

2019年03月18日

公司研究•证券研究报告

# 洁美科技 (002859.SZ)

## 传统产品稳健扩张，新兴业务量产拓展空间

### 投资要点

- ◆ **事件：**公司发布2019年年度报告，全年实现营业收入13.1亿元，同比上升31.6%，毛利率37.1%，同比下降3.0个百分点，归属母公司净利润为2.75亿元，同比上升40.3%，每股收益1.08元，同比提升36.7%。第四季度公司实现营业收入为3.02亿元，同比增长32.2%，归属上市公司股东净利润为6486.8万，同比上升35.9%。2018年度利润分配预案为每10股派发现金红利2.20元（含税），不送红股，不以公积金转增股本。
- ◆ **2018年公司业务保持快速增长，新品量产值得关注：**公司2018年全年销售收入和净利润分别同比上升31.6%和40.3%，保持了上市以来快速增长的势头，从产品出货的结构看，业绩的核心贡献仍然来自于传统产品纸质载带、胶带，随着产能建设的逐步释放以及公司的客户渠道同步开拓，对于公司成长起到了决定性的作用。值得关注的是，公司在塑料载带和转移胶带方面看，2018年也实现了有效的规模化量产，尽管在收入占比方面仍然较小，但是量产为公司的业务扩张打开了成长的空间。市场方面，公司在国内市场的成长性高于海外市场，尽管海外市场的总体收入规模仍然较大，未来随着国内客户的业务发展，公司在国内市场的占比将会持续提升。
- ◆ **上游原材料影响公司毛利率，经营效率提升驱动成长：**2018年公司的毛利率同比下降3.0个百分点为37.1%，上游原材料成本上升对于公司盈利能力带来了显著的影响，下半年公司通过价格调整来改善毛利率状况，但是全年依然承受压力。与之相对的是，公司在经营效率方面有所提升，主要费用率水平同比下降5.3个百分点，并且这是在公司研发投入持续增加，研发费用率有所上升的情况下，显示了公司在规模扩张的同时对于管理效率有了显著的提升。未来我们预计上游材料的价格变动仍然会对公司盈利能力产生影响，但是随着规模效应持续，公司的盈利水平仍然有提升的空间。
- ◆ **优化产品结构，新品市场拓展：**2019年公司的经营计划看，传统业务方面公司核心目标是在现有的产品线上进行产品结构的调账，增加高附加值的产品规模，提升盈利能力。另外一方面，公司在转移胶带、塑料载带等新品已经在客户方面通过了认证并实现了量产，我们预计，公司凭借在现有客户市场的渠道优势，在产品已经获得认可的情况下，在性价比和服务水平方面的竞争优势将会对公司未来打开成长空间带来积极的影响。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司2019年至2021年每股收益分别为1.38、1.63和2.00元。净资产收益率分别为19.2%、19.0%和19.4%，维持买入-B投资建议。
- ◆ **风险提示：**上游原材料价格上升超预期降低公司盈利能力；转移胶带等新产品客户拓展和认证过程不及预期；纸质载带和塑料载带的产能扩张进度低于预期；

### 动态分析

轻工制造 | 其他轻工 III

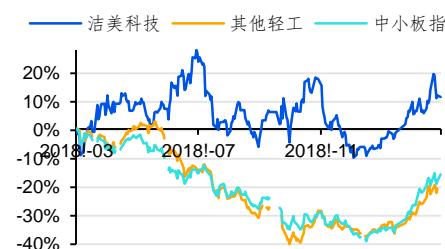
 投资评级 **买入-B(维持)**

股价(2019-03-18) 36.50元

### 交易数据

总市值（百万元）	9,434.16
流通市值（百万元）	3,958.87
总股本（百万股）	258.47
流通股本（百万股）	108.46
12个月价格区间	28.66/43.18元

### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-14.89	-6.85	27.28
绝对收益	4.95	21.06	13.79

### 分析师

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

### 报告联系人

 陈韵谧  
 chenyunmi@huajinsc.cn  
 021-20377060

### 相关报告

- 洁美科技：市场需求产能持续扩张，公司业绩维持快速提升 2018-08-23
- 洁美科技：产销两旺业绩快速增长，持续增长可期 2018-03-07
- 洁美科技：订单产能持续推进，新产品开拓顺利进行 2017-10-31
- 洁美科技：下游行业需求驱动中期业绩大增，新产品开启未来成长空间 2017-08-23

## 财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019	2020	2021
主营收入(百万元)	996.4	1,311.1	1,734.9	2,034.9	2,363.9
同比增长(%)	32.3%	31.6%	32.3%	17.3%	16.2%
营业利润(百万元)	221.8	323.3	395.8	468.2	575.6
同比增长(%)	41.6%	45.7%	22.4%	18.3%	22.9%
净利润(百万元)	196.2	275.3	355.9	421.0	517.4
同比增长(%)	42.1%	40.3%	29.3%	18.3%	22.9%
每股收益(元)	0.79	1.08	1.38	1.63	2.00
PE	46.2	33.8	26.5	22.4	18.2
PB	7.0	6.1	5.1	4.3	3.5

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) 2018 年营收快速增长，净利增速持续优于营收 .....	4
(二) 2018 年四季度营收利润增速显著放缓 .....	5
二、经营状况分析 .....	7
(一) 纸质载带增长强劲，胶带、塑料载带产销量提升 .....	7
(二) 国内市场增速较快，海外业务稳步推进 .....	7
(三) 未来发展战略及经营计划：优化产品结构，新品拓展市场 .....	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 年按市场细分收入 .....	8
图 16：过往 3 年按市场细分毛利率 .....	8
表 1：收入及毛利率的业务分布 .....	9

## 一、财务数据分析

公司 2018 年销售收入同比上升 31.6% 达到 13.1 亿元，毛利率水平为 37.1%，同比下降 3.0 个百分点，归属母公司净利润为 2.75 亿元，较去年同期上升 40.3%，每股净利润 1.08 元，同比提升 36.7%。公司作为专业为集成电路、片式电子元器件企业配套生产薄型载带的高科技企业，受益于全球电子信息产业快速发展带动上游电子元器件产业实现了高速增长，并且在产能和研发方面持续投入提升公司竞争力，保持了业绩规模的持续快速增长。

### (一) 2018 年营收快速增长，净利增速持续优于营收

公司 2018 年全年销售收入 13.1 亿元，同比上升 31.6%。在全球电子信息产业快速发展带动上游电子元器件产业实现了高速增长的情况下，公司以电子薄型载带为基础的细分业务板块显著受益，结合公司与核心客户长期良好的合作关系，收入获得了显著增长。2018 年归属上市公司股东净利润为 2.75 亿元，同比上升 40.3%，每股净利润 1.08 元，同比上升 36.7%。公司持续加大中高端产品开发，走全系列产品配套服务的发展道路，为公司盈利能力提升带来了积极的影响。

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

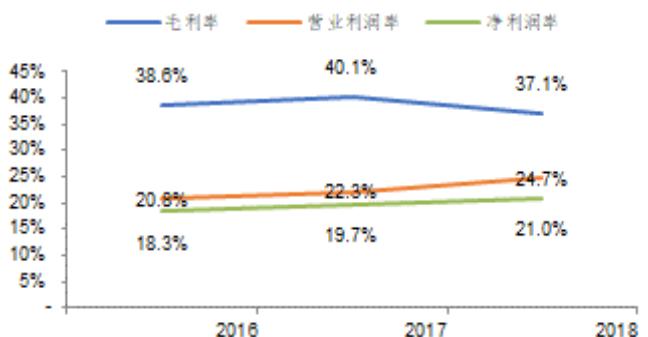
图 2：过往 3 年净利润及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

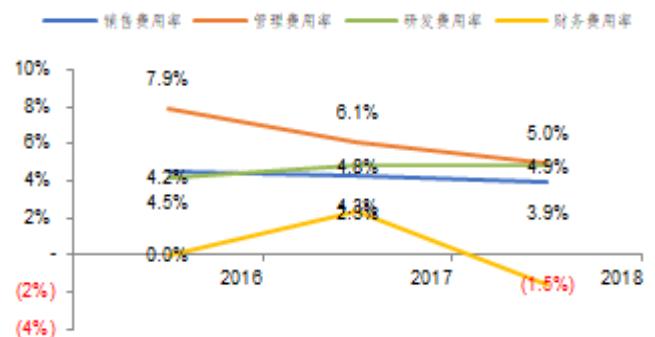
公司 2018 年全年毛利率下降 3.0 个百分点为 37.1%，营业利润率和净利润率分别同比上升 2.4 和 1.3 个百分点为 24.7% 和 21.9%。尽管毛利率受到原材料成本影响，但是公司在经营管理效率方面的提升使得净利润率有所提升。费用率方面，除研发投入上升 0.1 个百分点外，销售、管理和财务费用率分别下降 0.4、1.1 和 3.8 个百分点为 3.9%、5.0% 和 -1.5%。

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

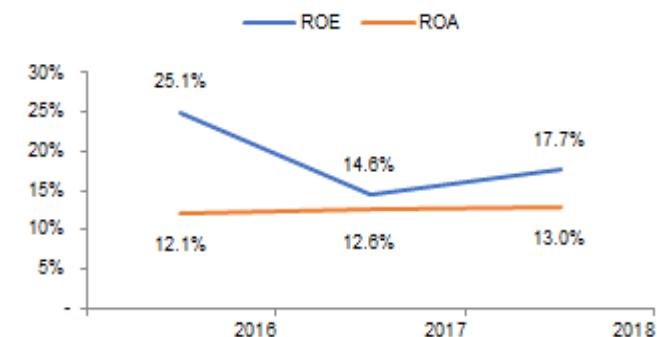
2018 年公司应收账款周转天数为 109 天，存货周转天数为 100 天，应付账款周转天数为 62 天。公司 2018 年的 ROE 提升 3.1 个百分点为 14.6%，ROA 同比上升 0.4 个百分点为 13.0%。公司的经营效率基本维持稳定，2018 年随着业务规模的释放，回报率水平也处于稳步提升的过程中。

图 5：过往 3 年运营效率



资料来源：Wind，华金证券研究所

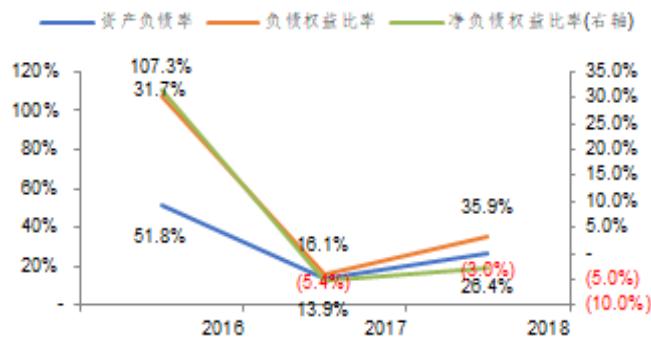
图 6：过往 3 年主要回报率



资料来源：Wind，华金证券研究所

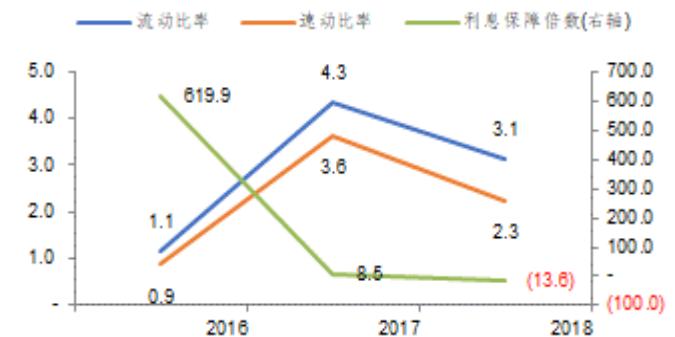
2018 年公司的资产负债率为 26.4%，同比上升 12.5 个百分点，负债权益比为 35.9%，同比上升 19.8 个百分点，净负债权益比率为净现金。公司整体的负债率有所上升，但是仍然处于可控范围内。

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，2018 年流动比率、速动比率分别为 3.1 和 2.3，同比均有所下降，公司 2018 年为财务费用净收入。

## （二）2018 年四季度营收利润增速显著放缓

2018 年第四季度公司实现营业收入为 3.09 亿元，同比增长 2.3%，归属上市公司股东净利润为 8,706 万元，同比上升 34.2%。尽管四季度是产业传统旺季，但是受到国内外宏观环境的影响，尤其是中美贸易战，终端客户的需求有所放缓带来上游电子元器件出货量减弱，公司收入规模受到影响。公司的净利润也受到了显著的影响，但是增速略高于收入增速，一方面得益于公司产能持续扩张与客户需求形成了良好的匹配，另外一方面公司在经营效率方面也获得有效的提升。

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

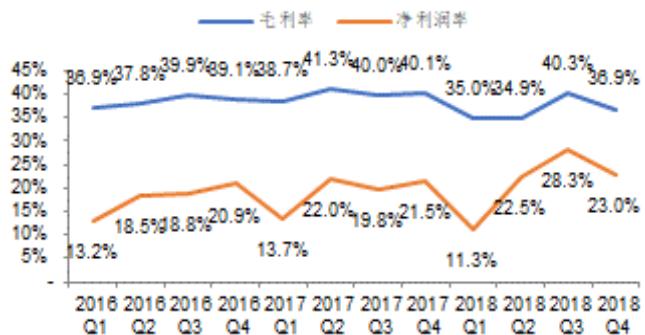
图 10：过往 12 个季度净利润及增长率



资料来源：Wind, 华金证券研究所

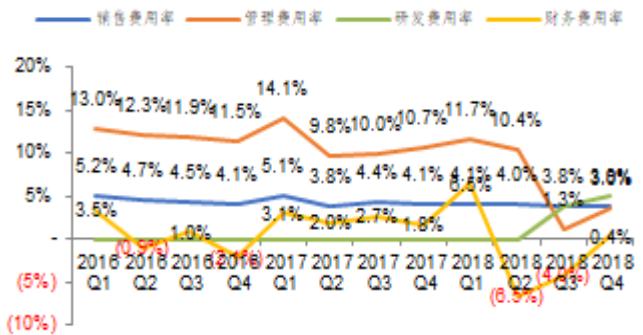
2018 年第四季度，公司毛利率水平为 36.9%，同比下降 3.2 个百分点，尽管公司通过价格调整应对原材料成本的上升，但是仍然在毛利率方面受到了压力。从费用率看，公司在内部节能降耗方面持续获得提升。按照课比口径销售费用率、管理费用率（综合研发费用率）、财务费用率分别为 3.9%、8.8% 和 0.4%，分别同比下降 0.2、1.9 和 1.4 个百分点。

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

2018 年公司在产品收入结构方面与过去基本类似，纸质载带和胶带仍然贡献了超过 90%以上的业绩，随着产能释放和客户需求的推动，公司的收入规模实现稳健快速的成长，值得关注的是以塑料载带和转移胶带（离型膜）为代表的新兴产品公司也已经量产出货，尽管营收和利润规模相对较小，但是未来有着值得关注的成长机会。国内外市场方面，公司在产能建设持续推进的过程中，国内市场的渗透速度也优于海外市场，尤其是在高附加值的产品方面，也使得公司国内业务的毛利率高于海外。

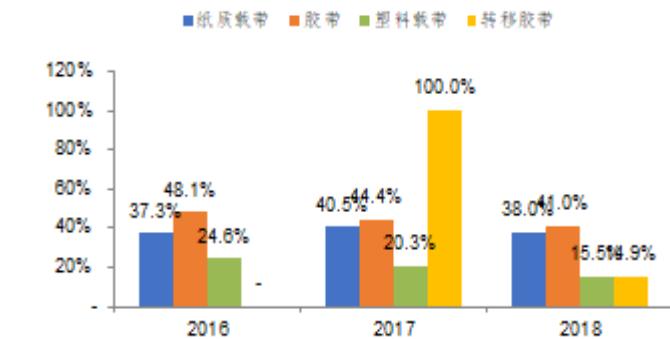
### （一）纸质载带增长强劲，胶带、塑料载带产销量提升

公司产品主要包括纸质载带、胶带、塑料载带、转移胶带（离型膜）等系列产品，其中，作为公司的传统产品，2018 年纸质载带、胶带营收分别增长 33.2% 和 13.4%，基本维持了良好的增长趋势，并且两者占到整体销售规模的比例为 75.9% 和 17.3%，合计占比仍然超过 90%。值得关注的是，公司的新兴业务塑料载带和转移胶带（离型膜）产品的收入规模也呈现快速扩展的趋势，尤其是新品转移胶带的收入规模在 2018 年达到了 2,207 万元，尽管在总体收入中的占比仍然较低，仅为 1.7%，但是较之前形成了良好的规模量产出货，显示客户对于公司产品的认可，市场竞争力也持续提升。

图 13：过往 3 年产品细分收入



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

资料来源：Wind，华金证券研究所

产品细分毛利率方面，公司纸质载带、胶带的毛利率受到原材料成本的影响同比分别下降 2.5 和 3.4 个百分点为 38.0% 和 41.0%，成为影响公司整体毛利率水平的主要原因。值得关注的是，公司新兴业务塑料载带和转移胶带（离型膜）的毛利率为 14.9%，公司在形成稳定的量产出货之后，短期内的毛利率相对较低，未来随着产能释放和良率的持续提升，产品的盈利能力有望持续上升。

### （二）国内市场增速较快，海外业务稳步推进

从业务市场分布看，2018 年公司海外市场销售收入占总收入 64.6%，国内市场收入占比 35.4%，国内市场收入增速高于海外市场，公司在新品持续开拓的过程中，国内客户端的渗透成为了其重要的推动力。

图 15：过往 3 年按市场细分收入



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 16：过往 3 年按市场细分毛利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

毛利率方面，2018 年公司国内市场的毛利率 40.2%，同比下降 0.9 个百分点，海外市场毛利率 35.3%，同比下降 4.3 个百分点。国内市场成为公司营收和利润的核心增长来源，通过对于产品升级以及产品线的有效拓展，公司在国内市场获得了良好的收益。海外业务方面，公司则维持了稳健的成长性，原材料成本是影响毛利率的核心因素。

### （三）未来发展战略及经营计划：优化产品结构，新品拓展市场

2019 年，公司将继续加大研发投入，推动科技创新，紧跟行业发展方向不断丰富产品结构，增强市场风险抵御能力；加快推进募投项目新产品的量产速度，推动产品升级，提升公司新产品的市场占有率，继续保持产值、利税稳步增长的势头。

- **优化产品布局：**优化分切纸带、打孔纸带、压孔纸带的产品结构，持续打孔纸带及压孔纸带的比重；公司将加快开拓塑料载带系列产品，逐步实现纸质载带、塑料载带、上下胶带三大主要产品齐头并进的态势
- **强化产业链：**在安吉临港经济开发区内实施高端纸机项目二期工程，即“年产 6 万吨片式电子元器件封装薄型纸质载带生产项目(二期)”，争取二期项目在第三季度完成项目设备安装、试生产等工作。公司还将加快“年产 20,000 万平方米电子元器件转移胶带生产线建设项目(二期)”推进速度
- **提高管理水平：**公司管理体系急需信息化、智能化的支撑，加快智能工厂建设进度，在扎实基础管理的前提下稳步推进工业物联网、智能装备、制造执行系统、质量管控平台等的建设与推广工作。
- **加大研发投入：**加快研发符合产业发展方向和公司战略定位的新产品，加大科技人才引进力度，提升公司科技人才层次，改善研发团队人员梯队结构，加大力度引进学科顶尖人才。

### 三、盈利预测及投资建议

我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 1.38、1.63 和 2.00 元。净资产收益率分别为 19.2%、19.0% 和 19.4%，维持买入-B 投资建议。

盈利预测主要基于如下假设：

募投项目中纸质载带等项目如期推进，相关产能的建设将会在 2019 到 2020 年逐步释放，同时公司在现有市场中的竞争力能够保持公司在产线投入后能够获得良好的产能利用率。

公司的新品塑料载带和转移胶带已经获得了市场的认可，预计在产能建设方面和产能利用率方面能够获得较好的效用。

主要产品价格我们预计传统业务会随着上游材料价格上升小幅度提升，公司拥有议价能力，而新品则为了能够更为有效的开拓市场，价格维持平稳或者小幅度下调。

毛利率方面，我们整体认为基本维持平稳，随着公司产品价格的提升，毛利率有望小幅度提升，综合毛利率也同样小幅度提升。

表 1：收入及毛利率的业务分布

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入	<b>996.4</b>	<b>1,311.1</b>	<b>1,734.9</b>	<b>2,034.9</b>	<b>2,363.9</b>
YoY	<b>32.3%</b>	<b>31.6%</b>	<b>32.3%</b>	<b>17.3%</b>	<b>16.2%</b>
纸质载带	747.2	995.1	1,315.2	1,525.6	1,765.1
胶带	199.5	226.2	280.0	322.4	398.6
塑料载带	36.9	55.6	99.8	137.5	137.6
转移胶带	3.2	22.1	23.9	30.9	41.2
其他	9.6	12.1	15.9	18.5	21.4
毛利率	<b>40.1%</b>	<b>37.1%</b>	<b>37.2%</b>	<b>37.5%</b>	<b>38.2%</b>
纸质载带	40.5%	38.0%	38.5%	39.0%	39.5%
胶带	44.4%	41.0%	40.0%	40.0%	40.0%
塑料载带	20.3%	15.5%	18.0%	20.0%	22.0%
转移胶带	100.0%	14.9%	18.0%	25.0%	25.0%

资料来源：公司年报，华金证券研究所

费用方面，随着生产销售规模的扩张，公司的整体费用率水平有所下降，公司的资本开支水平有望下降，并且保持持续的有效投入，研发投入依然是公司核心的驱动力，因此我们预计公司单位研发人员的成本仍然将会有所上升。

## 四、风险提示

- 上游原材料价格上升超预期降低公司盈利能力；
- 转移胶带等新产品客户拓展和认证过程不及预期；
- 纸质载带和塑料载带的产能扩张进度低于预期；

## 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	996.4	1,311.1	1,734.9	2,034.9	2,363.9	年增长率					
减:营业成本	596.5	825.3	1,090.3	1,271.1	1,461.3	营业收入增长率	32.3%	31.6%	32.3%	17.3%	16.2%
营业税费	7.3	7.5	9.9	12.8	14.0	营业利润增长率	41.6%	45.7%	22.4%	18.3%	22.9%
销售费用	43.0	51.7	74.0	85.0	97.6	净利润增长率	42.1%	40.3%	29.3%	18.3%	22.9%
管理费用	108.7	128.8	170.9	208.1	229.1	EBITDA增长率	76.5%	20.8%	26.0%	19.4%	19.8%
财务费用	23.1	-20.3	5.0	1.6	-0.2	EBIT增长率	56.3%	23.6%	32.3%	17.2%	22.5%
资产减值损失	5.9	2.6	4.1	4.2	3.6	NOPLAT增长率	64.2%	19.6%	35.9%	19.4%	23.4%
加:公允价值变动收益	-	0.9	0.9	0.9	0.9	投资资本增长率	45.6%	22.0%	14.7%	13.5%	9.1%
投资和汇兑收益	10.2	7.1	14.4	15.3	16.3	净资产增长率	144.2%	15.6%	19.2%	19.2%	20.5%
<b>营业利润</b>	<b>221.8</b>	<b>323.3</b>	<b>395.8</b>	<b>468.2</b>	<b>575.6</b>	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	0.3	-1.2	-0.4	-0.4	-0.7	毛利率	40.1%	37.1%	37.2%	37.5%	38.2%
<b>利润总额</b>	<b>222.1</b>	<b>322.1</b>	<b>395.4</b>	<b>467.8</b>	<b>574.9</b>	营业利润率	22.3%	24.7%	22.8%	23.0%	24.3%
减:所得税	25.9	46.8	39.5	46.8	57.5	净利润率	19.7%	21.0%	20.5%	20.7%	21.9%
<b>净利润</b>	<b>196.2</b>	<b>275.3</b>	<b>355.9</b>	<b>421.0</b>	<b>517.4</b>	EBITDA/营业收入	28.2%	25.9%	24.7%	25.1%	25.9%
资产负债表						EBIT/营业收入	24.6%	23.1%	23.1%	23.1%	24.3%
	2017	2018	2019	2020	2021	<b>偿债能力</b>					
货币资金	230.1	361.3	308.0	450.5	728.6	资产负债率	13.9%	26.4%	18.5%	18.7%	16.2%
交易性金融资产	-	1.8	0.6	0.8	1.1	负债权益比	16.1%	35.9%	22.7%	23.0%	19.4%
应收帐款	368.4	415.7	642.5	604.8	830.1	流动比率	4.34	3.14	4.24	4.31	5.40
应收票据	3.2	10.3	7.4	12.4	11.4	速动比率	3.65	2.26	3.60	3.13	4.55
预付帐款	10.8	9.0	9.9	16.8	14.0	利息保障倍数	8.48	-13.56	71.53	263.37	-2,740.
存货	124.4	326.1	176.5	418.7	300.0	<b>营运能力</b>					
其他流动资产	40.6	32.2	25.8	22.6	19.1	固定资产周转天数	196	190	161	155	146
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	108	138	122	118	120
持有至到期投资	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	230	269	245	242	265
长期股权投资	-	-	-	-	-	应收账款周转天数	115	109	111	112	111
投资性房地产	-	-	-	-	-	存货周转天数	72	100	84	85	90
固定资产	652.1	713.0	813.9	912.2	985.4	总资产周转天数	496	512	462	448	456
在建工程	51.9	130.4	135.2	97.6	78.8	投资资本周转天数	360	360	321	312	299
无形资产	71.4	99.9	143.0	170.1	197.8	<b>费用率</b>					
其他非流动资产	10.1	14.5	13.7	13.6	13.9	销售费用率	4.3%	3.9%	4.3%	4.2%	4.1%
<b>资产总额</b>	<b>1,563.0</b>	<b>2,114.3</b>	<b>2,276.6</b>	<b>2,720.0</b>	<b>3,180.2</b>	管理费用率	10.9%	9.8%	9.9%	10.2%	9.7%
短期债务	50.0	144.0	-	6.2	-	财务费用率	2.3%	-1.5%	0.3%	0.1%	0.0%
应付帐款	97.9	190.4	189.7	248.0	256.6	三费/营业收入	17.5%	12.2%	14.4%	14.5%	13.8%
应付票据	-	5.2	1.7	6.4	2.9	<b>投资回报率</b>					
其他流动负债	30.9	27.7	141.0	157.8	157.1	ROE	14.6%	17.7%	19.2%	19.0%	19.4%
长期借款	9.0	98.7	98.7	98.7	98.7	ROA	12.6%	13.0%	15.6%	15.5%	16.3%
其他非流动负债	28.4	91.5	47.2	55.7	64.8	ROIC	18.6%	18.2%	21.6%	22.7%	25.7%
<b>负债总额</b>	<b>216.5</b>	<b>558.0</b>	<b>421.9</b>	<b>508.7</b>	<b>516.1</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	0.29	0.22	0.25	0.25	0.25
股本	255.7	258.5	258.5	258.5	258.5	分红比率	36.7%	20.4%	18.1%	15.3%	12.5%
留存收益	1,089.8	1,342.8	1,641.8	1,998.2	2,450.9	股息收益率	0.8%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
<b>股东权益</b>	<b>1,346.5</b>	<b>1,556.3</b>	<b>1,854.7</b>	<b>2,211.3</b>	<b>2,664.1</b>						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019	2020	2021		2017	2018	2019	2020	2021
净利润	196.2	275.3	355.9	421.0	517.4	EPS(元)	0.79	1.08	1.38	1.63	2.00
加:折旧和摊销	35.6	48.1	67.2	88.1	94.3	BVPS(元)	5.21	6.02	7.18	8.56	10.31
资产减值准备	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	PE(X)	46.2	33.8	26.5	22.4	18.2
公允价值变动损失	-	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	PB(X)	7.0	6.1	5.1	4.3	3.5
财务费用	5.6	2.2	5.0	1.6	-0.2	P/FCF	-20.8	46.5	4,140.2	45.6	27.5
投资损失	-2.0	-0.9	-0.7	-1.2	-0.9	P/S	9.5	7.2	5.4	4.6	4.0
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-0.6	-0.4	-0.5	-0.7	-1.0
营运资金的变动	-133.0	-159.1	-72.5	-147.9	-94.0	CAGR(%)	29.0%	23.4%	15.0%	29.0%	23.4%
经营活动产生现金流量	108.6	168.3	358.1	364.9	519.4	PEG	1.6	1.4	1.8	0.8	0.8
投资活动产生现金流量	-164.5	-198.5	-261.7	-170.5	-170.7	ROIC/WACC	1.4	1.3	1.6	1.7	1.9
融资活动产生现金流量	231.0	156.1	-149.7	-52.0	-70.6						

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.huajinsc.cn](http://www.huajinsc.cn)