

2018年04月16日

# 长电科技 (600584.SH)

## 动态分析

### 整合初见成效，未来盈利能力提升值得期待

电子元器件 | 半导体 III

 投资评级 **买入-B(上调)**

 股价(2018-04-13) **21.68 元**

#### 交易数据

总市值 (百万元)	29,481.42
流通市值 (百万元)	21,345.48
总股本 (百万股)	1,359.84
流通股本 (百万股)	984.57
12个月价格区间	13.68/26.12 元

#### 一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.94	12.72	18.67
绝对收益	3.93	5.35	15.99

#### 分析师

蔡景彦  
 SAC 执业证书编号: S0910516110001  
 caijingyan@huajinsec.cn  
 021-20377068

#### 报告联系人

陈韵迷  
 chenyunmi@huajinsec.cn  
 021-20377060

#### 相关报告

长电科技: 市场前景持续向好, 整合协同逐步显现 2017-11-02

长电科技: 中期业绩改善持续, 整合推进未来成长潜力 2017-08-28

长电科技: 原有业务稳健增长, 星科金朋整合预期向好 2017-04-24

长电科技: 星科金朋三季度并入报表, 期待协同效应 2015-11-25

长电科技: 中期业绩显示经营改善, 投资增强行业龙头地位 2015-09-21

#### 投资要点

◆ **公司动态:** 公司披露 2017 年年度报告, 销售收入同比上升 24.5% 达到 238.6 亿元, 毛利率水平为 11.7%, 同比下降 0.1 个百分点, 归属母公司股东净利润同比上升 222.9% 为 3.43 亿元, 每股净利润 0.28 元, 同比上升 180.0%。2017 年第四季度公司实现营业收入为 70.0 亿元, 同比增长 19.1%, 归属上市公司股东净利润为 1.78 亿元, 同比上升 282.2%。2017 年度利润分配预案为每 10 股派发现金红利 0.25 元 (含税), 送红股 0 股 (含税), 不以公积金转增股本。

#### ◆ 点评:

➢ **营收稳健成长, 盈利能力显著恢复:** 2017 年公司销售收入在星科金朋同比小幅下降的情况下实现了 24.5% 的稳定成长, 原长电科技和韩国子公司 JSCK 的收入增长可观。在国内集成电路产业持续处于高景气度的情况下, 公司在收购完成后获得了先进封装能力的提升, 使得以 Bumping 和 WL-CSP 为代表的先进封装产品出货量显著增长, 而星科金朋业务在上海厂向江阴搬迁的过程中出现了下滑, 但是随着第四季度搬迁完成后生产逐步得到了恢复。盈利能力方面, 公司的净利润率尽管仍然低于同行业水平, 但是同比实现了显著的增长, 获得了有效的恢复, 毛利率等已经基本企稳。

➢ **四季度增长值得关注, 旺季毛利率显著恢复:** 2017 年第四季度公司营业收入和净利润同比分别增长 19.1% 和 282.2%, 尽管收入规模的增速低于全年整体, 但是作为与 2016 年同样是旺季进行对比, 公司的市场订单获取及渠道均有了提升的趋势。更加值得关注的是, 公司第四季度的毛利率为 15.8%, 同比大幅度提升 2.9 个百分点, 并且显著高于全年整体水平, 在星科金朋完成搬迁后产能利用率尚在爬坡过程中, 公司的盈利水平已经能够实现显著恢复看, 未来有着持续拓展的增长潜力, 在毛利率提升的带领下, 净利润率也上升 1.7 个百分点达到了 2.5%。

➢ **未来发展战略及经营计划: 做强长电、改善星科, 目标营收 258 亿元人民币:** 公司披露 2018 年度生产经营目标为全年实现营业收入 258 亿元, 核心理念通过对于星科金朋持续整合, 并且发挥现有长电科技的产能优势, 其中我们可以看到, 原长电科技在国内外市场中品牌和竞争力已经获得认可, 未来仍然是以客户满意为导向, 通过产品质量的保障来维持高满意度。而对于星科金朋则希望加快扭亏为盈的进程, 主要是通过实施扁平化管理和建立有效的销售激励机制来实现费用率的有效控制。在技术创新方面, 则与客户一起合作, 制定出和国际大公司接轨、与国际领先同行同步的技术发展路线图, 实现超越发展。

◆ **投资建议:** 我们公司预测 2018 年至 2020 年每股收益分别为 0.48、0.80 和 1.00 元。净资产收益率分别为 6.5%、9.9% 和 11.3%, 提升评级至买入-B 建议, 主要原因是由于公司的星科金朋整合较为理想, 并且在置换债务方面的进展也相对顺利, 投资

价值逐步体现。

- ◆ **风险提示：**受到宏观经济影响半导体产业存在波动风险；星科金鹏的整合效果和协同效应不及预期；下游市场竞争加剧进而影响公司的盈利水平。

#### 财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	19,154.5	23,855.5	25,885.1	29,587.0	33,125.6
同比增长(%)	77.2%	24.5%	8.5%	14.3%	12.0%
营业利润(百万元)	-456.4	-21.9	664.7	1,156.1	1,508.6
同比增长(%)	163.3%	-95.2%	-3137.0%	73.9%	30.5%
净利润(百万元)	106.3	343.3	654.4	1,088.8	1,365.0
同比增长(%)	104.5%	222.9%	90.6%	66.4%	25.4%
每股收益(元)	0.08	0.25	0.48	0.80	1.00
PE	277.3	85.9	45.0	27.1	21.6
PB	6.4	3.1	2.9	2.7	2.4

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) 2017 年营收稳健成长，盈利能力显著恢复.....	4
(二) 2017 年四季度旺季业绩提升，趋势向好.....	6
二、经营状况分析.....	7
(一) 原长电科技和 JSCK 显著增长，整体业绩持续恢复.....	7
(二) 海外市场占比持平，国内增收又增利.....	7
(三) 未来发展战略及经营计划：做强长电、改善星科，目标营收 258 亿元人民币.....	8
三、盈利预测及投资建议.....	9
四、风险提示.....	10

## 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
图 15：过往 3 年市场细分收入.....	8
图 16：过往 3 年市场细分毛利率.....	8
表 1：收入及毛利率的业务分布.....	9

## 一、财务数据分析

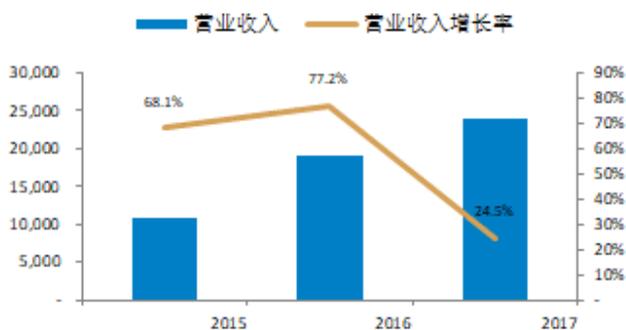
公司 2017 年销售收入同比上升 24.5% 达到 238.6 亿元，毛利率水平为 11.7%，同比下降 0.1 个百分点，归属母公司股东净利润同比上升 222.9% 为 3.43 亿元，每股净利润 0.28 元，同比上升 180.0%。公司通过并购整合星科金鹏以及在韩国设立 JSCK 拓展业务规模，在全球半导体集成电路封测外包业务市场上进入前三，并且在持续的整个过程中获得了有效的盈利能力提升。

### （一）2017 年营收稳健成长，盈利能力显著恢复

公司 2017 年全年销售收入 238.6 亿元人民币，同比上升 24.5%，收入增长的主要原因是公司本部业务以及韩国 JSCK 的订单持续有效增长，而星科金鹏的收入在搬迁过程中仅有小幅度的下降，产能和市场影响利的持续扩大是公司的业务规模持续扩大。

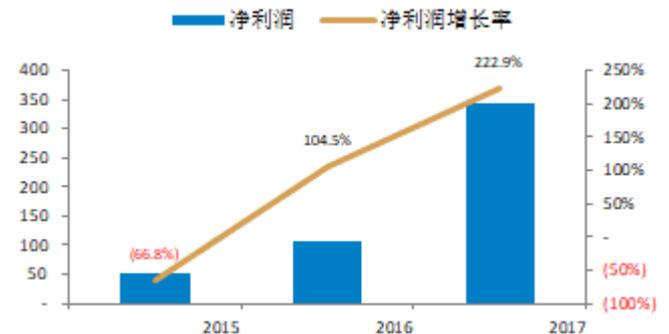
2017 年归属上市公司股东净利润为 3.43 亿元，同比上升 222.9%，每股净利润 0.28 元，同比上升 180.0%。公司的业务仍然处于整合推进的过程中，随着星科金鹏搬迁的逐步完成后生产持续恢复，以及本部和韩国厂的业务规模扩展带来收入和利润的大幅增加，公司的整体盈利能力有了显著的推升。

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

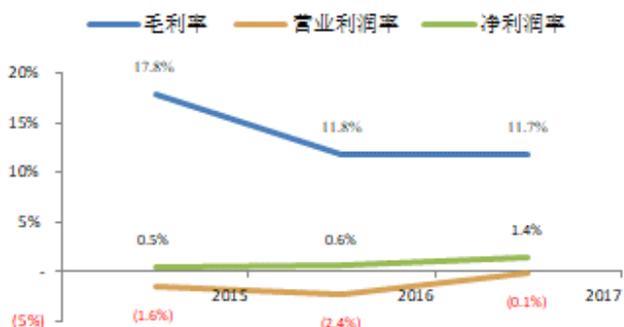
图 2：过往 3 年净利润及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

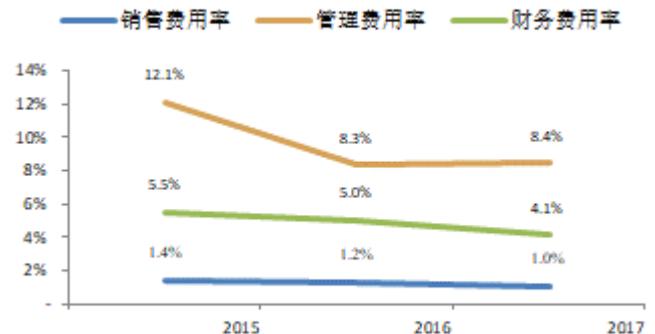
公司 2017 年全年毛利率为 11.7%，同比下降 0.1 个百分点，公司在星科金鹏搬迁产能逐步恢复的过程中逐步实现了毛利率的企稳。公司管理费用率和销售费用率随着收入规模的扩大而获得规模效应的降低，值得关注的是通过股权融资的方式公司有效的降低了财务费用率。

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

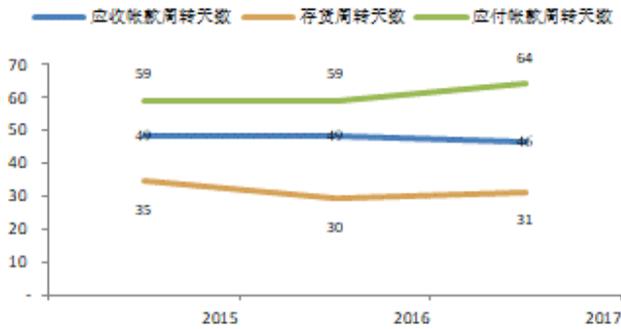
图 4：过往 3 年主要费用率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

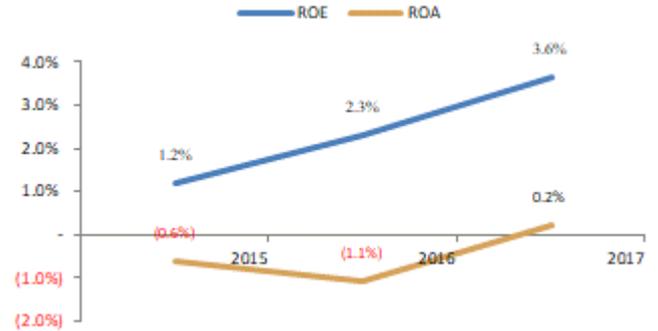
2017 年公司应收账款周转天数为 64 天, 存货周转天数为 31 天, 应付账款周转天数为 46 天。  
公司 2017 年的 ROE 与 ROA 分别同比上升 1.3 个百分点, 为 3.6% 和 0.2%。

图 5: 过往 3 年运营效率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

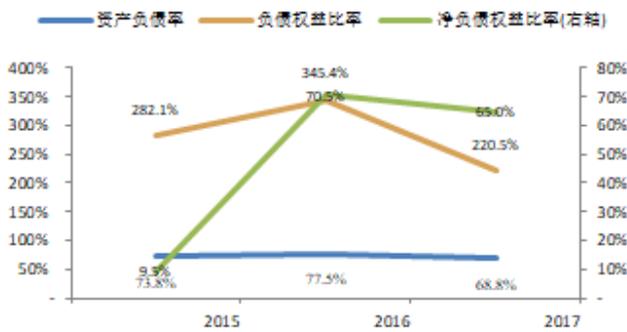
图 6: 过往 3 年主要回报率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

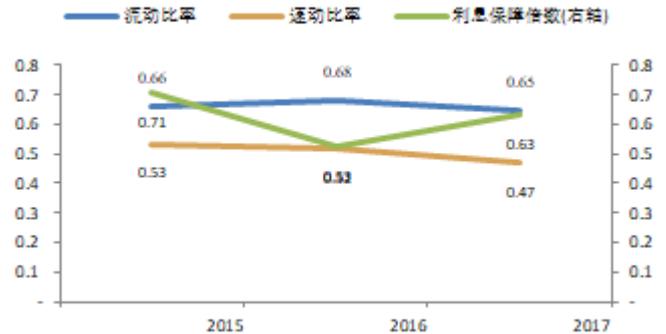
2017 年公司的资产负债率为 68.8%, 同比下降 8.7 个百分点, 负债权益比为 220.5%, 同比下降 124.9 个百分点, 净负债权益比率为 65.0%, 同比上升 5.5 个百分点。公司的负债状况正在持续的改善中。

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

短期偿债能力方面, 2017 年流动比率、速动比率分别为 0.65 和 0.47, 同比有所下滑, 公司 2017 年利息保障倍数为 0.63 倍。

## （二）2017 年四季度旺季业绩提升，趋势向好

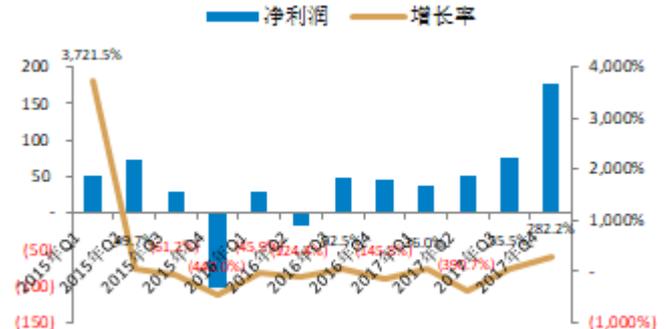
2017 年第四季度公司实现营业收入为 70.0 亿元，同比增长 19.1%，归属上市公司股东净利润为 1.78 亿元，同比上升 282.2%，作为传统旺季的对比，2017 年第四季度业绩由于 2016 年同期显示了公司在整合后的状况良好，盈利能力也获得了理想的恢复。

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

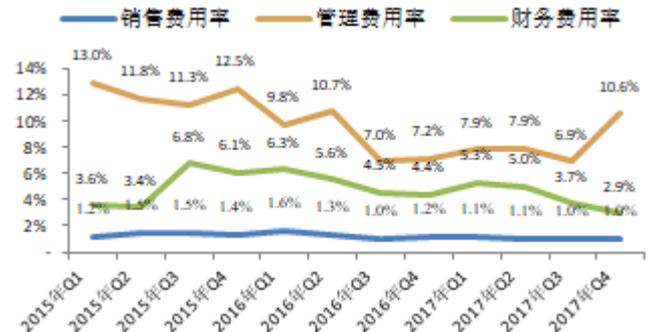
2017 年第四季度，公司毛利率水平为 15.8%，同比上升 2.9 个百分点，第四季度行业市场处于景气度较高的旺季，公司在完成星科金鹏上海向江阴搬迁后业务开展顺利，产能利用率的提升使得公司在盈利能力方面有效恢复。销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 1.0%、10.6%、0.2%，分别同比持平、上升 3.4 和下降 1.5 个百分点。

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

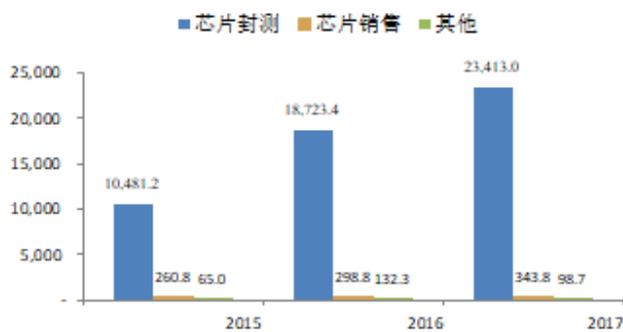
## 二、经营状况分析

公司在原长电科技和 JSCK 业务方面实现了有效的收入增长和利润提升，不仅得益于国内半导体集成电路产业的持续高景气度，更值得关注的是公司在以 Bumping 和 WL-CSP 为代表的先进封装工艺的出货量规模均显著成长，在收购星科金鹏后获得了先进技术有效的实现了整合和竞争能力提升。从地区的数据看，海外市场收入继续保持增长但毛利率尚未有效恢复，而国内市场方面则实现了增收又增利的良好局面。

### （一）原长电科技和 JSCK 显著增长，整体业绩持续恢复

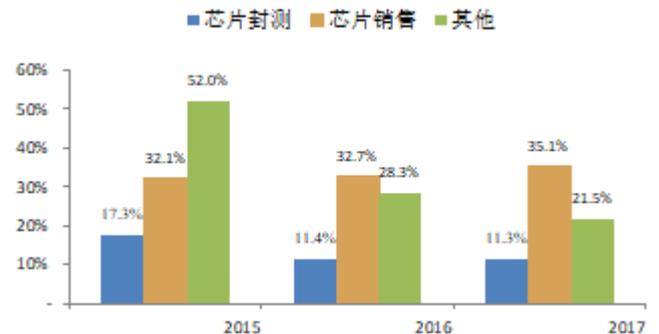
公司主营业务为集成电路封装测试，2017 年收入规模为 234.1 亿元，占比为 98.1%，其他业务为小尺寸集成电路及分立器件的硅片销售。从各主要分布的经营状况看，星科金鹏和长电韩国分别营业收入为 11.6 亿美元及 7.56 亿美元，按照 2017 年末人民币兑美元 6.5: 1 的汇率测算，分别下降 3.4% 和上升 107.4%，产品出货量方面以 Bumping 和 WL-CSP 为代表的先进封装工艺的出货量规模均显著成长，公司在市场开拓方面获得了显著的整合效用。

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



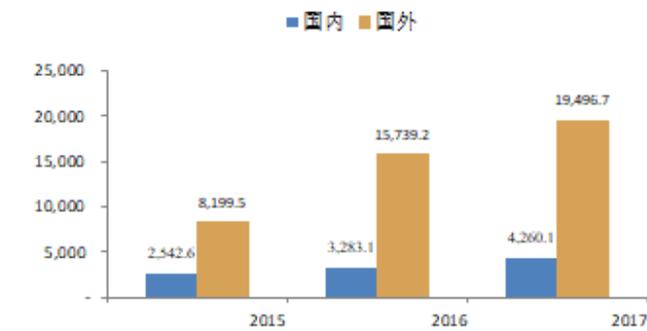
资料来源: Wind, 华金证券研究所

盈利能力方面，搬迁后的产能利用和良率爬坡均需要时间的积累，但是可以看到毛利率已经趋于平稳。公司集成电路业务的毛利率为 11.3%，同比下降 0.1 个百分点，而芯片销售业务的毛利率同比上升 2.4 个百分点为 35.1%。公司尽管未披露各业务实体的毛利率，但是公司披露原长电科技业务以及韩国 JSCK 业务随着产能利用率的提升获得了净利润同比上升 61.6% 和扭亏为盈的状况，分别达到了 6.98 亿元以及 1.53 亿元人民币，可以反应公司盈利能力的恢复。

### （二）海外市场占比持平，国内增收又增利

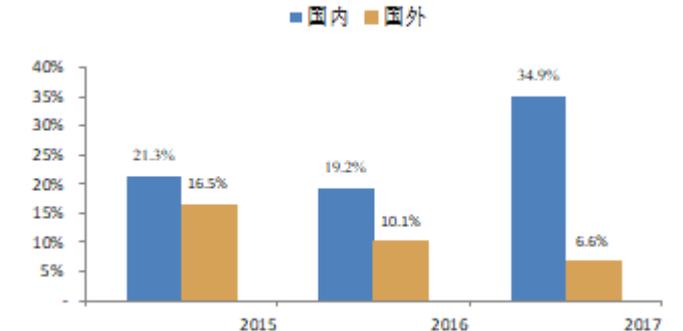
2017 年公司海外市场收入占总收入比例为 82.1%，国内市场占比 17.9%，与 2016 年相比，基本保持了稳定。可以看到的是，公司在收购星科金鹏和设立韩国 JSCK 后，在海外市场中的影响力和业务订单持续扩大，但是 2017 年国内市场收入规模也实现了快速的增长，一方面得益于国内半导体集成电路产业规模的整体扩张，同时也体现了公司在收获先进技术后对于原先业务产生了有效的协同，增加了整体的竞争力。

图 15: 过往 3 年市场细分收入



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 16: 过往 3 年市场细分毛利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

2017 年公司国内市场的毛利率达到 34.9%，同比大幅度增加 15.7 个百分点 25.5%，在收入扩张的同时盈利能力也在有效提升。海外市场毛利率 6.6%，同比下降 4.5 个百分点，产能利用率仍然有待提升，继而才能实现毛利率的增加。

### （三）未来发展战略及经营计划：做强长电、改善星科，目标营收 258 亿元人民币

公司披露 2018 年度生产经营目标为全年实现营业收入 258 亿元，核心理念通过对于星科金鹏持续整合，并且发挥现有长电科技的产能优势，主要展开的工作包括：

- 做强长电，质量为本：以客户满意为导向，用良好的工作质量确保优异的产品质量，确保客户对长电科技的质量高度满意。
- 继续加快星科金朋扭亏为盈的进程：对星科金朋实施扁平化管理，建立有效的销售激励机制，工厂实施阿米巴管理模式，降低成本、提高效益，加快产品和客户多元化的步伐。
- 加强技术创新，与一流客户同步发展：制定出和国际大公司接轨、与国际领先同行同步的技术发展路线图，与国际一流竞争对手并行发展、超越发展；跟上一流客户技术发展的步伐，加强创新，不断提升自身的研发能力和产品的技术水平；同时加强公司的知识产权保护；

### 三、盈利预测及投资建议

我们公司预测 2018 年至 2020 年每股收益分别为 0.48、0.80 和 1.00 元。净资产收益率分别为 6.5%、9.9%和 11.3%，提升评级至买入-B 建议，主要原因是由于公司的星科金鹏整合较为理想，并且在置换债务方面的进展也相对顺利，投资价值逐步体现。

盈利预测主要基于如下假设：

长电科技自身包含的江阴本部、滁州、宿迁等传统封装业务将会保持整体 5%左右的收入规模增长速度，长电先进的收入规模在产能持续释放的过程中增长速度高于传统封装。

韩国子公司 JSCK 的收入规模 2018 年增速将会收到终端影响而有所放缓，但是 2019 年有望伴随着包括智能手机和消费电子的扩张而恢复。

星科金鹏在完成搬迁后收入规模将会逐步恢复增长，预计 2018 年到 2019 年的收入增长将会提升，并且优于整体先进封装工艺的增速。

盈利能力方面，公司随着产线规模的扩张爬坡以及搬迁产能利用率的提升，毛利率水平将会逐步回升。

表 1：收入及毛利率的业务分布

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>收入</b>	<b>5,475.0</b>	<b>7,009.9</b>	<b>8,057.1</b>	<b>9,161.0</b>	<b>10,316.5</b>
<b>YoY</b>	<b>41.33%</b>	<b>28.03%</b>	<b>14.94%</b>	<b>13.70%</b>	<b>12.61%</b>
西安	1,590.4	2,616.8	3,234.4	3,764.8	4,199.7
昆山	884.4	788.8	993.8	1,292.0	1,534.9
母公司（天水）	2,596.4	3,339.3	3,506.3	3,741.2	4,173.3
迈克光电子	145.0	123.1	159.5	175.4	192.9
其他分部	258.8	141.8	163.1	187.6	215.7
<b>毛利率</b>	<b>18.0%</b>	<b>17.9%</b>	<b>19.2%</b>	<b>19.2%</b>	<b>19.7%</b>
集成电路	18.5%	18.2%	19.5%	19.5%	20.0%
其他	3.1%	1.8%	5.0%	5.0%	5.0%

资料来源：公司年报，华金证券研究所

费用方面，公司的管理费用率将会进一步收到规模效应而带来下降的预期，并且在公司的财务费用率也会随着高息债务被逐步置换后出现下降的趋势，我们预计公司的资本开支水平仍然将会维持高位，在向全球行业市场占比扩张的过程中，公司仍然需要有较大规模的产能建设。

## 四、风险提示

受到宏观经济影响半导体产业存在波动风险；  
星科金鹏的整合效果和协同效应不及预期；  
下游市场竞争加剧进而影响公司的盈利水平。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	19,154.5	23,855.5	25,885.1	29,587.0	33,125.6	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	16,890.6	21,061.0	22,558.4	25,644.2	28,714.0	营业收入增长率	77.2%	24.5%	8.5%	14.3%	12.0%
营业税费	31.5	53.5	44.9	55.5	64.6	营业利润增长率	163.3%	-95.2%	-3137.0	73.9%	30.5%
销售费用	233.6	241.3	267.0	321.7	345.7	净利润增长率	104.5%	222.9%	90.6%	66.4%	25.4%
管理费用	1,595.1	2,008.2	1,941.4	2,071.1	2,318.8	EBITDA 增长率	64.6%	18.2%	35.2%	21.4%	14.7%
财务费用	964.3	982.9	551.7	366.6	232.7	EBIT 增长率	21.7%	22.5%	95.6%	25.2%	14.4%
资产减值损失	68.5	22.7	7.7	33.0	21.1	NOPLAT 增长率	18.3%	360.8%	-62.9%	25.2%	14.4%
加:公允价值变动收益	154.1	68.1	98.8	9.2	16.9	投资资本增长率	21.3%	8.1%	6.8%	-18.0%	4.3%
投资和汇兑收益	18.7	85.1	51.9	51.9	62.9	净资产增长率	-0.3%	43.5%	6.6%	9.6%	11.0%
<b>营业利润</b>	-456.4	-21.9	664.7	1,156.1	1,508.6	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	205.4	45.9	100.8	117.3	88.0	毛利率	11.8%	11.7%	12.9%	13.3%	13.3%
<b>利润总额</b>	-251.0	24.0	765.4	1,273.4	1,596.5	营业利润率	-2.4%	-0.1%	2.6%	3.9%	4.6%
减:所得税	65.2	-49.6	76.5	127.3	159.7	净利润率	0.6%	1.4%	2.5%	3.7%	4.1%
<b>净利润</b>	106.3	343.3	654.4	1,088.8	1,365.0	EBITDA/营业收入	16.7%	15.9%	19.8%	21.0%	21.5%
						EBIT/营业收入	2.7%	2.6%	4.7%	5.1%	5.3%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	77.5%	68.8%	69.6%	65.5%	61.7%
货币资金	2,249.2	2,147.8	3,882.8	4,438.1	4,968.8	负债权益比	345.4%	220.5%	228.5%	189.5%	161.1%
交易性金融资产	-	-	68.9	86.2	107.7	流动比率	0.68	0.65	0.92	0.81	1.01
应收帐款	2,987.0	3,173.3	3,298.0	4,098.8	4,182.6	速动比率	0.52	0.47	0.66	0.61	0.73
应收票据	175.9	137.4	510.6	47.0	582.6	利息保障倍数	0.53	0.63	2.20	4.15	7.48
预付帐款	170.3	158.6	309.1	171.3	356.0	<b>营运能力</b>					
存货	1,851.3	2,313.0	3,326.6	3,084.5	4,094.0	固定资产周转天数	270	236	220	188	154
其他流动资产	302.5	570.2	431.0	434.6	478.6	流动营业资本周转天数	-19	-1	14	13	17
可供出售金融资产	21.5	29.5	29.5	29.5	29.5	流动资产周转天数	137	123	141	147	147
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	49	46	45	45	45
长期股权投资	286.6	217.9	217.9	217.9	217.9	存货周转天数	30	31	39	39	39
投资性房地产	67.7	65.8	65.8	65.8	65.8	总资产周转天数	519	456	447	401	352
固定资产	15,433.6	15,809.6	15,757.6	15,064.4	13,207.0	投资资本周转天数	320	293	290	239	196
在建工程	2,648.1	2,673.8	2,380.4	1,440.2	970.1	<b>费用率</b>					
无形资产	625.2	569.3	512.4	455.5	398.5	销售费用率	1.2%	1.0%	1.0%	1.1%	1.0%
其他非流动资产	2,900.4	2,832.4	2,760.3	2,773.3	2,785.6	管理费用率	8.3%	8.4%	7.5%	7.0%	7.0%
<b>资产总额</b>	29,719.3	30,698.7	33,550.9	32,406.9	32,444.7	财务费用率	5.0%	4.1%	2.1%	1.2%	0.7%
短期债务	3,732.8	3,424.7	4,938.8	5,060.9	5,326.1	三费/营业收入	14.6%	13.5%	10.7%	9.3%	8.7%
应付帐款	4,015.9	4,950.3	3,238.7	6,021.8	4,313.8	<b>投资回报率</b>					
应付票据	573.6	507.9	902.7	536.7	1,090.5	ROE	2.3%	3.6%	6.5%	9.9%	11.3%
其他流动负债	3,060.3	4,215.7	3,751.9	3,660.1	3,923.2	ROA	-1.1%	0.2%	2.1%	3.5%	4.4%
长期借款	4,026.7	3,721.2	4,648.9	-	-	ROIC	4.2%	15.8%	5.4%	6.4%	8.9%
其他非流动负债	7,637.7	4,301.2	5,857.1	5,932.0	5,363.5	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	23,047.0	21,121.0	23,338.2	21,211.5	20,017.2	DPS(元)	0.01	-	0.07	0.12	0.15
少数股东权益	2,077.6	132.7	167.1	224.4	296.3	分红比率	14.6%	0.0%	15.0%	15.0%	15.0%
股本	1,035.9	1,359.8	1,359.8	1,359.8	1,359.8	股息收益率	0.1%	0.0%	0.3%	0.6%	0.7%
留存收益	3,324.1	8,129.4	8,685.7	9,611.2	10,771.5						
<b>股东权益</b>	6,672.3	9,577.7	10,212.7	11,195.4	12,427.5						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	EPS(元)	0.08	0.25	0.48	0.80	1.00
净利润	-316.1	73.5	654.4	1,088.8	1,365.0	BVPS(元)	3.38	6.95	7.39	8.07	8.92
加:折旧和摊销	2,704.1	3,171.8	3,902.3	4,690.4	5,384.4	PE(X)	277.3	85.9	45.0	27.1	21.6
资产减值准备	68.5	22.7	-	-	-	PB(X)	6.4	3.1	2.9	2.7	2.4
公允价值变动损失	-154.1	-68.1	98.8	9.2	16.9	P/FCF	-154.8	-11.5	16.9	42.5	42.2
财务费用	964.4	957.1	551.7	366.6	232.7	P/S	1.5	1.2	1.1	1.0	0.9
投资损失	-18.7	-85.1	-51.9	-51.9	-62.9	EV/EBITDA	10.1	10.5	8.0	5.8	5.0
少数股东损益	-422.5	-269.8	34.4	57.3	71.8	CAGR(%)	-253.6	169.3%	-263.2	-253.6	169.3%
营运资金的变动	-509.5	-1,841.0	-1,733.1	2,191.8	-3,153.8	PEG	-1.1	0.5	-0.2	-0.1	0.1
<b>经营活动产生现金流量</b>	2,669.3	3,657.2	3,456.7	8,352.2	3,854.2	ROIC/WACC	0.5	1.7	0.6	0.7	1.0
<b>投资活动产生现金流量</b>	-4,296.9	-3,623.0	-3,577.1	-2,984.1	-2,982.1						
<b>融资活动产生现金流量</b>	1,037.5	-19.0	1,855.4	-4,812.8	-341.2						

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

蔡景彦声明，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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、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“华金证券股份有限公司研究所”，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。

### 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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)