

# 华天科技 (002185.SZ)

## 动态分析

### 短期行业市场面临挑战，内生外延扩张应对

电子元器件 | 半导体 III

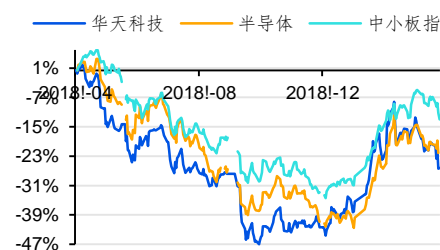
 投资评级 **买入-B(维持)**

 股价(2019-04-26) **5.20 元**

#### 交易数据

总市值(百万元)	11,081.79
流通市值(百万元)	11,078.28
总股本(百万股)	2,131.11
流通股本(百万股)	2,130.44
12个月价格区间	3.66/7.26 元

#### 一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.15	-14.18	-18.92
绝对收益	-10.5	11.83	-29.67

#### 分析师

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

#### 相关报告

华天科技: 短期波动面临压力, 着眼未来夯实基础 2018-10-30

华天科技: 短期波动不改长期行业公司竞争力向好趋势 2018-08-26

华天科技: 2017年营收利润同比扩张, 先进封装未来值得期待 2018-03-27

华天科技: 行业景气叠加产能扩张, 公司值得持续期待 2017-08-27

华天科技: 华天集团与西安经开区签约拟投58亿封测项目 2017-06-26

#### 投资要点

◆ **事件:** 公司发布 2018 年年度报告, 全年实现营业收入 71.2 亿元, 同比上升 1.60%, 毛利率水平为 16.3%, 同比下降 1.6 个百分点, 归属母公司净利润 3.90 亿元, 同比下降 21.3%, 每股净利润 0.1829 元, 同比下降 21.3%。第四季度公司实现营业收入为 15.6 亿元, 同比下降 7.3%, 归属上市公司股东净利润为 6,242 万元, 同比下降 41.9%。2018 年度利润分配预案为每 10 股派发现金红利 0.20 元 (含税), 不送红股, 不以资本公积金转增股本。2019 年第一季度, 公司销售收入同比下降 11.2% 为 17.1 亿元, 毛利率同比下降 1.4 个百分点为 11.6%, 归属上市公司股东净利润为 1,666 万元, 同比下降 79.5%。

◆ **半导体市场需求疲弱, 产能利用率不足收入增速放缓:** 公司 2018 年全年销售收入同比提升 1.60% 为 71.2 亿元, 2019 年第一季度的增速下降 7.3%, 从行业市场的情况看, 2018 年尤其是下半年随着宏观环境和贸易争端的状况使得半导体市场需求显著放缓, 对于行业内的公司产生了不可避免影响。公司作为封测行业的供应商, 产能利用率不足, 从业务分布看, 海外市场的收入规模在下半年出现了明显的下降趋势, 而已西安、昆山为代表的先进封装基地的收入增速也是明显弱于天水总部。对于 2019 年第一季度和上半年的情况看, 暂时这种局面仍然在持续。

◆ **毛利率下行受制于产能利用率, 盈利能力显著下滑:** 2018 年公司的毛利率同比下降 1.6 个百分点, 2019 年第一季度的毛利率同比下滑 1.4 个百分点, 产能利用率不足带来的固定费用占比上升使得公司的盈利水平出现了明显的下滑。从国内外市场分布看, 海外市场的毛利率下滑速度也显著高于国内。费用率方面, 公司在研发和管理费用方面仍然坚持投入, 整体的费用率水平可控, 未来公司仍然需要持续在客户开拓和产品研发方面有投入。

◆ **2019 年目标收入 78 亿元, 内生外延并举推进高新技术的发展趋势:** 公司对于 2019 年整体的战略规划坚持“以客户为中心, 为客户创造价值”的管理理念, 并且通过要约收购 Unisem 公司来增加公司产业竞争力, 同时推进南京先进封测产业基地、宝鸡引线框架及封装测试设备产业基地项目建设, 力争 2019 年底南京先进封测产业基地厂房主体完工, 具备设备安装条件, 宝鸡引线框架及封装测试设备产业基地完成项目建设, 具备生产条件。通过内生外延式扩张方式, 持续发展高端制程和工艺上的技术能力和竞争水平, 进而提升公司业务附加值、市场份额以及盈利能力。对于 2019 年营业收入的目标为 78 亿元人民币, 尽管面临挑战, 我们对于公司中长期的发展仍然保持积极的态度。

◆ **投资建议:** 我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.20、0.27 和 0.32 元。净资产收益率分别为 7.1%、8.9% 和 9.9%, 维持买入-B 投资建议。我们认为尽管行业市场短期内面临需求疲弱的问题, 对于公司短期的业绩存在不确定性影响, 但是公司在产业布局规划和技术能力提升方面仍然有着良好的发展前进, 一旦市场逐步开始企稳复苏, 公司的成长潜力值得期待。

- ◆ **风险提示:** 半导体行业市场需求不及预期的风险; 国际贸易争端进一步加剧的风险; 新技术能力提升和产能释放不及预期。

#### 财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	7,009.9	7,121.7	7,468.7	8,514.1	9,459.8
同比增长(%)	28.0%	1.6%	4.9%	14.0%	11.1%
营业利润(百万元)	629.2	489.0	538.5	704.2	829.8
同比增长(%)	51.2%	-22.3%	10.1%	30.8%	17.8%
净利润(百万元)	495.2	389.8	426.8	575.5	687.4
同比增长(%)	26.7%	-21.3%	9.5%	34.8%	19.4%
每股收益(元)	0.23	0.18	0.20	0.27	0.32
PE	21.0	26.6	24.4	18.1	15.2
PB	1.7	1.6	1.5	1.5	1.4

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) 2018 年营收增速放缓，盈利能力受累利用率不足下行 .....	4
(二) 2018 年营收逐季下降，四季度盈利能力显著下行.....	5
二、经营状况分析.....	7
(一) 集成电路业务收入放缓，先进封装基地产能利用率不足.....	7
(二) 海外市场受贸易影响显著放缓，国内市场增收不增利 .....	7
(三) 2019 年第一季度业绩继续下滑，短期面临挑战 .....	8
(四) 未来发展战略及经营计划：继续推进高端技术能力，目标收入 78 亿元.....	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.....	5
图 10：过往 12 个季度净利润及增长率.....	5
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 .....	7
图 16：过往 3 年市场细分毛利率 .....	7
表 1：收入及毛利率的业务分布 .....	9

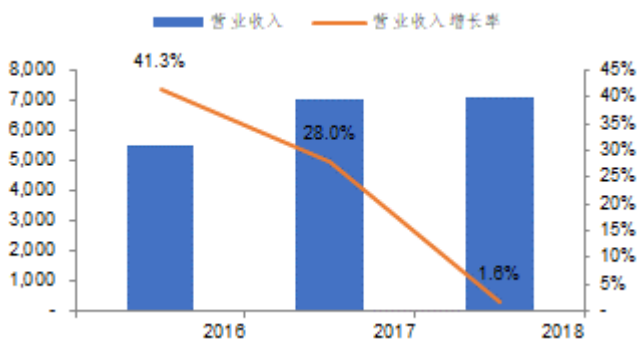
## 一、财务数据分析

公司 2018 年销售收入 71.2 亿元，同比上升 1.60%，毛利率水平为 16.3%，同比下降 1.6 个百分点，归属母公司净利润 3.90 亿元，同比下降 21.3%，每股净利润 0.1829 元，同比下降 21.3%。公司主要从事半导体芯片的封装测试，2018 年宏观经济以及国际贸易争端的影响，使得终端需求放缓，产能利用率不足影响公司增长速度，也导致公司盈利能力显著下降。

### （一）2018 年营收增速放缓，盈利能力受累利用率不足下行

公司 2018 年全年销售收入 71.2 亿元，同比上升 1.60%。公司主要从事半导体芯片的封装测试，由于 2018 年宏观经济及国际贸易争端的影响，行业终端需求在下半年出现了明显的下降，使得公司在下半年的收入规模同比和环比均出现下滑，产能利用率不足，由此也导致公司归属上市公司股东净利润为 3.90 亿元，同比下降 21.3%，每股净利润 0.1829 元，同比下降 21.3%。

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

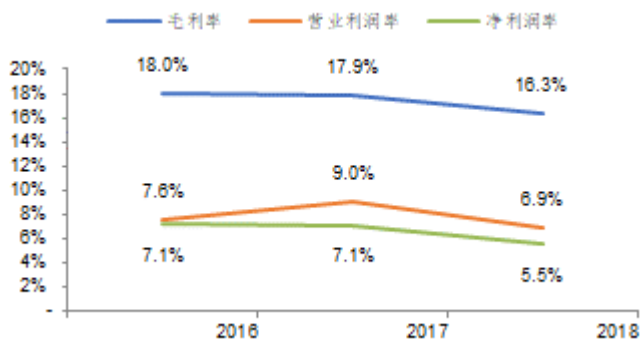
图 2：过往 3 年净利润及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

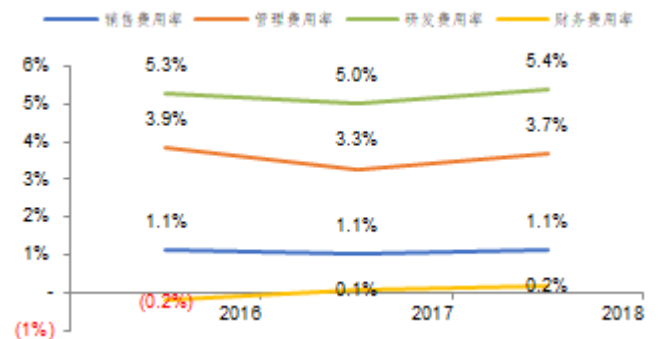
公司 2018 年全年毛利率下降 1.6 个百分点为 16.3%，营业利润率和净利润率分别同比下降 2.1 和 1.6 个百分点为 6.9% 和 5.5%。在产能利用率不足影响盈利能力。整体的费用率水平有所上升，研发和管理费用率分别小幅上升 0.4 个百分点，而销售和财务费用率则控制的较为理想。

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

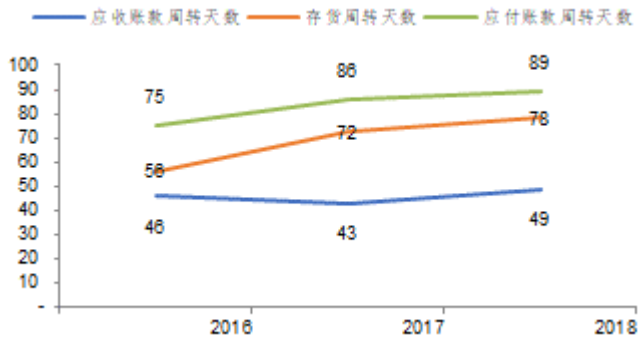
图 4：过往 3 年主要费用率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

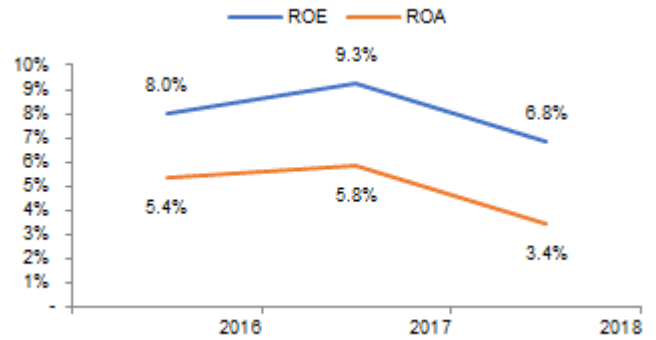
2018 年公司应收账款周转天数为 49 天，应付账款周转天数为 89 天，存货周转天数为 78 天，整体运营周转率有小幅度的上升。公司 2018 年的 ROE 同比下降 2.5 个百分点为 6.8%，ROA 同比下降 2.4 个百分点为 3.4%。2018 年随着净利润下降，公司的回报率水平也出现下滑。

图 5：过往 3 年运营效率



资料来源：Wind，华金证券研究所

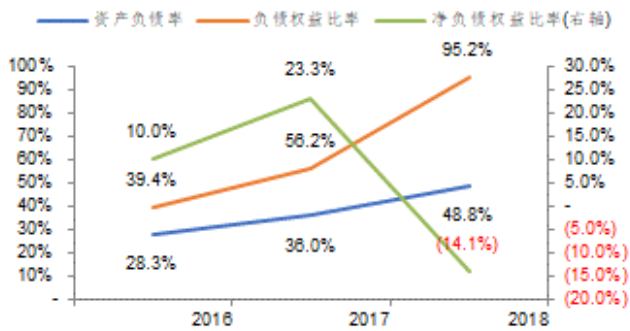
图 6：过往 3 年主要回报率



资料来源：Wind，华金证券研究所

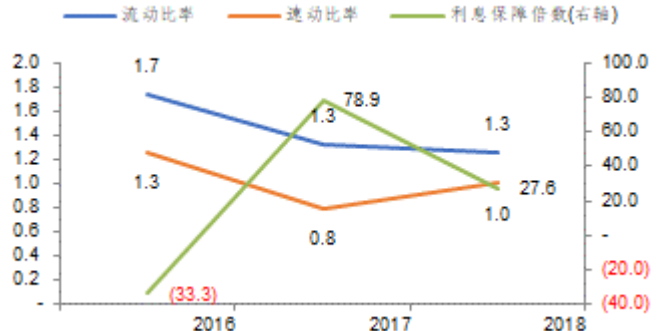
2018 年公司的资产负债率为 48.8%，同比上升 12.8 个百分点，负债权益比为 95.2%，同比上升 39.0 个百分点，净负债权益比为净现金，公司整体的负债率在业务规模扩张中持续上升。

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 1.3 和 1.0，同比分别持平 and 上升 0.2，公司 2018 年利息保障倍数为 27.6，公司偿债能力理想。

## （二）2018 年营收逐季下降，四季度盈利能力显著下行

2018 年第四季度公司实现营业收入为 15.6 亿元，同比下降 7.3%，归属上市公司股东净利润为 6,242 万元，同比下降 41.9%。公司营收规模呈现逐季下降的过程，产业环境影响明显。终端出货量不足使得产能利用率不足的影响尤为显著，净利润出现了显著下行。

图 9：过往 12 个季度营业收入及增长率

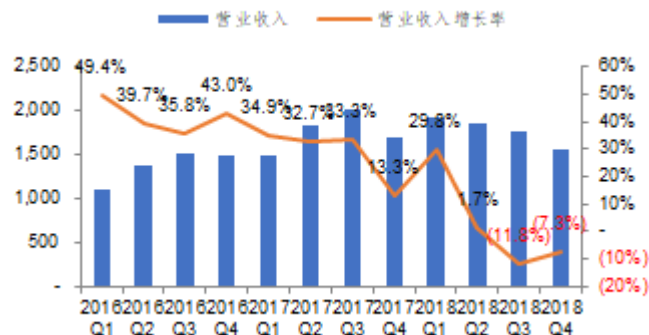
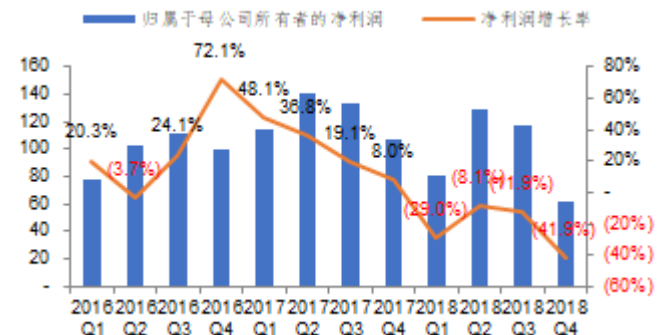


图 10：过往 12 个季度净利润及增长率



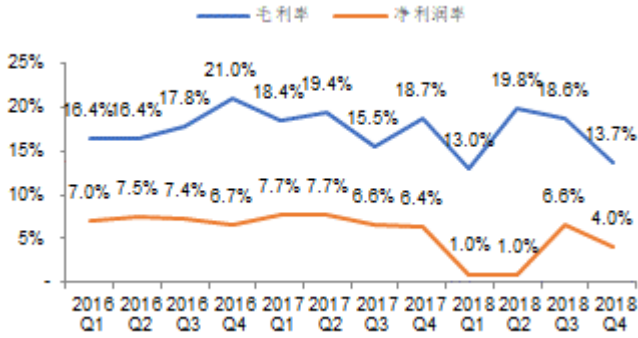
资料来源: Wind, 华金证券研究所

资料来源: Wind, 华金证券研究所

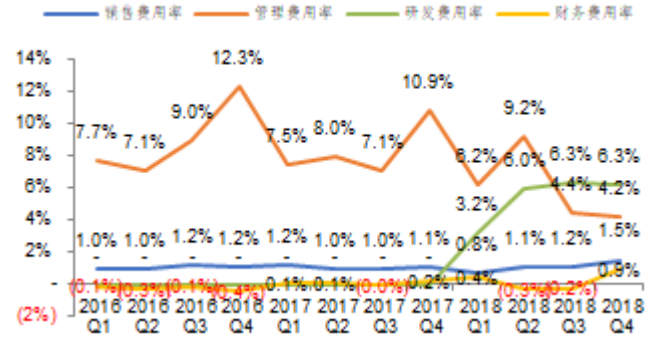
2018年第四季度,公司毛利率水平为13.7%,同比下降5.0个百分点,公司第四季度的情况主要是反应了需求不足带来产能不足的影响,市场环境受到贸易战影响在第四季度尤其显著。从费用率看,由于收入增速的下滑,使得费用率有所增加,按照可比口径销售费用率、管理费用率(综合研发费用率)、财务费用率分别为1.5%、10.5%和0.9%。

图 11: 过往 12 个季度盈利能力

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



资料来源: Wind, 华金证券研究所

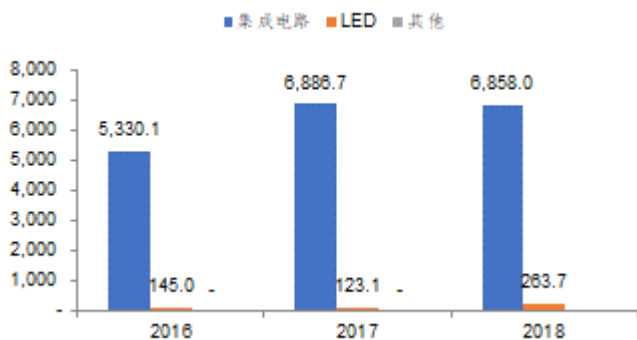
## 二、经营状况分析

2018 年公司在主要生产基地方面均出现了收入规模的下降，其中天水基地的增速尚有 6.5%，但是先进封装为主的基地西安和昆山分别增速降至 2.2%和-19.4%，影响了公司的整体收入规模以及毛利率水平。从市场分布看，海外市场业务在下半年出现了明显的下降趋势。

### （一）集成电路业务收入放缓，先进封装基地产能利用率不足

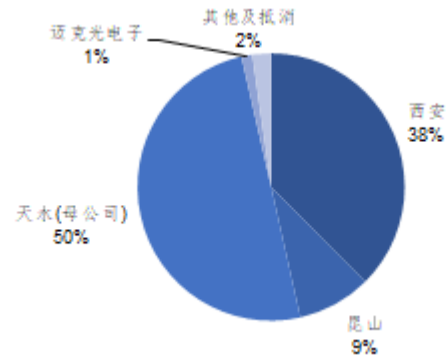
2018 年的产品分布看，公司集成电路类产品收入规模出现了 0.4% 的下降，显示了行业市场需求的不及预期，从各主要基地分布看，以西安和昆山基地为代表的先进封装生产基地的增速显著放缓，西安基地增速放缓至 2.2%，昆山基地则出现了 19.4% 的下滑，相比之下，天水基地的收入规模则维持了 6.5% 的上升，略高于其他基地。先进封装产能利用率的不足，使得公司在整体业务规模增速上显著放缓。

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



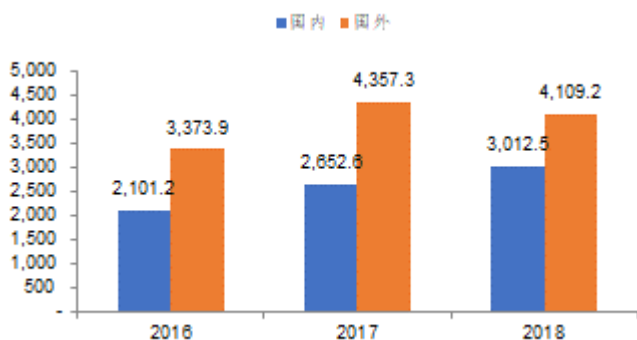
资料来源: Wind, 华金证券研究所

产能利用率的不足也带来毛利率的下行，集成电路毛利率下降 1.5 个百分点为 16.7%，而 LED 则有所上升。

### （二）海外市场受贸易影响显著放缓，国内市场增收不增利

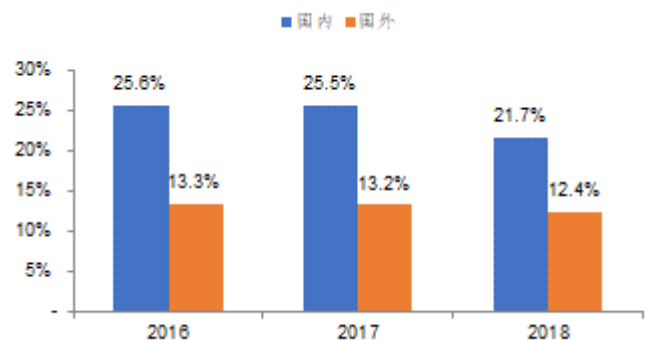
从公司的业务分布看，海外市场 2018 年的收入出现下滑 5.7%，其中下半年的下滑速度达到了 24.2%，贸易战影响明显。国内市场的增长速度为 13.6%，基本保持稳健。

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

资料来源: Wind, 华金证券研究所

资料来源: Wind, 华金证券研究所

毛利率方面,海外市场在收入规模增速显著放缓的情况下,毛利率下降 0.8 个百分点为 12.4%,国内市场尽管规模增速较快,但是毛利率同比下降 3.8 个百分点为 21.7%。

### (三) 2019 年第一季度业绩继续下滑,短期面临挑战

公司披露了 2019 年第一季度业绩报告,销售收入同比下降 11.2%为 17.1 亿元,毛利率同比下降 1.4 个百分点为 11.6%,归属上市公司股东净利润为 1,666 万元,同比下降 79.5%,基本每股受益 0.0078 元,同比下降 79.5%。

### (四) 未来发展战略及经营计划:继续推进高端技术能力,目标收入 78 亿元

公司在面临 2019 年全球半导体行业不确定性较大的情况下,坚持以发展为主题,以科技创新为动力,以产品结构调整为主线,扩大其在高端制程和工艺上的技术能力和竞争水平,进而提升公司业务附加值、市场份额以及盈利能力。公司对于 2019 年营业收入的目标为 78 亿元人民币,主要的措施包括:

- 坚持“以客户为中心,为客户创造价值”的管理理念,加强与客户沟通交流,及时掌握市场动态,全面服务好国际客户和重点客户,确保已有客户订单稳定;同时提高技术、质量团队在市场开发中的参与度,挖掘客户需求,积极争取潜在客户和已有客户增量订单。
- 在 2019 年 1 月完成要约收购 Unisem 公司股份交割工作的基础上,做好公司与 Unisem 公司在客户资源、技术、生产经营等方面的交流合作,持续提升双方在成本控制和综合运营等方面的绩效,进一步增强持续盈利能力和在国际市场的竞争力。
- 推进南京先进封测产业基地、宝鸡引线框架及封装测试设备产业基地项目建设,力争 2019 年底南京先进封测产业基地厂房主体完工,具备设备安装条件,宝鸡引线框架及封装测试设备产业基地完成项目建设,具备生产条件。

### 三、盈利预测及投资建议

对于 2019 年尤其是上半年半导体行业仍然面临需求较为疲弱的情况，行业内的公司不可避免的会受到行业市场整体状况的影响，对于公司短期的业绩存在不确定性影响，但是公司在产业布局规划和技术能力提升方面仍然有着良好的发展前进，一旦市场逐步开始企稳复苏，公司的成长潜力值得期待。我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.20、0.27 和 0.32 元。净资产收益率分别为 7.1%、8.9%和 9.9%，维持买入-B 投资建议。

盈利预测主要基于如下假设：

营收方面我们按照公司主要业务基地进行收入预测：1) 西安和昆山基地的主要是由先进封装的产品线够成，我们预计 2019 年上半年仍然难以有效的恢复，但是下半年后收入增速规模会逐步恢复；2) 天水基地以传统封装业务为主，因此在收入增速方面受到的影响略小一下，之后也会逐步恢复稳健的成长性。

毛利率方面，我们认为随着公司的业务规模逐步恢复正常的过程中，产能利用率也有望逐步提升，因此毛利率也会逐步恢复。

表 1：收入及毛利率的业务分布

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入	7,009.9	7,121.7	7,468.7	8,514.1	9,459.8
YoY	28.0%	1.6%	4.9%	14.0%	11.1%
西安	2,616.8	2,673.9	2,724.8	3,133.5	3,446.9
昆山	788.8	635.6	633.5	760.3	912.3
天水（母公司）	3,339.3	3,558.0	3,826.1	4,293.0	4,722.3
迈克光电子	123.1	93.7	91.5	96.1	100.9
其他	141.8	160.6	192.7	231.2	277.5
毛利率	17.9%	16.3%	16.8%	17.4%	17.6%
集成电路	18.2%	16.7%	17.2%	17.8%	18.0%
LED	1.8%	5.8%	6.8%	7.3%	7.5%

资料来源：公司年报，华金证券研究所

费用方面，公司整体的费用率水平将会基本持续，收入规模的提升和公司在新业务和新客户方面的投入之间需要获得合适的平衡。研发投入和新建基地的产能建设仍然是重要的支出方向，因此我们认为整体的费用率将会持平。

公司的产能扩张过程我们预计也会逐步放缓，一方面现有产能的利用率仍然有空间可以开拓新的客户，另外一方面通过市场整体的产能规模已经较大，通过大规模投入后带来的规模效应较为有限，公司更为有效的扩张方式是外延式的扩张。

## 四、风险提示

半导体行业市场需求不及预期的风险；

国际贸易争端进一步加剧的风险；

新技术能力提升和产能释放不及预期。

## 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	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	7,009.9	7,121.7	7,468.7	8,514.1	9,459.8	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	5,755.4	5,959.3	6,215.2	7,035.6	7,796.8	营业收入增长率	28.0%	1.6%	4.9%	14.0%	11.1%
营业税费	30.9	28.3	29.8	35.1	38.1	营业利润增长率	51.2%	-22.3%	10.1%	30.8%	17.8%
销售费用	73.9	79.9	82.1	93.0	104.5	净利润增长率	26.7%	-21.3%	9.5%	34.8%	19.4%
管理费用	584.0	645.9	703.7	754.7	816.6	EBITDA 增长率	21.1%	54.0%	-10.3%	19.4%	22.9%
财务费用	6.3	14.1	41.9	50.6	50.0	EBIT 增长率	54.9%	-20.6%	15.7%	30.0%	16.8%
资产减值损失	24.6	15.4	19.2	21.7	22.9	NOPLAT 增长率	57.7%	-18.4%	-20.9%	39.3%	23.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	28.9%	19.7%	11.7%	11.0%	8.3%
投资和汇兑收益	85.1	104.2	156.6	174.0	192.9	净资产增长率	8.9%	6.3%	5.2%	6.4%	7.1%
<b>营业利润</b>	629.2	489.0	538.5	704.2	829.8	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	2.0	-8.7	-5.5	-4.1	-6.1	毛利率	17.9%	16.3%	16.8%	17.4%	17.6%
<b>利润总额</b>	631.1	480.3	533.0	700.1	823.7	营业利润率	9.0%	6.9%	7.2%	8.3%	8.8%
减:所得税	84.1	51.1	66.7	85.1	97.0	净利润率	7.1%	5.5%	5.7%	6.8%	7.3%
<b>净利润</b>	495.2	389.8	426.8	575.5	687.4	EBITDA/营业收入	10.9%	16.5%	14.1%	14.8%	16.4%
						EBIT/营业收入	8.9%	7.0%	7.7%	8.8%	9.2%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	36.0%	48.8%	36.7%	49.2%	38.5%
货币资金	932.1	3,097.0	455.2	2,362.2	268.0	负债权益比	56.2%	95.2%	57.9%	96.7%	62.5%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.32	1.26	1.34	1.05	1.10
应收帐款	875.2	1,017.5	850.5	1,276.6	1,137.9	速动比率	0.80	1.01	0.80	0.75	0.61
应收票据	141.6	105.5	169.4	138.0	201.3	利息保障倍数	78.91	27.63	10.19	11.37	13.75
预付帐款	33.3	33.0	128.9	-12.6	153.4	<b>营运能力</b>					
存货	1,427.5	1,134.6	1,216.4	1,609.0	1,535.1	固定资产周转天数	203	261	294	286	282
其他流动资产	173.4	191.5	183.3	168.3	137.3	流动营业资本周转天数	28	29	28	23	23
可供出售金融资产	86.3	86.5	79.1	84.0	83.2	流动资产周转天数	176	235	210	183	173
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	43	49	46	46	47
长期股权投资	1.8	36.4	36.4	36.4	36.4	存货周转天数	72	78	69	73	74
投资性房地产	8.8	8.2	6.9	8.0	7.7	总资产周转天数	444	559	563	528	510
固定资产	4,508.0	5,679.5	6,336.9	7,004.8	7,617.2	投资资本周转天数	255	310	341	333	329
在建工程	497.0	400.7	480.4	695.4	591.0	<b>费用率</b>					
无形资产	163.4	177.4	177.5	177.6	177.1	销售费用率	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
其他非流动资产	501.3	492.7	484.5	502.3	490.9	管理费用率	8.3%	9.1%	9.4%	8.9%	8.6%
<b>资产总额</b>	9,366.4	12,442.7	10,587.5	14,032.2	12,418.7	财务费用率	0.1%	0.2%	0.6%	0.6%	0.5%
短期债务	532.1	2,100.9	-	2,334.9	344.0	三费/营业收入	9.5%	10.4%	11.1%	10.6%	10.3%
应付帐款	1,805.5	1,518.7	1,739.1	1,990.2	2,107.1	<b>投资回报率</b>					
应付票据	70.5	242.4	-52.9	296.1	9.4	ROE	9.3%	6.8%	7.1%	8.9%	9.9%
其他流动负债	275.5	521.6	689.6	765.5	874.1	ROA	5.8%	3.4%	4.4%	4.4%	5.9%
长期借款	408.8	1,373.8	1,373.8	1,373.8	1,373.8	ROIC	10.0%	6.8%	4.8%	6.1%	6.9%
其他非流动负债	256.4	273.8	265.7	265.3	268.3	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	3,370.9	6,067.8	3,881.5	6,897.3	4,775.7	DPS(元)	0.06	0.07	0.09	0.10	0.12
少数股东权益	648.6	680.4	680.4	680.4	680.4	分红比率	23.8%	35.9%	43.4%	38.1%	36.2%
股本	2,131.1	2,131.1	2,131.1	2,131.1	2,131.1	股息收益率	1.1%	1.3%	1.8%	2.1%	2.4%
留存收益	3,209.4	3,559.1	3,885.5	4,316.0	4,824.7						
<b>股东权益</b>	5,995.5	6,374.9	6,705.9	7,134.9	7,643.1						
						<b>现金流量表</b>					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E						
净利润	495.2	389.8	426.8	575.5	687.4	<b>业绩和估值指标</b>					
加:折旧和摊销	581.4	738.4	553.6	605.3	779.6	EPS(元)	0.23	0.18	0.20	0.27	0.32
资产减值准备	-9.3	-5.9	-5.1	-6.8	-5.9	BVPS(元)	2.81	2.99	3.15	3.35	3.59
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PE(X)	21.0	26.6	24.4	18.1	15.2
财务费用	19.1	80.0	41.9	50.6	50.0	PB(X)	1.7	1.6	1.5	1.5	1.4
投资损失	-3.6	-0.2	-7.2	-3.7	-3.7	P/FCF	-85.3	4.9	-4.0	5.0	-5.4
少数股东损益	51.8	39.4	39.4	39.4	39.4	P/S	1.5	1.5	1.4	1.2	1.1
营运资金的变动	-257.0	-124.8	-276.5	5.8	-152.9	EV/EBITDA	0.1	0.4	1.0	1.2	1.0
<b>经营活动产生现金流量</b>	903.5	1,133.0	794.9	1,289.2	1,417.1	CAGR(%)	5.1%	20.8%	22.6%	5.1%	20.8%
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1,693.9	-1,449.5	-1,291.6	-1,525.1	-1,285.4	P/EG	4.1	1.3	1.1	3.5	0.7
<b>融资活动产生现金流量</b>	561.9	2,687.5	-2,145.1	2,142.9	-2,225.9	ROIC/WACC	0.9	0.6	0.4	0.5	0.6

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