

# 良信股份 (002706)

## 拐点看：收入端新型行业增速快+利润端一体化布局

今年伊始，由于地产、通信等下游承压，公司收入增速不及预期，股价下挫。站在四季度，我们关注公司明年的经营变化，具体研究结论如下：

1、收入端，工建、公建、风光储、配电等领域有望加速，预计2022年占收入比例分别为12%、10%、14%、8%，而地产占比由40%以上下降至36%。

2、盈利端，一体化布局，海盐工厂投产在即，有望拉动毛利率修复。海盐基地预计年产值达100亿元，覆盖模具、电镀、仓储物流等全产业链。

### 今年-收入端：收入增速不及年初时40%增长预期，个别行业拖累营收增速

从收入端看，今年以来公司收入不及年初时40%的增速预期，我们认为主要为个别下游影响，如地产、通信。

1) 地产：今年1-8月中国房屋竣工面积4.7亿平方米，同比增长26%，竣工增速仍保持较高水平。公司与头部地产企业战略合作，但可能在房企地方业务推进上遇到些问题，收入增长不及预期。

2) 今年以来，由于5G基站8月招标，而去年在3月招标，公司在通信业务板块收入增速受到压力。

### 展望明年-收入端：

从行业层面看，良信多个下游为成长性较强的行业，如风光储、通信、配电等，行业增长叠加公司市占率提升，收入增速有望修复。在配电领域，国网、南网有望加大配网的投入，并且推动建设智能配电，良信也有望受益。

### 利润端：三季度控制费用力度空前，更重要的是一体化全产业链布局

公司自2020Q4受到原材料涨价影响较大，毛利率由19、20年接近40%下降至2021Q3的36%。铜、银价格2021年1-8月降幅分别达到59%、40%，而公司2021年以来毛利率稳定在约36%，净利率不断回升。

海盐基地在Q4逐步启用，向上游关键零部件延伸，利润率提升可期。公司2020年营收30.2亿元，海盐基地预计年产值达100亿元，是2020年营收3倍以上规模。

### 投资建议

公司在三季度控制费用力度空前，利润端超预期。更重要的是，公司一体化布局提升利润率。随着海盐基地在四季度逐步投产，公司自制关键零部件，产品品质提升，净利率有望恢复至12%以上。

收入端看，明年新型行业占比提升，减少地产行业影响。预计2021、2022年收入分别为39、52亿元，同增29%、33%。由于公司今年收入端受到个别下游影响，利润端受到原材料涨价影响，预计今年利润受到影响。我们将原预测21、22年归母净利润4.8、6.8亿元调整至4.2、6.5亿元，对应PE 47、31X，维持“买入”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧、客户开拓不及预期、地产行业低迷、新能源及配网等领域增长不及预期、5G建设放缓。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,038.51	3,016.56	3,900.72	5,198.49	6,830.81
增长率(%)	29.53	47.98	29.31	33.27	31.40
EBITDA(百万元)	520.32	769.81	514.90	778.07	1,014.57
净利润(百万元)	273.09	375.47	422.35	649.48	849.70
增长率(%)	23.03	37.49	12.49	53.78	30.83
EPS(元/股)	0.27	0.37	0.41	0.64	0.83
市盈率(P/E)	72.62	52.82	46.96	30.54	23.34
市净率(P/B)	10.98	9.73	7.95	7.35	6.68
市销率(P/S)	9.73	6.57	5.08	3.81	2.90
EV/EBITDA	11.55	30.21	37.99	23.37	18.87

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业 电气设备/高低压设备

6个月评级 买入(维持评级)

当前价格 19.46元

目标价格 元

### 基本数据

A股总股本(百万股) 1,019.12

流通A股股本(百万股) 782.82

A股总市值(百万元) 19,832.15

流通A股市值(百万元) 15,233.73

每股净资产(元) 2.09

资产负债率(%) 48.28

一年内最高/最低(元) 33.98/12.46

### 作者

孙潇雅 分析师

SAC执业证书编号：S1110520080009

sunxiaoya@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《良信股份-半年报点评:短期盈利承压，收入端符合预期》2021-09-08
- 《良信股份-季报点评:加大研发、市场投入，费用率控制出色》2021-04-24
- 《良信股份-年报点评报告:人员数量与效率双升，地产签约数量大增》2021-03-26

## 内容目录

1. 引言 .....	3
2. 收入端：收入增速不及年初时 40%增长预期，个别行业拖累营收增速 .....	3
2.1. 今年 Q1-Q3 营收 28.2 亿元，同增 32%，低于年初 40%增长预期 .....	3
2.2. 分下游看，地产、通信或受到压制，但工建、公商建、电力、新能源等有望成为增长点 .....	4
3. 利润端：三季度控制费用力度空前，更重要的是一体化全产业链布局 .....	5
3.1. Q3 公司在控制费用上成效显著，利润率提升明显 .....	5
3.2. 往未来看，公司一体化布局低压电器全产业链，盈利水平有望回升 .....	6
4. 投资建议 .....	7
5. 风险提示 .....	7

## 图表目录

图 1：良信股份季度营收（亿元）及增速（%） .....	3
图 2：良信股份季度归母净利（亿元）及增速（%） .....	3
图 3：2017 年公司下游客户分行业营收占比（%） .....	4
图 4：2021 年中国房屋竣工面积累计同比增速（%） .....	4
图 5：2020 年中国低压电器市场规模用户行业细分（亿元） .....	4
图 6：2020 年中国低压电器建筑类细分市场（亿元） .....	4
图 7：2020 年中国低压电器电网行业市场规模（亿元） .....	5
图 8：2020 年中国低压电器电网行业市场规模占比（%） .....	5
图 9：良信股份分季度毛利率、净利率（%） .....	5
图 10：良信股份 2020 年成本结构 .....	5
图 11：LME 铜价格走势（万美元/吨） .....	6
图 12：COMEX 银价格走势(美元/盎司) .....	6
图 13：2019 年以来良信股份分季度费用率情况（%） .....	6
图 14：良信股份收入拆分（亿元） .....	7

## 1. 引言

今年以来良信在地产、通信等下游受到压力，收入增速不及年初时 40% 的增长预期。站在四季度，我们关注公司明年的经营变化，具体研究结论如下：

1、收入端，工建、公商建、风光储、配电等领域有望加速，预计 2022 年占收入比例分别为 12%、10%、14%、8%，而地产占比由 40% 以上下降至 36%。

2、盈利端，一体化布局，海盐工厂投产在即，有望拉动毛利率修复。海盐基地预计年产值达 100 亿元，覆盖模具、电镀、仓储物流等全产业链。

市场最为担心的为地产行业，原因系地产在良信收入占比超过 40%。我们认为 2020 年公司低压电器仅占民用建筑的 13%，良信市占率提升仍有空间。在利润端，公司在三季度控制费用力度空前，利润端超预期。但更重要的是，公司一体化布局提升利润率。

## 2. 收入端：收入增速不及年初时 40% 增长预期，个别行业拖累营收增速

### 2.1. 今年 Q1-Q3 营收 28.2 亿元，同增 32%，低于年初 40% 增长预期

从收入端看，今年以来公司收入不及年初时 40% 的增速预期。公司今年 Q1-3 营收 28.2 亿元，同比增长 32%，低于年初对公司的增速预期。分季度看，公司 Q1-3 收入分别为 7.2、10.6、10.5 亿元，同比增长 61%、27%、22%，二、三季度营收同比增速较低。我们认为收入不及年初时的预期主要为个别下游影响，如地产、通信。

图 1：良信股份季度营收（亿元）及增速（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

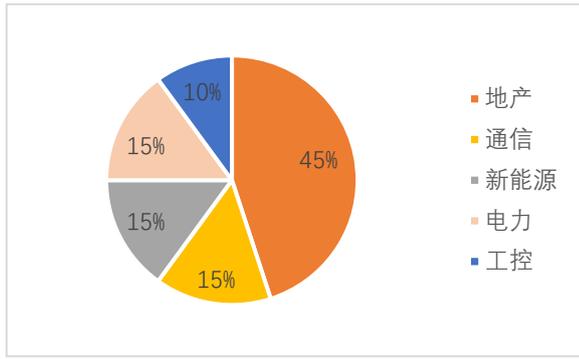
图 2：良信股份季度归母净利润（亿元）及增速（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

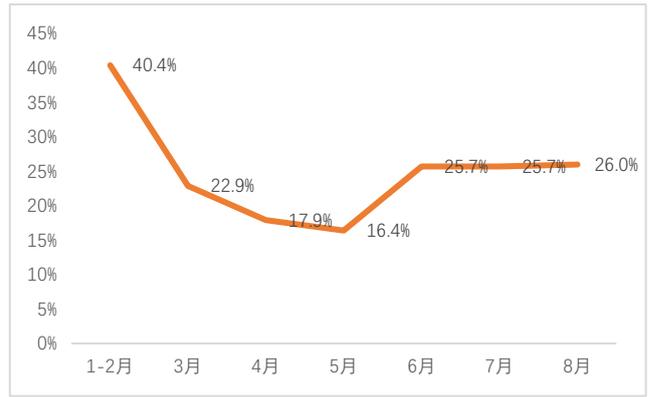
**地产：**今年以来地产行业竣工累积同比增速保持较高水平，我们认为公司在房企地方业务推进上或遇到些问题，收入增长不及预期。分下游看，民用地产为公司最大下游，预计目前占比仍在 40% 以上。2017 年，良信地产、通信、新能源、电力、工控分别占比为 45%、15%、15%、15%、10%。我们预计 2020 年地产(包括智能家居)、通信、新能源、电力营收分别为 14、4.8、4.3、2.2 亿元，占比分别为 46%、16%、14%、7%。今年 1-8 月中国房屋竣工面积 4.7 亿平方米，同比增长 26%，竣工增速仍保持较高水平，我们认为公司在战略执行上或遇到一些问题，导致民用地产领域收入增速低于预期。

图 3：2017 年公司下游客户分行业营收占比（%）



资料来源：公司 2018 年 12 月 19 日投资者关系记录表、天风证券研究所

图 4：2021 年中国房屋竣工面积累计同比增速（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

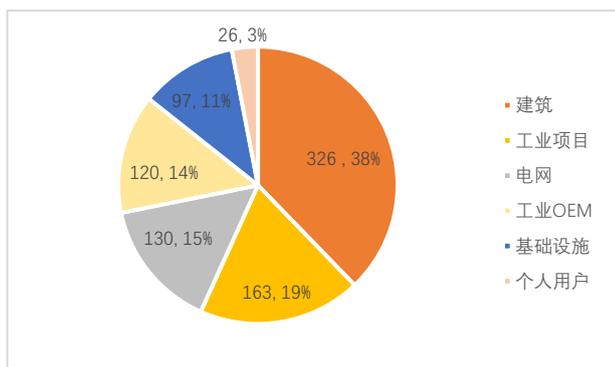
**通信：5G 基站招标延后，公司收入增速受到压力。**2019 年底，全国已建成 5G 基站超 13 万个。2020 年，新建 5G 基站超 60 万个，全部已开通 5G 基站超过 71.8 万个。相比 2019 年，2020 年 5G 基站快速增长。2020 年 3 月，移动、联通、电信陆续公布 5G 二期招标方案，三大运营商先后启动近 50 万站 5G 基站设备招标。而 2021 年 8 月初，中国电信和中国联通 5G 无线主设备招标结果公布，四家运营商 5G 三期主设备招标全部完成。由于 2020 年 5G 基站招标相对于 2020 年招标较晚，公司在通信业务板块收入增速受到压力。

## 2.2. 分下游看，地产、通信或受到压制，但工建、公商建、电力、新能源等有望成为增长点

**2020 年中国低压电气市场规模约 862 亿元，其中建筑占比 38%，民用建筑仅占整体低压电器规模 12%。**2020 年中国电压电器市场规模 862 亿元，其中建筑、工业项目、电网规模分别为 326、163、130 亿元，占比分别为 38%、19%、15%。若把占比最大的建筑细分市场进行拆分，2020 年民用住宅、工业厂房、写字楼低压电器规模分别为 104.6、58.4、45.2 亿元，占比分别为 32%、18%、14%，民用住宅占整体低压电器规模仅为 12%。我们预计良信在民用住宅领域 2020 年营收为 14 亿元，占民用住宅比例 13%，市占率仍有较大提升空间。

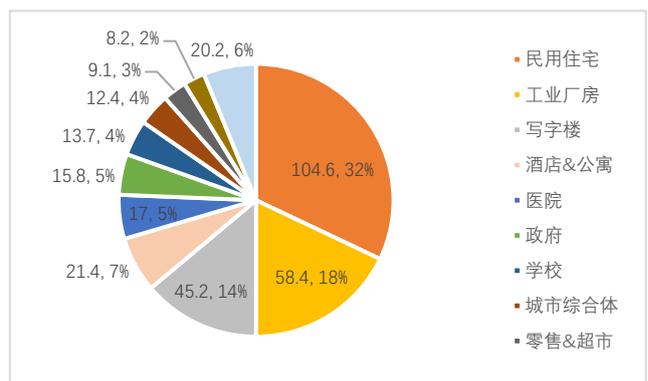
**细分领域看，多数建筑类低压电器分布在工建、公商建等领域，多领域有待开拓。**2020 年建筑细分市场低压电器规模 326 亿元，民用建筑占比 32%。民用建筑以外，仍有 221 亿市场规模，分布在工业厂房、写字楼、医院、政府、学校等。虽然市场担心地产政策调控对地产竣工增速造成压力，但民用建筑仅占建筑类低压电器比例 32%，工建、公商建等行业空间有望给良信带来新增长点。

图 5：2020 年中国低压电器市场规模用户行业细分（亿元）



资料来源：格物致胜公众号、天风证券研究所

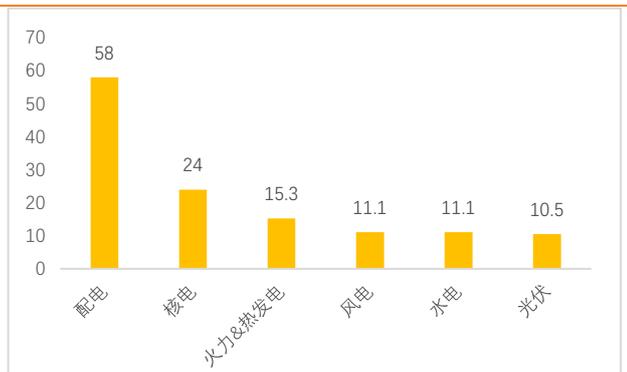
图 6：2020 年中国低压电器建筑类细分市场规模（亿元）



资料来源：格物致胜公众号、天风证券研究所

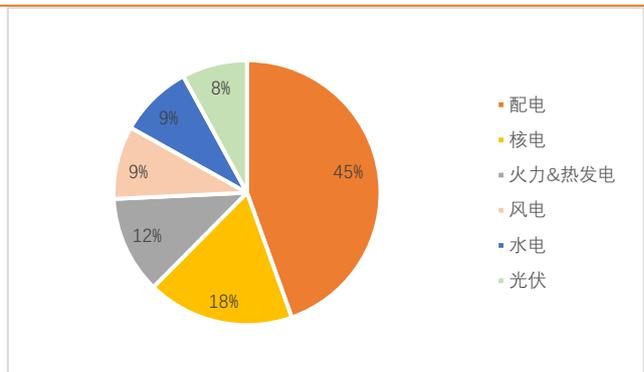
从行业层面看，良信多个下游为成长性较强的行业，如风光储、新能源汽车、通信、配电等，行业增长叠加公司市占率提升，收入增速有望修复。2020 年中国低压电器电网行业市场规模 130 亿元，其中配电规模 58 亿元，占配电低压电器比例 45%。风电、光伏低压电器市场规模分别为 11.1、10.5 亿元，占电网行业低压电器比例分别为 9%、8%。我们预计 2021、2025 年光伏全球装机分别为 160、400GW，年均复合增速 26%；风电 2021、2025 年全球装机 86、159GW，年均复合增速 17%；储能 2021、2025 年全球装机分别为 38、210GWh，年均复合增速 53%，公司有望随下游快速成长。

图 7：2020 年中国低压电器电网行业市场规模（亿元）



资料来源：格物致胜公众号、天风证券研究所

图 8：2020 年中国低压电器电网行业市场规模占比 (%)



资料来源：格物致胜公众号、天风证券研究所

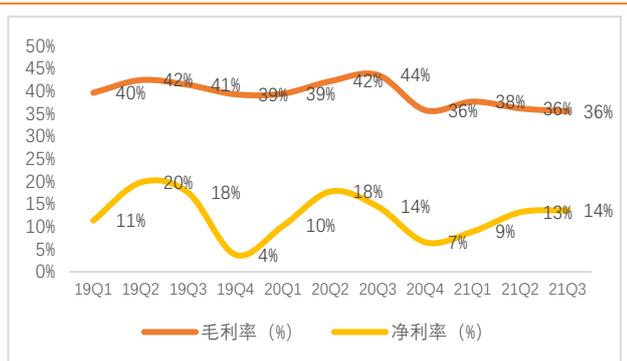
在配电领域，国网、南网有望加大配网的投入，并且推动建设智能配电。今年 11 月南方电网发布“十四五”电网发展规划，规划投资 6700 亿，以加快数字电网建设和现代化电网进程，推动以新能源为主体的新型电力系统构建。南方电网将配电网建设列入工作重点，规划投资达到 3200 亿元，占到总投资约 6700 亿元的一半。良信有望受益于配电行业的整体增长。对于数字电网，我们认为低压电器行业有望带来产品变革，良信凭借研发、管理等优势有望在新的产品周期中提升市占率。

### 3. 利润端：三季度控制费用力度空前，更重要的是一体化全产业链布局

#### 3.1. Q3 公司在控制费用上成效显著，利润率提升明显

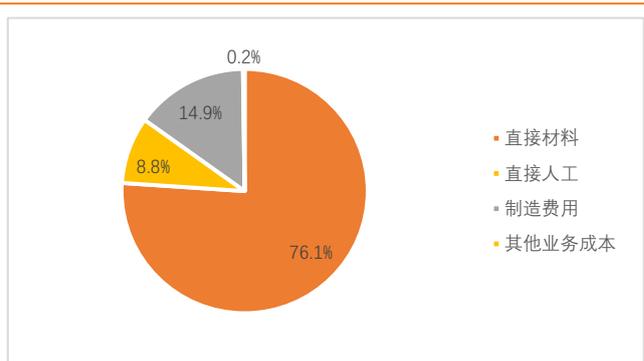
公司自 2020 年 Q4 以来受到原材料涨价影响较大，毛利率由 2019、2020 年的接近 40% 下降至 2021Q3 的 36%。从成本结构看，2020 年公司直接材料、直接人工、制造费用占比分别为 76.1%、8.8%、14.9%，直接材料占比最大。直接材料中，主要包括金属件、塑料件、电子元件等，这些零部件的基础原材料为铜、钢、银、塑料等，这些原材料成本在 2021 年上半年占产品总成本比重 40-50%。

图 9：良信股份分季度毛利率、净利率 (%)



资料来源：Wind、天风证券研究所

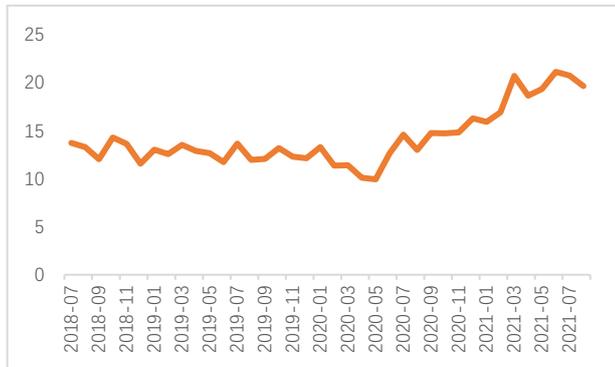
图 10：良信股份 2020 年成本结构



资料来源：公司公告、天风证券研究所

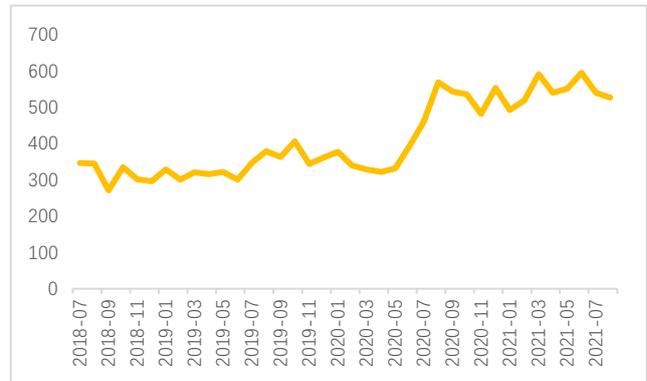
铜、银价格涨幅在 2021 年 1-8 月分别达到 59%、40%，而公司 2021 年以来毛利率稳定在约 36%，净利率不断回升。铜、银价格自 2020 年 5 月开始价格不断上涨。LME 铜 2021 年 1-8 月均价 19.1 万美元/吨，同比增长 59%，Comex 银 2021 年 1-8 月均价 545 美元/盎司，同比增长 40%。但公司的毛利率水平从 2020Q4 到 2021Q3 稳定在约 36%，净利率在 2021 Q3 达到 13.6%，同比减少 0.8pct，相比 Q2 同比降低 4.6pct，降幅大幅缩减。

图 11: LME 铜价格走势 (万美元/吨)



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 12: COMEX 银价格走势(美元/盎司)

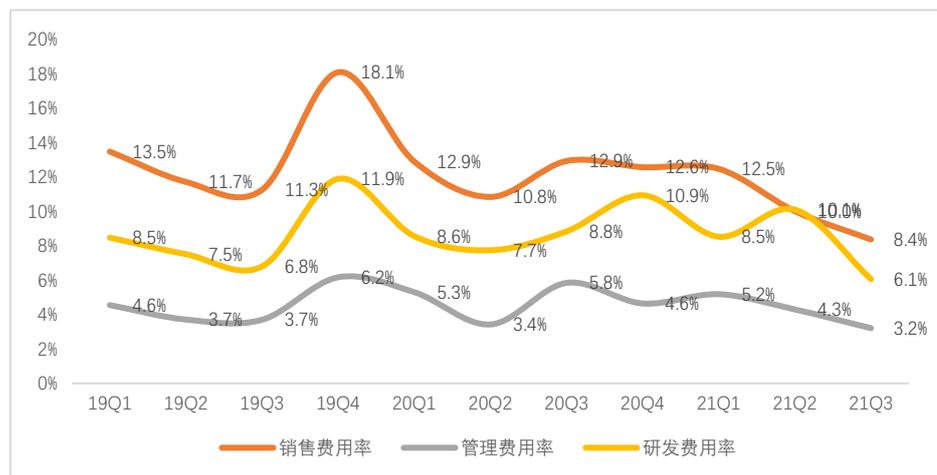


资料来源: Wind、天风证券研究所

### 3.2. 往未来看，公司一体化布局低压电器全产业链，盈利水平有望回升

公司仍处业务开拓期，市占率扩张需持续高投入。不同于低压电器行业重生产、轻研发，重渠道、轻开发的传统经营模式，良信坚持强投入、重研发，以客户需求驱动产品研发。在今年原材料大幅涨价背景下，公司 2021 年三季度销售、研发、管理费用率都为 19 年以来最低水平，分别为 8.4%、6.1%、3.2%。公司在三季度通过费用控制使利润率回升，但更重要的是公司启用海盐基地，一体化布局低压电器全产业链。

图 13: 2019 年以来良信股份分季度费用率情况 (%)



资料来源: Wind、天风证券研究所

海盐基地在四季度逐步启用，向上游关键零部件延伸，预计迎来利润端拐点。良信海盐“未来工厂”具备智能化生产、智能化物流、敏捷供应链、工业互联网等技术优势，形成覆盖模具、冲压、注塑、电镀、焊接、装配、物流等智能低压电器全产业链。一期工程已完成主体施工，预计今年年底投入使用，点焊、电子、电镀等车间率先投产。海盐基地预计年产值达 100 亿元，是 2020 年营收 3 倍以上规模。

## 4. 投资建议

公司在三季度控制费用力度空前，利润端超预期。更重要的是，公司一体化布局提升利润率。随着海盐基地在四季度逐步投产，公司自制关键零部件，产品品质提升，净利润率有望恢复至 12% 以上。

收入端看，明年新型行业占比提升，减少地产行业影响。预计 2021、2022 年收入分别为 39、52 亿元，同增 29%、33%。由于公司今年收入端受到个别下游影响，利润端受到原材料涨价影响，预计今年利润受到影响。我们将原预测 21、22 年归母净利 4.8、6.8 亿元调整至 4.2、6.5 亿元，对应 PE 47、31X，维持“买入”评级。

图 14：良信股份收入拆分（亿元）

	单位	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
地产+智能家居	营收	6.5	8.5	11.1	14.0	16.8	18.9	21.3
	YOY			29.5%	30.6%	26.3%	20.0%	12.7%
通信	营收	2.2	1.8	2.5	4.8	5.0	6.5	8.1
	YOY			-16.2%	37.0%	90.0%	5.3%	30.0%
新能源	营收	2.2	1.5	2.2	4.3	5.3	7.2	9.7
	YOY			-33.4%	48.3%	97.7%	25.0%	35.0%
电力	营收	2.2	2.0	1.9	2.2	3.1	4.2	5.6
	YOY			-10.5%	-5.1%	18.9%	40.0%	35.0%
工建	营收		0.4	0.7	1.5	3.3	6.3	10.0
	YOY				49.0%	130.8%	120.0%	90.0%
公商建	营收		0.7	1.0	1.4	2.8	5.0	7.8
	YOY				47.0%	40.0%	100.0%	80.0%
工控	营收	1.5	1.0	0.8	0.9	1.3	1.7	2.2
	YOY			-31.1%	-18.0%	14.6%	40.0%	30.0%
新能源汽车、充电桩	营收			0.43	0.5	1.2	2.0	2.9
	YOY					16.3%	130.0%	70.0%
其它	营收		-0.1	-0.1	0.2	0.3	0.3	0.6
	YOY							
合计	营收	14.5	15.7	20.4	30.2	39.0	52.0	68.3
	YOY			8.4%	29.5%	48.0%	29.3%	33.3%
	毛利率	38.6%	40.8%	40.8%	40.3%	36.3%	39.0%	40.0%
	净利润	2.1	2.2	2.7	3.8	4.2	6.5	8.5
	YOY			6%	23%	37%	12%	54%
	净利率	14.5%	14.1%	13.4%	12.4%	10.8%	12.5%	12.5%

资料来源：Wind、天风证券研究所

## 5. 风险提示

**行业竞争加剧：**良信产品在价格上具有竞争力，若竞争对手大幅降价，可能影响公司市占率提升。

**客户开拓不及预期：**若新客户开拓不顺利，可能影响良信营收及利润。

**地产行业低迷：**地产占良信业务比例较高，超过 40%。若地产整体行业低迷，影响到公司大客户，营收可能不及预期。

**新能源及配网等领域增长不及预期：**公司下游也包括新能源、配网等领域，预计行业增速较快。若行业增速整体放缓，公司收入受到影响。

**5G 建设放缓：**5G 基站为公司产品应用场景之一，若 5G 建设增速放缓，公司业绩受到影响。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	285.30	547.53	312.06	1,443.35	546.46	营业收入	2,038.51	3,016.56	3,900.72	5,198.49	6,830.81
应收票据及应收账款	198.57	421.13	870.21	279.29	1,231.16	营业成本	1,207.18	1,800.79	2,469.15	3,181.47	4,136.06
预付账款	4.11	2.18	10.35	5.78	13.02	营业税金及附加	7.28	12.01	15.56	20.00	26.91
存货	269.04	354.94	637.29	592.87	1,056.65	营业费用	276.91	369.24	411.53	556.24	751.39
其他	480.94	565.62	542.50	533.58	569.96	管理费用	91.91	143.20	179.43	244.33	321.05
<b>流动资产合计</b>	<b>1,237.96</b>	<b>1,891.39</b>	<b>2,372.42</b>	<b>2,854.87</b>	<b>3,417.25</b>	研发费用	176.14	274.42	347.16	488.66	642.10
长期股权投资	25.41	24.98	24.98	24.98	24.98	财务费用	(2.42)	(1.61)	(1.06)	(4.92)	(7.73)
固定资产	672.30	725.98	801.58	858.15	890.29	资产减值损失	(0.49)	(10.32)	0.50	0.50	0.50
在建工程	24.64	227.40	172.44	151.47	120.88	公允价值变动收益	0.37	0.67	(16.99)	11.23	(1.82)
无形资产	101.54	148.95	143.27	137.60	131.92	投资净收益	7.20	1.74	9.47	9.47	9.47
其他	267.80	242.24	218.99	212.71	178.81	其他	(12.26)	6.51	15.03	(41.39)	(15.30)
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,091.69</b>	<b>1,369.56</b>	<b>1,361.27</b>	<b>1,384.90</b>	<b>1,346.88</b>	<b>营业利润</b>	<b>286.70</b>	<b>419.90</b>	<b>470.93</b>	<b>732.90</b>	<b>968.18</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,329.65</b>	<b>3,260.95</b>	<b>3,733.69</b>	<b>4,239.76</b>	<b>4,764.13</b>	营业外收入	27.98	18.79	21.50	24.00	22.00
短期借款	0.00	30.03	218.70	15.00	48.40	营业外支出	0.19	1.54	0.69	0.81	1.01
应付票据及应付账款	329.89	671.09	652.60	1,050.95	1,192.74	<b>利润总额</b>	<b>314.48</b>	<b>437.15</b>	<b>491.74</b>	<b>756.09</b>	<b>989.17</b>
其他	183.86	489.12	294.76	440.49	512.33	所得税	41.39	61.69	69.38	106.61	139.47
<b>流动负债合计</b>	<b>513.75</b>	<b>1,190.25</b>	<b>1,166.06</b>	<b>1,506.44</b>	<b>1,753.46</b>	<b>净利润</b>	<b>273.09</b>	<b>375.47</b>	<b>422.35</b>	<b>649.48</b>	<b>849.70</b>
长期借款	0.00	0.00	56.24	15.00	18.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>273.09</b>	<b>375.47</b>	<b>422.35</b>	<b>649.48</b>	<b>849.70</b>
其他	9.33	32.65	15.76	19.25	22.55	每股收益(元)	0.27	0.37	0.41	0.64	0.83
<b>非流动负债合计</b>	<b>9.33</b>	<b>32.65</b>	<b>72.00</b>	<b>34.25</b>	<b>40.55</b>						
<b>负债合计</b>	<b>523.08</b>	<b>1,222.89</b>	<b>1,238.07</b>	<b>1,540.68</b>	<b>1,794.02</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>成长能力</b>					
股本	785.02	784.74	1,019.12	1,019.12	1,019.12	营业收入	29.53%	47.98%	29.31%	33.27%	31.40%
资本公积	384.68	432.43	432.43	432.43	432.43	营业利润	26.50%	46.46%	12.15%	55.63%	32.10%
留存收益	1,132.16	1,363.34	1,476.50	1,679.95	1,950.99	归属于母公司净利润	23.03%	37.49%	12.49%	53.78%	30.83%
其他	(495.29)	(542.45)	(432.43)	(432.43)	(432.43)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>1,806.57</b>	<b>2,038.05</b>	<b>2,495.62</b>	<b>2,699.08</b>	<b>2,970.11</b>	毛利率	40.78%	40.30%	36.70%	38.80%	39.45%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,329.65</b>	<b>3,260.95</b>	<b>3,733.69</b>	<b>4,239.76</b>	<b>4,764.13</b>	净利率	13.40%	12.45%	10.83%	12.49%	12.44%
						ROE	15.12%	18.42%	16.92%	24.06%	28.61%
						ROIC	16.59%	29.40%	32.38%	28.11%	78.81%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	资产负债率	22.45%	37.50%	33.16%	36.34%	37.66%
净利润	273.09	375.47	422.35	649.48	849.70	净负债率	-15.79%	-25.39%	-1.49%	-52.36%	-16.16%
折旧摊销	70.13	85.35	45.04	50.09	54.12	流动比率	2.41	1.59	2.03	1.90	1.95
财务费用	0.12	1.36	(1.06)	(4.92)	(7.73)	速动比率	1.89	1.29	1.49	1.50	1.35
投资损失	(7.20)	(1.74)	(9.47)	(9.47)	(9.47)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	39.43	342.07	(939.98)	1,213.92	(1,210.26)	应收账款周转率	6.81	9.74	6.04	9.04	9.04
其它	(44.28)	(169.09)	(16.99)	11.23	(1.82)	存货周转率	8.20	9.67	7.86	8.45	8.28
<b>经营活动现金流</b>	<b>331.29</b>	<b>633.41</b>	<b>(500.11)</b>	<b>1,910.32</b>	<b>(325.46)</b>	总资产周转率	0.91	1.08	1.12	1.30	1.52
资本支出	159.12	345.87	76.88	76.52	46.69	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	25.41	(0.43)	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.27	0.37	0.41	0.64	0.83
其他	(139.44)	(661.39)	(93.44)	(169.50)	(83.58)	每股经营现金流	0.33	0.62	-0.49	1.87	-0.32
<b>投资活动现金流</b>	<b>45.09</b>	<b>(315.95)</b>	<b>(16.55)</b>	<b>(92.98)</b>	<b>(36.89)</b>	每股净资产	1.77	2.00	2.45	2.65	2.91
债权融资	0.00	30.03	274.94	30.00	66.40	<b>估值比率</b>					
股权融资	(31.19)	49.77	345.57	5.02	7.83	市盈率	72.62	52.82	46.96	30.54	23.34
其他	(212.26)	(134.26)	(339.33)	(721.06)	(608.76)	市净率	10.98	9.73	7.95	7.35	6.68
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(243.45)</b>	<b>(54.46)</b>	<b>281.19</b>	<b>(686.05)</b>	<b>(534.54)</b>	EV/EBITDA	11.55	30.21	37.99	23.37	18.87
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	12.97	33.03	41.63	24.97	19.94
<b>现金净增加额</b>	<b>132.92</b>	<b>263.01</b>	<b>(235.47)</b>	<b>1,131.30</b>	<b>(896.89)</b>						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com