

证券研究报告—动态报告

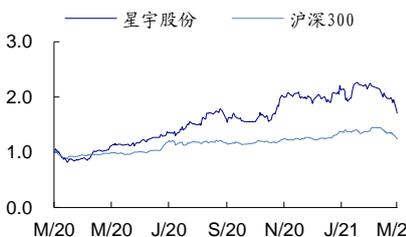
汽车汽配

汽车零部件 II

星宇股份(601799)
买入
2020 年业绩快报点评

(维持评级)

2021 年 03 月 10 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

| | |
|---------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股) | 276/276 |
| 总市值/流通(百万元) | 45,538/45,538 |
| 上证综指/深圳成指 | 3,359/13,476 |
| 12 个月最高/最低(元) | 220.90/78.01 |

相关研究报告:

《星宇股份-601799-2020 年三季报点评: 业绩超预期, 毛利率亮眼》——2020-10-31
 《星宇股份-601799-星宇股份系列点评之三十四: 可转债正式发行, 打造垂直一体化长期优势》——2020-10-21
 《星宇股份-601799-2020 年中报点评: 业绩符合预期, 毛利率改善显著》——2020-08-18
 《星宇股份-601799-星宇股份系列点评之三十二: 发布可转债预案, 募投车灯模具及电子工厂》——2020-06-10
 《星宇股份-601799-2019 年报暨 2020 年一季度点评: 19 年迎订单大年, 20Q1 超预期》——2020-04-19

证券分析师: 梁超

电话: 0755-22940097
 E-MAIL: liangchao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980515080001

证券分析师: 唐旭霞

电话: 0755-81981814
 E-MAIL: tangxx@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519080002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
业绩超预期, 盈利能力持续提升
● Q4 归母净利润同比+74%, 业绩超预期

星宇发布 2020 业绩快报, 2020 年全年营收 72.5 亿, 同比+19%, 归母净利润 11.57 亿, 同比+46%; 单 Q4 来看, 营收 25 亿, 同比+26%, 归母净利润 4.5 亿, 同比+74%, 扣非 4.27 亿, 同比+79%。单 Q4 营收环比+34%, 归母净利润环比+42%, 扣非环比+42%。在去年 Q4 利润高基数背景下, 星宇业绩保持高速增长, 表现亮眼。

● 单 Q4 净利率 18%, 同比大幅提升 5pct

2020 单 Q4 净利率 18%, 相较于 2019 单 Q4 的 13% 同比提升了 5pct (维持了第三季度的高速增长趋势); 2020 年全年净利率 16%, 相较于 2019 年全年的 13% 提升了 3pct。利润率超预期的原因有 1) 产品结构改善 (小灯占比降低、LED 和高附加值大灯提升); 2) 核心材料自制率提升; 3) 成本费用管控加强。

● Q4 营收增速超越行业增速 17pct, 奇瑞、红旗增速领跑

2020 单 Q4 国内乘用车产量增长 7%, 星宇营收增速 26%, 领先行业增速 17pct。我们根据星宇存量客户销量加权增速测算存量端增速为 14.6% (一汽大众+2%, 一汽丰田+10%, 广汽丰田+19%, 上汽大众-22%, 东风日产+8%, 红旗+93%), 增量端增速为 9% (核心增量车型为迈腾和部分日系车型), 奇瑞、红旗增速领跑, 持续贡献。

● 产品升级+全球化步伐加速, 中长期增量充足

中长期维度: 当前星宇和日系合作愉快 (获得丰田全球区域贡献奖、广丰供应商研发、质量多项大奖), 海外工厂进展有序, 2021-2022 年有望实现车型订单+海外工厂+ADB 产品释放的带来的业绩共振。

● 风险提示: 行业销量受疫情及芯片影响; 原材料价格波动风险。
● 投资建议: 长期具备全球车灯龙头潜力, 维持买入评级

上调盈利预测, 预期 20/21/22 年利润 11.6/15.2/19.3 亿 (原预期 10.1/12.7/16.2 亿), 对应 PE 分别 39/30/24x, 参考可比公司, 更新星宇一年期目标估值 (对应 2021 年) 为 182-209 元, 维持买入评级。

盈利预测和财务指标

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入(百万元) | 5,074 | 6,092 | 7,251 | 9,241 | 11,520 |
| (+/-%) | 19.2% | 20.1% | 19.0% | 27.4% | 24.7% |
| 净利润(百万元) | 611 | 790 | 1157 | 1518 | 1927 |
| (+/-%) | 29.9% | 29.4% | 46.4% | 31.3% | 26.9% |
| 摊薄每股收益(元) | 2.21 | 2.86 | 4.19 | 5.50 | 6.98 |
| EBIT Margin | 16.5% | 18.7% | 17.9% | 19.3% | 19.7% |
| 净资产收益率(ROE) | 14.0% | 16.2% | 21.2% | 24.4% | 26.8% |
| 市盈率(PE) | 40.7 | 56.8 | 39.4 | 30.0 | 23.6 |
| EV/EBITDA | 20.3 | 37.9 | 34.6 | 26.0 | 21.1 |
| 市净率(PB) | 3.77 | 9.2 | 8.33 | 7.32 | 6.34 |

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

Q4 营收符合预期，利润超预期。星宇发布 2020 业绩快报，2020 年全年营收 72.5 亿，同比+19%，归母净利润 11.57 亿，同比+46%；单 Q4 来看，营收 25 亿，同比+26%，归母净利润 4.5 亿，同比+74%，扣非 4.27 亿，同比+79%。单 Q4 营收环比+34%，归母净利润环比+42%，扣非环比+42%。在去年 Q4 利润高基数背景下，星宇业绩保持高速增长，表现亮眼。

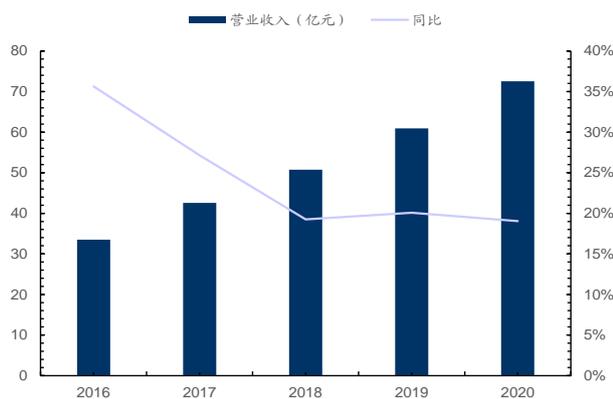
表 1: 星宇股份 2020 年业绩预告

| 项目 | 2020 年 | 同比 | 2019 年 |
|-------------------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (亿元) | 72.51 | 19.03% | 60.92 |
| 归母净利润 (亿元) | 11.57 | 46.45% | 7.9 |
| 归母扣非净利润 (亿元) | 10.82 | 47.19% | 7.35 |
| 单 Q4 营业收入 (亿元) | 25.03 | 25.97% | 19.87 |
| 单 Q4 归母净利润 (亿元) | 4.5 | 73.75% | 2.59 |
| 单 Q4 归母扣非净利润 (亿元) | 4.27 | 78.78% | 2.39 |

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

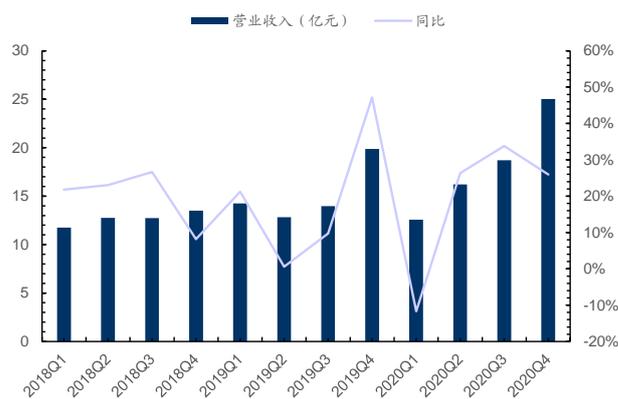
2020 年度, 受新冠疫情影响, 整车市场销量端负增长大约 2%, 但由于车灯行业仍处于产品升级阶段, 车灯行业整体景气度较好。2020 年, 公司进一步深化与国内外大型整车厂的合作, 业务规模进一步扩大; 同时公司进一步加强了成本费用管理, 提升了资源配置效率, 公司营业收入和利润获得增长。

图 1: 2016-2020 星宇股份年度销售收入及同比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 2: 2018-2020 星宇股份单季度销售收入及同比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

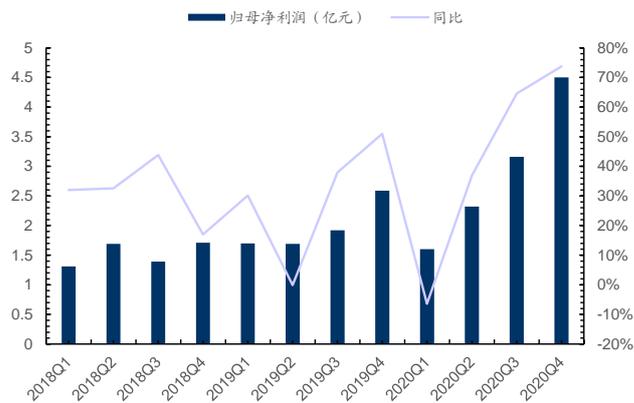
单 Q4 净利率 18%，产品结构持续优化：2020 单 Q4 净利率 18%，相较于 2019 单 Q4 的 13% 同比提升了 5pct（维持了第三季度的高速增长趋势）；2020 年全年净利率 16%，相较于 2019 年全年的 13% 提升了 3pct。利润率超预期的原因有 1) 产品结构改善（或小灯占比降低、LED 和高附加值大灯提升）；2) 核心材料自制率提升；3) 成本费用管控加强。

图 3：2016-2020 年度归母净利润及同比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

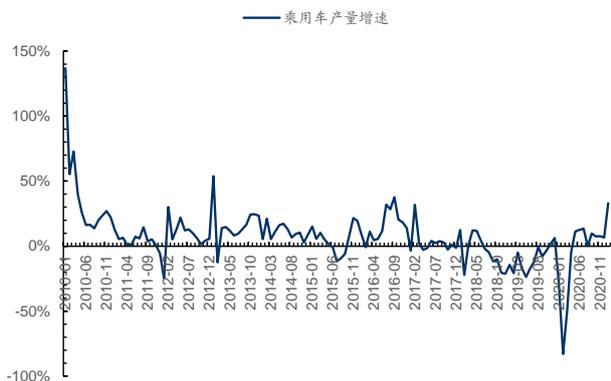
图 4：2018-2020 单季度归母净利润及同比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

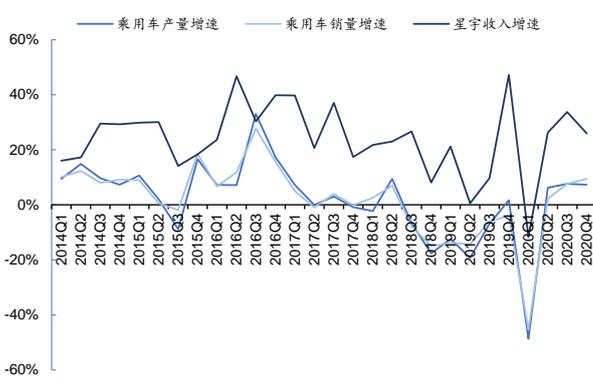
Q4 营收增速超越行业增速 17pct，奇瑞、红旗增速领跑：2020 单 Q4 国内乘用车产量增长 7%，销量增长 9%，星宇 Q4 营收增速 26%，领先行业产量增速 19pct。 我们根据星宇存量客户 Q4 销量加权增速测算存量端增速为 14.6%（一汽大众+2%，一汽丰田+10%，广汽丰田+19%，上汽大众-22%，东风日产+8%，红旗+93%，奇瑞+165%），增量端增速为 9%（核心增量车型为迈腾和部分日系车型），奇瑞、红旗增速领跑，持续贡献。

图 5：2010-2020 单月国内乘用车产量增速



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

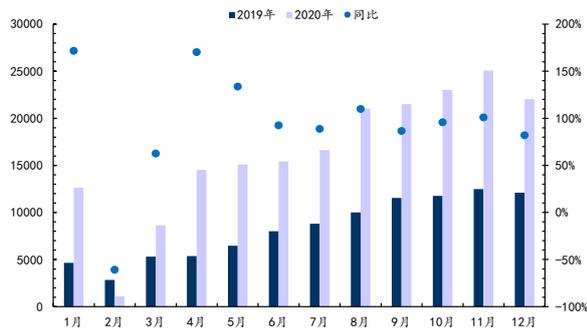
图 6：分季度星宇营收增速、乘用车产销增速



资料来源：公司公告，中汽协，国信证券经济研究所整理

一汽红旗 2020 年产销翻倍，2021 年有望继续维持。 一汽红旗是星宇长年深度合作的核心客户，旗下大部分车型的大部分车灯均由星宇长期配套，2018 年，红旗品牌销量首次突破 3 万辆大关，2019 年，主销款 SUV 车型红旗 HS5 上市，红旗品牌全年销量 2019 年突破 10 万辆，2020 年，红旗品牌基本达到其目标销量 20 万辆，销量同比+98%，2021 年红旗目标销量 40 万辆（1 月 3.25 万辆，2 月受春节因素影响销售 1.3 万辆）。

图 7: 红旗品牌 2019-2020 年单月销量及同比增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8: 红旗品牌谱系及上市时间轴



资料来源: 童济仁汽车评论、国信证券经济研究所整理

2020 年 8 月, 红旗新车型 H9 上市, 也成为了星宇 ADB 车灯量产的首款车型。星宇在红旗车型上配套产品较为全面, 产品设计较为复杂, 具备更高的附加值 (单车均价或高于星宇其他配套车型), 今年以来, 红旗累计翻倍的销量增速更是对公司业绩产生直接促进, 预计 2020 年全年红旗有望进入星宇前五大客户, 2021 年有望进一步提升比例。

图 7: 红旗 H9 迎宾灯系统



资料来源: 汽车之家、国信证券经济研究所整理

图 8: 红旗 H9 外观

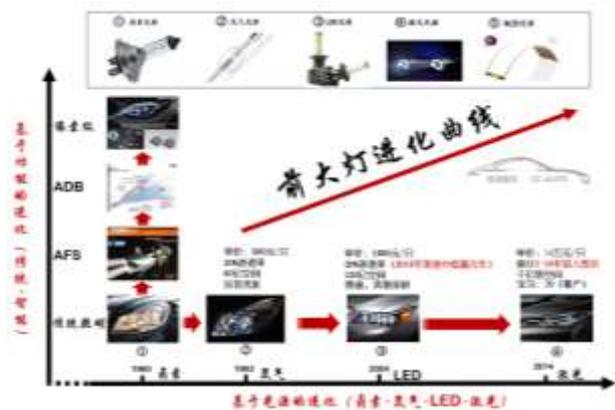


资料来源: 汽车之家、国信证券经济研究所整理

新订单——2019 年是星宇继 2016 年以来的又一个订单大年。2019 年, 公司承接 89 个车型的车灯开发项目 (上半年 34 个, 下半年 55 个), 批产新车型 45 个 (上半年 23 个, 下半年 22 个)。2020 年上半年公司承接 18 个新车型 (去年同期 34 个), 批产 19 个新车型 (去年同期 23 个);

新产品——2020 年上半年公司 ADB 大灯、贯穿式尾灯量产, 具有迎宾功能的律动式尾灯研发成功, ADB 大灯相较于传统 LED 前大灯而言价值量有望翻倍提升 (8 分区 ADB 单价通常在 1500-2000 元/只, 普通 LED 大灯单价 800-1000 元/只), 高附加值产品量产有望进一步提升 ASP;

图 7：前大灯升级路线图



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8：红旗 H9 前大灯使用 ADB 大灯



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

新客户——日系客户合作顺利，新车型陆续量产。日系车企 2018 年起调整对华战略，未来三年或将开启在国内的车型和产能新周期，2018 年下半年以来公司紧抓机遇，在日系主机厂内拓展顺利。

表 2：星宇近年不断斩获各项大奖

| 时间 | 车企 | 奖项 |
|-----------------|------|------------------------------------------------|
| 2019 年 3 月 25 日 | 一汽丰田 | 一汽丰田最高奖项“2018 年度成本优秀奖”，同时荣获一汽丰田“2018 年度特殊贡献奖”。 |
| 2020 年 1 月 13 日 | 一汽红旗 | “攻坚克难·旗志奖” |
| 2020 年 1 月 14 日 | 一汽大众 | 连续五年获得年度最高奖项“卓越合作伙伴奖” |
| 2020 年 1 月 14 日 | 一汽轿车 | 年度“研发协作奖” |
| 2020 年 3 月 13 日 | 广汽丰田 | “研究开发协力奖”、“品质优良奖” |
| 2020 年 6 月 12 日 | 丰田汽车 | “区域贡献奖” |

资料来源：星宇车灯公众号、国信证券经济研究所整理

2020 年 6 月 12 日，星宇股份获丰田汽车颁发 2019 年度丰田“区域贡献奖”。

“区域贡献奖”是丰田汽车对在“质量、成本、遵守交货期”等各方面均作出卓越贡献的供应商的奖励。该奖项原计划由丰田章男社长在日本丰田全球供应商大会上亲自颁发，但受疫情影响，日本丰田汽车委托天津一汽丰田汽车有限公司岛本巖副总经理一行亲临星宇颁发，该奖项的获取标志着星宇的日系全球化合作更进一步。

图 7：丰田全球“区域贡献奖”



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8：2020 年星宇获得丰田全球奖项



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

新产能——佛山工厂+常州智能产业园+海外有序扩张。2019 年佛山工厂二期项目竣工，智能制造产业园一期项目竣工，智能产业园二期预计 20Q4 竣工，

2020年3月起公司塞尔维亚开工建设，预计塞尔维亚工厂21Q1竣工。公司未来3-5年产能充足。

图 7: 星宇塞尔维亚工厂效果图



资料来源: 星宇车灯公众号、国信证券经济研究所整理

图 8: 星宇塞尔维亚工厂效果图



资料来源: 星宇车灯公众号、国信证券经济研究所整理

中长期维度下总结来看，2019年是星宇股份的订单大年+海外元年+ADB订单元年。当前星宇和日系合作愉快（拿下丰田全球区域贡献奖、广汽丰田供应商研发、质量多项大奖），海外如预期开工（未受疫情拖累进度），ADB持续渗透，2021-2022年有望实现车型订单+海外工厂+ADB产品释放的带来的业绩共振。

风险提示：国内车市景气度持续下行风险；年降和原材料价格波动风险。

投资建议：业绩超预期，上调盈利预测，维持买入评级。星宇处在起点高、弹性大、持续时间长的车灯赛道上，向高端化（日系、高端德系）、全球化（塞尔维亚建厂）迈出步伐，长逻辑通顺，考虑Q3/Q4利润率大幅提升，上调盈利预测，预期20/21/22年利润11.6/15.2/19.3亿（原预期10.1/12.7/16.2亿），对应PE分别39/30/24x，更新一年期（对应2021年）目标估值区间182-209元，长期具备全球车灯龙头潜力，维持买入评级。

上调盈利预测：和前次预测相比，我们主要对车灯业务营收和毛利率进行上调，将2020/2021/2022年分别17%/26%/24%的营收上调至20%/28%/25%，将2020/2021/2022年分别27%/27%/28%的毛利率上调至28%/29%/29.3%。

表 3: 星宇股份业务拆分

| 报告期 | 2017 年报 | 2018 年报 | 2019 年报 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| 报表类型 | | | | | | |
| 车灯类 | | | | | | |
| 收入 | 375,249 | 450,540 | 565,657 | 675,960 | 865,229 | 1,081,536 |
| 增速 | 26% | 20% | 26% | 20% | 28% | 25% |
| 成本 | 289,474 | 344,151 | 425,091 | 486,691 | 614,312 | 764,646 |
| 毛利 | 85,775 | 106,389 | 140,566 | 189,269 | 250,916 | 316,890 |
| 毛利率(%) | 23% | 24% | 25% | 28% | 29% | 29% |
| 汽车销售及维修 | | | | | | |
| 收入 | | | | | | |
| 增速 | | | | | | |
| 成本 | | | | | | |
| 毛利 | | | | | | |
| 毛利率(%) | | | | | | |
| 柔性扁平电缆 | | | | | | |
| 收入 | 6,637 | 7,152 | 1,780 | 0 | 0 | 0 |
| 增速 | 1% | 8% | -75% | 0% | 0% | 0% |
| 成本 | 5,250 | 5,341 | 1,354 | 0 | 0 | 0 |
| 毛利 | 1,387 | 1,811 | 426 | 0 | 0 | 0 |

| 毛利率(%) | 21% | 25% | 24% | 25% | 25% | 25% |
|---------------|---------------|---------------|------------|------------|------------|--------------|
| 三角警示牌类 | | | | | | |
| 收入 | 1,054 | 1,108 | 1,260 | 1,386 | 1,524 | 1,677 |
| 增速 | 9% | 5% | 14% | 10% | 10% | 10% |
| 成本 | 1,140 | 1,183 | 1,260 | 1,386 | 1,524 | 1,677 |
| 毛利 | -86 | -76 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率(%) | | | | | | |
| 其他业务 | | | | | | |
| 收入 | 42,602 | 48,607 | 40,484 | 47,771 | 57,325 | 68,790 |
| 增速 | 85% | 14% | -17% | 18% | 20% | 20% |
| 成本 | 37,888 | 42,279 | 35,626 | 42,038 | 50,446 | 60,535 |
| 毛利 | 4,713 | 6,328 | 4,858 | 5,732 | 6,879 | 8,255 |
| 毛利率(%) | 11% | 13% | 12% | 12% | 12% | 12% |
| 整体 | | | | | | |
| 主营业务收入 | 425,541.61 | 507,406.73 | 609,179.82 | 725,116.25 | 924,077.73 | 1,152,002.30 |
| 主营业务收入/营业总收入 | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% |
| 主营业务成本 | 333,752.32 | 392,954.14 | 463,330.36 | 530,114.98 | 666,282.42 | 826,857.50 |
| 主营业务成本/营业总成本 | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% |
| 营业总收入 | 425,541.61 | 507,406.73 | 609,179.82 | 725,116.25 | 924,077.73 | 1,152,002.30 |
| 增速 | 27.15% | 19.24% | 20.06% | 19.03% | 27.44% | 24.67% |
| 营业总成本 | 333,752.32 | 392,954.14 | 463,330.36 | 530,114.98 | 666,282.42 | 826,857.50 |
| 增速 | 26.19% | 17.68% | 17.91% | 14.41% | 25.69% | 24.10% |
| 营业总成本/营业总收入 | 78.43% | 77.44% | 76.06% | 73.11% | 72.10% | 71.78% |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

可比公司估值：我们选同样具备进口替代逻辑的浙江鼎力、车灯产业链核心标的科博达、减震隔音件龙头企业拓普集团进行可比公司估值（可比公司市值水平接近），四家可比公司 2021 年平均 PE 约为 39 倍。更新星宇一年期目标估值（对应 2021 年）为 182-209 元（对应 2021 年 PE 33-38 倍），当前股价（164.9 元）距离目标估值仍有约 27% 提升空间，持续看好，维持买入评级。

表 4: 可比公司估值表

| 公司 代码 | 公司 名称 | 投资 评级 | 昨收盘 (元) | 总市值 (亿元) | EPS | | | | PE | | | |
|----------|----------|----------|------------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 603338 | 浙江鼎力 | 无 | 85.07 | 413.00 | 2 | 1.95 | 2.63 | 3.39 | 42.54 | 43.63 | 32.35 | 25.09 |
| 603786 | 科博达 | 增持 | 69.06 | 276.31 | 1.19 | 1.32 | 1.65 | 2.22 | 58.03 | 52.32 | 41.85 | 31.11 |
| 601689 | 拓普集团 | 增持 | 32.37 | 356.73 | 0.43 | 0.59 | 0.78 | 1.19 | 75.28 | 54.86 | 41.50 | 27.20 |
| | 平均 | | | | 1.21 | 1.29 | 1.69 | 2.27 | 58.62 | 50.27 | 38.57 | 27.80 |
| 601799 | 星宇股份 | 买入 | 164.9 | 455.38 | 2.86 | 4.19 | 5.50 | 6.98 | 57.65 | 39.37 | 29.99 | 23.63 |

资料来源: WIND、国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|------------------|---------------|---------------|--------------|---------------|
| | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 现金及现金等价物 | 1257 | 600 | 600 | 600 | 营业收入 | 6092 | 7251 | 9241 | 11520 |
| 应收款项 | 1705 | 1788 | 2279 | 2841 | 营业成本 | 4628 | 5301 | 6663 | 8269 |
| 存货净额 | 1504 | 1709 | 2150 | 2676 | 营业税金及附加 | 33 | 44 | 55 | 69 |
| 其他流动资产 | 102 | 2320 | 2957 | 3686 | 销售费用 | 140 | 160 | 189 | 230 |
| 流动资产合计 | 6341 | 8190 | 9758 | 11575 | 管理费用 | 155 | 451 | 551 | 684 |
| 固定资产 | 1724 | 1819 | 1916 | 2014 | 财务费用 | 4 | 24 | 58 | 59 |
| 无形资产及其他 | 386 | 372 | 357 | 343 | 投资收益 | 2 | 70 | 70 | 70 |
| 投资性房地产 | 103 | 103 | 103 | 103 | 资产减值及公允价值变动 | 84 | 20 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他收入 | (270) | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 8554 | 10483 | 12135 | 14036 | 营业利润 | 948 | 1363 | 1793 | 2280 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 211 | 1797 | 1859 | 1807 | 营业外净收支 | 0 | 14 | 14 | 14 |
| 应付款项 | 3028 | 2990 | 3763 | 4683 | 利润总额 | 948 | 1376 | 1807 | 2293 |
| 其他流动负债 | 180 | 209 | 262 | 325 | 所得税费用 | 159 | 220 | 289 | 367 |
| 流动负债合计 | 3420 | 4996 | 5883 | 6816 | 少数股东损益 | (0) | (1) | (1) | (1) |
| 长期借款及应付债券 | 0 | (230) | (230) | (230) | 归属于母公司净利润 | 790 | 1157 | 1518 | 1927 |
| 其他长期负债 | 249 | 254 | 259 | 264 | | | | | |
| 长期负债合计 | 249 | 24 | 29 | 34 | 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 负债合计 | 3669 | 5020 | 5912 | 6850 | 净利润 | 790 | 1157 | 1518 | 1927 |
| 少数股东权益 | 0 | (0) | (0) | (1) | 资产减值准备 | 8 | 18 | 4 | 3 |
| 股东权益 | 4885 | 5464 | 6223 | 7186 | 折旧摊销 | 143 | 163 | 194 | 214 |
| 负债和股东权益总计 | 8554 | 10483 | 12135 | 14036 | 公允价值变动损失 | (84) | (20) | 0 | 0 |
| | | | | | 财务费用 | 4 | 24 | 58 | 59 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | 营运资本变动 | 2363 | (2492) | (734) | (825) |
| 每股收益 | 2.86 | 4.19 | 5.50 | 6.98 | 其它 | (8) | (18) | (4) | (4) |
| 每股红利 | 1.05 | 2.09 | 2.75 | 3.49 | 经营活动现金流 | 3211 | (1193) | 978 | 1316 |
| 每股净资产 | 17.69 | 19.78 | 22.53 | 26.02 | 资本开支 | (747) | (241) | (281) | (301) |
| ROIC | 24% | 26% | 27% | 29% | 其它投资现金流 | (1773) | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 16% | 21% | 24% | 27% | 投资活动现金流 | (2519) | (241) | (281) | (301) |
| 毛利率 | 24% | 27% | 28% | 28% | 权益性融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 19% | 18% | 19% | 20% | 负债净变化 | 0 | (230) | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 21% | 20% | 21% | 22% | 支付股利、利息 | (289) | (578) | (759) | (964) |
| 收入增长 | 20% | 19% | 27% | 25% | 其它融资现金流 | 341 | 1586 | 62 | (52) |
| 净利润增长率 | 29% | 46% | 31% | 27% | 融资活动现金流 | (237) | 777 | (697) | (1015) |
| 资产负债率 | 43% | 48% | 49% | 49% | 现金净变动 | 455 | (657) | 0 | 0 |
| 息率 | 0.6% | 1.3% | 1.7% | 2.1% | 货币资金的期初余额 | 802 | 1257 | 600 | 600 |
| P/E | 57.6 | 39.4 | 30.0 | 23.6 | 货币资金的期末余额 | 1257 | 600 | 600 | 600 |
| P/B | 9.3 | 8.3 | 7.3 | 6.3 | 企业自由现金流 | 2705 | (1481) | 675 | 994 |
| EV/EBITDA | 38.5 | 34.6 | 26.0 | 21.1 | 权益自由现金流 | 3045 | (146) | 689 | 893 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 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 楼
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