

光弘科技(300735.SZ)/电子

“小而美”逐步成长，海外布局恰逢其时

**评级：买入(维持)**

市场价格：23.8

分析师：谢春生

执业证书编号：S0740518010002

电话：

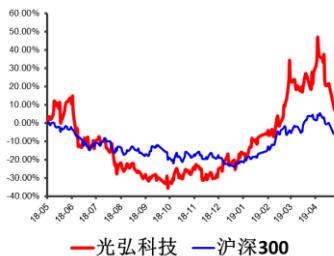
Email: xiecs@r.qlzq.com.cn

研究助理：胡杨

Email: huyang@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	355
流通股本(百万股)	111
市价(元)	23.8
市值(百万元)	8463
流通市值(百万元)	2659

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1274.11	1598.09	2205.36	2690.54	3610.70
增长率 yoy%	3.84%	25.43%	38.00%	22.00%	34.20%
净利润	173.52	273.32	396.20	496.84	671.29
增长率 yoy%	12.56%	57.48%	44.96%	25.40%	35.11%
每股收益(元)	0.49	0.77	1.12	1.40	1.89
每股现金流量	0.80	0.61	0.99	2.13	0.38
净资产收益率	10.79%	15.07%	13.65%	14.61%	16.49%
P/E	48.76	30.96	21.36	17.03	12.61
PEG	1.16	0.89	0.58	0.41	0.36
P/B	5.26	4.67	2.91	2.49	2.08

备注：

**投资要点**

- 国内领先的电子服务制造商。**整体制造能力和服务水平居于国内领先地位，产线配置媲美全球大厂，客户资源优质，包括华为技术等全球知名品牌商和华勤通讯等领先 ODM 企业。公司业绩稳定增长，2018 全年实现营业总收入 15.98 亿元，同比增长 25.42%；归母净利润 2.73 亿元，同比增长 57.48%。精细管理之下，公司销售毛利率、净利率整体呈逐年增长趋势。
- 募投项目实现突破升级。**随着惠州二期生产基地全面达产，产能大幅提升，18 年公司营收和净利润获得超预期增长；智能制造改造项目购置自动化设备，提升生产效率、减少一线生产人员，运用先进的生产制造及检测设备提升产品品质。工程技术中心升级建设项目购进生产研发设备、先进检测设备，生产管理软硬件设备，提高制造管理水平。募投项目实现突破升级，随着募投项目的达产，公司信息化、自动化水平升级，将更好地响应客户的产能与品控需求，订单放量在即，持续盈利可期。
- BMS 行业机遇风险并存，头部客户逆势增长。**亚太地区 EMS 市场规模占全球市场份额的 70% 以上，产能不断向中国大陆转移，国产品牌崛起，为大陆厂商带来良好发展机遇；同时 EMS 模式趋于成熟，渗透率将进一步提高，下游电子产品市场的发展不断地为 EMS 行业带来市场空间。智能手机存量时代，公司的第一大客户华为逆势增长，2018Q4 手机出货量同比增加 43.9%，光弘受益于大客户的逆势增长，盈利水平提高明显。公司目前的客户集中度较高且合作具有稳定性和持续性，头部客户的出货量提升能够明显的拉动公司营收的提升。
- 多点布局，持续贡献成长动能。**公司加码汽车电子，导入物联网业务，完善海外布局，业务结构再升级。汽车电子占汽车成本占比不断提升，产品由高端向低端市场渗透，市场前景广阔。公司加大了汽车电子业务的布局，2018 年公司汽车电子业务收入 1.15 亿元，5G 商用进展加速，多地 5G 建设纷纷落地，应用前景广阔，2017 年导入物联网业务，作为毛利率最高（35%）的业务类别，为公司贡献了 0.88 亿元营收。同时，公司以其 SMT 核心工艺全面参与配套 5G 时代，包括提供基站、交换机等 5G 设备配件的 2B 端业务，以及 5G 手机等 2C 端的终端业务。控股印度 Vsun，完善海外业务布局，印度手机出货量同比增长率较高，市场空间广阔，同时规避高额关税，实现较快增长。
- 投资建议：**公司与华为、OPPO 等知名科技公司建立长期良好的合作伙伴关系，技术和客户领先优势明显，公司近几年利润增速远高于营收增速，EMS 行业发展态势良好，募投项目进展顺利，未来成长空间较大。我们预计公司 2019/2020 年实现归母净利润 3.96/4.96 亿元，目前对应 PE21/17X，维持“买入”评级。
- 风险提示事件：**客户集中度较高，募投项目不达预期

## 内容目录

国内领先的电子服务制造商 .....	- 2 -
领先的电子服务制造商，客户资源优质 .....	- 3 -
业绩超预期，精细化管理下毛利率持续提升 .....	- 3 -
产线配置媲美全球大厂，募投项目实现突破升级 .....	- 4 -
<b>EMS 行业集中度较高，头部客户逆势增长</b> .....	- 5 -
EMS 行业机遇风险并存 .....	- 5 -
头部客户出货量逆势增长 .....	- 7 -
<b>多点布局，持续贡献成长动能</b> .....	- 8 -
加码汽车电子，导入物联网业务，业务结构再升级 .....	- 8 -
完善海外业务布局，打开新成长空间 .....	- 9 -
风险提示 .....	- 12 -

## 图表目录

图表 1 公司优质客户资源 .....	- 3 -
图表 2 公司营收及归母净利润（单位：万元） .....	- 3 -
图表 3 公司销售毛利率及净利率 .....	- 4 -
图表 4 公司募投项目介绍 .....	- 5 -
图表 5 公司 EMS 业务流程图 .....	- 5 -
图表 6 2010-2020 年全球 EMS 行业的市场规模情况及预测 .....	- 6 -
图表 7 世界前五智能手机公司相关数据（每百万部手机中的出货量） .....	- 7 -
图表 8 世界前五智能手机品牌市场份额 .....	- 7 -
图表 9 全球汽车电子市场规模及预测（单位：亿美元） .....	- 8 -
图表 10 汽车电子成本占比变化 .....	- 8 -
图表 11 全球物联网设备数量（单位：亿台） .....	- 9 -
图表 12 Vsun 财务状况 .....	- 10 -
图表 13 印度和中国市场手机出货量（单位：百万部） .....	- 10 -
图表 14 公司财务数据 .....	- 13 -

## 国内领先的电子服务制造商

领先的电子服务制造商，客户资源优质

- 光弘科技成立于 1995 年，是一家专业从事消费电子类、网络通讯类、汽车电子类等电子产品的 PCBA 和成品组装，并提供制程技术研发、工艺设计、采购管理、生产控制、仓储物流等完整服务的电子制造服务（EMS）企业。
- 整体制造能力一流，服务水平领先，获得客户认可。目前公司的 SMT 产线与同期全球一流 EMS 企业的平均水平相差较小，整体制造能力和服务水平居于全球领先地位。获得“华为最佳合作伙伴”“华为现场改善一等奖”“闻泰卓越供应及服务奖”“华勤战略合作奖”等客户认证荣誉。
- 客户资源优质，合作稳定持续。公司积累了一批优质的客户源，包括华为技术等全球知名品牌商和华勤通讯、闻泰通讯等领先 ODM 企业。EMS 业务具有定制化的特点，以客户为导向，业务深度合作配套。公司在获得客户订单前需通过 1-2 年严格的资质认证、现场审核、试制服务等步骤，因此通常公司进入客户合格供应商体系后，即与客户保持长期稳定关系。

图表 1 公司优质客户资源

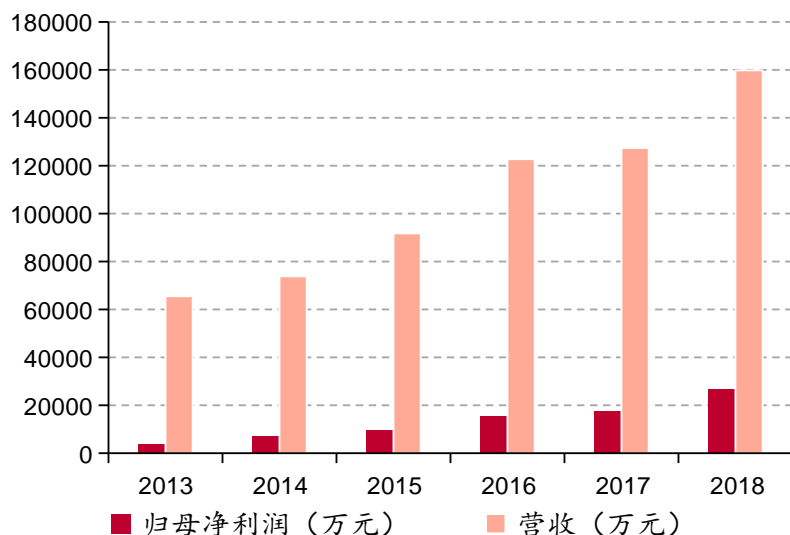


来源：公司官网，中泰证券研究所整理

业绩超预期，精细化管理下毛利率持续提升

- 产能效益释放，公司业绩稳定增长。2018 全年实现营业总收入 15.98 亿元，同比增长 25.42%；归母净利润 2.73 亿元，同比增长 57.5%。19 年一季度营收 4.4 亿元，同比增长 64%；归母净利润为 0.82 亿元，同比增长 280%。随着公司北区一期生产基地建筑工程项目的完成和投产，产能瓶颈突破，效益逐步释放，营收和净利润获得大幅提升。

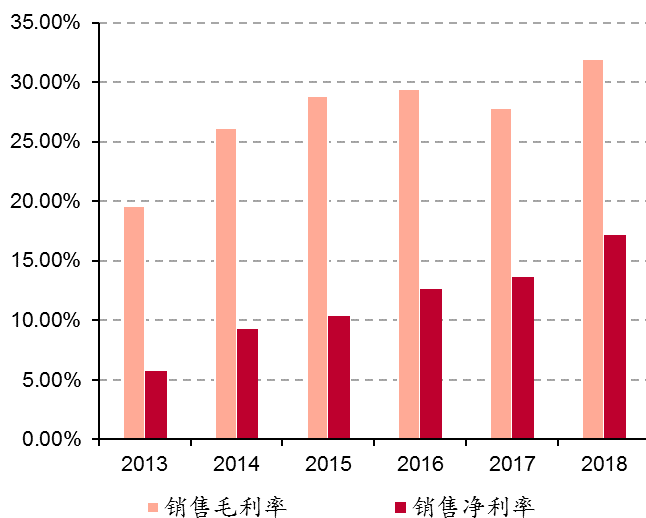
图表 2 公司营收及归母净利润（单位：万元）



来源：wind，中泰证券研究所整理

- 精细管理，毛利率持续提升。**公司销售毛利率整体呈逐年增长趋势，2018年毛利率为31.9%，同比增长4.11 pct；净利率为17.13%，高于2017年13.66%的净利率。毛利率的上升一方面源于产能的扩大，规模效益显现；另一方面源于公司进行信息化技术应用和自动化设备升级，逐步实现信息化、自动化和IT化，降本增效，毛利率空间有望进一步扩大。

**图表3 公司销售毛利率及净利率**



来源：wind，中泰证券研究所整理

### 产线配置媲美全球大厂，募投项目实现突破升级

- 产线配置国际一流，国内领先。**公司目前拥有68条SMT生产线，产线配备美国MPM全自动网板印刷机、韩国高永SPI、日本FUJI高速多功能贴片机、PCB自动清洁系统、德国ERSA回流炉、英

国 DAGE X-RAY 检测仪等进口领先设备。公司拥有业界领先的高速高精度双轨贴片线，贴装精度在行业内处于领先水平。公司还引进了高精度 POP 工艺，可以精确地在小尺寸的 PCB 上完成堆叠式贴装，满足承接各类高精度电子产品的生产制造的需求。

- **募投项目进展顺利，突破产能瓶颈，智能制造升级。**2013-2016 年公司产能处于饱和状态，产能利用率分别为 110.23%、115.22%、109.99%和 97.91%。为解决产能瓶颈，产能扩张成为必要之需。目前惠州二期生产基地已全面达产，产能大幅提升，18 年公司业绩获得超预期增长。随着募投项目的达产，公司信息化、自动化水平升级，将更好地响应客户的产能与品控需求，订单放量在即，持续盈利可期。

**图表 4 公司募投项目介绍**

序号	项目名称	投资总额 (万元)	项目内容
1	光弘惠州二期生产基地建设项目	57173.83	购置全自动贴片生产线、自动测试生产线等行业领先的生产及检测设备
2	智能制造改造项目	16535.40	购置自动化设备，提升生产效率、减少一线生产人员，运用先进的生产制造及检测设备提升产品品质
3	工程技术中心升级建设项目	5384.13	购进生产研发设备、先进检测设备、生产管理软硬件设备
4	补充流动资金项目	21700.00	
	合计	100793.36	

来源：招股说明书，中泰证券研究所整理

## EMS 行业集中度较高，头部客户逆势增长

### EMS 行业机遇风险并存

- 光弘的业务经营模式为 EMS (Electronic Manufacturing Services)，即电子制造服务。全球专业化分工背景下，品牌商将电子产品制造外包，从而专注于品牌经营和产品推新；电子制造服务企业承接品牌商的产品制造业务，凭借专业制造能力和规模效应获利。在 EMS 模式下，公司以客户需求为导向，为其提供定制化的电子产品制造服务，服务内容涵盖原材料采购、新产品导入 (NPI)、PCBA、成品组装、仓储物流等完整的电子产品制造环节。

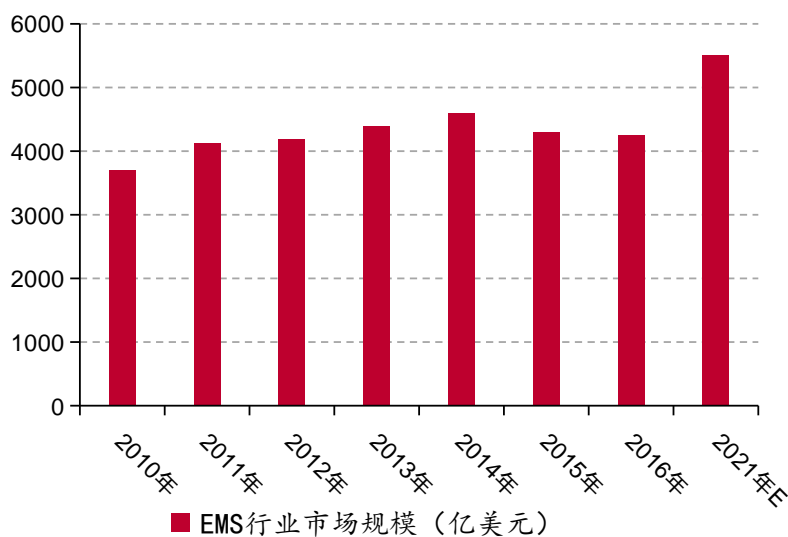
**图表 5 公司 EMS 业务流程图**



来源：招股说明书，中泰证券研究所整理

- **产业向大陆转移，国内品牌崛起，市场规模持续增长。**亚太地区 EMS 市场规模占全球市场份额的 70%以上，产能不断向中国大陆转移。全球一流电子制造服务企业鸿海精密、伟创力、捷普等均在中国大陆设立了制造基地和运营机构，为本土企业带来示范效应的同时也带来竞争压力。华为、联想等电子品牌商崛起，为大陆 EMS 企业提供良好机遇。EMS 模式趋于成熟，渗透率将进一步提高，下游电子产品市场的发展不断地为 EMS 行业带来市场空间。New Venture Research 预计 2016 年至 2021 年全球 EMS 市场规模将以 5.30%的年均复合增长率持续增长，至 2021 年市场规模有望达到 5,510 亿美元。

图表 6 2010-2020 年全球 EMS 行业的市场规模情况及预测



来源：New Venture Research，中泰证券研究所整理



- **行业存在壁垒，集中度较高。**存在资质壁垒，EMS企业需要通过1-2年严格的资质认证、现场审核、试制服务等步骤后方可获得品牌商客户订单，切入客户供应链体系后的企业与品牌商通常具有长期稳定的合作关系，并有望随客户出货量上升而增加制造产量，随客户品类扩张而增加制造品类；存在资金壁垒，EMS企业的产能须能够满足客户的出货量要求，大规模的产线建设和维护需要大量资金投入。存在管理壁垒，一方面EMS业务附加值有限，管理能力直接影响企业的盈利能力，成本管控对企业至关重要；另一方面，企业下游产品领域多，制造环节复杂，规模化的生产能力要求规模化的管理能力。2014-2016年全球前十大EMS企业营业收入总额占EMS市场总收入的比重从52.67%增加至57.68%，行业集中度较高。
- **公司积极应对机遇与挑战并存局面。**一方面进行募投项目建设，扩大产能，提高响应客户能力，制造能力与服务水平并举；另一方面切入品牌商产品价值链的多个环节，巩固其在品牌商供应链上不可替代的地位，提高客户粘性。

#### 头部客户出货量逆势增长

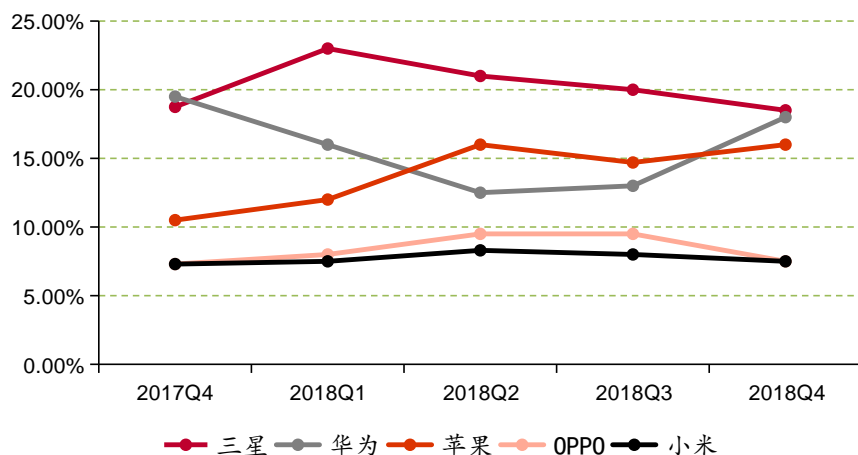
- **智能手机存量时代，华为逆势增长。**2018年全球智能手机出货量全年同比下降4%，2018Q4出货量下降了7%，是智能手机市场连续下滑的第五个季度，智能手机市场已进入存量市场阶段。2018年第四季度，三星及苹果手机手机出货量和市场份额均负增长。在这种市场背景下，公司的第一大客户华为手机2018Q4出货量同比增加43.9%，市场份额增加5.4%。作为其电子制造服务商，光弘受益于大客户的逆势增长，盈利水平提高明显。

图表7 世界前五智能手机公司相关数据（每百万部手机中的出货量）

公司	2018Q4出货量	2018Q4市场份额	2017Q4出货量	2017Q4市场份额	同比
三星	70.4	18.70%	74.5	18.90%	-5.50%
苹果	68.4	18.20%	77.3	19.60%	-11.50%
华为	60.5	16.10%	42.1	10.70%	43.90%
OPPO	29.2	7.80%	27.3	6.90%	6.80%
小米	28.6	7.60%	28.2	7.10%	1.40%
其他	118.4	31.50%	145.3	36.80%	-18.50%
总计	375.4	100%	394.6	100.00%	-4.90%

来源：IDC，中泰证券研究所整理

图表8 世界前五智能手机品牌市场份额



来源：IDC，中泰证券研究所整理

- **头部客户集中度高，盈利拉动作用明显。**公司的业务模式和经营模式决定了公司目前的客户集中度较高，2014年-2017年公司向前五名客户的销售额占营收的比例分别为79.48%、84.93%、85.63%和76.37%，且合作具有稳定性和持续性。公司头部客户的出货量提升能够明显的拉动公司营收的提升。

## 多点布局，持续贡献成长动能

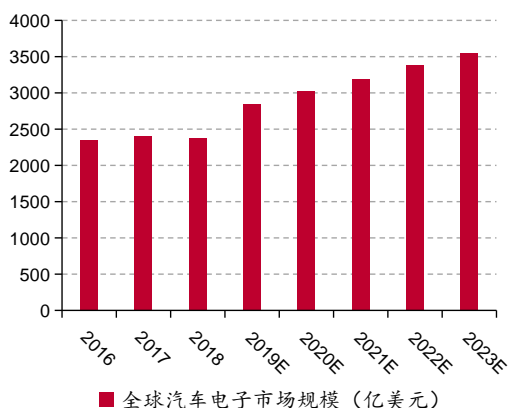
### 加码汽车电子，导入物联网业务，业务结构再升级

- **汽车电子发展迅猛，物联网新业务业绩亮眼。**公司加大了汽车电子业务的布局，2018年公司汽车电子业务收入11550.12万元，同比增长10.03%，占主营业务收入比例从2014、2015年的0.93%、2.24%提高到2018年的7.23%。所生产的汽车电子产品最终销往吉利、北汽等终端品牌商。2017年新导入物联网业务，2018年物联网业务实现营收8848.31万元，作为毛利率最高（34.29%）的业务类别，为公司贡献了5.54%的营收。随着公司在汽车电子及物联网业务的持续加码和产能建设，高增长领域将为公司带来更多业绩贡献。
- **汽车电子市场广阔。**自动驾驶引领行业趋势，智能网联汽车渗透率不断提升，汽车电子领域成为汽车行业和电子行业创新发展的舞台。汽车电子占汽车成本占比不断提升，产品由高端向低端市场渗透，市场前景广阔。

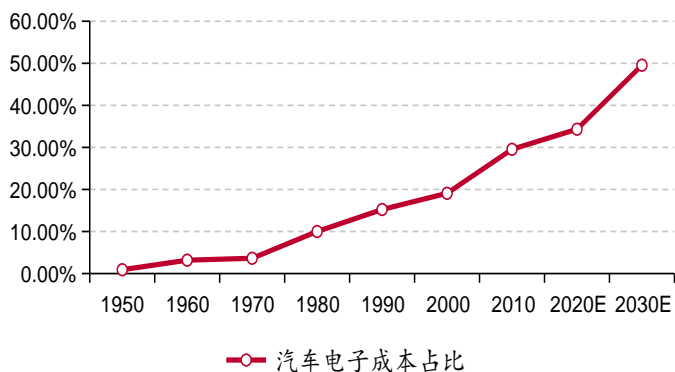
图表9 全球汽车电子市场规模及预测(单位:亿美元)

图表10 汽车电子成本占比变化





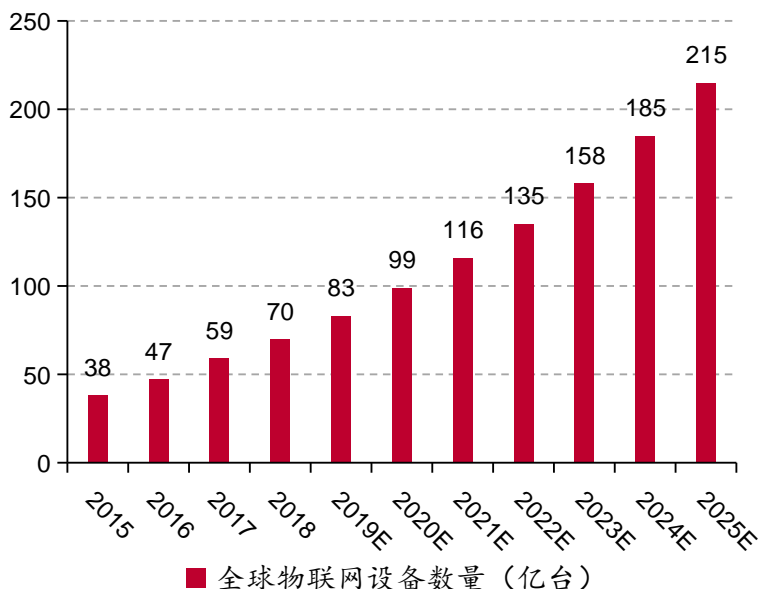
来源：前瞻产业研究院，中泰证券研究所整理



来源：中国产业信息网，中泰证券研究所整理

■ **5G 商用落地在即，迎来发展新机遇。**5G 商用进展加速，多地 5G 建设纷纷落地,2019 年行业周期将逐渐完成 4G 到 5G 的过渡。根据信通院的估算，5G 在 2020 年，2025 的直接产出分别是 4840 亿元和 3.3 万亿元；期间的间接支出分别为 1.2 万亿元和 6.3 万亿元。5G 作为万物互联的基础，将为物联网应用带来巨大市场空间。公司 2017 年物联网业务的良好业绩已经充分证明了公司在该领域的制造服务实力，预计公司的物联网业务将持续放量，营收占比将不断提升。同时，公司以其 SMT 核心工艺全面参与配套 5G 时代，包括提供基站、交换机等 5G 设备配件的 2B 端业务，以及 5G 手机等 2C 端的终端业务。公司深度配合 5G 产业链各阶段的建设，迎来发展新机遇。

图表 11 全球物联网设备数量 (单位: 亿台)



来源：前瞻产业研究院，中泰证券研究所整理

完善海外业务布局，打开新成长空间

- 2017年1-6月公司前五客户中首次出现境外客户 ATOL Ltd.，为公司带来 10,053.97 销售额，销售占比 16.21%。公司的海外业务布局初见成效，证明了光弘以智能化制造获得海外订单的能力。
- **控股印度 Vsun。**2018年12月21日公司董事会通过决议，全资子公司光弘集团以增资方式向印度 Vsun 投资，52700 万印度卢比等额现金认购 Vsun1550 万股股份，持有 50.82% 股份，成为其控股股东。印度 Vsun 主营业务为手机组装，客户包括 Reliance、Karbonn、传音等手机品牌，印度当地客户关系良好，Vsun 原控股股东 Pardeep Jain 为印度第二大智能手机制造商 Karbonn 的控股股东；同时，公司可为国内大客户的海外业务布局提供配套服务，携手大客户扩展海外市场。

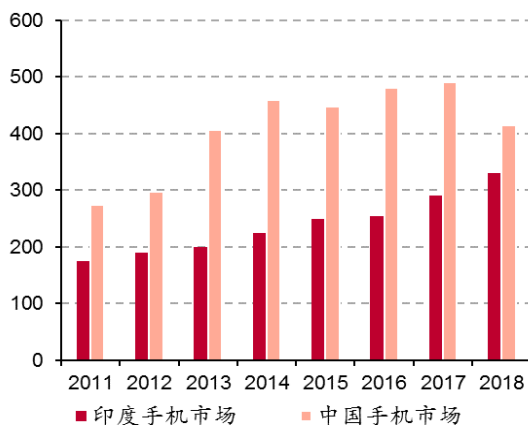
**图表 12 Vsun 财务状况**

项目	2018年1-10月	2017年度
总资产	68872.39	41062.94
总负债	43301.73	19871.07
净资产	25570.66	21191.87
营业收入	171893.15	105682.43
净利润	4378.79	5094.51

来源：招股说明书，中泰证券研究所整理

- **印度智能手机渗透率低，市场空间广阔。**根据 GFK 测算，2017 年中国智能手机渗透率约为 96%，印度智能手机渗透率 42% 左右。2018 年中国手机出货量 4.14 亿部，其中智能手机出货量 4.085 亿部，同比下降 11%；印度手机市场出货量 3.3 左右，其中智能手机出货量 1.423 亿部，同比增加 14.5%。对比于人口规模，印度的手机市场尤其是智能手机仍有广阔的空间。印度网络建设速度较慢，2017 年 4G 网络用户仅占比 15% 左右，4G 网速全球排名最低。因此，虽然近几年全球智能手机市场已处于存量市场，印度手机出货量仍然保持着较高的同比增长率，市场空间广阔。此外，公司具有中国国内领先的电子制造经验，完全能够满足印度目前的生产要求。

**图表 13 印度和中国市场手机出货量（单位：百万部）**



来源：GFK，中泰证券研究所整理

- 公司以先进 SMT 和组装技术导入印度市场，未来增长可期。光弘的 SMT 产线和组装技术处于国内领先地位，制造能力媲美全球大厂，在本地制造能力不高、产能严重不足的印度，具有较强竞争实力和较大发展空间。此外，印度政府频繁提升手机相关的进口关税，2018 年 4 月 1 日进口手机关税从 15% 提高至 20%。公司控股印度本地厂商，能够规避高额关税，实现较快增长。

## 投资建议及盈利预测

- 公司与华为、OPPO 等知名科技公司建立长期良好的合作伙伴关系，技术和客户领先优势明显，公司近几年年利润增速高于营收增速，EMS 行业发展态势良好，募投项目进展顺利，未来成长空间较大。我们预计公司 2019/2020 年实现归母净利润 3.96/4.96 亿元，目前对应 PE 21/ 17X， 维持“买入”评级。

## 风险提示

- **客户集中度较高，募投项目不达预期。**  
公司近几年向前五名客户的销售金额基本占营业收入的 80%左右，如果前五大客户未来的生产经营发生重大不利变化，将直接影响到公司业绩。此外未来新产能建设如果无法顺利实施或者不能达到预期效益，将对公司经营产生不利影响。

**图表 14 公司财务数据**

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业总收入</b>	<b>1,274.1</b>	<b>1,598.1</b>	<b>2,205.4</b>	<b>2,690.5</b>	<b>3,610.7</b>	货币资金	947.4	260.2	1,073.3	1,715.9	1,737.6
增长率	3.84%	25.43%	38.00%	22.00%	34.20%	应收款项	244.7	364.2	1,106.1	687.6	1,719.5
营业成本	-919.9	-1,088.1	-1,488.6	-1,829.6	-2,455.3	存货	32.7	44.1	63.4	68.7	108.6
% 销售收入	72.2%	68.1%	67.5%	68.0%	68.0%	其他流动资产	28.83	582.57	238.71	365.01	356.46
毛利	354	510	717	861	1,155	流动资产	1,254	1,251	2,481	2,837	3,922
% 销售收入	27.8%	31.9%	32.5%	32.0%	32.0%	% 总资产	67.3%	58.8%	72.7%	75.9%	82.2%
营业税金及附加	-14.2	-18.0	-24.3	-29.6	-40.0	长期投资	-	-	-	-	-
% 销售收入	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	固定资产	497.3	703.2	697.3	667.1	618.7
营业费用	-16.2	-21.1	-26.5	-35.0	-46.9	% 总资产	26.7%	33.0%	20.4%	17.8%	13.0%
% 销售收入	1.3%	1.3%	1.2%	1.3%	1.3%	无形资产	52.5	82.3	80.0	77.7	75.4
管理费用	-141.6	-125.2	-211.7	-228.7	-303.3	非流动资产	609.9	877.5	930.7	900.4	852.1
% 销售收入	11.1%	7.8%	9.6%	8.5%	8.4%	% 总资产	32.7%	41.2%	27.3%	24.1%	17.8%
息税前利润 (EBIT)	182	346	454	568	765	<b>资产总计</b>	<b>1,864</b>	<b>2,129</b>	<b>3,412</b>	<b>3,738</b>	<b>4,774</b>
% 销售收入	14.3%	21.6%	20.6%	21.1%	21.2%	短期借款	-	4.5	-	-	-
财务费用	7.4	-3.6	-6.0	-	-	应付款项	94.9	114.3	216.5	190.1	355.5
% 销售收入	-0.6%	0.2%	0.3%	0.0%	0.0%	其他流动负债	83.9	96.2	88.0	89.3	91.2
资产减值损失	-1.6	-9.7	-1.0	-1.0	-1.0	流动负债	202.3	250.9	490.3	313.5	673.7
公允价值变动收益	-3	0	1	-1	0	长期贷款	43.0	27.6	-	-	-
投资收益	-1.4	20.8	-	6.5	9.1	其他长期负债	6.6	32.6	13.2	17.5	21.1
% 税前利润	-	6.6%	0.0%	1.1%	1.2%	<b>负债</b>	<b>252</b>	<b>311</b>	<b>504</b>	<b>331</b>	<b>695</b>
营业利润	193	312	448	572	773	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,612</b>	<b>1,817</b>	<b>2,909</b>	<b>3,407</b>	<b>4,079</b>
营业利润率	15.2%	19.5%	20.3%	21.3%	21.4%	少数股东权益	3.6	4.1	5.1	6.3	7.8
营业外收支	5.8	0.7	6.0	-	-	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,864</b>	<b>2,129</b>	<b>3,412</b>	<b>3,738</b>	<b>4,774</b>
税前利润	199	313	454	572	773	<b>比率分析</b>					
利润率	15.6%	19.6%	20.6%	21.3%	21.4%		2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-25.0	-39.2	-57.1	-74.4	-100.5	<b>每股指标</b>					
所得税率	12.6%	12.5%	12.6%	13.0%	13.0%	每股收益 (元)	0.49	0.77	1.12	1.40	1.89
净利润	174	274	397	498	673	每股净资产 (元)	4.54	5.12	8.20	9.60	11.50
少数股东损益	0.5	0.5	1.0	1.2	1.5	每股经营现金净流 (元)	0.80	0.61	0.99	2.13	0.38
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>174</b>	<b>273</b>	<b>396</b>	<b>497</b>	<b>671</b>	每股股利 (元)	0.20	-	-	-	-
净利率	13.6%	17.1%	18.0%	18.5%	18.6%	<b>回报率</b>					
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>						净资产收益率	10.8%	15.1%	13.6%	14.6%	16.5%
净利润	174	273	396	497	671	总资产收益率	9.3%	12.9%	11.6%	13.3%	14.1%
少数股东损益	0.5	0.5	1.0	1.2	1.5	投入资本收益率	33.0%	40.7%	25.8%	28.2%	41.3%
非现金支出	95.8	138.2	121.8	143.6	166.2	<b>增长率</b>					
非经营收益	6	0	0	0	0	营业总收入增长率	3.8%	25.4%	38.0%	22.0%	34.2%
营运资金变动	-21.5	615.3	175.6	-122.0	696.8	EBIT增长率	-11.4%	102.7%	27.4%	26.0%	35.1%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>284.5</b>	<b>216.9</b>	<b>350.6</b>	<b>756.4</b>	<b>133.3</b>	净利润增长率	12.6%	57.5%	45.0%	25.4%	35.1%
资本开支	-195.3	-345.3	-170.9	-115.7	-116.4	总资产增长率	94.5%	14.2%	60.3%	9.5%	27.7%
投资	-1.4	20.8	-	6.5	9.1	<b>资产管理能力</b>					
其他	3.2	-	-46.1	1.4	-0.2	应收账款周转天数	74	69	120	120	120
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-241.2</b>	<b>-818.1</b>	<b>-197.7</b>	<b>-112.1</b>	<b>-111.1</b>	存货周转天数	9	9	9	9	9
股权募资	752	3	694	0	0	应付账款周转天数	31	24	27	27	27
债权募资	7	-4	-6	0	0	固定资产周转天数	124	135	114	91	64
其他	0	4	-4	0	0	<b>偿债能力</b>					
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>769.7</b>	<b>-86.9</b>	<b>660.3</b>	<b>-1.7</b>	<b>-0.4</b>	净负债/股东权益	11.7%	-40.8%	0.6%	-16.8%	-34.0%
<b>现金净流量</b>	<b>813</b>	<b>-688</b>	<b>813</b>	<b>643</b>	<b>22</b>	EBIT利息保障倍数	-23.70	97.88	75.73	#DIV/0!	#DIV/0!
						资产负债率	13.5%	14.6%	14.8%	8.9%	14.6%

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。