

立讯精密 (002475.SZ)

果链龙头再起航，汽车、通信共驱成长

买入

核心观点

2023 年营收同比增长 8%，归母净利润同比增长 20%。公司 23 年营收 2319.05 亿元 (YoY +8.35%)；归母净利润 109.53 亿元 (YoY +19.53%)；扣非归母净利润 101.85 亿元 (YoY +20.65%)，消费电子业务依然贡献了主要的营收增量。1Q24 营收 524.07 亿元 (YoY +4.93%)，归母净利润 24.71 亿元 (YoY +22.45%)，净利率为 4.91% (YoY +0.71pct)，主要系：1) 集团通过数智化信息化平台降本增效带来的毛利率的提升；2) 联营企业投资收益增加；3) 人民币贬值对以出口为主的企业相对利好；4) 货币资金增加带来利息收入相应增加。此外，公司发布 1H24 业绩预告，预计实现归母净利润 52.27-54.45 亿元，同比增长 20-25%，扣非归母净利润预计 47.89-50.77 亿元，同比增长 15%-22%。

2023 年公司实现毛利率 11.58%，同比-0.61pct。2023 年公司实现毛利率 11.58% (YoY -0.61pct)，主要系低毛利的系统级组装产品营收占比提升，另外 2022 年底在高汇率下备库的库存于 1H23 实现销售。费用方面，公司通过数智化转型，对内部流程优化，实现人效提升和降本增效，2023 年销管研等运营费用率为 6.3% (YoY -0.41pct)，净利率 5.3% (YoY +0.4pct)。

深度布局高速互联产品，有望受益 AI 算力高速传输需求。23 年通讯互连业务营收 145 亿 (YoY +13.28%)，毛利率 15.8% (YoY +4.67pct)。通讯板块主要围绕数据中心与通信两大场景，打造核心零部件及系统级设计制造的双引擎。目前公司产品线涵盖：连接器和线缆、通讯射频、光互连、热管理及电源五个领域。在数据中心高速互联领域，公司协同头部芯片厂前瞻性为全球主流数据中心及云服务厂商制定 800G、1.6T 等下一代高速连接标准，部分细分领域产品如外部高速铜缆、线缆及连接器组件等，均已获客户高度认可。

汽车互联业务贡献了第二大营收增量。23 年公司汽车板块营收 92.52 亿元 (YoY +50.46%)，依托强大的智能制造平台及消费电子和通信领域深耕多年积累的产业能力，公司快速实现向汽车产业相关产品的跨界赋能，并基于与海内外头部主机厂和汽车品牌客户的深度战略合作伙伴关系，为汽车业务相关产品（高/低压线束、高速线束、充电枪、汽车连接器、智能座舱域控制器、液晶仪表、三合一电机系统、AR HUD、DMS 等）打开了广阔的市场空间。

投资建议：公司全面深度布局消费电子业务、汽车互联业务、通讯互联业务，并在 AI 算力、汽车智能化中都实现了精准卡位，我们长期看好公司发展，预计 24-26 年归母净利润为 133/172/205 亿元，基于相对估值，给予公司 24 年 20-22 倍 PE，目标价 36.95-40.64 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：大客户销量低于预期；汽车、通讯等新业务开拓低于预期。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	214,028	231,905	252,225	288,748	336,034
(+/-%)	39.0%	8.4%	8.8%	14.5%	16.4%
净利润(百万元)	9163	10953	13261	17184	20549
(+/-%)	29.6%	19.5%	21.1%	29.6%	19.6%
每股收益(元)	1.29	1.53	1.85	2.39	2.86
EBIT Margin	5.3%	5.0%	6.2%	6.8%	6.8%
净资产收益率 (ROE)	20.2%	19.5%	19.8%	21.4%	21.3%
市盈率 (PE)	21.4	18.0	14.9	11.5	9.6
EV/EBITDA	15.3	13.4	14.3	11.8	10.4
市净率 (PB)	4.32	3.50	2.96	2.46	2.05

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究·财报点评

电子·消费电子

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

证券分析师：周靖翔

021-60375402

zhoujingxiang@guosen.com.cn

S0980522100001

联系人：詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：叶子

0755-81982153

yezhi3@guosen.com.cn

S0980522100003

联系人：李书颖

0755-81982362

lishuying@guosen.com.cn

联系人：连欣然

010-88005482

lianxinran@guosen.com.cn

基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

收盘价

30.66 元

总市值/流通市值

220078/219600 百万元

52 周最高价/最低价

35.58/24.88 元

近 3 个月日均成交额

2732.76 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《立讯精密 (002475.SZ) - 三季度归母净利润预计同比增长 44%-74%》——2022-08-27

全球领先的智能制造平台型企业

通过内生增长及外延并购，公司成功捕捉智能手机、智能穿戴、智能汽车三大创新发展机遇

立讯精密成立于2004年，主要提供高速互连、声学、射频天线、无线充电、震动马达、通信基站相关产品的解决方案，同时也是智能穿戴、智能家居产品的系统制造商，具备完整的全球化布局、国际化生产、销售及研发的运营能力。

通过内生增长及外延并购，公司成功抓住了PC→智能手机→智能穿戴→智能汽车的创新发展机遇，逐步成长为智能制造平台型企业。公司营收从2010年的10.11亿元增长至2023年的2319.05亿元，CAGR达到51.9%；归母净利润从2010年的1.16亿元增长至2023年的109.53亿元，CAGR达到41.9%。公司总市值从2010年上市时的70亿元攀升至目前的2054亿元（截至2024年4月25日），其中2020年10月、2021年1月总市值一度超过4300亿元。

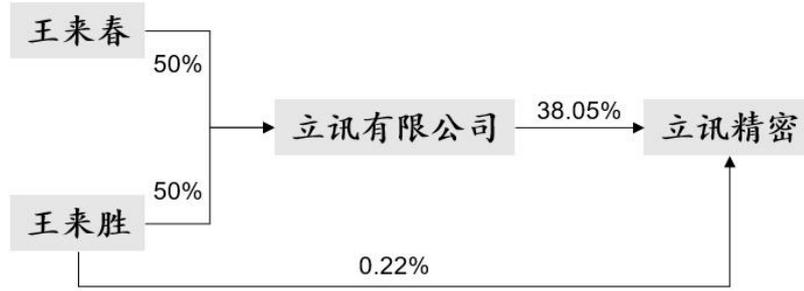
图1：公司内生增长及外延并购历程



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司股权集中，连续推出股权激励计划绑定管理团队和核心骨干。截至2024年年一季报，公司控股股东为香港立讯有限公司，持股38.05%；公司实际控制人为王来春、王来胜兄妹，合计持股38.27%。公司先后于2018年9月、2021年12月、2022年12月实施股票期权激励计划，绑定管理团队和核心骨干，彰显长期增长信心。

图2: 公司股权结构



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2010 年上市以来公司营收、归母净利润持续、高速增长

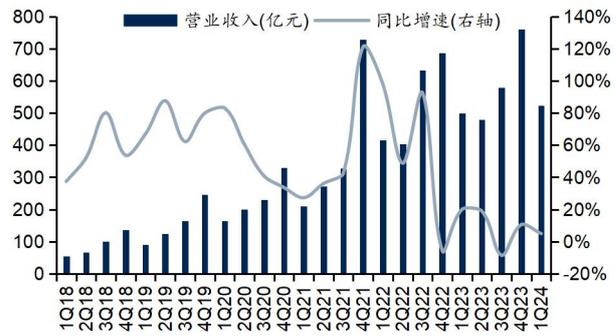
2010 年上市后公司业绩保持稳定高速增长。公司营收从 2010 年的 10.11 亿元增长至 2023 年的 2319.05 亿元 (CAGR: 51.9%), 归母净利润从 2010 年的 1.16 亿元增长至 2023 年的 109.53 亿元 (CAGR: 41.9%), 业绩保持稳定高速增长得益于公司围绕核心客户苹果抓住了智能手机 (2010–2016 年)、智能穿戴 (2017–2020 年) 两次电子行业的黄金发展机遇。1Q24 公司营收 524.07 亿元 (YoY +4.9%), 归母净利润 24.71 亿元 (YoY +22.5%), 净利润率为 4.91%, 较去年同期增加 0.71pct, 主要原因为 (1) 集团通过数智化信息化平台优化降本增效措施带来的毛利率的提升; (2) 联营企业投资收益增加; (3) 人民币贬值对以出口为主的企业相对利好; (4) 货币资金增加带来利息收入相应增加。

图3: 立讯精密营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



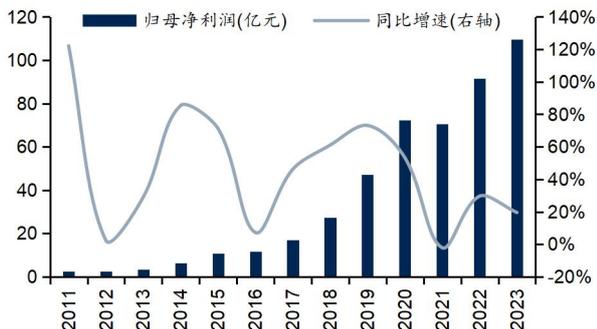
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 立讯精密单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



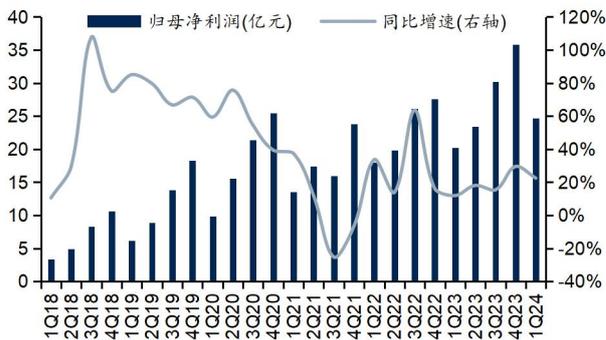
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 立讯精密归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 立讯精密单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

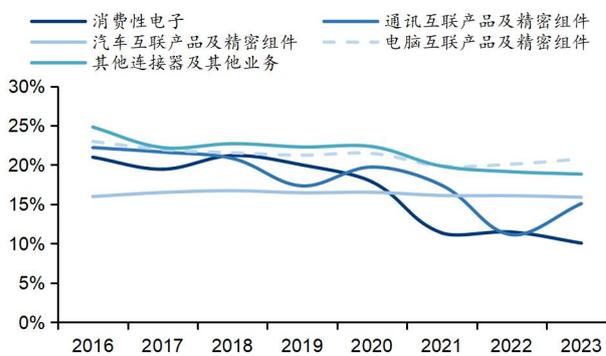
2023 年消费性电子营收占比接超 85%。公司主营业务可分为消费性电子、通讯互联产品及精密组件、汽车互联产品及精密组件、其他连接器及其他业务五大类，其中消费性电子营收占比从 2014 年的 36.34% 提升至 2020 年的 88.45%，随着汽车和通讯相关业务增速提升，2023 年占比下降到 85.03%。同时随着 AirPods、Apple Watch 等整机组装业务营收增长，消费性电子毛利率从 2014 年的 23.32% 下降至 2023 年的 10.06%。此外，2023 年通讯互联产品及精密组件、汽车互联产品及精密组件营收占比分别为 6.27%、3.23%、3.99%，毛利率分别为 15.08%、20.76%、15.89%。

图7: 公司分产品营业收入占比



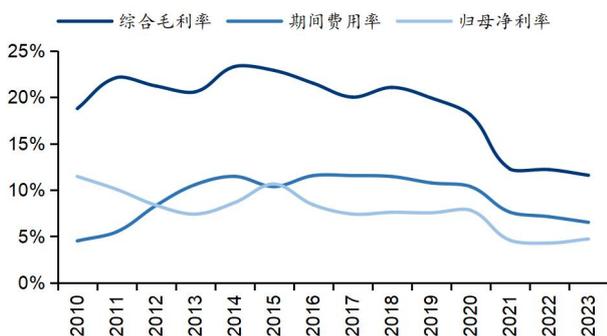
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司分产品毛利率水平

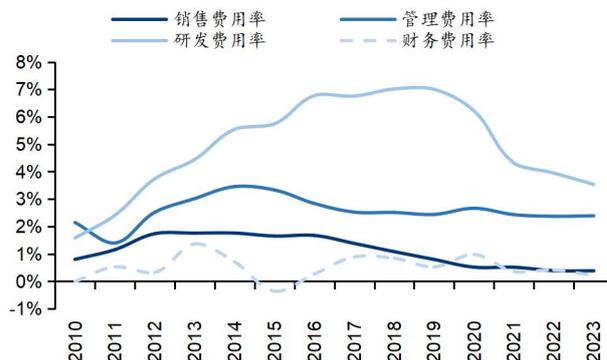


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2018-2021 年公司毛利率持续下滑，2022 年以来有所回升。公司毛利率从 2018 年的 21.05% 下降至 2023 年的 11.58%，主要系：1) AirPods、Apple Watch 等毛利率相对较低的系统级组装业务营收占比提升；2) 2021 年公司收购立铠精密，其毛利率水平相对较低等。

图9：公司综合毛利率、归母净利率、期间费用率


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司销售、管理、研发、财务费用率


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设条件：

消费性电子：2021-2023 年公司消费性电子营收 1346.38/1796.67/1971.83 亿元，对应毛利率分别为 11.36%/11.47%/10.06%。我们看好：1) 苹果 Apple Watch 出货量稳步增长，公司在 Apple Watch 整机组装中供应份额提升；2) 公司在苹果 iPhone 整机组装中供应份额提升；3) 苹果 MR 产品逐步成熟，成为下一代移动终端。基于此，我们预计 2024-2026 年公司消费性电子营收同比增长 6.0%/13.4%/16.1% 至 2089.24/2369.79/2751.20 亿元，对应毛利率预计为 11.8%/12.4%/12.5%。

通讯互联产品及精密组件：2021-2023 年公司通讯互联产品及精密组件营收 32.69/128.34/145.38 亿元，对应毛利率分别为 17.4%/11.1%/15.1%。AI、汽车智能化的发展对数据传输提出了更高的要求，公司逐步丰富自身产品系列，逐步成为数据与通信的多品类综合解决方案供应商。我们预计 24-26 年公司通讯互联产品及精密组件营收同比增长 15.0%/20.0%/20.0% 至 167.19/200.63/240.75 亿元，对应毛利率预计为 15.7%/16.2%/16.6%。

汽车互联产品及精密组件：2021-2023 年公司汽车互联产品及精密组件营收 41.43/61.49/92.52 亿元，对应毛利率为 16.1%/16.1%/15.9%。我们看好新能源汽车的快速普及为上游的精密电子器件及组件行业带来持续且大规模的增量需求，公司定位新型 Tier1 有望抓住汽车电动化、智能化过程中的供应链格局变迁机遇。我们预计 24-26 年汽车互联产品及精密组件营收同比增长 46.7%/31.6%/27.2% 至 135.73/178.62/227.21 亿元，对应毛利率预计为 16.5%/17.0%/17.5%。

电脑互联产品及精密组件：2021-2023 年公司电脑互联产品及精密组件营收 78.57/112.80/74.92 亿元，对应毛利率为 19.9%/20.3%/20.8%。随着公司 Mini LED SMT、金属结构件逐步导入苹果 iPad、MacBook 等产品，我们预计 24-26 年营收同比增长 23.1%/3.8%/-1.3% 至 92.26/95.77/94.50 亿元，对应毛利率预计为 20.3%/21.9%/19.7%。

表1：公司营业收入及毛利率预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	1539.46	2140.28	2319.05	2522.25	2887.48	3360.34
消费性电子	1346.38	1796.67	1971.83	2089.24	2369.79	2751.20
通讯互联产品及精密组件	32.69	128.34	145.38	167.19	200.63	240.75

汽车互联产品及精密组件	41.43	61.49	92.52	135.73	178.62	227.21
电脑互联产品及精密组件	78.57	112.80	74.92	92.26	95.77	94.50
其他连接器及其他业务	40.39	40.98	34.39	37.83	42.67	46.68
同比增速 (%)	66.4%	39.0%	8.4%	8.8%	14.5%	16.4%
消费性电子	64.6%	33.4%	9.7%	6.0%	13.4%	16.1%
通讯互联产品及精密组件	44.3%	292.6%	13.3%	15.0%	20.0%	20.0%
汽车互联产品及精密组件	45.7%	48.4%	50.5%	46.7%	31.6%	27.2%
电脑互联产品及精密组件	123.1%	43.6%	-33.6%	23.1%	3.8%	-1.3%
其他连接器及其他业务	96.8%	1.4%	-16.1%	10.0%	12.8%	9.4%
毛利率 (%)	12.3%	12.2%	11.1%	12.8%	13.4%	13.4%
消费性电子	11.4%	11.5%	10.1%	11.8%	12.4%	12.5%
通讯互联产品及精密组件	17.4%	11.1%	15.1%	15.7%	16.2%	16.6%
汽车互联产品及精密组件	16.1%	16.1%	15.9%	16.5%	17.0%	17.5%
电脑互联产品及精密组件	19.9%	20.3%	20.8%	20.3%	21.9%	19.7%
其他连接器及其他业务	19.8%	19.1%	18.8%	19.3%	19.1%	19.1%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

综上所述，我们预计 24-26 年公司营业收入分别同比增长 8.8%/14.5%/16.4% 至 2522.25/2887.48/3360.34 亿元，对应综合毛利率为 12.8%/13.4%/13.4%。我们预计 24-26 年公司期间费用率为 6.52%/6.45%/6.32%；预计 24-26 年公司归母净利润分别同比增长 21.07%/29.59%/19.58% 至 132.61/171.84/205.49 亿元。

表2：公司未来 3 年盈利预测表（单位：亿元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1539.46	2140.28	2319.05	2522.25	2887.48	3360.34
营业成本	1350.48	1879.29	2062.03	2200.18	2500.87	2909.11
销售费用	7.90	8.31	8.89	9.77	11.29	13.27
管理费用	37.42	50.76	55.43	60.47	68.91	80.36
研发费用	66.42	84.47	81.89	89.95	104.01	119.83
财务费用	5.55	8.83	4.83	4.35	1.91	-1.23
营业利润	81.67	111.54	128.60	155.97	202.04	241.60
利润总额	81.43	111.58	128.85	155.99	202.14	241.72
归母净利润	70.71	91.63	109.53	132.61	171.84	205.49
EPS (元)	1.00	1.29	1.54	1.85	2.39	2.86
ROE (%)	20.04%	19.85%	21.39%	19.85%	21.39%	21.31%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

估值及投资建议

我们选择苹果产业链企业歌尔股份、闻泰科技、水晶光电、环旭电子、领益智造、信维通信作为公司的可比公司。其中：

- **歌尔股份**：公司为客户提供精密零组件和智能硬件的垂直整合产品解决方案，以及相关设计研发和生产制造服务，主营业务包括精密零组件业务、智能声学整机业务和智能硬件业务。
- **闻泰科技**：公司半导体业务板块从事的主要业务系半导体和新型电子元器件的研发和制造业务；产品集成业务板块从事的主要业务系智能终端产品的研发和制造业务；光学业务板块从事的主要业务系光学模组的研发和制造业务。
- **水晶光电**：公司主要产品包括精密薄膜光学元器件、薄膜光学面板、半导体光学元件、汽车抬头显示器、新型显示组件、反光材料等，并广泛应用于智能手机、平板电脑、笔记本电脑、可穿戴设备等下游终端产品。

- **环旭电子**：公司在 SiP 领域位居行业领先地位，同时向国内外知名品牌厂商提供设计、生产制造、微小化、行业软硬件解决方案以及物料采购、物流与维修服务全方位 D (MS)² 服务。
- **领益智造**：公司主要业务涵盖材料、精密功能件及结构件、模组和精品组装业务全产业链，产品广泛应用于消费电子、新能源汽车、清洁能源、医疗、5G 通讯及物联网等领域。
- **信维通信**：公司主营业务包括天线及模组、无线充电及模组、EMI\EMC 器件、高精度连接器、被动元件等产品，可广泛应用于消费电子、智能汽车、物联网/智能家居、商业航空等领域。

表3: 可比公司估值比较 (股价为 2024 年 5 月 6 日数据)

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)				CAGR (23-26E)	PE (倍)				PEG (2024E)	总市值 (亿元)
			2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E		
002475	立讯精密	30.99	1.53	1.85	2.39	2.86	23.2%	20.23	16.77	12.94	10.83	0.72	2224
可比公司:													
002241	歌尔股份	26.49	0.32	0.62	0.85	1.02	47.4%	50.94	26.24	19.28	15.91	0.55	557
600745	闻泰科技	48.43	0.95	2.22	2.79	2.74	42.3%	34.07	14.55	11.61	11.82	0.34	402
002273	水晶光电	11.39	0.43	0.57	0.70	0.83	24.7%	34.26	25.90	20.94	17.65	1.05	205
601231	环旭电子	16.57	0.89	1.05	1.31	1.58	21.1%	16.91	14.32	11.49	9.53	0.68	333
002600	领益智造	4.63	0.29	0.33	0.45	0.55	23.7%	18.10	15.71	11.72	9.56	0.66	368
300136	信维通信	14.93	0.54	0.84	1.07	1.42	38.1%	35.81	23.11	17.98	13.59	0.61	187
均值			0.57	0.94	1.19	1.36	32.9%	31.68	19.97	15.50	13.01	0.65	-

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测 注: 可比公司盈利预测均基于 Wind 一致预期

我们看好公司消费电子板块继续深化与核心客户苹果的合作，相关产品在 iPhone、Apple Watch 等终端中实现份额及出货量的提升；同时看好公司把握汽车智能化的黄金发展机遇，打造新型 Tier1 供应平台。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 132.61/171.84/205.49 亿元，参考可比公司 Wind 一致预期下 2024 年 PE 均值 (19.97 倍)，考虑到公司是果链龙头，给予公司 2024 年 20-22 倍预期 PE，对应公司的合理估值区间为 2652-2917 亿元，对应 36.95-40.64 元/股，维持“买入”评级。

风险提示

估值风险

我们采取相对估值方法得出公司的合理估值在 36.95-40.64 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，加入了很多主观的判断：

- 1、可能由于对公司未来三年收入和利润增长估计偏乐观，导致未来三年 EPS 值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，通过 PE 估值的方式得到公司估值的合理区间，如果市场整体风险偏好发生变化、估值中枢向下调整，公司有可能面临估值下调的风险。

盈利预测风险

在盈利预测中，消费电子板块我们看好：1) 公司在 Apple Watch 整机组装中供应

份额提升；2) 公司在苹果 iPhone 整机组装中供应份额提升；3) 未来逐步导入苹果 MR 设备相关业务。汽车板块我们看好公司定位新型 Tier1 的前瞻布局，抓住汽车电动化、智能化过程中的供应链格局变迁机遇，将充分受益新能源汽车渗透率提升和智能化落地。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润同比增长 21.07%/29.59%/19.58%至 132.61/171.84/205.49 亿元。如果这些盈利预测的假设条件不成立，我们的盈利预测存在出现偏差的风险。

经营风险

1、单一客户依赖的风险。2021-2023 年，公司第一大客户销售额占比分别为 74.09%、73.28%、75.24%，占比增加。尽管相关客户在业内均属于顶尖客户，具有强大、领先的市场竞争力，且与公司保持了多年的稳定合作关系，但如果重要客户发生严重的经营问题，公司也将面临一定的经营风险。

2、子公司的管理风险。截至 2021 年末公司纳入合并范围的子公司共 88 家，随着经营规模的扩张，员工人数也不断增加，同时下属子公司逐步增多，组织机构和管理体系日趋复杂，对公司日常经营管理、相关投资决策及内部风险控制等方面提出了较大的挑战，如果公司不能及时提升经营管理水平和投资决策水平，则可能承担一定的管理风险。

3、海外投资风险。近年来，公司在中国台湾、中国香港、美国、越南等地通过新设、收购股权的方式取得多家子公司，其中联滔电子、香港立讯精密有限、台湾立讯等多家子公司均为境外注册公司。公司将利用境外子公司，积极开拓境外市场，推动公司产品在国际上的市场占有率，但海外投资受所在地政治经济环境影响较大，可能给公司未来的盈利带来一定的不确定性。

4、汇率波动风险。公司境外收入占营业收入比重较大，主要以美元结算，2021 年-2023 年，公司境外销售额分别为 14345285.02 万元、19380364.69 万元和 20675602.05 万元，分别占主营业务收入的 93.18%、90.55%和 89.16%。由于我国实行有管理的浮动汇率制度，汇率随着美元加息周期、经济环境的变化而波动，当汇率出现较大波动时，可能对公司的经营业绩会造成一定影响。

5、业务扩张风险。公司在消费电子领域持续扩大经营规模，并在电脑、汽车、通讯等领域建立了一定的产品和客户基础，经营主体较多且相对分散，公司在市场开拓、产品开发、生产管理以及财务规划等方面将面临一定的风险。

市场风险

1、宏观经济波动风险。公司主要提供高速互连、声学、射频天线、无线充电、震动马达、通信基站相关产品的解决方案，同时也是智能穿戴、智能家居产品的系统制造商。公司相关产品广泛应用于消费电子、通信及数据中心、汽车电子及医疗等领域，受宏观经济影响较大。如果宏观经济下行压力较大，将对公司产生一定的不利影响。

2、中美贸易摩擦引发的风险。2018 年以来，美国政府发布了一系列对中国产品加征关税的清单。公司产品以外销为主，与欧美、亚洲等各国家地区客户保持长期稳定合作，各国贸易政策的不确定性会对公司出口销售产生不利影响。公司受关税直接影响较小，且公司已通过境外设立生产基地、与客户进行定价协商等方式尽量减少了贸易摩擦的不利影响；但如果贸易摩擦不断升级扩大，公司经营仍不可避免会受到进一步的波及。

3、市场竞争风险。公司的高速互连、声学、射频天线、无线充电、震动马达、通信基站相关产品市场空间巨大，但同时也面临着激烈的行业竞争。一方面，行业

内国际领先公司在技术、渠道、知名度等方面具备一定的先发优势，另一方面，随着行业的持续发展，近年来国内也有部分企业快速成长，进一步加剧了行业的竞争程度。如果公司在新产品开发、技术研发或者销售渠道建设等方面出现战略失误，可能在市场竞争中市场份额下降，导致公司业绩出现下降。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	19367	33620	24360	29515	36842	营业收入	214028	231905	252225	288748	336034
应收款项	27424	24088	37271	36553	42366	营业成本	187929	205041	220018	250087	290911
存货净额	37363	29758	37231	43331	47648	营业税金及附加	476	535	487	622	716
其他流动资产	2784	3994	3944	4415	5393	销售费用	831	889	977	1129	1327
流动资产合计	88292	94228	105657	116751	135275	管理费用	5076	5543	6153	6997	8142
固定资产	46721	46787	53690	60480	66467	研发费用	8447	8189	8995	10401	11983
无形资产及其他	2696	2663	2557	2450	2344	财务费用	883	483	896	737	435
投资性房地产	8675	14081	14081	14081	14081	投资收益	998	1771	1153	1308	1411
长期股权投资	2000	4233	5241	6613	8151	资产减值及公允价值变动	(833)	(1109)	(740)	(447)	(383)
资产总计	148384	161992	181226	200375	226317	其他收入	603	971	486	569	612
短期借款及交易性金融负债	16144	23381	22500	21889	21490	营业利润	11154	12860	15597	20204	24160
应付款项	50302	46401	53132	60378	70269	营业外净收支	4	25	1	10	12
其他流动负债	8186	5053	8947	9188	9962	利润总额	11158	12885	15599	20214	24172
流动负债合计	74631	74835	84579	91455	101721	所得税费用	667	642	776	1005	1202
长期借款及应付债券	11895	14838	11871	8309	5817	少数股东损益	1328	1291	1562	2025	2421
其他长期负债	3074	2034	2198	2221	1936	归属于母公司净利润	9163	10953	13261	17184	20549
长期负债合计	14969	16872	14068	10530	7753	现金流量表 (百万元)					
负债合计	89600	91707	98647	101985	109474	净利润	10491	12243	14823	19209	22970
少数股东权益	13441	13975	15211	16807	18703	资产减值准备	704	402	210	144	161
股东权益	45343	56310	66808	80351	96439	折旧摊销	7405	9853	5132	5951	6755
负债和股东权益总计	148384	161992	180666	199143	224615	公允价值变动损失	833	1109	740	447	383
关键财务与估值指标						财务费用	883	483	896	737	435
每股收益	1.29	1.53	1.85	2.39	2.86	营运资本变动	(5637)	(3347)	(9607)	1802	(568)
每股红利	0.25	0.35	0.38	0.51	0.62	其它	(1951)	6863	(1432)	(1311)	(1122)
每股净资产	6.39	7.88	9.31	11.19	13.44	经营活动现金流	12728	27605	10762	26980	29014
ROIC	26%	21%	22%	25%	27%	资本开支	(13584)	(11387)	(12878)	(13226)	(13179)
ROE	20%	19%	20%	21%	21%	其它投资现金流	258	(8172)	(1091)	(1457)	(1626)
毛利率	12%	12%	13%	13%	13%	投资活动现金流	(13326)	(19560)	(13970)	(14683)	(14805)
EBIT Margin	5%	5%	6%	7%	7%	权益性融资	833	547	0	0	0
EBITDA Margin	9%	9%	8%	9%	9%	负债净变化	4180	2833	(2408)	(2889)	(2023)
收入增长	39%	8%	9%	14%	16%	支付股利、利息	(1797)	(2531)	(2763)	(3640)	(4461)
净利润增长率	30%	20%	21%	30%	20%	其它融资现金流	4939	3221	(881)	(611)	(399)
资产负债率	69%	65%	63%	60%	57%	融资活动现金流	8156	4070	(6052)	(7141)	(6882)
息率	0.9%	1.3%	1.4%	1.8%	2.3%	现金净变动	8391	12372	(9260)	5156	7327
P/E	21.4	18.0	14.9	11.5	9.6	货币资金的期初余额	8922	17312	29684	20424	25580
P/B	4.3	3.5	3.0	2.5	2.1	货币资金的期末余额	17312	29684	20424	25580	32907
EV/EBITDA	15.3	13.4	14.3	11.8	10.4	企业自由现金流	0	6244	(2534)	13069	14821
						权益自由现金流	0	12298	(6675)	8868	11987

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032