

上汽集团 (600104.SH)

动态分析

业绩稳中有进，龙头优势进一步加强

投资要点

- ◆ **业绩稳中有进，分红比例维持高位。**公司发布 2018 年年度报告，全年实现营业收入 9021.94 亿元，同比增长 3.62%；归母净利润 360.09 亿元，同比增长 4.65%；毛利率 13.25%，同比下降 0.22 个百分点；净利率 5.45%，同比下降 0.04 个百分点。2018 年公司业绩稳中有进，增长动力主要来源于：（1）荣威与名爵双品牌发展势头良好，自主品牌持续减亏；（2）上汽大众、上汽通用等合资品牌销量保持稳定，贡献了较多的收益；（3）子公司华域汽车收购上海小糸后，原有的 50% 股权产生了一次性溢价计入当期投资收益。同时，公司年报公布了 2018 年利润分配方案，每 10 股派送现金红利 12.60 元（含税），总计派发现金股利 147.21 亿元，分红比例 40.88%。
- ◆ **市占率逆势提升，新车周期有望带动业绩持续向上。**2018 年全年公司实现整车销售 705.2 万辆，同比增长 1.8%，增速高于行业 4.6 个百分点（据中汽协，2018 年全国汽车销量下滑 2.8%），国内市场占有率达到 25.1%，同比提升 1.1 个百分点，进一步扩大了在国内市场的领先优势。**自主品牌方面**，依托荣威 RX5、名爵 ZS 等高价比智能网联车型的热销，荣威与名爵全年销量合计 73 万辆，同比增长 36.5%。**合资品牌方面**，上汽大众、上汽通用全年分别实现销量 206.51 万辆（同比增长 0.1%）和 197.01 万辆（同比下降 1.5%），虽未能实现较大增长，但表现仍优于行业。2019 年，上汽自主、上汽大众及上汽通用均计划推出多款新车或换代车型，持续完善产品结构，新车周期下公司销量有望保持稳步增长。
- ◆ **“新四化”硕果累累，持续巩固龙头优势。**2018 年，公司深入推进“新四化”战略，在新能源、智能网联、汽车共享等前沿领域硕果累累。**新能源化方面**，2018 年公司销售新能源汽车 14.2 万辆，同比增长 120%；其中，自主品牌荣威和名爵的新能源汽车销量达到 9.7 万辆，同比增长 119%；上汽大众、上汽通用、上汽通用五菱等合资企业加大了产品投放力度，新能源汽车销量取得较快增长。**智能化与网联化方面**，公司持续加大在感知、规划、决策、执行等智能驾驶关键系统的自主开发力度，全球首款量产电动智能网联汽车荣威 Marvel X 成功上市销售，AR 增强现实智能导航、智能辅助驾驶等“黑科技”实现产业化落地。**共享化方面**，环球车享业务已进入全国 64 个城市，车队规模达到 4.5 万辆，累计注册用户超过 400 万，服务运营质量持续提升。未来随着“新四化”战略的持续深入，公司行业龙头地位将得到进一步巩固。
- ◆ **投资建议：**2018 年公司业绩稳中有进，市占率逆势提升，龙头优势凸显。我们预测公司 2019 年至 2021 年的每股收益分别为 3.28 元、3.66 元和 4.02 元，净资产收益率分别为 14.3%、14.9%和 15.3%。维持“买入-A”的投资评级。
- ◆ **风险提示：**国内汽车销量增速不及预期；公司自主及合资新车型销量不及预期。

汽车 | 乘用车 III

投资评级

买入-A(维持)

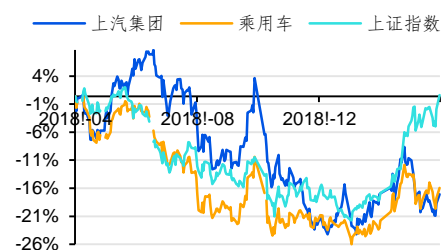
股价(2019-04-01)

26.59 元

交易数据

总市值(百万元)	310,663.24
流通市值(百万元)	305,876.28
总股本(百万股)	11,683.46
流通股本(百万股)	11,503.43
12个月价格区间	24.13/36.98 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-15.09	-27.42	-17.56
绝对收益	-7.29	-0.3	-17.51

分析师

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

报告联系人

 陆嘉敏
 lujiamin@huajinsec.cn
 021-20377038

相关报告

上汽集团：1 月产销继续承压，静待行业触底复苏 2019-02-15

上汽集团：市场份额稳步提升，全年业绩目标仍有望达成 2018-10-30

上汽集团：自主与合资两翼齐飞，业绩增长超预期 2018-08-31

上汽集团：与奥迪合作落地，产品结构及盈利能力持续向上 2018-06-27

上汽集团：自主和合资表现上佳，销量持续超预期 2018-06-08

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	870,639.4	902,194.1	962,490.5	1,048,196.9	1,118,271.2
同比增长(%)	15.1%	3.6%	6.7%	8.9%	6.7%
营业利润(百万元)	54,110.0	53,673.8	58,438.7	65,209.0	71,604.0
同比增长(%)	11.7%	-0.8%	8.9%	11.6%	9.8%
净利润(百万元)	34,410.3	36,009.2	38,347.0	42,808.4	46,928.0
同比增长(%)	7.5%	4.6%	6.5%	11.6%	9.6%
每股收益(元)	2.95	3.08	3.28	3.66	4.02
PE	9.0	8.6	8.1	7.3	6.6
PB	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、业绩稳中有进，分红维持高位.....	4
二、市占率逆势提升，新车周期有望带动业绩持续向上.....	6
三、“新四化”战略稳步推进，龙头优势持续加强.....	9
四、盈利预测与投资建议.....	10
五、风险提示.....	11

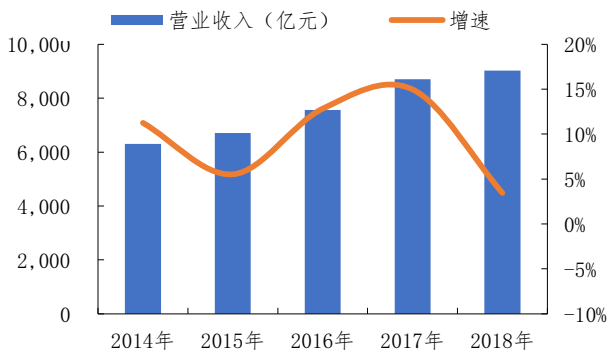
图表目录

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 年公司主营业务收入.....	5
图 5：近 5 年公司主营业务毛利率.....	5
图 6：近 5 年公司毛利率及净利率.....	6
图 7：近 5 年公司销售、管理、财务费用率.....	6
图 8：近 5 年公司研发支出在公司营收中占比.....	6
图 9：上汽自主品牌销量及市场份额.....	7
图 10：上汽自主品牌销量及增速.....	7
图 11：上汽大众销量.....	8
图 12：上汽通用销量.....	9
图 13：环球车享投放城市数量规划.....	10
图 14：环球车享运营车辆数量规划.....	10
表 1：上汽自主 2019 年新车规划.....	8
表 2：上汽通用 2019 年新车规划.....	9
表 3：上汽大众 2019 年新车规划.....	9

一、业绩稳中有进，分红维持高位

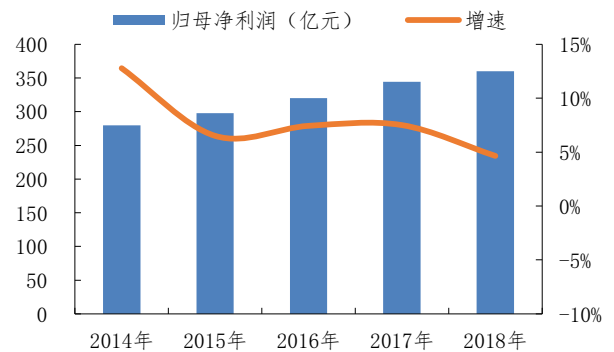
业绩稳中有进，分红维持高位：公司发布 2018 年年度报告，全年实现营业收入 9021.94 亿元，同比增长 3.62%；归母净利润 360.09 亿元，同比增长 4.65%；毛利率 13.25%，同比下降 0.22 个百分点；净利率 5.45%，同比下降 0.04 个百分点。2018 年公司业绩稳中有进，增长动力主要来源于：（1）荣威与名爵双品牌发展势头良好，自主品牌持续减亏；（2）上汽大众、上汽通用等合资品牌销量保持稳定，贡献了较多的收益；（3）子公司华域汽车收购上海小糸后，原有的 50% 股权产生了一次性溢价计入当期投资收益。

图 1：近 5 年公司营业收入及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

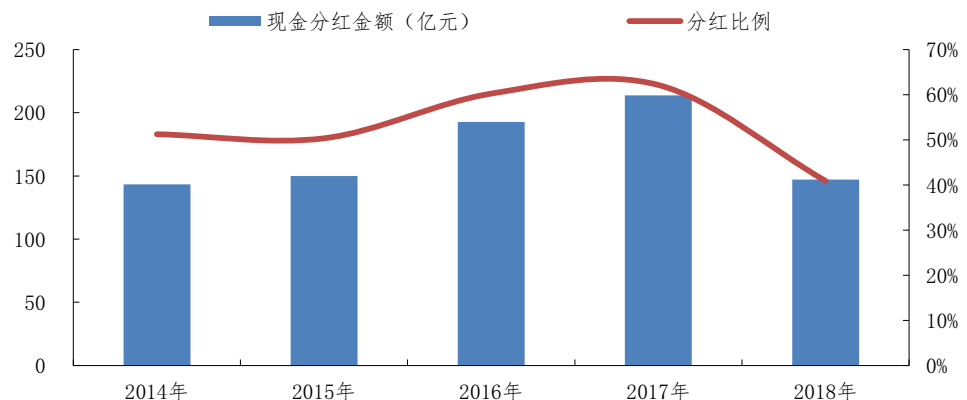
图 2：近 5 年公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

分红比例 40.88%：公司年报公布了 2018 年利润分配方案，每 10 股派送现金红利 12.60 元（含税），总计派发现金股利 147.21 亿元，分红比例 40.88%。

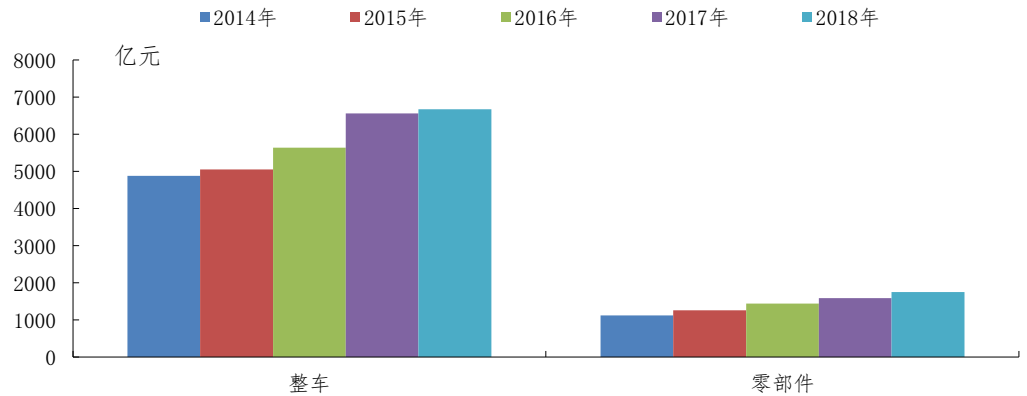
图 3：近 5 年公司分红金额及分红比例



资料来源：公司公告，华金证券研究所

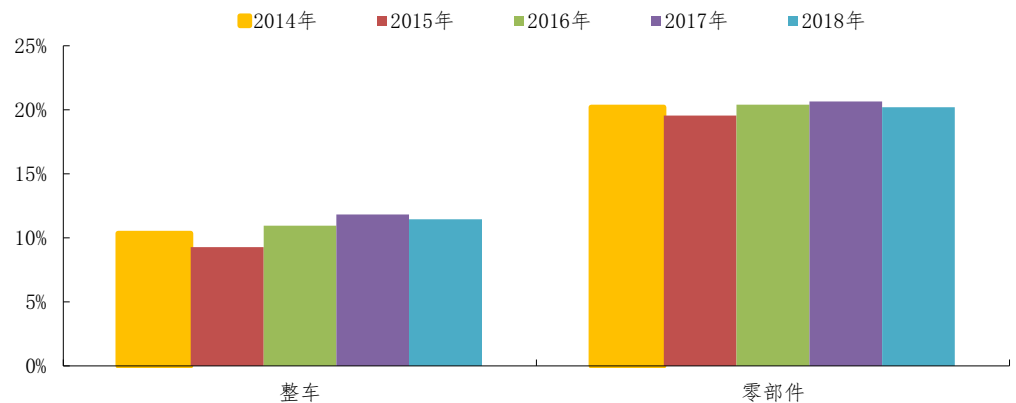
分业务看：2018 年公司整车业务收入 6673.09 亿元，同比增长 1.60%；毛利率 11.45%，同比下降 0.37 个百分点；该业务贡献了公司 76.65% 的营收以及 55.73% 的毛利润。零部件业务（主要来自华域汽车）收入 1754.60 亿元，同比增长 10.68%；毛利率 20.18%，同比下降 0.45 个百分点；该业务贡献了公司 20.15% 的营收以及 25.84% 的毛利润。以上两项业务合计营收占比 96.80%、毛利润占比 81.57%，是公司主要收入和利润来源。

图 4: 近 5 年公司主营业务收入



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

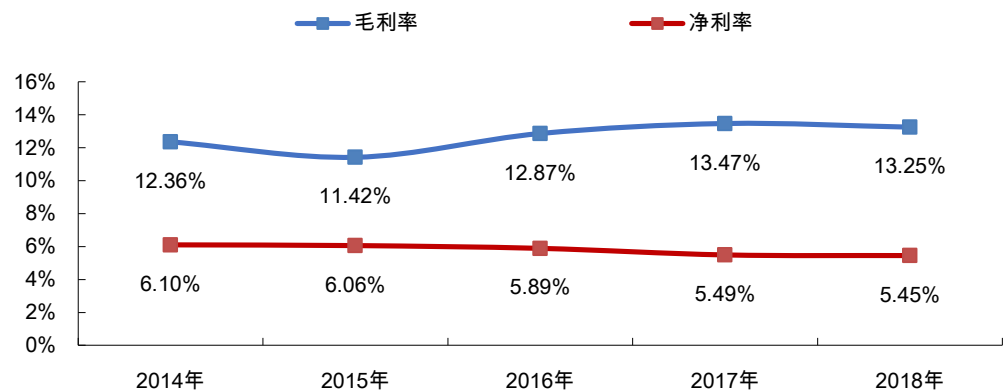
图 5: 近 5 年公司主营业务毛利率



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

利润率方面: 公司 2018 年全年毛利率 13.25%，同比减少 0.22 个百分点；净利率 5.45%，同比减少 0.04 个百分点。受益于高产品竞争力的车型的推出，公司毛利率在 2015 年的低点后逐年上升，2017 年的 13.47% 的毛利率也创下了近 5 年的新高。2018 年由于车市景气度下行，公司加大了折扣促销力度，导致毛利率同比小幅下滑了 0.22 个百分点；净利率也受毛利率拖累，同比下降 0.04 个百分点。

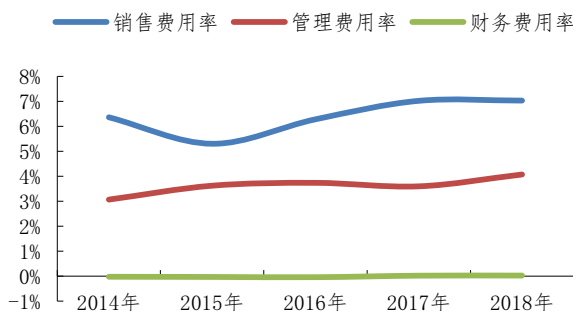
图 6: 近 5 年公司毛利率及净利率



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

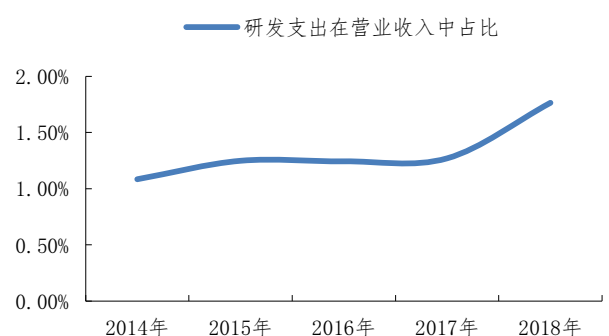
期间费用方面: 2018 年公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 7.03%、4.07% 和 0.02%，三项费用率合计 11.12%，同比增加 0.49 个百分点。由于公司持续在新能源、智能网联等领域投入了较大的研发力量，因此研发支出在公司营业收入中的占比也由 2013 年的 0.93% 提升至 2018 年的 1.76%。

图 7: 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 8: 近 5 年公司研发支出在公司营收中占比

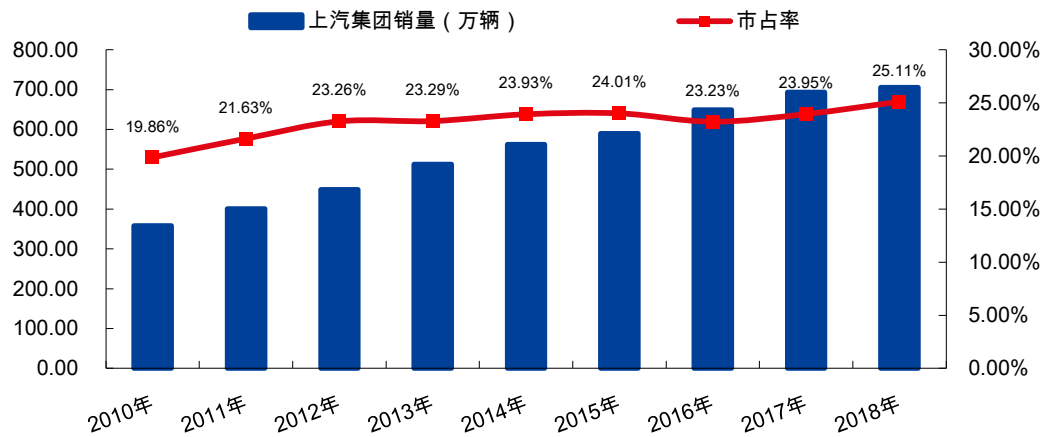


资料来源: Wind, 华金证券研究所

二、市占率逆势提升，新车周期有望带动业绩持续向上

公司全年销量 **705.2 万辆**，同比增长 **1.8%**。2018 年公司全年实现整车销售 705.2 万辆，同比增长 1.8%，增速高于行业 4.6 个百分点（据中汽协，2018 年全国汽车销量下滑 2.8%）；其中，乘用车销售 616.2 万辆，同比下降 0.4%，商用车销售 88.9 万辆，同比增长 19.8%（不含微车的一般商用车同比增长 22.8%）；国内市场占有率达到 **25.1%**，同比提升 1.1 个百分点，进一步扩大了在国内市场的领先优势。

图 9：上汽自主品牌销量及市场份额

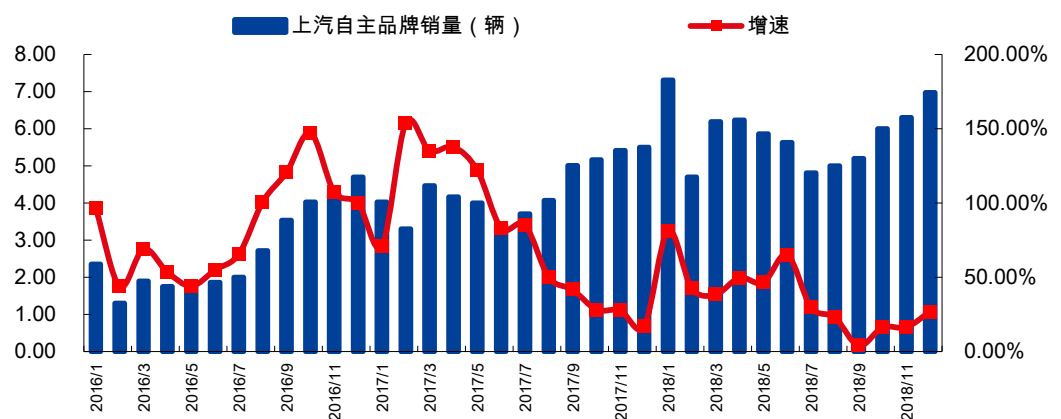


资料来源：公司公告，华金证券研究所

自主品牌销量 73 万辆（同比增长 36.5%），合资品牌销量 632.2 万辆（同比下降 1.3%）。2018 年上汽自主品牌汽车销量合计 73 万辆，同比增长 36.5%；上汽大众、上汽通用、上汽通用五菱等合资品牌汽车销量合计 632.2 万辆，同比下降 1.3%。

自主品牌：荣威与名爵双品牌战略驱动销量增长较快。2018 年公司荣威和名爵品牌销量 73 万辆，同比增长 36.5%，延续了 2016 年以来的高增长态势。以 RX5 为代表的高性价比、高颜值及智能网联车型的热销支撑上汽自主品牌全年销量实现了高增长。**荣威品牌**全年销量 46 万辆，同比增长约 20%。其中，荣威 RX5 年销量超过 20 万辆，i5 等新品上市后快速热销。**名爵品牌**全年销量近 27 万辆，同比增长约 92.9%，成为年度增速最快的汽车品牌。其中全新名爵 6 平均月销已稳定在 8000 辆；名爵 ZS 在 2018 年全球累计销量超 11 万辆，且多次月销过万；名爵 HS 目前也正处于销量爬升阶段。新能源方面，2018 年荣威和名爵新能源汽车销量达到 9.7 万辆，同比增长 119%。

图 10：上汽自主品牌销量及增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

2019 年荣威与名爵将继续补齐 SUV 及新能源产品线。2019 年，荣威还将推出多款新车型，SUV 方面将推出中型 SUV RX7 以及 RX8 改款等，轿车方面将推出 i5 三厢版本；名爵重点推出 HS 和 ZS 的新能源车型。随着产品端的补齐，自主品牌销量有望保持较快增长。

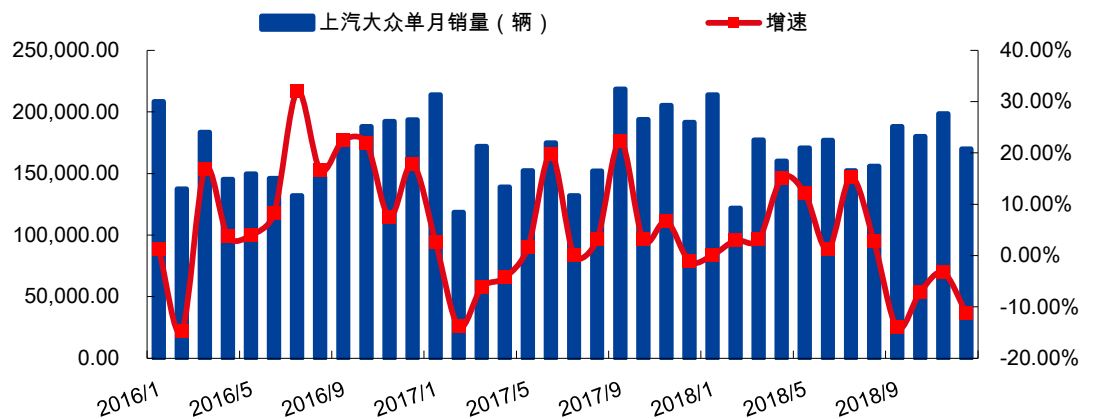
表 1: 上汽自主 2019 年新车规划

品牌	车名	车型	类型
荣威	荣威 eRX5 改款	纯电动 SUV	改款
荣威	荣威 RX7	中型 SUV	新车
荣威	荣威 RX8 改款	中大型 SUV	改款
荣威	荣威 i5 三厢版本	新能源轿车	新车
名爵	名爵 eHS	新能源 SUV	新车
名爵	名爵 EZS	纯电动 SUV	新车
名爵	名爵 ZS 改款	紧凑型 SUV	改款
名爵	名爵 6 改款	紧凑型轿车	改款

资料来源: 太平洋汽车网, 华金证券研究所

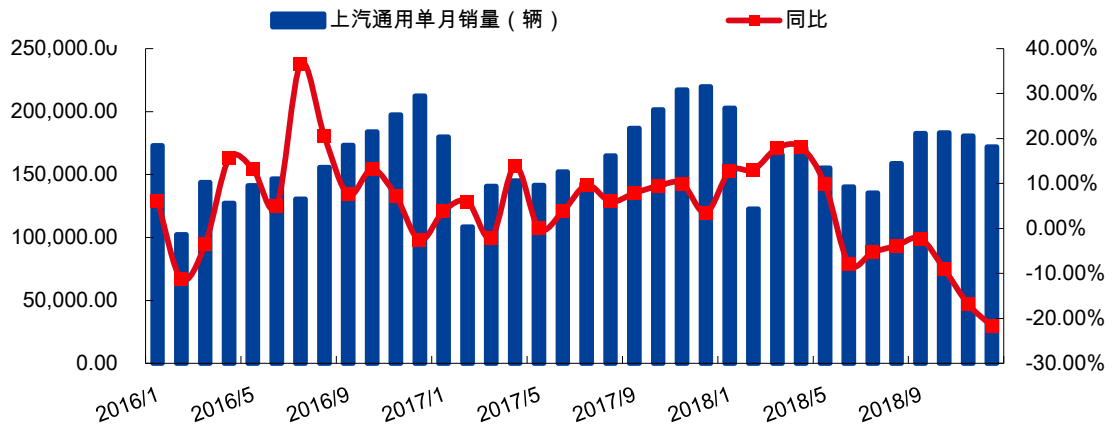
合资品牌: 上汽大众基本持平、上汽通用小幅下滑, 期待新车上市提振销量。2018 年下半年开始, 受汽车行业整体景气度下行影响, 叠加新车型推出较少, 上汽大众、上汽通用分别实现销量全年销量 206.51 万辆 (+0.1%) 和 197.01 万辆 (-1.5%), 虽未能实现明显的增长, 但表现仍优于行业。2019 年, 上汽大众、上汽通用各自仍将推出多款新车或换代车型, 其中上汽通用旗下三大品牌将推出 18 款全新或改款车型, 上汽大众将推出 3 款新车, 新车周期下合资品牌销量增速有望逐步回升。

图 11: 上汽大众销量



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 12: 上汽通用销量



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

表 2: 上汽通用 2019 年新车规划

品牌	车名	车型	类型
雪佛兰	雪佛兰 Blazer	中大型 SUV	新车
雪佛兰	雪佛兰 Tracker	小型 SUV	新车
雪佛兰	雪佛兰全新迈锐宝 XL Malibu XL	中高级旗舰轿车	改款
雪佛兰	雪佛兰科沃兹 Redline 尚·红系列	时尚中级家庭轿车	新车
雪佛兰	雪佛兰科鲁泽 MONZA	紧凑型轿车	改款
凯迪拉克	凯迪拉克 XT6	中型 SUV	新车
凯迪拉克	凯迪拉克 CT4	紧凑型轿车	新车
别克	别克 GL8 VELITE 6	纯电动 MPV	新车
别克	全新别克君越	混动轿车	改款
别克	全新君越 Avenir	三厢轿车	改款
别克	别克威朗	两厢轿车	改款
别克	别克 GL6	纯电动 MPV	新车
别克	别克英朗	紧凑型轿车	改款
别克	别克阅朗	多功能旅行车	改款
别克	别克昂科威	中型 SUV	改款

资料来源: 太平洋汽车网, 华金证券研究所

表 3: 上汽大众 2019 年新车规划

品牌	车名	车型	类型
大众	e-Lavida	纯电动轿车	新款
大众	T-Cross	小型 SUV	新款
大众	全新 Polo PLUS	入门型轿车	换代
大众	全新途昂 Coupe	中大型 SUV	换代

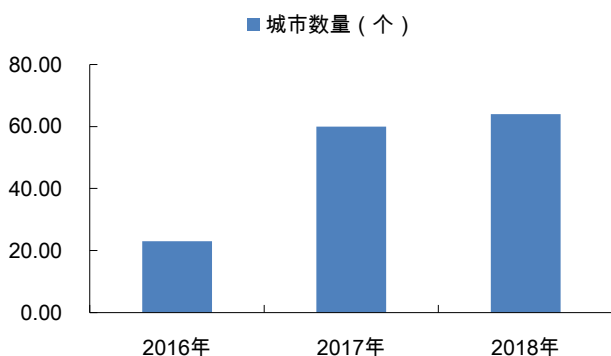
资料来源: 太平洋汽车网, 华金证券研究所

三、“新四化”战略稳步推进，龙头优势持续加强

“新四化”硕果累累，龙头优势持续加强。2017年，公司通过定增募集资金150亿元，围绕“电动化、网联化、智能化和共享化”四大战略进行布局，资金投向新能源汽车、智能驾驶、车联网和汽车金融服务等四类十个项目中。2018年，公司深入推进“新四化”战略，在新能源、智能网联、汽车共享等前沿领域获得了如下成果：

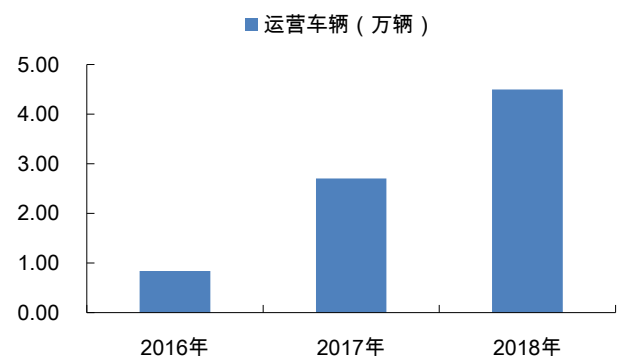
- **新能源化：**2018年公司销售新能源汽车14.2万辆，同比增长120%，连续第五年实现“翻番式”增长；其中，自主品牌荣威和名爵的新能源汽车销量达到9.7万辆，同比增长119%。上汽大通燃料电池轻客产品在上海等国内3座城市率先实现商业化批量运营；上汽大众、上汽通用、上汽通用五菱等合资企业加快完善新能源产品型谱，加大产品投放力度，新能源汽车销量取得较快增长。与此同时，公司新一轮“三电”核心技术创新和全新电动车专属架构开发等项目持续推进；上汽英飞凌IGBT产品实现批产交付；成立上海捷氢科技有限公司，整合燃料电池领域技术人才等核心资源，加快燃料电池汽车的商业化发展；上汽300型燃料电池长堆开发取得重要阶段成果，试制试验功率已达到全球领先水平。
- **智能化与网联化：**在智能网联领域，公司持续加大在感知、规划、决策、执行等智能驾驶关键系统的自主开发力度，持续推进与阿里巴巴、武汉光庭、Mobileye、TTTech等国内外著名企业的跨界合作，并与公安部交交所、中国移动、华为等签署战略合作协议，共同开展5G等智能网联前瞻领域的技术研究和标准体系建设。上汽智能驾驶汽车样车测试总里程超过11万公里，在开放道路的测试里程已超过8000公里。另有全球首款量产电动智能网联汽车荣威Marvel X成功上市销售，AR增强现实智能导航、智能辅助驾驶等“黑科技”实现产业化落地。
- **共享化：**上汽环球车享业务已进入全国64个城市，车队规模达到4.5万辆，累计注册用户超过400万，服务运营质量持续提升。在车的便捷服务方面，车享科技的线上整车年交易量达7.2万辆，交易额超过80亿元，继续在整车电商平台名列前茅，个性化定制等特色业务能力持续增强；车享家线下服务门店超过2300家，进入全国120个城市，会员总数超过300万人。

图 13：环球车享投放城市数量规划



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 14：环球车享运营车辆数量规划



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

2018 年公司业绩稳中有进，市占率逆势提升，龙头优势凸显。我们预测公司 2019 年至 2021 年的每股收益分别为 3.28 元、3.66 元和 4.02 元，净资产收益率分别为 14.3%、14.9%和 15.3%。维持“买入-A”的投资评级。

五、风险提示

国内汽车销量增速不及预期；公司自主及合资新车型销量不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	870,639.4	902,194.1	962,490.5	1,048,196.	1,118,271.2	年增长率					
减:营业成本	742,382.4	769,985.8	828,325.8	900,324.4	959,150.9	营业收入增长率	15.1%	3.6%	6.7%	8.9%	6.7%
营业税费	7,881.7	7,463.3	8,181.2	9,119.3	9,495.0	营业利润增长率	11.7%	-0.8%	8.9%	11.6%	9.8%
销售费用	61,121.7	63,423.0	67,374.3	70,229.2	77,580.6	净利润增长率	7.5%	4.6%	6.5%	11.6%	9.6%
管理费用	31,301.2	21,336.0	23,099.8	26,204.9	29,075.1	EBITDA 增长率	10.1%	26.5%	-16.9%	11.5%	9.2%
财务费用	143.2	195.4	1,059.4	555.5	41.6	EBIT 增长率	9.4%	26.3%	-14.4%	10.5%	8.9%
资产减值损失	3,739.6	3,490.5	3,300.0	3,434.9	3,491.2	NOPLAT 增长率	12.5%	1.9%	9.1%	10.7%	8.8%
加:公允价值变动收益	-4.3	-112.8	-6,739.4	-8,139.7	-2,847.8	投资资本增长率	186.8%	-44.7%	155.9%	14.7%	56.4%
投资和汇兑收益	30,827.3	33,154.6	34,028.0	35,020.0	35,015.0	净资产增长率	15.7%	4.6%	16.8%	10.4%	9.7%
营业利润	54,110.0	53,673.8	58,438.7	65,209.0	71,604.0	盈利能力					
加:营业外净收支	151.0	670.0	920.0	800.0	650.0	毛利率	13.5%	13.3%	13.9%	14.1%	14.2%
利润总额	54,261.0	54,343.8	59,358.7	66,009.0	72,254.0	营业利润率	6.2%	5.9%	6.1%	6.2%	6.4%
减:所得税	7,144.9	5,939.2	7,123.0	7,855.1	8,670.5	净利润率	4.0%	4.0%	4.0%	4.1%	4.2%
净利润	34,410.3	36,009.2	38,347.0	42,808.4	46,928.0	EBITDA/营业收入	7.3%	8.9%	6.9%	7.1%	7.3%
						EBIT/营业收入	6.3%	7.7%	6.2%	6.3%	6.4%
						偿债能力					
						资产负债率	62.4%	63.6%	62.7%	58.3%	58.1%
						负债权益比	165.9%	174.9%	167.9%	139.8%	138.5%
						流动比率	1.00	1.09	1.09	1.18	1.24
						速动比率	0.87	0.95	0.97	1.03	1.11
						利息保障倍数	384.24	355.80	56.16	118.39	1,723.4
						营运能力					
						固定资产周转天数	22	25	27	26	25
						流动营业资本周转天数	-54	-60	-63	-65	-68
						流动资产周转天数	149	168	185	183	183
						应收帐款周转天数	17	17	17	16	16
						存货周转天数	18	22	22	21	21
						总资产周转天数	272	301	313	304	296
						投资资本周转天数	-12	-13	-15	-22	-28
						费用率					
						销售费用率	7.0%	7.0%	7.0%	6.7%	6.9%
						管理费用率	3.6%	2.4%	2.4%	2.5%	2.6%
						财务费用率	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%
						三费/营业收入	10.6%	9.4%	9.5%	9.3%	9.5%
						投资回报率					
						ROE	15.3%	15.4%	14.3%	14.9%	15.3%
						ROA	6.5%	6.2%	5.9%	6.6%	6.6%
						ROIC	-322.5	-114.5	-226.1	-97.7%	-92.8%
						分红指标					
						DPS(元)	1.83	-	1.64	2.02	2.41
						分红比率	62.1%	0.0%	50.0%	55.0%	60.0%
						股息收益率	6.9%	0.0%	6.2%	7.6%	9.1%
						资产负债表					
						货币资金	121,611.1	123,771.4	192,498.1	212,568.5	286,991.9
						交易性金融资产	4,795.2	26,562.0	20,000.0	12,000.0	9,000.0
						应收帐款	43,882.0	40,129.8	48,098.5	47,403.9	53,861.8
						应收票据	29,641.7	20,960.4	31,976.5	23,345.0	34,432.4
						预付帐款	29,835.2	18,693.8	31,843.1	25,741.3	34,364.3
						存货	50,041.8	58,942.6	57,023.0	68,022.1	64,127.6
						其他流动资产	110,141.5	164,315.9	154,000.0	140,000.0	128,000.0
						可供出售金融资产	64,368.2	23,930.3	50,000.0	50,000.0	50,000.0
						持有至到期投资	-	-	-	-	-
						长期股权投资	67,500.2	70,930.4	73,930.4	75,930.4	77,930.4
						投资性房地产	2,909.3	3,189.7	3,239.7	3,289.7	3,339.7
						固定资产	58,226.7	69,187.3	75,819.9	77,440.1	75,576.5
						在建工程	16,477.0	20,849.3	17,479.4	14,623.5	12,338.8
						无形资产	11,745.3	14,008.3	13,507.5	12,726.7	11,865.8
						其他非流动资产	112,358.0	127,298.7	121,143.0	117,234.0	118,104.4
						资产总额	723,533.1	782,769.8	890,559.1	880,325.2	959,933.6
						短期债务	15,717.4	16,726.4	31,620.1	-	-
						应付帐款	180,161.2	125,265.5	183,055.8	187,077.6	208,301.3
						应付票据	16,541.4	29,561.2	21,058.7	38,962.9	30,309.1
						其他流动负债	178,552.5	242,770.0	255,917.8	221,945.0	253,456.8
						长期借款	6,894.0	19,157.9	9,476.3	7,300.0	7,400.0
						其他非流动负债	53,560.8	64,568.6	57,000.0	58,000.0	58,000.0
						负债总额	451,427.3	498,049.6	558,128.7	513,285.5	557,467.2
						少数股东权益	46,770.5	50,351.7	64,240.3	79,585.8	96,241.3
						股本	11,683.5	11,683.5	11,683.5	11,683.5	11,683.5
						留存收益	197,309.6	211,263.5	256,506.7	275,770.4	294,541.7
						股东权益	272,105.8	284,720.2	332,430.4	367,039.7	402,466.4
						现金流量表					
						净利润	47,116.1	48,404.7	38,347.0	42,808.4	46,928.0
						加:折旧和摊销	8,941.2	11,343.9	7,238.1	8,616.5	9,609.2
						资产减值准备	3,739.6	3,490.5	-	-	-
						公允价值变动损失	4.3	112.8	-6,739.4	-8,139.7	-2,847.8
						财务费用	1,394.2	1,863.1	1,059.4	555.5	41.6
						投资损失	-30,811.6	-33,125.9	-34,000.0	-35,000.0	-35,000.0
						少数股东损益	12,705.8	12,395.5	13,888.6	15,345.5	16,655.5
						营运资金的变动	-6,549.9	6,947.6	43,927.7	9,640.0	31,305.6
						经营活动产生现金流量	24,301.1	8,975.7	63,721.5	33,826.3	66,692.2
						投资活动产生现金流量	-10,911.8	9,844.9	14,686.9	47,850.0	37,850.0
						融资活动产生现金流量	-491.1	-19,113.7	-9,681.6	-61,605.8	-30,118.8
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	2.95	3.08	3.28	3.66	4.02
						BVPS(元)	19.29	20.06	22.95	24.60	26.21
						PE(X)	9.0	8.6	8.1	7.3	6.6
						PB(X)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
						P/FCF	4.3	9.0	4.4	22.3	3.7
						P/S	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
						EV/EBITDA	0.7	0.7	-0.3	-0.6	-1.3
						CAGR(%)	7.3%	9.5%	5.9%	7.3%	9.5%
						PEG	1.2	0.9	1.4	1.0	0.7
						ROIC/WACC	-34.2	-12.1	-24.0	-10.4	-9.8

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.huajinsec.com