

国机汽车（600335）首次覆盖报告

战略转型，开启科工贸金一体化新篇章 买入（首次）

2017年6月30日

投资要点：

■ **国机汽车是国内最大的进口车综合服务商。**公司深耕进口车服务领域二十余年，已形成一条成熟的进口车服务产业链，为进口车厂商提供咨询、报关、协助认证、物流分销等服务。公司服务的品牌包括克莱斯勒、大众、捷豹路虎、通用、福特、特斯拉、保时捷、林肯等。近年来公司向零售、后市场、融资租赁等领域持续扩张，构建“批发+零售”业务模式，优化收入结构，着力打造多元化的汽车综合服务平台。2016年公司实现营业收入506亿（同比-21.2%），降幅较2015年有所收窄；实现净利润6.1亿（同比+27.7%），盈利能力显著提升。

■ **进口车市场回暖+龙头地位稳固，公司主营业务收入拐点确立。**进口车市场迎来触底回升。过去几年市场规模高速增长，导致供大于求，库存压力不断上升，库存深度在2015年到达最高位，形成供需双降局面。受到去库存、购置税减半优惠等政策利好，进口汽车产销量于2016年底企稳回升，公司主营业务迎来收入拐点，开启上升通道。公司龙头地位稳固，批售进口汽车的市场占有率不断提升，从2006年的2.5%增长到2014年的22%。同时，零售及后市场等较高毛利业务稳步推进。

■ **新管理层提出战略转型，公司向科工贸金四位一体的产销实业集团目标迈进。**1）工业：与国机集团旗下其他子公司合资设立新能源汽车公司国机智骏，布局新能源制造产业链。新公司已完成团队组建，享有政策补贴，力争通过3-5年实现年产10万辆新能源乘用车的产能，最终达到年产30万辆新能源乘用车。2）贸易：维持进口车服务龙头地位，不断开发增量客户。服务模式推陈出新，打造总对总平行进口新业务模式。3）金融：发展融资租赁业务，抢占汽车金融市场先机。2016年定增项目中5亿元募集资金将投入租赁中高端消费市场，公司有望享受消费升级红利增厚业绩。

■ **作为国机集团唯一的汽车行业资本运作平台，公司近年来在集团内不断吸纳优质资产，同时开展对外投资。**公司控股股东国机集团是隶属于国资委的世界500强央企，拥有40家全资及控股子公司，9家上市公司，市场遍布全球170多个国家和地区。作为集团下唯一的汽车行业资本运作平台，按照集团资产证券化的战略目标，国机汽车近年来不断吸收合并集团的优质资产，整体实力逐渐增强。

■ **投资建议：**预计公司2017/18/19年EPS分别为0.82/0.97/1.11元（2016年为0.6元）。当前股价11.96元，分别对应2017/18/19年15/12/11倍PE。由于进口车市场回暖，公司主营业务收入迎来上升通道，转型目标和思路明确，科工贸金一体化将带来协同效应，公司收入和利润有望持续增长。我们认为公司合理估值为2017年20倍PE，首次给予“买入”评级，对应目标价17元。

■ **风险提示：**1）进口汽车销量回升幅度低于预期，库存压力持续上升。2）新能源汽车制造进展不顺利。3）新业务开展低于预期。

首席证券分析师 高登

执业资格证书号码：S0600516070003

gaod@dwzq.com.cn

010-66573557

研究助理 陈斯竹

chenszh@dwzq.com.cn



市场数据（2017年6月30日）

收盘价（元）	11.96
市盈率（2016）	20.06
市净率（2016）	1.75
流通A股市值（百万元）	10311

基础数据（2016）

每股净资产（元）	6.82
资产负债率（%）	67.71
总股本（百万股）	1,030
流通A股（百万股）	862

目 录

1. 背靠国机集团的汽车综合服务公司	4
2. 行业回暖+龙头地位稳固，主营业务企稳回升.....	5
2.1. 进口车市场迎来触底回升	5
2.2. 龙头地位稳固，各项业务稳步推进	6
3. 开启科工贸金四位一体的新篇章	6
3.1. 董事长变更，确立公司转型目标	6
3.2. 工业：设立新能源汽车公司，切入制造业领域	7
3.3. 贸易：维持龙头地位，创新服务模式	8
3.4. 金融：发展融资租赁业务，抢占汽车金融市场先机	8
4. 近年来集团内优质资产不断注入	9
4.1. 资产整合与外延并购	9
4.2. 国机集团汽车板块相关业务	10
5. 盈利预测与投资建议	12
6. 风险提示	14

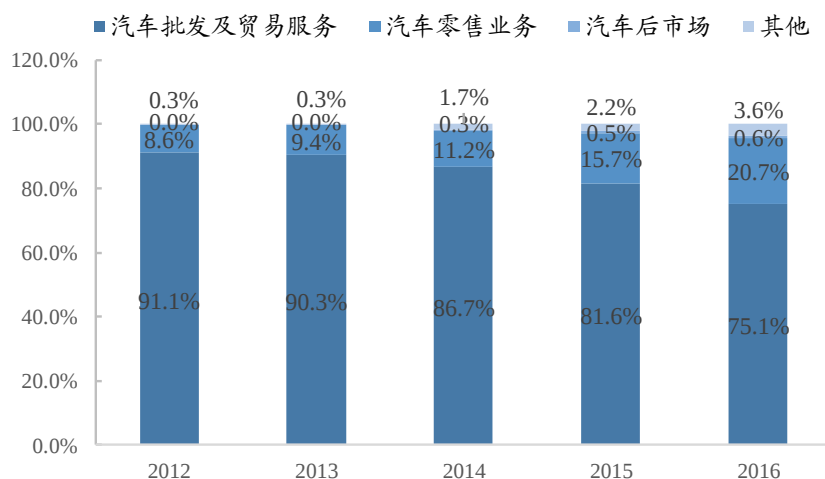
图目录

图 1: 国机汽车各项业务收入占比.....	4
图 2: 2012-2016 公司营业收入及增速	4
图 3: 2012-2016 公司归母净利润及增速.....	4
图 4: 公司进口车服务产业链.....	5
图 5: 2009-2017 年海关进口量 (万辆)	5
图 6: 2012-2017 年进口汽车市场 AAK 销量 (万辆)	5
图 7: 2013-2017 年 4 月进口车市场累计库存深度.....	6
图 8: 批售进口汽车市场份额	6
图 9: 主要业务毛利率对比.....	6
图 10: 公司转型目标.....	7
图 11: 国机智骏汽车有限公司股权结构	7
图 12: 新业务模式.....	8
图 13: 汽车租赁市场规模 (亿元)	9
图 14: 国机汽车吸收合并集团内汽车相关业务	9
图 15: 公司对外投资事件.....	10
图 16: 中汽工程财务数据 (亿元)	10
图 17: 中汽工程主要客户	11
图 18: 中国电器院主要合作单位.....	12
图 19: 分业务收入预测.....	12
图 20: 盈利预测表.....	13
图 21: 同行业公司对比.....	13

1. 背靠国机集团的汽车综合服务公司

公司是国机集团旗下的大型汽车综合服务企业，主要从事进口车批发贸易业务，服务品牌包括特斯拉、保时捷、捷豹路虎、克莱斯勒、大众、通用、福特等。2014 年公司批售进口汽车的市场占有率为 22%，在进口汽车贸易服务领域内处于领先地位。公司近年来向零售、后市场、融资租赁等领域持续扩张，构建“批发+零售”业务模式，优化收入结构，着力打造多元化的汽车综合服务平台。

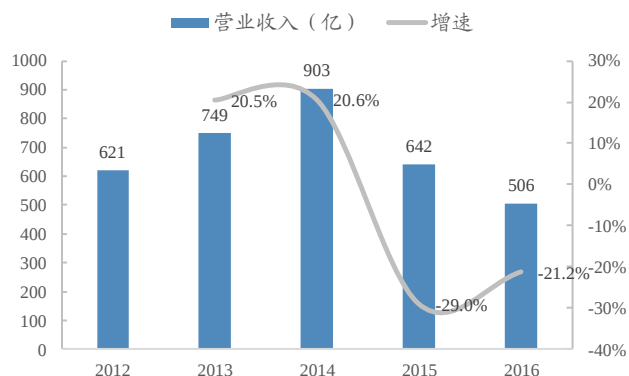
图 1：国机汽车各项业务收入占比



资料来源：Wind，东吴证券研究所

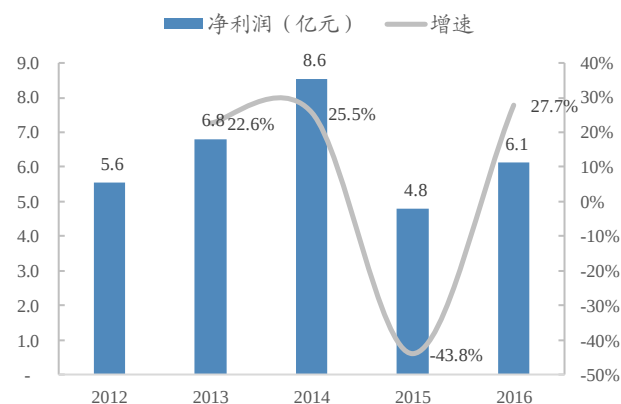
公司收入结构调整，净利润企稳回升。2015 年，受进口车市场低迷、汇兑损失以及天津 812 爆炸事故等不利因素影响，公司收入和利润双双下滑。2016 年，公司业务结构继续调整，盈利能力企稳回升：实现营业收入 506 亿（同比-21.2%），降幅较 2015 年有所收窄；实现净利润 6.1 亿（同比+27.7%），盈利显著回升。

图 2：2012-2016 公司营业收入及增速



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：2012-2016 公司归母净利润及增速

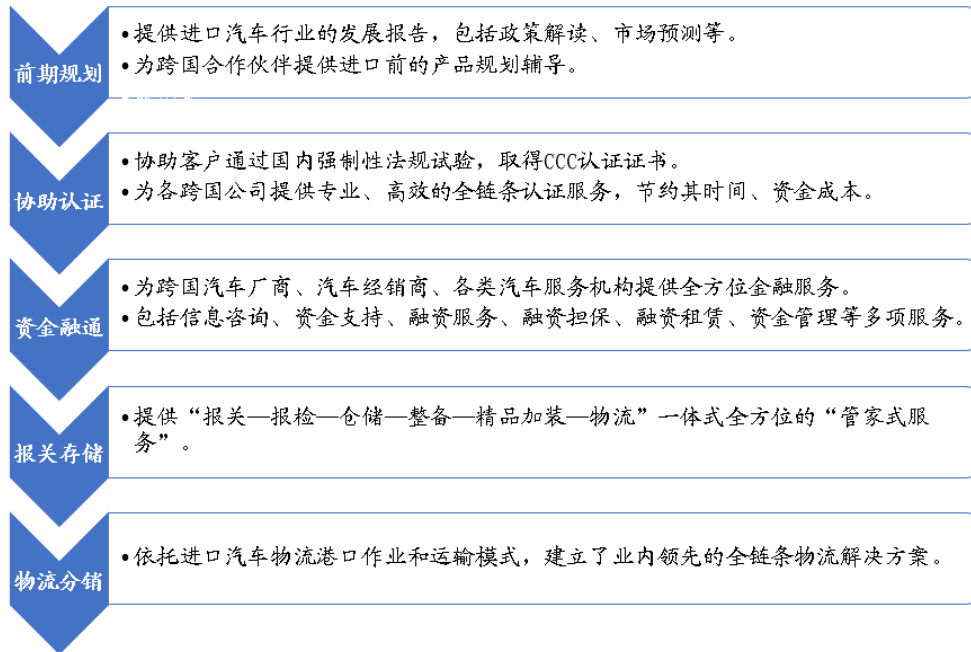


资料来源：Wind，东吴证券研究所

立足天津港，公司形成一条完整的进口车服务产业链。公司深耕进

口车服务领域二十余年，经验丰富，形成一条完整的进口服务产业链，包括：1) 前期业务，公司向跨国汽车厂商提供产品规划与咨询服务。2) 中期业务，公司利用自身专业优势协助认证、完成商检、报关等程序。3) 后期业务，公司为经销商提供资金融通、物流分销等服务。

图 4：公司进口车服务产业链



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

2. 行业回暖+龙头地位稳固，主营业务企稳回升

2.1. 进口车市场迎来触底回升

进口车市场有回暖趋势。2009-2014 年进口车市场规模迅速扩张，数量高速增长，进口量增速长期高于销量增速导致库存深度在 2015 年到达最高位。受购置税减半优惠等政策利好刺激，2016 年汽车市场产销增幅提高，汽车进口量于 2016 年年底企稳回升。2017 年 1-4 月，汽车进口量达到 35.6 万辆，同比增长 15.1%。需求方面下滑趋势也有所扭转，进口汽车市场 AAK 销量在今年前 4 月同比增加 3.2%。

图 5：2009-2017 年海关进口量（万辆）

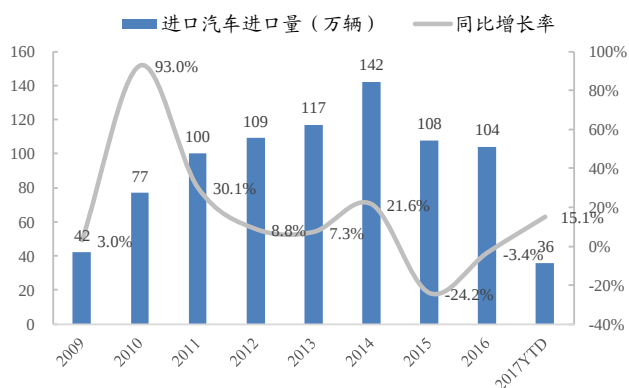
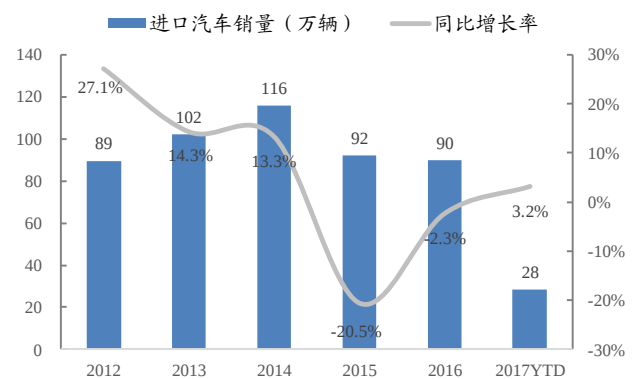


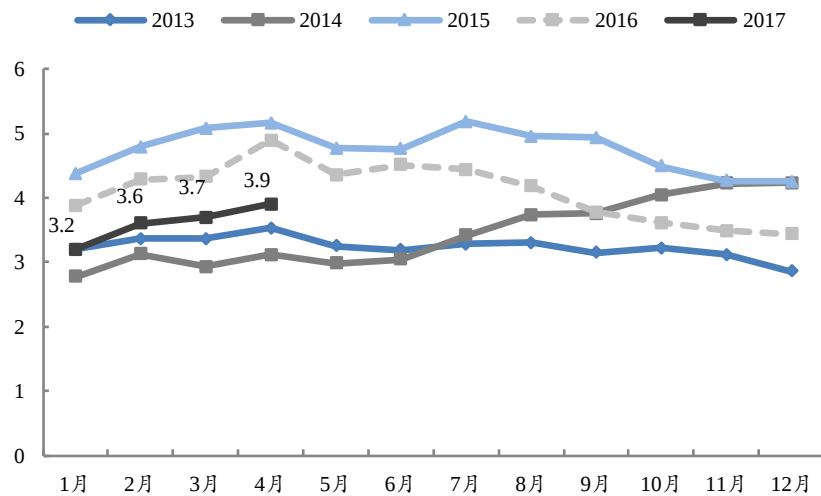
图 6：2012-2017 年进口汽车市场 AAK 销量（万辆）



资料来源：中国进口汽车市场数据库，东吴证券研究所

资料来源：汽车工业协会，东吴证券研究所

图 7: 2013-2017 年 4 月进口车市场累计库存深度

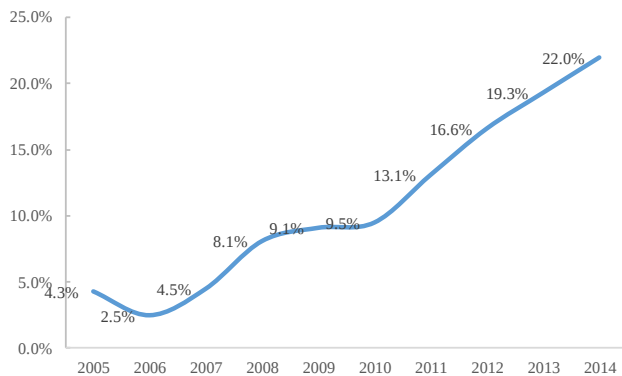


资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

2.2. 龙头地位稳固, 各项业务稳步推进

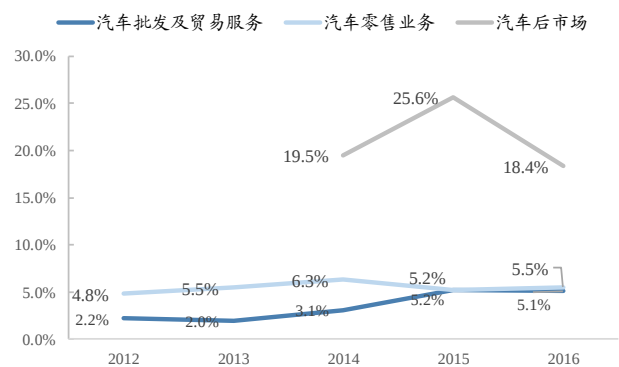
公司是进口车批发服务的龙头, 零售及后市场业务稳步推进。公司批售进口汽车的市场占有率不断提升, 从 2006 年的 2.5% 增长到 2014 年的 22.0%, 龙头地位稳固。除批发业务之外, 公司还积极开发附加价值和毛利较高的零售和后市场业务。零售业务主要是通过参控股 4S 店, 依托批发资源, 以销售豪华车为主, 形成协同效应。

图 8: 批售进口汽车市场份额



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 9: 主要业务毛利率对比



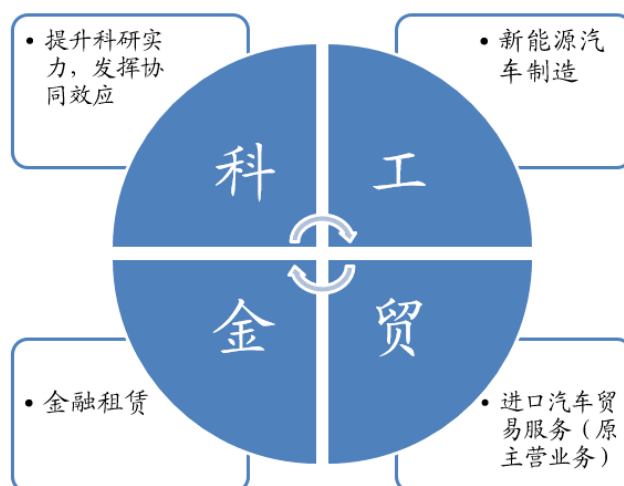
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 开启科工贸金四位一体的新篇章

3.1. 董事长变更, 确立公司转型目标

2016 年 8 月, 公司董事会人员发生变更, 新任董事长陈有权曾是国机集团下另一子公司中国汽车工业工程有限公司的董事长, 在汽车工程建设的技术方面拥有丰富经验。新一届公司管理层提出转型目标: 从单一的进口车贸易服务商转型为科工贸金四位一体的产销实业集团。

图 10: 公司转型目标



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.2. 工业: 设立新能源汽车公司, 切入制造业领域

设立新能源汽车子公司, 布局新能源制造产业链。2017 年 3 月, 国机汽车出资 3.2 亿元与国机资本、中机国际和中国电器院等投资设立新能源汽车公司国机智骏。新公司注册资本 8 亿人民币, 公司持股 40%。其中, 国机资本、中机国际和中国电器院皆为国机集团旗下子公司。国机智骏将整合中外研发资源, 掌握电池、电机、电控三电核心技术, 建设电动化、轻量化、智能化和网联化, 是公司进军新能源产业链最重要的一步。

新公司优势明显, 目标明确。1) 新任董事长引入国内顶尖技术人员, 完成团队组建。2) 基地落户于江西赣州, 是国家点对点扶贫项目, 获得当地政府和政策补贴共计约 10 亿现金支持。3) 公司混合所有制股权激励团队积极性。4) 力争通过 3-5 年实现年产 10 万辆新能源乘用车的产能, 最终达到年产 30 万辆新能源乘用车。

图 11: 国机智骏汽车有限公司股权结构

序号	股东	出资额 (万元)	持股比例 (%)
1	国机汽车	32,000	40%
2	国机资本	13,600	17%
3	深圳国基	12,000	15%
4	欣盛鑫	12,000	15%
5	中国电器院	5,600	7%
6	中机国际	2,400	3%
7	上海龙创	2,400	3%

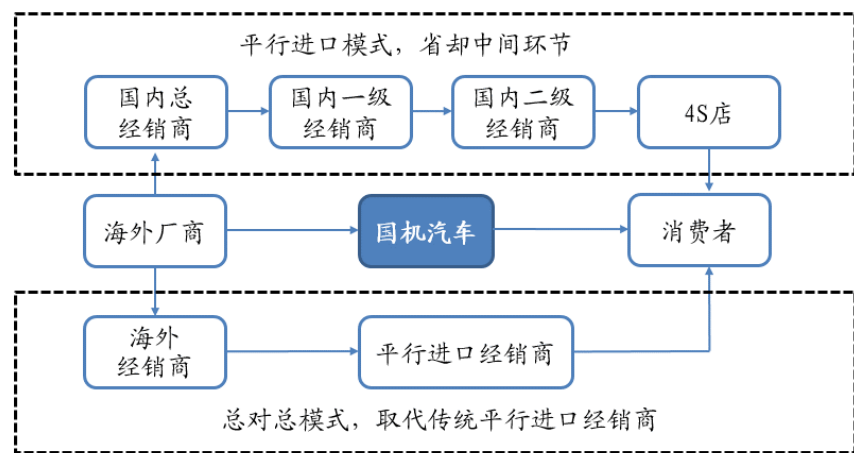
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.3. 贸易：维持龙头地位，创新服务模式

维持进口车服务龙头地位，不断开发增量客户。2014 年公司完成 Tesla Model S 的 3C 认证，成为特斯拉进入中国市场以来稳定的合作对象，为其提供认证、报关、仓储、物流等服务。2017 年在续签原有客户捷豹路虎、克莱斯勒、大众、福特等基础上，公司又获得保时捷港口服务总包、克莱斯勒进口车包销以及林肯港口独家服务、广菲克国产车物流服务项目。

服务模式推陈出新。公司打造总对总平行进口业务模式。平行进口指贸易商直接从海外市场购买并引入中国市场进行销售，省去了国内总经销商以及各级经销商等中间环节，价格通常会便宜 10%-20%。总对总模式则使得公司可以直接向国外厂商提货，同时直接向消费者提供售后服务，公司在其中起到实质上经销商的作用，凭借良好的品牌效应带动公司在批发和零售两大市场的发展。

图 12：新业务模式

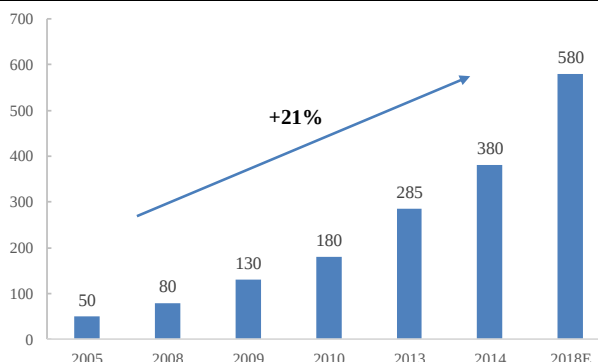


资料来源：东吴证券研究所整理

3.4. 金融：发展融资租赁业务，抢占汽车金融市场先机

中国汽车金融渗透率在全球处于低位，汽车租赁市场规模快速增长。根据汽车流通协会数据，2014 年中国汽车金融渗透率在 20%，对比同时期的美国/德国/印度 81%/64%/65%，全球平均水平 70%，我国汽车金融市场还有很大上升空间。根据德勤发布的《2015 年中国汽车金融白皮书》，整个汽车租赁市场规模预计到 2018 年将达到 580 亿元。2014-2018 年 CAGR 达到 11.15%。

图 13: 汽车租赁市场规模 (亿元)



资料来源: 德勤《2015 中国汽车金融白皮书》, 东吴证券研究所

凭借低融资成本优势, 推进各项融资租赁业务。1) 公司凭借母公司国机集团大央企的优势, 以较低融资成本推进业务。2) 2015 年, 公司与全资子公司中进香港投资设立了汇益融资租赁(天津)有限公司。2016 年汇益融资全年实施项目 20 个, 融资规模约 20 亿元, 在传统回租业务的基础上, 开拓外币、保理等创新业务。3) 公司与特斯拉、宝马、江淮等电动汽车厂商合作租赁与分时租赁业务, 推进“互联网+”战略等多项创新措施。

定增加码, 拓展租赁中高端消费市场。在公司 2016 年定增项目中, 有 5 亿元募集资金将投入汽车租赁项目, 用于为专业做汽车租赁的中进汽服(国机汽车全资子公司)采购 1400 辆租赁车辆, 主要为中高端品牌车型, 包括奔驰、宝马、奥迪等, 此举将满足汽车租赁市场中的中高端消费者需求, 公司有望享受消费升级红利增厚业绩。

4. 近年来集团内优质资产不断注入

4.1. 资产整合与对外投资

作为国机集团唯一的汽车行业资本运作平台, 公司在集团内不断吸纳优质资产, 向外进行外延扩张。公司控股股东国机集团是隶属于国资委的世界 500 强央企, 拥有 40 家全资及控股子公司, 9 家上市公司, 市场遍布全球 170 多个国家和地区。作为集团下唯一的汽车行业资本运作平台, 国机汽车近年来不断吸收合并集团的优质资产。集团最终目标是实现集团主要经营性资产全面进入资本市场。

图 14: 国机汽车吸收合并集团内汽车相关业务

时间	事件	备注
2012	中汽进出口整体吸收合并中汽凯瑞。	
2013	1) 国机汽车发展取得国机丰盛 65% 股权。 2) 发行股份购买 100% 中汽进出口股权。	1) 国机汽车发展: 国机汽车新设全资子公司。 2) 国机丰盛: 国机集团旗下公司。 3) 中汽进出口: 国机集团旗下公司。
2014	1) 中进汽贸接受浦发机械持有的国机财务 2.73% 股权, 持股比例增至 8.18%。 2) 中进汽贸参股国机集团及国机集团	1) 中进汽贸: 国机汽车子公司。 2) 国机财务: 国机集团旗下公司。

	子公司共同出资发起的国机资本，持股比例 2.53%。	
2017	1) 联合国机资本、中机国际、中国电器院以及其他社会资本，投资设立国机智骏。 2) 中进进口收购国机资产持有的天津中汽 100%股权。	1) 国机资本、中机国际、中国电器院：国机集团旗下公司。 2) 中进进口：国机汽车全资子公司。 3) 国机资产：国机集团旗下公司。

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图 15：公司对外投资事件

时间	事件
2012	1) 子公司中进汽贸收购内蒙古中进利丰汽车销售服务有限公司 50%股权。 2) 子公司中进汽贸收购宁波中进明星汽车销售服务有限公司 60%股权。
2013	子公司中进汽贸服务有限公司增资天津良好，增资完成后持有其 70% 股权。
2014	1) 完成对长三角区域经销商——宁波宁兴汽车投资有限公司 51%的股权收购。 2) 在车联网业务领域，公司与四维图新成立合资公司——北京图新智盛信息技术有限公司，成为进口大众车联网运营服务提供商。

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2. 国机集团汽车板块相关业务

1) 中汽工程：工程系统服务商

中汽工程是国内最强的大型机械工业设计院，主要为合资企业和国内各大汽车集团提供技术服务。公司拥有国家颁发的工程勘察、设计、咨询、制造、监理、环评等甲级资质证书 26 项，涉足领域广泛，包括工程机械、矿山机械、医药、电子、电力、民用建筑等行业的工程设计、铸造工艺设计、铸造装备的供货、工业炉项目，成功承接了奔驰、宝马、路虎（捷豹）、大众、沃尔沃、通用等世界知名品牌的国内合资项目。

图 16：中汽工程财务数据（亿元）

单位：亿元	2012	2013	2014	2015
总资产	43.02	51.55	58.67	68.92
净资产	10.76	10.35	16.63	19.28
营业收入	29.57	29.57	41.08	42.42
净利润	2.54	1.73	1.88	2.10

资料来源：公司官网，东吴证券研究所

图 17：中汽工程主要客户



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

2) 中机国际：有影响力的商业会展公司

公司主要从事商务会展和国际贸易业务。每年在国内 30 多个大中城市举办 40 多个大型展会。汽车整车及零配件展展览面积超过 10 万平米的展会超过 7 个，获得多项荣誉，已经发展成为中国会展界规模最大、实力最强的中央企业。公司还从事汽车整车、零部件以及其它机电类产品的进出口贸易，市场范围遍及亚洲、欧洲、拉丁美洲和非洲等众多国家和地区。

3) 中国电器院：集科研开发、国家检测、科技产业服务为一体的国家级研究所

公司研发实力雄厚，拥有各项领先资质，技术与国际接轨。公司获得 4300 多项科技成果，授权专利 238 项，拥有超亿元的世界一流的科研仪器设备；拥有工业产品环境适应性国家重点实验室、国家创新型企业、国家级国际科技合作示范基地；与美国、德国、日本、韩国等 30 多个国家开展国际科技合作。主要业务领域包括科技服务业务（CVC 威凯）和科技产业业务（kinte 擎天），应用行业涉及广泛，包括家用电器、电器附件、照明产品、玩具与儿童用品、汽车及其零部件、电池、材料、压缩机、电机、电焊机、内燃机等行业。

图 18: 中国电器院主要合作单位



资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

预计公司 2017/18/19 年 EPS 分别为 0.82/0.97/1.11 元(2016 年为 0.60 元)。当前股价 11.96 元, 分别对应 2017/18/19 年 15/12/11 倍 PE。

由于进口车市场回暖, 公司主营业务收入迎来上升通道, 转型目标和思路明确, 拓展零售、融资租赁等高毛利产品, 科工贸金一体化将带来协同效应, 公司收入和利润有望持续增长。我们认为公司合理估值为 2017 年 20 倍 PE, 首次给予“买入”评级, 对应目标价 17 元。

图 19: 分业务收入预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
汽车批发及贸易服务					
营业收入(百万元)	52,108	37,768	44,189	49,491	52,956
增速(%)	13.00%	-27.52%	17.00%	12.00%	7.00%
毛利(百万元)	2,725	1,919	2,240	2,425	2,489
毛利率(%)	5.23%	5.08%	5.07%	4.90%	4.70%
汽车零售服务					
营业收入(百万元)	10,026	10,415	13,227	15,608	17,637
增速(%)	25.00%	3.88%	27.00%	18.00%	13.00%
毛利(百万元)	519	574	714	827	899
毛利率(%)	5.18%	5.51%	5.40%	5.30%	5.10%
汽车后市场					
收入(百万元)	310	303	348.45	383.295	413.9586
增速(%)	2.00%	-2.26%	15.00%	10.00%	8.00%

毛利（百万元）	79	56	63	65	66
毛利率（%）	25.63%	25.65%	25.50%	25.50%	25.50%
其他收入					
收入（百万元）	1,720	2,099	2,854	4,082	6,082
增速（%）	22.00%	22.04%	36.00%	43.00%	49.00%
毛利（百万元）	402	476	614	863	1241
毛利率（%）	23.39%	22.70%	21.50%	21.15%	20.40%
营业总收入					
收入（百万元）	64,164	50,585	60,618	69,564	77,088
增速（%）	-29.00%	-21.00%	20.00%	14.00%	10.00%
毛利（百万元）		3,025	3,631	4,181	4,695
毛利率（%）	5.80%	5.98%	5.99%	6.01%	6.09%

资料来源：Wind，东吴证券研究所

图 20：盈利预测表

项目/年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	64,164	50,585	60,618	69,564	77,088
增长率 YoY%	(28.98)	(21.16)	19.84	14.76	10.82
净利润(百万元)	481	614	847	997	1,147
增长率 YoY%	(43.79)	27.72	37.97	17.75	15.03
毛利率%	5.81	5.98	5.99	6.01	6.09
ROE(%)	8.7	8.7	10.8	11.2	11.5
每股收益 EPS(元)	0.47	0.60	0.82	0.97	1.11
P/E	26	20	15	12	11
P/B	2.2	1.8	1.6	1.4	1.2

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 21：同行业公司对比

代码	公司	16PE	17PE (E)	18PE (E)	19PE (E)
600335	国机汽车	20	15	12	11
600297	广汇汽车	17	14	11	9
002607	亚夏汽车	74	22	19	20
600327	大东方	24	19	17	15
600386	北巴传媒	60	34	24	19
平均		39	21	17	15

资料来源：Wind 一致预期，东吴证券研究所

6. 风险提示

1) 进口车销量低于预期。由于 2016 年受到去库存和购置税的政策利好，行业回暖趋势有一定体现，我们判断进口车行业将进入上升通道，但仍然存在库存压力上升，销量回升不明显的可能性。

2) 新能源汽车推广低于预期。公司未来的一个重要发展方向是研发制造并销售新能源汽车，最新的车型将于 18 年上市，但可能受成本、技术等因素制约，项目进展不如预期顺利。

3) 汽车新业务开展低于预期。公司在拓展汽车金融租赁、零售市场方面可能受到整个汽车行业景气度的影响，收入不达预期。

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	17,131	21,358	24,400	26,946	营业收入	50,585	60,618	69,564	77,088
现金	5,177	6,062	6,956	7,709	营业成本	47,562	56,985	65,384	72,391
应收款项	964	1,176	1,350	1,496	营业税金及附加	57	91	104	116
存货	7,799	10,371	11,900	13,175	营业费用	588	909	1,043	1,156
其他	3,191	3,749	4,194	4,567	管理费用	596	909	1,043	1,156
非流动资产	5,014	5,066	5,127	5,157	财务费用	199	291	348	401
长期股权投资	109	109	109	109	投资净收益	43	40	30	25
固定资产	1,479	1,499	1,560	1,634	其他	-844	-226	-163	-136
无形资产	713	714	714	715	营业利润	783	1,247	1,508	1,757
其他	2,714	2,744	2,744	2,699	营业外净收支	19	-2	-20	-24
资产总计	22,145	26,423	29,527	32,104	利润总额	802	1,245	1,488	1,733
流动负债	12,647	16,079	18,185	19,615	所得税费用	249	399	491	586
短期借款	766	4,883	5,340	5,391	少数股东损益	-61	-	-	-
应付账款	1,685	1,710	1,962	2,172	归属母公司净利润	614	847	997	1,147
其他	10,196	9,486	10,884	12,052	EBIT	1,062	1,536	1,836	2,134
非流动负债	2,348	2,348	2,348	2,348	EBITDA	1,083	1,047	1,238	1,427
长期借款	125	125	125	125					
其他	2,223	2,223	2,223	2,223	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	14,995	18,427	20,533	21,963	每股收益(元)	0.60	0.82	0.97	1.11
少数股东权益	129	129	129	129	每股净资产(元)	6.82	7.64	8.61	9.72
归属母公司股东权益	7,021	7,868	8,865	10,012	发行在外股份(百万股)	1,030	1,030	1,030	1,030
负债和股东权益总计	22,145	26,423	29,527	32,104	ROIC(%)	9.25%	8.11%	8.59%	9.10%
					ROE(%)	8.74%	10.76%	11.25%	11.46%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	5.98%	5.99%	6.01%	6.09%
经营活动现金流	8,638	-2,928	825	1,122	EBITMargin(%)	2.10%	2.53%	2.64%	2.77%
投资活动现金流	-356	-13	-39	-19	销售净利率(%)	1.21%	1.40%	1.43%	1.49%
筹资活动现金流	-6,781	3,826	109	-350	资产负债率(%)	67.71%	69.74%	69.54%	68.41%
现金净增加额	1,501	885	895	752	收入增长率(%)	-21.16%	19.84%	14.76%	10.82%
折旧和摊销	351	2	7	14	净利润增长率(%)	27.72%	37.97%	17.75%	15.03%
资本开支	-415	-53	-69	-44	P/E	20.06	14.54	12.35	10.74
营运资本变动	6,655	-4,253	-660	-552	P/B	1.75	1.57	1.39	1.23
企业自由现金流	7,324	-3,260	508	831	EV/EBITDA	14.07	14.56	12.32	10.68

资料来源: wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>