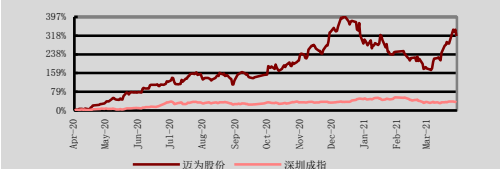


300751.SZ
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 585.4

板块评级: 强于大市

股价表现


| (%) | 今年至今 | 1个月 | 3个月 | 12个月 |
|--------|--------|------|-------|-------|
| 绝对 | (12.4) | 50.7 | (1.0) | 291.8 |
| 相对深证成指 | (5.5) | 48.2 | 8.8 | 259.8 |

| | |
|------------------|--------|
| 发行股数(百万) | 57 |
| 流通股(%) | 51 |
| 总市值(人民币 百万) | 33,513 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 489 |
| 净负债比率(%) (2021E) | 净现金 |
| 主要股东(%) | |
| 周剑 | 23 |

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2021 年 4 月 9 日收市价为标准

相关研究报告

《迈为股份: 预告业绩高速增长, HJT 设备取得积极进展》2021.01.26

 中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

机械设备: 专用设备

证券分析师: 沈成

(8621)20328319

cheng.shen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517030001

证券分析师: 李可伦

(8621)20328524

kelun.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518070001

证券分析师: 杨绍辉

(8621)20328569

shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080001

证券分析师: 陶波

(8621)20328512

bo.tao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520060002

迈为股份

年报业绩大幅增长, HJT 设备进展积极

公司发布 2020 年年报, 业绩符合预期; 公司丝网印刷设备保持龙头地位, 持续大力投入研发, HJT 设备进展积极; 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **2020 年盈利同比增长 59% 符合预期:** 公司发布 2020 年年报, 全年实现收入 22.85 亿元, 同比增长 58.96%, 实现归属于上市公司股东的净利润 3.94 亿元, 同比增长 59.34%, 扣非后盈利同比增长 48.72%。公司业绩符合预告区间, 符合我们和市场的预期。公司同时公告, 拟向全体股东每 10 股派发红利 15 元 (含税), 以资本公积金向全体股东每 10 股转增 8 股。
- **丝网设备增速良好:** 近两年单晶 PERC 电池片产能快速扩张, 是公司业绩较快增长的主要推动因素之一。2020 年公司实现丝网印刷成套设备销量 269 条 (折算到单线), 同比增长 35.86%, 收入 15.34 亿元, 同比增长 29.84%, 毛利率同比增加 0.34 个百分点至 31.57%。单机产品收入同比大增 225% 至 6.18 亿元, 毛利率下降 9.24 个百分点至 33.63%。
- **经营现金流大幅转好:** 受益于应收票据托收较大幅度增加等因素, 2020 年公司经营现金流净流入 3.75 亿元, 同比 2019 年净流出 8,415 万元有大幅转好, 其中 2020Q4 单季净流入 4.63 亿元。
- **研发投入大幅增长, HJT 设备进展积极:** 2020 年公司研发投入 1.66 亿元, 同比增长 75.99%, 占营业收入比例达到 7.26%。公司积极研发 HJT 高效电池设备, 在原有丝网印刷设备的基础上完善改进了 HJT 丝网印刷设备, 通过自主研发陆续突破核心工艺环节非晶硅薄膜沉积、TCO 膜沉积所需的 PECVD 设备和 PVD 设备, 并通过参股子公司吸收引进日本 YAC 的制绒清洗技术, 从而实现了 HJT 设备整线供应能力。根据公告, 截止 2021 年 1 月底公司 HJT 设备在手订单 5.88 亿元, 其中部分订单已发货。

估值

- 在当前股本下, 结合公司 2020 年年报、电池片产能扩张情况与新技术进展情况, 我们将公司 2021-2023 年预测每股收益调整至 9.96/13.25/18.69 元 (原 2021-2022 年预测摊薄每股收益为 9.54/12.41 元), 对应市盈率 58.8/44.2/31.3 倍; 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 新产品研发不达预期; 新冠疫情影响超预期; 光伏政策风险; 下游扩产需求低于预期; 设备价格竞争超预期; 新技术路线替代进度不达预期。

投资摘要

| 年结日: 12月31日 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|---------|-------|-------|--------|--------|
| 销售收入(人民币 百万) | 1,438 | 2,285 | 3,325 | 3,923 | 5,317 |
| 变动(%) | 82 | 59 | 45 | 18 | 36 |
| 净利润(人民币 百万) | 248 | 394 | 571 | 759 | 1,071 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 4.322 | 6.886 | 9.962 | 13.253 | 18.691 |
| 变动(%) | 31.5 | 59.3 | 44.7 | 33.0 | 41.0 |
| 原先预测摊薄每股收益(人民币) | | | 9.540 | 12.410 | n.a. |
| 调整幅度(%) | | | 4.4 | 6.8 | n.a. |
| 全面摊薄市盈率(倍) | 135.5 | 85.0 | 58.8 | 44.2 | 31.3 |
| 价格/每股现金流量(倍) | (398.4) | 89.4 | 37.6 | 38.7 | 54.8 |
| 每股现金流量(人民币) | (1.47) | 6.55 | 15.56 | 15.14 | 10.68 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 143.7 | 92.6 | 56.8 | 40.0 | 27.1 |
| 每股股息(人民币) | 0.908 | 2.783 | 2.989 | 3.976 | 5.607 |
| 股息率(%) | 0.2 | 0.5 | 0.5 | 0.7 | 1.0 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 迈为股份部分研发项目内容与进展

| 项目名称 | 项目描述 | 进展情况 |
|---------------------|---|------|
| HJT 真空镀膜 PECVD 研发项目 | <p>立项背景: 真空镀膜设备是光伏、半导体、显示行业关键生产设备, 长期被国外供应商垄断。光伏行业在管式 PECVD 真空镀膜设备国内厂商已取得突破, 并逐渐取得领先优势。异质结等高效电池技术方向对新型真空镀膜设备有新要求, 实现技术突破, 市场前景广阔。</p> <p>研发内容: 公司研发的 PECVD 真空镀膜设备为采用线性排布方式, 创新的产品传送方式实现超大产能。设备采用射频放电方式使反应气体离化, 并在电池片上沉积成膜, 厚度根据电源功率、气压、气体流量可调节。</p> | 试产阶段 |
| HJT 真空镀膜 PVD 研发项目 | <p>立项背景: PVD 磁控溅射真空镀膜设备是光伏、显示、半导体行业关键生产设备, 高端设备长期被国外供应商垄断。针对异质结/Topcon 等高效电池技术对透明导电膜的设备, 材料, 工艺存在进一步差异化的需求。本公司成立 PVD 真空镀膜研发项目, 利用公司实验产线进一步优化 PVD 真空镀膜设备, 工艺等, 为未来开发大产能, 高效率的太阳能异质结专用 PVD 产线, 市场前景广阔。</p> <p>研发内容: 公司研发的 PVD 双面真空镀膜设备采用先进的磁控溅射阴极, 高摆效率的正背面双面镀膜托盘, 均匀的布气方式, 稳定的进出口传输系统等。同时预留未来各种工艺的开发接口, 同时以未来大硅片, 大产能生产设备作为未来的研发重点。</p> | 试产阶段 |
| 高效异质结电池工艺技术项目 | <p>立项背景: 高效异质结(HJT)电池具备更效、衰减低、温度系数好、双面率高等突出优势, 其生产线工艺只需清洗制绒硅片、PECVD 镀非晶硅膜、PVD/RPD 镀 TCO 膜、丝网印刷等 4 道工序, 具备工艺简单、效率高、无光衰、温度系数低、弱光响应高等诸多优势, 或将取代 PERC 电池技术成为下一代光伏电池主流技术。</p> <p>研发内容: 1、优化 HJT 工艺方案, 提升电池片转化效率; 2、测试、分析、实验助力完善 PECVD/PVD 设备, 并协助客户端工艺调试; 3、耗材、辅料评估, 节能降本, 助力降低度电成本。</p> | 试产阶段 |
| HJT 异质结整线自动化项目 | <p>立项背景: 随着 HJT 异质结的诞生, 作为整个产业链中自动化是一个不可缺少的关键环节, 异质结自动化不但解决产能影响, 还解决了部分工艺性的困扰, 还为无人化车间奠定了坚实的基础。</p> <p>研发内容: 以无人化生产为基础, 设计开发清洗上料及下料机, PECVD 上料机、翻片机、下料机, PVD 自动化上料机、下料机及上下一体机等。以上均具备生产及检测一体智能型设备。目前为了适应产能的需求开发及硅片的多种类化定制。不断的在进行技术升级创新。</p> | 试产阶段 |
| 原硅片无损切割项目 | <p>立项背景: 随着异质结半片化生产, 对于原片高精度分割, 设计开发一款多功能切割机。</p> <p>研发内容: 根据现有原片规格开发兼容性切割机, 将高精度定位及高性能激光切割系统结合, 从定位精度判断系统运算自行分析, 自动规划切割路径。兼顾环境因素自行切割补偿。目前开发应对市场的多元化, 设计在不断的技术储备及升级。同步分析产品的优缺点, 采用多种类方案并行。</p> | 试产阶段 |
| 一种特殊的转移印刷设备项目 | <p>立项背景: 目前太阳能电池片栅线制备都是采用丝网印刷方法, 该方法简单, 良品率高, 质量稳定, 但是银浆料的耗费较大, 并且丝网印刷无法做到更细更低的细栅线的制备, 在太阳能光伏行业越来越追求成本的今天, 新的能够节省银浆的栅线制备工艺方法就被提出来了。已经有数据证明转移印刷是可行的, 且能够节省银浆 40-50%。</p> <p>研发内容: 该项目研究一种转移印刷的方法来代替丝网印刷, 能够做到更细的栅线, 形貌更好。开发一种可以转移太阳能电池银浆的薄膜, 该薄膜由特殊材料和工艺制成, 采用一种特殊的转移工艺, 并配合高精度 CCD 系统, 可以很精准的将银浆从薄膜上转移到电池片上。</p> | 研发完成 |
| 高速 IBC 电池丝网印刷线研发项目 | <p>立项背景: N 型 IBC 太阳能电池是一种背结背接触式电池, 量产效率非常高, 是一种以 N 型单晶硅作为衬底, 并形成一种具有背结背接触特点的新型结构太阳能电池。N 型 IBC 电池衬底是均匀掺杂磷的单晶硅, 在其前表面是制绒面, 将其制成倒角锥体结构以获得更高的光吸收, 减少光反射损失, 正面没有栅线, 提高了发光面积从而提高效率。该电池的栅线都制备在背面, 工艺相对于其他太阳能电池较复杂, 尤其是丝网印刷线, 有一些特殊的要求。</p> <p>研发内容: 该项目研制出 IBC 电池丝网印刷整线, 由高精度高产全自动双头双轨丝网印刷机、自动上片机、自动缓存机、红外干燥炉等组成, 用于太阳能电池的印刷, 是光伏太阳能产业链中重要的核心生产设备。该项目在原有双头双轨基础上增加一些特殊的机型, 例如上纸机, 卡塞式烘干炉, 卡塞循环系统, 上下片机等等。</p> | 研发完成 |
| 适用于大硅片的高速丝网印刷线研发项目 | <p>立项背景: 本项目开发一种适合于行业最新大尺寸电池片的丝网印刷整线, 其是在公司原有的丝网印刷线基础上通过一些转台创新、刮刀结构更改、加大设备中心距等来实现兼容大硅片的印刷。整线设备都进行了结构更改和创新。</p> <p>研发内容: 1.设计兼容 166 及 210 两种硅片尺寸的高速丝网印刷线设备; 2.210 大尺寸硅片整线 CT 达到 1.2S; 3.各道配在线称重的功能, 称重精度 $\leq \pm 1\text{mg}$; 4.166 硅片碎片率 $\leq 1.5\%$, 210 硅片碎片率 $\leq 0.09\%$。</p> | 研发完成 |
| 钙钛矿激光技术研究项目 | <p>立项背景: 钙钛矿型太阳能电池性能优异、成本低廉、商业潜力巨大。而激光加工对于制备可印刷的串联大面积组件则是必不可少的, 激光能够更精确地对几十纳米或微米厚的薄膜进行刻划, 而且不会对下层基板造成损伤。激光光斑直径小, 切线宽度可控, 能够减小电池的无效区域面积。</p> <p>研发内容: 研究对钙钛矿型太阳能电池组件的切割工艺, 分割标准件成电池, 让电池形成串联, 到达绝缘和可靠性的处理。因此需在 P1/P2/P3/P4 制程中通过激光划线工艺在基板上刻蚀出精密的电池线路, 使得电池尺寸精度分布均匀, 宽度一致, 从而显著增加模组有效发电面积, 使模组转化效率达到最大化。</p> | 样机阶段 |

资料来源: 公司年报, 中银证券

续图表 1. 迈为股份部分研发项目内容与进展

| 项目名称 | 项目描述 | 进展情况 |
|----------------|---|------|
| OLED 激光切割的研发项目 | <p>立项背景: OLED(有机发光半导体)是继 LCD(液晶)后显示行业又一个巨大革新, 由于其省电, 色域广、色彩鲜艳、柔性、轻薄等优点, 对 LCD 形成绝对优势, 也大大拓展在显示的使用范围, 市场规模巨大, 未来制造 OLED 的相关设备即将迎来爆发期。激光切割是 OLED 制造过程中一道非常重要的工序, 其主要作用是将上道生产工序中制作在大面积 OLED 整板切割成用户所需要的较小尺寸屏。</p> <p>研发内容: 本项目利用超快皮秒激光器, CO2 激光器、高精度平台和运动控制系统, 实现对柔性屏的加工。主要性能指标: 切割精度: $\leq \pm 50\mu\text{m}$ CO2 和 UV 切割线重合度 $\leq \pm 15\mu\text{m}$ 节拍时间 2.5s 具有切割台面自动更换功能 具有自动剥离废料功能 具有 Cell 绿光激光器再加工功能。</p> | 研发完成 |
| 半导体激光改制切割机项目 | <p>立项背景: 本项目作为半导体芯片制造后道切割设备, 具有技术集成度高, 设备稳定性要求高及自动化水平高等特点。在后道晶圆切割工艺如存储器芯片切割、硅麦克风切割上具有不可替代作用。目前设备主要被日本公司控制, 亟待设备国产化。</p> <p>研发内容: 性能上我们设备要达成以下参数指标: 1、自动跟随技术, 并且保证全部切割道均可跟随, 跟随误差 $\pm 1\mu\text{m}$; 2、加工速度 300-600mm/s, 加速度 2G; 3、最大加工速度 1000mm/s; 4、切割蛇形 $\leq 3\mu\text{m}$; 5、切割, 分断后的 particle 增加 $\leq 1\%$; 6、切割+扩片后, 分断率 100%; 7、可实现光束质量改善和整形, 适应不同切割道宽度和切割品质要求的产品。</p> | 研发阶段 |
| 全自动晶圆开槽设备的研发项目 | <p>立项背景: 本项目作为半导体芯片制造后道切割设备, 具有技术集成度高, 设备稳定性要求高及自动化水平高等特点。在后道晶圆切割具有不可替代作用。且随产品使用 LK 材质应用越来越多的趋势下, 设备市场规模不断变大。目前设备主要被日本公司控制, 亟待设备国产化。</p> <p>研发内容: 性能上我们设备要达成以下参数指标: 1、Host 联网功能; 2、切割模式: 单细光、双细光、单宽光、双宽光; 3、X 轴切割最大速度 1000mm/s; 4、清洗、涂覆、切割可同时进行; 5、对应尺寸: 8inch、12inch; 6、清洗涂覆最大转速可达 3000r/min; 7、具备边缘背光识别; 8、刀痕检测功能; 9、wafer 形状: 可对应 notch、平边 wafer; 10、切痕自动校准; 11、首片检测功能; 12、能量监测功能; 13、wide 光路切割宽度无极可调; 14、消除静电功能。</p> | 研发阶段 |

资料来源: 公司年报, 中银证券

图表 2. 业绩摘要

| (人民币, 百万) | 2019 年 | 2020 年 | 同比(%) |
|------------|----------|----------|-------------|
| 营业收入 | 1,437.71 | 2,285.44 | 58.96 |
| 营业成本 | 951.51 | 1,507.86 | 58.47 |
| 毛利润 | 486.20 | 777.58 | 59.93 |
| 营业税金及附加 | 9.47 | 12.74 | 34.53 |
| 管理费用 | 69.59 | 99.64 | 43.18 |
| 销售费用 | 98.58 | 114.38 | 16.03 |
| 营业利润 | 276.72 | 389.02 | 40.58 |
| 资产减值 | (2.83) | (13.86) | / |
| 财务费用 | (11.58) | 14.33 | / |
| 投资收益 | 0.00 | (0.19) | / |
| 营业外收入 | 17.10 | 63.97 | 274.09 |
| 营业外支出 | 1.85 | 2.44 | 31.89 |
| 利润总额 | 291.98 | 450.55 | 54.31 |
| 所得税 | 48.08 | 63.63 | 32.34 |
| 少数股东损益 | (3.65) | (7.52) | / |
| 归属于母公司的净利润 | 247.54 | 394.43 | 59.34 |
| 基本每股收益(元) | 4.76 | 7.58 | 59.24 |
| 毛利率(%) | 33.82 | 34.02 | 0.21 |
| 净利率(%) | 16.96 | 16.93 | (0.03 个百分点) |

资料来源: 万得, 中银证券

损益表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------|-------|---------|---------|---------|---------|
| 销售收入 | 1,438 | 2,285 | 3,325 | 3,923 | 5,317 |
| 销售成本 | (961) | (1,521) | (2,179) | (2,500) | (3,318) |
| 经营费用 | (247) | (410) | (575) | (621) | (817) |
| 息税折旧前利润 | 229 | 355 | 571 | 801 | 1,181 |
| 折旧及摊销 | (6) | (20) | (42) | (60) | (78) |
| 经营利润(息税前利润) | 223 | 335 | 529 | 741 | 1,103 |
| 净利息收入/(费用) | 34 | (3) | 34 | 51 | 59 |
| 其他收益/(损失) | 75 | 130 | 126 | 126 | 126 |
| 税前利润 | 292 | 451 | 667 | 888 | 1,252 |
| 所得税 | (48) | (64) | (97) | (129) | (182) |
| 少数股东权益 | (4) | (8) | 0 | 0 | 0 |
| 净利润 | 248 | 394 | 571 | 759 | 1,071 |
| 核心净利润 | 250 | 403 | 580 | 769 | 1,080 |
| 每股收益(人民币) | 4.322 | 6.886 | 9.962 | 13.253 | 18.691 |
| 核心每股收益(人民币) | 4.366 | 7.038 | 10.129 | 13.420 | 18.858 |
| 每股股息(人民币) | 0.908 | 2.783 | 2.989 | 3.976 | 5.607 |
| 收入增长(%) | 82 | 59 | 45 | 18 | 36 |
| 息税前利润增长(%) | 35 | 50 | 58 | 40 | 49 |
| 息税折旧前利润增长(%) | 35 | 55 | 61 | 40 | 47 |
| 每股收益增长(%) | 31 | 59 | 45 | 33 | 41 |
| 核心每股收益增长(%) | 32 | 61 | 44 | 32 | 41 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 税前利润 | 292 | 451 | 667 | 888 | 1,252 |
| 折旧与摊销 | 6 | 20 | 42 | 60 | 78 |
| 净利息费用 | (12) | 14 | (13) | (21) | (23) |
| 运营资本变动 | 550 | (187) | 2,214 | (1,368) | 2,535 |
| 税金 | (52) | (71) | (97) | (129) | (182) |
| 其他经营现金流 | (869) | 148 | (1,923) | 1,436 | (3,049) |
| 经营活动产生的现金流 | (84) | 375 | 891 | 867 | 612 |
| 购买固定资产净值 | 138 | 121 | 230 | 280 | 280 |
| 投资减少/增加 | 0 | (5) | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | (297) | (274) | (460) | (560) | (560) |
| 投资活动产生的现金流 | (159) | (158) | (230) | (280) | (280) |
| 净增权益 | (52) | (159) | (171) | (228) | (321) |
| 净增债务 | 71 | (32) | 44 | 30 | 102 |
| 支付股息 | 52 | 159 | 171 | 228 | 321 |
| 其他融资现金流 | (42) | (51) | (153) | (207) | (298) |
| 融资活动产生的现金流 | 29 | (84) | (109) | (177) | (196) |
| 现金变动 | (214) | 134 | 552 | 410 | 136 |
| 期初现金 | 864 | 767 | 763 | 1,315 | 1,725 |
| 公司自由现金流 | (243) | 217 | 661 | 587 | 332 |
| 权益自由现金流 | (183) | 200 | 692 | 596 | 411 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 现金及现金等价物 | 767 | 763 | 1,315 | 1,725 | 1,861 |
| 应收帐款 | 653 | 1,196 | 1,759 | 1,292 | 2,548 |
| 库存 | 2,066 | 2,097 | 4,020 | 2,584 | 5,633 |
| 其他流动资产 | 13 | 64 | 46 | 80 | 88 |
| 流动资产总计 | 3,719 | 4,212 | 7,256 | 5,782 | 10,267 |
| 固定资产 | 219 | 317 | 515 | 741 | 945 |
| 无形资产 | 16 | 39 | 37 | 36 | 34 |
| 其他长期资产 | 47 | 70 | 70 | 70 | 70 |
| 长期资产总计 | 282 | 427 | 623 | 847 | 1,049 |
| 总资产 | 4,005 | 4,652 | 7,883 | 6,629 | 11,316 |
| 应付帐款 | 959 | 930 | 1,649 | 1,515 | 2,776 |
| 短期债务 | 197 | 65 | 200 | 230 | 332 |
| 其他流动负债 | 1,486 | 1,800 | 3,863 | 2,182 | 4,756 |
| 流动负债总计 | 2,642 | 2,794 | 5,712 | 3,927 | 7,864 |
| 长期借款 | 0 | 91 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 7 | 31 | 31 | 31 | 31 |
| 股本 | 57 | 57 | 57 | 57 | 57 |
| 储备 | 1,307 | 1,694 | 2,094 | 2,625 | 3,374 |
| 股东权益 | 1,364 | 1,752 | 2,151 | 2,682 | 3,432 |
| 少数股东权益 | (4) | (11) | (11) | (11) | (11) |
| 总负债及权益 | 4,005 | 4,652 | 7,883 | 6,629 | 11,316 |
| 每股帐面价值(人民币) | 23.82 | 30.58 | 37.55 | 46.83 | 59.91 |
| 每股有形资产(人民币) | 23.54 | 29.89 | 36.90 | 46.21 | 59.33 |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | (9.95) | (10.60) | (19.46) | (26.10) | (26.69) |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

| 年结日: 12月31日 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|---------|-------|-------|-------|-------|
| 盈利能力 | | | | | |
| 息税折旧前利润率(%) | 15.9 | 15.5 | 17.2 | 20.4 | 22.2 |
| 息税前利润率(%) | 15.5 | 14.7 | 15.9 | 18.9 | 20.7 |
| 税前利润率(%) | 20.3 | 19.7 | 20.1 | 22.6 | 23.6 |
| 净利率(%) | 17.2 | 17.3 | 17.2 | 19.4 | 20.1 |
| 流动性 | | | | | |
| 流动比率(倍) | 1.4 | 1.5 | 1.3 | 1.5 | 1.3 |
| 利息覆盖率(倍) | 30.7 | 43.7 | 66.0 | 76.6 | 87.2 |
| 净权益负债率(%) | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 |
| 速动比率(倍) | 0.6 | 0.8 | 0.6 | 0.8 | 0.6 |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率(倍) | 135.5 | 85.0 | 58.8 | 44.2 | 31.3 |
| 核心业务市盈率(倍) | 134.1 | 83.2 | 57.8 | 43.6 | 31.0 |
| 市净率(倍) | 24.6 | 19.1 | 15.6 | 12.5 | 9.8 |
| 价格/现金流(倍) | (398.4) | 89.4 | 37.6 | 38.7 | 54.8 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 143.7 | 92.6 | 56.8 | 40.0 | 27.1 |
| 周转率 | | | | | |
| 存货周转天数 | 635.9 | 499.7 | 512.3 | 482.1 | 451.9 |
| 应收帐款周转天数 | 121.3 | 147.7 | 162.2 | 141.9 | 131.8 |
| 应付帐款周转天数 | 188.5 | 150.8 | 141.6 | 147.2 | 147.3 |
| 回报率 | | | | | |
| 股息支付率(%) | 21.0 | 40.4 | 30.0 | 30.0 | 30.0 |
| 净资产收益率(%) | 19.8 | 25.3 | 29.2 | 31.4 | 35.0 |
| 资产收益率(%) | 5.6 | 6.7 | 7.2 | 8.7 | 10.5 |
| 已运用资本收益率(%) | 4.4 | 5.7 | 6.7 | 7.2 | 8.0 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371