

市价 (港币): 9.980 元
目标 (港币): 9.82-9.82 元

市场数据(港币)

流通港股(百万股) 23,836.52
总市值(百万元) 237,888.51
年内股价最高最低(元) 21.550/9.980
香港恒生指数 26486.05



股价表现(%) 3个月 6个月 12个月
绝对 -27.47 -47.47
相对香港恒生 -28.59 -39.82

相关报告

- 《3Q18 增收不增利, 手机业务挑战重重-3Q18 增收不增利, 手...》, 2018.11.21
- 《1H18 业绩符合预期, 增长势头仍将强劲-《2018-08-2...》》, 2018.8.23
- 《一路狂奔的科技新消费产业先锋-《2018-07-06 新股深度...》》, 2018.7.7
- 《一路狂奔的科技新消费产业先锋-《2018-07-01 新股深度...》》, 2018.7.1

唐川 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

孙玮 联系人
sunwei1@gjzq.com.cn

内忧外患, 逆风而行

主要财务指标

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业额(百万)	114,625	178,845	229,707	298,692
同比增长	67.5%	56.0%	28.4%	30.0%
母公司股东溢利(百万)	(43,826)	7,408	9,083	11,054
同比增长	n.m.	n.m.	22.6%	21.7%
毛利率	13.2%	12.6%	13.0%	13.1%
净利润率	-38.2%	4.1%	4.0%	3.7%
每股收益	(44.91)	0.33	0.41	0.49
每股经营现金流	(1.02)	0.34	0.37	0.39
市盈率(倍)	n.a.	26.2x	21.4x	17.6x
市净率(倍)	n.a.	3.0x	2.6x	2.3x

来源: 公司年报、国金证券研究所注: 货币单位是人民币

投资结论

- **面临基本面与估值的双重压力。** 尽管近期股价出现大幅调整, 在老股东减持叠加国内消费前景低迷的背景之下, 我们依然难以看到支撑小米股价积极因素。我们下调了对公司业绩增速的预期和相应的估值水平, 建议投资者耐心等待未来战略性建仓的机会。
- **智能手机: 海外销量增长难抵国内市场疲弱。** 2018 年前三季度小米手机在海外市场增长强劲, 但由于人民币和卢比贬值, 手机业务利润受到冲击。国内市场小米手机则面临整体手机市场出货量下滑以及增长速度慢于其他国产厂家双重挑战, 18 年增量、存量份额均出现微跌。并且如果考虑研发、营销开支, 手机业务很可能跌破盈亏平衡点。
- **IOT 业务: 家电需求放缓带来挑战。** 2018 年小米 IOT 板块产品结构逐渐向优势品类集中, 智能电视是带动 IOT 整体业务增长的主要动力。但国内家电市场受宏观经济影响明显, 三季度大小家电龙头企业营收大多出现不同程度的下滑, 因此经济下行压力对其 IOT 业务的持续发展带来很大的挑战。
- **互联网服务: 有机会, 但仍需时日加以培育。** 国内互联网服务业务受到宏观经济以及监管因素影响, 广告主在广告预算方面的变化是小米国内流量变现业务面临的最大不确定性; 而小米海外流量变现目前处于初级阶段, 毛利率较低。未来随着中国互联网企业加速出海, 小米有机会借此趋势提升海外互联网变现速度以及毛利水平。

估值与投资建议

- 我们下调了 2019-21 调整后的 EPS, 分别为人民币 0.41/0.49/0.61 元。结合 PEG、SOTP 和 DCF 三种估值方法的均值, 下调 12 个月目标价至港币 9.82 元, 相当于 21.1 倍 2019 年 PE。调降投资评级至“中性”。

风险提示

- 1) 知识产权、数据安全等监管政策影响海外市场拓展; 2) 长期投资公允价值波动影响业绩; 3) 产品质量控制不力影响品牌美誉度和用户忠诚度。

内容目录

解禁大考来临	3
手机业务：海外销量增长难抵国内市场疲弱	6
海外市场增长强劲，但利润受汇率冲击	6
国内智能手机市场疲弱，小米份额微跌	6
手机业务大概率跌破盈亏平衡点	7
IOT 业务：家电需求放缓带来挑战	8
互联网服务变现：有机会，但仍待时日	10
互联网广告主预算削减，国内移动流量价格回落	10
海外流量变现业务处于初期阶段	10
估值与投资建议	11
风险提示	11
附录：三张报表预测摘要	13

图表目录

图表 1：可解禁股份约占总发行股份 25%	3
图表 2：小米上市前的九轮融资	3
图表 3：主要风险资本持股信息	4
图表 4：全网流量分发均价（元）	10
图表 5：移动端流量分发均价（元）	10
图表 6：汇量科技用户端分布	11
图表 7：汇量科技广告客户地区分布（1H18）	11
图表 8：海外互联网服务业务毛利显著低于国内	11
图表 9：中国互联网企业出海需求趋势	11

解禁大考来临

小米上市已满 6 个月，其上市前投资者、员工持股及基石投资者等三批股东的禁售期均已解除。根据公司披露的数据，若不计联合创始人和员工持股，本次解禁的股数约占总发行股数（A 类股+B 类股）的 25%。第一大股东晨兴资本（Morningside）在 IPO 阶段已卖出旧股 627,257,000 股，当前总持股占 B 类股份 16.6%，其中约 2%股份于上市 6 个月后解禁，其余股份则于上市 12 个月后解禁。

图表 1：可解禁股份约占总发行股份 25%

股份种类	持有人	占比	股数(百万)
A类	雷军	18.0%	4,295
A类	林斌	10.1%	2,400
B类	雷军	9.6%	2,283
B类-6个月禁售	林斌	1.6%	391
B类-6个月禁售	IPO前的机构股东	23.8%	5,670
B类-6个月禁售	基石投资者	1.0%	250
B类-12个月禁售	IPO前的机构股东	18.8%	4,470
B类	其他	17.1%	4,070
总数			23,830

来源：公司公告，国金证券研究所

小米历史上共有九轮优先股融资，合计融资金额达 15.8 亿美元。除了 F-1 和 F-2 轮之外，其余轮次的融资时间在 2010 年 9 月到 2012 年 6 月之间，基本都到了风险资本需要退出的时间段。截至 1/10 号小米收盘价为 9.97 港元，虽然较 IPO 发行价 17 港元跌去 41%，但除 F 轮投资者以及按照 17 港元发行价购入小米股份的基石投资者外，不论是早期风险投资者的参股成本还是员工购股权的行权价格均远低于当前股价，浮盈丰厚。我们认为早期投资者即使不全数出售，也会需要通过部分减持套现来实现目标回报率。

图表 2：小米上市前的九轮融资

	购股协议日期	募资金额 (US\$ mn)	调整后股数	调整后每股成本 (HKD)	市值 (HKD mn)	浮盈 (HKD mn)	主要参与机构
A系列	2010/9/28	10	3,925,913,020	0.02	43,578	43,499	Morningside China TMT fund
B-1系列	2010/12/21	25	2,211,569,100	0.09	24,548	24,349	Morningside China TMT fund, Qiming Ventures
B-2/B+/B++系列	2011/4/11	6	330,495,920	0.14	3,669	3,622	IDG-Accel Growth Fund
C/C+系列	2011/8/24	90	1,720,943,480	0.41	19,102	18,397	Morningside, Qiming, IDG, Apoletto China
D系列	2011/9/30	216	1,021,276,800	1.66	11,336	9,641	Apoletto China
E-1系列	2011/11/10	80	212,776,760	2.95	2,362	1,734	Apoletto China
E-2系列	2012/6/22	20	510,315,120	0.31	5,664	5,506	Morningside China TMT fund, Apoletto China
F-1系列	2013/8/5	984	487,871,040	15.83	5,415	-2,308	Morningside China
F-2系列	2014/12/23	150	83,760,370	14.07	930	-249	Morningside China

来源：招股说明书，国金证券研究所 *按 2019/1/8 收盘价计浮盈

图表 3 整理了几只主要的 VC 基金所持小米股份的头寸。由于公开资料有限，无法全部获得这几只基金的成立时间，但按照参与融资的轮次推断，这批基金的成立时间在 2012 年之前，基本到了风险资本需要退出的时间段。除了晨兴资本承诺了 12 个月的禁售期，并且已在 IPO 阶段通过卖出旧股 627,257,000 股实现部分减持套现，其余风险资本在解禁期满后实施减持是大率事件。

图表 3: 主要风险资本持股信息

基金组合	头寸	%	投资证券数目	设立时间	融资轮次
Morningside China TMT Fund					
Morningside China TMT Fund I LP	2,438,349,780	14.22%	1	2008	A/B-1/C
Morningside China TMT Fund II LP	409,475,770	2.39%	1	2011	C/E-2
Apoletto Ltd	1,449,637,550	8.46%	3		C/D/E
Apoletto	19,100,280				
Apoletto China I	366,382,680				
Apoletto China II	378,595,440				
Apoletto Investment II	24,208,150				
Apoletto China III	255,417,400				
Apoletto China IV	425,033,880				
Qiming Corporate GP Ltd	832,575,500	4.86%	5		B-1/C
Qiming Managing Directors Fund II	10,993,360				
Qiming Venture Partners II-C, L.P.	66,149,810				
Qiming Venture Partners II, L.P.	755,432,330				
IDG-Accel China	354,677,130	2.07%	3		B-2/C
IDG-Accel China Investors II	26,813,600				
IDG-Accel China Growth Fund II	327,863,530			2010	

来源: 国金证券研究所

根据小米招股说明书的披露, 公司 IPO 前雇员股权计划 (ESOP) 授出而未行使的期权以及受限制股份单位涉及的 B 类股份总数为 2,512,694,900 股, 约占当前总发行股份的 11%。该员工持股计划涉及超过 7126 名参与者, 包括 10 名高级管理人员。从披露的信息来看, 高管所持小米期权涉及的 B 类股份数为 220,530,640 股, 归属期一般为 5-10 年, 绝大多数尚未到解禁期, 而其他员工类的期权/受限制股份涉及的 B 类股份数为 2,292,164,260 股, 且归属期多为 5 年以内, 陆续满足解禁条件。此外据前期公告, 公司因 ESOP 行权而于 2019 年 1 月 2 日发行 2.1 亿股 B 类新股, 约占已发行股份的 1%。由于小米员工的薪资水平低于行业平均, 主要激励是通过期权实现, 我们认为禁售期满后的员工持股有较强烈的减持需求。

图表 4: Pre-IPO ESOP 高级管理人员期权详情

姓名	职位	行使价 (US\$)	尚未行使购股权所涉及的 B 类股份数目(百万)	授出日期	归属期 (年)
周受资	SVP/ CFO	0-1.0225	50	2015/8/1、2018/1/1	5-10
洪锋	SVP	1.0225	10	2018/1/1	5
Jain Manu Kumar	VP/小米印度总经理	1.0225-3.44	23	4/6/1、2015/5/1、2017/4/1、2018/1/1、2018	1-10
刘德	SVP	0.1	10	2018/1/1	5
祁燕	SVP	0-0.1	18	2013/2/1、2013/12/1、2018/1/1	4-5
尚进	VP	0-0.1	20	2014/10/1、2018/1/1	5-10
王川	SVP	0-0.1	50	2014/12/1、2018/1/1	5
汪凌鸣	VP	0.1	9	2017/4/1、2017/11/1、2018/1/1	5-10
王翔	SVP	0-0.1	20	2015/8/1、2017/2/1、2018/1/1	5-10
张峰	VP	0.1	10	2017/11/1	5
总计			221		

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 5: Pre-IPO ESOP 其他员工期权/受限制股份授予详情

行使价 (US\$)	归属期(年)	承授人总数	尚未行使购股权所涉及的B类股份数目(百万)	授出时间
1-499,999股B类股份				
0-0.01	2-5	168	32	2010/4/1-2017/12/1
0.05	4	161	38	2011/11/1-2012/10/1
0.1	4-5	674	98	2012/7/1-2018/5/1
0.34	5	5,557	377	2014/5/1-2018/6/14
500,000-999,999股B类股份				
0-0.01	4-5	38	27	2011/1/1-2015/1/1
0.05	4	44	30	2012/1/1-2012/10/1
0.1	4-5	118	78	2014/7/1-2018/4/1
0.34	1-5	57	36	2014/6/1-2018/6/14
1,000,000-4,999,999股B类股份				
0-0.01	4-5	97	245	2014/4/6-2017/12/1
0.05	4	19	36	2012/1/1-2012/8/1
0.1	4-10	81	148	2013/5/1-2018/3/1
0.34	5	15	23	2014/12/1-2018/6/14
5,000,000或以上B类股份				
受限制股份单位	4-5	4	114	2011/11/1-2013/10/1
0-0.01	4-5	75	959	2010/4/6-2013/7/1
0.05	4	3	20	2011/12/1-2012/4/1
0.1	3-5	5	31	2012/10/1-2018/5/1
总计			2,292	

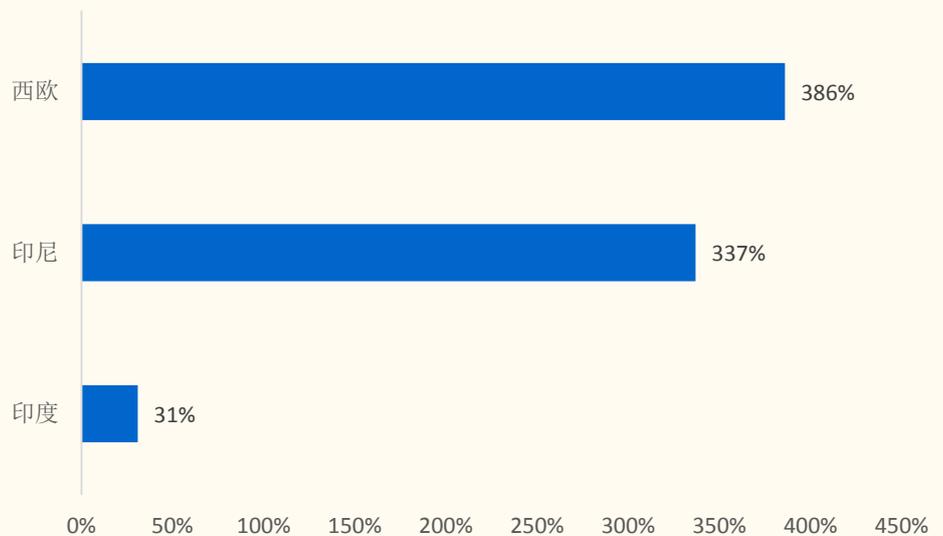
来源: 招股说明书, 国金证券研究所

手机业务：海外销量增长难抵国内市场疲弱

海外市场增长强劲，但利润受汇率冲击

根据 Canals 的数据，按 2018 年第三季度出货量计算，小米手机在全球 30 个市场及地区的智能手机市场排名前五。其中对印度市场的出货量同比增长 31%，按出货量计，市场份额连续四个季度保持第一；对印尼市场上的出货量同比增长 337%，市场份额排名第二；对西欧市场出货量同比增长 386%。此外由于出口手机产品组合的改善，手机海外销售的 ASP 也同比增长 18%。但由于人民币和卢比贬值因素，收入增速受到冲击而零组件进口成本同步上升，很大程度上影响了海外业务的财务表现。

图表 6：三季度小米手机海外市场增长强劲

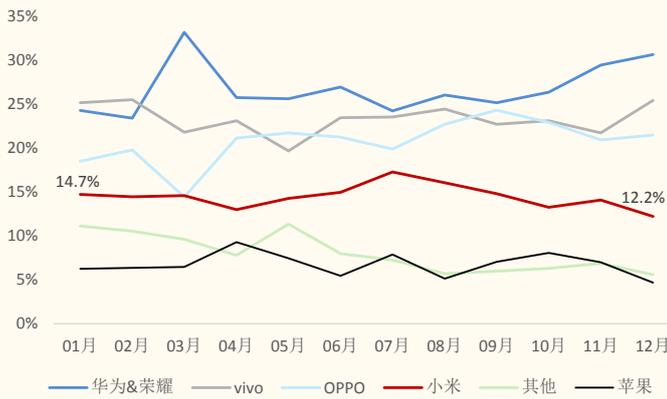


来源：公司公告，国金证券研究所

国内智能手机市场疲弱，小米份额微跌

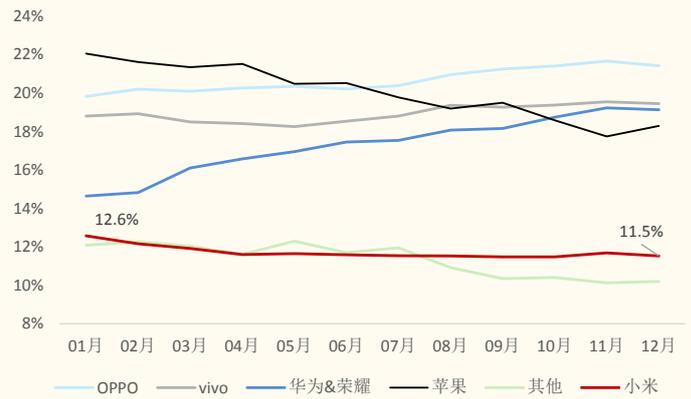
国金证券研究创新中心监控的数据显示，2018 年国内智能手机市场总体出货量同比下降 15.6%，只有华为、OPPO、Vivo、苹果和小米仍有正增长。从市场格局来看，五大手机厂商集中度进一步提升，合计的存量、增量份额合计分别达到 90%和 94%。但小米在国内手机市场增速慢于竞争对手华为、OPPO、Vivo，增量市场份额、存量市场份额均有小幅下跌，有被华为、OPPO、vivo 拉开差距的趋势。尽管小米手机在性能上不断升级创新，但从终端的销售数据来看，其产品性能的提升并没有转化为更强大的品牌影响力和更多的市场份额。

图表 7：中国智能手机增量市场份额趋势



来源：国金证券研究创新中心，powered by 亚智

图表 8：中国智能手机存量市场份额趋势



来源：国金证券研究创新中心，powered by 亚智

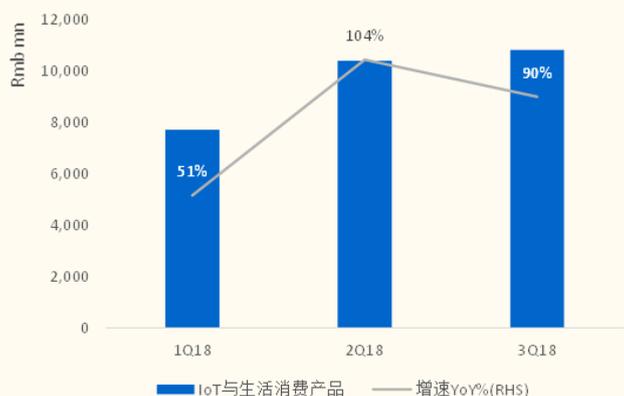
手机业务大概率跌破盈亏平衡点

受汇率因素影响，三季度手机业务虽然 ASP 有所提升，但毛利率同比大幅下滑至 6.1%。三季度整体研发费用率和营销费用率分别为 3% 和 4%，从业务布局来看，大部分是针对手机的研发和营销开支。因此如果考虑研发和营销费用的影响，我们认为小米手机业务已经跌破盈亏平衡点。

IOT 业务：家电需求放缓带来挑战

2018 年前三季度小米 IOT 业务继续保持快速增长，三季度收入同比增加 90%。国金证券研究创新中心的数据显示，智能电视是带动 IOT 整体业务增长的主要动力，18 年全年小米平板电视在国内的销售依旧保持高速增长。从产品组合的结构来看，我们发现小米生态链上的产品销量有逐渐向优势品类集中的趋势。比如 2018 年年初智能电视约占整体线上销量的 1/3，年末其份额上升至 40%。未来小米 IOT 业务的整体发展将继续依赖优势品类的成长驱动。

图表 9：2018 年前三季度 IOT 业务维持高速增长



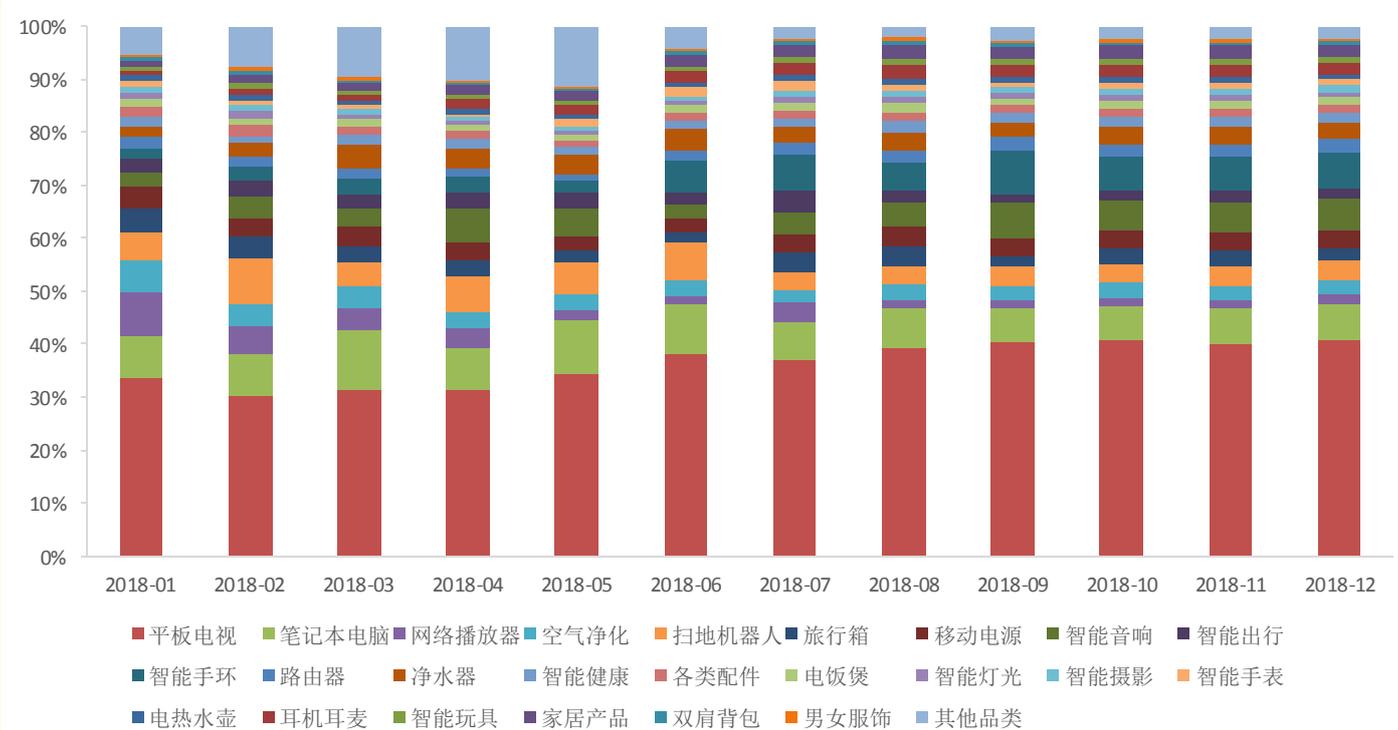
来源：国金证券研究所

图表 10：小米电视销量强劲



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

图表 11：小米 IOT 各品类线上销量份额



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

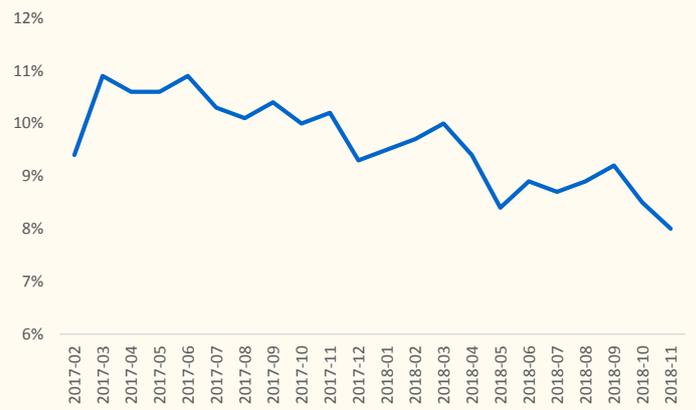
但国内家电市场受宏观经济影响明显，行业整体面临终端需求放缓的挑战。一个直接的信号是 2018 年三季度开始，大小家电龙头企业的营收大多出现了不同程度的增速下滑。因此虽然小米 IOT 业务这几年高歌猛进，但经济下行压力对其 IOT 业务的持续高速发展带来很大的挑战

图表 12: 国内家电行业营收整体增速放缓



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 13: 2018 年社零指数增速放缓



来源: Wind, 国金证券研究所

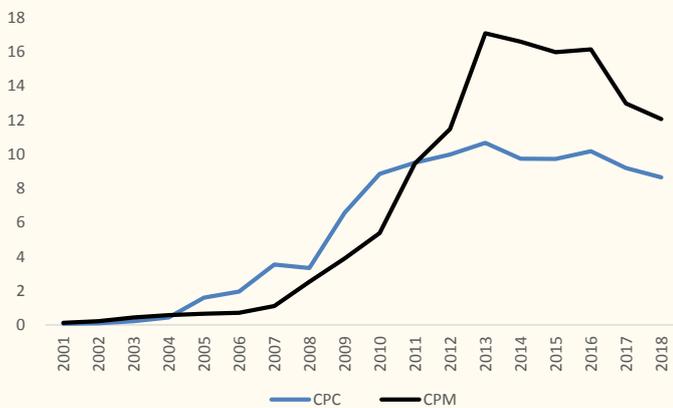
互联网服务变现：有机会，但仍待时日

小米 18 年三季度业绩中互联网变现业务是其最大的亮点，业务线整体同比增长 85%，ARPU 值环比提升 10%，同时海外的互联网广告服务开始贡献收入。从目前国内和海外互联网流量变现产业的趋势来看，我们认为小米的互联网服务业务存在不错的发展机会，但仍待时日加以培育。

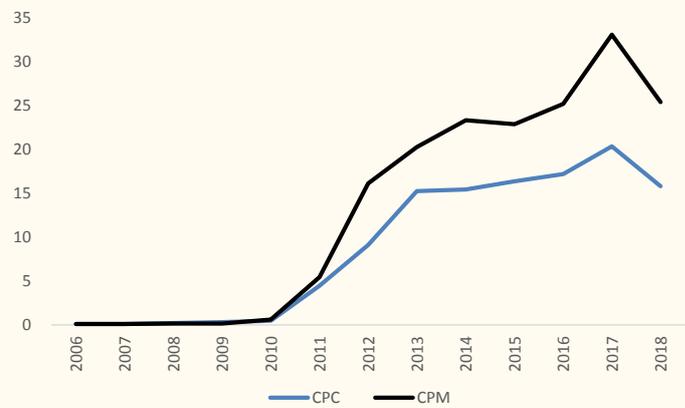
互联网广告主预算削减，国内移动流量价格回落

国金证券研究创新中心监控数据显示，自 2018 年下半年开始，国内互联网流量的价格出现下跌趋势，在移动端的下滑幅度尤为显著。我们认为原因主要是需求的大幅下跌。近年在互联网广告方面开支最大的几个行业是游戏、电商、互联网金融、汽车、快速消费品、房地产等，而这些行业中的不少在 2018 年受到了来自监管、宏观经济周期等不同层面因素的影响，需求疲弱。未来广告主在广告预算方面的变化是小米互联网服务业务在国内市场面临的最大不确定性。

图表 4：全网流量分发均价（元）



图表 5：移动端流量分发均价（元）



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

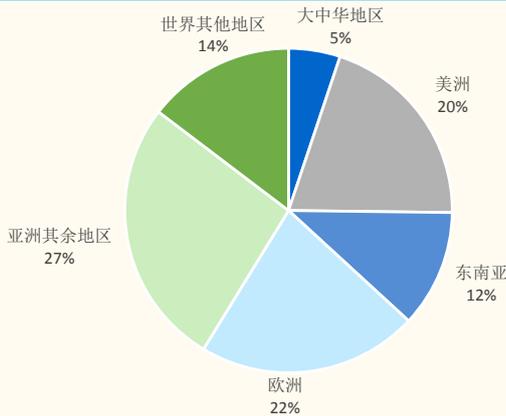
来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

海外流量变现业务处于初期阶段

小米海外互联网服务业务主要是通过广告和应用分发来变现。收入的来源主要有两块，一是通过接入 Google、Facebook 等主流广告网络，二是承接来自于中国互联网公司出海的营销需求，通常后者的毛利会高于前者。

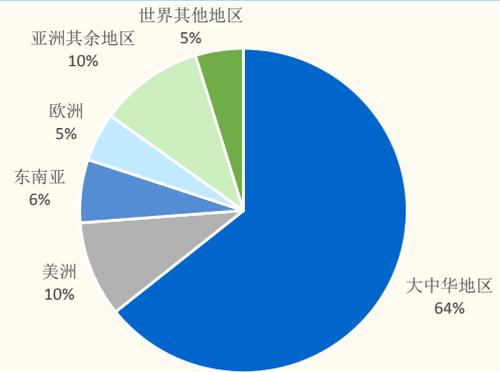
对于小米海外互联网流量的变现前景不妨可以参考一个案例：中国最大的海外第三方移动广告平台汇量科技（1860 HK）。按照汇量科技 2018 年上半年的经营数据，其下游的用户端主要分布在海外，大中华地区（包括港澳台）的客户端仅占 5%左右，但是其上游的客户主要来自于国内，占其收入的 64%。也就是说目前中国企业在海外互联网的流量变现业务更多地依赖于中国互联网企业出海带来的营销预算。

图表 6：汇量科技用户端分布 (1H18)



来源：汇量科技招股说明书，国金证券研

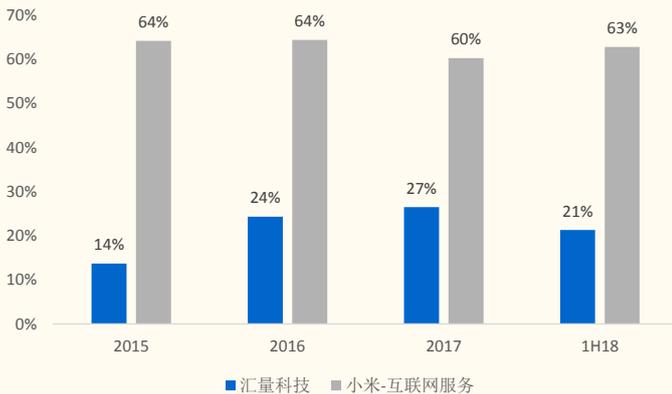
图表 7：汇量科技广告客户地区分布 (1H18)



来源：汇量科技招股说明书，国金证券研究所

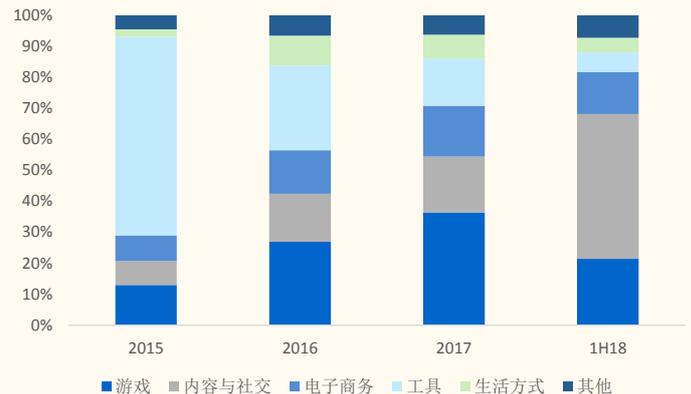
我们认为小米互联网海外变现业务目前处于初期阶段，广告业务主要通过对接 Face book、Google 的广告网络寻求海外广告主，短期内毛利率将显著低于国内 60% 毛利率的水平。但随着国内互联网流量红利逼近天花板，用户增长放缓以及监管趋严，未来预计会有更多的内容与社交类、游戏类以及电子商务类互联网企业加速出海，寻求海外市场的机会，这将带来一部分广告预算，小米有机会借此趋势提升其海外互联网广告业务的变现速度以及整体毛利率水平。

图表 8：海外互联网服务业务毛利显著低于国内



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 9：中国互联网企业出海需求趋势



来源：汇量科技招股说明书，国金证券研究所

估值与投资建议

基于对宏观环境和国内手机和家电消费趋势的判断，我们维持 2018 调整后的 EPS，但下调小米 2019-21 调整后的 EPS，分别为人民币 0.41/0.49/0.61 元，结合 PEG、SOTP 和 DCF 三种估值方法的均值，下调 12 个月目标价至港币 9.82 元，相当于 19 年 21x PE，下调投资评级至“中性”。

风险提示

1) 知识产权、数据安全等监管政策影响海外市场拓展。目前小米产品已经打入了 74 个国家和地区的市场，国际化步伐正不断加快。然而，海外市场的拓展容易受到不同监管政策和竞争对手的挑战，特别在知识产权和数据安全方面。如果无法及时克服海外市场的这些非商业壁垒，小米的全球化道路可能遭遇挑战。

2) 长期投资公允价值波动影响业绩。2015-17 年，小米长期投资的公允价值收益分别为 28.0，27.2 和 63.5 亿元，占当年营业利润的 103.9%，71.9%和 52.0%。然而被投资公司估值变动或者上市后的股价波动会给小米带来公允价值损失的可能。

3) 产品质量控制不力影响品牌美誉度和用户忠诚度。小米目前在售的长期 SKU 已经超过 1800 个，未来随着生态链企业的发展壮大，SKU 还有很大的拓展空间。尽管小米深度参与了生态链产品的设计和供应链管理，下属生态链企业的增加（已超过 110 家）和 SKU 的增加势必带来品控下降的风险。由于口碑是小米生态品牌的核心卖点，一旦产品质量多次出现问题，会带来公司销售和品牌美誉度下滑的风险。

附录：三张报表预测摘要

综合财务状况表					综合收益表				
单位:百万					单位:百万				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	61,138	111,649	138,983	172,664	营业额	114,625	178,845	229,707	298,692
现金及现金等价物	14,500	40,518	46,435	50,755	销售成本	99,471	156,233	199,755	259,676
交易用投资	4,488	4,488	4,488	4,488	毛利	15,154	22,612	29,952	39,015
应收款项	5,470	8,820	11,957	16,367	销售、一般性和行政开支	6,448	10,141	13,553	18,459
其他应收款	19,538	30,485	40,277	54,010	研究发展费用	3,151	5,544	6,891	8,961
存货	16,343	26,538	35,026	46,244	其他营业收入	6,892	727	831	975
非流动资产	28,731	30,544	32,661	35,176	EBITDA	12,886	8,337	11,304	13,875
可供出售投资	18,857	18,857	18,857	18,857	折旧和摊销	439	682	965	1,305
联营和共同控制实体的投资	1,711	1,523	1,389	1,326	EBIT	12,447	7,654	10,339	12,571
投资物业	0	0	0	0	融资收入净额	(54,045)	308	732	872
固定资产	1,731	2,705	3,678	4,626	分占联营和共同控制实体的溢利	(231)	(188)	(134)	(63)
在建工程	0	0	0	0	除所得税前溢利	(41,829)	7,775	10,937	13,380
土地使用权	3,416	3,340	3,264	3,191	所得税开支	2,060	389	1,881	2,315
无形资产	2,274	3,378	4,731	6,434	除所得税后溢利	(43,889)	7,386	9,056	11,065
总资产	89,870	142,192	171,644	207,840	非控制性股东应占溢利	(63)	(22)	(27)	11
流动负债	47,133	67,824	89,670	115,961	股息	-	-	-	-
短期借款	3,551	0	1,450	1,160	母公司股东应占溢利	(43,826)	7,408	9,083	11,054
应付款项	34,003	53,932	69,504	91,065	EPS	(44.91)	0.33	0.41	0.49
预收账款	7,615	11,960	15,292	19,879	主要财务比率				
其他	1,964	1,932	3,424	3,857	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
非流动负债	169,948	8,497	7,046	5,886	成长性				
长期借款	7,251	7,251	5,801	4,641	营业额增长率	67.5%	56.0%	28.4%	30.0%
其他	162,696	1,245	1,245	1,245	EBIT 增长率	216.3%	-38.5%	35.1%	21.6%
负债合计	217,080	76,320	96,716	121,847	净利润增长率	n.m.	n.m.	22.6%	21.7%
股本	0	4	4	4	盈利能力				
储备	(127,273)	58,420	58,420	58,420	EBIT/营业额	10.9%	4.3%	4.5%	4.2%
保留溢利	0	7,408	16,491	27,545	EBITDA/营业额	11.2%	4.7%	4.9%	4.6%
非控制性股东权益	62	40	12	23	毛利率	13.2%	12.6%	13.0%	13.1%
总权益	(127,211)	65,872	74,928	85,993	净利率	-38.2%	4.1%	4.0%	3.7%
总负债和总权益	89,870	142,192	171,644	207,840	ROE	-39.9%	11.3%	12.9%	13.7%
综合现金流量表					偿债能力				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	资产负债率	241.6%	53.7%	56.3%	58.6%
除所得税后溢利	(43,352)	7,386	9,056	11,065	流动比率	1.30	1.65	1.55	1.49
折旧和摊销	361	682	965	1,305	速动比率	0.54	0.81	0.71	0.62
利息费用	216	260	209	188	营运能力				
营运资本的变动	(7,283)	(250)	(1,022)	(2,779)	资产周转率	1.63	1.54	1.46	1.57
经营活动产生现金流量	(996)	7,628	8,323	8,698	应收帐款周转率	4.58	4.55	4.40	4.24
资本性支出	(1,218)	(2,683)	(3,216)	(3,883)	应付账款周转率	2.39	2.37	2.36	2.34
投资、贷款于联营和共同控制实体	(157)	0	0	0	存货周转率	6.09	5.89	5.70	5.62
投资活动产生现金流量	(2,678)	(2,044)	(2,197)	(2,739)	每股资料				
借款变动	6,644	(3,551)	0	(1,450)	每股收益	(44.91)	0.33	0.41	0.49
发行股份	0	24,246	0	0	每股经营现金流	(1.02)	0.34	0.37	0.39
支付的股利和利息	(207)	(260)	(209)	(188)	每股净资产	(130.36)	2.94	3.35	3.84
融资活动产生现金流量	6,215	20,435	(209)	(1,638)	估值比率(倍)				
现金净变动	2,542	26,018	5,917	4,321	PE	n.a.	26.2x	21.4x	17.6x
现金的期初余额	9,230	11,563	37,582	43,498	PB	n.a.	3.0x	2.6x	2.3x
现金的期末余额	11,563	37,582	43,498	47,819	EV/EBITDA	16.0x	24.7x	18.2x	14.9x

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券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,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。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,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用;非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH