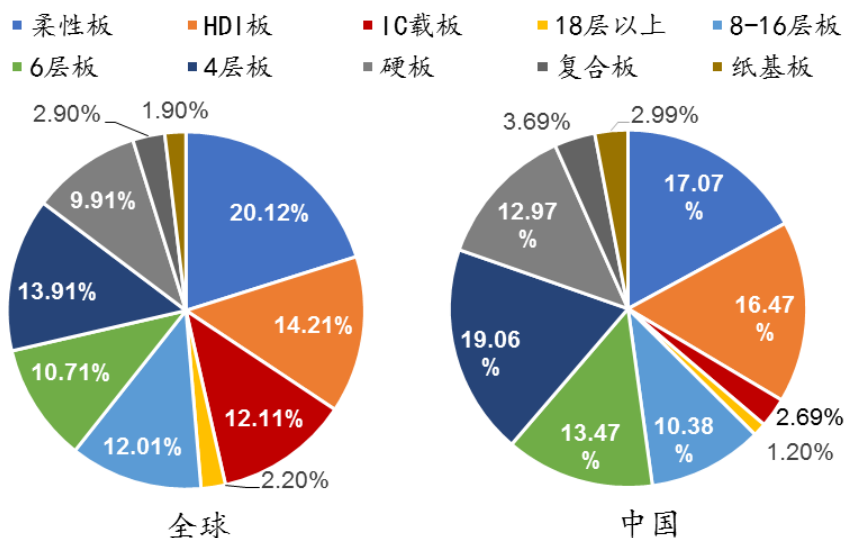
图表 7：2014-2020 全球和中国 PCB 产值及预测



资料来源：中国产业信息网，太平洋证券整理

2015 年中国 PCB 行业产值占比 46.6%，位居全球第一，但从 PCB 产业的技术水平上看，仍与国际先进水平有较大差异。在产品结构上，技术含量较低的单面板、双面板以及 8 层以下多层板占比仍较大。HDI 板、柔性板等有一定的规模，但在技术含量上与日本等国外先进产品存在差距，技术含量最高的封装基板在国内更是很少有企业能够生产，2015 年 IC 载板占比仅为 3.0%。

图表 8：2016 年全球/中国 PCB 市场细分产品结构



资料来源：中国产业信息网，太平洋证券整理

随着电子产品技术的不断更新与发展，下游产品的需求对 PCB 的生产工艺要求也逐步发生变化，普通的单面板、双面板和多层板已处于成熟期，未来增长速度将趋缓；柔性板处于逐步成熟阶段，随着电子产品性能增强，市场需求将不断增加；HDI 板产品处于快速成长期，产品技术逐步提高，市场需求将显著增加；铝基板、光电板、芯片封装板等产品尚处于市场导入期，未来市场空间较为广阔。

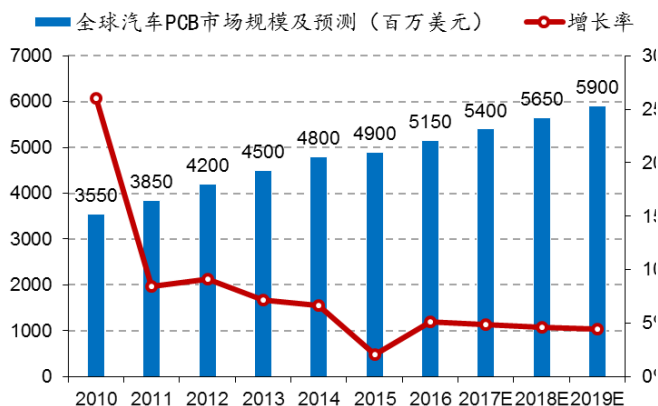
汽车电子领域强势崛起，新能源汽车更添助力

汽车电子行业高速增长，MPCB 需求巨大。2015 年，全球汽车电子市场规模达到 2019 亿美元，同比增长 13.03%，预计未来增长率将持续变大。随着汽车电子行业的高速增长，将为上游金属基板厂商带来巨大机遇。

新能源汽车 BMS 拉动 MPCB 需求。作为新能源汽车电池供电系统的核心，电池管理系统 BMS 必须以 MPCB 作为依托。2015 年，全球 BMS 市场规模达到 165 亿元，预计 2020 年将达到 820 亿元，年均复合增长率达到 37.8%。随着新能源汽车电池管理系统的爆发式增长，MPCB 市场也将迎来机遇。

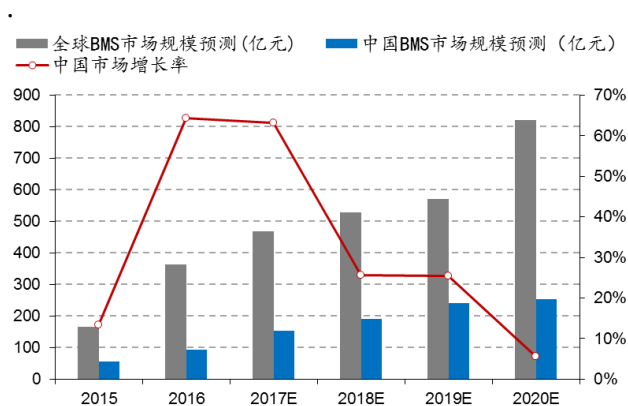
新 PCB 行业高度分散，生产商非常多，集中度较低，市场竞争充分。全球领先 PCB 厂商主要来自日本、中国台湾、韩国和美国，2015 年全球产值最大的 PCB 制造商 Nippon Mektron 在全球的市场占有率仅为 6.34%。中国 PCB 领先厂商主要为中国台湾地区、日本和美国投资者在中国设立的工厂，本土厂商处于追赶者位路。

图表 9：全球汽车电子市场规模变动



资料来源：中国产业信息网，太平洋证券整理

图表 10：新能源汽车 BMS 市场规模



资料来源：中国产业信息网，太平洋证券整理

行业现状：第一梯队仍由日、台、美韩企把控，集中度低

PCB 行业高度分散，生产商非常多，集中度较低，市场竞争充分。全球领先的 PCB 厂

商主要来自日本、中国台湾、韩国和美国，2015 年全球产值最大的 PCB 制造商 Nippon Mektron 在全球的市场占有率仅为 6.34%。中国 PCB 领先厂商主要为中国台湾地区、日本和美国投资者在中国设立的工厂，本土厂商处于追赶者位路。NTI 公司总裁、世界著名 PCB 市场研究专家经走访调研全球 PCB 企业后得出 2015 年 NTI-100 全球百强 PCB 企业排行榜显示，中国大陆上榜的 PCB 企业有 34 家。其中建滔化工排名第 13、深南电路、依顿电子、景旺电子、方正电路板、奥士康、五洲、兴森快捷、汕头超声、信达电子位列前 50 名。

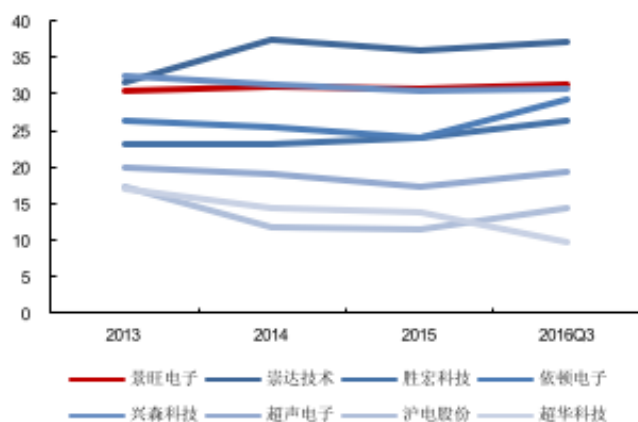
三、 凭借优异的管理与效率，最具全球龙头潜质

资产管理效率出色，盈利能力行业领先

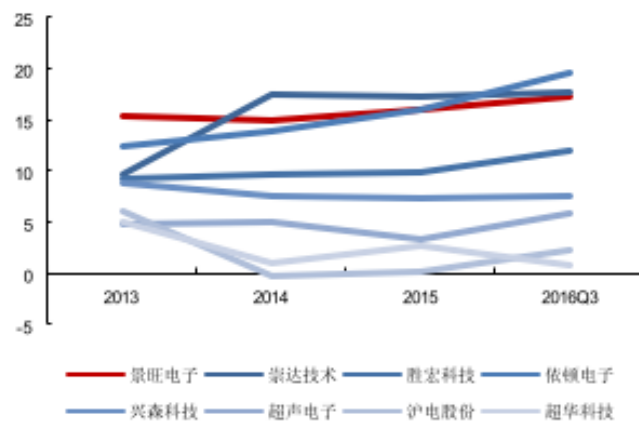
PCB 行业厂商众多，市场充分竞争，得益于出色的成本控制能力，景旺电子的资产管理效率和盈利能力均位居行业前列。主要体现在：

1. 工业控制及医疗、汽车电子行业客户的收入占比高。公司刚性板客户中工业控制及医疗、汽车电子行业客户的收入占比较高，在 50%左右，该类客户对电路板产品的品质和可靠性要求较高，价格敏感度相对低。而同行上市公司如伊顿电子，主要客户集中在计算机和消费电子等行业，竞争较激烈，该类客户订单利润率较低。
2. 公司产能利用率高，产品良品率高。PCB 行业为资本密集型行业，设备投资金额较大，折旧在成本中占比很高。2016 年中期，公司产能利用率由 2015 年的 87.51% 提升至 93.96%，良品率维持在 97%以上，有效降低了产品的单位成本。
3. 向上游延伸产业链，加大自制金属基覆铜板比例。最近三年金属基覆铜板成本占 MPCB 生产成本的 48%左右，公司金属基覆铜板的自制比例约 64%，有效降低了 MPCB 产品的生产成本。

图表 12：PCB 行业上市公司毛利率对比



图表 13：PCB 行业上市公司销售净利率对比



资料来源：WIND，太平洋证券整理

资料来源：互联网资料，太平洋证券整理

行业现状：第一梯队仍由日、台、美韩企把控，集中度低

公司主要原材料覆铜板、铜球、铜箔等采购价格，与铜价密切相关。2016 年以来，LME 铜现货价格逆势上涨，第四季度涨幅尤为剧烈。得益于较强的产业链议价能力，公司 2016 年度基本不受影响。主要原因在于：

1. 供应商对公司的涨价幅度有限。2013 年，公司对供应链重新调整，生益科技成为第一大供应商，采购比例为 13.64%；建滔化工集团降为第二大供应商，采购比例为 5.68%。2016 年第四季度，生益科技对公司原材料涨幅仅为 10-15%，远低于建滔化工集团 60-70% 的涨幅。
2. 公部分成本转嫁给终端客户。首先，公司采取“直销为主、经销为辅”的销售模式，直销收入占比约为 81%，议价能力较强；第二，公司客户群体更为广泛，集中度低，2016 年中期前五大客户销售占比仅为 26.45%，更容易的通过转移订单以应对客户降价的压力；第三，公司刚性板客户中工业控制及医疗、汽车电子行业客户的收入占比较高，这些客户对产品质量要求严格，对价格不敏感。因此，公司 2016 年第四季度产品在执行订单时涨价 5-10%，新型号产品甚至涨价 30%，足以对冲原材料涨价对利润率水平的不利影响。

图表 14：2016 年 LME 现货铜价格走势



资料来源：伦敦期货交易所，太平洋证券整理

产品结构不断优化，产能提升保障未来三年复合增长率超 30%

在公司刚性板、柔性板、金属基板三条产品线的产销量逐年增长，业务规模逐年扩大的

同时，公司不断优化产品结构，主要体现在：

1. 通信设备及终端占收入比重由 2015 年的 27.81%提升到 2016 年第二季度的 33.21%，2015 年公司已经向 OPPO、VIVO、金立、魅族等智能终端制造商提供包括显示模组、指纹识别模组、sensor、按键 FPC 在内的柔性板产品，未来计划拓展三星、华为、苹果等大客户。
2. 汽车电子占收入比重由 2015 年的 17.65%提升到 2016 年第二季度的 18.68%，公司现有客户包括海拉、贝洱海拉、旭东中国、埃泰克、博世汽车多媒体等，2016 年通过日系汽车产品认证，逐步引进日系汽车客户。预计未来汽车 PCB 占比会逐渐提升至 20~30%。
3. 工业控制及医疗领域，公司现有客户包括霍尼韦尔、POWER-ONE、艾尼克斯、艾默生、德丰等，2016 年引入西门子医疗电子，将进一步提升产品的毛利率水平。

景旺电子通过 IPO 募集资金 10.6 亿元项目投资，扩充 RPCB、SMT、MPCB 和 HDI 产能，募集资金投资项目建成后，公司将进一步突破现有产能瓶颈，优化产品结构，提高生产效率。预计江西厂项目税后内部收益率为 17.61%，龙川厂项目税后内部收益率为 16.65%。公司未来三年收入平均增速将在 30%以上。

图表 15：景旺电子募投项目

序号	项目名称	实施主体	拟投资额(万元)
1	江西景旺精密电路有限公司高密度、多层、柔性及金属基电路板产业化项目(一期)	江西景旺	74,120
2	景旺电子科技(龙川)有限公司新型电子元器件表面贴装生产项目	龙川景旺	6,804
3	偿还银行贷款及补充流动资金	深圳景旺	25,000

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

景随着电子产品的不断升级换代，电子产品向轻薄化、小型化、多功能化发展，对印制电路板制作技术水平的要求逐步提高，PCB 产品将日益高密度化，HDI 是 PCB 行业的重要发展方向之一。

公司目前高密度 PCB 产品占比较低。通过实施江西景旺募投项目，可以有效扩大司 HDI 产品的生产规模，有利于公司深入挖掘客户需求，深化与客户合作关系，把握行业发展的方向及机遇，提高高端产品占比，增强公司竞争力。

SMT 业务为印制电路板的配套业务，即为印制电路板表面贴装各类电子元器件。公司目前为 FPC 产品提供 SMT 服务，随着公司 FPC 业务的迅速发展，配套的 SMT 业务也迅

猛增长。目前，PCB 厂商为客户提供 SMT 服务已经逐渐成为一种趋势。通过实施龙川景旺募投项目，公司将增加 SMT 业务的产能，提供一站式服务，以便更好地服务客户，提升公司的竞争力。

资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E	利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	1364	1364	1364	1364	营业收入	3283	4081	5273	6802
应收款项	1284	3931	5079	6552	营业成本	2224	2769	3438	4421
存货净额	342	1038	1293	1672	营业税金及附加	27	31	40	54
其他流动资产	8	204	264	340	销售费用	112	139	169	218
流动资产合计	2997	6537	7999	9927	管理费用	265	325	366	470
固定资产	1109	1320	1513	1684	财务费用	1	(34)	153	190
无形资产及其他	175	168	161	154	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	56	56	56	56	资产减值及公允价值变动	(20)	(3)	(3)	(3)
长期股权投资	0	(1)	(1)	(2)	其他收入	0	0	0	0
资产总计	4337	8080	9727	11820	营业利润	633	848	1105	1447
短期借款及交易性金融负债	174	3619	4362	5232	营业外净收支	20	11	11	11
应付款项	891	564	703	909	利润总额	653	860	1116	1458
其他流动负债	179	266	328	424	所得税费用	116	146	179	233
流动负债合计	1244	4450	5393	6566	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	148	148	148	148	归属于母公司净利润	537	714	937	1225
其他长期负债	83	84	86	87					
长期负债合计	231	233	234	236	现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
负债合计	1475	4683	5628	6801	净利润	537	714	937	1225
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	7	3	3	3
股东权益	2862	3397	4100	5019	折旧摊销	127	130	149	170
负债和股东权益总计	4337	8080	9727	11820	公允价值变动损失	20	3	3	3
					财务费用	1	(34)	153	190
关键财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E	营运资本变动	(143)	(3773)	(1258)	(1622)
每股收益	1.32	1.75	2.30	3.00	其它	(7)	(3)	(3)	(3)
每股红利	0.29	0.44	0.57	0.75	经营活动现金流	542	(2927)	(169)	(225)
每股净资产	7.01	8.33	10.05	12.30	资本开支	(189)	(340)	(340)	(340)
ROIC	22%	13%	13%	15%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	19%	21%	23%	24%	投资活动现金流	(189)	(339)	(339)	(339)
毛利率	32%	32%	35%	35%	权益性融资	1064	0	0	0
EBIT Margin	20%	20%	24%	24%	负债净变化	(109)	0	0	0
EBITDA Margin	24%	23%	27%	27%	支付股利、利息	(120)	(178)	(234)	(306)
收入增长	23%	24%	29%	29%	其它融资现金流	137	3445	742	870
净利润增长率	27%	33%	31%	31%	融资活动现金流	744	3267	508	564
资产负债率	34%	58%	58%	58%	现金净变动	1097	0	0	0
息率	0.6%	0.9%	1.2%	1.5%	货币资金的期初余额	267	1364	1364	1364
P/E	37.3	28.1	21.4	16.4	货币资金的期末余额	1364	1364	1364	1364
P/B	7.0	5.9	4.9	4.0	企业自由现金流	334	(3305)	(390)	(415)
EV/EBITDA	27.5	26.1	18.2	14.8	权益自由现金流	362	168	224	296

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。