

改变在即

——深康佳深度分析

报告关键点:

- CRT时代龙头经历业绩低谷
- 公司治理问题影响2011年业绩
- 逐步走出低谷, 2012预期回归正常水平

报告摘要:

- **CRT时代龙头经历业绩低谷。**康佳的主营业务为彩电、手机、白电等。其中, 彩电业务收入占比70%以上, 手机和白电各占10%左右。康佳作为一家从出口转内销的企业, 伴随CRT时代彩电需求的快速增长, 逐步发展为国内主要彩电品牌之一。但是, 在从CRT向平板电视转换的彩电技术变革中, 康佳技术转型落后于市场步伐, 导致公司盈利水平急剧下降。进入2011年以来, 公司再度步入了业绩的低谷, 前三个季度营业收入同比负增长, 净亏损1.56亿元。
- **公司治理问题影响2011年业绩。**(1) 彩电新产品推出速度慢。2011年前三个季度, 彩电市场共有866个新产品上市。康佳推出新产品31种, 占比仅为3%。(2) 智能手机的快速渗透带来冲击。据赛诺数据显示, 智能手机的销售额占比由2010年6月的29.21%上升至2011年5月的49.90%, 对以中低端产品为主的国产手机带来了巨大的挑战。康佳的智能手机产品, 尚不具备较强的竞争力, 导致手机业务的销售收入出现显著下降。(3) 冰箱行业增速放缓影响公司盈利。
- **逐步走出低谷, 2012预期回归正常水平。**(1) 未来两个季度是彩电的销售旺季, 预计公司能够实现盈利。此外, 公司联合银联开发的具有在线支付功能的智能电视将在元旦期间推向市场。(2) 为了加大经销商的积极性, 公司拟实施改善考核难度。通过加大奖励力度的方式, 来激励各销售分公司的业绩, 提升公司利润水平。(3) 在冰箱业务上, 康佳将对安徽的生产基地将进行持续投资, 预期能够强化产品在低级市场的地位, 同时逐步向二线品牌阵营靠拢。
- **投资建议。**面对经营困难, 公司正在积极的应对。我们认为, 康佳在阵痛之后将会在明年出现业绩的反转。从公司2011年前三个季度的运行情况来看, 也是呈现向好的态势。预计公司2011-2013年的收入增速分别为-6%、13%、12%, EPS分别为-0.09元、0.19元、0.22元, 对应的PE为17倍(2012年)、14倍(2013年)。首次给予公司增持-B的投资评级, 6个月目标价4.5元。
- **风险提示:** 智能电视放量低于预期; 公司业务改善不达预期。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	13,259.0	17,111.5	16,177.5	18,337.2	20,473.0
Growth(%)	8.6%	29.1%	-5.5%	13.3%	11.6%
净利润	151.1	83.9	-106.3	225.0	259.2
Growth(%)	-43.6%	-44.4%	-226.6%	-311.6%	15.2%
毛利率(%)	18.8%	15.6%	15.0%	16.1%	16.0%
净利率(%)	1.1%	0.5%	-0.7%	1.2%	1.3%
每股收益(元)	0.13	0.07	-0.09	0.19	0.22
每股净资产(元)	3.22	3.32	3.24	3.38	3.55
市盈率	24.8	44.6	-35.2	16.6	14.4
市净率	1.0	0.9	1.0	0.9	0.9
净资产收益率(%)	3.6%	2.4%	-2.7%	5.6%	6.3%
ROIC(%)	6.1%	2.1%	-0.1%	4.1%	5.3%
EV/EBITDA	28.6	117.7	-142.8	22.7	17.6
股息收益率	1.6%	0.3%	-0.5%	1.4%	1.3%

评级:

增持-B

上次评级:

目标价格:

4.50 元

期限: 6 个月 上次预测:

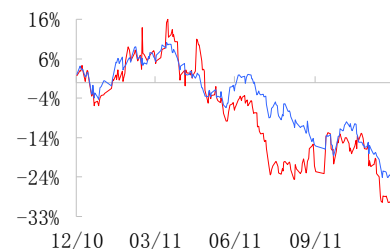
现价(2011年12月29日): 3.11 元

报告日期:

2011-12-30

总市值(百万元)	3,744.36
流通市值(百万元)	1,865.72
总股本(百万股)	1,203.97
流通股本(百万股)	599.91
12个月最低/最高	3.05/5.53 元
十大流通股东(%)	16.21%
股东户数	108,294

12个月股价表现



— 深康佳A — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(7.63)	(3.86)	(8.83)
绝对收益	(15.96)	(14.32)	(33.40)

赵志成

 021-68765859
执业证书编号

首席行业分析师

 zhaozc@essence.com.cn
S1450511020029

报告联系人

杨爱琳

 021-68765335
yangal@essence.com.cn

前期研究成果

目录

1. CRT 时代龙头经历业绩低谷.....	3
1.1. 多元化经营，业绩再现低谷.....	3
1.2. 盈利能力减弱，市场份额较低.....	3
2. 公司治理问题影响 2011 年业绩.....	4
2.1. 彩电新产品推出速度慢.....	5
2.2. 智能手机的快速渗透带来冲击.....	5
2.3. 冰箱市场行情不理想影响业绩.....	5
3. 逐步走出低谷，2012 预期回归正常水平.....	6
3.1. 彩电旺季收入有望好转，积极参与产品创新.....	6
3.2. 强化销售公司激励机制.....	7
3.3. 强化冰洗业务，拓展智能手机业务.....	7
4. 投资建议.....	8

图目录

图 1 2011 年 1-6 月主营业务构成.....	3
图 2 公司上市以来营业收入及同比增速.....	3
图 3 公司上市以来净利润及同比增速.....	3
图 4 国内主要品牌销售毛利率对比.....	4
图 5 国内主要品牌销售净利率对比.....	4
图 6 国内主要品牌市场份额变化趋势.....	4
图 7 2011 年 1-9 月主要品牌零售额份额.....	4
图 8 公司主营业务收入变化.....	4
图 9 2011 年 1-9 月新上市产品数量占比.....	5
图 10 2011H1 国内主要厂商彩电业务毛利率对比.....	5
图 11 智能手机渗透率对比.....	5
图 12 冰箱总销量月度变化.....	6
图 13 智能电视零售额及零售量渗透率.....	6
图 14 康佳销售渠道收入占比.....	7
图 15 冰箱行业销量及增速预测 单位：万台.....	7

表目录

表 1 康佳和海信出货结构对比.....	6
表 2 康佳盈利预测.....	8

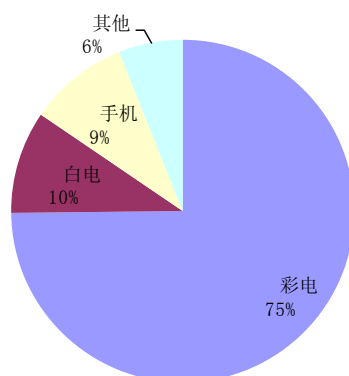
1. CRT 时代龙头经历业绩低谷

1.1. 多元化经营，业绩再现低谷

康佳的主营业务为彩电、手机、白电，此外公司也介入了机顶盒、LED 等领域。其中，彩电业务收入占比 70%以上，手机和白电各占 10%左右。公司在稳定彩电主营产业的基础上，积极发展手机业务，进入白电市场，不断使公司业务结构多元化。

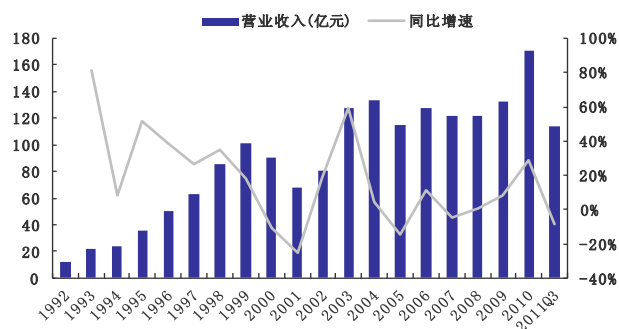
康佳作为一家从出口转内销的企业，伴随 CRT 时代彩电需求的快速增长，逐步发展为国内主要彩电品牌之一。1992 年-1999 年，康佳营业收入和净利润的复合增长率分别达到 35%和 28%。但是，在从 CRT 向平板电视转换的彩电技术变革中，康佳技术转型落后于市场步伐，导致公司盈利水平急剧下降。之后，尽管伴随液晶电视的发展，康佳的收入规模上升到一个新的台阶，但是盈利状况一直都没有出现明显的好转，盈利规模显著低于 CRT 时期。进入 2011 年以来，公司再度步入了业绩的低谷，前三个季度营业收入同比负增长，净亏损 1.56 亿元。

图 1 2011 年 1-6 月主营业务构成



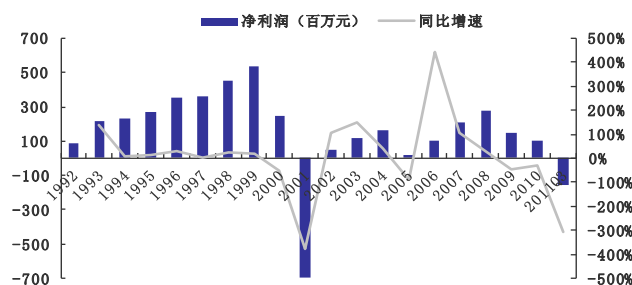
数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 2 公司上市以来营业收入及同比增速



数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 3 公司上市以来净利润及同比增速



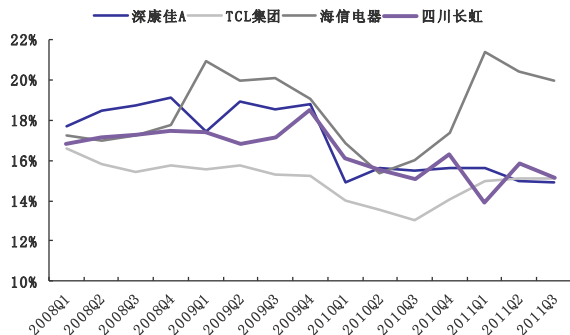
数据来源：WIND，安信证券研究中心

1.2. 盈利能力减弱，市场份额较低

近四年，康佳盈利能力逐步趋弱。从毛利率的角度看，除海信一枝独秀毛利率超过 20%，其余国产品牌的毛利率均在 15%左右徘徊，公司与其他品牌差异不大；但是从净利率的角度看，自 2010 年 4 季度以来，公司的盈利能力就显著低于其他国产品牌，甚至在 2011 年全年出现了业绩的负增长。

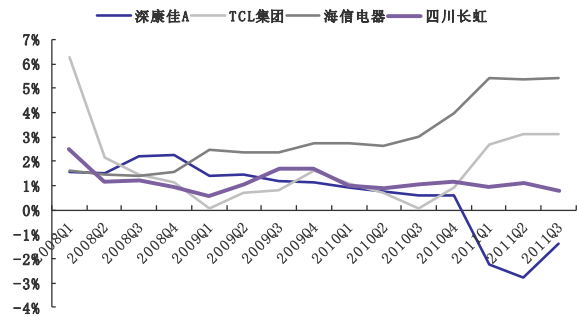
经过 2008 年以来液晶电视时代的混战，康佳的市场竞争力已经逐步趋于弱化。作为老牌的彩电厂商，公司无论从品牌影响力、渠道广度和深度以及产品开发能力上都有较好的积淀。未来的发展需要紧密跟踪公司管理、研发以及渠道方面的变化。

图 4 国内主要品牌销售毛利率对比



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

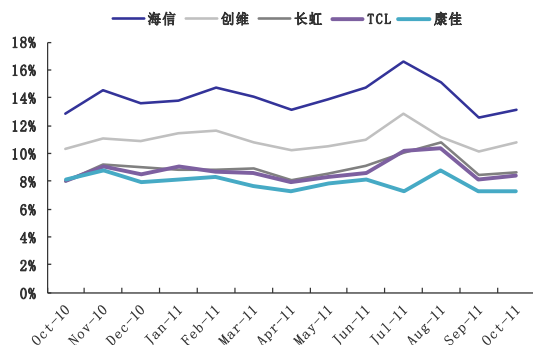
图 5 国内主要品牌销售净利率对比



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

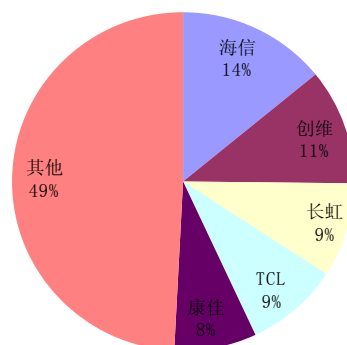
中怡康统计数据显示, 国产品牌零售额市场份额的变化趋势基本是一致的, 但是形成了一定的梯队。海信和创维持续保持 10% 以上的市场份额, 而长虹、TCL 还有康佳的市场份额则在 10% 以下。因此, 从零售终端的反映来看, 康佳的市场竞争力也已经弱于其主要的竞争对手。

图 6 国内主要品牌市场份额变化趋势



数据来源: 中怡康, 安信证券研究中心

图 7 2011 年 1-9 月主要品牌零售额份额

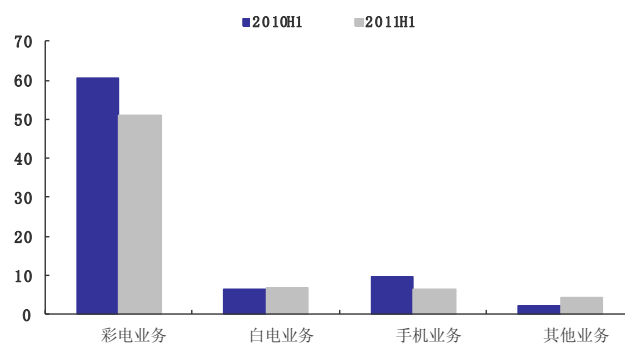


数据来源: 中怡康, 安信证券研究中心

2. 公司治理问题影响 2011 年业绩

2011 年以来, 康佳盈利能力的下降以及市场份额的缩减与公司治理不利有密切关系。由于公司的研发迟于主要竞争对手、管理层对市场的判断失误等方面的问题, 2011 年上半年公司业绩出现较大幅度下滑。其中, 彩电和手机的营业收入分别同比减少了 9 亿元和 3 亿元, 对公司盈利能力造成较大冲击。虽然其他业务收入增速较大, 但由于所占份额微小, 无法改变公司整体营业收入大幅下滑的趋势。

图 8 公司主营业务收入变化



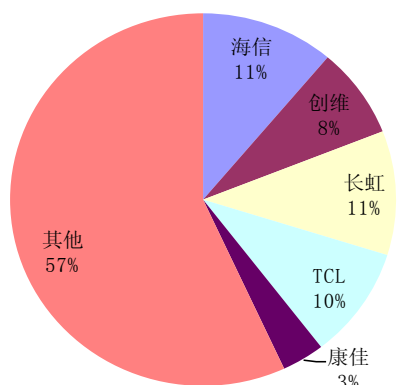
数据来源: WIND, 安信证券研究中心

2.1. 彩电新产品推出速度慢

随着技术的不断革新，彩电行业的产品周期越来越短，新品推出速度决定企业盈利。新产品推出速度快的企业才能够抢先占领市场，并且获得新上市产品较高售价所带来的利润，而后续跟进的企业则只能获得在价格下降过程中的少许利润。

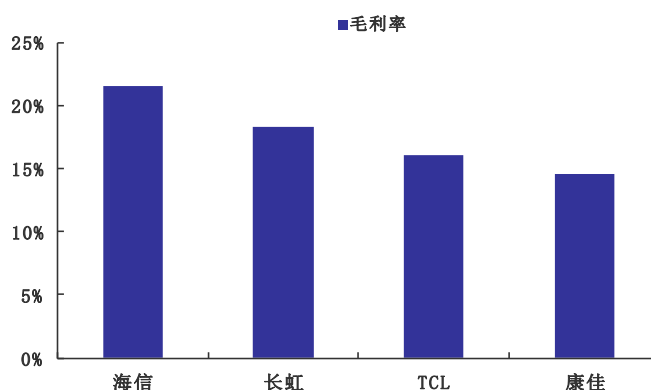
2011 年前三个季度，彩电市场共有 866 个新产品上市。康佳推出新产品 31 种，占比仅为 3%，远落后于国内其他四家国产彩电品牌。从彩电厂商毛利率的对比情况进一步说明了康佳较慢的新产品推出速度部分影响了公司的盈利水平。

图 9 2011 年 1-9 月新上市产品数量占比



数据来源：中怡康，安信证券研究中心

图 10 2011H1 国内主要厂商彩电业务毛利率对比

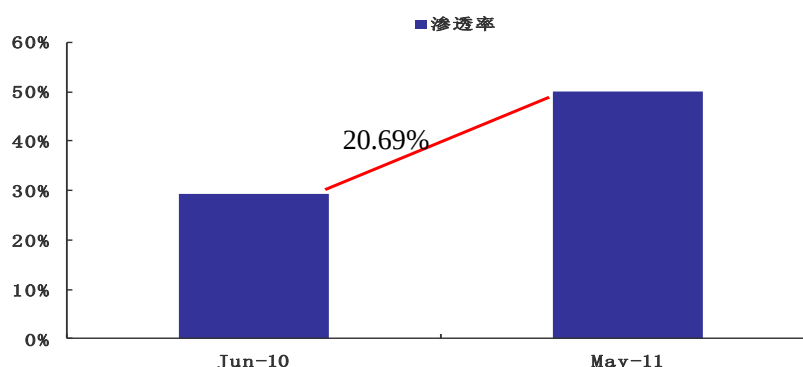


数据来源：WIND，安信证券研究中心

2.2. 智能手机的快速渗透带来冲击

2011 年，智能手机的市场份额不断扩大，对以中低端产品为主的国产手机带来了巨大的挑战。据赛诺数据显示，智能手机的销售额占比由 2010 年 6 月的 29.21% 上升至 2011 年 5 月的 49.90%。康佳虽然也推出了自己的智能手机产品，但是尚不具备较强的竞争力，导致手机业务的销售收入出现显著下降。

图 11 智能手机渗透率对比

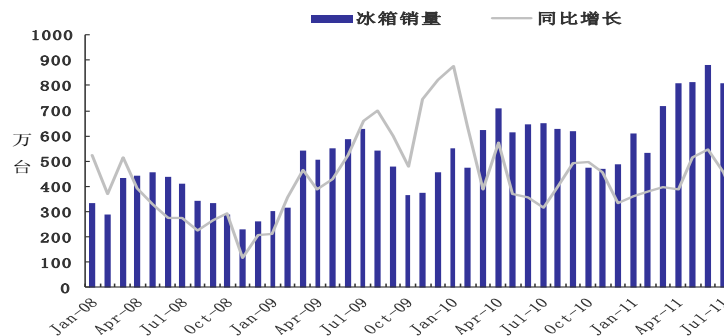


数据来源：公司公告，安信证券研究中心

2.3. 冰箱市场行情不理想影响业绩

2011 年，在经历了家电下乡政策刺激下的高增长后，冰箱行业增速放缓。由于市场竞争加剧，诸如康佳在内的冰箱三线品牌销售情况均不理想，从而影响了白电业务的毛利率。目前，公司的冰箱产品市场集中于相对不发达的三四线市场，尚未形成全国的品牌效应。而且产品以中低端产品为主，竞争力略显不足，对于行业的增长情况较为敏感。此外，公司还涉足洗衣机业务。尽管今年洗衣机市场的情况也不是很理想，但是由于产品全部外包且占比小，对公司盈利的影响不大。

图 12 冰箱总销量月度变化



数据来源：产业在线，安信证券研究中心

3. 逐步走出低谷，2012 预期回归正常水平

3.1. 彩电旺季收入有望好转，积极参与产品创新

四季度和一季度是传统的彩电销售旺季。从目前的销售情况来看，预计四季度公司能够实现盈利。但由于前三个季度销售收入亏损明显，很难实现整个年度的扭亏。在经过公司管理和营运调整后，2012 年的盈利情况预期会恢复到公司的正常水平。

尽管康佳目前已经形成了以平板电视为主的产品格局，但是其仍然是 CRT 占比最大的彩电公司，2011 年 CRT 出货量占比约 10%。而毛利较高的 LED 占比仅为 40%，与同行海信电器 60% 的 LED 出货量相比仍有一定的差距。此外，在智能电视和 3D 电视这些毛利较高的新兴产品上，康佳的出货量较业内龙头公司均有一定的差距。

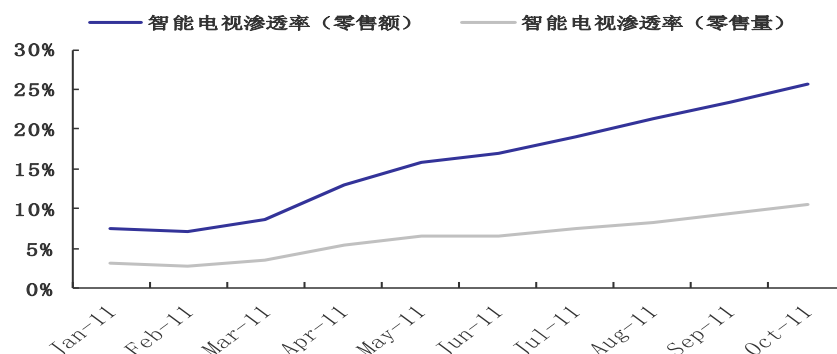
表 1 康佳和海信出货结构对比

	康佳	海信
CRT	10%	-
CCFL LCD	50%	40%
LED	40%	60%
其中：3D	10%	25%
其中：智能电视	5%	10%

数据来源：公司调研，安信证券研究中心

目前，彩电行业的技术变革主要是由国外品牌引领的，康佳及众多国内品牌仍处于行业跟随者的行列。尽管如此，国产品牌都在积极谋求各自的创新点。近期，康佳联合银联开始尝试推出具有在线支付功能的智能电视，计划在元旦期间推向市场。我们看好智能电视在 2012 年的表现，按照目前智能电视的普及步伐，预计明年下半年智能电视会成为彩电厂商重要的利润支撑点。

图 13 智能电视零售额及零售量渗透率

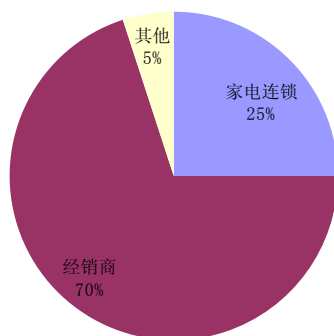


数据来源：中怡康，安信证券研究中心

3.2. 强化销售公司激励机制

公司的销售渠道主要是在全国设立销售分公司，通过分公司与当地客户建立业务关系。公司通过苏宁、国美等大型零售连锁渠道的销售额占比为25%左右，但该部分几乎每年都是亏损的；通过各地销售分公司和经销商渠道的销售额占比70%左右，是公司利润的主要来源。

图 14 康佳销售渠道收入占比



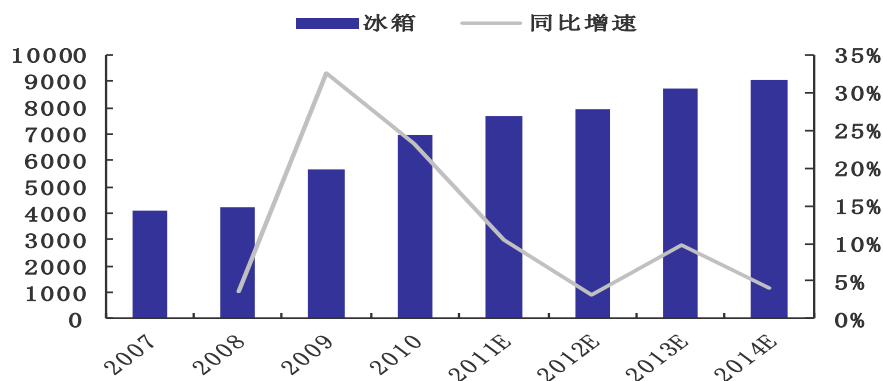
数据来源：公司调研，安信证券研究中心

为了加大经销商的积极性，公司拟实施改善考核难度。通过加大奖励力度的方式，来激励各销售分公司的业绩，提升公司利润水平，该方案将从2012年开始在部分省市进行试点推广。

3.3. 强化冰洗业务，拓展智能手机业务

彩电业务面临技术革新带来的巨大的盈利压力，公司需要在白电业务上谋求发展以维持公司的稳定。在冰箱业务上，康佳将立足三四线城市，逐步向一二线城市拓展；立足中低端产品，并逐步拓展中高端产品。公司对安徽的生产基地将进行持续投资，预期能够强化产品在低级市场的地位，同时逐步向二线品牌阵营靠拢。此外，公司对于洗衣机业务仍会采取外包策略，且暂时不会考虑发展空调业务。由于明年对于家电行业整体的预期都偏悲观，因此预计公司在白电业务上仍然会面临比较大的压力。

图 15 冰箱行业销量及增速预测 单位：万台



数据来源：产业在线，安信证券研究中心

受智能手机对市场冲击的影响，公司手机销售收入在 2011 年上半年出现大幅下滑。目前，公司智能手机已经研发出来并在逐步改善的过程中，预计明年公司智能手机业务将会有较快的增长，从而带动公司手机业务的复苏。

4. 投资建议

作为彩电行业老牌的参与者，康佳无论从品牌影响力、渠道广度和深度以及产品开发能力上都有较好的积淀。但是由于CRT转平板时代技术转变步伐不及同行竞争者，其市场地位开始出现一定的下滑。尤其在2011年，公司面临管理和运作问题以致在业内普遍盈利的情况下出现了亏损。

面对经营困难，公司正在积极的应对。包括，在彩电业务上加强产品结构的升级，积极参与智能电视等新兴技术的研发；在白电业务上，扩充产能、在立足中低端产品的同时逐步向中高端产品演进；在渠道的管理上，加大经销商的奖惩力度，激发经销商的活力。据此，我们认为，康佳在经历2011年的阵痛之后将会在明年出现业绩的反转，扭亏为盈。从公司2011年前三个季度的运行情况来看，也是呈现向好的态势。预计公司2011-2013年的收入增速分别为-6%、13%、12%，EPS分别为-0.09元、0.19元、0.22元，对应的PE为17倍（2012年）、14倍（2013年）。首次给予公司增持-B的投资评级，6个月目标价4.5元。

表 2 康佳盈利预测 单位：亿元

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入合计	133	171	162	183	205
彩电	101	133	123	139	152
内销	85	101	96	110	119
外销	16	32	27	28	33
白电	10	12	12	13	15
手机	10	19	14	16	20
其他	12	7	13	15	18
营业收入增速	9%	29%	-5%	13%	12%
彩电	11%	31%	-7%	13%	9%
内销	2%	19%	-5%	15%	8%
外销	125%	97%	-15%	5%	15%
白电	-43%	23%	0%	10%	15%
手机	-23%	94%	-25%	15%	20%
其他	0%	-37%	70%	20%	20%
综合毛利率	19%	16%	15%	16%	16%
彩电	19%	14%	15%	16%	16%
内销	21%	17%	17%	18%	18%
外销	9%	7%	7%	8%	9%
白电	22%	20%	16%	17%	17%
手机	-41%	14%	17%	15%	15%
其他	65%	35%	16%	16%	16%

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2011-12-30		
利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	13,259.0	17,111.5	16,177.5	18,337.2	20,473.0	成长性					
减: 营业成本	10,769.7	14,442.7	13,749.2	15,393.6	17,200.7	营业收入增长率	8.6%	29.1%	-5.5%	13.3%	11.6%
营业税费	4.8	7.4	6.1	7.2	8.2	营业利润增长率	-55.6%	-122.5%	809.1%	-136.3%	29.6%
销售费用	1,671.0	2,013.5	2,065.9	2,259.1	2,467.0	净利润增长率	-43.6%	-44.4%	-226.6%	-311.6%	15.2%
管理费用	455.9	540.0	498.3	559.3	626.5	EBITDA 增长率	-23.3%	-75.7%	-173.8%	-635.0%	11.3%
财务费用	54.5	-33.9	103.3	83.7	75.4	EBIT 增长率	-36.4%	-134.6%	144.9%	-216.0%	10.8%
资产减值损失	197.8	198.5	-3.8	-7.7	40.4	NOPLAT 增长率	-27.7%	-66.7%	-114.6%	-3402.7%	11.7%
加: 公允价值变动收益	16.2	-68.6	-63.7	0.4	-0.7	投资资本增长率	-2.0%	113.3%	14.3%	-12.5%	-9.9%
投资和汇兑收益	3.2	97.2	50.0	50.1	65.8	净资产增长率	1.7%	2.9%	-2.5%	4.5%	5.5%
营业利润	124.7	-28.1	-255.2	92.6	120.0	利润率					
加: 营业外净收支	21.2	115.8	142.0	149.0	168.0	毛利率	18.8%	15.6%	15.0%	16.1%	16.0%
利润总额	145.9	87.7	-113.2	241.6	288.0	营业利润率	0.9%	-0.2%	-1.6%	0.5%	0.6%
减: 所得税	-1.5	-13.5	-	-	-	净利率	1.1%	0.5%	-0.7%	1.2%	1.3%
净利润	151.1	83.9	-106.3	225.0	259.2	EBITDA/营业收入	2.3%	0.4%	-0.3%	1.6%	1.6%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	1.4%	-0.4%	-0.9%	1.0%	1.0%
货币资金	3,624.5	3,764.4	4,539.4	4,386.6	4,979.5	运营效率					
交易性金融资产	3.7	-	1.2	1.6	1.0	固定资产周转天数	38	31	34	33	32
应收账款	1,321.6	2,063.3	1,812.6	1,856.8	1,709.3	流动营业资本周转天数	43	64	113	96	69
应收票据	2,807.5	4,149.3	3,599.4	3,767.9	4,038.5	流动资产周转天数	280	272	316	282	265
预付账款	275.9	447.0	558.4	668.8	824.4	应收账款周转天数	39	39	46	38	33
存货	3,580.8	3,723.6	3,771.8	3,779.1	3,987.2	存货周转天数	96	89	99	88	80
其他流动资产	32.5	25.3	-41.7	17.2	86.4	总资产周转天数	327	316	370	334	314
可供出售金融资产	10.3	1.8	7.3	6.5	5.2	投资资本周转天数	88	106	164	145	115
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	57.8	113.8	255.3	264.6	273.8	ROE	3.6%	2.4%	-2.7%	5.6%	6.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	1.1%	0.6%	-0.7%	1.4%	1.6%
固定资产	1,433.7	1,488.4	1,598.2	1,739.0	1,846.7	ROIC	6.1%	2.1%	-0.1%	4.1%	5.3%
在建工程	61.1	231.5	318.9	371.3	342.8	费用率					
无形资产	167.5	191.5	169.6	156.2	142.8	销售费用率	12.6%	11.8%	12.8%	12.3%	12.1%
其他非流动资产	191.3	267.1	196.3	215.4	228.6	管理费用率	3.4%	3.2%	3.1%	3.1%	3.1%
资产总额	13,568.1	16,466.9	16,786.8	17,231.1	18,466.0	财务费用率	0.4%	-0.2%	0.6%	0.5%	0.4%
短期债务	2,770.0	5,917.3	6,500.0	5,000.0	4,500.0	三费/营业收入	16.5%	14.7%	16.5%	15.8%	15.5%
应付账款	3,363.2	3,188.5	3,006.3	3,857.1	4,571.2	偿债能力					
应付票据	2,884.7	2,031.9	2,071.8	2,869.5	3,534.4	资产负债率	69.7%	74.3%	75.5%	75.0%	75.4%
其他流动负债	339.7	428.9	446.5	489.7	547.8	负债权益比	230.4%	289.8%	307.5%	300.2%	306.4%
长期借款	-	510.0	510.0	510.0	510.0	流动比率	1.24	1.22	1.18	1.18	1.18
其他非流动负债	79.8	131.5	102.9	158.1	207.4	速动比率	0.81	0.84	0.81	0.82	0.83
负债总额	9,461.8	12,242.8	12,667.5	12,925.3	13,922.3	利息保障倍数	3.29	1.83	-1.47	2.11	2.59
少数股东权益	230.9	225.5	218.6	235.2	264.0	分红指标					
股本	1,204.0	1,204.0	1,204.0	1,204.0	1,204.0	DPS(元)	0.05	0.01	-0.02	0.05	0.04
留存收益	2,680.5	2,778.3	2,696.6	2,866.6	3,075.7	分红比率	39.8%	14.3%	18.1%	24.1%	18.8%
股东权益	4,106.3	4,224.1	4,119.2	4,305.8	4,543.7	股息收益率	1.6%	0.3%	-0.5%	1.4%	1.3%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	147.4	101.2	-106.3	225.0	259.2	EPS(元)	0.13	0.07	-0.09	0.19	0.22
加: 折旧和摊销	133.4	146.0	97.9	112.5	126.0	BVPS(元)	3.22	3.32	3.24	3.38	3.55
资产减值准备	197.8	198.5	-3.8	-7.7	40.4	PE(X)	24.8	44.6	-35.2	16.6	14.4
公允价值变动损失	-16.2	68.6	-63.7	0.4	-0.7	PB(X)	1.0	0.9	1.0	0.9	0.9
财务费用	49.8	-19.1	103.3	83.7	75.4	P/FCF	2.3	41.8	-7.3	-13.0	8.5
投资收益	-3.2	-97.2	-50.0	-50.1	-65.8	P/S	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
少数股东损益	-3.7	17.2	-6.9	16.6	28.8	EV/EBITDA	28.6	117.7	-142.8	22.7	17.6
营运资金的变动	-183.6	-746.6	713.2	1,363.4	894.7	CAGR(%)	17.9%	41.7%	-239.6%	12.9%	6.8%
经营活动产生现金流量	294.1	-432.8	683.7	1,743.6	1,357.9	PEG	1.4	1.1	0.1	1.3	2.1
投资活动产生现金流量	-338.6	-355.2	-467.6	-260.6	-143.4	ROIC/WACC	0.9	0.3	-0.0	0.6	0.8
融资活动产生现金流量	-40.3	621.4	504.0	-1,638.7	-625.4	REP	3.0	4.1	-46.4	1.6	1.2

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

赵志成，首席行业分析师。毕业于南开大学，经济学硕士。7 年证券研究经历。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

赵志成声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034