

**生益科技 (600183.SH) / 电子**
**优质赛道前景广阔，布局全面向纵深发展**
**评级：买入（维持）**

市场价格：33.10

分析师：胡杨

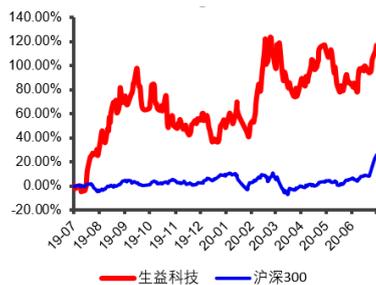
执业证书编号：S0740519090005

电话：

Email: huyang@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	2284.51
流通股本(百万股)	2284.51
市价(元)	33.1
市值(百万元)	75600
流通市值(百万元)	75600

**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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	11981.08	13241.09	14634.05	17092.57	19656.45
增长率 yoy%	11.44%	10.52%	10.52%	16.80%	15.00%
净利润	1000.47	1448.77	1936.01	2490.94	2881.59
增长率 yoy%	-6.90%	44.81%	33.63%	28.66%	15.68%
每股收益(元)	0.44	0.63	0.85	1.09	1.27
净资产收益率	15.63%	16.40%	18.81%	22.06%	23.16%
P/E	75.58	52.19	38.92	30.25	26.15
PEG	2.12	2.06	1.72	0.85	1.03

备注：股价取自 2020 年 7 月 10 日收盘价

**投资要点**

- 覆铜板龙头盈利能力稳步提升。** CCL 行业较为集中，龙头厂商份额高，对下游厂商议价能力更强。生益科技作为国内 CCL 龙头，市场占有率更高，玻璃布基 CCL 占比超过 70%；在纸基、金属基覆铜板领域同样属于头部企业，凭借高市场份额和多样化的产品优势，盈利能力持续改善。
- 产品覆盖全面，充分受益行业发展。** 公司始终注重产品研发及多样性打造，在国内率先布局高频高速板，14 年起已经占据了一定市场份额；目前公司旗下共有 8 大类材料产品，涉及各类型基材及强化材料，产品覆盖十余个下游细分领域，客户涵盖多家行业龙头。此外，生益紧跟行业趋势，不断加速对射频频用高频、车用、服务器用基材的和各类高散热、无卤等高性能环保基材的研发，率先投入国内厂商涉及较少的挠性板和 IC 封装基板类产品领域，公司覆盖领域日趋完善，产品多元化进程持续推进，综合竞争能力显著提升。
- 高频高速 CCL 打开公司向上空间。** 高频高速 CCL 对配方和工艺要求严格，行业技术壁垒高并且市场主要被美日公司垄断。公司在高频和高速 CCL 领域布局多年，具有深厚的技术储备：公司的碳氢产品技术成熟并已经在 5G 的应用中得到认证，PTFE 方面收购日本中兴化成的生产线之后技术进一步完善，目前公司是国内少数几家能够在技术和产能两方面满足客户需求的厂商，2019 年实现从 0 到 1 突破，20 年继续放量。伴随未来 5G 商用持续推动以及汽车电子上量，未来份额有望持续提升。
- 投资建议：** 公司传统 CCL 业务处于景气度上行期，份额稳步提升，高端 CCL 贡献受益下游流量需求提升较快，此外子公司生益电子在通信拉动下预期继续保持较高成长。考虑到公司在高速业务的广阔空间和消费电子产品的前瞻布局，以及下游客户拉货节奏可能出现的调整，我们调整公司的盈利预测，预计公司 2020-2021 年营收分别为 146、171 亿元（调整前预测值分别为 155、178 亿元），归母净利润分别为 19.4、24.9 亿元（调整前预测值分别为 20.3、24.2 亿元），当前股价对应 PE 分别为 39X，30X，同类型可比公司 2020/2021 年 PE 分别为 53X，38X，维持“买入”评级。
- 风险提示：** PCB 行业增速不及预期，5G 建设不及预期

## 内容目录

多年沉淀覆铜板龙头，盈利能力行业领先.....	- 3 -
二十年底蕴精耕细作，产品竞争力领先行业 .....	- 3 -
CCL 行业集中度高，龙头厂商受益明显 .....	- 4 -
紧随行业发展趋势，多元化布局+前瞻性研发助力龙头起航.....	- 4 -
政策+需求引导 CCL 行业发展格局渐变 .....	- 4 -
产品覆盖全面，高端布局持续发力 .....	- 5 -
高频高速加固盈利壁垒，强化研发推动国产替代.....	- 6 -
高频高速板技术壁垒牢固，新应用场景拓展行业成长空间.....	- 6 -
先发优势下国产龙头有望加速替代.....	- 6 -

## 图表目录

图表 1 2018-2019 年国内 CCL 行业主要产品类型及变化情况 .....	- 3 -
图表 2 国内厂商玻璃布基、纸基 CCL 占全国玻璃布基、纸基销售总收入比例 .....	- 3 -
图表 3 国内厂商挠性 CCL、金属基 CCL 占全国挠性、金属基销售总收入比例 .....	- 3 -
图表 4 生益覆铜板营收（单位：亿元）及产销量走势（单位：万平米） .....	- 4 -
图表 5 2018 年各类型覆铜板规模占比 .....	- 5 -
图表 6 2020 年生益科技产品线及代表产品 .....	- 5 -
图表 7 高频高速基材技术分解 .....	- 6 -
图表 8 公司历史及未来收入预测拆分 .....	- 7 -
图表 9 可比公司估值（以 2020/07/10 更新） .....	- 7 -

## 多年沉淀覆铜板龙头，盈利能力行业领先

二十年底蕴精耕细作，产品竞争力领先行业

- 覆铜板(CCL)全称覆铜箔层压板(Copper Clad Laminate),担负着 PCB 板的导电、绝缘、支撑三大功能,主要用于消费电子、通信电子、计算机、工控医疗、航天航空、汽车电子等领域的 PCB 制造。生益科技自成立以来,坚持在 CCL 领域精耕细作,产品覆盖覆铜板、绝缘层压板、金属基覆铜箔板、涂树脂铜箔、覆盖膜类的高端电子材料,2019 年覆铜板营收占总营收 70%以上。

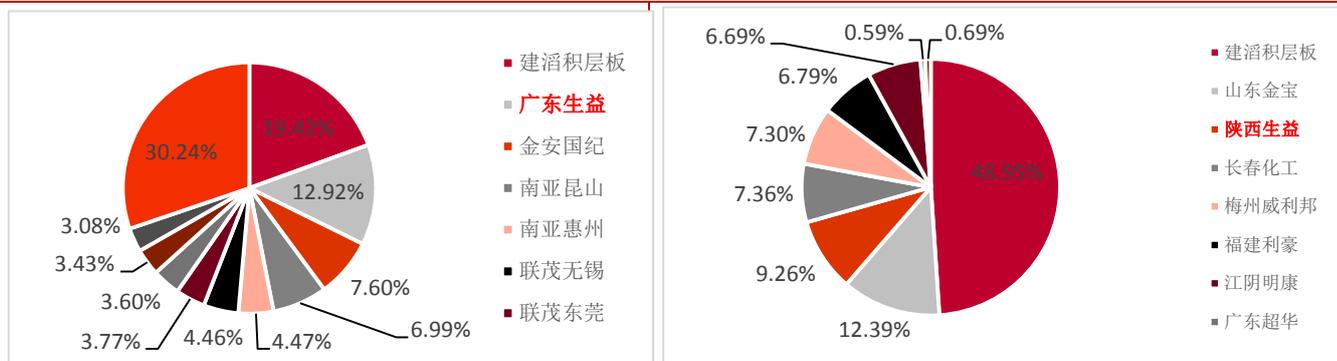
图表 1 2018-2019 年国内 CCL 行业主要产品类型及变化情况

年度	玻璃布基覆铜板(含CEM-3)			纸基覆铜板(含CEM-1)			金属基覆铜板			挠性覆铜板及相关制品			合计	
	销量(万m <sup>2</sup> )	销售收入(亿元)	收入占比(%)	销量	销售收入									
2019	48705	402.99	72.32%	11794	68.05	12.21%	4528	46.34	8.32%	6349	39.86	7.15%	71375	557.24
2018	43262	412.69	73.74%	11682	73.55	13.14%	4050	44.23	7.90%	5852	29.24	5.22%	64864	559.69
增长	12.58%	-2.35%	-1.92%	0.96%	-7.48%	-7.07%	11.80%	4.77%	5.23%	8.49%	36.32%	36.92%	10.04%	-0.44%

来源:《2019 年 CCLA 调查统计分析报告》,中泰证券研究所整理

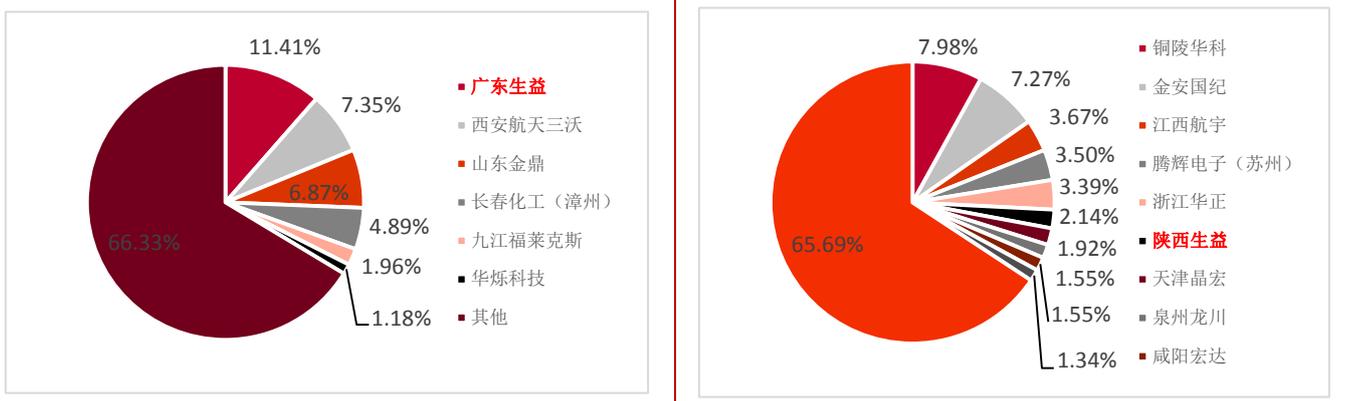
- 按照机械特性 CCL 可以分为刚性板、挠性板;按照增强材料可以分为纸基、玻璃纤维布基、复合基(CEM 系列)、积层多层板基和特殊材料基(陶瓷、金属芯基(常见的铝基板)等);按照覆铜板的绝缘材料、结构可以分为有机树脂类覆铜板、金属基覆铜板、陶瓷基覆铜板。
- 目前 CCL 产品仍以传统刚性(纸基、玻璃布基)产品为主,其玻璃布基 CCL 占比超过 70%,生益在该领域全国前二;在纸基、金属基覆铜板领域同样属于头部企业。此外,生益科技在挠性板和半固化片产品上位列全国第一。

图表 2 国内厂商玻璃布基、纸基 CCL 占全国玻璃布基、纸基销售总收入比例



来源:《2019 年 CCLA 调查统计分析报告》,中泰证券研究所整理

图表 3 国内厂商挠性 CCL、金属基 CCL 占全国挠性、金属基销售总收入比例

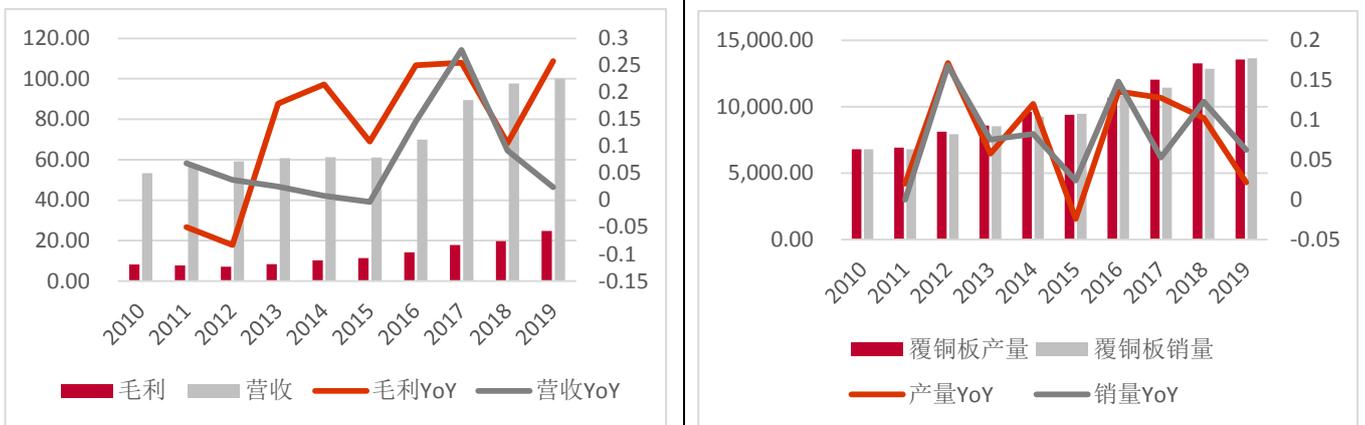


来源：《2019年CCLA调查统计分析报告》，中泰证券研究所整理

### CCL 行业集中度高，龙头厂商受益明显

- 与 PCB 行业分散格局不同，全球覆铜板行业较为集中，龙头厂商份额高，对下游厂商议价能力较强。生益科技凭借高市场份额和多样化的产品带来的成本传导优势，盈利能力持续改善。具体来看，产品产销量近年来稳步增长，同时，公司在 CCL 和粘结片产品上营收及毛利持续提升，且近 5 年间毛利增速始终维持在 10% 以上，体现出良好的发展态势。

图表 4 生益覆铜板营收(单位:亿元)及产销量走势(单位:万平方米)



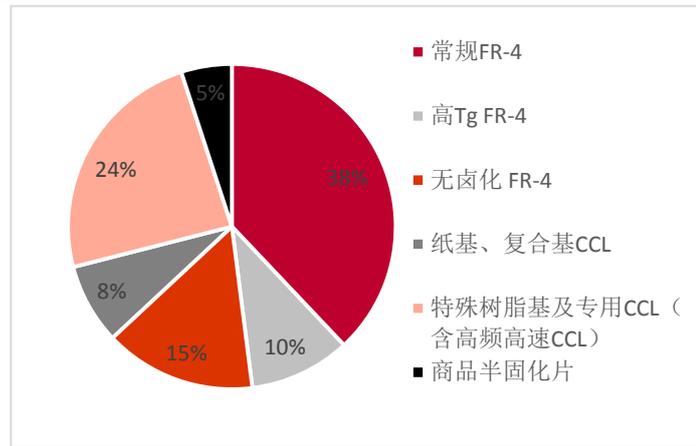
源：Wind，中泰证券研究所整理

### 紧随行业发展趋势，多元化布局+前瞻性研发助力龙头起航

#### 政策+需求引导 CCL 行业发展格局渐变

- 近年来，伴随国内环保要求提升以及 5G、汽车电子渗透提升等终端需求变化，CCL 产品朝着环保（无铅兼容、无卤等）、轻薄便携（轻质高强度、刚挠结合、HDI）、高频高速、特种需求（大面积、高耐热性、高 Tg 材料、抗腐蚀、低 CTE）等方向发展。

图表5 2018年各类型覆铜板规模占比



来源: Prismaark, 中泰证券研究所整理

产品覆盖全面, 高端布局持续发力

- 公司持续推动形成和巩固“生产一代、储备一代、研发一代”的格局, 除去传统 CCL 产品外, 早在 14 年就已经在高频高速板等中高端领域占据了一定市场地位。目前公司旗下共有 8 大类材料产品, 涉及各类型基材及强化材料, 囊括了高频高速、IC 封装等新型板材, 产品广泛应用于 5G 天线、通讯基站、大型计算机、路由器、服务器、移动终端、汽车电子、智能家居、安防、工控医疗、LED 显示照明和芯片封装等领域, 并获得各行业领先制造商, 如 NOKIA、华为、中兴、京信、昕诺飞、浪潮、BOSCH、CONTINENTAL、格力、国星光电等客户的高度认可。

图表6 2020年生益科技产品线及代表产品

产品类型	产品系列	分类	典型应用领域	代表产品及性能	代表产品说明	
刚性板	常规刚性	S系列、Q系列、D0余款产品	常规FR-4 无铅兼容 无卤无铅兼容 CEM体系	手机、电脑等消费电子产品, 通讯设备、工控用仪器仪表、电视冰箱等家电、LED显示与照明、汽车电子等		
	高速	ST040G/7045G ST439C/7439G Dynamic 6/6N Dynamic X (研发中)	中等介质损耗 低介电损耗 超低介电损耗 极低介电损耗	超高速网络设备、服务器、交换机、基站、存储、光通信产品、高频测量仪等	Dynamic 6N (Dk=3.25, Df=0.0021) Dynamic X (Dk=3.25, Df=0.0013)	高速电路用低介电常数、低介电损耗、高耐热层压板材料
		SCGA-500 GPC20/255/265/300 (PTFE系列) SG3300/3350/3615/7220/7294 (PTFE系列) LN833, ST136N/7136D AeroWave300/300X, ST135/7135D	PTFE体系 氟氢陶瓷体系 热固树脂体系	高频无线通讯、卫星信号传输、基站天线和功放、大规模天线阵列、航空航天等	SCGA-500 GPC20 (Dk=2.30, Df=0.0009)	天线射频电路用玻璃布增强PTFE覆铜板
	IC封装	SI10U/10U/SI/OTU/O-TULC SI643HU WUM1	IC封装	COB、封装材料、mini LED等显示领域, TF/SIM卡、RF/摄像头/指纹识别模组等, Memory, CSP, BGA, PCB透射封装板	ST136N (Dk=3.30, Df=0.0025) AeroWave300 (Dk=3.0, Df=0.0031) SI10U (Tg=270, Td=400, CTE=10)	高频电路用电子级玻璃纤维布增强氟氢陶瓷覆铜板 高频电路用电子级玻璃纤维布增强热固性覆铜板 封装基板用高性能基板材料
		汽车产品	Autolad1/1G/3/3G/5 mmwaveTT	汽车产品	车内电路线束、发动机和车身的电子控制单元	Autolad1
	挠性板	FCCL	SF923/202 etc. 近20款产品 SI141/1125/1150G BFDL202	挠性板、覆膜、胶膜 补强板 多层母排用热缩胶膜	COF, CDM, WPC, 5G antenna, switch, speaker等消费电子模组, LCD、车载、医疗等其他领域模组	SF923 (Dk=2.3, Df=0.001)
特殊材料基板	金属基板 与高导热	SA RL05/15/20H SA RC05 ST115D	铜基 铝基 导热FR-4	PCB散热、车用电子、大中小功率LED照明、电源板、LED电视等	SA RL05 (热导率=2W/mK)	无卤, 高CTI, 铜基覆铜板
特种板	特种产品	SH260 SB120 SP120N/175M SB015	硬质膜固定基材材料 半导电材料 特种粘合材料 涂树脂胶膜	井下钻探、航空航天、有特殊需求如无卤化的消费电子、汽车、通信等领域产品、新基板、多层刚挠结合印制电路板	SH260	无卤高Tg, 低CTE, 高耐热性, 高可靠性板

来源: 生益科技官网, 中泰证券研究所整理

- 此外, 生益紧跟行业趋势, 不断加速对射频用高频、车用、服务器用基材的和各类高散热、无卤等高性能环保基材的研发, 率先投入国内厂商涉及较少的挠性板和 IC 封装载板类产品领域, 目前超高频软性材料 SF923 已研制成功, 封装基板用 SI634U 等料号也在开发中, 公司覆盖领域日趋完善, 综合竞争能力显著提升。2019 年国内 CCL 行业销量增长 10.04%, 销售收入下滑 0.44%, 生益科技在覆铜板/粘结片销量分别同比增长 7.3%/2.51%的情况下, 实现合计营收 100.02 亿元, 同比增长 2.41%, 与行业相比产品均价有所提升, 凸显公司产品结构合理性。

## 高频高速加固盈利壁垒，强化研发推动国产替代

### 高频高速板技术壁垒牢固，新应用场景拓展行业成长空间

- 通常  $Df \leq 0.01$ 、 $Dk \leq 4.5$  的覆铜板可称为高频高速覆铜板，PCB 高频化途径中提高 PCB 的加工制程难度较大，另一路径就是使用高频 CCL。高频基材分为五个等级，等级越高介电常数  $Dk$  和损耗因数  $Df$  越小，而 PTFE 材质兼具硬度低、难转孔、难除胶等特点，因而在高端高频 CCL 制造中地位重要，但同时其加工难度远大于 FR-4，具有一定技术门槛。
- 近年来，随着 5G 商用和汽车电子 ADAS 渗透率提升，高频高速 CCL 景气上行，据 Prismark 统计，2018 年全球专用及特殊树脂基覆铜板（主要指高频高速覆铜板及封装基板用基板材料）的销售额达到 29.62 亿美元，同比增 31.7%，在 CCL 中占比提升至 24%。

图表 7 高频高速基材技术分解

电耗性	等级简称	介电损耗 (Df)	树脂系统	铜箔	增强材料	对应数据传输速率	应用
中损耗	ML	0.015-0.010	环氧树脂(EP) 改性氰酸酯(CE) 苯并噁唑树脂(BOZ)	低轮廓反转铜箔(LP RTF)	无碱玻纤(E)	<10Gbps	中等损耗、高速电路基材
低损耗	LL	0.010-0.006	环氧树脂(EP) 改性氰酸酯(CE) 改性聚苯醚(PPO) 活性酯 SMA树脂	低轮廓反转铜箔(LP RTF)	无碱玻纤(E) 低介电玻纤(D/Q)	10-20Gbps	
甚低/超低损耗	VLL/ULL	0.006-0.0025	环氧树脂(EP) 改性聚苯醚(PPO) 碳氢树脂(hydrocarbon)	超低轮廓铜箔(HVLP)	无碱玻纤(E) 低介电玻纤(D/Q)	56Gbps	微波、毫米波、高频电路基材
极低损耗	ELL	<0.0025	PTFE 乙烯基树脂(vinyl type)	non profile foil	低介电玻纤(D/Q) 新型低介电玻纤(NE)	112Gbps	

来源：公开来源，中泰证券研究所整理

### 先发优势下国产龙头有望加速替代

- 生益科技在高端产品上拥有先发优势，在碳氢、PTFE、热固性高频 CCL 材料三大品类上均有相应内研技术储备，同时 2017 年生益与日本中兴化成签订技术转让协议，获得 PTFE 相关产品的商标、完整配方、专用设备技术及全流程生产工艺。目前除了极尖端型号外，公司在高频高速产品上已逐步实现对竞争对手 Rogers 的追赶，Synamic 系列产品性能已达国际先进水平。此外生益科技目前是国内外少数在 IC 载板领域布局的厂商，紧跟市场动态使得生益的产品体系更加贴近实际需要并为公司进一步成长打开了一定空间。

## 投资建议

- **投资建议：**公司传统 CCL 业务处于景气度上行期，份额稳步提升，高端 CCL 贡献受益下游流量需求提升较快，此外子公司生益电子在通信拉动下预期继续保持较高成长。考虑到公司在高速业务的广阔空间和消费电子产品的前瞻布局，以及下游客户拉货节奏可能出现的调整，我们调整公司的盈利预测，预计公司 2020-2021 年营收分别为 146、171 亿元（调整前预测值分别为 155、178 亿元），归母净利润分别为 19.4、24.9 亿

元（调整前预测值分别为 20.3、24.2 亿元），当前股价对应 PE 分别为 39X，30X，同类型可比公司 2020/2021 年 PE 分别为 53X，38X，维持“买入”评级。

**图表 8 公司历史及未来收入预测拆分**

销售收入（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
覆铜板	9760.00	10259.00	11037.00	12242.00	13824.00
粘结片					
PCB	2080.00	2765.00	3505.00	4454.00	5432
其他业务收入	141.08	217.09	92.05	397.57	400.45
总营收(百万元)	11981.08	13241.09	14634.05	17093.57	19656.45

来源：wind，中泰证券研究所整理

**图表 9 可比公司估值（以 2020/07/10 更新）**

公司	2020E	2021E	2022E
华正新材	48.52	34.10	24.22
联瑞新材	57.10	40.54	32.77
深南电路	52.36	40.67	32.89
平均	52.66	38.44	29.96

来源：wind，中泰证券研究所整理

## 风险提示

- **风险提示：**PCB 行业增速不及预期，5G 建设不及预期
- 公司传统 CCL 业务受 PCB 行业影响较大，若行业增长放缓，公司传统 CCL 出货有不及预期风险。
- 公司高频高速 CCL、以及子公司生益电子业务与 5G 通信建设节奏高度相关，若 5G 建设不及预期，公司以上成长型业务增速可能受较大影响。

图表 9 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)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	11,981.1	13,241.1	14,634.0	17,092.6	19,656.5	货币资金	1,125.4	1,061.8	1,170.7	1,615.7	1,572.5
增长率	11.44%	10.52%	10.52%	16.80%	15.00%	应收款项	3,837.8	4,627.7	5,128.3	6,266.7	6,837.6
营业成本	-9,324.1	-9,712.7	-10,331.6	-12,067.4	-13,897.1	存货	1,747.9	2,100.4	1,343.4	2,679.0	1,953.4
% 销售收入	77.8%	73.4%	70.6%	70.6%	70.7%	其他流动资产	940.52	921.94	2,065.29	798.23	2,533.09
毛利	2,657	3,528	4,302	5,025	5,759	流动资产	7,652	8,712	9,708	11,360	12,897
% 销售收入	22.2%	26.6%	29.4%	29.4%	29.3%	% 总资产	59.4%	56.1%	59.6%	64.1%	68.3%
营业税金及附加	-80.4	-75.9	-117.1	-136.7	-142.4	长期投资	274.9	383.0	383.0	383.0	383.0
% 销售收入	0.7%	0.6%	0.8%	0.8%	0.7%	固定资产	3,456.2	5,003.0	5,201.4	5,135.9	4,938.7
营业费用	-243.7	-287.8	-336.6	-358.9	-373.5	% 总资产	26.8%	32.2%	31.9%	29.0%	26.1%
% 销售收入	2.0%	2.2%	2.3%	2.1%	1.9%	无形资产	373.4	380.2	363.8	347.3	330.9
管理费用	-484.0	-644.3	-1,419.5	-1,487.1	-1,710.1	非流动资产	5,234.3	6,823.0	6,573.5	6,368.8	5,997.6
% 销售收入	4.0%	4.9%	9.7%	8.7%	8.7%	% 总资产	40.6%	43.9%	40.4%	35.9%	31.7%
息税前利润 (EBIT)	1,849	2,520	2,429	3,042	3,533	资产总计	12,886	15,535	16,281	17,728	18,894
% 销售收入	15.4%	19.0%	16.6%	17.8%	18.0%	短期借款	823.7	1,519.5	630.9	-	670.7
财务费用	-184.8	-142.3	-30.0	-	-	应付款项	1,849.7	2,656.4	1,935.5	3,427.8	2,748.7
% 销售收入	1.5%	1.1%	0.2%	0.0%	0.0%	其他流动负债	371.9	562.7	436.8	457.1	485.5
资产减值损失	-26.1	37.0	-20.0	-20.0	-20.0	流动负债	3,777.5	5,256.7	3,524.6	4,486.8	4,485.3
公允价值变动收益	-25	31	-8	-4	5	长期贷款	539.5	732.3	306.6	-	-
投资收益	23.8	25.5	-	16.4	14.0	其他长期负债	219.3	192.3	120.0	177.2	163.2
% 税前利润	1.9%	1.4%	0.0%	0.5%	0.4%	负债	4,536	6,181	3,951	4,664	4,648
营业利润	1,637	2,472	2,371	3,035	3,533	普通股股东权益	8,350	9,354	12,330	13,064	14,246
营业利润率	13.7%	18.7%	16.2%	17.8%	18.0%	少数股东权益	439.0	519.7	635.0	803.5	1,001.5
营业外收支	-6.1	0.2	20.0	21.9	7.0	负债股东权益合计	12,886	15,535	16,281	17,728	18,894
税前利润	1,223	1,805	2,391	3,057	3,540						
利润率	10.2%	13.6%	16.3%	17.9%	18.0%						
所得税	-157.7	-241.7	-339.5	-397.4	-460.2						
所得税率	12.9%	13.4%	14.2%	13.0%	13.0%						
净利润	1,065	1,563	2,051	2,659	3,080						
少数股东损益	64.5	114.6	115.3	168.5	198.0						
归属于母公司的净利润	1,000	1,449	1,936	2,491	2,882						
净利率	8.4%	10.9%	13.2%	14.6%	14.7%						
现金流量表 (人民币百万元)						比率分析					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,000	1,449	1,936	2,491	2,882	每股指标					
少数股东损益	64.5	114.6	115.3	168.5	198.0	每股收益 (元)	0.44	0.63	0.85	1.09	1.27
非现金支出	391.7	460.7	390.9	422.6	444.0	每股净资产 (元)	3.94	4.11	5.42	5.74	6.26
非经营收益	187	0	0	0	0	每股经营现金净流 (元)	0.63	0.74	0.31	1.47	0.59
营运资金变动	365.9	801.8	1,750.4	-277.0	2,172.8	每股股利 (元)	0.35	0.40	0.51	0.66	0.76
经营活动现金净流	1,337.2	1,692.4	713.3	3,338.7	1,342.2	回报率					
资本开支	-911.5	-2,210.4	-223.9	-62.8	-134.0	净资产收益率	15.6%	16.4%	18.8%	22.1%	23.2%
投资	23.8	25.5	-	16.4	14.0	总资产收益率	8.3%	10.1%	12.6%	15.0%	16.3%
其他	32.0	-28.7	-27.1	7.9	-10.9	投入资本收益率	15.6%	19.1%	19.2%	21.4%	26.4%
投资活动现金净流	-1,197.9	-1,566.4	-178.7	-95.7	-116.9	增长率					
股权募资	-701	815	-475	-1,495	-1,729	营业总收入增长率	11.4%	10.5%	10.5%	16.8%	15.0%
债权募资	-185	-142	-30	0	0	EBIT增长率	35.5%	43.5%	-8.2%	26.4%	16.4%
其他	-596	696	-889	-631	671	净利润增长率	-6.9%	44.8%	33.6%	28.7%	15.7%
筹资活动现金净流	-1,250.2	-173.1	-425.8	-2,798.0	-1,268.5	总资产增长率	0.4%	20.6%	4.8%	8.9%	6.6%
现金净流量	-1,111	-47	109	445	-43	资产管理能力					
						应收账款周转天数	115	115	120	120	120
						存货周转天数	50	52	42	42	42
						应付账款周转天数	57	61	56	56	57
						固定资产周转天数	105	115	126	109	92
						偿债能力					
						净负债/股东权益	5.4%	15.5%	22.4%	11.9%	19.2%
						EBIT利息保障倍数	9.86	18.37	80.03	#DIV/0!	#DIV/0!
						资产负债率	46.9%	39.8%	32.9%	31.8%	28.8%

来源: WIND, 中泰证券研究所整理

**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。