

2018 年 03 月 29 日

公司研究•证券研究报告

# 华域汽车 ( 600741.SH )

## 动态分析

### 业绩稳健增长，新能源与智能驾驶多点开花

#### 投资要点

- ◆ **2017 年营收同比增长 13.03%，归母净利润同比增长 7.87%，业绩符合预期。高比例分红继续。**公司发布 2017 年年报，全年实现营收 1404.87 亿元，同比增长 13.03%；归母净利润 65.54 亿元，同比增长 7.87%；毛利率 14.47%，比上年减少 0.19 个百分点；净利率 6.50%，比上年减少 0.41 个百分点。业绩稳健增长，符合市场预期。公司 2017 年第四季度单季实现营收 367.42 亿元，同比增长 16.98%；归母净利润 17.38 亿元，同比增长 8.00%；毛利率 15.66%，比上年同期减少 1.69 个百分点；净利率 6.27%，比上年同期减少 0.73 个百分点。2017 年增长动力主要来源于：（1）核心客户上汽集团产销增长稳健，同时公司加深了与广汽、吉利等国内客户以及奔驰、宝马等国外客户的合作，内外饰业务配套量增长较快；（2）公司持续开拓新能源及智能驾驶等新兴业务，拓宽了收入与利润渠道。同时，公司公布了 2017 年利润分配方案每 10 股派送现金红利 10.50 元（含税），总计派发现金股利 33.1 亿元，分红比例达 50.51%，为连续第三年超过 50%。
- ◆ **传统主业稳健增长，“中性化”、“国际化”战略逐步降低公司对单一客户的依赖。**2017 年公司内外饰业务营收 904.33 亿元，同比增长 9.99%，是业绩增长的主要贡献者。公司内外饰产品原先大部分配套上汽，通过实施“中性化”战略，逐步拓展了上汽以外的客户，与广汽乘用车、长城汽车、吉利汽车、比亚迪等国内主要自主品牌整车企业加深了合作，优化了国内客户结构；通过实施“国际化”战略，延锋内饰（公司 2016 年通过与美国江森自控全球汽车内饰业务重组，成立延锋内饰公司，目前已是全球最大汽车内饰公司，华域控股 70%）在全球汽车内饰市场的市场份额也在持续提升，目前生产基地已遍布北美、欧洲、南非、东南亚等区域，配套奔驰、宝马、福特、大众、通用等全球知名整车企业。2017 公司来自上汽以外的整车客户收入占比已达到 43.2%，未来随着“中性化”与“国际化”战略的持续深入，该占比还有进一步上升的空间，公司对上汽的依赖度也将持续下降。
- ◆ **新能源与智能驾驶业务多点突破，公司盈利与估值有望迎来同步提升。**公司正积极从传统汽车零部件领域向新能源及智能驾驶等新兴领域拓展。新能源方面，公司驱动电机、电驱动系统、电动空调压缩机等产品已实现大批量供货，配套上汽乘用车 ERX5、e950 及沃尔沃 S90 混合动力、广汽传祺 GS4 混合动力等车型。智能驾驶业务方面，公司主动感应系统（ADAS）24GHZ 后向毫米波雷达产品已于 2017 年研制成功，成为国内首家自主研发实现量产的毫米波雷达供应商。随着新能源与智能驾驶产品（如华域麦格纳的电驱动系统、上海小糸的智能车灯等）的陆续落地与后续量产，公司的收入与利润将得到进一步增厚；同时，公司由传统汽车零部件供应商向新能源与智能驾驶等高科技汽车零部件供应商的转型，也有利于估值的提升。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司 2018 年至 2020 年的每股收益分别为 2.24 元、2.42 元和 2.70 元，净资产收益率分别为 16.3%、16.3% 和 16.7%，维持“买入-A”投资评级。
- ◆ **风险提示：**汽车产销增速放缓超预期；原材料价格大幅上涨；新业务拓展不及预期。

汽车 | 汽车零部件 III

投资评级

买入-A(维持)

股价(2018-03-28)

23.24 元

#### 交易数据

总市值（百万元）	73,269.31
流通市值（百万元）	66,617.67
总股本（百万股）	3,152.72
流通股本（百万股）	2,866.51
12 个月价格区间	17.12/29.77 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-9.46	-15.08	43.57
绝对收益	-14.62	-20.36	39.55

#### 分析师

 林帆  
 SAC 执业证书编号: S0910516040001  
 linfan@huajinsec.cn  
 021-20377188

#### 相关报告

 华域汽车：中报符合预期，“国际化+零级化”  
 双轮驱动业绩稳健增长 2017-08-25

## 财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	124,295.8	140,487.3	155,574.4	169,525.9	183,312.8
同比增长(%)	36.4%	13.0%	10.7%	9.0%	8.1%
营业利润(百万元)	9,413.6	10,305.1	11,174.5	12,020.9	13,496.0
同比增长(%)	27.9%	9.5%	8.4%	7.6%	12.3%
净利润(百万元)	6,075.8	6,553.9	7,061.6	7,630.0	8,525.4
同比增长(%)	27.0%	7.9%	7.7%	8.1%	11.7%
每股收益(元)	1.93	2.08	2.24	2.42	2.70
PE	12.1	11.2	10.4	9.6	8.6
PB	1.9	1.8	1.7	1.6	1.4

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

## 内容目录

一、稳健成长，全年业绩表现符合预期 .....	4
二、传统主业稳健增长，未来仍有提升空间 .....	8
三、新能源与智能驾驶多点突破，有望带动盈利与估值同步提升 .....	10
四、盈利预测与投资建议 .....	10
五、风险提示 .....	10

## 图表目录

图 1: 近 5 年公司营业收入及增速 .....	4
图 2: 近 5 年公司归母净利润及增速 .....	4
图 3: 近 5 年公司分红金额及分红比例 .....	4
图 4: 近 5 年公司各业务收入 .....	5
图 5: 近 5 年公司各业务毛利率 .....	5
图 6: 近 5 年公司毛利率及净利率 .....	6
图 7: 全国铝锭平均市场价格 .....	6
图 8: 近 5 年公司销售、管理、财务费用率 .....	6
图 9: 近五年公司期间费用率 .....	6
图 10: 近 5 年公司资金使用效率 .....	6
图 11: 近 5 年公司现金循环周期 .....	6
图 12: 近 5 年公司负债情况 .....	7
图 13: 近 5 年公司偿债能力 .....	7
图 14: 近 5 年公司 ROE 及 ROA .....	7
图 15: 杜邦三因素分解法 .....	7
图 16: 近 12 个季度公司营业收入及增速 .....	8
图 17: 近 12 个季度公司归母净利润及增速 .....	8
图 18: 近 12 个季度公司毛利率及净利率 .....	8
图 19: 近 12 个季度公司三项费用率 .....	8
图 20: 内饰产品在整车成本中占比持续上升 .....	9
图 21: 公司来自上汽以外的收入占比 .....	9

## 一、稳健成长，全年业绩表现符合预期

**全年业绩表现符合预期：**公司发布 2017 年年报，全年实现营业收入 1404.87 亿元，同比增长 13.03%；归母净利润 65.54 亿元，同比增长 7.87%；毛利率 14.47%，比上年减少 0.19 个百分点；净利率 6.50%，比上年减少 0.41 个百分点。公司 2017 年业绩表现符合预期，增长动力主要来源于：(1)核心客户上汽集团整车产销增长稳健，同时公司与广汽、吉利等客户加深了合作，内外饰业务配套量增长较快；(2)持续开拓新能源及智能驾驶等新兴业务，拓宽了公司收入来源。

图 1：近 5 年公司营业收入及增速

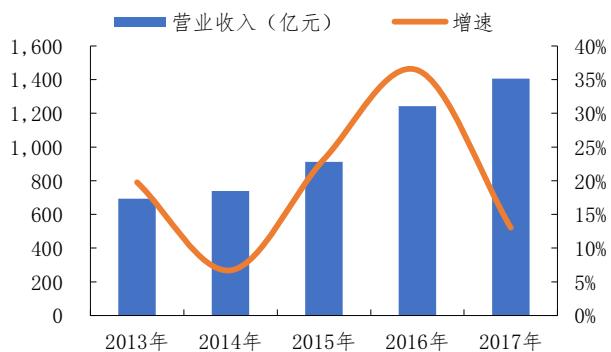
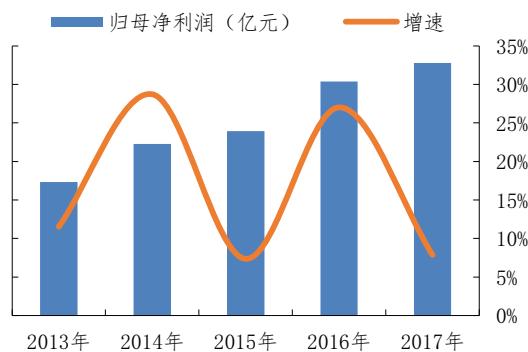


图 2：近 5 年公司归母净利润及增速

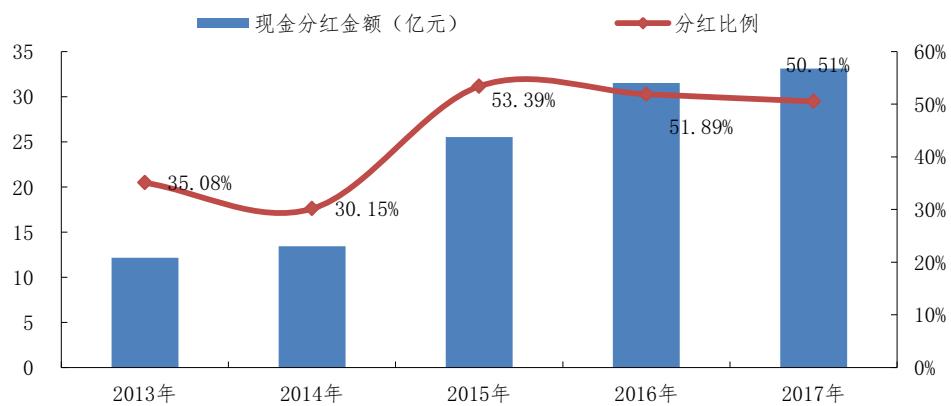


资料来源：Wind，华金证券研究所

资料来源：Wind，华金证券研究所

**延续高分红传统：**据公司年报，公司 2017 年利润分配方式为每 10 股派送现金红利 10.50 元（含税），总计派发现金股利 33.1 亿元，分红比例达 50.51%，连续第三年超过 50%。

图 3：近 5 年公司分红金额及分红比例

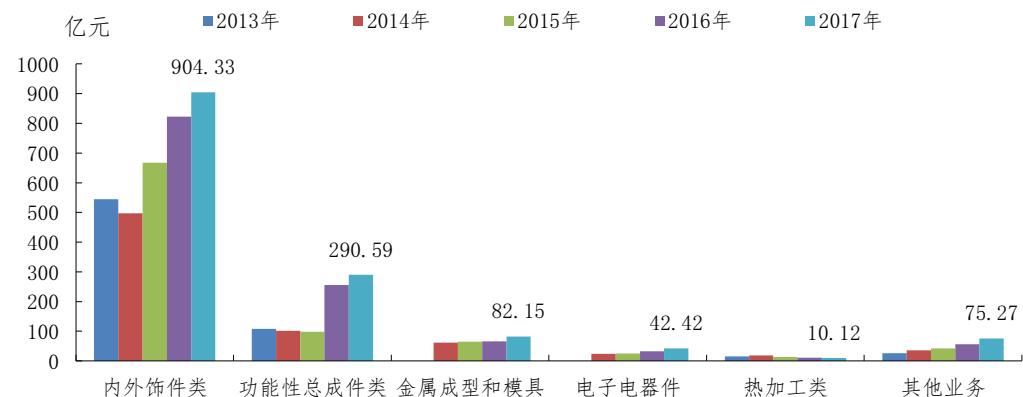


资料来源：第一商用车网，公司公告，华金证券研究所

**分业务看：**2017 年公司内外饰件业务收入 904.33 亿元，同比增长 9.99%；毛利率 14.46%，较去年提升 0.23 个百分点；该业务贡献了公司 64.37% 的营收以及 64.33% 的毛利润。功能性总成件业务收入 290.59 亿元，同比增长 13.67%；毛利率 14.65%，较去年提升 0.04 个百分点；该业务贡献了公司 20.68% 的营收以及 20.94% 的毛利润。以上两项业务合计营收占比 85.06%，毛利润占比 85.27%，是公司主要收入和利润来源。电子电器件业务增长较快，全年收入 42.42

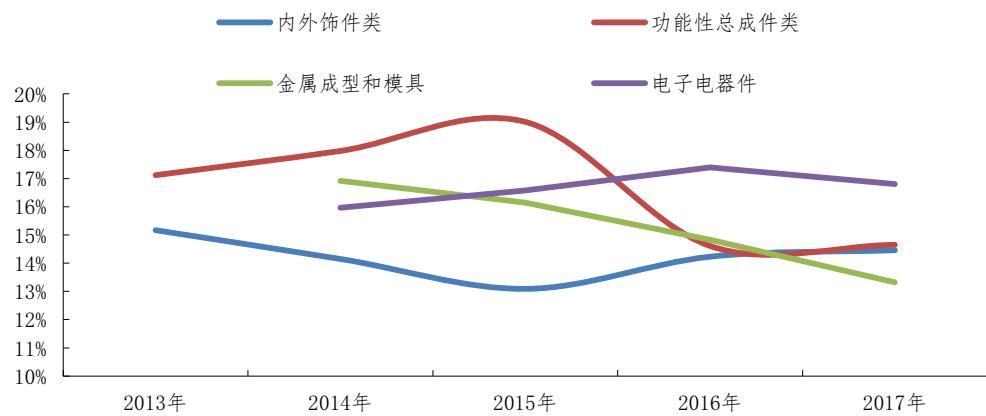
亿元，同比增长 30.39%；毛利率 16.80%，较去年下降 0.6 个百分点；在公司营收中占比提升至 3.02%，毛利润占比 3.51%。

图 4：近 5 年公司各业务收入



资料来源：公司公告，华金证券研究所

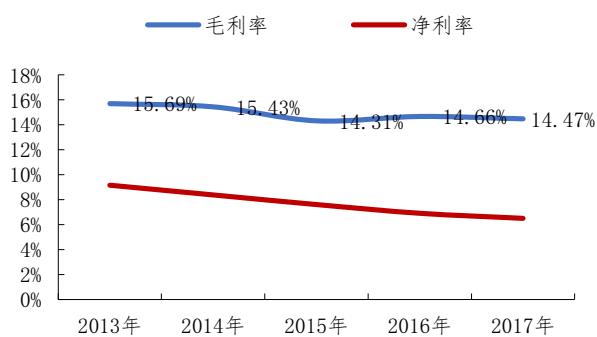
图 5：近 5 年公司各业务毛利率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

**利润率方面：**公司 2017 年全年毛利率 14.47%，比上年减少 0.19 个百分点；净利率 6.50%，比上年减少 0.41 个百分点。受钢铁、铝材等原材料价格持续上涨影响，公司功能性总成件及金属成型和模具两项业务近年毛利率持续下滑，进而影响公司整体毛利率下行。由于 2017 年底开始铝材等原材料的价格已逐步回落，因此预计 2018 年公司整体毛利率有望得到改善。

图 6: 近 5 年公司毛利率及净利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

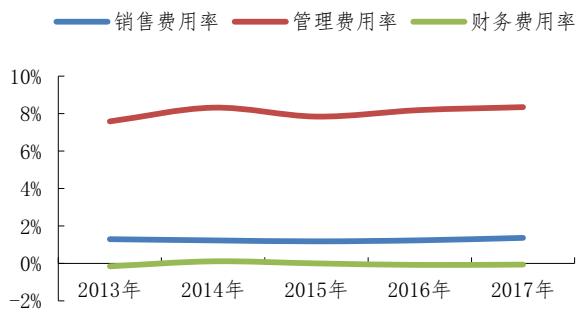
图 7: 全国铝锭平均市场价格



资料来源: Wind, 华金证券研究所

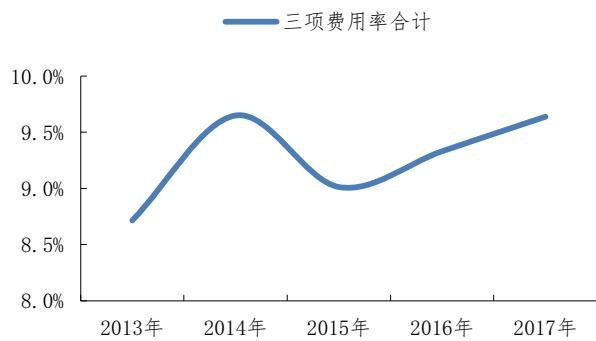
**期间费用方面:** 公司 2017 年销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 1.36%、8.34% 和-0.07%，三项费用率合计 9.64%，比上年同期增加 0.31 个百分点。

图 8: 近 5 年公司销售、管理、财务费用率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

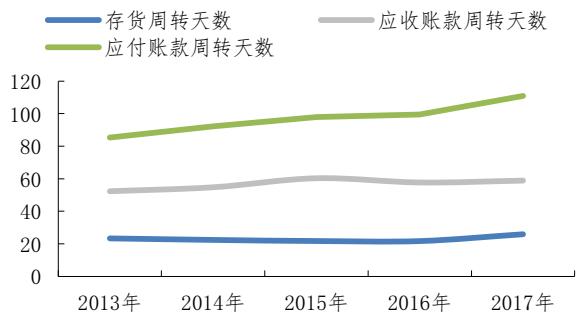
图 9: 近五年公司期间费用率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

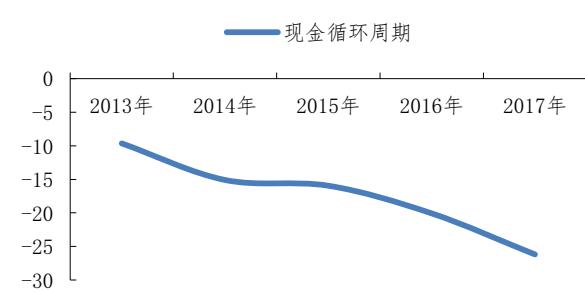
**资金使用效率方面:** 2017 年公司存货周转天数、应收账款周转天数和应付账款周转天数分别为 26 天、59 天和 111 天，由此计算得到现金循环周期（存货周转天数+应收账款周转天数-应付账款周转天数）为-26 天，较上年减少 6 天。公司现金循环周期为负数，且其绝对值是呈增长的趋势，表明了公司占用供应商资金规模越来越大、时间也是越来越长，显示出公司的运营效率和对上下游谈判能力在不断增强。

图 10: 近 5 年公司资金使用效率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 11: 近 5 年公司现金循环周期



资料来源: Wind, 华金证券研究所

**负债方面:** 2017 年公司资产负债率为 59.53%，比上年提升 2.13 个百分点，呈逐年上升态势；权益乘数 2.09，比上年提升 0.07。偿债能力方面，公司 2017 年流动比率、速动比率分别为 1.18 和 1.03。公司近年负债率呈上升态势，流动比率和速动比率却持续下降，因此公司偿债能力有所减弱。但注意到流动比率与速动比率仍维持在 1 以上，因此公司变现偿还负债的能力依然较强，短期内并无负债无法偿还的风险。

图 12: 近 5 年公司负债情况

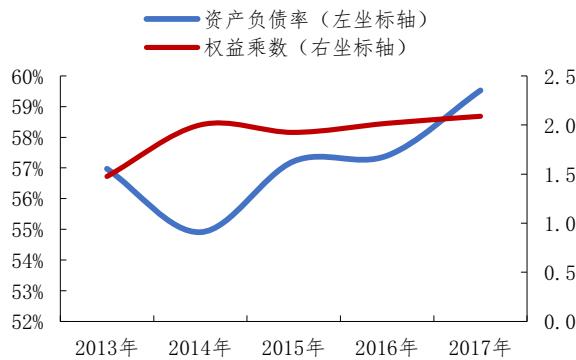
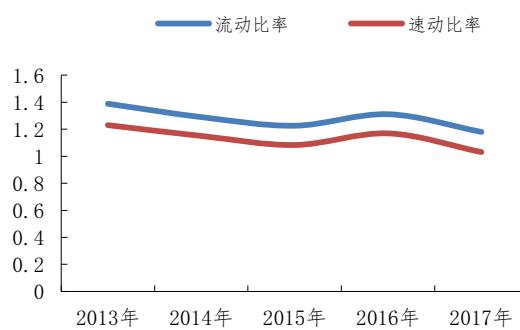


图 13: 近 5 年公司偿债能力



资料来源: Wind, 华金证券研究所

资料来源: Wind, 华金证券研究所

**资本回报率方面:** 2017 年公司 ROE 为 16.51%，比上年下降 2.08 个百分点；ROA 为 9.01%，比上年下降 1.46 个百分点。公司 ROE、ROA 呈下降态势，通过杜邦分析法，将 ROE 分解为盈利能力（净利率）、运营能力（资产周转率）和负债情况（权益乘数）三个因素，可以看出公司 ROE 的下滑主要源自净利率的下降（毛利率下滑叠加期间费用率上升）。

图 14: 近 5 年公司 ROE 及 ROA

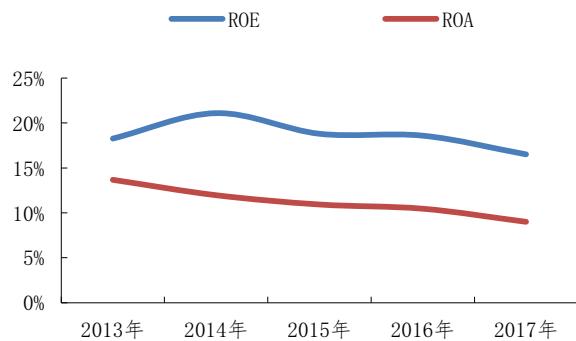
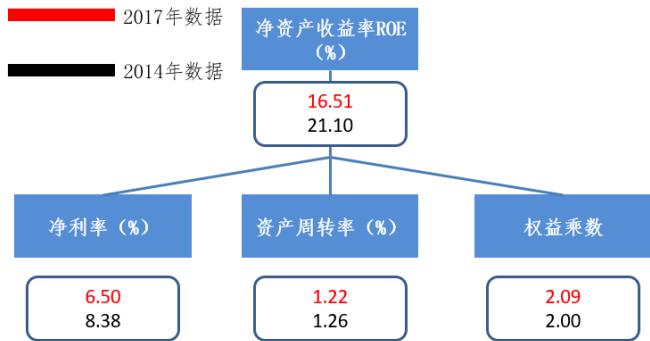


图 15: 杜邦三因素分解法

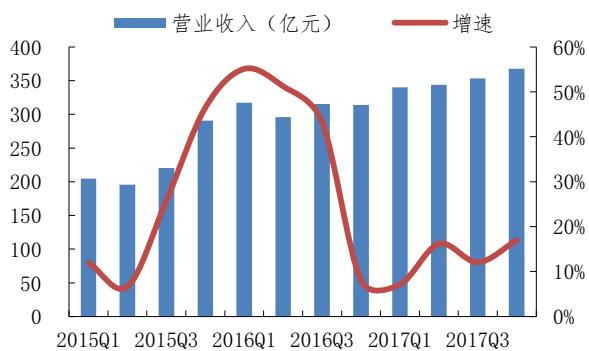


资料来源: Wind, 华金证券研究所

资料来源: Wind, 华金证券研究所

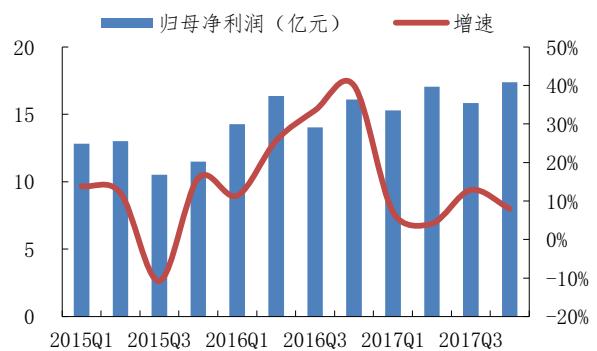
**第四季度增长平稳:** 公司 2017 年第四季度单季实现营业收入 367.42 亿元，同比增长 16.98%；归母净利润 17.38 亿元，同比增长 8.00%；毛利率 15.66%，比上年同期减少 1.69 个百分点；净利率 6.27%，比上年同期减少 0.73 个百分点。期间费用方面，销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 1.40%、9.47% 和 -0.10%。

图 16: 近 12 个季度公司营业收入及增速



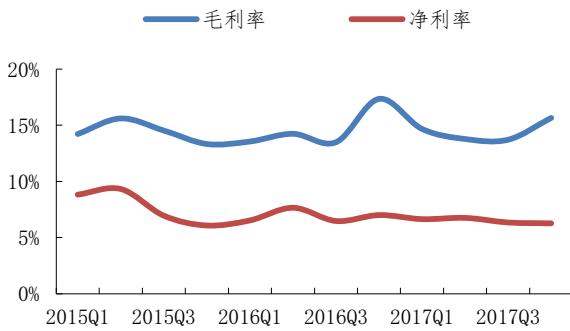
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 17: 近 12 个季度公司归母净利润及增速



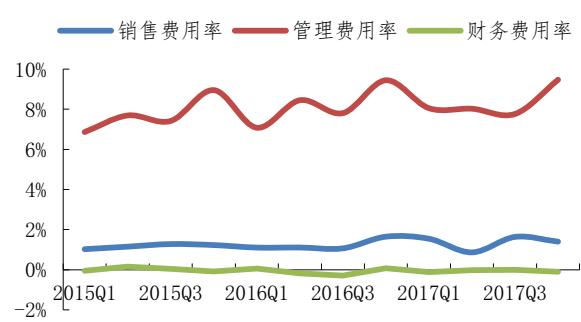
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 18: 近 12 个季度公司毛利率及净利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 19: 近 12 个季度公司三项费用率

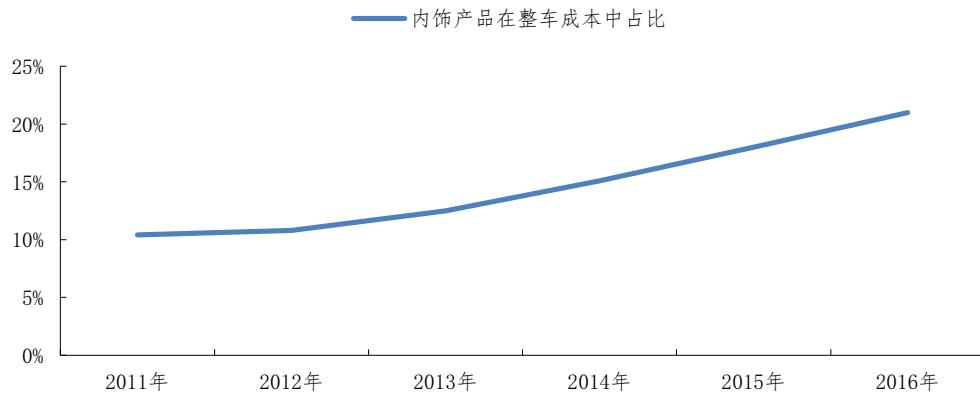


资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 二、传统主业稳健增长，未来仍有提升空间

**消费升级带来内外饰件价值量持续提升。**伴随消费升级的发生，消费者对汽车的外观以及内饰都提出了更高的要求。据盖世汽车网统计，汽车内饰在整车成本中的占比由 2011 年的 10.4% 提升至 2016 年的 21% 左右。预计未来随着消费升级的加速，汽车内外饰件产品价值量有望加速增长，在汽车成本占比有望进一步提高。

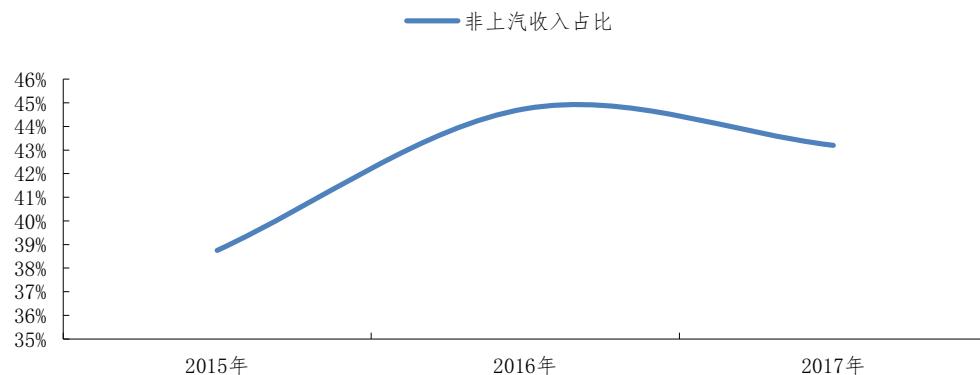
图 20：内饰产品在整车成本中占比持续上升



资料来源：盖世汽车网，华金证券研究所

传统主业稳健成长，“中性化”、“国际化”战略使公司逐渐摆脱单一客户影响。2017年公司内外饰业务收入 904.33 亿元，同比增长 9.99%，是公司业绩增长的“压舱石”。公司内外饰产品原先大部分配套上汽，通过实施“中性化”战略，公司逐步拓展了上汽以外的客户，与广汽乘用车、长城汽车、吉利汽车、比亚迪等国内主要自主品牌整车企业加深了合作，优化了国内客户结构；通过实施“国际化”战略，延锋内饰（公司 2016 年通过与美国江森自控全球汽车内饰业务重组，成立延锋内饰公司，目前已是全球最大汽车内饰公司，华域控股 70%）在全球汽车内饰市场的市场份额也在持续提升，目前生产基地已分布北美、欧洲、南非、东南亚等区域，配套奔驰、宝马、福特、大众、通用等全球知名整车企业。2017 公司来自上汽以外整车客户的收入占比已达到 43.2%，未来随着“中性化”与“国际化”战略的持续深入，该占比还有进一步上升的趋势，公司对上汽的依赖度也将持续下降。

图 21：公司来自上汽以外的收入占比



资料来源：盖世汽车网，华金证券研究所

### 三、新能源与智能驾驶多点突破，有望带动盈利与估值同步提升

**新能源与智能驾驶多点突破，公司盈利与估值有望迎来同步提升。**目前市场上更多地是将公司看作是一家专注于生产和制造汽车内外饰件的传统汽车零部件公司，因此估值相对较低。但应注意到，公司正积极向新能源及智能驾驶领域拓展，随着新能源与智能驾驶产品的陆续落地与后续量产，公司的收入与利润将得到进一步增厚，同时新能源与智能驾驶领域赋予公司的“科技属性”或将也有利于估值的提升。

- 新能源方面，公司现有驱动电机、电驱动系统、电动空调压缩机、电空调与热管理系统、启停系统等产品，目前已配套上汽乘用车 ERX5、e950 及沃尔沃 S90 混合动力、广汽传祺 GS4 混合动力等车型。同时，根据公司 2017 年 10 月公告，公司拟与麦格纳国际共同投资设立华域麦格纳电驱动系统有限公司，将主营一体化集成驱动电机、变速器、控制器等新能源汽车电驱动系统总成产品，已获得上汽大众、一汽大众关于大众全球电动汽车平台（MEB 平台）电驱动系统总成相关产品的定点意向书，预计将于 2020 年投产。
- 智能驾驶方面，公司主动感应系统（ADAS）24GHZ 后向毫米波雷达产品已于 2017 年成功问世，成为国内首家自主研发实现量产的毫米波雷达供应商。同时公司 2017 年收购了上海小糸剩余 50% 股权，也有助于进一步协同整合上海小糸智能车灯业务，形成汽车智能照明业务核心竞争能力。

### 四、盈利预测与投资建议

我们预测公司 2018 年至 2020 年的每股收益分别为 2.24 元、2.42 元和 2.70 元，净资产收益率分别为 16.3%、16.3% 和 16.7%，维持“买入-A”投资评级。

### 五、风险提示

汽车产销增速放缓超预期；原材料价格大幅上涨；新业务拓展不及预期。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标						
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	
营业收入	124,295.8	140,487.3	155,574.4	169,525.9	183,312.8	年增长率						
减:营业成本	106,074.6	120,160.4	132,761.2	144,166.5	155,377.8	营业收入增长率	36.4%	13.0%	10.7%	9.0%	8.1%	
营业税费	548.8	605.3	611.3	715.0	623.3	营业利润增长率	27.9%	9.5%	8.4%	7.6%	12.3%	
销售费用	1,529.1	1,912.3	2,022.5	2,119.1	2,181.4	净利润增长率	27.0%	7.9%	7.7%	8.1%	11.7%	
管理费用	10,174.9	11,720.1	12,523.7	13,889.0	15,022.7	EBITDA增长率	30.3%	8.4%	14.5%	8.2%	13.7%	
财务费用	-105.2	-91.9	-156.3	-506.3	-608.1	EBIT增长率	26.5%	5.6%	12.0%	4.5%	11.9%	
资产减值损失	180.5	132.2	140.0	120.0	120.0	NOPLAT增长率	22.7%	9.7%	7.9%	4.5%	11.9%	
加:公允价值变动收益	7.5	-	2.5	-1.7	0.3	投资资本增长率	-9.1%	24.3%	25.2%	-33.0%	18.7%	
投资和汇兑收益	3,513.1	3,877.4	3,500.0	3,000.0	2,900.0	净资产增长率	36.3%	8.9%	9.8%	12.4%	12.4%	
<b>营业利润</b>	<b>9,413.6</b>	<b>10,305.1</b>	<b>11,174.5</b>	<b>12,020.9</b>	<b>13,496.0</b>	<b>盈利能力</b>						
加:营业外净收支	447.1	187.2	332.7	322.4	280.8	毛利率	14.7%	14.5%	14.7%	15.0%	15.2%	
<b>利润总额</b>	<b>9,860.8</b>	<b>10,492.3</b>	<b>11,507.2</b>	<b>12,343.3</b>	<b>13,776.8</b>	营业利润率	7.6%	7.3%	7.2%	7.1%	7.4%	
减:所得税	1,278.5	1,361.4	1,495.9	1,602.2	1,788.9	净利润率	4.9%	4.7%	4.5%	4.5%	4.7%	
<b>净利润</b>	<b>6,075.8</b>	<b>6,553.9</b>	<b>7,061.6</b>	<b>7,630.0</b>	<b>8,525.4</b>	EBITDA/营业收入	9.5%	9.1%	9.4%	9.4%	9.9%	
						EBIT/营业收入	7.5%	7.0%	7.1%	6.8%	7.0%	
资产负债表												
	2016	2017	2018E	2019E	2020E							
货币资金	29,894.8	32,587.9	29,273.0	43,637.3	49,157.9	<b>偿债能力</b>						
交易性金融资产	-	-	-	-	-	资产负债率	57.4%	59.5%	53.0%	56.1%	51.8%	
应收帐款	23,799.3	28,500.6	28,811.1	33,420.0	34,268.4	负债权益比	134.7%	147.1%	112.9%	127.8%	107.3%	
应收票据	4,446.2	4,834.6	4,720.3	5,824.4	5,765.8	流动比率	1.31	1.18	1.35	1.39	1.54	
预付帐款	763.3	938.8	1,359.0	909.9	1,535.3	速动比率	1.17	1.03	1.22	1.22	1.40	
存货	7,343.1	9,943.7	7,100.5	11,775.8	9,105.9	利息保障倍数	-88.51	-107.04	-70.49	-22.74	-21.20	
其他流动资产	1,585.5	1,957.1	1,474.5	1,672.4	1,701.3	<b>营运能力</b>						
可供出售金融资产	3,969.1	3,711.2	3,979.8	3,886.7	3,859.3	固定资产周转天数	37	40	38	35	30	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	-25	-31	-25	-25	-25	
长期股权投资	11,141.2	12,443.3	13,443.3	14,443.3	15,443.3	流动资产周转天数	166	188	175	180	195	
投资性房地产	221.4	417.2	437.2	457.2	487.2	应收帐款周转天数	65	67	66	66	66	
固定资产	14,625.5	16,204.0	16,706.0	15,981.4	14,967.6	存货周转天数	19	22	20	20	21	
在建工程	3,403.5	4,079.8	3,583.8	3,347.1	3,237.7	总资产周转天数	270	296	278	273	279	
无形资产	2,600.1	2,797.6	2,818.8	2,903.9	2,953.1	投资资本周转天数	42	40	45	38	31	
其他非流动资产	3,818.7	4,956.7	3,022.1	2,027.6	1,054.7	<b>费用率</b>						
<b>资产总额</b>	<b>107,611.7</b>	<b>123,372.6</b>	<b>116,729.5</b>	<b>140,287.1</b>	<b>143,537.4</b>	销售费用率	1.2%	1.4%	1.3%	1.3%	1.2%	
短期债务	1,519.2	4,054.9	-	-	-	管理费用率	8.2%	8.3%	8.1%	8.2%	8.2%	
应付帐款	39,327.4	47,111.0	42,362.3	55,982.6	51,510.9	财务费用率	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.3%	
应付票据	4,403.4	4,650.5	3,693.7	5,847.7	4,737.8	三费/营业收入	9.3%	9.6%	9.2%	9.1%	9.1%	
其他流动负债	6,478.7	10,906.3	7,859.2	8,319.2	9,561.4	<b>投资回报率</b>						
长期借款	1,282.7	632.7	-	-	-	ROE	15.9%	15.9%	16.3%	16.3%	16.7%	
其他非流动负债	8,756.7	6,083.0	7,992.8	8,544.1	8,473.3	ROA	8.0%	7.4%	8.6%	7.7%	8.4%	
<b>负债总额</b>	<b>61,768.1</b>	<b>73,438.3</b>	<b>61,908.0</b>	<b>78,693.6</b>	<b>74,283.5</b>	ROIC	53.4%	64.5%	56.0%	46.8%	78.1%	
少数股东权益	7,746.9	8,650.7	11,600.4	14,711.4	18,173.9	<b>分红指标</b>						
股本	3,152.7	3,152.7	3,152.7	3,152.7	3,152.7	DPS(元)	1.00	1.05	1.12	1.23	1.36	
留存收益	32,848.4	36,269.0	40,068.4	43,729.3	47,927.3	分红比率	51.9%	50.5%	50.0%	50.8%	50.4%	
<b>股东权益</b>	<b>45,843.7</b>	<b>49,934.3</b>	<b>54,821.5</b>	<b>61,593.4</b>	<b>69,253.9</b>	股息收益率	4.3%	4.5%	4.8%	5.3%	5.9%	
现金流量表												
	2016	2017	2018E	2019E	2020E							
净利润	8,582.3	9,130.9	7,061.6	7,630.0	8,525.4	业绩和估值指标						
加:折旧和摊销	2,698.8	3,167.2	3,672.8	4,376.2	5,174.1	2016	2017	2018E	2019E	2020E		
资产减值准备	180.5	132.2	-	-	-	EPS(元)	1.93	2.08	2.24	2.42	2.70	
公允价值变动损失	-7.5	-	2.5	-1.7	0.3	BVPS(元)	12.08	13.09	13.71	14.87	16.20	
财务费用	257.3	344.7	-156.3	-506.3	-608.1	PE(X)	12.1	11.2	10.4	9.6	8.6	
投资损失	-3,676.2	-3,923.9	-3,500.0	-3,000.0	-2,900.0	PB(X)	1.9	1.8	1.7	1.6	1.4	
少数股东损益	2,506.6	2,576.9	2,949.7	3,111.1	3,462.5	P/FCF	8.9	11.8	-41.0	4.8	11.4	
营运资金的变动	6,473.9	-1,392.0	-2,900.3	6,058.5	-3,854.6	P/S	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4	
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>11,375.3</b>	<b>8,486.1</b>	<b>7,130.0</b>	<b>17,667.8</b>	<b>9,799.5</b>	EV/EBITDA	4.1	3.8	3.5	2.6	2.2	
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-2,267.2</b>	<b>-3,818.3</b>	<b>-488.6</b>	<b>-426.9</b>	<b>-1,202.5</b>	CAGR(%)	7.8%	9.5%	13.1%	7.8%	9.5%	
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>1,310.9</b>	<b>-1,915.2</b>	<b>-9,956.3</b>	<b>-2,876.7</b>	<b>-3,076.4</b>	PEG	1.6	1.2	0.8	1.2	0.9	
						ROIC/WACC	5.2	6.2	5.4	4.5	7.5	

资料来源：贝格数据华金证券研究所

## 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；

## 分析师声明

林帆声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsc.cn](http://www.huajinsc.cn)