

全球内饰龙头，海外整合打开成长新空间

投资要点

- **核心逻辑:** 1) 上汽集团作为公司第一大客户，营收占比约 63.8%，受益于强势车型周期，预计上汽集团未来 3 年的营收复合增速约 9.9%，华域相关业务增长将获得有效拉动。2) 收购延锋，整合江森，公司为自己打开了新的独立成长空间，全球化内饰件航母已经成型，未来全球万亿级的市场的攻城略地值得期待。3) 低估值，高股息，2016 年公司股息率约为 5.7%，位列汽车零部件板块第一，投资价值凸显。
- **上汽强势周期拉动公司业绩增长。** 上汽集团作为公司第一大客户，营收占比约 63.8%。2016 年以来上汽集团加速产品换代，集中火力升级 SUV 产品线，2016 年底推出换代途观 L，2017 年推出斯柯达 Kodiaq，雪佛兰 Equinox，eRX5，凯迪拉克 XT4 等 A 级 SUV 和大众 Teramont 等 B 级 SUV，产品线实力显著强化，我们认为上汽集团目前正处于产品强势上升周期，预计未来三年上汽集团的营收复合增速约 9.9%，公司相关业务增长将获得有效拉动。
- **延锋：新的成长，再造一个华域。** 华域汽车历史的低估值主要是因为华域汽车和上汽集团关联交易占比过高，业绩缺乏可想象的成长空间，无法对应合理的成长估值。后续华域通过收购延锋，整合江森，逐步推进中性化、国际化战略，为公司打开了新的独立成长道路。我们认为延锋和江森成立合资公司，导入江森优质资产及客户资源，是一种另类的整合全球优质资产的新模式，江森只是第一步，这一步的意义对于公司来说犹如再造一个华域，内饰件航母已经成型，未来全球万亿级市场的攻城略地值得期待。
- **低估值、高股息，蓝筹价值凸显。** 公司基本面稳健，上市以来平均分红率约为 34.9%，2016 年分红率已达到 53%，位列行业前列，对应股息率约为 5.7%，位列汽车零部件板块第一，低估值、高股息，投资价值凸显。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 2.10 元、2.33 元、2.63 元，对应 PE 分别为 11 倍、10 倍、9 倍，考虑到华域汽车内饰件龙头的行业地位，延锋江森海外未来的巨大成长空间，以及华域汽车的高股息率，给予公司 2017 年合理估值 14 倍，对应目标价 29.4 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 行业销量增速或不及预期；延锋江森海外资源整合或不及预期，上汽集团车型销量或不及预期。

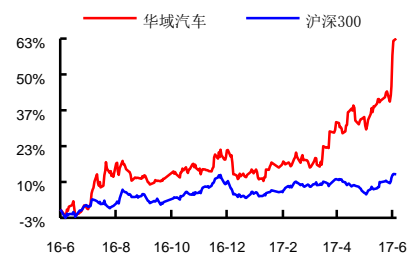
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	124295.81	134263.92	145918.98	159714.71
增长率	36.41%	8.02%	8.68%	9.45%
归属母公司净利润 (百万元)	6075.76	6611.28	7359.99	8276.59
增长率	27.02%	8.81%	11.32%	12.45%
每股收益 EPS (元)	1.93	2.10	2.33	2.63
净资产收益率 ROE	18.72%	17.67%	16.46%	15.60%
PE	12	11	10	9
PB	1.58	1.36	1.14	0.96

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 高翔
执业证号: S1250515030001
电话: 023-67898841
邮箱: gaox@swsc.com.cn
联系人: 陈怀逸
电话: 021-68415819
邮箱: chy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	31.53
流通 A 股(亿股)	28.67
52 周内股价区间(元)	13.8-23.05
总市值(亿元)	726.70
总资产(亿元)	1,107.05
每股净资产(元)	12.53

相关研究

目 录

1 华域汽车：全球汽车内饰件龙头	1
2 上汽强势周期拉动公司业绩增长	2
3 延锋：新的成长，再造一个华域	3
3.1 华域过去估值受关联交易影响因素压制	3
3.2 收购延锋整合江森，新的成长新的华域	4
4 还富于股民，分红稳定股息高	6
5 盈利预测与估值	6
5.1 盈利预测	6
5.2 相对估值	7
6 风险提示	8

图 目 录

图 1：公司主营业务类型及收入占比	1
图 2：上市以来公司营收变化及增速	2
图 3：上市以来公司归母净利润变化及增速	2
图 4：上汽集团营业收入及增速	3
图 5：上汽集团销量增速、营收增速和华域汽车营收增速相关性	3
图 6：华域汽车 PE Band	3
图 7：公司营收、营收增速及关联交易收入占比	4
图 8：公司归母净利润、归母净利润增速及关联交易收入占比	4
图 9：延锋主营业务简介	5
图 10：2009-2016 年华域汽车分红总额与分红率	6
图 11：2009-2016 年华域汽车股息率（%）	6

表 目 录

表 1：公司重大历史事件	1
表 2：上汽集团 2016-2018 新车型规划	2
表 3：延锋重大历史事件	4
表 4：华域汽车收入与成本预测（百万元）	6
表 5：可比公司估值情况	7
附表：财务预测与估值	9

1 华域汽车：全球汽车内饰件龙头

华域汽车是中国汽车内饰件行业龙头，资产前身为上汽集团体系零部件业务。2009 年公司借壳巴士股份在上海证券交易所上市，之后公司控股股东上汽集团逐步将内部零部件资产全部注入华域汽车，目前上汽集团直接和间接持有公司 60.1% 的股权。

表 1：公司重大历史事件

时间	事件概况
2009.3	巴士股份重大资产重组，股东变更为上海汽车工业（集团）总公司
2009.4	巴士股份改名为华域汽车系统股份有限公司
2011.10	控股股东变更为上海汽车集团股份有限公司
2013.8	收购延锋伟世通汽车饰件系统有限公司 50% 股权，延锋成为其全资子公司
2015.3	延锋汽车与美国江森自控内饰成立延锋内饰，延锋占 70% 股份
2015.4	发布定增预案，上汽集团拟将汇众汽车作价 45 亿元注入华域
2016.1	定增完成，控股股东上汽集团以其持有的汇众公司 100% 股权作价 45 亿元参与认购

数据来源：公司公告，西南证券整理

六大业务板块，内外饰业务收入占比 66%：公司主要有“内外饰、功能性总成件、金属成型与模具、电子电器件、热加工件、新能源部件”六大业务板块。以内外饰件收入占比最高。2016 年公司实现营业收入 1243.0 亿元，其中内外饰件业务营收占比 66.2%，为公司第一大业务板块。

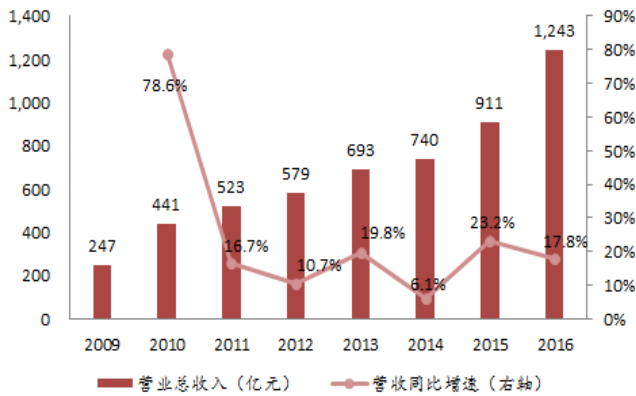
图 1：公司主营业务类型及收入占比



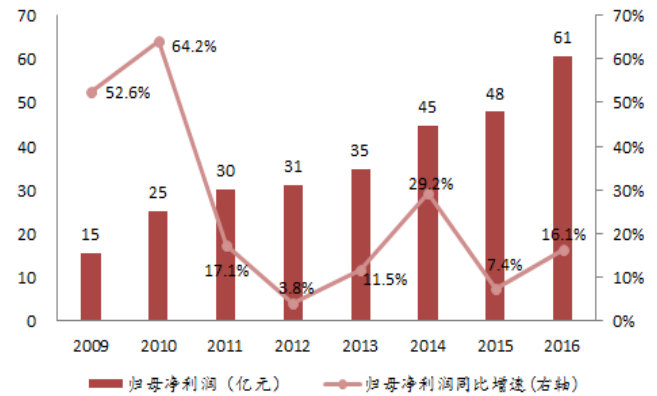
数据来源：公司公告，西南证券整理

上市以来业绩未有负增长，近 5 年归母净利润复合增速为 15.2%。公司 2009 年借壳巴士股份上市后，内生业务增长稳健，外延方面先后收购延锋伟世通 50% 股权、汇众汽车 100% 股权，并于 2015 年整合了江森自控除座椅外的其余内饰业务。内生外延双轮驱动下公司自

上市以来营收始终稳健增长，2016 年公司营收突破千亿，达到 1243 亿元。归母净利润方面剔除上市初期两年干扰，公司近 5 年归母净利润的复合增速为 15.2%，未有负增长，业绩增速超过行业平均增速。

图 2：上市以来公司营收变化及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：上市以来公司归母净利润变化及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 上汽强势周期拉动公司业绩增长

上汽集团合资品牌密集投放新车，步入产品上升周期。上汽集团 2016 年以来加速产品换代，集中火力升级 SUV 产品线，SUV 渠道下沉和产品力的提升将会强化车企的竞争优势。上汽集团于 2016 年底推出换代途观 L，2017 年推出斯柯达 Kodiaq，雪佛兰 Equinox，eRX5，凯迪拉克 XT4 等 A 级 SUV 和大众 Teramont 等 B 级 SUV，产品线实力显著强化，我们认为上汽集团目前正处于产品强势上升周期。

表 2：上汽集团 2016-2018 新车型规划

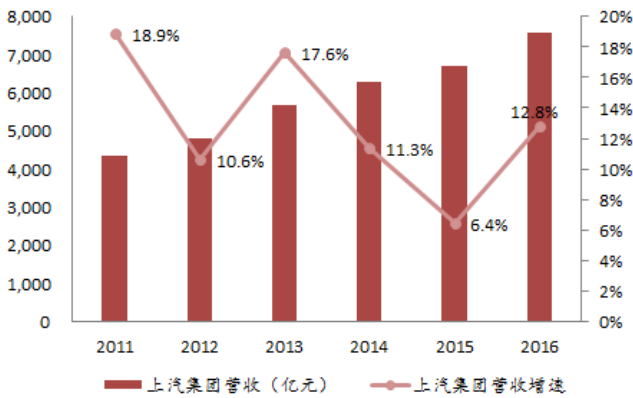
	A00	A0	A	B	C	A0 级 SUV	A 级 SUV	B 级 SUV	C 级 SUV	MPV
2016		宝骏 310	换代科鲁兹 科沃兹	换代君越 迈锐宝 XL	凯迪拉克 CT6 大众辉昂		荣威 RX5 换代途观 L 换代宝骏 560			换代 GL8 换代途安
2017E	宝骏 E100		凯迪拉克 CT2 换代荣威 550 换代荣威 E550			荣威 RX3 宝骏 510 宝骏 530	斯柯达 Kodiaq Equinox 荣威 RX5 EV RX5 PHEV 凯迪拉克 XT4	Teramont 换代荣威 W5		别克 GL6
2018E			斯柯达 CUV 荣威新轿车	换代帕萨特			别克新 SUV 大众新 SUV		凯迪拉克 XT7	宝骏新 MPV

数据来源：汽车之家，西南证券整理

上汽集团仍为公司第一大客户，上汽强势车型周期将拉动公司营收稳健增长。华域汽车前身为上汽集团旗下零部件业务体系，为了培育具有核心竞争力的中性化零部件供应链体系，上汽集团借巴士股份重组契机，将零部件业务注入巴士股份。上汽集团目前仍是华域汽车的第一大客户，上汽集团作为中国汽车行业的绝对龙头，近几年销量和营业收入增长稳健，带动华域汽车业绩稳步提升。

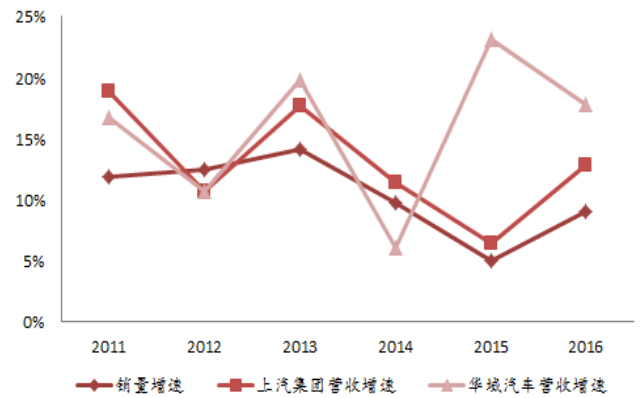
从下图中可以看到，2011至2014年华域汽车和上汽集团的营业收入增速相关性较高，2015年由于延锋汽车饰件系统有限公司与美国江森自控全球汽车内饰业务重组，致使公司营业收入等相关数据产生较大变化。总体而言，随着公司中性化战略的推进，公司和上汽集团之间的业绩相关性正在逐步减弱，但是目前而言，上汽集团仍是公司第一大客户，上汽集团强势车型周期对公司业绩的拉动是显著的。

图 4：上汽集团营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：上汽集团销量增速、营收增速和华域汽车营收增速相关性



数据来源：公司公告，西南证券整理

3 延锋：新的成长，再造一个华域

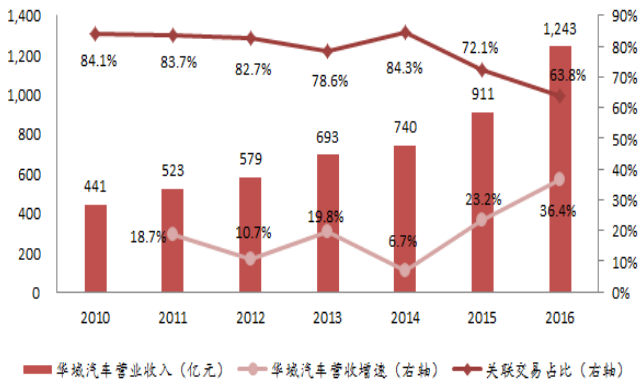
3.1 华域过去估值受关联交易影响因素压制

华域历史上的低估值是因为关联交易占比过高，受上汽影响过大，业绩无法准确预测。纵观华域的历史估值体系，在 2011-2014 年，华域汽车的估值中枢在 7.3 倍位置，而 2011-2014 年华域汽车的归母净利润复合增速为 14.2%，平均股息率超过 4%，市场给予估值明显偏低。我们认为华域汽车历史的低估值主要还是因为华域汽车和上汽集团关联交易占比过高，业绩缺乏可想象的成长空间，无法给出合理的成长估值。

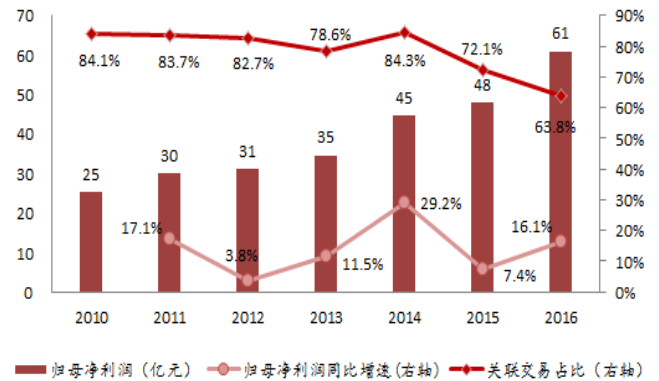
图 6：华域汽车 PE Band



数据来源：wind，西南证券

图 7：公司营收、营收增速及关联交易收入占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：公司归母净利润、归母净利润增速及关联交易收入占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 收购延锋整合江森，新的成长新的华域

延锋伟世通汽车饰件系统有限公司成立于 1994 年，由上海汽车工业（集团）总公司与美国福特汽车公司（现伟世通国际控股有限公司）按 50%：50% 比例的股份共同投资成立。2013 年 8 月，华域汽车以 9.3 亿美元（57.5 亿人民币）收购伟世通持有的 50% 股份，使延锋公司成为其全资子公司。

表 3：延锋重大历史事件

时间	事件概况
1978	延安机模厂与先锋机模厂合并，成立上海延锋机模厂
1989	陆续兼并上海钢模厂、上海重型汽车附件厂、上海航空标准件厂、汽车蓬垫等企业
1992	6 月启动与美国福特汽车的合资谈判，同年 12 月 12 日签订合资意向书
1994	10 月召开首次董事会，11 月 8 日合资公司正式开业
1997	销售收入突破 10 亿人民币，上海延锋江森座椅有限公司成立，进入座椅业务领域
2002	正式更名为“延锋伟世通汽车饰件系统有限公司”，延锋伟世通汽车电子有限公司成立，进入汽车电子领域
2003	东风伟世通汽车饰件系统有限公司成立
2004	延锋百利得（上海）汽车安全系统有限公司成立，进入被动安全领域
2007	延锋彼欧汽车外饰系统有限公司成立，进入外饰件领域
2010	延锋美国公司成立，是延锋在海外的第一家子公司
2013	华域收购了伟世通持有的延锋 50% 股权，延锋成为华域 100% 全资子公司
2014	公司更名为“延锋汽车饰件系统有限公司”，
2015	延锋与美国江森自控内饰成立全球最大内饰公司延锋内饰，延锋持有 70% 股份控股

数据来源：延锋官网，西南证券整理

内饰为延锋自营业务，外饰、座椅、电子、安全为合资业务。

图 9：延锋主营业务简介



数据来源：延锋官网，西南证券整理

美国江森自控有限公司成立于 1885 年，是世界上第一个恒温器制造厂家，同时也是世界上最大的汽车部件和座椅的独立供应商。2013 年 3 月，因其内饰业务在 2012 年财年亏损，江森公司宣布出售内饰业务。2013 年 7 月、2014 年 1 月、2014 年 4 月，江森分别将其 Homelink 汽车电子业务、余下电子业务、顶棚与遮阳板业务转售给镜泰、伟世通和 Atlas 旗下子公司。

2014 年 5 月，公司全资子公司延锋汽车饰件系统有限公司与美国江森自控有限公司开展全球汽车内饰业务重组。双方采用股权注入、资产注入等方式，将资产（或企业股权）等分批、分步纳入新内饰公司（江森自控汽车内饰（上海）有限公司），最终延锋公司和江森自控分别持有新内饰公司 70% 和 30% 股权。2014 年 12 月至 2016 年 11 月，新内饰公司的注资和法定代表人多次变更。至 2016 年 11 月，新内饰公司的法定代表人为陈虹（上海汽车集团股份有限公司董事长、党委书记；华域汽车系统股份有限公司董事长），并更名为延锋汽车内饰系统有限公司。

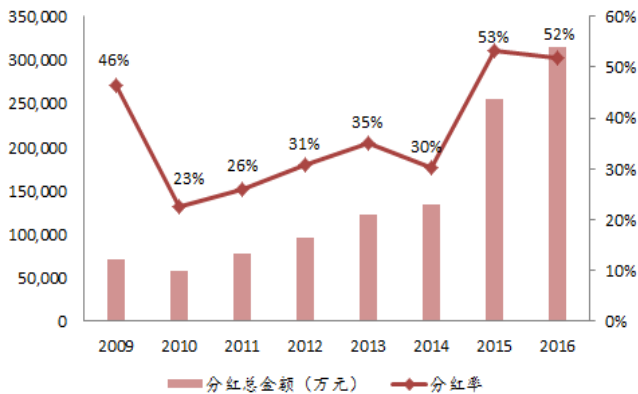
华域汽车通过收购延锋，之后以延锋和江森成立合资公司，导入江森优质资产及客户资源，是一种另类的整合全球优质资产的新模式，我们认为江森只是第一步，这一步的意义对于公司来说犹如再造一个华域，未来的空间是全球万亿级的市场。

- 1) 收购延锋，全方位提升华域综合实力，为下一步整合江森埋下伏笔。延锋通过和伟世通，江森等外资巨头合资，拥有如汽车电子，座椅，汽车被动安全等高端产品线，通过全资收购延锋，华域在某种程度上弥补了自身在高端产品这块的欠缺，提升了华域的品牌力和综合实力，为下一步整合江森埋下了伏笔。
- 2) 以合资形式整合江森优质资产，全球内饰龙头航母诞生。延锋和江森采用资产、股权注入等方式，将各自业务分步纳入新的延锋内饰公司，利益绑定，资源共享，快速实现了双方产品及客户的渗透。目前延锋内饰已经是全球最大的内饰件企业，并且随着双方客户资源的逐步导入，公司后续的成长速度将会不断提升。
- 3) 江森只是第一步，内饰航母攻城略地值得期待。内饰件行业市场大，但相对分散，主因是内饰件行业各家技术差异并不大，是典型的规模及客户配套关系形成壁垒的细分行业。所以内饰行业最关键的两个因素就是规模和客户资源，延锋通过整合江森已经成为了全球内饰件龙头企业，未来是最佳的行业整合者，我们认为江森只是第一步，未来作为内饰航母的延锋内饰攻城略地值得期待。

4 还富于股民，分红稳定股息高

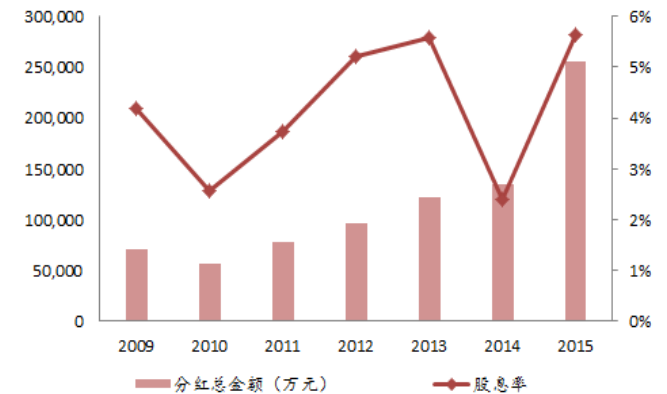
分红稳定，股息较高。公司基本面稳健，自上市以来持续保持业绩正增长，同时保持每年分红，目前累计分红金额已达 81.2 亿元，上市以来平均分红率约为 34.9%，2016 年分红率已达到 53%，位列行业前列，对应 2016 年分红日股价公司股息率约为 5.7%，位列汽车零部件板块第一。

图 10: 2009-2016 年华域汽车分红总额与分红率



数据来源: wind, 西南证券整理

图 11: 2009-2016 年华域汽车股息率 (%)



数据来源: wind, 西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设:

- 1) 汽车行业未来三年销量复合增速达到 5%;
- 2) 上汽集团未来三年营收复合增速约 9.9%。

表 4: 华域汽车收入与成本预测 (百万元)

	2016A	2017E	2018E	2019E
合计				
收入	124,295.8	134,263.9	145,919.0	159,714.7
YOY	36.41%	8.02%	8.68%	9.45%
成本	106,074.6	114,456.0	124,108.2	135,567.6
毛利率 (%)	14.66%	14.75%	14.95%	15.12%
内外饰件类				
收入	82,221.5	88,799.2	95,903.1	103,575.4
YOY	23.14%	8.00%	8.00%	8.00%
成本	70,523.4	76,189.7	82,093.1	88,557.0
毛利率 (%)	14.23%	14.20%	14.40%	14.50%
功能性总成件类				

	2016A	2017E	2018E	2019E
收入	25,564.8	26,331.8	27,648.4	29,860.2
YOY	8.44%	3.00%	5.00%	8.00%
成本	21,829.4	22,434.7	23,556.4	25,381.2
毛利率 (%)	14.61%	14.80%	14.80%	15.00%
金属成型和模具				
收入	6,594.9	6,726.8	6,861.3	6,998.5
YOY	1.88%	2.00%	2.00%	2.00%
成本	5,616.9	5,731.2	5,845.8	5,948.7
毛利率 (%)	14.83%	14.80%	14.80%	15.00%
电子电器件				
收入	3,253.0	4,228.9	5,286.1	6,343.3
YOY	29.98%	30.00%	25.00%	20.00%
成本	2,686.8	3,467.7	4,334.6	5,201.5
毛利率 (%)	17.40%	18.00%	18.00%	18.00%
热加工类				
收入	1,073.0	912.0	775.2	658.9
YOY	-21.03%	-15.00%	-15.00%	-15.00%
成本	887.7	747.9	627.9	533.7
毛利率 (%)	17.27%	18.00%	19.00%	19.00%
其他业务				
收入	5,588.7	7,265.3	9,444.9	12,278.3
YOY	32.98%	30.00%	30.00%	30%
成本	4,530.3	5,884.9	7,650.3	9,945.4
毛利率 (%)	18.94%	19.00%	19.00%	19.00%

数据来源: wind, 西南证券

5.2 相对估值

我们选取了汽车零部件蓝筹龙头及其他内饰件行业标的作为估值参考，分别为潍柴动力、上汽集团、威孚高科、一汽富维、宁波华翔、富奥股份。可比公司市值和估值如下表：

表 5：可比公司估值情况

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	市盈率 PE		
				TTM	2017E	2018E
600741.SH	华域汽车	727	661	11.8	11.1	10.2
	最高值	3651	3445	15.5	14.6	13.0
	平均值	772	696	13.8	12.4	10.7
	中位值	220	194	14.0	12.3	10.3
000338.SZ	潍柴动力	460	255	14.8	14.6	13.0
600104.SH	上汽集团	3651	3445	11.3	10.0	9.2

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	市盈率 PE		
				TTM	2017E	2018E
000581.SZ	威孚高科	220	194	12.2	11.8	10.6
600742.SH	一汽富维	78	78	15.5	12.3	10.3
002048.SZ	宁波华翔	112	97	14.0	13.1	10.7
000030.SH	富奥股份	109	106	14.9	12.6	10.5

数据来源：wind，西南证券整理

2017 年所选公司的平均估值为 12.4 倍，考虑到华域汽车内饰件龙头的行业地位，延锋江森海外未来的巨大成长空间，以及华域汽车的高股息率，给予公司 2017 年合理估值 14 倍，对应目标价 29.4 元，首次覆盖给予“买入”评级。

6 风险提示

汽车行业销量增速或不及预期；延锋江森海外资源整合或不及预期；上汽集团车型销量或不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	124295.81	134263.92	145918.98	159714.71	净利润	8582.33	9391.57	10469.08	11753.96
营业成本	106074.59	114456.01	124108.18	135567.59	折旧与摊销	2698.76	2829.28	2959.28	3064.92
营业税金及附加	548.85	1315.79	1430.01	1565.20	财务费用	-105.17	-716.18	-1046.80	-1484.23
销售费用	1529.05	1611.17	1751.03	1916.58	资产减值损失	180.50	143.43	161.96	152.70
管理费用	10174.95	10741.11	11673.52	12777.18	经营营运资本变动	6748.75	-2082.19	1327.78	1182.13
财务费用	-105.17	-716.18	-1046.80	-1484.23	其他	-6729.88	-3713.50	-3818.91	-3913.13
资产减值损失	180.50	143.43	161.96	152.70	经营活动现金流净额	11375.29	5852.42	10052.41	10756.35
投资收益	3513.10	3564.20	3664.20	3764.20	资本支出	-5557.97	-800.00	-800.00	-800.00
公允价值变动损益	7.49	-2.09	-4.33	-1.62	其他	3290.74	3562.10	3659.87	3762.58
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2267.22	2762.10	2859.87	2962.58
营业利润	9413.63	10274.70	11500.94	12982.28	短期借款	-48.28	-1519.16	0.00	0.00
其他非经营损益	447.15	408.02	447.24	417.38	长期借款	756.36	0.00	0.00	0.00
利润总额	9860.78	10682.73	11948.18	13399.66	股权融资	7130.58	0.00	0.00	0.00
所得税	1278.45	1291.16	1479.10	1645.70	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	8582.33	9391.57	10469.08	11753.96	其他	-6527.79	-1545.25	1046.80	1484.23
少数股东损益	2506.57	2780.29	3109.09	3477.37	筹资活动现金流净额	1310.88	-3064.41	1046.80	1484.23
归属母公司股东净利润	6075.76	6611.28	7359.99	8276.59	现金流量净额	10446.20	5550.11	13959.07	15203.16
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	29894.81	35444.92	49403.99	64607.15	成长能力				
应收和预付款项	29008.73	32875.88	35873.94	38899.60	销售收入增长率	36.41%	8.02%	8.68%	9.45%
存货	7343.10	7951.79	8652.76	9484.98	营业利润增长率	27.85%	9.15%	11.93%	12.88%
其他流动资产	1585.46	1572.10	1709.83	1898.65	净利润增长率	23.87%	9.43%	11.47%	12.27%
长期股权投资	11141.25	11141.25	11141.25	11141.25	EBITDA 增长率	30.74%	3.17%	8.28%	8.57%
投资性房地产	221.43	221.43	221.43	221.43	获利能力				
固定资产和在建工程	18029.02	16446.35	14733.69	12915.39	毛利率	14.66%	14.75%	14.95%	15.12%
无形资产和开发支出	2674.64	2267.61	1860.58	1453.54	三费率	9.33%	8.67%	8.48%	8.27%
其他非流动资产	7713.28	7673.69	7634.10	7594.51	净利率	6.90%	6.99%	7.17%	7.36%
资产总计	107611.71	115595.02	131231.57	148216.51	ROE	18.72%	17.67%	16.46%	15.60%
短期借款	1519.16	0.00	0.00	0.00	ROA	7.98%	8.12%	7.98%	7.93%
应付和预收款项	43476.14	45702.05	50068.56	54660.33	ROIC	51.90%	52.47%	59.40%	76.04%
长期借款	1282.67	1282.67	1282.67	1282.67	EBITDA/销售收入	9.66%	9.23%	9.19%	9.12%
其他负债	15490.10	15470.73	16271.69	16910.90	营运能力				
负债合计	61768.06	62455.45	67622.91	72853.90	总资产周转率	1.33	1.20	1.18	1.14
股本	3152.72	3152.72	3152.72	3152.72	固定资产周转率	9.79	9.41	10.94	13.32
资本公积	12685.79	12685.79	12685.79	12685.79	应收账款周转率	6.24	5.93	5.77	5.81
留存收益	20162.61	26773.89	34133.88	42410.48	存货周转率	15.75	14.29	14.33	14.38
归属母公司股东权益	38096.77	42612.40	49972.39	58248.99	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	116.37%	—	—	—
少数股东权益	7746.88	10527.17	13636.26	17113.63	资本结构				
股东权益合计	45843.65	53139.57	63608.66	75362.62	资产负债率	57.40%	54.03%	51.53%	49.15%
负债和股东权益合计	107611.71	115595.02	131231.57	148216.51	带息债务/总负债	9.07%	6.54%	6.04%	5.60%
					流动比率	1.31	1.49	1.66	1.83
					速动比率	1.17	1.33	1.51	1.68
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	1.93	2.10	2.33	2.63
					每股净资产	14.54	16.86	20.18	23.90
					每股经营现金	3.61	1.86	3.19	3.41
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
EBITDA	12007.22	12387.81	13413.43	14562.97					
PE	12	11	10	9					
PB	1.59	1.37	1.14	0.96					
PS	0.58	0.54	0.50	0.46					
EV/EBITDA	3.38	2.69	1.44	0.29					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn