

深天马 A (000050.SZ)

公司分析

电子元器件 | 其他元器件 III

投资评级

增持-A(首次)

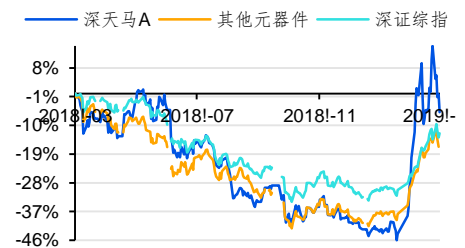
股价(2019-03-15)

16.08 元

交易数据

总市值(百万元)	32,933.82
流通市值(百万元)	29,263.31
总股本(百万股)	2,048.12
流通股本(百万股)	1,819.86
12个月价格区间	9.13/20.79 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	15.88	34.0	4.87
绝对收益	33.22	57.65	-5.67

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

首次覆盖: 中小尺寸屏幕龙头供应商, 未来发展值得期待

投资要点

- 事件:** 公司发布 2018 年年度报告, 销售收入同比上升 106.3% 为 289.1 亿元, 按调整后口径计算收入同比上升为 21.4%。毛利率水平为 15.4%, 同比下降 5.6 个百分点, 归属上市公司股东净利润为 9.25 亿元, 同比增长 14.7%, 每股净利润 0.4599 元, 调整后同比下降 31.7%。2018 年第四季度公司实现营业收入为 71.7 亿元, 同比增速由于并表较高, 但是环比出现了 7.62% 的下降, 归属上市公司股东净利润为 1.92 亿元。2018 年度利润分配预案为每 10 股派发现金红利 0.70 元 (含税), 不送红股, 不以资本公积金转增股本。
- 经营状况基本稳健, 市场仍然面临挑战:** 从经营业绩方面看, 公司在 2018 年并表了厦门天马和天马有机的业务, 因此在销售收入方面出现较大幅度的增长, 即使经过调整后我们仍然可以看到, 公司的收入增长保持在 20% 以上, 显示了公司在中小尺寸显示屏市场的行业领先地位较为稳固, 并且与核心客户保持了良好的合作关系, 其在全面屏方面的创新推动力使得公司始终能够保持在行业前列。而盈利能力方面看, 尽管由于金立的应收账款减值对于公司产生约 3.9 亿元的额外减值损失, 不考虑减值影响净利润仍有可观的增速, 但是公司的毛利率水平出现了显著的下降, 行业市场竞争已然较为激烈, 2019 年公司仍然面临盈利能力方面的挑战。
- 折叠屏全面屏引领行业市场创新需求, 产业价格仍处于下行过程:** 全面屏和折叠屏是行业创新的核心产品, 其中全面屏经过了单纯面积的变化到挖槽、挖空等变化后, 成为终端的标配。而 2019 年以来折叠屏产品吸引了大量的眼球, 也带动了 OLED 的投资热情, 成为行业市场的核心驱动因素。然而, 从供求关系的角度看, 目前市场整体的供给仍然较高, 具备革命性意义的折叠屏仍然处于市场测试阶段, 因此短期内供求关系的格局难以实质性改变, 屏幕价格仍然面临压力, 我们预计跌幅会有所放缓。
- 产能技术布局完善, 公司未来值得期待:** 公司聚焦以智能手机、平板电脑、高阶笔电为代表的消费品市场和以车载、医疗、POS、HMI 等为代表的专业显示市场。技术方面涵盖了 LTPS-TFT、AMOLED、柔性显示、Oxide-TFT、3D 显示、透明显示以及 IN-CELL/ON-CELL 一体式触控等领先技术。目前主要生产基地包含了上海、成都、武汉、厦门、深圳、日本等地, 从成熟产线到先进产线均实现了量产出货, 并且也获得了良好的客户订单。公司近期完成了公司债券的发行, 结合之前股权融资获得的资金支持, 在屏幕显示变革的行业背景下, 公司拥有了充分的成长保障预期, 随着行业逐步转变过程, 公司有望充分受益于行业的发展前景。
- 投资建议:** 我们首次对公司进行覆盖, 预计公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.55、0.61 和 0.82 元。净资产收益率分别为 4.1%、4.4% 和 5.6%, 以相对估值

PE 为主要参考依据，结合 PB 估值的情况，给予增持-A 建议。

- ◆ **风险提示：**全球中小尺寸市场的供求关系导致竞争加剧，影响显示屏价格；包括 AMOLED 等新产品终端市场的需求不及预期；产能建设及良率爬坡进度不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019	2020	2021
主营收入(百万元)	14,012.5	28,911.5	30,520.8	32,597.0	34,744.6
同比增长(%)	30.5%	106.3%	5.6%	6.8%	6.6%
营业利润(百万元)	884.4	983.5	1,282.7	1,431.0	1,907.3
同比增长(%)	148.7%	11.2%	30.4%	11.6%	33.3%
净利润(百万元)	807.2	925.5	1,100.5	1,234.9	1,666.5
同比增长(%)	41.8%	14.7%	18.9%	12.2%	35.0%
每股收益(元)	0.39	0.45	0.55	0.61	0.82
PE	40.8	35.6	29.5	26.4	19.5
PB	2.3	1.3	1.2	1.2	1.1

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、公司简介及财务分析：中小尺寸面板龙头厂商	4
(一) 全球领先的中小尺寸显示屏供应商	4
(二) 公司财务分析	5
1、2018 年营收稳步增长，盈利能力受到减值影响	5
2、2018 年国内市场拓展显著，现金流持续向好	7
3、季度业绩显示公司面临挑战，经营效率有所改善	8
二、智能终端显示屏创新活跃，屏幕价格仍下跌单跌幅放缓	10
(一) 智能终端市场显示屏创新层出不穷，折叠屏全面屏受关注	10
(二) OLED 供应链产能尚未成熟，屏幕市场价格仍然面临压力	11
三、盈利预测及投资建议	12
四、风险提示	13

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司主要股东持股情况	5
图 3：公司股权结构	5
图 4：过往 3 年营业收入及增长率	6
图 5：过往 3 年净利润及增长率	6
图 6：过往 3 年主要盈利能力比率	6
图 7：过往 3 年主要费用率变动	6
图 8：过往 3 年运营效率	6
图 9：过往 3 年主要回报率	6
图 10：过往 3 年负债率	7
图 11：过往 3 年短期偿债能力	7
图 12：过往 3 年市场细分收入	7
图 13：过往 3 年市场细分毛利率	7
图 14：过往三年经营活动现金流净额 v.s. 净利润	8
图 15：过往 12 个季度营业收入及增长率	8
图 16：过往 12 个季度净利润及增长率	8
图 17：过往 12 个季度毛利率及净利润率	8
图 18：过往 12 个季度主要费用率水平	8
图 19：华为手机的全面屏变化趋势	10
图 20：三星折叠屏手机“Galaxy Fold”	10
图 21：华为折叠屏手机“Mate X”	10
图 22：全球 7 寸面板月度报价（2017.02 – 2019.02）	11
图 23：全球 14 寸面板月度报价（2017.02 – 2019.02）	11
表 1：公司主要生产基地的工艺及产品应用市场	5
表 2：收入及毛利率的业务分布	12
表 3：产业链可比公司估值参考	12

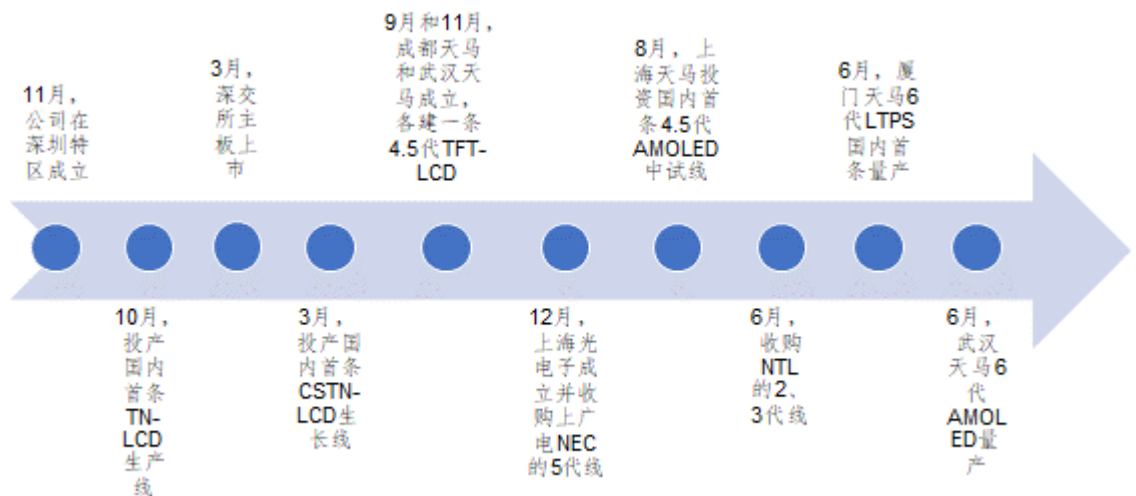
一、公司简介及财务分析：中小尺寸面板龙头厂商

公司是国内显示面板的核心供应商，成立于 1983 年 11 月，1995 年在深圳交易所主板上市。公司聚焦以智能手机、平板电脑、高阶笔电为代表的消费品市场和以车载、医疗、POS、HMI 等为代表的专业显示市场。在中小尺寸面板领域内公司 2017 年的全球出货量保持领先位置，并且积极布局了智能家居、智能穿戴、AR/VR、无人机等新兴应用领域，技术方面涵盖了 LTPS-TFT、AMOLED、柔性显示、Oxide-TFT、3D 显示、透明显示以及 IN-CELL/ON-CELL 一体式触控等领先技术。

（一）全球领先的中小尺寸显示屏供应商

公司于 1983 年 11 月在深圳特区成立，是国内显示面板的核心供应商，产品主要以中小尺寸的智能机、平板电脑、高阶笔电为代表的消费品市场和以车载、医疗、POS、HMI 等为代表的专业显示市场。从成立之初，公司在国内中小尺寸产品市场的生产线布局始终处于行业领先地位，分别在 TN-LCD、TFT-LCD、AMOLED 的产线建设和投产方面引领国内市场，2018 年公司在全球市场的中小尺寸模组出货量保持领先。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，华金证券研究所

公司在 1995 年 3 月实现了深圳交易所主板上市，通过内生外延的扩张，到 2018 年上市公司层面已经拥有了深圳、上海、成都、武汉、厦门、日本等 6 地的生产基地，经营管理 4.5 代 a-Si、5 代 a-Si、5.5 代 LTPS、5.5 代 AM-OLED、6 代 LTPS、6 代 AMOLED 等多条产线。销售网络方面，公司在美国、德国、日本、韩国、台湾、香港等主要发达国家与地区设有全球营销网络和技术服务支持平台。研发方面，公司设有 TFT-LCD 关键材料及技术国家工程实验室、国家级企业技术中心、博士后流动工作站，并承担国家发改委、科技部、工信部等多个重大国家级专题项目。我们认为，在中小尺寸的触控显示屏市场，经过多年的发展和积累，公司已经拥有了完整的生产、研发、销售体系，形成了强大客户影响力和产业竞争力。

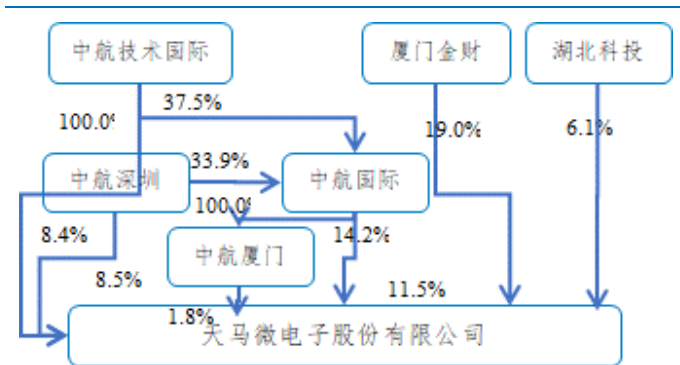
表 1：公司主要生产基地的工艺及产品应用市场

生产基地	工艺及产线	主要应用市场
深圳天马	单色液晶显示屏生产线 高端车载产品生产线	车载、医疗、工控类显示屏及模块
上海天马	G4.5 TFT-LCD	车载、医疗、工控类显示屏及模块
成都天马	G4.5 TFT-LCD	移动终端消费类、车载、工控类显示屏
武汉天马	G4.5 TFT-LCD/CF G6 AMOLED	LCD 主要应用于移动终端消费类、工控类显示屏及模块 AMOLED 主要应用于高端智能手机和差异化平板电脑
厦门天马	G5.5 LTPS TFT-LCD/CF G6 LTPS TFT-LCD/CF	中高端移动终端消费类显示屏及模块
上海中航光电子	G5 TFT-LCD	移动终端消费类、车载、医疗、工控类显示屏及模块
天马日本	G2 TFT-LCD G3 TFT-LCD	车载、医疗、工控类显示屏以及模块。
天马有机发光	G5.5 AMOLED	移动终端消费类显示等领域

资料来源：公司官方网站，公司公告，华金证券研究所

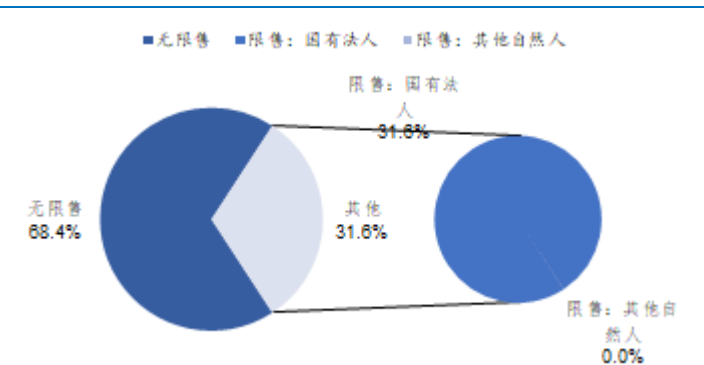
公司股权结构方面是一家国有控股的企业，前十大股东均有国有法人，其中中国航空技术国际控股有限公司是其实际控制人，合计持有 32.91%的股份，其他超过 5%股份的股东还有厦门金财产业发展 19.02%和湖北省科技投资集团 6.14%。

图 2：公司主要股东持股情况



资料来源：公司年报，华金证券研究所

图 3：公司股权结构



资料来源：公司年报，华金证券研究所

截至到 2018 年年报披露的数据，公司总股份为 20.48 亿股，其中非限售股占比为 68.40%。

（二）公司财务分析

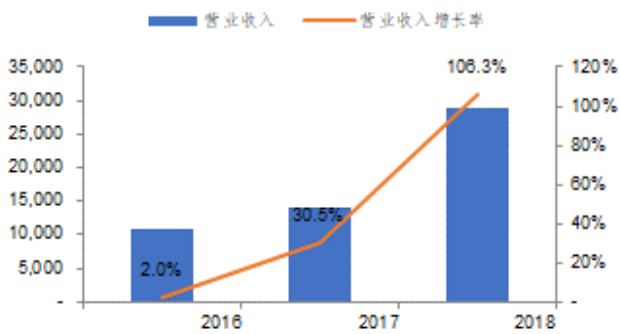
公司 2018 年度实现营业收入 289.1 亿元，同比上升 106.3%，经过调整后同比增长为 21.4%。毛利率水平为 15.4%，同比下降 5.6 个百分点，归属上市公司股东净利润为 9.25 亿元，同比增长 14.7%，每股净利润 0.4599 元，调整后同比下降 31.70%。公司 2018 年整体面临较大的挑战，盈利能力方面有所下降，但是业务规模仍然保持了有效的扩张，经营效率也有所提升。

1、2018 年营收稳步增长，盈利能力受到减值影响

公司 2018 年度实现营业收入 289.1 亿元，同比上升 106.3%，经过调整后同比增长为 21.4%，公司在 2018 年 2 月完成对于厦门天马和天马有机发光的合并报表，在公司现有 a-Si 和 TFT-LCD 成熟技术保障下，尽管面临行业挑战，但是仍然基本实现了稳定的成长。

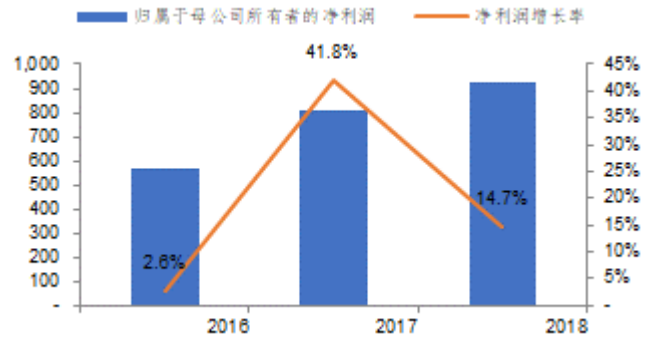
公司 2018 年归属上市公司股东净利润为 9.25 亿元，同比增长 14.7%，经过调整后同比下降 15.2%，主要是由于对于金立的应收账款计提了坏账，影响扣非净利润 3.9 亿元。

图 4：过往 3 年营业收入及增长率



资料来源：Wind, 华金证券研究所

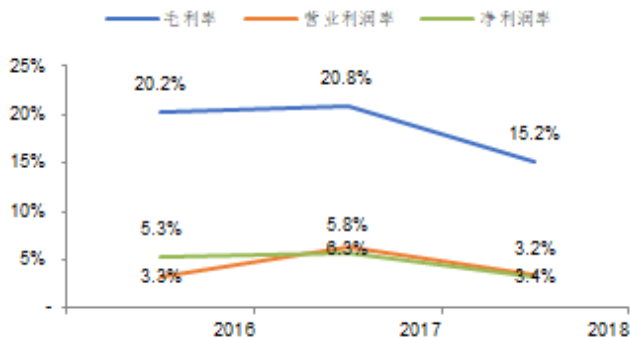
图 5：过往 3 年净利润及增长率



资料来源：Wind, 华金证券研究所

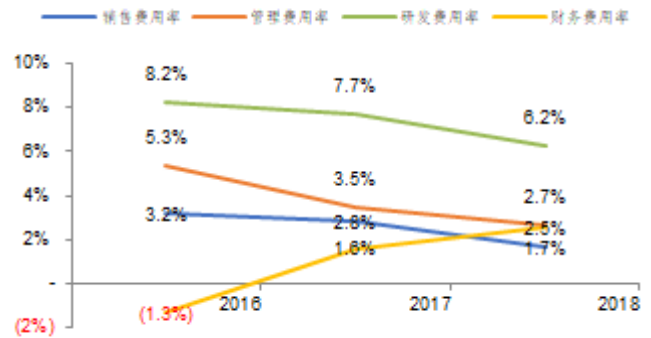
公司 2018 年全年毛利率为 15.2%，同比下降 5.6 个百分点，经过调整后同比下降 5.0 个百分点，产品市场的激烈竞争使得公司的毛利率水平有所下降。公司营业利润率和净利润率分别同比下降 2.9 和 2.6 个百分点为 3.4% 和 3.2%。费用率方面，销售、管理和研发费用率同比下降 0.9、0.8 和 1.5 个百分点，财务费用率则同比上升了 0.9 个百分点。

图 6：过往 3 年主要盈利能力比率



资料来源：Wind, 华金证券研究所

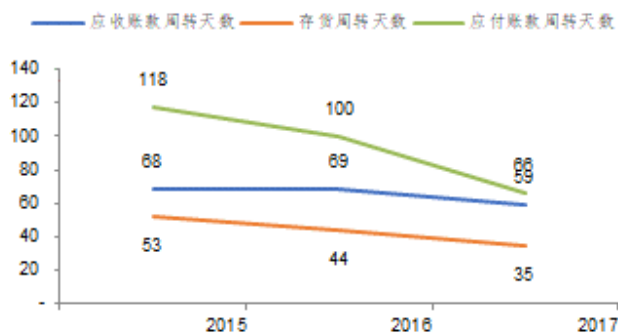
图 7：过往 3 年主要费用率变动



资料来源：Wind, 华金证券研究所

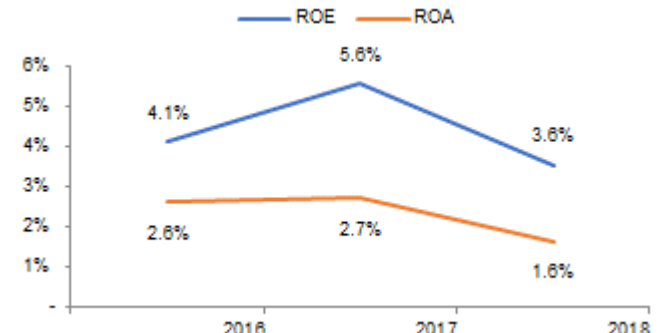
2018 年公司应收账款周转天数为 66 天，存货周转天数为 35 天，应付账款周转天数为 59 天，公司运营效率持续改善。公司 2018 年的 ROE 与 ROA 均有所下降，分别同比下降 2.0 和 1.1 个百分点为 3.6% 和 1.6%，盈利能力下降是主要原因。

图 8：过往 3 年运营效率



资料来源：Wind, 华金证券研究所

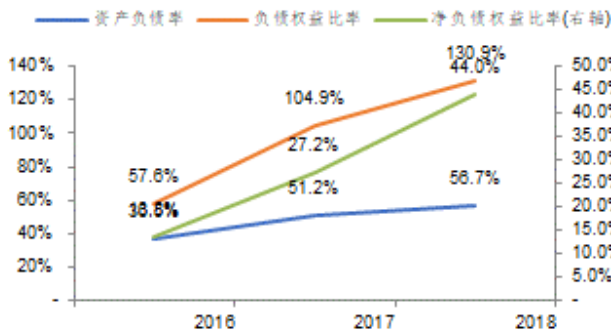
图 9：过往 3 年主要回报率



资料来源：Wind, 华金证券研究所

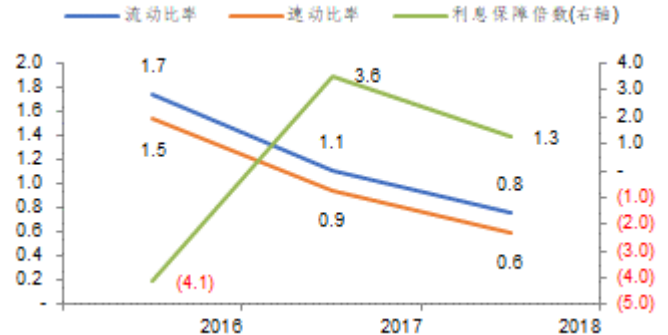
2018年公司的资产负债率为56.7%，同比上升5.5个百分点，负债权益比为130.9%，同比上升26.0个百分点，净负债权益比率为44.0%，同比上升12.8个百分点，由于产能投入方面的需求，公司的负债率水平有所上升。

图 10: 过往 3 年负债率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 11: 过往 3 年短期偿债能力



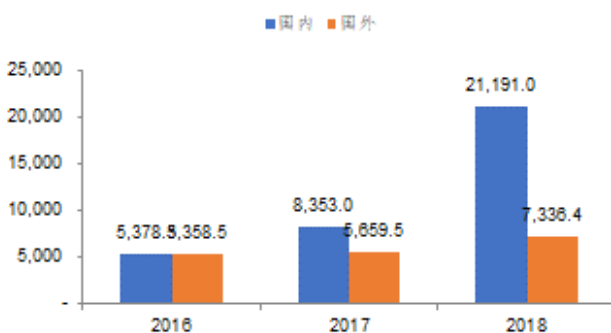
资料来源: Wind, 华金证券研究所

短期偿债能力方面，2018年流动比率、速动比率分别为0.8和0.6，利息保障倍数为1.3，公司的偿债能力略有下降但是仍然在可控范围内。

2、2018年国内市场拓展显著，现金流持续向好

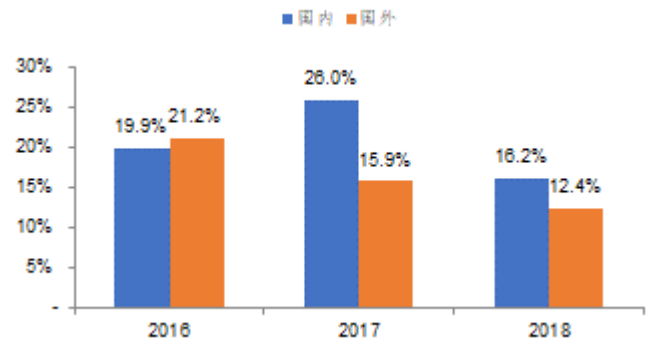
2018年公司国内市场销售收入占总收入74.3%，海外市场收入占比25.7%，与2017年相比，国内市场的占比持续提升。我们考虑并表并进行相应的调整后看，公司国内市场的收入同比增速为33.1%，而海外市场的增速为下降3.6%，厦门天马的TFT-LCD产线核心客户来源于国内安卓阵营的一线厂商，驱动了公司国内收入占比的提升。

图 12: 过往 3 年市场细分收入



资料来源: Wind, 华金证券研究所

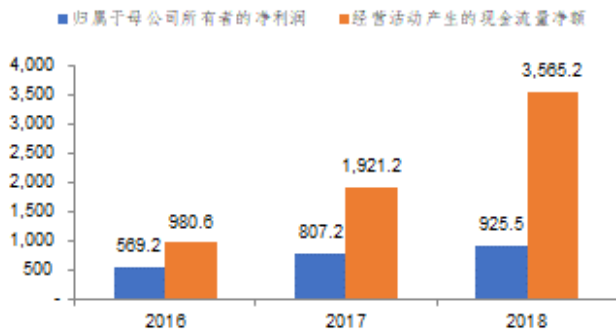
图 13: 过往 3 年市场细分毛利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

从盈利能力方面看，尽管收入端的数据较为理想，但是无论是国内还是海外市场，面临着行业市场整体的景气度不高，产品整体价格处于下行过程中，并且创新带来的产能和模具的消耗，使得公司的毛利率在国内外市场均出现了不同程度的下降，考虑并表后的数据对比看，国内和国外市场的毛利率分别下降5.6和4.5个百分点为16.2%和12.4%。

图 14: 过往三年经营活动现金流净额 v.s.净利润



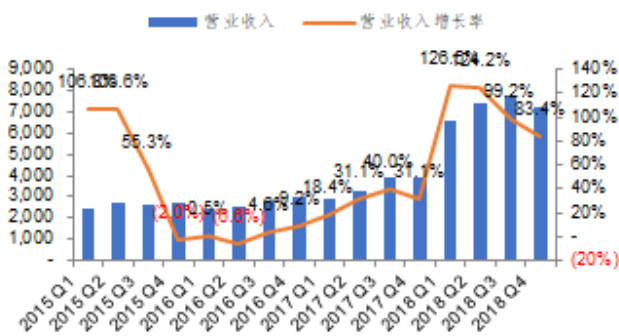
资料来源: Wind, 华金证券研究所

从现金流情况看,公司过往 3 年的经营性现金净流入金额持续上升,并且上升速度远高于净利润的增长情况,公司的现金流情况持续改善。

3、季度业绩显示公司面临挑战,经营效率有所改善

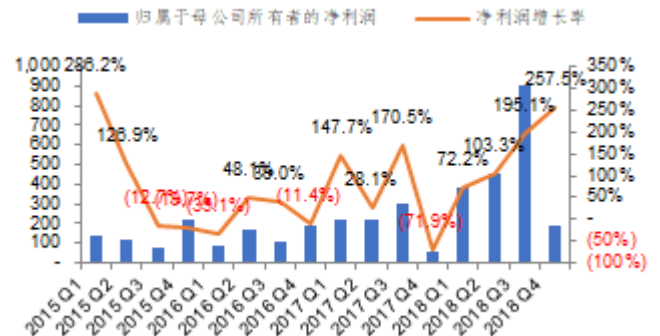
2018 年第四季度公司实现营业收入为 71.7 亿元,同比增速由于并表较高,但是环比出现了 7.62% 的下降,归属上市公司股东净利润为 1.92 亿元,由于并表的原因,第四季度的净利润涨幅较大,但是环比方面看,即使剔除减值影响也环比下跌幅度较大,四季度公司在经营方面面临较多的挑战。

图 15: 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 16: 过往 12 个季度净利润及增长率

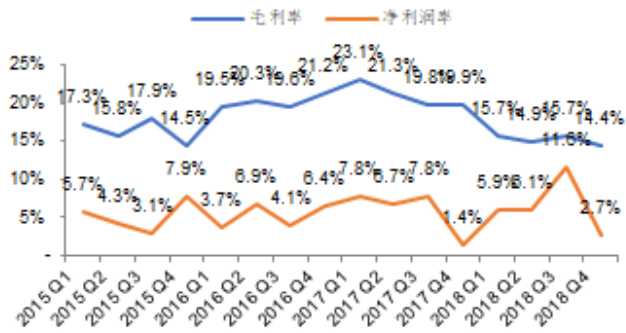


资料来源: Wind, 华金证券研究所

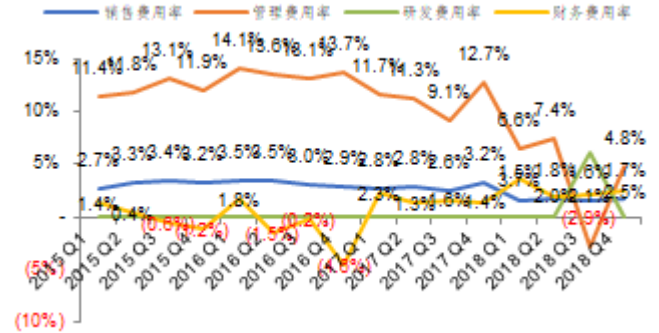
2018 年第四季度,公司毛利率水平为 14.4%,是全年 4 个季度中最低的,同比毛利率下降 5.5 个百分点,显示第四季度尽管是行业旺季,但是在市场竞争激烈的背景下,即使公司的出货量能够较为理想,业绩压力仍然较大。费用率方面,公司控制的较好,主要费用率合计同比显著下降,并且第四季度也是较为理想的。具体而言,公司的销售费用率、管理费用率(合并研发费用进行口径统一)以及财务费用率分别下降 1.5、8.3 和上升 1.1 个百分点。

图 17: 过往 12 个季度毛利率及净利润率

图 18: 过往 12 个季度主要费用率水平



资料来源: Wind, 华金证券研究所



资料来源: Wind, 华金证券研究所

二、智能终端显示屏创新活跃，屏幕价格仍下跌单跌幅放缓

从行业市场的发展趋势看，全面屏和折叠屏是行业创新的核心产品，其中全面屏经过了单纯面积的变化到挖槽、挖空等变化后，成为终端的标配。而 2019 年以来折叠屏产品吸引了大量的眼球，也带动了 OLED 的投资热情，成为行业市场的核心驱动因素。然而，从供求关系的角度看，目前市场整体的供给仍然较高，具备革命性意义的折叠屏仍然处于市场测试阶段，因此短期内供求关系的格局难以实质性改变，屏幕价格仍然面临压力，我们预计跌幅会有所放缓。

（一）智能终端市场显示屏创新层出不穷，折叠屏全面屏受关注

以手机、平板电脑为代表的移动智能终端的从产品整体的出货量上看进入到存量竞争的市场格局，终端厂商在产品营销方面的差异化诉求是推动行业创新的核心动力，外观件、摄像头、生物识别技术等均是产品创新的重要领域。2017 年下半年开始，18:9 的全面屏创新成为行业的重要关注点，进入 2018 年之后，全面屏的创新速度又有提升。

图 19：华为手机的全面屏变化趋势



资料来源：华为商城、京东商城、华金证券研究所

尽管“全面屏”概念从开始到现在都没有准确的定义，以华为手机为代表的全面屏变化趋势可以看到，从单纯的屏幕比例变化、到通过切割实现刘海屏或者水滴屏，再到近期推出挖孔屏，全面屏基本上经历了从 1.0 到 3.0 的变化过程。

图 20：三星折叠屏手机“Galaxy Fold”



资料来源：三星官网，华金证券研究所

图 21：华为折叠屏手机“Mate X”



资料来源：华为官网，华金证券研究所

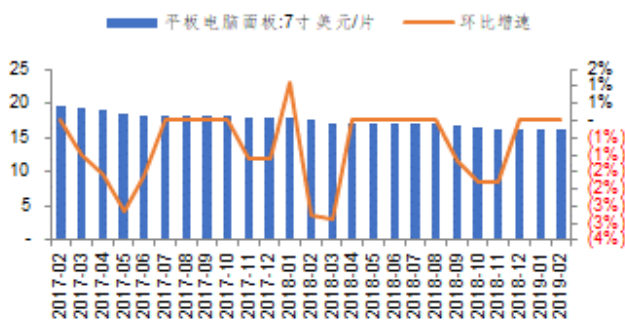
进入 2019 年以来，折叠屏成为行业市场创新更为吸引眼球的方向，尽管从终端产品的定价和量产的信息看，仍然处于产品市场开拓的测试期，供应链的成熟度提升仍然需要较厂的时间，但是这并不妨碍折叠屏成为时下智能手机市场的焦点。

公司作为中小尺寸屏幕的全球领先供应商，与国内的主要的终端厂商保持了长期良好的合作关系，而全面屏产品的创新中，公司始终也是处于引领行业发展的重要推手，在产品出样、良率提升、产能拓展方面，公司始终处于领先地位，这也为公司在营收方面的成长打下了基础。

（二）OLED 供应链产能尚未成熟，屏幕市场价格仍然面临压力

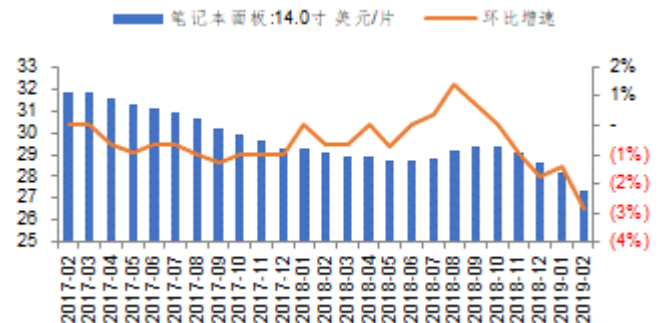
屏幕尤其是手机屏幕市场看上看，折叠屏仍然处于较为早期的市场测试阶段，而 OLED 尽管中韩厂商均在持续进行着大规模的投入，单从产线推进进度和生产良率来看，国内厂商的市场竞争力仍然需要时间来验证，然而在国内厂商产能有效释放之前，以三星作为核心供应商的供给格局下，屏幕价格的水平难以出现明显的下降，也就抑制了产品市场渗透率的提升。

图 22: 全球 7 寸面板月度报价 (2017.02 - 2019.02)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 23: 全球 14 寸面板月度报价 (2017.02 - 2019.02)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

OLED 的关注较大，但是终端应用方面 TFT-LCD 依然是行业的核心产品。从供需关系看，尽管国内外厂商在 TFT-LCD 领域的产能已经基本没有新的投入，但是目前仍然处于供过于求的整体局面，从产品的价格看，中小尺寸市场价格仍然处于下降的过程中，7 寸以下市场的跌幅逐步收窄，而全面屏的普及在工艺难度上提升也有望提升产品的价值量。

三、盈利预测及投资建议

盈利预测主要基于如下假设：

公司面板业务的产品价格仍然处于下行过程中，我们预计 2019 年整体价格下降幅度为中个位数，2020 年之后的降幅逐步降低。

出货量方面，我们预计公司在 a-Si 和 TFT-LCD 方面仍然会有低双位数方面的成长预期，主要的原因是终端品牌商集中度提升利好行业龙头企业的出货量成长。而 OLED 相关资产的目前的收入规模较小，随着 2020 年之后行业预期变好将为迎来大幅提升的空间。

盈利能力方面，我们认为公司在产品创新方面的良好预期将会逐步提升公司的综合毛利率水平，随着生产效率和管理能力的提升，毛利率有望小幅度上升。

表 2：收入及毛利率的业务分布

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	13,781.4	28,527.4	30,021.4	31,947.7	33,900.6
YoY	30.5%	106.3%	5.6%	6.8%	6.6%
厦门天马	-	15,151.4	16,166.5	17,249.7	17,568.8
武汉天马	6,838.9	6,799.4	6,925.2	7,565.8	8,265.6
上海中航光电子	2,337.3	2,187.4	2,227.9	2,269.1	2,311.1
上海天马	3,304.0	4,056.0	4,431.2	4,841.1	5,288.9
上海有机发光	-	328.0	426.4	724.9	1,087.3
成都天马	2,080.7	2,184.7	2,331.1	2,487.3	2,533.3
日本天马	1,807.3	1,807.3	1,807.3	1,807.3	1,807.3
内部抵消	(2,586.9)	(3,987.0)	(4,294.3)	(4,997.5)	(4,961.8)
毛利率	20.8%	15.2%	15.7%	16.3%	16.3%

资料来源：公司年报，华金证券研究所

费用方面，随着公司规模持续扩大以及产品创新的需求持续扩张，公司整体费用支出规模也将会提升，但是在规模效应下，我们预计整体费用率水平保持平稳。产能建设从 2019 年后有所提升，资本开支也相应增加，使得资金成本会有提升。

综合上述盈利假设，我们预计公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.55、0.61 和 0.82 元。净资产收益率分别为 4.1%、4.4%和 5.6%。

投资建议方面，我们以行业可比公司的平均市盈率作为标准，参考市净率水平。

表 3：产业链可比公司估值参考

代码	公司	PE	PE	PE	PB
		2018E	2019E	2020E	
000725.SZ	京东方 A	32.1	23.4	16.2	1.5
002008.SZ	大族激光	24.0	19.3	14.3	5.5
002456.SZ	欧菲科技	19.8	14.3	11.0	3.6
300433.SZ	蓝思科技	15.0	12.7	10.6	2.0
002475.SZ	立讯精密	34.8	25.3	19.6	6.0
	平均	25.2	19.0	14.3	3.7

资料来源：Wind，华金证券研究所（数据截止 2019 年 3 月 15 日，采用 Wind 一致盈利预期）

从上述表格中我们可以看到，行业市场可比公司的 2019 年平均动态市盈率约为 19.0，PB 约为 3.70，我们首次对公司进行覆盖，从公司的成长预期和市值规模水平看，我们建议给予“增持-A”投资建议。

四、风险提示

全球中小尺寸市场的供求关系导致竞争加剧，影响显示屏价格；

包括 AMOLED 等新产品终端市场的需求不及预期；

产能建设及良率爬坡进度不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019	2020	2021	(百万元)	2017	2018	2019	2020	2021
营业收入	14,012.5	28,911.5	30,520.8	32,597.0	34,744.6	年增长率					
减:营业成本	11,091.0	24,519.7	25,717.7	27,290.5	29,067.3	营业收入增长率	30.5%	106.3%	5.6%	6.8%	6.6%
营业税费	65.2	136.5	140.8	151.9	162.1	营业利润增长率	148.7%	11.2%	30.4%	11.6%	33.3%
销售费用	398.0	480.7	783.5	768.2	762.8	净利润增长率	41.8%	14.7%	18.9%	12.2%	35.0%
管理费用	1,562.9	2,569.7	2,746.9	2,933.7	3,127.0	EBITDA 增长率	300.8%	64.1%	29.7%	28.1%	15.9%
财务费用	227.2	733.7	734.9	863.9	773.9	EBIT 增长率	409.9%	54.4%	17.5%	13.7%	16.8%
资产减值损失	267.2	608.9	208.8	371.6	237.3	NOPLAT 增长率	460.9%	64.9%	-77.3%	4.6%	129.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	65.0%	140.6%	6.7%	14.1%	-13.2%
投资和汇兑收益	484.5	1,121.4	1,094.8	1,214.2	1,293.3	净资产增长率	5.2%	79.7%	3.8%	4.8%	6.1%
营业利润	884.4	983.5	1,282.7	1,431.0	1,907.3	盈利能力					
加:营业外净收支	8.0	35.6	4.9	5.9	9.2	毛利率	20.8%	15.2%	15.7%	16.3%	16.3%
利润总额	892.5	1,019.2	1,287.6	1,436.9	1,916.5	营业利润率	6.3%	3.4%	4.2%	4.4%	5.5%
减:所得税	85.3	35.3	128.8	143.7	191.6	净利润率	5.8%	3.2%	3.6%	3.8%	4.8%
净利润	807.2	925.5	1,100.5	1,234.9	1,666.5	EBITDA/营业收入	8.8%	7.0%	8.6%	10.3%	11.2%
						EBIT/营业收入	7.9%	5.9%	6.6%	7.0%	7.7%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019	2020	2021	资产负债率	51.2%	56.7%	52.7%	55.9%	48.5%
货币资金	4,290.3	3,687.0	1,100.4	1,377.7	1,110.7	负债权益比	104.9%	130.9%	111.3%	127.0%	94.0%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.10	0.77	0.59	0.68	0.65
应收帐款	3,330.3	5,968.4	4,065.8	6,651.0	4,771.9	速动比率	0.95	0.60	0.47	0.50	0.51
应收票据	675.0	367.8	733.0	1,612.6	56.3	利息保障倍数	3.55	1.26	1.50	1.43	2.15
预付帐款	25.6	54.5	99.7	30.6	106.3	营运能力					
存货	1,602.9	3,125.0	1,833.9	3,876.4	1,887.4	固定资产周转天数	168	226	401	450	455
其他流动资产	1,336.2	1,336.5	1,131.4	757.0	520.2	流动营业资本周转天数	-3	-7	-19	0	-9
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	269	163	141	130	120
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	69	59	60	60	60
长期股权投资	313.4	32.3	32.3	32.3	32.3	存货周转天数	44	35	35	38	36
投资性房地产	32.6	29.8	32.1	31.5	31.1	总资产周转天数	669	566	700	679	643
固定资产	6,622.1	29,249.8	37,740.9	42,620.1	43,965.6	投资资本周转天数	350	360	498	516	482
在建工程	9,785.3	12,874.0	6,937.0	3,968.5	2,484.3	费用率					
无形资产	1,019.1	2,112.4	2,104.0	2,092.6	2,080.6	销售费用率	2.8%	1.7%	2.6%	2.4%	2.2%
其他非流动资产	664.4	912.2	944.7	890.5	915.8	管理费用率	11.2%	8.9%	9.0%	9.0%	9.0%
资产总额	29,652.3	60,037.0	57,042.4	64,227.9	58,249.7	财务费用率	1.6%	2.5%	2.4%	2.7%	2.2%
短期债务	2,960.0	4,250.0	4,136.4	8,823.3	-	三费/营业收入	15.6%	13.1%	14.0%	14.0%	13.4%
应付帐款	4,273.6	8,597.5	4,574.9	7,782.4	5,822.4	投资回报率					
应付票据	1,602.7	2,123.1	4,173.8	1,908.1	4,095.8	ROE	5.6%	3.6%	4.1%	4.4%	5.6%
其他流动负债	1,227.1	3,806.8	2,177.1	2,308.1	2,668.4	ROA	2.7%	1.6%	2.0%	2.0%	3.0%
长期借款	3,730.0	11,814.7	12,814.7	12,814.7	12,814.7	ROIC	6.0%	4.1%	0.9%	0.8%	2.1%
其他非流动负债	1,248.4	3,242.9	1,906.0	2,132.4	2,427.1	分红指标					
负债总额	15,177.5	34,032.3	30,041.1	35,931.5	28,223.4	DPS(元)	0.70	0.07	-	-	-
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	121.6%	15.2%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	1,401.1	2,048.1	2,048.1	2,048.1	2,048.1	股息收益率	4.4%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	13,158.8	24,009.6	25,025.1	26,318.3	28,043.1						
股东权益	14,474.8	26,004.7	27,001.3	28,296.4	30,026.3						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.39	0.45	0.55	0.61	0.82
	2017	2018	2019	2020	2021	BVPS(元)	7.07	12.70	13.18	13.82	14.66
净利润	807.2	925.5	1,100.5	1,234.9	1,666.5	PE(X)	40.8	35.6	29.5	26.4	19.5
加:折旧和摊销	1,030.3	3,072.8	795.5	1,279.1	1,463.5	PB(X)	2.3	1.3	1.2	1.2	1.1
资产减值准备	1.2	0.3	0.3	0.3	0.3	P/FCF	-56.1	-3.1	-13.5	206.6	-108.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	2.4	1.1	1.1	1.0	0.9
财务费用	224.7	635.9	734.9	863.9	773.9	EV/EBITDA	1.7	5.9	5.9	5.9	2.9
投资损失	37.9	-120.4	-30.0	-37.5	-62.6	CAGR(%)	15.2%	21.7%	12.8%	15.2%	21.7%
少数股东损益	-	58.3	58.3	58.3	58.3	PEG	2.7	1.6	2.3	1.7	0.9
营运资金的变动	-480.8	-1,799.9	-695.5	-3,943.3	6,405.9	ROIC/WACC	0.6	0.4	0.1	0.1	0.2
经营活动产生现金流量	1,921.2	3,565.2	2,172.8	-172.7	10,543.1						
投资活动产生现金流量	-7,331.8	-5,638.6	-4,892.1	-3,231.6	-1,218.0						
融资活动产生现金流量	5,181.6	379.4	132.6	3,681.6	-9,592.1						

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

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