

投资评级：强烈推荐（首次）

报告日期：2019年05月27日

市场数据

目前股价	29.02
总市值（亿元）	19.73
流通市值（亿元）	5.53
总股本（万股）	6,800
流通股本（万股）	1,904
12个月最高/最低	51.75/27.61

分析师

分析师：周伟佳 S1070514110001

☎ CFA, ACCA 0755-83516551

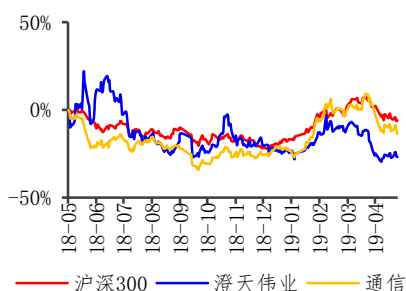
zhouwj@cgws.com

联系人（研究助理）：余芳沁

S1070118080005

☎ 0755-83558957

✉ yufq@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

国内制卡领军者，服务+芯片双轮驱动 公司发展

——澄天伟业（300689）公司深度报告

盈利预测

	2019E	2020E	2021E
营业收入	443	589	758
(+/-%)	24.7%	33.0%	28.7%
净利润	66	89	119
(+/-%)	20.4%	35.0%	33.4%
摊薄 EPS	0.97	1.31	1.75
PE	30	22	17

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 公司系全国领先的智能卡制造企业：**澄天伟业成立于2006年，是一家集智能卡研发、生产、销售及服务一体的高新技术企业。公司通过深圳、上海、北京、宁波、印度新德里和印度尼西亚六个生产基地以及上海和深圳三个个人化中心为客户提供电信 SIM 卡、金融 IC 卡、证照 ID 卡等产品以及优质的衍生服务。经过多年的技术积累，公司已与 Gemalto、Ideamia 和 G&D 等国际知名企业建立长达十年的稳定合作关系。
- 磁条卡换“芯”推进，金融 IC 成为新增长点：**金融 IC 卡由于技术含量高，相比电信卡拥有较高的毛利。公司依托稳固的大客户群体，在提供卡片产品的同时，以规模效应带动金融 IC 卡卡基制造服务，优化业务结构。公司充分发挥公司“产品+服务”的协同效应，逐渐融入国际智能卡供应企业供应链的各个环节。双方在产业链协作中不断深化合作。
- 布局上游芯片，增厚公司业绩：**芯片是智能卡产品的核心组成部分，其技术更新、产品升级和新的应用领域的开拓等各方面对智能卡行业具有促进作用。为了压缩成本及提升行业竞争力，公司在宁波投资进行智能卡专用芯片研发及生产。项目目前进展顺利，预计今年年中开始试产。
- 投资建议：**我们预测公司 19-21 年归母净利润分别为 0.66、0.89、1.19 亿元，EPS 分别为 0.97、1.31、1.75 元，对应 PE 分别为 30、22、17 倍。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。
- 风险提示：**芯片产能释放不及预期；5G 通讯卡换卡需求较小。

目录

1. 澄天伟业：全国领先的智能卡制造企业	4
1.1 智能卡制造为公司主业，经营规模国内领先	4
1.2 公司经营得当，带动业绩逐步增长	6
1.3 公司股权结构集中	7
1.4 上游供应商紧密合作，下游客户深度绑定	7
2. 智能卡行业持续增长	9
2.1 智能卡市场规模逐年递增	9
2.2 电信换卡需求的提升驱动通讯卡业务增长	10
2.3 磁条卡换“芯”推进，金融 IC 成为新增长点	11
3. 布局上游芯片，增厚公司业绩	13
3.1 智能卡产业链	13
3.2 芯片为产业链核心环节，系公司未来发展重心	14
4. 盈利预测与估值水平	14
4.1 盈利预测	14
4.2 投资建议	15
5. 风险提示	15
5.1 附：盈利预测表	16

图表目录

图 1:	由智能卡制造企业向产品及软件系统解决方案服务商转型	4
图 2:	公司收入主要来源于智能卡产品	5
图 3:	2014-2018 年公司营业收入和净利润 (万元)	6
图 4:	2014-2018 年公司毛利率和净利率 (%)	6
图 5:	境外占比不断提升 (单位: 万元)	6
图 6:	公司三大费用控制得当	6
图 7:	研发投入有所增强	7
图 8:	发行新股后股权结构	7
图 9:	前五大供应商采购额占比过半	8
图 10:	2018 年公司前五大供应商采购额 (万元)	8
图 11:	2016-2018 年公司客户集中度增加	8
图 12:	2018 年公司前五大客户销售额 (单位: 万元)	8
图 13:	2013-2020 年全球智能卡市场规模 (亿美元)	9
图 14:	全球智能卡出货量 (单位: 亿张)	9
图 15:	全球智能卡主要应用于电信及金融领域 (2016 数据)	9
图 16:	中国智能卡市场规模稳定增长 (单位: 万元)	10
图 17:	4G 用户数大幅增长, 通讯卡需求旺盛 (单位: 亿户)	10
图 18:	移动通信技术发展对智能卡的拉动效应	11
图 19:	中国银行卡发卡量及渗透率 (单位: 亿张)	11
图 20:	中国金融 IC 卡累计发卡量 (单位: 亿张)	11
图 21:	公司智能卡产品分解图	13
图 22:	智能卡行业产业链	13
图 23:	中国智能卡芯片规模及预测 (亿元)	14
表 1:	公司主要产品及图例	5
表 2:	收入预测明细 (单位: 百万元)	14

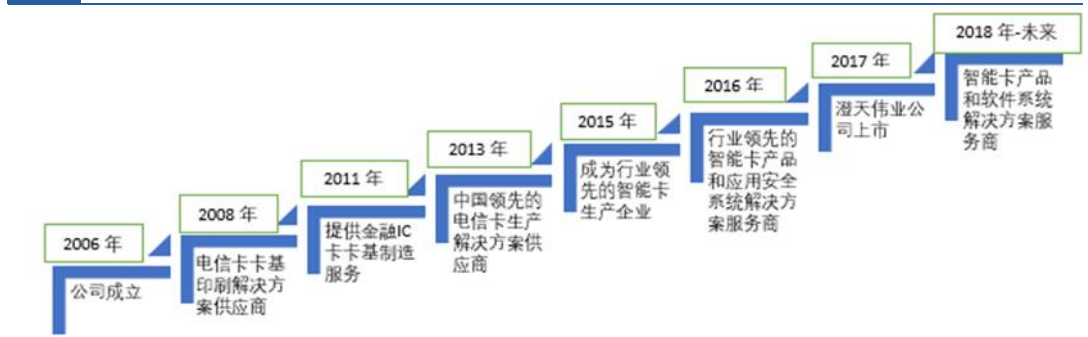
1. 澄天伟业：全国领先的智能卡制造企业

澄天伟业成立于 2006 年，是一家集智能卡研发、生产、销售及服务一体的高新技术企业。公司通过深圳、上海、北京、宁波、印度新德里和印度尼西亚六个生产基地以及上海和深圳三个个人化中心为客户提供电信 SIM 卡、金融 IC 卡、证照 ID 卡等产品以及优质的衍生服务。经过多年的技术积累，公司已与 Gemalto、Ideamia 和 G&D 等国际知名企业建立长达十年的稳定合作关系。

由智能卡制造企业向产品及软件系统解决方案服务商转型：

- ✓ **第一阶段（2006-2008 年）：**公司作为国内较早从事智能卡生产的企业，自成立以来专注于智能卡研发、生产与销售，并依托丰富的管理经验、精湛的生产技术和广泛的行业资源，为合作伙伴提供金融 IC 卡卡基制造服务。
- ✓ **第二阶段（2008-2018 年）：**随着经营规模的逐步扩大，公司产品线向电信卡卡基后端延伸，形成了包括卡基制造、模块封装、信息个人化等工序在内的电信卡制造完整生产链。同时，公司横向拓展金融 IC 卡卡基制造业务，与客户利益深度绑定。
- ✓ **第三阶段（2018 年-）：**未来公司将向智能卡产业链的终端应用系统等软件领域延伸，转型成为涵盖智能卡研发设计、生产销售及终端应用系统领域为一体的智能卡解决方案服务商。

图 1：由智能卡制造企业向产品及软件系统解决方案服务商转型



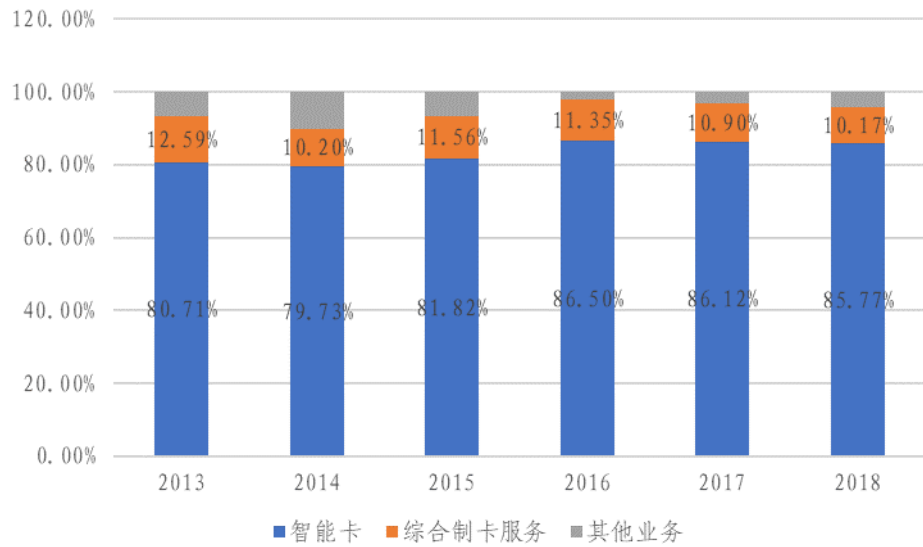
资料来源：公司官网，长城证券研究所

1.1 智能卡制造为公司主业，经营规模国内领先

公司的智能卡主要包括电信 SIM 卡、金融 IC 卡、证照 ID 卡，多为定制化产品。传统智能卡制造业务为业绩的主要来源，占营业收入比重约 85%。公司制卡技术及经营规模均处于国内领先地位，目前具备年产超 10 亿张智能卡产能，累计销售达到 110 亿张。通信智能卡为公司主要品种，产品销售在全球市场中占有约 20% 市场份额。智能卡直接客户为 Gemalto、Ideamia 和 G&D 等全球领先的智能卡供应企业，上述企业通过招投标等方式获取订单使智能卡最终应用于移动通信、金融支付、公共事业等领域。

经过多年的发展，公司逐步拓展金融 IC 卡卡基制造服务业务，占收入比重约 10%。该业务是公司基于客户的多元化需求，提供金融 IC 卡卡基制造服务以及专用生产场所、专业生产设施、工艺流程咨询及制造技术支持在内的配套服务。

图 2: 公司收入主要来源于智能卡产品



资料来源: Wind, 长城证券研究所

表 1: 公司主要产品及图例

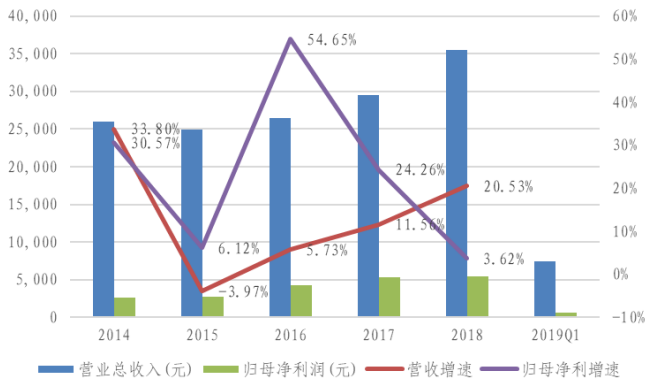
主要市场	产品	产品介绍	产品图例
移动通信	电信卡	SIM 卡, 即用户身份识别卡, 用于 GSM 数字移动电话机。芯片上存储用户信息、密钥等, 用于用户身份鉴别, 并对通话语音信息加密;	
金融支付	金融 IC 卡	金融机构发行的具有消费信用、转账结算、存取现金等功能的信用支付工具;	
	其他支付卡	用于特定领域企业, 具有支付、储值等功能;	
公共事业	ID 卡	身份识别卡, 是一种不可写入的感应卡。	

资料来源: 招股说明书, 长城证券研究所

1.2 公司经营得当，带动业绩逐步增长

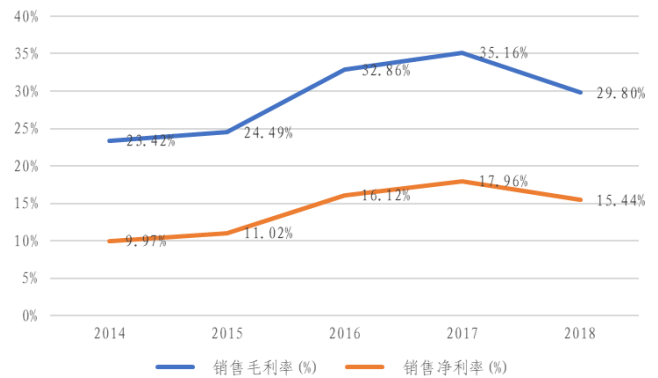
产品附加值提升，带动业绩增长：公司营业收入自 2015 年以来稳步增长，2018 年实现营业收入 3.55 亿元，近三年复合增速为 12.40%。整体来看，公司经营规模逐年增长，归母净利润增幅大于营收增幅，主要原因为公司持续优化产品结构，进一步延伸产业链，为客户提供了附加值更高的铣槽、封装、个人化等后道生产工序服务。2018 年，公司净利润 5481.79 万元，同比增长 3.62%。

图 3：2014-2018 年公司营业收入和净利润（万元）



资料来源：Wind，长城证券研究所

图 4：2014-2018 年公司毛利率和净利率（%）



资料来源：Wind，长城证券研究所

海外占比不断提升，支撑公司未来发展：境内营收整体稳定并占主导地位，而境外收入递增明显，将成为新的增长点。公司境内营业收入从 2014 年开始逐年下降，直至 2016 年才有所回升，从 1.52 亿元增加到 2018 年 1.84 亿元；境外收入从 2014 年 0.65 亿元增加到 2018 年的 1.57 亿元，占 2018 年营收总额的 44.26%，在香港、印度等海外业务规模不断提升。

2018 年费用管控初见成效：期间费用率由 2014 年的 9.88% 上升至 2017 年的 14.99%。其中销售费用率及财务费用率基本维持平稳，管理费用率增长较为显著。主要是由于员工规模拓张和研发投入增加，以及公司股权激励成本计入管理费用所致。2018 年，公司开始加强费用管控，期间费用率缩减初见成效。

图 5：境外占比不断提升（单位：万元）

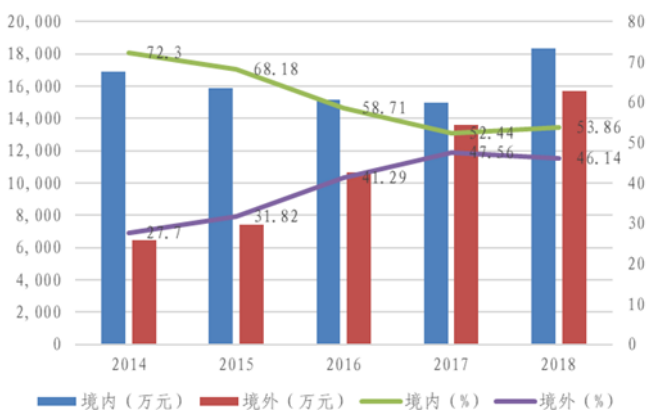
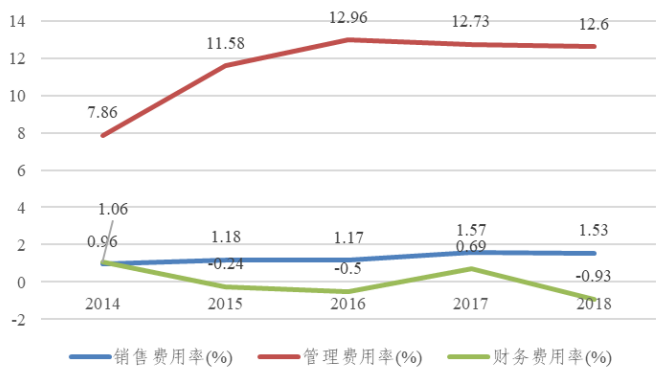


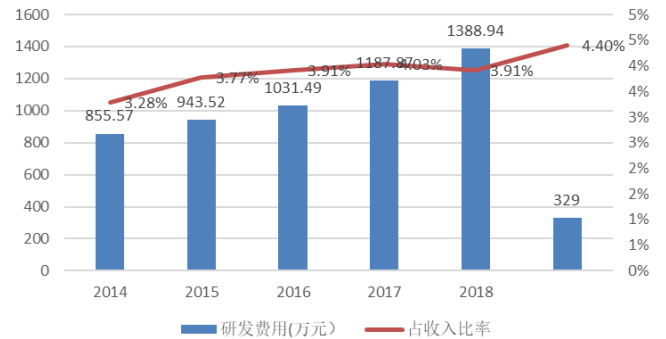
图 6：公司三大费用控制得当



资料来源: Wind, 长城证券研究所

资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 7: 研发投入有所增强

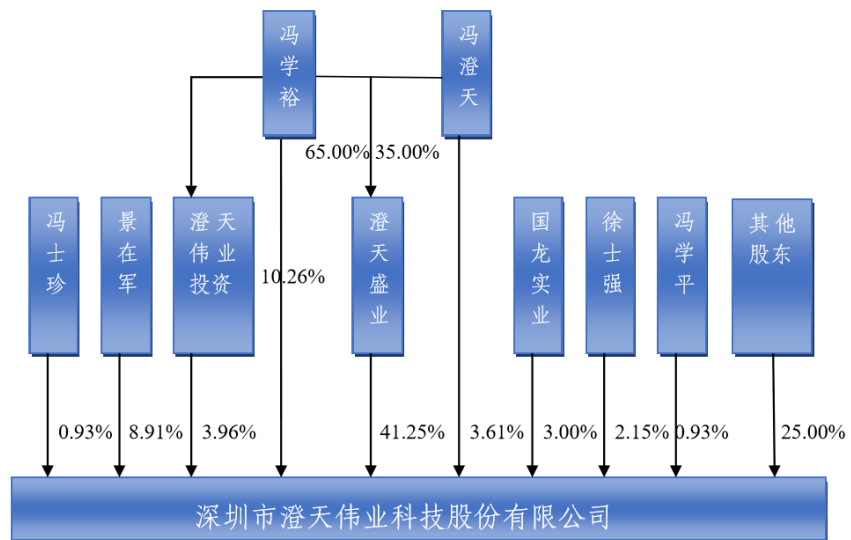


资料来源: Wind, 长城证券研究所

1.3 公司股权结构集中

公司股权结构集中, 实控人为冯学裕。公司股本总数共 6800 万股, 控股股东为澄天盛业, 实际控制人为冯学裕。冯学裕及其存在亲属关系的自然人股东控制公司 72.00% 的股权。其中, 冯学裕本人直接持股比例为 10.26%, 通过澄天盛业控制公司 41.25% 的股权, 合计控制公司 51.51% 的股份。

图 8: 发行新股后股权结构



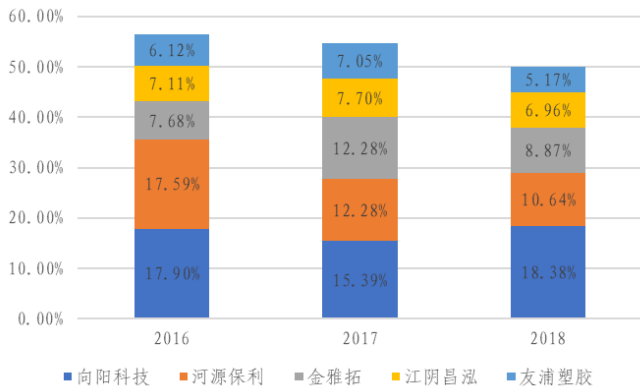
资料来源: 招股说明书, 长城证券研究所

1.4 上游供应商紧密合作, 下游客户深度绑定

公司上游连接各原材料供应商, 采购包括各类片材、单卡卡基、芯片等原材料进行智能卡生产。公司主要向向阳科技采购单卡卡基, 向河源保利, 江阴昌泓和友浦塑胶采购片材, 向金雅拓采购卡体和芯片。公司通过大批量采购模式与供应商建立长期合作关系,

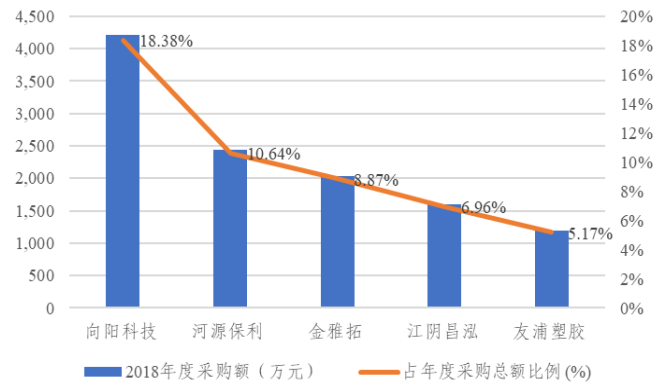
有效地控制成本。近三年，公司向前五大供应商共采购 8204.04 万元、8980.37 万元和 11,479.46 万元，占总采购额比例均超过 50%。

图 9: 前五大供应商采购额占比过半



资料来源: 招股说明书, 长城证券研究所

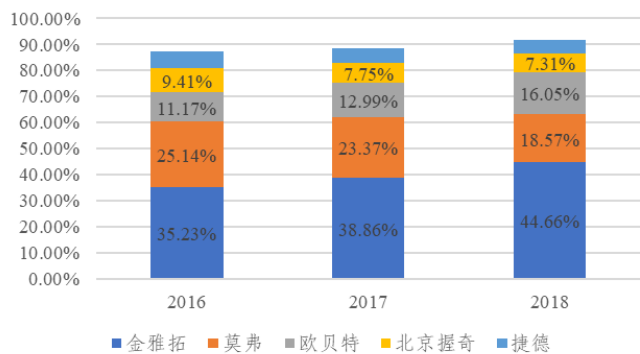
图 10: 2018 年公司前五大供应商采购额 (万元)



资料来源: 公司年报, 长城证券研究所

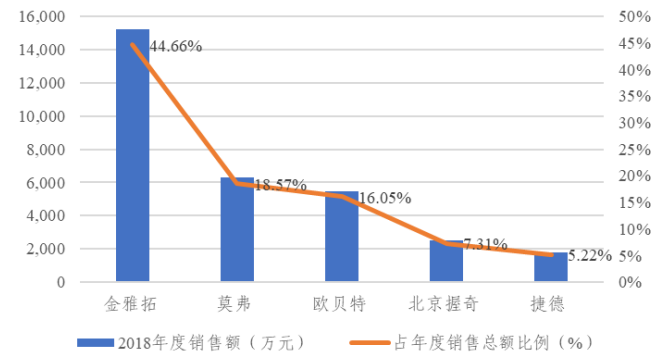
公司下游主要以国际智能卡供应企业为主。公司为其提供智能卡产品组合以及金融 IC 卡卡基制造服务，双方相互协作向下游移动通信、金融支付、公共事业等领域的客户提供完整的智能卡产品。从 2016 年起，金雅拓、莫弗、欧贝特、北京握奇和捷德占据了公司前五大主要销售客户的地位。公司对他们主要以电信卡产品销售为主，同时也为金雅拓、北京握奇提供金融 IC 卡卡基制造服务。2018 年公司对这前五大客户销售总额为 3.13 亿元，占公司总收入的 91.81%。

图 11: 2016-2018 年公司客户集中度增加



资料来源: 招股说明书, 长城证券研究所

图 12: 2018 年公司前五大客户销售额 (单位: 万元)



资料来源: 公司年报, 长城证券研究所

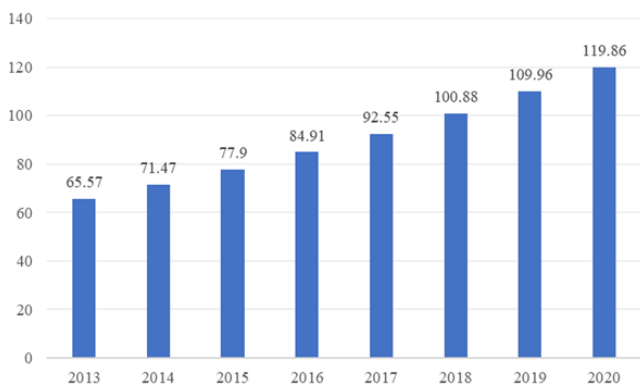
2. 智能卡行业持续增长

2.1 智能卡市场规模逐年递增

■ 全球智能卡规模预计 2020 年达到 119.86 亿美元

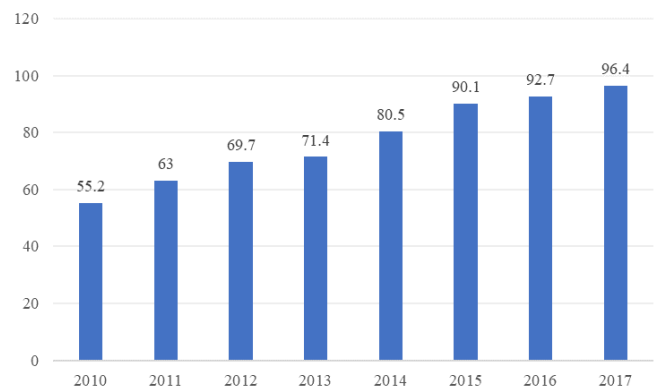
根据 Transparency market research 研究，2014 年至 2020 年全球智能卡市场规模保持年复合增长率 9% 左右增长，2020 年市场规模达到 119.86 亿美元。其中亚太市场保持主导地位，2014 年至 2020 年亚太地区市场年复合增长率将达到 10.10%，超过全球市场的增长速度。而中国、印度、日本和韩国市场销售额占全球比重超过 50%。

图 13: 2013-2020 年全球智能卡市场规模 (亿美元)



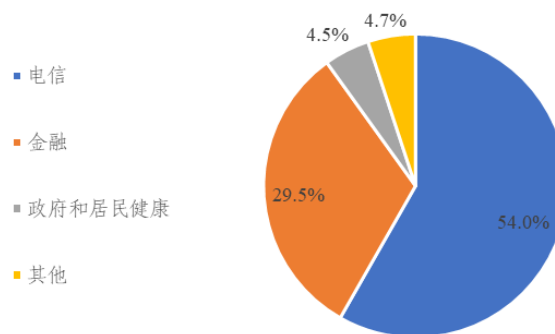
资料来源: 招股说明书、长城证券研究所

图 14: 全球智能卡出货量 (单位: 亿张)



资料来源: Eurosmart、中国产业信息网、长城证券研究所

图 15: 全球智能卡主要应用于电信及金融领域 (2016 数据)

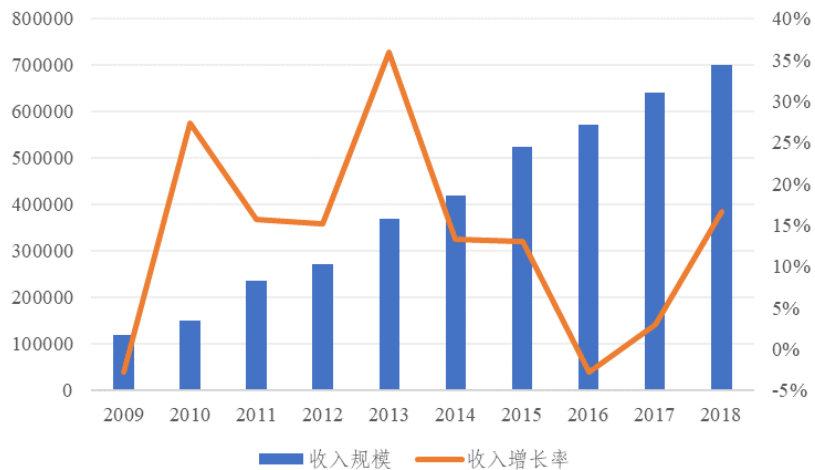


资料来源: 长城证券研究所

■ 中国智能卡市场增速高于全球水平

中国智能卡规模不断扩大，行业总营收从 2014 年 41.92 亿元增长至 2018 年 69.94 亿元，复合增长率为 13.65%。2013 年以来，4G 建设推动通讯 Sim 卡需求增长，同时央行规定全国性商业银行均发行金融 IC 卡，双重因素推动国内智能卡收入规模大幅增长。

图 16: 中国智能卡市场规模稳定增长 (单位: 万元)



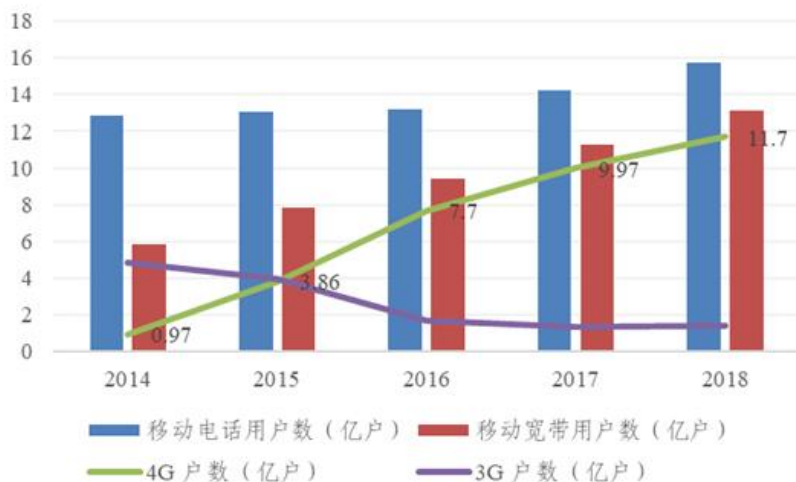
资料来源: Wind, 长城证券研究所

2.2 电信换卡需求的提升驱动通讯卡业务增长

移动通信用户的稳定增长推动通讯卡市场需求。由于通讯 SIM 卡是智能卡主要应用领域，我们发现移动通信技术发展对智能卡的拉动效应。2009 年 3G 建设及 2014-2015 年 5G 建设高峰期时，整体智能卡规模也呈现高速增长。

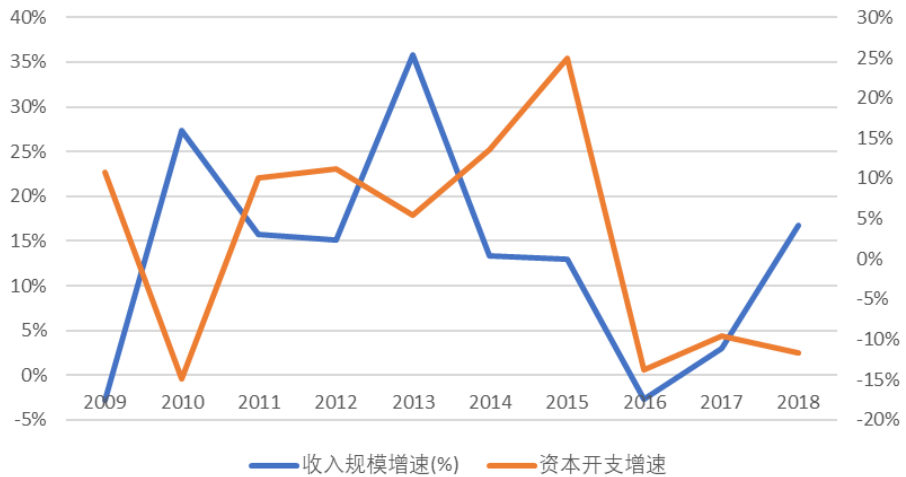
布局芯片技术，使通讯卡业务附加值提升：5G 技术是未来市场的必然发展方向，也将为通信智能卡带来新的增长机遇。根据调研得知，虽然 4G SIM 卡大概率能在 5G 手机上继续使用，但 5G Sim 卡集成更多功能，换卡需求仍将存在。例如，广东联通 5 月 17 日发布超级 SIM，具备超大存储容量、一键换机和安全存储的功能。与传统 SIM 卡相比，新款超级 SIM 集成存储卡的功能，拥有 32G/64G 不同容量；此外，超级 SIM 在加密方式也与传统 SIM 有所不同。因此，我们认为 5G 时代换卡需求仍然存在，从而拉动通讯卡业务增长。

图 17: 4G 用户数大幅增长，通讯卡需求旺盛 (单位: 亿户)



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 18: 移动通信技术发展对智能卡的拉动效应



资料来源: Wind, 运营商年报, 长城证券研究所

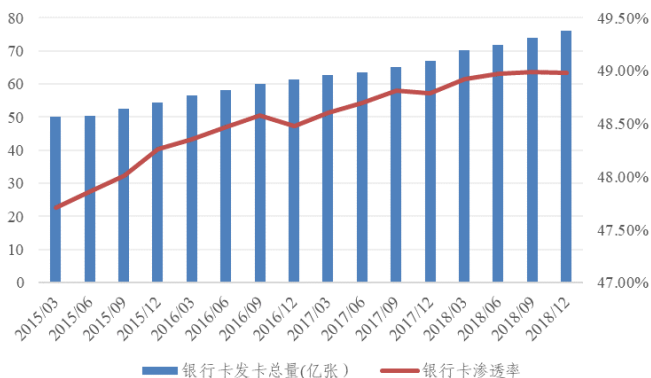
2.3 磁条卡换“芯”推进, 金融 IC 成为新增长点

■ 金融 IC 渗透率仍有待提升

我国银行卡发卡量逐年增长。根据中国人民银行统计数据显示, 截至 2018 年末, 全国银行卡在用发卡数量 75.97 亿张, 同比增长 13.51%。其中, 借记卡在用发卡数量 69.11 亿张, 同比增长 13.20%; 信用卡和借贷合一卡在用发卡数量共计 6.86 亿张, 同比增长 16.73%。全国人均持有银行卡 5.46 张, 同比增长 12.91%。

金融 IC 卡相对磁条卡具体高安全性、交易速度快、存储空间大等优势。根据中国人民银行要求, 我国 2015 年开始停止新发磁条卡, 银行卡换“芯”(金融 IC 卡) 加速进行。截至 2017 年 6 月, 全国金融 IC 卡累计发卡量为 35.35 亿张, 金融 IC 渗透率达到 55.70%。作为 IC 卡采购主体的各家银行之间为了争夺市场, 仍然继续保持新卡的发行力度。诸多因素表明, 金融 IC 卡市场在未来的较长时间内还将保持稳步增长。

图 19: 中国银行卡发卡量及渗透率 (单位: 亿张)



资料来源: 人民银行, 长城证券研究所

图 20: 中国金融 IC 卡累计发卡量 (单位: 亿张)



资料来源: Eurosmart, 中国产业信息网, 长城证券研究所

■ 绑定大客户，拓展高毛利的金融 IC 业务

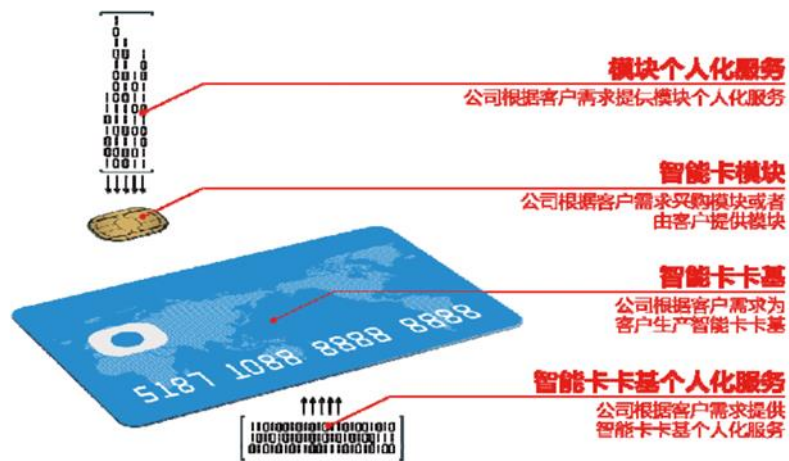
金融 IC 卡由于技术含量高，相比电信卡拥有较高的毛利。公司依托稳固的大客户群体，在提供卡片产品的同时，以规模效应带动金融 IC 卡卡基制造服务，优化业务结构。公司充分发挥公司“产品+服务”的协同效应，逐渐融入国际智能卡供应企业供应链的各个环节。双方在产业链协作中不断深化合作。

3. 布局上游芯片，增厚公司业绩

3.1 智能卡产业链

智能卡是一种内嵌集成电路芯片的卡片通称。具有良好的数据存错、命令处理以及数据安全保护等功能。智能卡成卡首先 PVC、ABS 片材经过印刷、层压、冲卡形成卡基，其次经铣槽、模块封装完成硬件生产，最后对模块进行信息个人化。

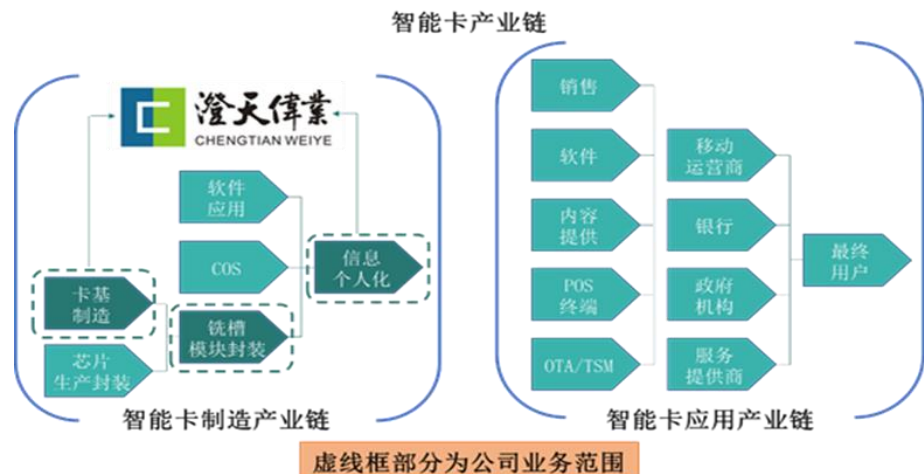
图 21: 公司智能卡产品分解图



资料来源: 招股说明书, 长城证券研究所

智能卡制造产业链覆盖芯片与模块制造商 (芯片生产封装)、卡体制造商 (卡基制造、铣槽铣孔、模块封装、信息个人化)、系统开发商 (软件应用、COS)。近年来, 智能卡行业基本格局已经确定, 供应企业与生产制造商分化日趋明显: 以金雅拓、欧贝特等为代表的国际智能卡供应企业更专注于智能卡芯片设计、系统软件开发及信息安全解决方案等领域, 而卡片生产则向中国等发展中国家转移。作为传统卡片生产商, 澄天伟业主要承担卡基制造、铣槽模块封装及信息个人化业务。

图 22: 智能卡行业产业链



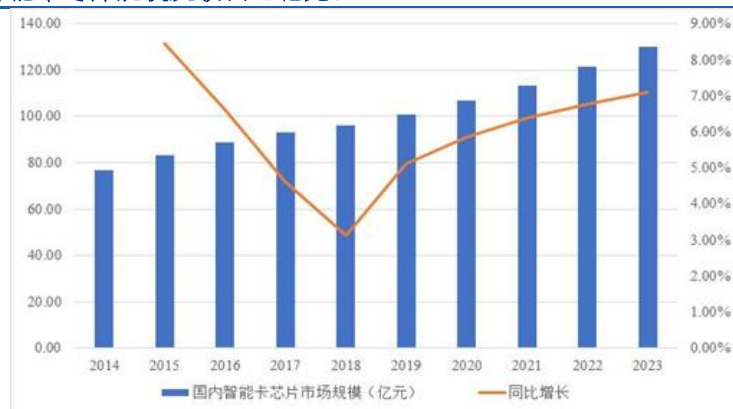
资料来源: 招股说明书, 长城证券研究所

3.2 芯片为产业链核心环节，系公司未来发展重心

芯片是智能卡产品的核心组成部分，其技术更新、产品升级和新的应用领域的开拓等各方面对智能卡行业具有促进作用。近年来，智能卡芯片国产市场规模稳步上升。据沙利文统计，从2014到2018年，中国智能卡芯片市场规模从76.91亿元增长到95.91亿元，复合年均增长率为5.68%，预计到2023年，国内智能卡芯片市场规模将达到123亿元。

公司每年芯片采购金额占原材料总额约50%，为了压缩成本及提升行业竞争力，公司在宁波投资6亿进行芯片研发。目前，项目进展顺利，预计今年5-6月可实现芯片试产，预计7-8月可实现承载基带小规模量产。该项目第一阶段产能达产后，预计可贡献约10亿销售额。

图 23: 中国智能卡芯片规模及预测（亿元）



资料来源：沙利文，长城证券研究所

4. 盈利预测与估值水平

4.1 盈利预测

根据公司经营情况，我们做出盈利预测如下：

表 2: 收入预测明细（单位：百万元）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（合计）	294.64	355.13	442.82	588.78	758.03
营收同比增速	11.6%	20.5%	24.7%	33.0%	28.7%
毛利率	35.2%	29.8%	30.0%	30.2%	30.9%
净利润	52.90	54.82	66.00	89.12	118.87
净利同比增速	24.3%	3.6%	20.4%	35.0%	33.4%
主营业务	2019E	2020E	2021E		
智能卡产品：					
营业收入	380.73	513.99	668.18		
营收增长率		25.00%	30.00%		
毛利率		29.50%	31.00%		
综合制卡服务：					

营业收入	40.44	44.49	48.94
营收增长率	12.00%	10.00%	10.00%
毛利率	41.50%	41.20%	41.00%
其他:			
营业收入	21.65	30.31	40.92
营收增长率	50.00%	40.00%	35.00%
毛利率	17.00%	17.00%	17.00%

资料来源: 长城证券研究所

4.2 投资建议

我们预测公司 19-21 年归母净利润分别为 0.66、0.89、1.19 亿元, EPS 分别为 0.97、1.31、1.75 元, 对应 PE 分别为 30、22、17 倍。首次覆盖, 给予“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

芯片产能释放不及预期; 5G 通讯卡换卡需求较小。

5.1 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	294.64	355.13	442.82	588.78	758.03	成长性					
营业成本	191.05	249.30	310.04	411.10	523.88	营业收入增长	11.6%	20.5%	24.7%	33.0%	28.7%
销售费用	4.62	5.42	6.73	8.83	11.22	营业成本增长	7.7%	30.5%	24.4%	32.6%	27.4%
管理费用	37.51	30.86	55.66	73.83	94.60	营业利润增长	20.7%	9.7%	15.2%	38.0%	33.9%
财务费用	2.02	-3.29	-6.25	-11.08	-13.19	利润总额增长	20.1%	4.5%	19.9%	35.3%	33.2%
投资净收益	0.47	7.84	1.66	1.99	2.39	净利润增长	24.3%	3.6%	20.4%	35.0%	33.4%
营业利润	59.28	65.06	74.97	103.48	138.52	盈利能力					
营业外收支	2.89	-0.11	2.90	1.88	1.87	毛利率	35.2%	29.8%	30.0%	30.2%	30.9%
利润总额	62.17	64.95	77.87	105.36	140.39	销售净利率	18.0%	15.4%	14.9%	15.1%	15.7%
所得税	9.26	10.13	11.87	16.25	21.53	ROE	9.9%	9.6%	10.5%	12.6%	14.7%
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	9.0%	9.1%	9.7%	11.6%	13.6%
净利润	52.90	54.82	66.00	89.12	118.87	营运效率					
资产负债表						销售费用/营业收入	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
流动资产	381.23	410.73	473.34	621.38	711.35	管理费用/营业收入	12.7%	8.7%	12.6%	12.5%	12.5%
货币资金	153.87	87.08	243.91	294.43	326.99	财务费用/营业收入	0.7%	-0.9%	-1.4%	-1.9%	-1.7%
应收账款	71.00	112.54	112.41	175.04	199.01	投资收益/营业利润	0.8%	12.0%	2.2%	1.9%	1.7%
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税/利润总额	14.9%	15.6%	15.2%	15.4%	15.3%
其他流动资产	20.58	28.78	31.52	49.15	53.19	应收账款周转率	4.31	3.87	3.94	4.10	4.05
非流动资产	220.98	246.71	238.95	234.06	229.23	存货周转率	10.47	10.10	10.28	10.19	10.24
固定资产	193.35	189.57	182.76	179.57	177.01	流动资产周转率	1.12	0.90	1.00	1.08	1.14
资产总计	602.21	657.44	712.29	855.44	940.57	总资产周转率	0.62	0.56	0.65	0.75	0.84
流动负债	60.68	78.02	78.41	143.56	122.12	偿债能力					
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	11.2%	13.0%	12.0%	17.6%	13.8%
应付和预收款项	43.74	60.90	53.49	119.87	88.57	流动比率	6.28	5.26	6.04	4.33	5.82
非流动负债	6.86	7.49	7.17	7.33	7.25	速动比率	5.94	4.90	5.63	3.99	5.39
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标 (元)					
负债合计	67.53	85.51	85.58	150.89	129.38	EPS	0.78	0.81	0.97	1.31	1.75
股东权益	534.68	571.93	626.71	704.54	811.20	每股净资产	7.86	8.41	9.22	10.36	11.93
股本	68.00	68.00	68.00	68.00	68.00	每股经营现金流	-1.05	-0.15	2.54	0.94	0.69
留存收益	219.98	257.80	310.29	381.16	475.70	每股经营现金/EPS	-1.35	-0.19	2.62	0.72	0.40
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债和权益总计	602.21	657.44	712.29	855.44	940.57	PE	37.09	35.80	29.74	22.02	16.51
现金流量表						PEG	1.38	1.39	1.89	1.16	0.56
经营活动现金流	50.54	42.49	172.69	63.95	47.06	PB	3.67	3.43	3.13	2.79	2.42
其中营运资本减少	-146.94	-78.95	94.61	-32.36	-78.85	EV/EBITDA	22.98	21.20	18.73	14.20	10.70
投资活动现金流	-151.37	-92.33	-10.58	-13.38	-15.40	EV/SALES	6.16	5.30	3.90	2.85	2.17
其中资本支出	32.02	49.96	-6.66	-5.44	-4.56	EV/IC	3.35	3.25	2.72	2.35	2.01
融资活动现金流	208.95	-17.51	-5.29	-0.04	0.90	ROIC/WACC	0.86	0.86	0.93	1.10	1.29
净现金总变化	108.12	-67.30	156.82	50.53	32.56	REP	3.90	3.77	2.94	2.15	1.56

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>