

宇通客车 (600066.SH)

营收继续保持较高增长，下半年业绩有望复苏

投资要点

- ◆ **营收继续保持较高增长，净利润继续下滑，下半年或迎来复苏。**公司发布2018年上半年度报告，上半年实现营业收入120.17亿元，同比增长29.03%；归母净利润6.16亿元，同比下降23.42%；毛利率21.42%，同比减少3.52个百分点；净利率5.21%，同比减少3.66个百分点。其中2018Q2单季实现营业收入73.58亿元，同比增长35.14%；归母净利润3.22亿元，同比下降34.17%；毛利率20.61%，同比下降4.97个百分点；净利率4.47%，同比下降4.71个百分点。上半年公司营收保持较高增长，但净利润由于新能源客车补贴下滑、研发费用增多及人工成本提高等因素影响，同比下滑较多。我们预计随着下半年新能源客车销量的恢复性增长以及出口订单的陆续交付，公司业绩有望迎来复苏。
- ◆ **强者恒强，新能源客车龙头地位愈发稳固。**今年上半年公司客车销量2.48万辆，同比增长13.52%（按中汽协口径，2018H1客车全行业销量22.65万辆，以此测得公司客车市场份额10.94%，较2017H1提升1.03个百分点）；其中，新能源客车销量0.88万辆，同比增长198.43%（按CNEV数据，2018H1国内新能源客车销量3.67万辆，以此测得公司在新能源客车市场的占有率达到23.91%，较2017H1提升3.40个百分点）。新能源客车补贴新政已于6月12日起正式实行，补贴技术门槛较2017年进一步提高，补贴金额则最多下降40%，未来中小客车企业将面临利润率下降以及现金流紧张的双重压力，落后产能将逐渐被淘汰出局。公司在今年5月推出多款满足1.21倍最高补贴的全新产品，借此未来有望加速抢占国内新能源客车市场份额。
- ◆ **出口短期下滑，海外市场仍有较大增长潜力。**目前，公司在海外已形成欧美、中东、亚太、拉美、独联体、非洲等六大区域的发展布局，覆盖120多个国家和地区。在“一带一路”沿线地区，公司客车已出口40多个国家，并在缅甸、巴基斯坦、伊朗及古巴等国设厂进行客车散件当地组装。今年上半年受古巴、委内瑞拉等市场项目订单推迟执行的影响，公司客车出口3059辆，同比下降29.8%；预计下半年随出口订单的陆续交付，公司出口业务将迎来好转。未来，受益于“一带一路”战略的深入执行，公司拓展海外市场的步伐将加速，出口量的提升将对业绩带来积极影响。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司2018年至2020年的每股收益分别为1.48元、1.87元和2.21元，净资产收益率分别为20.5%、22.4%和23.3%。维持“买入-A”投资评级。
- ◆ **风险提示：**新能源客车销量不及预期；海外出口扩张速度不及预期。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 主营收入(百万元) | 35,850.4 | 33,221.9 | 40,435.6 | 47,111.6 | 53,921.8 |
| 同比增长(%) | 14.9% | -7.3% | 21.7% | 16.5% | 14.5% |
| 营业利润(百万元) | 4,393.3 | 3,601.6 | 3,712.3 | 4,758.9 | 5,638.4 |

动态分析

汽车 | 客车 III

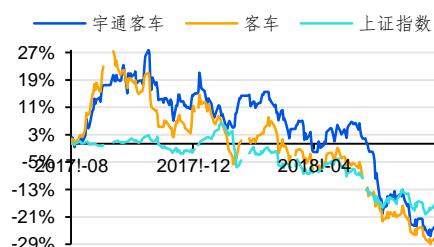
投资评级 买入-A(维持)

股价(2018-08-27) 15.52元

交易数据

| | |
|-----------|--------------|
| 总市值(百万元) | 34,360.34 |
| 流通市值(百万元) | 34,360.34 |
| 总股本(百万股) | 2,213.94 |
| 流通股本(百万股) | 2,213.94 |
| 12个月价格区间 | 14.57/27.26元 |

一年股价表现



资料来源：贝格数据

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|--------|--------|
| 相对收益 | -5.51 | -14.49 | -7.14 |
| 绝对收益 | -9.03 | -25.97 | -23.66 |

分析师

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

报告联系人

陆嘉敏
lujiamin@huajinsc.cn
021-20377038

相关报告

宇通客车：增值税率下调叠加过渡期抢装，5月销量超预期 2018-06-05

宇通客车：龙头地位稳固，2018年业绩有望迎来复苏 2018-04-03

宇通客车：Q3业绩稳步回升，期待新能源客车加速放量 2017-10-24

宇通客车：新能源客车加速回暖，下半年业绩有望好转 2017-08-30

宇通客车：7月销量同比增两成，复苏拐点已经确立 2017-08-07

| | | | | | |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 同比增长(%) | 14.8% | -18.0% | 3.1% | 28.2% | 18.5% |
| 净利润(百万元) | 4,043.7 | 3,129.2 | 3,281.4 | 4,140.6 | 4,890.2 |
| 同比增长(%) | 14.4% | -22.6% | 4.9% | 26.2% | 18.1% |
| 每股收益(元) | 1.83 | 1.41 | 1.48 | 1.87 | 2.21 |
| PE | 8.5 | 11.0 | 10.5 | 8.3 | 7.0 |
| PB | 2.5 | 2.2 | 2.1 | 1.9 | 1.6 |

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

| | |
|------------------------------|---|
| 一、营收继续保持高增长，净利润有望于下半年复苏..... | 4 |
| 二、强者恒强，新能源客车龙头地位愈发稳固..... | 6 |
| 三、出口短期下滑，未来增长空间仍较大..... | 8 |
| 四、盈利预测与投资建议..... | 9 |
| 五、风险提示..... | 9 |

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 年公司毛利率及净利率 | 4 |
| 图 4：近 5 年公司销售、管理、财务费用率 | 5 |
| 图 5：近五年公司研发费用在营收中占比..... | 5 |
| 图 6：近 12 个季度公司营业收入及增速 | 5 |
| 图 7：近 12 个季度公司归母净利润及增速..... | 5 |
| 图 8：近 12 个季度公司毛利率及净利率 | 6 |
| 图 9：近 12 个季度公司三项费用率 | 6 |
| 图 10：宇通客车销量及市场份额 | 6 |
| 图 11：宇通中大型客车销量及市场份额..... | 7 |
| 图 12：宇通新能源客车销量及市场份额 | 7 |
| 图 13：宇通新能源客车销量占比 | 8 |
| 图 14：宇通客车单车均价 | 8 |
| 图 15：宇通新能源客车出口数及在总销量中占比 | 9 |

一、营收继续保持高增长，净利润有望于下半年复苏

公司发布 2018 年半年度报告，上半年实现营业收入 120.17 亿元，同比增长 29.03%；归母净利润 6.16 亿元，同比下降 23.42%；毛利率 21.42%，同比减少 3.52 个百分点；净利率 5.21%，同比减少 3.66 个百分点。其中 2018Q2 单季实现营业收入 73.58 亿元，同比增长 35.14%；归母净利润 3.22 亿元，同比下降 34.17%；毛利率 20.61%，同比下降 4.97 个百分点；净利率 4.47%，同比下降 4.71 个百分点。2018 年上半年公司营收实现较高增长，净利润由于新能源客车补贴下滑、研发费用增多及人工成本提高等因素影响，同比下滑较多。我们预计随着下半年新能源客车销量的快速提升以及出口订单的陆续交付，未来公司业绩有望迎来复苏。

图 1：近 5 年公司营业收入及增速

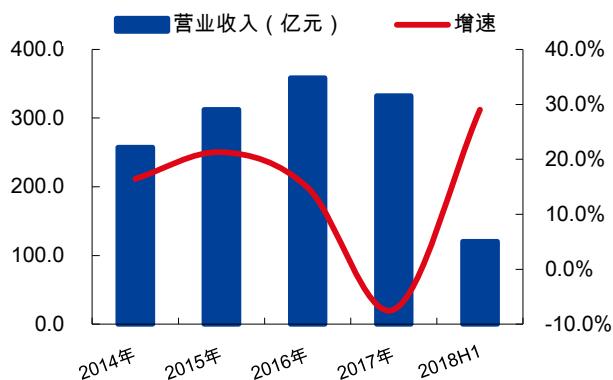


图 2：近 5 年公司归母净利润及增速

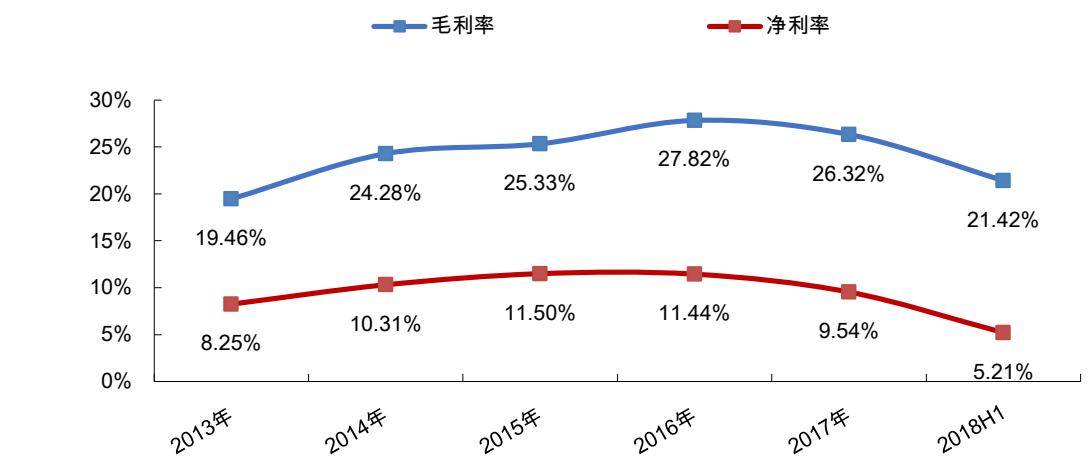


资料来源：Wind, 华金证券研究所

资料来源：Wind, 华金证券研究所

利润率方面：2018H1 公司毛利率 21.43%，同比减少 3.52 个百分点；净利率 5.21%，同比减少 3.66 个百分点。2013 年至 2016 年期间，由于高毛利率的新能源客车销量占比提升，公司整体毛利率呈上升态势（从 19.46% 提升至 27.82%）。2017 年至今，受补贴退坡和竞争加剧导致终端售价降低的双重负面影响，公司整体毛利率从 27.82% 下降至 21.42%。

图 3：近 5 年公司毛利率及净利率



资料来源：公司公告, 华金证券研究所

期间费用方面：2018H1 公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 8.41%、7.72% 和 -0.22%，三项费用率合计 15.91%，同比增加 0.42 个百分点。由于公司持续在“三电”等新

能源客车关键技术领域投入了较大的研发力量，因此研发支出在营业收入中的占比由 2013 年的 3.63% 提升至 2018H1 的 6.36%，使得管理费用同比增加较多。

图 4：近 5 年公司销售、管理、财务费用率

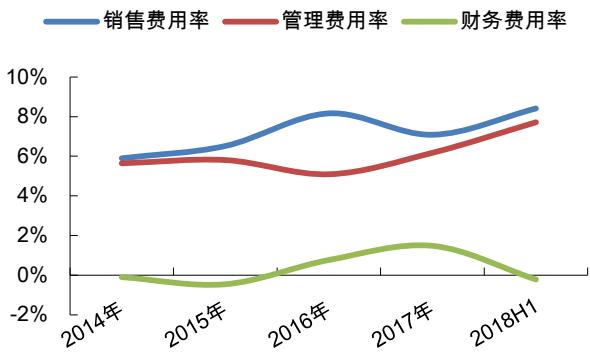
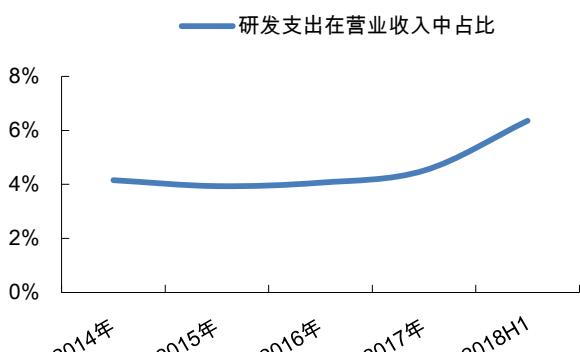


图 5：近五年公司研发费用在营收中占比



资料来源：Wind, 华金证券研究所

2018Q2 收入端持续复苏，利润端有待好转：2018Q2 公司单季实现营业收入 73.58 亿元，同比增长 35.14%；归母净利润 3.22 亿元，同比下降 34.17%；毛利率 20.61%，同比下降 4.97 个百分点；净利率 4.47%，同比下降 4.71 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 9.61%、6.97% 和 -1.51%，三项费用率合计 15.08%，同比下降 0.54 个百分点。

图 6：近 12 个季度公司营业收入及增速

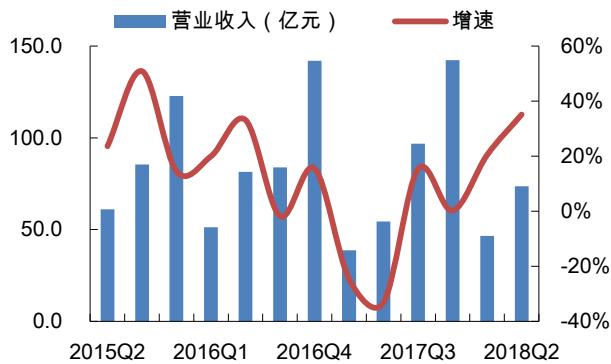
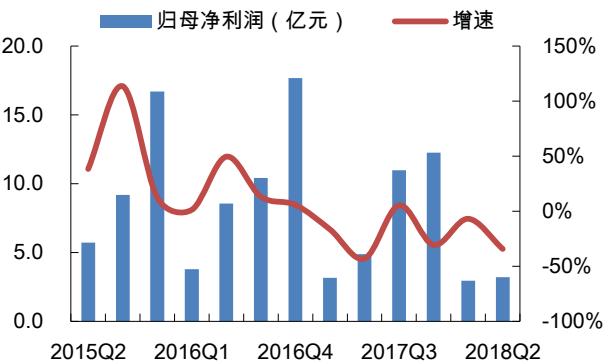
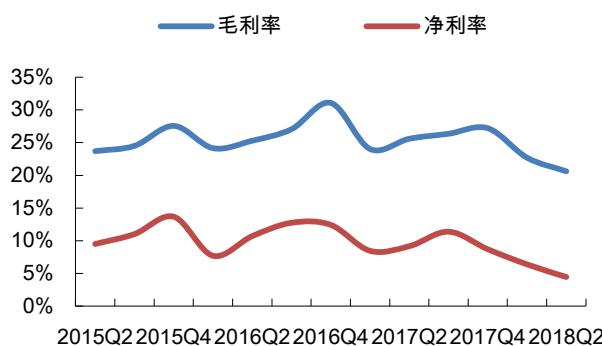


图 7：近 12 个季度公司归母净利润及增速



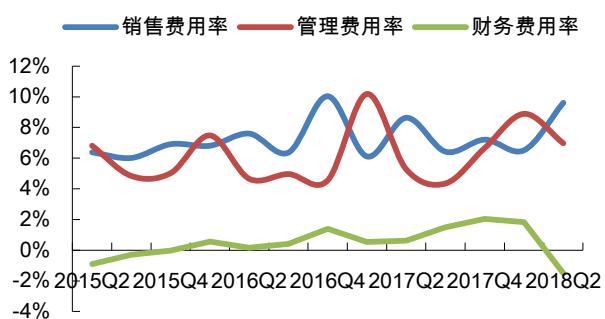
资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 8: 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 9: 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、强者恒强，新能源客车龙头地位愈发稳固

上半年公司客车销量 2.48 万辆，同比增长 13.52%。按中汽协口径，2018H1 客车全行业销量 22.65 万辆，以此测算得公司市场份额 10.94%（较 2017H1 提升 1.03 个百分点，较 2017 年全年下降 1.99 个百分点）。

➤ **按车长划分：**公司大型客车销量 1.04 万辆，同比增长 19.32%；中型客车销量 1.07 万辆，同比增长 7.13%；轻型客车销量 0.37 万辆，同比增长 17.66%。按中汽协口径，2018H1 全行业大中型客车销量 6.21 万辆，以此测算的公司大中型客车市场份额 33.94%（较 2017H1 下降 5.2 个百分点，较 2017 年全年下降 3.14 个百分点）。公司大中型客车市场份额下滑较多，主要是由于上半年客车行业需求结构发生了变化，公交车需求大幅增加。宇通公交车销量增速虽高于行业，但因其在总销量中的比重相对较低，导致大中型客车整体市场份额仍有下滑。

图 10: 宇通客车销量及市场份额



资料来源: 公司公告, 中汽协, 华金证券研究所

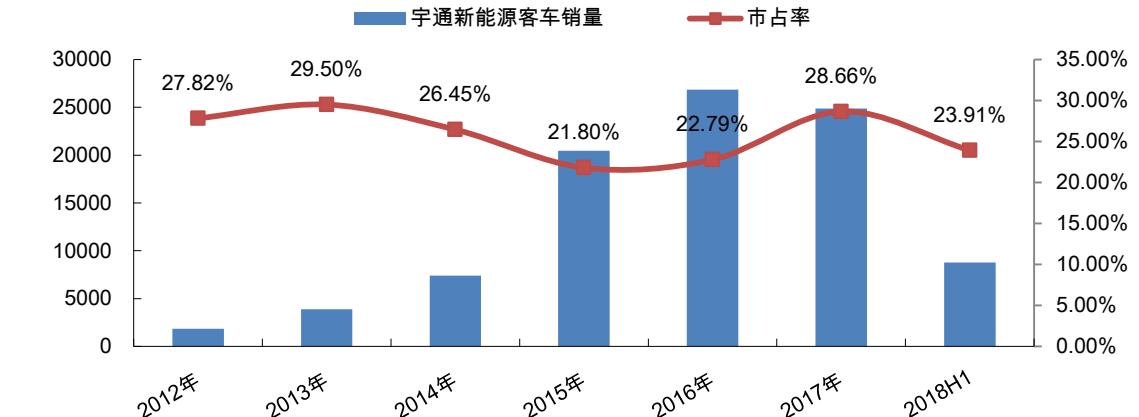
图 11: 宇通大中型客车销量及市场份额



资料来源：公司公告，中汽协，华金证券研究所

- 按能源类型划分：2018年上半年公司传统客车销量1.60万辆，同比下滑15.25%；新能源客车销售0.88万辆，同比增长198.43%。按CNEV数据，2018H1国内新能源客车共销售3.67万辆，以此测算公司在新能源客车市场的占有率达到23.91%（较2017H1提升3.40个百分点，较2017年全年下降4.75个百分点）。

图 12: 宇通新能源客车销量及市场份额



资料来源：公司公告，中国客车统计信息网，华金证券研究所

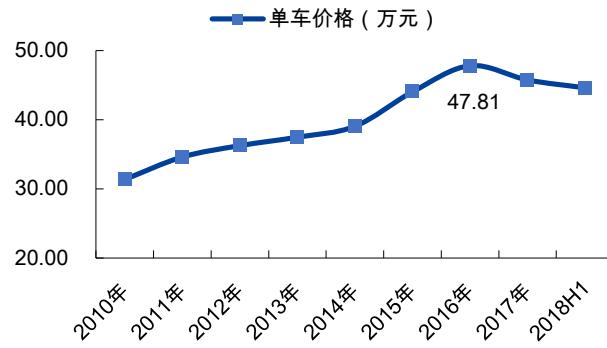
新能源客车占比提升带动单车均价上行。公司新能源客车销量占比从2012年的3.56%快速提升至2016年37.83%。相比传统客车，新能源客车单价与毛利率都更高，其占比提升使得公司单车均价逐年提升，从2010年的31.37万/辆提升至到2016年的47.81万/辆。2017年以来受新能源客车占比小幅下滑影响，公司单车均价小幅下滑。我们预计公司新能源客车下半年将逐步放量，随其销量占比将提升，单车均价有望进一步上行。

图 13: 宇通新能源客车销量占比



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 14: 宇通客车单车均价



资料来源: Wind, 华金证券研究所

补贴退坡利好业内龙头，新能源客车份额未来有望加速向龙头集中。今年2月13日，工信部等四部委发布《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，宣布2018年2月12日起至2018年6月11日为补贴过渡期。过渡期内上牌的新能源客车按照2017年新能源客车补贴标准的0.7倍补贴，过渡期之后的补贴金额较2017年最多下降40%。未来中小客车企业将面临利润率下降以及现金流紧张的双重压力，落后产能将逐渐被淘汰出局。宇通于今年5月推出包含E6、E8及E8-Plus、E10、E12等公交升级产品以及8米、8.2米、9米、10.7米和11.3米等多款满足1.21倍最高补贴的全新产品。凭借高竞争力的产品，公司未来有望加速抢占国内新能源客车的市场份额。

补贴到位改善公司现金流，下半年新能源客车有望迎来恢复性增长。据此前公告，公司已于2018年7月11日收到2017年的第一笔新能源补贴8.37亿元，加上4月份收到的2016年第二批补贴58.60亿元，2018年以来共收到新能源补贴款66.97亿元，补贴的到位将有助于改善公司的现金流。随着下半年新能源汽车消费旺季的来临，公司新能源客车销量有望迎来恢复性增长。

三、出口短期下滑，未来增长空间仍较大

出口短期下滑，未来海外业务增长空间仍较大。目前，宇通在海外已形成欧美、中东、亚太、拉美、独联体、非洲等六大区域的发展布局，覆盖120多个国家和地区。在“一带一路”沿线地区，公司客车已出口40多个国家，并在缅甸、巴基斯坦、伊朗及古巴等国设厂进行客车散件当地组装。今年上半年受古巴、委内瑞拉等市场项目订单推迟执行的影响，公司客车出口3059辆，同比下降29.8%；下半年随出口订单的陆续交付，公司出口业务将迎来好转。未来，受益于“一带一路”战略的深入执行，公司拓展海外市场的步伐将加速，出口量的提升将对业绩带来积极影响。

图 15：宇通客车出口数及在总销量中占比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

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 1.48 元、1.87 元和 2.21 元，净资产收益率分别为 20.5%、22.4% 和 23.3%。维持“买入-A”的投资评级。

五、风险提示

新能源客车销量不及预期；海外出口扩张速度不及预期。

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 | 35,850.4 | 33,221.9 | 40,435.6 | 47,111.6 | 53,921.8 | 年增长率 | | | | | | |
| 减:营业成本 | 25,876.3 | 24,478.6 | 30,146.2 | 34,761.0 | 39,657.8 | 营业收入增长率 | 14.9% | -7.3% | 21.7% | 16.5% | 14.5% | |
| 营业税费 | 161.4 | 185.6 | 201.5 | 236.7 | 280.3 | 营业利润增长率 | 14.8% | -18.0% | 3.1% | 28.2% | 18.5% | |
| 销售费用 | 2,926.7 | 2,353.4 | 3,154.0 | 3,674.7 | 4,178.9 | 净利润增长率 | 14.4% | -22.6% | 4.9% | 26.2% | 18.1% | |
| 管理费用 | 1,825.5 | 2,051.3 | 2,992.2 | 3,439.2 | 3,882.4 | EBITDA增长率 | 21.7% | -16.2% | -8.0% | 24.7% | 16.8% | |
| 财务费用 | 274.6 | 492.1 | -60.6 | -116.5 | -156.4 | EBIT增长率 | 26.6% | -18.6% | -3.9% | 27.1% | 18.1% | |
| 资产减值损失 | 438.0 | 560.4 | 413.0 | 470.4 | 481.3 | NOPLAT增长率 | 24.3% | -10.9% | -10.4% | 27.3% | 17.8% | |
| 加:公允价值变动收益 | 58.0 | 121.3 | 43.0 | 37.8 | -39.5 | 投资资本增长率 | 51.1% | 95.1% | -71.9% | 73.7% | -73.9% | |
| 投资和汇兑收益 | -12.7 | 86.3 | 80.0 | 75.0 | 80.4 | 净资产增长率 | 5.7% | 14.1% | 3.8% | 15.5% | 13.6% | |
| 营业利润 | 4,393.3 | 3,601.6 | 3,712.3 | 4,758.9 | 5,638.4 | 盈利能力 | | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 389.0 | 34.4 | 90.0 | 32.0 | 31.0 | 毛利率 | 27.8% | 26.3% | 25.4% | 26.2% | 26.5% | |
| 利润总额 | 4,782.3 | 3,635.9 | 3,802.3 | 4,790.9 | 5,669.4 | 营业利润率 | 12.3% | 10.8% | 9.2% | 10.1% | 10.5% | |
| 减:所得税 | 680.0 | 468.1 | 475.3 | 594.1 | 714.3 | 净利润率 | 11.3% | 9.4% | 8.1% | 8.8% | 9.1% | |
| 净利润 | 4,043.7 | 3,129.2 | 3,281.4 | 4,140.6 | 4,890.2 | EBITDA/营业收入 | 15.0% | 13.5% | 10.2% | 11.0% | 11.2% | |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 13.0% | 11.4% | 9.0% | 9.9% | 10.2% | |
| 资产负债表 | | | | | | | | | | | | |
| | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | | | | | | | |
| 货币资金 | 5,616.4 | 2,487.7 | 11,628.5 | 11,466.5 | 18,069.9 | 偿债能力 | | | | | | |
| 交易性金融资产 | 358.5 | 159.1 | 200.0 | 239.2 | 199.4 | 资产负债率 | 61.1% | 56.8% | 65.2% | 61.3% | 62.6% | |
| 应收帐款 | 15,562.1 | 18,140.9 | 20,946.9 | 20,930.1 | 24,004.8 | 负债权益比 | 157.0% | 131.7% | 187.0% | 158.6% | 167.2% | |
| 应收票据 | 1,135.1 | 1,484.8 | 1,660.1 | 2,265.8 | 1,928.1 | 流动比率 | 1.35 | 1.47 | 1.33 | 1.44 | 1.45 | |
| 预付帐款 | 226.6 | 300.0 | 621.2 | 344.4 | 757.2 | 速动比率 | 1.25 | 1.31 | 1.28 | 1.32 | 1.38 | |
| 存货 | 1,923.5 | 3,074.4 | 1,615.0 | 3,212.9 | 2,295.1 | 利息保障倍数 | 17.00 | 7.72 | -60.22 | -39.87 | -35.05 | |
| 其他流动资产 | 2,088.8 | 1,784.3 | 1,750.2 | 1,874.5 | 1,803.0 | 营运能力 | | | | | | |
| 可供出售金融资产 | 1,008.6 | 1,330.0 | 905.7 | 1,081.4 | 1,105.7 | 固定资产周转天数 | 43 | 46 | 35 | 29 | 24 | |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | 流动营业资本周转天数 | -2 | 43 | 23 | -2 | -5 | |
| 长期股权投资 | 321.6 | 664.5 | 714.5 | 764.5 | 814.5 | 流动资产周转天数 | 251 | 294 | 293 | 301 | 298 | |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - | 应收帐款周转天数 | 129 | 183 | 174 | 160 | 150 | |
| 固定资产 | 4,537.7 | 3,982.8 | 3,866.8 | 3,701.0 | 3,474.7 | 存货周转天数 | 17 | 27 | 21 | 18 | 18 | |
| 在建工程 | 90.8 | 297.3 | 397.8 | 438.2 | 414.6 | 总资产周转天数 | 328 | 386 | 368 | 362 | 351 | |
| 无形资产 | 1,457.5 | 1,426.6 | 1,374.0 | 1,248.3 | 1,119.6 | 投资资本周转天数 | 49 | 93 | 65 | 33 | 23 | |
| 其他非流动资产 | 826.5 | 1,033.1 | 787.8 | 796.4 | 768.7 | 费用率 | | | | | | |
| 资产总额 | 35,153.8 | 36,165.4 | 46,468.5 | 48,363.3 | 56,755.3 | 销售费用率 | 8.2% | 7.1% | 7.8% | 7.8% | 7.8% | |
| 短期债务 | - | 770.1 | 600.0 | 550.0 | 530.0 | 管理费用率 | 5.1% | 6.2% | 7.4% | 7.3% | 7.2% | |
| 应付帐款 | 11,662.0 | 9,532.2 | 16,510.7 | 14,967.3 | 21,385.7 | 财务费用率 | 0.8% | 1.5% | -0.1% | -0.2% | -0.3% | |
| 应付票据 | 5,389.6 | 5,887.8 | 8,013.0 | 9,174.4 | 7,570.0 | 三费/营业收入 | 14.0% | 14.7% | 15.1% | 14.9% | 14.7% | |
| 其他流动负债 | 2,868.9 | 2,461.9 | 3,709.9 | 3,341.3 | 4,380.6 | 投资回报率 | | | | | | |
| 长期借款 | - | 21.2 | - | - | - | ROE | 29.8% | 20.2% | 20.5% | 22.4% | 23.3% | |
| 其他非流动负债 | 1,554.1 | 1,886.2 | 1,441.0 | 1,627.1 | 1,651.5 | ROA | 11.7% | 8.8% | 7.2% | 8.7% | 8.7% | |
| 负债总额 | 21,474.7 | 20,559.5 | 30,274.6 | 29,660.1 | 35,517.8 | ROIC | 103.8% | 61.2% | 28.1% | 127.5% | 86.5% | |
| 少数股东权益 | 95.4 | 106.1 | 151.7 | 207.9 | 272.8 | 分红指标 | | | | | | |
| 股本 | 2,213.9 | 2,213.9 | 2,213.9 | 2,213.9 | 2,213.9 | DPS(元) | 1.00 | 0.50 | 0.59 | 0.84 | 1.10 | |
| 留存收益 | 11,368.4 | 12,283.6 | 13,828.3 | 16,281.3 | 18,750.6 | 分红比率 | 54.7% | 35.4% | 40.0% | 45.0% | 50.0% | |
| 股东权益 | 13,679.1 | 15,605.9 | 16,193.9 | 18,703.2 | 21,237.4 | 股息收益率 | 6.4% | 3.2% | 3.8% | 5.4% | 7.1% | |
| 现金流量表 | | | | | | | | | | | | |
| | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | | | | | | | |
| 净利润 | 4,102.3 | 3,167.8 | 3,281.4 | 4,140.6 | 4,890.2 | 业绩和估值指标 | | | | | | |
| 加:折旧和摊销 | 714.1 | 711.4 | 488.1 | 521.0 | 548.6 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | | |
| 资产减值准备 | 438.0 | 560.4 | - | - | - | EPS(元) | 1.83 | 1.41 | 1.48 | 1.87 | 2.21 | |
| 公允价值变动损失 | -58.0 | -121.3 | 43.0 | 37.8 | -39.5 | BVPS(元) | 6.14 | 7.00 | 7.25 | 8.35 | 9.47 | |
| 财务费用 | 243.1 | 340.6 | -60.6 | -116.5 | -156.4 | PE(X) | 8.5 | 11.0 | 10.5 | 8.3 | 7.0 | |
| 投资损失 | 12.7 | -86.3 | -80.0 | -75.0 | -80.4 | PB(X) | 2.5 | 2.2 | 2.1 | 1.9 | 1.6 | |
| 少数股东损益 | 58.6 | 38.7 | 45.6 | 56.2 | 64.9 | P/FCF | 16.6 | -21.5 | 3.1 | 19.7 | 3.8 | |
| 营运资金的变动 | -1,188.6 | -6,089.1 | 8,307.2 | -2,658.6 | 3,691.0 | P/S | 1.0 | 1.0 | 0.8 | 0.7 | 0.6 | |
| 经营活动产生现金流量 | 3,532.3 | -1,749.0 | 12,024.6 | 1,905.6 | 8,918.3 | EV/EBITDA | 5.0 | 6.7 | 5.2 | 4.1 | 2.5 | |
| 投资活动产生现金流量 | -1,008.3 | -818.5 | 0.9 | -449.0 | -33.8 | CAGR(%) | 0.8% | 16.1% | -2.5% | 0.8% | 16.1% | |
| 融资活动产生现金流量 | -3,456.2 | -1,072.6 | -2,884.7 | -1,618.6 | -2,281.0 | PEG | 11.2 | 0.7 | -4.2 | 10.9 | 0.4 | |
| | | | | | | ROIC/WACC | 10.0 | 5.9 | 2.7 | 12.3 | 8.3 | |

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