

2019年05月05日

宁德时代 (300750.SZ)

公司分析

汽车 | 汽车零部件 III

投资评级

增持-A(维持)

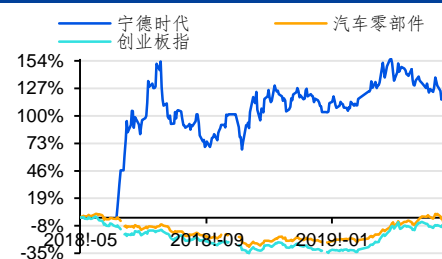
股价(2019-04-30)

79.76 元

交易数据

总市值(百万元)	174,174.63
流通市值(百万元)	17,238.29
总股本(百万股)	2,195.02
流通股本(百万股)	217.24
12个月价格区间	30.17/95.16 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.85	-27.94	7.11
绝对收益	-4.87	2.47	

分析师

肖索
 SAC 执业证书编号: S09105180070004
 xiaosuo@huajinsc.cn
 021-20377056

分析师

林帆
 SAC 执业证书编号: S0910516040001
 linfan@huajinsc.cn
 021-20377188

相关报告

宁德时代: 三费率大幅下降, 毛利率稳中有升 2018-10-26

宁德时代: 中报业绩符合预期, 电芯龙头地位稳固 2018-08-24

宁德时代: 动力电池销量全球登顶, 锂电独角兽蓄势待发 2018-05-25

业绩如期增长, 电池售价即将进入 1 元/Wh 之内

投资要点

- ◆ **事件:** 4月24日, 公司发布2018年年报, 2018年实现营业收入296.1亿元, 同比增长48.1%; 归母净利润为33.9亿元, 同比下降12.7%, 扣非归母净利润31.3亿元, 同比增长31.7%。4月27日, 公司发布2019年一季报, 2019Q1实现营业收入99.8亿元, 同比增加168.9%; 归母净利润10.5亿元, 同比增加153.4%, 业绩增长在预告范围之内。
- ◆ **动力电池量升价跌, 毛利率或将继续下行:** 据公司年报披露, 2018年公司动力电池实现营业收入245.2亿元, 同比增加47.2%, 占营业收入比重83.3%, 毛利率34.1%, 同比下降1.2pct。2018年公司实现动力电池系统销量21.31GWh, 同比增长79.8%。我们测算公司单位产品售价约1.15元/Wh, 同比下降18.2%, 单位成本约0.76元/Wh, 同比下降16.7%。2019Q1公司整体毛利率为28.7%, 同比下降4.1pct, 环比下降6.9pct。在2019年我国新能源汽车补贴继续大幅退坡的背景下, 预计公司动力电池毛利率继续下行。
- ◆ **储能业务高速增长, 有望成为公司新的发展动力:** 2018年公司锂电池材料实现营业收入38.6亿元, 同比增加56.3%, 毛利率23.1%, 同比下降4.0pct, 产品单价约7.54万元/吨, 同比下降7.5%, 吨毛利约1.74万元/吨, 同比下降21%, 吨毛利下滑主要受锂钴资源价格下降影响。储能系统实现营业收入1.9亿元, 同比增加1052%, 毛利率19.0%, 同比提升6.8pct。其他业务收入10.5亿元, 同比增加22.6%, 毛利率40.5%。公司储能系统业务高速增长, 有望成为公司新的发展动力。
- ◆ **管理费率与财务费率下降, 研发费率维持高位:** 2018年公司三费率15.8%, 同比下降3.2pct; 其中, 管理费用率12.1% (研发6.72%), 同比下降2.7pct, 主要因为后勤及办公费用金额下降明显; 销售费率4.7%, 同比上升0.7pct, 主要因为销售佣金上升; 财务费用率-0.9%, 同比下降1.2pct, 主要因为利息收入增加。2019Q1公司三费率15.7%, 同比下降3.6pct, 环比下降2.0pct; 其中, 管理费用率12.8% (研发7.5%), 同比下降2.4pct; 销售费率4.0%, 同比持平; 财务费用率-1.1%。随公司业务收入规模的不断扩大, 公司三费率有望降低。
- ◆ **积极参与国际竞争, 海外市场增长显著:** 2018年公司深化了与宝马、戴姆勒、现代、捷豹路虎、标致雪铁龙、大众、沃尔沃等著名汽车公司的合作, 获得多个重要项目的定点。2018年公司实现海外业务收入7.9亿元, 同比增加122.4%, 占营业收入比重2.7%, 同比提升1.1pct; 海外毛利率24.3%, 同比提升12.8pct, 实现量价齐升。公司已筹划在德国建设首个海外生产基地, 2022年达产后形成产能约14GWh, 远期产能规划100GWh。
- ◆ **投资建议:** 我们预测公司2019年-2021年每股收益分别为1.89元、2.35元、2.67元, 净资产收益率分别为10.9%、12.0%、12.1%, 维持“增持-A”的投资评级。
- ◆ **风险提示:** 新能源车产销量不及预期; 动力电池价格超预期下滑; 锂钴原材料价格超预期上涨; 公司产能扩张不达预期; 不良产品爆炸的风险。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	19,996.9	29,611.3	38,327.7	50,689.4	64,797.7
同比增长(%)	34.4%	48.1%	29.4%	32.3%	27.8%
营业利润(百万元)	4,832.0	4,168.5	4,881.7	6,078.0	6,904.0
同比增长(%)	50.4%	-13.7%	17.1%	24.5%	13.6%
净利润(百万元)	3,878.0	3,387.0	4,143.2	5,165.9	5,863.6
同比增长(%)	36.0%	-12.7%	22.3%	24.7%	13.5%
每股收益(元)	1.77	1.54	1.89	2.35	2.67
PE	45.1	51.7	42.3	33.9	29.9
PB	7.1	5.3	4.6	4.1	3.6

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 年营业收入同比增长 48%，归母净利润同比下降 12.7%	4
(二) 2019Q1 营业收入持续增长，综合毛利率下行	6
二、经营状况分析.....	7
(一) 动力电池量升价跌，毛利率或将继续下行	7
(二) 积极参与国际竞争，海外业务加速拓展	7
(三) 未来发展战略及经营计划：保持动力电池行业领先，积极布局储能和锂电池业务	8
三、盈利预测及投资建议.....	9
(一)、盈利预测	9
(二)、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 年归母净利润及增长率	4
图 3：过往 3 年主要盈利能力变动	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 9 个季度营业收入及增长率	6
图 8：过往 9 个季度归母净利润及增长率	6
图 9：过往 9 个季度盈利能力	6
图 10：过往 9 个季度主要费用率	6
图 11：过往 3 年动力电池销量 (GWh) 及均价 (元/Wh)	7
图 12：过往 3 年锂电池材料销量 (万吨) 及均价 (万元/吨)	7
图 13：过往 3 年海外市场的营业收入 (亿元)	8
图 14：过往 3 年海外和国内市场的毛利率	8
表 1：分业务收入及毛利率的预测	9

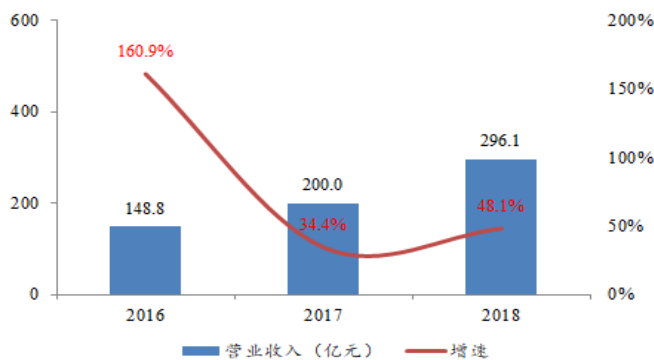
一、财务数据分析

2018 年公司实现营业收入 296.1 亿元，同比增长 48.1%；归母净利润为 33.9 亿元，同比下降 12.7%；扣非归母净利润 31.3 亿元，同比增长 31.7%；每股收益 1.6 元，同比减少 18.3%。2019Q1 实现营业收入 99.8 亿元，同比增加 168.9%；归母净利润 10.5 亿元，同比增加 153.4%。业绩增长在业绩预告范围之内。

（一）2018 年营业收入同比增长 48%，归母净利润同比下降 12.7%

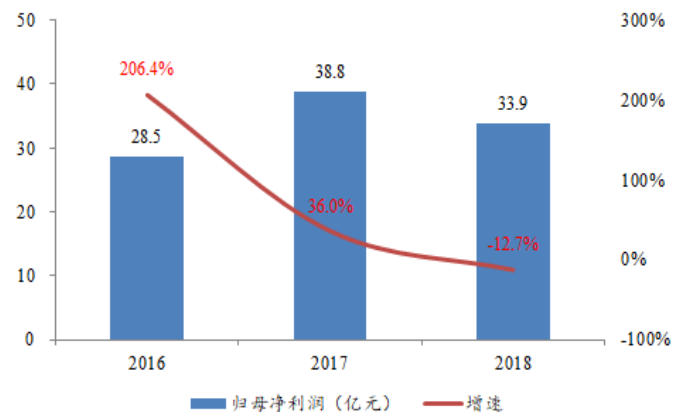
公司 2018 年实现营业收入 296.1 亿元，同比增加 48.1%，主要因为公司产品销量增长；2018 年实现归母净利润 33.87 亿元，同比减少 12.7%，主要因为去年同期一次性的投资收益较多，此外 2018 年毛利率有所下降。

图 1：过往 3 年营业收入及增长率



资料来源：公司年报，华金证券研究所

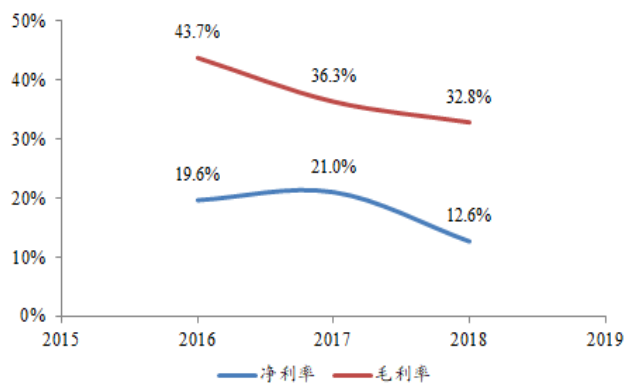
图 2：过往 3 年归母净利润及增长率



资料来源：公司年报，华金证券研究所

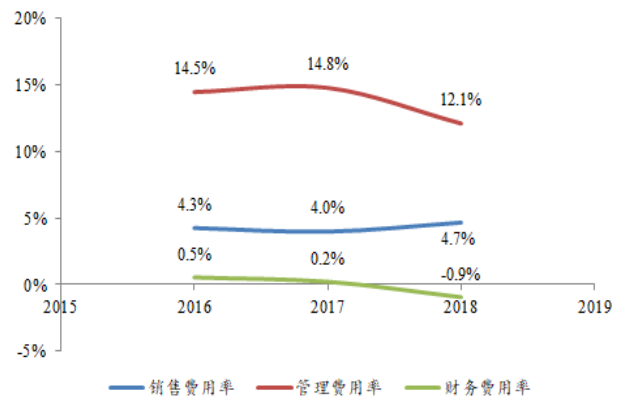
公司 2018 年净利率为 12.6%，同比下降 8.4pct；毛利率 32.8%，同比下降 3.5pct，主要因为公司产品价格下降。公司 2018 年三费费率 15.8%，同比下降 3.2pct；其中，管理费用率 12.1%，同比下降 2.7pct，主要因为后勤及办公费用下降明显；销售费用率 4.66%，同比上升 0.68pct，主要因为销售佣金上升；财务费用率 -0.9%，同比下降 1.2pct，主要因为利息收入增加。

图 3：过往 3 年主要盈利能力变动



资料来源：公司年报，华金证券研究所

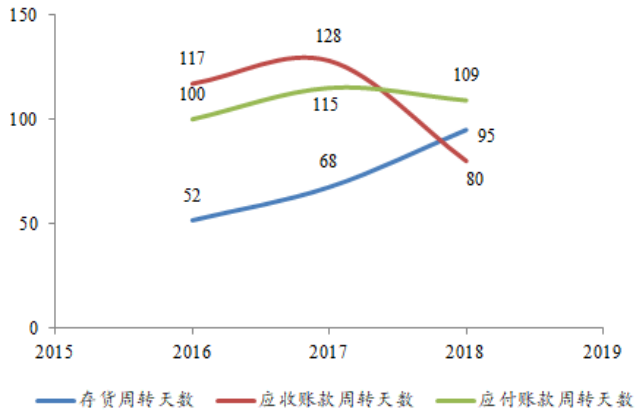
图 4：过往 3 年主要费用率变动



资料来源：公司年报，华金证券研究所

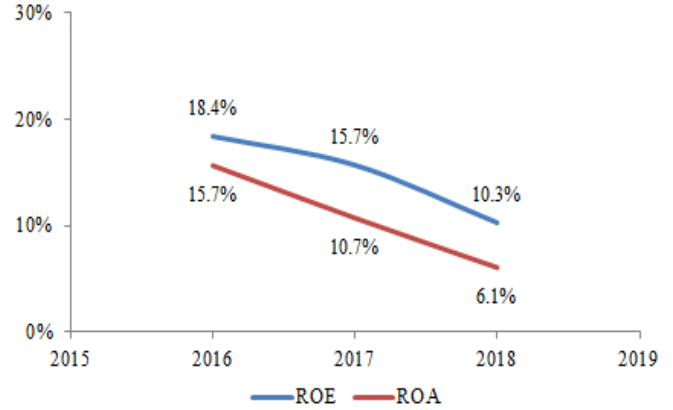
2018 年公司应收账款周转天数为 80 天，应付账款周转天数为 109 天，存货周转天数为 95 天。公司应收账款天数下降较大，表明公司对下游企业的议价能力增强，存货周转天数上升主要因为公司产能增长较快，存货增加。公司 2018 年 ROE 为 10.3%，同比下降 4.4pct；ROA 为 6.1%，同比下降 3.7pct。

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

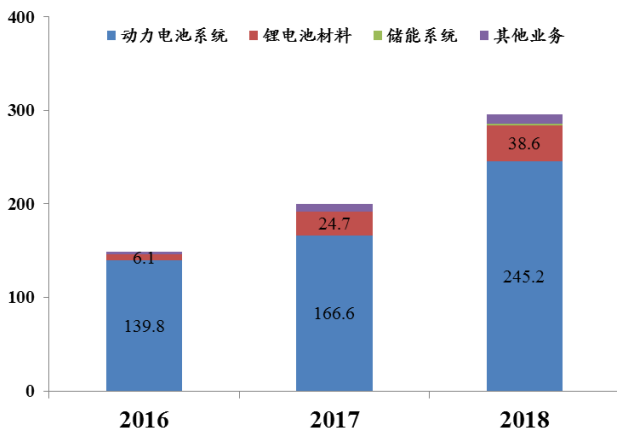


资料来源：Wind，华金证券研究所

分业务来看，**动力电池系统**营业收入 245.2 亿元，同比增加 47.2%，占营业收入比重 83.3%，毛利率 34.1%，同比下降 1.2pct；**锂电池材料**营业收入 38.6 亿元，同比增加 56.3%，占营业收入比重 12.4%，毛利率 23.1%，同比下降 4.0pct；**储能系统**营业收入 1.9 亿元，同比增加 1052%，毛利率 19.0%，同比提升 6.8pct；**其他业务**收入 10.5 亿元，同比增加 22.6%，占营业收入比重 4.3%，毛利率 40.5%。

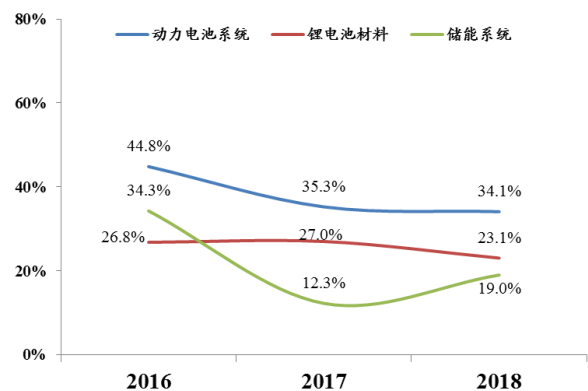
动力电池毛利率下降，主要因为新能源汽车补贴退坡对上游的传导；锂电池材料毛利率下降，主要因为钴产品价格下降导致锂电池材料销售价格下降；储能业务实现量价齐升，主要因为储能场景运用逐步成熟，市场需求比较旺盛。

图 7：过往 3 年公司分业务收入



资料来源：公司年报，华金证券研究所

图 8：过往 3 年公司分业务毛利率

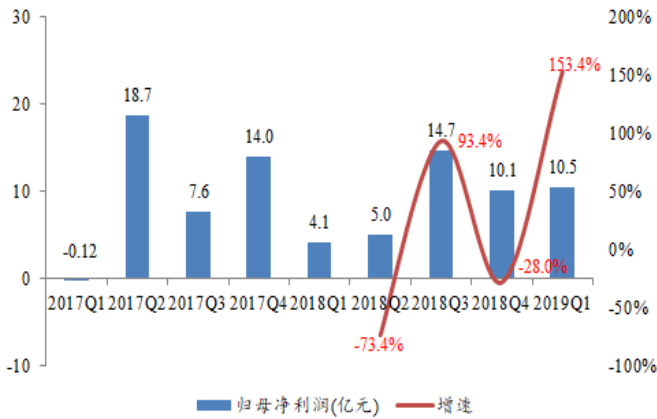


资料来源：公司年报，华金证券研究所

(二) 2019Q1 营业收入持续增长，综合毛利率下行

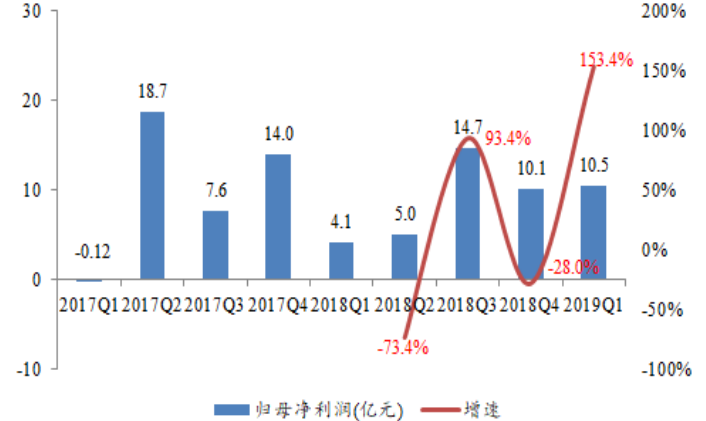
2019Q1 公司实现营业收入 99.8 亿元，同比增加 168.9%；归母净利润 10.5 亿元，同比增加 153.4%。

图 7：过往 9 个季度营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：过往 9 个季度归母净利润及增长率

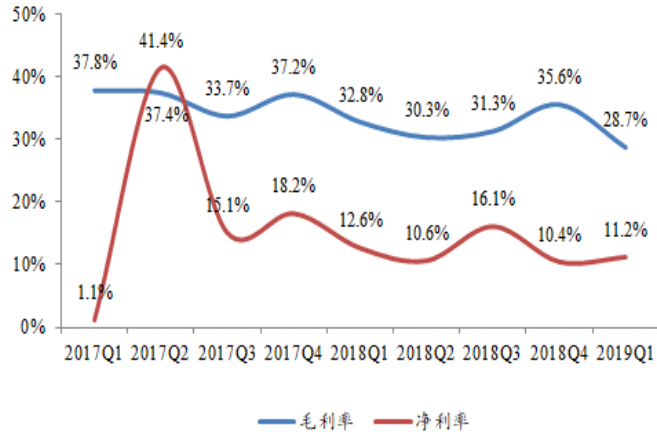


资料来源：Wind，华金证券研究所

2019Q1 公司毛利率为 28.7%，同比下降 4.1pct，环比下降 6.9pct。毛利率下降主要因为公司产品价格下降。

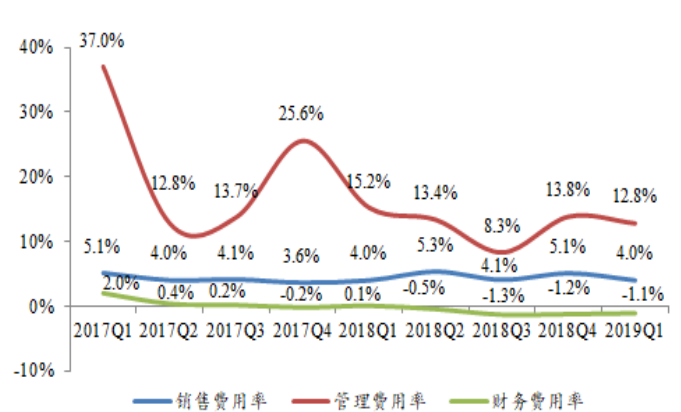
从费用率看，公司三费率 15.7%，同比下降 3.6pct，环比下降 2.0pct；管理费用率 12.8%，同比下降 2.4pct；销售费用率 4.0%，保持平稳；财务费用率-1.1%，继续保持在低位水平。

图 9：过往 9 个季度盈利能力



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 10：过往 9 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

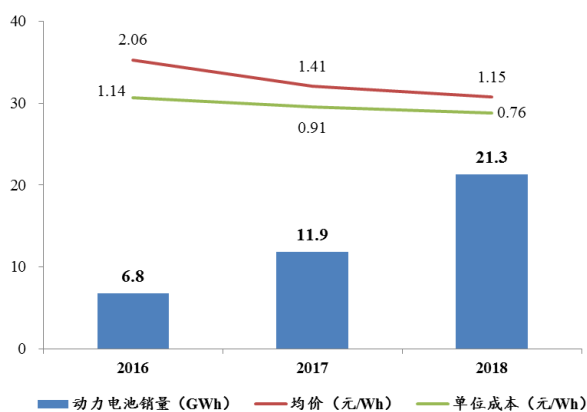
2018年，公司主要产品动力电池系统和锂电池材料大幅增长，但价格出现下降。2018年公司海外收入增长明显，毛利率也大幅提高，海外市场开拓成果显著。公司已筹划在德国建立首个海外生产基地，远期产能规划约100GWh，海外市场拓展正在加速。

（一）动力电池量升价跌，毛利率或将继续下行

2018年，公司动力电池系统和锂电池材料均出现量升价减之势。2018年公司实现动力电池系统销量21.31GWh，同比增长79.8%。我们测算公司单位产品售价约1.15元/Wh，同比下降18.2%，单位成本约0.76元/Wh，同比下降16.7%。销量增长主要因为动力电池需求旺盛，但新能源车补贴大幅退坡，导致电池价格大幅下降，同时锂钴原材料价格也大幅下降，产品成本持续下降。

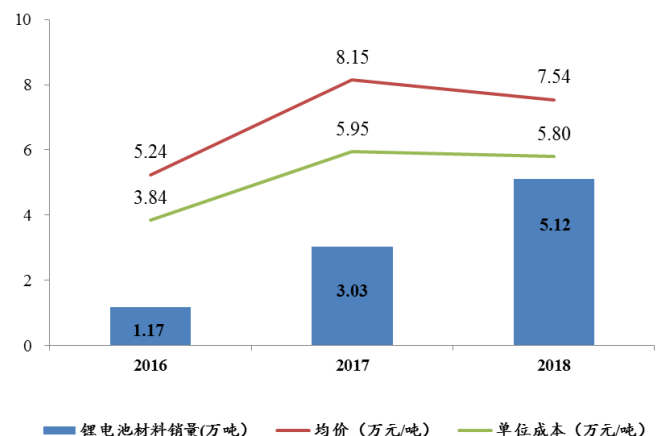
2018年公司锂电池材料实现营业收入38.6亿元，同比增加56.3%，毛利率23.1%，同比下降4.0pct，产品单价约7.54万元/吨，同比下降7.5%，吨毛利约1.74万元/吨，同比下降21%，吨毛利下滑主要受锂钴资源价格下降影响。

图 11：过往 3 年动力电池销量（GWh）及均价（元/Wh）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 12：过往 3 年锂电池材料销量（万吨）及均价（万元/吨）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

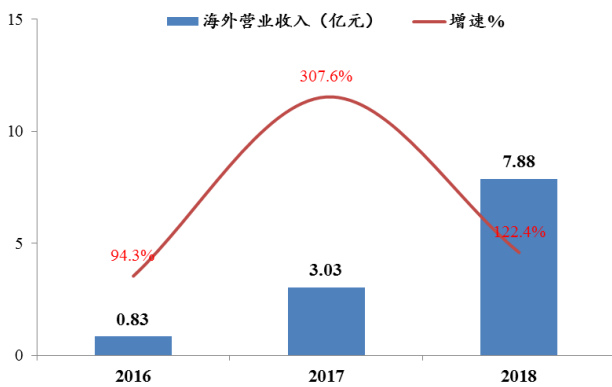
（二）积极参与国际竞争，海外业务加速拓展

强劲的研发实力助力公司开拓海外市场。2018年底公司研发人员达4217名，同比增长23.1%，拥有境内专利1618项，境外专利38项目，正在申请的专利达2110项。强劲的研发实力助力公司快速开拓全球电池客户。2018年深化了与宝马、戴姆勒、现代、捷豹路虎、标致雪铁龙、大众、沃尔沃等著名汽车公司的合作，获得多个重要项目的定点。公司2018年实现海外业务收入7.88亿元，同比增加122.4%，保持高速增长，占营业收入比重2.7%，同比提升1.1pct。公司2018年海外业务毛利率24.3%，同比提升12.8pct，实现量价齐升。

公司正在筹划在德国建设首个海外生产基地，2026年产能有望达100GWh。2018年7月9日，公司与德国图林根州政府签署了一份投资协议。公司将投资2.4亿欧元(约折合18.7亿人

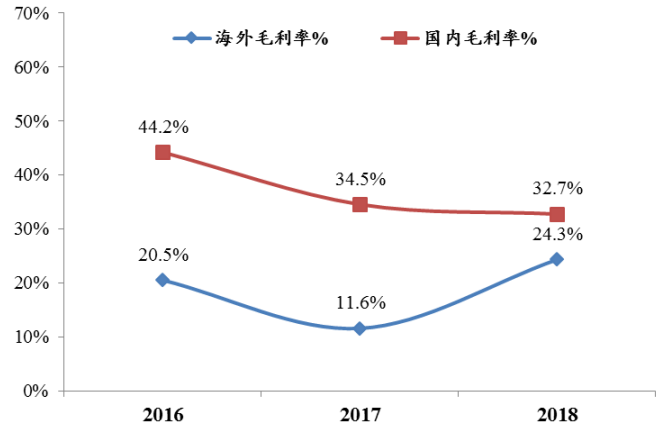
民币)在联邦德国图林根州埃尔福特市设立电池生产基地及智能制造技术研发中心。电芯厂计划于 2021 年投产, 2022 年达产后将形成 14Gwh 的产能。2019 年 2 月 15 日, 据德国《经济新闻报》报道, 公司欧洲区总裁马蒂亚斯-岑特格拉夫, 在德国波鸿举行的汽车研讨会上宣布, 宁德时代计划将德国工厂的产能从原计划的 2022 年 14Gwh 提升至 2026 年 100Gwh。届时, 宁德时代的德国工厂将成为全球最大的电池生产基地。

图 13: 过往 3 年海外市场的营业收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 14: 过往 3 年海外和国内市场的毛利率



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

（三）未来发展战略及经营计划：保持动力电池行业领先，积极布局储能和锂电池业务

公司紧紧围绕主营业务动力电池系统和储能系统，与主要战略客户开展深度合作。

动力电池：全方位布局各应用市场和车型级别，与客户建立长期合作关系，继续争取海外大型车企客户的定点项目，筹划在德国建设首个海外生产基地。在各个细分市场全面布局，在磷酸铁锂长寿命、三元高能量密度、快充等差异化产品方面加大研发投入，力争做到技术全面超越同行业竞争对手，抢占技术制高点。

储能：公司将采取“全球销售、区域深耕、部分场景重点打造”的整体策略，以欧美、澳、韩日、中国四大区域为主战场，多渠道、多模式实现业务增长。

电池回收：公司将在国内外进行电池回收布点，实现资源的有效回收循环利用，拟与格林美、青山集团等公司合作在印尼设立湿法镍冶炼厂。

三、盈利预测及投资建议

(一)、盈利预测

盈利预测主要基于如下假设：

营收方面：1) 2019 年动力电池销量将继续保持增长，但价格将会继续承压；2) 随着动力电池存量增加，动力电池回收和材料业务继续保持增长；3) 储能应用场景逐步成熟，预计储能业务将进入快速成长期。

毛利率方面，综合毛利率水平主要受到产品结构的变化影响，细分业务方面：1) 动力电池的毛利率将会下降；2) 锂电池材料毛利率稳定；3) 储能业务毛利率上升。

表 1：分业务收入及毛利率的预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	200.0	296.1	383.3	506.9	648.0
YoY	34.4%	48.1%	29.4%	32.3%	27.8%
动力电池系统	166.6	245.2	304.0	395.7	484.4
锂电池材料	24.7	38.6	61.6	83.1	112.2
储能系统	0.2	1.9	5.7	14.2	35.4
其他	8.5	10.5	12.0	13.8	15.9
综合毛利率	36.29%	32.8%	29.2%	27.8%	26.5%
动力电池系统	35.25%	34.1%	30.0%	28.4%	26.8%
锂电池材料	27.0%	23.1%	25.0%	25.0%	25.0%
储能系统	12.3%	19.0%	21.0%	22.0%	24.0%
其他	-	40.5%	35.0%	35.0%	35.0%

资料来源：公司年报，华金证券研究所测算

费用方面，公司仍然将继续进行产品研发和市场渠道的费用投入，但是随着业务规模的扩张，规模效应带来的整体费用率预计将会有所下降，研发投入费用率预计将会保持。公司对于产能和新品的投入将会逐步增加，整体的开支规模预计将会继续上升。

(二)、投资建议

我们对于公司在产品市场的竞争力保持乐观，出货量持续增长。但由于新能源车补贴大幅退坡，预计公司产品单价继续下行。由于变更折旧年限，预计 2019 年固定资产折旧大幅增加。

我们预测公司 2019 年-2021 年每股收益分别为 1.89 元、2.35 元、2.67 元，净资产收益率分别为 10.9%、12.0%、12.1%，维持“增持-A”的投资评级。

四、风险提示

- 1、新能源车推广不及预期；
- 2、公司产能扩张不达预期；
- 3、动力电池价格超预期下滑；
- 4、锂钴原材料价格超预期上涨；
- 5、不良产品爆炸的风险。

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
营业收入	19,996.9	29,611.3	38,327.7	50,689.4	64,797.7	年增长率					
减:营业成本	12,740.2	19,902.3	27,133.9	36,594.3	47,621.8	营业收入增长率	34.4%	48.1%	29.4%	32.3%	27.8%
营业税费	95.9	171.2	221.6	304.1	388.8	营业利润增长率	50.4%	-13.7%	17.1%	24.5%	13.6%
销售费用	795.8	1,378.9	1,533.1	2,281.0	2,915.9	净利润增长率	36.0%	-12.7%	22.3%	24.7%	13.5%
管理费用	2,956.5	1,590.7	4,599.3	6,082.7	7,775.7	EBITDA 增长率	38.6%	31.1%	-1.6%	26.3%	17.7%
财务费用	42.2	-279.7	-491.9	-600.8	-708.4	EBIT 增长率	30.6%	21.2%	-19.7%	24.8%	13.1%
资产减值损失	244.7	974.9	600.0	150.0	100.0	NOPLAT 增长率	49.2%	-18.1%	12.8%	25.1%	13.1%
加:公允价值变动收益	-	-314.2	-	-	-	投资资本增长率	-0.9%	-37.8%	16.8%	25.6%	17.2%
投资和汇兑收益	1,344.3	184.4	150.0	200.0	200.0	净资产增长率	67.6%	33.0%	15.1%	12.7%	12.7%
营业利润	4,832.0	4,168.5	4,881.7	6,078.0	6,904.0	盈利能力					
加:营业外净收支	16.1	36.3	29.6	31.8	31.1	毛利率	36.3%	32.8%	29.2%	27.8%	26.5%
利润总额	4,848.1	4,204.8	4,911.3	6,109.8	6,935.0	营业利润率	24.2%	14.1%	12.7%	12.0%	10.7%
减:所得税	654.0	468.9	550.1	672.1	762.9	净利润率	19.4%	11.4%	10.8%	10.2%	9.0%
净利润	3,878.0	3,387.0	4,143.2	5,165.9	5,863.6	EBITDA/营业收入	29.3%	26.0%	19.7%	18.8%	17.3%
						EBIT/营业收入	22.5%	18.5%	11.5%	10.8%	9.6%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	46.7%	52.4%	50.4%	50.9%	53.2%
货币资金	14,080.9	27,731.2	32,205.5	34,786.9	36,764.4	负债权益比	87.6%	109.9%	101.8%	103.7%	113.8%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.85	1.73	1.77	1.78	1.70
应收帐款	7,009.2	6,224.9	7,615.7	8,717.6	16,481.6	速动比率	1.66	1.51	1.54	1.58	1.50
应收票据	5,458.3	9,742.9	11,124.4	17,036.4	22,562.2	利息保障倍数	106.90	-19.53	-8.92	-9.12	-8.75
预付帐款	305.8	864.6	793.5	1,442.8	1,467.4	营运能力					
存货	3,417.8	7,076.1	7,998.3	8,265.9	10,253.7	固定资产周转天数	108	120	113	88	65
其他流动资产	2,761.1	2,271.7	2,271.7	2,434.9	2,326.1	流动营业资本周转天数	128	5	-28	-15	2
可供出售金融资产	1,961.3	1,516.5	1,516.5	1,516.5	1,516.5	流动资产周转天数	493	529	544	478	452
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	131	80	65	58	70
长期股权投资	791.0	965.2	1,015.2	1,065.2	1,115.2	存货周转天数	43	64	71	58	51
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	704	751	731	621	564
固定资产	8,219.5	11,574.7	12,566.2	12,172.3	11,095.8	投资资本周转天数	253	138	89	81	77
在建工程	2,974.4	1,623.8	1,561.9	2,493.3	3,145.3	费用率					
无形资产	1,408.8	1,346.2	1,342.9	1,332.4	1,314.8	销售费用率	4.0%	4.7%	4.0%	4.5%	4.5%
其他非流动资产	1,274.8	2,945.9	1,744.6	1,805.8	2,020.8	管理费用率	14.8%	5.4%	12.0%	12.0%	12.0%
资产总额	49,662.9	73,883.7	81,756.5	93,069.9	110,064.0	财务费用率	0.2%	-0.9%	-1.3%	-1.2%	-1.1%
短期债务	2,245.1	1,180.1	1,500.0	1,500.0	1,000.0	三费/营业收入	19.0%	9.1%	14.7%	15.3%	15.4%
应付帐款	5,295.4	7,057.1	11,635.1	11,541.3	15,973.5	投资回报率					
应付票据	8,812.7	11,841.1	16,800.2	20,810.7	28,133.9	ROE	15.7%	10.3%	10.9%	12.0%	12.1%
其他流动负债	1,536.8	11,006.6	5,101.1	7,046.8	7,872.9	ROA	8.4%	5.1%	5.3%	5.8%	5.6%
长期借款	2,129.1	3,490.8	3,000.0	3,000.0	2,000.0	ROIC	29.9%	24.7%	44.8%	47.9%	43.2%
其他非流动负债	3,172.5	4,107.8	3,197.6	3,492.6	3,599.3	分红指标					
负债总额	23,191.6	38,683.5	41,234.0	47,391.4	58,579.7	DPS(元)	-	0.14	0.08	0.13	0.17
少数股东权益	1,769.8	2,261.9	2,480.0	2,751.8	3,060.4	分红比率	0.0%	9.2%	4.1%	5.5%	6.2%
股本	1,955.2	2,195.0	2,195.0	2,195.0	2,195.0	股息收益率	0.0%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%
留存收益	22,497.7	31,873.8	35,847.5	40,731.7	46,228.9						
股东权益	26,471.2	35,200.2	40,522.5	45,678.5	51,484.3						
						业绩和估值指标					
现金流量表											
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	1.77	1.54	1.89	2.35	2.67
净利润	4,194.1	3,735.9	4,143.2	5,165.9	5,863.6	BVPS(元)	11.25	15.01	17.33	19.56	22.06
加:折旧和摊销	1,381.2	2,304.2	3,173.7	4,072.9	5,042.1	PE(X)	45.1	51.7	42.3	33.9	29.9
资产减值准备	244.7	974.9	-	-	-	PB(X)	7.1	5.3	4.6	4.1	3.6
公允价值变动损失	-	314.2	-	-	-	P/FCF	25.1	18.4	83.6	66.0	77.8
财务费用	112.6	262.3	-491.9	-600.8	-708.4	P/S	8.8	5.9	4.6	3.5	2.7
投资损失	-1,344.3	-184.4	-150.0	-200.0	-200.0	EV/EBITDA	24.8	19.6	19.5	15.2	12.6
少数股东损益	316.1	348.9	218.1	271.9	308.6	CAGR(%)	9.0%	18.2%	14.3%	9.0%	18.2%
营运资金的变动	5,727.2	8,057.0	716.7	-2,087.9	-2,799.3	PEG	5.0	2.8	2.9	3.7	1.6
经营活动产生现金流量	2,340.7	11,316.3	7,609.7	6,622.0	7,506.6	ROIC/WACC	2.9	2.4	4.3	4.6	4.2
投资活动产生现金流量	-7,635.8	-19,487.7	-4,000.0	-4,450.0	-4,450.0						
融资活动产生现金流量	8,932.7	7,042.7	864.6	409.4	-1,079.0						

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

肖索、林帆声明，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.cn