

丘钛科技 (1478 HK)

2018 年利润率将持续受压

丘钛科技发布盈利警告，其 2018 年上半年税前利润同比减少 50%或以上，主要受毛利率跌幅较预期大、竞争加剧所影响。我们虽看好摄像头模组 (CCM) 产业前景，但随着舜宇光学及欧菲光在高端摄像头模组 (如小型化模组、双摄像头模组、三摄像头模组) 的市场份额不断提升，丘钛科技进一步优化其产品组合的难度加大，造成其平均售价及利润率均受压。此外，丘钛科技持续的产能扩张也令其折旧费用亦大幅增加，这将持续压低公司毛利率。我们修改盈利预测模型，将 2018 年及 2019 年净利润预测下调 57.8% 及 56.9% 以反映平均售价低于预期及毛利率跌幅大于预期。此外，鉴于其波动性及不确定性增加，我们将加权平均资本成本 (WACC) 上调一个百分点，依据调整后的 DCF 模型得到新的目标股价 6.5 港元，目标股价隐含的 2018 年及 2019 年市盈率为 19 倍及 12 倍。下调至“持有”评级，下行空间为 9%。

毛利率持续受压，拉低 2018 年盈利。 公司毛利率受多重负面因素影响，下述依据各因素影响程度由高至低列为：1) 公司产能同比增长 50% 以上，致使其产能利用率下降，折旧费用提升；2) 受低端模组占比提升及产业竞争所影响，平均售价降低；3) 小型化模组良率低于预期。我们预测丘钛科技毛利率将从 2017 年的 11.1% 跌至 2018 年及 2019 年 9.2% 及 9.4%。

市场竞争加剧，丘钛科技高端摄像头模组市场份额受挤压。 作为中国二线摄像头模组生产商，丘钛科技面临日益激烈的市场竞争，尤其是在高端摄像头模组领域。舜宇光学及欧菲光的双摄像头模组及三摄像头模组的市场份额不断提升，挤压了丘钛科技的空间。舜宇光学拥有领先的小型化模组生产技术，且为华为 P20 Pro 三摄像头模组供应商；欧菲光在华为、OPPO、vivo 及小米的双摄像头模组供应份额大幅提升。这意味着丘钛科技在优化其产品组合上颇具挑战，造成其平均售价及毛利率持续受压。

摄像头模组产业前景仍较为乐观。 我们仍对智能手机摄像头产业整体前景持乐观态度：1) 前四大智能手机品牌出货量仍将小幅增长，其继续抢夺小品牌的份额；2) 今年双摄像头模组渗透率有望高于预期，达到 40%；3) 三摄像头模组及 3D 感测模组蓄势待发，摄像头产业仍处于技术升级周期。

下调至“持有”评级。 我们修改盈利预测模型，将 2018 年及 2019 年净利润预测下调 57.8% 及 56.9% 以反映平均售价低于预期及毛利率跌幅大于预期。此外，鉴于其波动性及不确定性增加，我们将加权平均资本成本 (WACC) 从 11% 上调至 12%。我们依据调整后的 DCF 模型得到新的目标股价 6.5 港元，目标股价隐含的 2018 年及 2019 年市盈率为 19 倍及 12 倍。下调至“持有”评级，下行空间为 9%。

投资总结

年结于 12 月	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营收 (百万人民币)	4,991	7,939	8,001	9,806	11,576
变化 (%)	127	59	1	23	18
净利润 (百万人民币)	191	436	309	483	742
变化 (%)	87	129	(29)	56	54
每股盈利 (人民币)	0.18	0.40	0.28	0.43	0.67
变化 (%)	82	117	(30)	56	54
市盈率 (倍)	19.5	23.0	20.3	13.0	8.5
市净率 (倍)	2.5	4.8	2.7	2.3	1.8
价格/经营活动现金流 (倍)	-	3.6	7.6	6.6	5.5
企业价值/息税折摊前利润 (倍)	12.0	16.1	8.0	5.7	4.3
每股股息 (人民币)	0.04	0.04	0.06	0.09	0.13
股息回报率 (%)	1.0	0.4	1.0	1.5	2.4

资料来源：公司资料、东方证券 (香港)

持有

目前股价

HK\$7.05

目标股价

HK\$6.50

中国 / 科技 / 电子产品配件

2018 年 5 月 21 日

盛一然 (SFC CE: AWT319)

(852) 3519 1056

elsie.sheng@dfzq.com.hk

最新主要数据

已发行股份总数 (百万股)	1,132
市值 (百万港元)	7,979
企业价值 (百万港元)	7,666
12 个月内日成交额 (百万港元)	168.4
12 个月波动率 (%)	85.0
FY15-17 预测市盈增长率 (倍)	4.7
FY15-17 预测平均净资产收益率 (%)	18.7
FY16 预测市净率 (倍)	3.3
FY16 预测净负债-股东权益比 (%)	26.0

股价表现 (%)

	1 个月	本年	12 个月
绝对值	(31)	(36)	13
相对恒指	(34)	(40)	(10)

主要股东持股 (%)

何宁宇	67
-----	----

审计师

毕马威会计师事务所

股价走势图



资料来源：彭博资讯、东方证券 (香港)



2018 年上半年盈利警告，毛利率存在下行风险

盈利警告 2018 年上半年税前溢利或将同比减少 50%或更多

丘钛科技于 2018 年 5 月 10 日突发盈利警告，宣称受毛利率下滑及联营公司（2017 年底所收购的新钜科技股份有限公司）录得亏损所影响，其 2018 年上半年税前溢利或将同比减少 50%或更多。我们预计 2018 年公司毛利率将跌至 9.2%，而 2017 年公司毛利率则为 11.1%。

我们将毛利率下跌因素按照影响幅度从大到小罗列如下：

1. 随着固定资产大幅增加，公司产能利用率降低。 管理层认为造成此次毛利率下跌的最主要因素为公司产能提升。其中，摄像头模组（CCM）及指纹识别模组（FPM）产能同比增长逾 50%，而双摄模组（DCM）及 3D 感测产能则将继续扩张，双摄模组计划从 2017 年底月产量 500 万件翻番增至 2018 年底 1,000 万件，而 3D 感测摄像头则从 2017 年底的零件增至每月 150 万至 2018 年底 200 万件。公司在 3D 感测摄像头上的资本支出远高于传统摄像头模组，100 万件 3D 感测摄像头产能的资本开支高达人民币 1.4 亿元，这使得公司固定资产及折旧大幅提升。另一方面，上半年公司出货量增幅低于产能增幅，摄像头模组出货量 1 月至 4 月同比增幅仅录得 22%，这使得产能利用率降低，而增加的折旧费用则进一步拖低公司毛利率。

2. 随着竞争加剧，产品组合发生变化，产品平均售价降低。 导致毛利率下滑的第二大因素为平均售价下降。产品平均售价下降主要原因为 1) 2018 年上半年丘钛科技低端摄像头模组占比增加，其中 1 月至 4 月 1,300 万像素及以上摄像头模组占比 41.4%，较 2017 年的 48.2%低；2) 高端产品包括高像素单摄像头模组及双摄像头模组市场竞争进一步加剧，我们认为欧菲光（002456 CH）今年的进取的双摄像头模组扩张计划将进一步加剧竞争；3) 愈来愈多的高像素模组（如 1,300 万像素及以上摄像头）被用作前置摄像头，产品规格降低（从 AF 改用 FF），产品平均售价从而降低；4) 丘钛科技于去年刚刚进入华为为供应链，年初至今来自华为的主要项目为生产 500 万像素及以下摄像头；5) 产业趋势显示今年指纹识别模组平均售价预计将同比减少 30%。

3. 小型化摄像头模组良率低于预期。

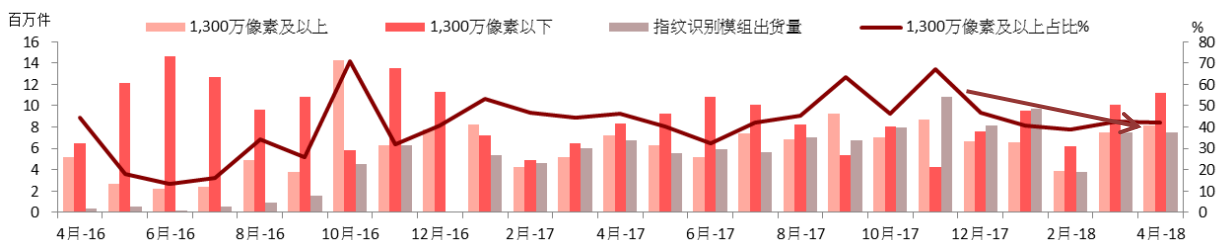
由于一种新设计的组装难度较高，小型化摄像头模组良率低于预期（组装时镜头的有效焦距需控制在 0.05 至 0.1 毫米内；故需要采用 AA 制程取代传统 Holder mount）。

图 1：丘钛科技产能扩张

百万/月	2015	2016	2017	2018E
CCM	14.5	23	30	45
DCM	-	5	5	10
3D 感测	-	-	-	1.5
FPM	3.5	10	17	17

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

图 2：丘钛科技过去两年月出货量



2018 年 1,300 万像素及以上摄像头模组比重较 2017 年底的高位显著下降。今年 1 月至 4 月，1,300 万像素及以上摄像头模组出货量同比增长 5%，而 1,300 万像素及以下摄像头模组则同比增长 37%；指纹识别模组出货量同比增长 5%，然而其平均售价则同比下跌 20-30%，因此指纹识别模组收入贡献鲜有增幅。

资料来源：公司资料、东方证券（香港）



智能手机行业竞争格局及最新趋势

国内品牌去库存已结束；今年四大品牌出货量将持续增长

2017 年底开始的国内智能手机去库存已经结束，今年 3 月华为、OPPO 等品牌推出新款智能手机。许多投资者担心今年中国智能手机的出货量增长放缓，但我们仍然认为尽管智能手机整体出货量增速下降，但四大品牌，华为、OPPO、Vivo 及小米将挤压其他小型厂商的市场份额，取得良好增长。小米有可能在这四间公司中实现最高增长率。

这一趋势可从 2018 年一季度的出货量列表中明显看出。IDC 数据显示，国内四大品牌的出货量一季度合计同比小幅增长 2.1%，而五名开外的其他品牌 2018 年一季度出货量同比大幅下降 59.3%。我们预计这一趋势将延续至 2018 年的剩余时间。

图 3：四大品牌全球出货量预测

(百万部)	2017	2018E
华为	153	175
OPPO	112	100
Vivo	100	100
小米	92	120
四大总计	457	495

资料来源 IDC、Counterpoint、东方证券（香港）

图 4：2018 年一季度智能手机出货量前五

2018 年一季度全球出货量排名				2018 年一季度中国出货量排名			
	出货量 (百万部)	同比 (%)	市场份额 (%)		出货量 (百万元)	同比 (%)	市场份额 (%)
三星	78.2	-2.4	23.4	华为	21.2	1.9	24.2
苹果	52.2	2.8	15.6	OPPO	16.5	-12.6	18.9
华为	39.3	13.8	11.8	Vivo	14.2	-4.0	16.3
小米	28.0	87.8	8.4	小米	13.2	41.8	15.1
OPPO	23.9	-7.5	7.1	苹果	9.8	2.5	11.3
其他	112.7	-18.5	33.7	其他	12.6	-59.3	14.2

资料来源：IDC、东方证券（香港）

双摄像头的进一步普及及三摄像头的新兴趋势

双摄像头今年的普及率可达 40%，鉴于三摄像头及 3D 感测摄像头面世，摄像头升级周期尚未结束。

由于欧菲光积极抢夺高端 CCM 市场份额，竞争愈发激烈。

我们仍对 CCM 行业非常乐观，今年双摄像头的普及率超出了我们之前的预期，可能会达到 40%，高于我们之前预测的 30%。今年三月份推出的所有新旗舰机型至少采用双摄像头甚至三摄像头。鉴于三摄像头及 3D 感测摄像头正待兴起，摄像头的升级周期还远未结束。

华为推出带后置三摄像头的 P20 Pro，以同时实现光学变焦及更好的低光条件下的拍照性能，标志着三摄像头时代的开始。今年华为 Mate11 / Mate 11 Pro 很可能采用三摄像头设计。3D 感测机型正浮出水面，预计今年华为 Mate 20、小米 8 及 OPPO 的新旗舰机型将嵌入结构光 3D 感测摄像头。但到目前为止，丘钛在这些高端旗舰机型中的份额落后于舜宇光学及欧菲光。

图 5：2018 年推出的新款智能手机



	华为 P20	华为 P20 Pro	Vivo X21	OPPO R15
推出时间	2018 年 3 月	2018 年 3 月	2018 年 3 月	2018 年 3 月
前置摄像头	24MP	24MP	12MP 面部识别 (非结构光)	20MP
前置 CCM 供应商	光宝、欧菲光、舜宇	欧菲光、舜宇、光宝	舜宇、欧菲光	
后置摄像头	20MP+12MP 双摄	40MP+20MP+8MP 三摄	12MP+5MP 双摄	16MP+5MP 双摄
后置 CCM 供应商	光宝、欧菲光	光宝、LG、舜宇	丘钛、舜宇	

资料来源：公司网站、东方证券（香港）



模型修订，因竞争激烈及利润率压力下调评级

利润率压力将延续至 2018 年剩余时间

部分因素将于 2018 年下半年好转，根据公司指引：1) 2018 年下半年产品组合将优化，目前公司已取得 20MP 以上项目，且 2) 小型化模组良率也在提高，料 2018 年下半年恢复至正常水平。

然而，一些负面因素仍将持续：1) 公司进入华为高端项目的时间表仍未确定，如果丘钛继续为华为提供低端模组，将拖累其利润率；2) 双摄平均售价可能会受到将双摄作为两个单摄像头分开出货的趋势的负面影响（可在中低端项目中看到），及 3) 产能利用率可能仍将维持低位，因为 3D 感测摄像头将于 2018 年下半年才开始出现在安卓手机上，预计出货量相对较小。我们预测今年前置 3D 感测摄像头的普及率将在 5% 左右，华为、OPPO、Vivo 及小米将跟随苹果推出 3D 感测模组。但考虑到丘钛与该等品牌的关系及往绩记录，我们认为丘钛不太可能从华为或 OPPO 获得 3D 感测摄像头订单，而丘钛最大的希望是与 Vivo 合作。因此，预计 3D 感测摄像头的使用率将保持低水平。

模型修订

我们将 2018 年 CCM 收入预测下调 32%，主要由于我们下调 13MP 以上模组的占比（由之前的 50% 修订为 41%）及 CCM 平均售价（混合 CCM 平均售价由之前的人民币 39 元下调至人民币 30 元）。随着我们进一步下调我们对 FPM 平均售价的预测，2018 年 FPM 收入也下调 20%。我们将 2018/2019 年预测毛利率分别下调 2.8 个百分点/3.4 个百分点至 9.2%/9.4%，因折旧将继续拖累整体毛利率。净影响为 2018/2019 年预测净利润分别下调 57.8%/56.9%。

图 8：丘钛的模型预测

人民币百万元	2018E				2019E			
	修订	初始	变化(%)	同比(%)	修订	初始	变化(%)	同比(%)
收入	8,001	11,368	(29.6)	0.8	9,806	15,208	(35.5)	22.6
-CCM	6,200	9,124	(32.0)	5.0	8,510	12,403	(31.4)	37.2
-FPM	1,800	2,244	(19.8)	-11.6	1,296	2,805	(53.8)	-28.0
毛利润	738	1,367	(46.0)	-16.4	923	1,952	(52.7)	25.0
息税前利润	436	856	(49.0)	-19.7	624	1,257	(50.4)	42.9
税前利润	358	842	(57.5)	-29.8	559	1,290	(56.7)	56.2
净利润	309	732	(57.8)	-29.1	483	1,122	(56.9)	56.2
毛利率(%)	9.2	12.0	-2.8 ppt	-1.9 ppt	9.4	12.8	-3.4 ppt	0.2 ppt
经营利润率(%)	5.5	7.5	-2.1 ppt	-1.4 ppt	6.4	8.3	-1.9 ppt	0.9 ppt
净利率(%)	3.9	6.4	-2.6 ppt	-1.6 ppt	4.9	7.4	-2.5 ppt	1.1 ppt

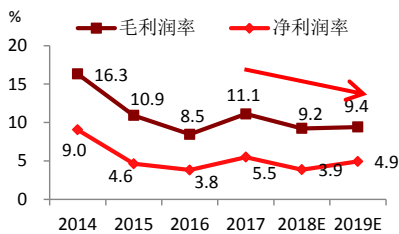
资料来源：公司资料、东方证券（香港）

修订的 DCF 模型隐含新目标价为 6.5 港元

根据修订的盈利预测，我们将加权平均资本成本率从 11% 进一步提升至 12%，以计入丘钛前景波动性及不确定性因素的增加。考虑到其科技公司的高成长性，我们保守假设 2018 年到 2025 年预测收入长期增长率将逐渐放缓，并将永续增长率保持在 3%。我们预测 2018 年资本支出为人民币 5.92 亿元，主要用于购买新设备以扩充产能。

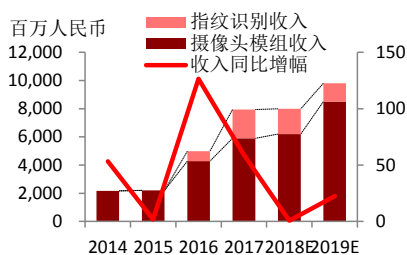
基于上述假设，我们得出基于 DCF 模型的新目标价为 6.5 港元。

图 6：丘钛利润率将下降



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

图 7：丘钛收入预测及明细



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

图 9：丘钛的 DCF 模型预测

加权平均资本成本率	12.0%
永续增长率	3%
终值现值(百万港元)	2,239
自由现金流总现值(百万港元)	7,928
净现金/负债(百万港元)	(616)
目标价(港元)	6.5
上升空间	-9%

资料来源：公司资料、东方证券（香港）



因丘钛面临的竞争加剧，下调评级为持有

基于 DCF 模型的目标价为 6.5 港元

我们采用 DCF 模型对丘钛估值，修订的目标价为 6.5 港元。我们修订的 DCF 模型详情载列如下。

图 10: 丘钛的 DCF 模型预测

人民币百万元	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
税前收入	358	559	858	1154	1302	1522	1803	1962	1983	2068
已付税项	(48)	(75)	(116)	(156)	(176)	(205)	(243)	(265)	(268)	(279)
折旧及摊销	279	337	375	416	442	469	498	553	587	623
营运资本变动	130	40	(2)	41	76	55	51	9	46	15
资本支出	(592)	(538)	(598)	(553)	(587)	(623)	(793)	(734)	(779)	(827)
自由现金流 (百万港元)	158	389	608	1,062	1,244	1,433	1,547	1,794	1,846	1,882

资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

我们模型的上行因素包括: 丘钛在华为高端项目的进展快于预期, 产能利用率高于预期。

下行风险包括: 如果竞争加剧, 其占主要客户(如 Vivo) 份额下跌; CCM 或 FPM 制造商展开进一步价格战。

与舜宇及欧菲光相比, 丘钛作为二线制造商面临更大的压力

舜宇光学及欧菲光在 CCM 行业属一线制造商, 丘钛在高端模组市场的份额受到其挤压, 面临着更激烈的竞争。舜宇光学在小型化摄像头模组方面享有先发优势, 预计将受益于前置小型化摄像头日益普及以及顺应全面屏趋势。舜宇光学也是华为三摄像头的主要供应商, 同时也拥有 3D 感测摄像头的量产经验。欧菲光今年在双摄像头方面也非常激进, 其 2018 年占华为、OPPO、Vivo 及小米的双摄像头份额将大幅增加, 而去年欧菲光仅为 OPPO 的一款双摄像头智能手机供货, 未与 Vivo 展开双摄像头的合作。以上因素将导致丘钛面临的困难和竞争加剧。

估值

丘钛目前的股价相当于 20 倍/13 倍 2018/2019 年预测市盈率, 分别较舜宇光学及欧菲光折让 32%及 17%。我们修订的 DCF 模型目标价为 6.5 港元, 相当于 19 倍/12 倍 2018/2019 年预测市盈率, 考虑到最新的竞争格局, 我们认为该折让较为合理。下调评级为持有。

图 11: 同业估值比较

公司名称	彭博代码	评级	收市价 (本币)	目标价 (港元)	市值 (十亿港元)	市盈率(倍)			市盈率增长 率(倍) 15-17E	企业价值/息税 折摊前利润(倍) 16E	市净率 (倍) 16E	股息收益率 (%) 16E	股本回报率 (%) 15A	净负债率 (%) 15A
						15A	16E	17E						
CCM/FPM 制造商														
丘钛科技	1478 HK	持有	7.05	6.50	8	23.0	20.3	13.0	4.7	14.7	3.3	0.8	23.5	净现金
舜宇光学	2382 HK	买入	147.8	140.0	162	31.2	29.7	21.7	0.7	2.5	15.0	0.7	46.9	净现金
信利国际	732 HK	未评级	1.82	-	6	158.7	7.1	4.9	-0.3	4.4	0.7	3.9	0.9	68.1
高伟电子	1415 HK	未评级	1.9	-	2	10.2	6.2	5.4	0.3	2.5	0.6	3.3	8.8	净现金
光宝科技	2301 TT	未评级	38.15	-	23	35.9	10.8	9.9	0.9	4.0	1.1	7.1	3.6	净现金
致伸科技	4915 TT	未评级	55.3	-	6	16.9	10.8	8.7	0.4	4.8	1.9	5.6	18.4	净现金
Crucial Tec	114120	未评级	1885	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-67.0	93.7
欧菲光	002456	未评级	18.73	-	63	67.4	41.7	27.0	0.5	26.2	5.0	0.4	11.8	107.2
平均值						47.2	15.6	11.7	1.0	7.1	3.9	3.1	5.8	

资料来源: 彭博资讯、东方证券(香港)



财务报表及预测

损益表 (合并报表)

年结于 12 月 31 日 (百万人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	4,991	7,939	8,001	9,806	11,576
摄像头模组 (CCM)	4,272	5,903	6,200	8,510	10,496
指纹模组 (FPM)	719	2,036	1,800	1,296	1,080
销售成本	(4,569)	(7,056)	(7,263)	(8,883)	(10,345)
毛利润	422	883	738	923	1,231
其他收入	18	35	50	54	62
其他损益	(45)	(24)	(24)	-	-
销售及分销开支	(10)	(16)	(16)	(20)	(23)
行政开支	(41)	(65)	(64)	(78)	(93)
研发开支	(125)	(270)	(248)	(255)	(301)
经营利润	220	543	436	624	875
财务成本	(6)	(17)	(43)	(47)	(28)
应占联营公司利润	-	(17)	(36)	(18)	11
税前利润	215	510	358	559	858
所得税开支	(24)	(73)	(48)	(75)	(116)
净利润	191	436	309	483	742
息税折摊前利润	284	662	679	943	1,261
息税前利润	220	526	400	606	886
每股盈利 (人民币)	0.18	0.40	0.28	0.43	0.67
每股股息 (人民币)	0.04	0.08	0.06	0.09	0.13

现金流 (合并报表)

年结于 12 月 31 日 (百万人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	213	509	358	559	858
已付税项	(5)	(75)	(48)	(75)	(116)
折旧	63	135	278	337	374
摊销	1	1	1	1	1
营运资本变动	(405)	1,501	130	40	(2)
其他	93	150	106	90	38
经营活动所得现金流量	(39)	2,222	825	951	1,152
资本支出	(409)	(949)	(592)	(538)	(598)
出售	0	0	4	5	6
其他	(21)	(1,170)	7	9	15
投资活动所得现金流量	(430)	(2,119)	(581)	(523)	(577)
负债变动	(24)	218	216	129	(569)
已付股息	-	(37)	(87)	(62)	(97)
还款予关连公司	(6)	(17)	(43)	(47)	(28)
其他	275	147	(80)	(13)	57
融资活动所得现金流量	246	312	6	8	(637)
自由现金流量	(541)	1,122	126	323	517
净现金流量	(223)	414	250	435	(61)

半年度明细 (合并报表)

年结于 12 月 31 日 (百万人民币)	2H15	1H16	2H16	1H17	2H17
收入	1,334	1,727	3,264	3,605	4,334
毛利润	129	161	261	434	448
经营利润率	47	91	129	244	300
税前利润	43	90	124	240	270
税项	(4)	(8)	(16)	(38)	(36)
净利润	39	82	109	202	234
毛利润率 (%)	9.7	9.3	8.0	12.1	10.3
经营利润率 (%)	3.5	5.3	3.9	6.8	6.9
实际税率 (%)	9.4	8.8	12.8	15.8	13.2
净利润率 (%)	2.9	4.8	3.3	5.6	5.4
每股盈利 (人民币)	0.04	0.08	0.10	0.18	0.21
每股股息 (人民币)	-	-	0.04	-	0.08

资料来源: 公司资料、东方证券 (香港)

资产负债表 (合并报表)

年结于 12 月 31 日 (百万人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	3,694	4,147	4,571	5,628	6,066
库存	799	688	696	852	989
应收账款、票据及其他应收款项	2,606	2,035	2,147	2,631	3,098
可供出售金融资产	-	873	873	873	873
银行结余及现金	65	465	678	1,073	957
其他流动资产	224	86	176	198	149
非流动资产	826	1,953	2,229	2,410	2,641
固定资产	720	1,481	1,793	1,992	2,213
无形资产	1	1	1	1	9
租赁付款	17	17	16	16	15
其他非流动资产	88	455	419	401	404
总资产	4,520	6,100	6,800	8,038	8,707
流动负债	2,939	3,934	4,414	5,234	5,275
应付账款、票据及其他应付款项	2,593	2,830	3,094	3,784	4,395
银行借款	335	1,078	1,294	1,423	854
其他流动负债	10	26	26	26	26
非流动负债	14	20	18	17	15
递延税项负债	2	6	6	6	6
递延收入	12	15	13	11	10
贸易及其他应付账款	-	-	-	-	-
总负债	2,952	3,955	4,432	5,250	5,291
股本	9	9	9	9	9
股本溢价及储备	1,559	2,137	2,359	2,778	3,408
总权益	1,568	2,146	2,368	2,787	3,417
总负债和权益	4,520	6,100	6,800	8,038	8,707
净现金/ (负债)	(271)	(613)	(616)	(350)	103
营运资本	756	213	157	394	791
已动用资本总额	1,582	2,166	2,386	2,804	3,432
净负债率 (%)	17	29	26	13	NC
每股帐面价值 (人民币)	1.431	1.959	2.122	2.498	3.063

主要比率

年结于 12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增长率 (%)					
收入	127	59	1	23	18
毛利润	76	109	(16)	25	33
息税折摊前利润	70	133	3	39	34
息税前利润	77	147	(20)	43	40
净利润	87	129	(29)	56	54
每股盈利	82	117	(30)	56	54
利润率 (%)					
毛利润	8	11	9	9	11
息税折摊前利润	6	8	8	10	11
息税前利润	4	7	5	6	8
净利润	4	5	4	5	6
其他 (%)					
实际税率	11	14	14	14	14
派息率	19	20	20	20	20
已动用资本回报率	12	20	13	17	22
平均净资产收益率	14	23	14	19	24
平均总资产收益率	9	12	11	13	15
利息覆盖倍数 (倍)	40	31	9	13	31

主要假设

年结于 12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
CCM 出货量 (百万件)	179	173	204	249	270
FPM 出货量 (百万件)	21	81	102	98	102
综合平均售价 (人民币)	24	31	26	28	31



分析员核证

分析员，盛一然，主要负责拟备本报告并谨此声明—

- (1) 本报告所表达之意见均准确反映分析员对所述公司(等)/证券之个人见解；
- (2) 分析员之补偿与本报告的推荐或意见或投资银行部并没有直接或间接的关系；
- (3) 分析员不是直接或间接地受投资银行部监管或隶属于投资银行部；
- (4) 分析员就报告中论述的公司(等)/证券，根据证监会操守准则第16.5(g)段，并没有违反安静期限制；
- (5) 分析员及其有联系者没有曾在發表本報告之前的30天内进行交易或买卖涉及本报告所论述的公司(等)/证券；
- (6) 分析员及其有联系者并没有在任何与报告中论述的公司(等)中担任高级人员；
- (7) 分析员及其有联系者并没有拥有研究报告内所论述股份的任何财务权益。

东方证券评级含义

买入—描述了我们预期在未来12个月内将提供>10%的总回报的股票。

增持—描述了我们预期在未来12个月内将提供>0%的总回报的股票。

持有—描述了我们预期在未来12个月内将提供-20%至20%的总回报的股票。

卖出—描述了我们预期在未来12个月内将提供<0%的总回报的股票。

披露及免责声明

东方证券(香港)有限公司可能与报告中论述的公司(等)拥有或正寻求业务关系。因此投资者应留意报告的客观性可能受潜在的利益冲突所影响。在进行投资决定时，投资者应视本报告为其中一个参考因素。

东方证券(香港)有限公司及其附属公司、要员、董事及雇员在任何时间可能持有本报告所提及之任何证券、认股证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具的长仓或短仓。

东方证券(香港)有限公司或东方证券(香港)有限公司任何其他成员在任何情况下，均不会就由於任何第三方在依赖本报告内容时之作为或不作为而导致任何类型之损失（无论是直接、间接、随之而来或附带者），负上法律责任或具有任何责任。

本报告内容或意见仅供参考之用途，并不构成任何买入或沽出证券或其他金融产品之要约。本报告并无顾虑任何特定投资者之特定投资目标、财务状况、或风险承受程度，投资者在进行任何投资前，必须对其投资进行独立判断或在需要时寻求独立专业意见。东方证券(香港)有限公司不保证执行此报告提及的投资产品或金融工具的交易。

虽然本报告资料来自或编写自东方证券(香港)有限公司相信是可靠之来源，惟东方证券(香港)有限公司并不明示或暗示地声明或保证任何该等资料之准确性、完整性或可靠性。本报告期内所提及之价格仅供参考之用途，投资产品之价值及收入可能会浮动，包括受汇率、市场指数、有关公司相关数据或其他因素而变动。本报告内容或意见可随时更改，东方证券(香港)有限公司并不承诺提供任何有关变更之通知。证券过去的表现不可作为未来表现的指标，同时未来回报是不能保证的，你可能蒙受所有最初存入资金的损失。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

任何在香港以外的国家或地区进行/执行之投资产品或金融工具的交易，将受有关当局/当地之相关法律/法规及监管机构的管辖，本报告的发表单位及分析员并不受有关当局/当地的所有披露要求或法规管辖。

未经东方证券(香港)有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、分发、转发、发表此报告，东方证券(香港)有限公司保留一切权利。