

证券研究报告—动态报告

汽车汽配

汽车零部件 II

福耀玻璃(600660)

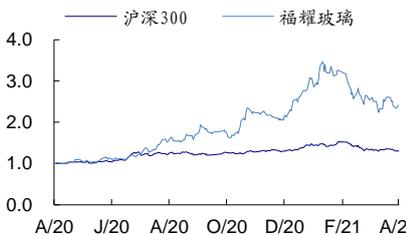
增持

2021 年一季报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 16 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)	2,509/2,509
总市值/流通(百万元)	111,132/88,732
上证综指/深圳成指	3,399/13,680
12 个月最高/最低(元)	65.81/18.38

相关研究报告:

《福耀玻璃-600660-2020 年报点评: 业绩符合预期, 盈利持续改善》——2021-03-31
 《福耀玻璃-600660-重大事件快评: 增发募资加强研发, 扩大高附加值汽车玻璃及光伏玻璃市场》——2021-01-11
 《福耀玻璃-600660-2020 年三季报点评: 周期见底量利双增, 长期高附加值产品成长性佳》——2020-10-30
 《福耀玻璃-600660-2020 年中报点评: 业绩符合预期, 长期看好汽车电动智能化下 ASP 加速提升》——2020-08-24
 《福耀玻璃-600660-重大事件快评: 与京东方强强合作, 推动智能车窗技术发展》——2020-06-03

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

业绩符合预期, 净利率同环比改善

● 21Q1 利润+86%, 业绩符合预期

福耀玻璃 2021Q1 实现营收 57.06 亿 (同比+36.82%, 环比-6.92%), 实现归母净利润 8.55 亿 (同比+85.94%, 环比-2.58%), 扣非归母净利润 8.13 亿 (同比+113.83%, 环比+2.38%), 汇兑损失 0.70 亿元, 上年同期汇兑收益 0.72 亿元, 利润总额 10.35 亿, 同比+68%, 扣汇兑的利润总额同比+103%。总结来看, 公司 2021Q1 业绩符合预期, 营收增加主要系因为汽车市场复苏所致, 同时得益于产能利用率提升下的毛利率提升以及海外盈利同比改善, 利润端增速超过营收端。

● 毛利率同比持续提升, 净利率同环比改善

2021Q1 福耀玻璃毛利率为 40.60%, 同比增加 6.15pct, 环比减少 2.19pct, 净利率为 14.97%, 同比增加 3.96pct, 环比增加 0.66pct。公司 2021Q1 四费率为 22.34%, 同比+1.65pct, 其中销售/管理/财务/研发费用率分别 7.29/8.88/2.04/4.13%, 同比变动 -0.22/-2.09/+3.45/+0.52pct, 环比变动-0.43/-0.11/-2.68/-0.05pct。

● 海外业务稳步推进, 远期看好汽车玻璃创新产品

德国端: 2019 年收购的铝亮饰条公司 FYSAM 已于 2020 年上半年完成项目整合, 下半年随海外疫情缓解, SAM 产能利用率改善, 亏损幅度整体呈逐季减少态势, 20Q1/Q2/Q3/Q4 分别-0.9/-1.1/-0.5/-0.3 亿元, 预计 2021 年年内有望实现盈亏平衡; 美国端: 20 年下半年起疫情影响逐渐淡化, 20Q3 盈利基本接近 19 年同期水平, 预计 21Q1 实现营业利润 1006 万美元, 较 20Q1 的 400 余万美元的营业利润同比改善较大。2020 年, 福耀先后与京东方集团 (智能调光玻璃和车窗显示等)、北斗星通智联科技 (高精度定位和通信多模智能天线等) 领域进行合作, 电动智能背景下汽车玻璃行业 ASP 提升有望加速。

● 风险提示: 海外疫情不确定性影响公司汽玻业务和 SAM 整合进度。

● 投资建议: 维持盈利预测, 维持增持评级

一季度业绩符合预期, 维持盈利预测, 预期 21-23 年利润分别 41/50/60 亿, 对应 PE 分别 27/22/18x, 维持增持评级。

盈利预测和财务指标

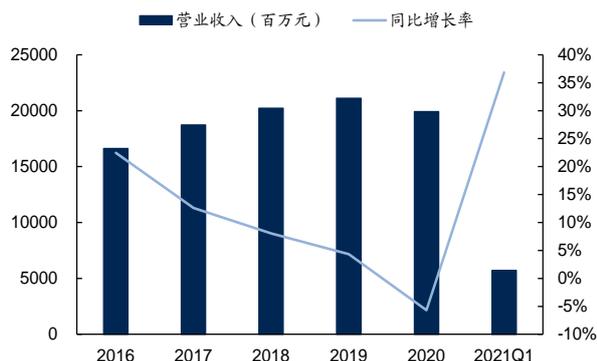
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	21,104	19,907	24,279	27,772	31,578
(+/-%)	4.3%	-5.7%	21.96%	14.4%	13.7%
净利润(百万元)	2898	2601	4085	4985	6043
(+/-%)	-29.7%	-10.3%	57.1%	22.0%	21.2%
摊薄每股收益(元)	1.16	1.04	1.63	1.99	2.41
EBIT Margin	19.2%	20.7%	20.6%	22.2%	23.5%
净资产收益率(ROE)	13.6%	12.0%	17.6%	19.8%	21.9%
市盈率(PE)	28.3	42.7	27.2	22.3	18.4
EV/EBITDA	22.3	21.4	19.3	16.4	14.1
市净率(PB)	5.20	5.15	4.78	4.41	4.02

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

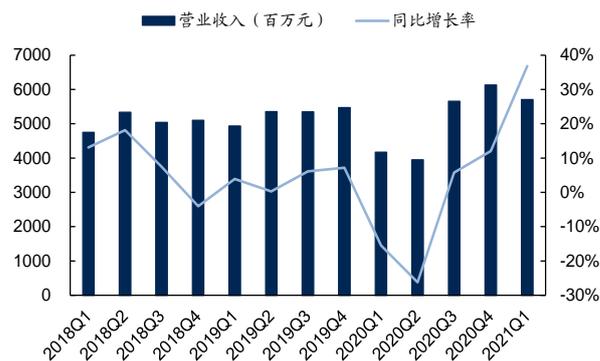
业绩符合预期，Q1 归母净利润同比大幅增长。福耀玻璃 2021Q1 实现营收 57.06 亿（同比+36.82%，环比-6.92%），实现归母净利润 8.55 亿（同比+85.94%，环比-2.58%），扣非归母净利润 8.13 亿（同比+113.83%，环比+2.38%），汇兑损失 0.70 亿元，上年同期汇兑收益 0.72 亿元，利润总额 10.35 亿，同比+68%，扣汇兑的利润总额同比+103%。总结来看，公司 2021Q1 业绩符合预期，营收增加主要系因为汽车市场复苏所致，同时得益于产能利用率提升下的毛利率提升以及海外盈利同比改善，利润端增速超过营收端。

图 1：公司营业收入及增速



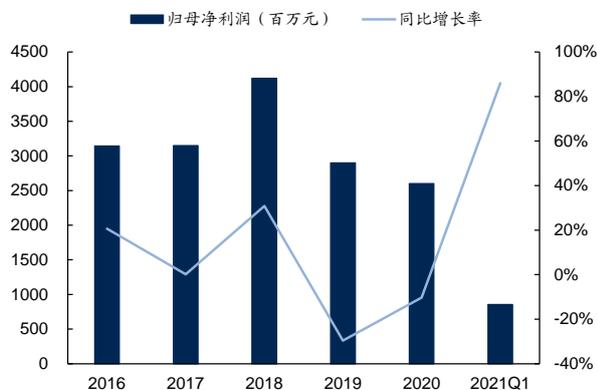
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季度营业收入及增速



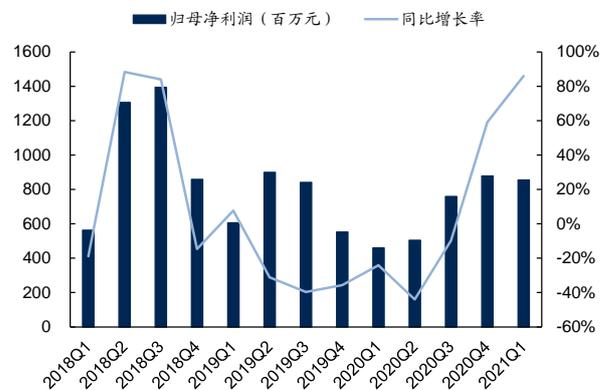
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3：公司净利润及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

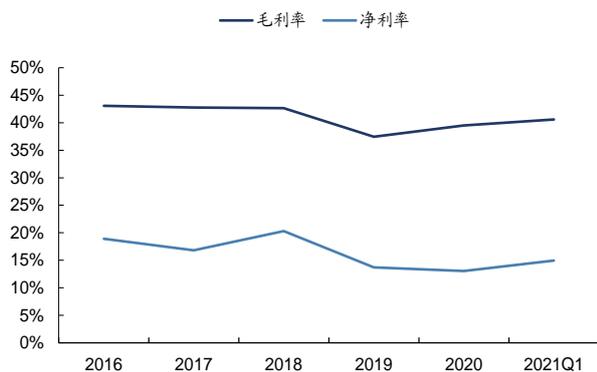
图 4：公司单季度净利润及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

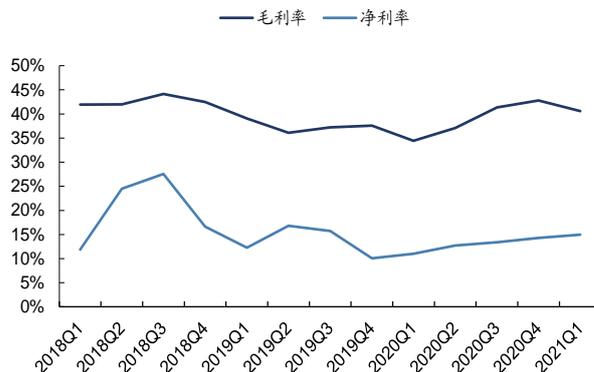
毛利率同比持续提升，费用率受汇率波动影响。2021Q1 福耀玻璃毛利率为 40.60%，同比增加 6.15pct，环比减少 2.19pct，净利率为 14.97%，同比增加 3.96pct，环比增加 0.66pct。

图 5：公司毛利率和净利率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

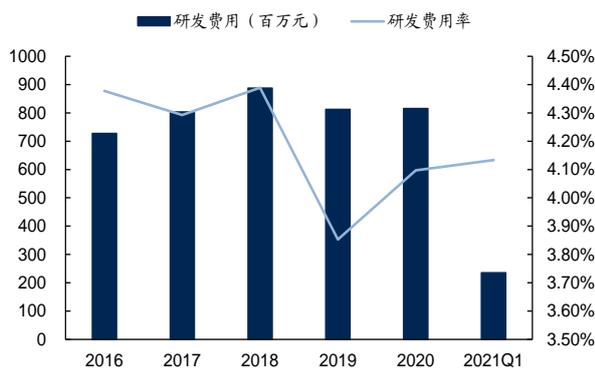
图 6：公司单季度毛利率和净利率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

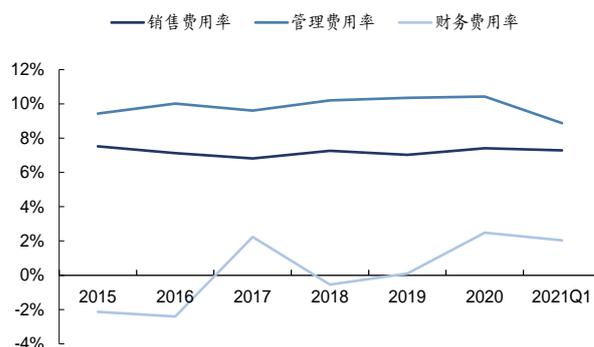
费用率方面，公司 2021Q1 四费率为 22.34%，同比+1.65pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别 7.29/8.88/2.04/4.13%，同比变动 -0.22/-2.09/+3.45/+0.52pct，环比变动-0.43/-0.11/-2.68/-0.05pct。公司 2021Q1 财务费用率同比提升幅度较大的主要原因在于本期汇率波动产生汇兑损失人民币 0.70 亿元，上年同期汇兑收益人民币 0.72 亿元。

图 7：研发费用及费用率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8：三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

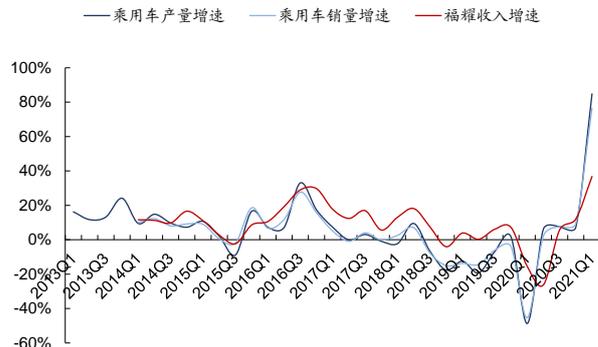
21Q1 汽车玻璃业务国内外稳步推进。2013 年以来，福耀玻璃年度营收增速和分季度营收增速波动走向大体和国内车市行业一致，营收增速绝对值始终维持一定程度高于行业，拆分区域来看，预计 2021Q1 福耀玻璃国内营收同比 +66.7%，海外营收同比+13.2%，考虑 21Q1 国内乘用车产销同比高增（乘用车产量同比+85%、销量同比+77%），公司 Q1 国内营收增速略低于国内乘用车产销增速。

图 9：汽车/乘用车产量增速和福耀玻璃营收增速年度对比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：乘用车产销量增速和福耀玻璃营收增速季度对比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

欧洲产能逐渐恢复，SAM 整合完成亏损整体呈降低态势。自 2019 年收购德国 SAM 铝亮饰条资产后，为了提高其运营效率，公司着手开始整合工作，并于 2020 年上半年完成项目整合，一定程度保障了今年 Q2 海外疫情大幅影响营收的背景下 SAM 亏损并未放大，Q3 开始随着海外疫情有所缓解，SAM 产能利用率环比改善，亏损幅度大幅降低，2020 年 Q1/Q2/Q3/Q4 分别 -0.9/-1.1/-0.5/-0.3 亿元（2019 年 Q1/Q2/Q3/Q4 分别 0.3/-0.9/-1.1/-1.2 亿元），预计 2021Q1SAM 亏损 0.4 亿元。铝饰件业务的发展，将进一步强化福耀汽车玻璃的集成化能力，同时将拓展福耀的发展空间。

福耀玻璃对新产品新技术一直保持较高投入。为保持竞争优势，公司不断加大研发投入，公司研发投入从 2010 年的 1.55 亿元不断增长至 2020 年的 8.15 亿元，CAGR 达 18.05%。公司研发投入高于行业内竞争对手，2014 年开始，公司研发费用率一直高于 3.80%，2020 年研发费用率达 4.10%，高于远高于板硝子的 1.62% 和圣戈班的 1.13%。此外，公司提升自主创新能力，加强研发项目管理，建立市场化研发机制。并以产品中心直接对接主机厂需求，与客户建立战略合作伙伴关系。2019 年，公司浮法项目组攻克灰玻技术难题，成功研发薄板系列产品，实现汽车玻璃深灰膜产品的自供替代，大幅降低采购成本；公司自主研发超薄钢化后档汽车玻璃，增强集团钢化产品市场竞争力。

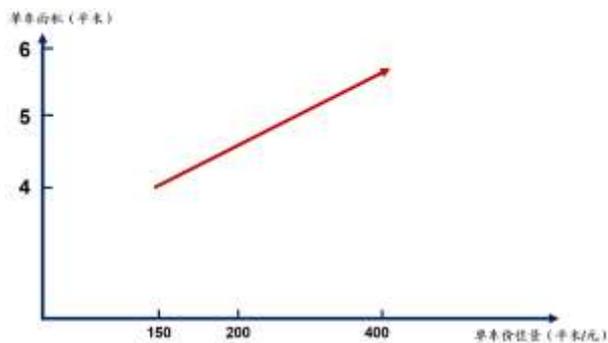
表 1：2010-2020 四家全球主流玻璃企业研发费用率对比

	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY2020
福耀玻璃	1.82%	1.86%	2.31%	3.38%	4.01%	4.37%	4.38%	4.29%	4.39%	3.85%	4.10%
旭硝子	3.06%	3.82%	3.96%	3.55%	3.32%	2.94%	3.06%	3.00%	3.00%	3.13%	—
板硝子	2.05%	1.39%	1.45%	1.40%	1.30%	1.31%	1.56%	1.46%	1.52%	1.53%	1.62%
圣戈班	1.00%	1.02%	1.04%	0.99%	1.02%	1.10%	1.13%	1.10%	1.09%	1.09%	1.13%

资料来源：BLOOMBERG，国信证券经济研究所整理

研发创新与技术引领，公司玻璃产品不断增值升级。公司把握汽车行业电动、网联、智能、共享趋势，持续创新，推动汽车玻璃朝着“安全舒适、节能环保、造型美观、智能集成”方向发展，天幕、隔热、隔音、抬头显示、可调光、防紫外线、憎水、太阳能、包边模块化等高附加值产品占比持续提升，占比较上年同期上升 2.64%，价值得以体现。2020 年，公司与京东方集团在汽车智能调光玻璃和车窗显示等领域进行战略合作；公司与北斗星通智联科技有限责任公司签订战略合作协议，共同致力于高精度定位和通信多模智能天线与汽车玻璃的融合，提升公司产品创新性与竞争力。展望未来，以 HUD（大众 MEB/长城新平台等）、全玻璃车顶（特斯拉、小鹏等）为代表的的应用逐渐普及，电动智能背景下汽车玻璃行业 ASP 提升有望加速。

图 11: 汽车玻璃行业受益于单车面积和单平米价值量提升



资料来源: 国信证券经济研究所整理

图 7: 汽车玻璃行业单车面积和单平米价值量提升路径



资料来源: 国信证券经济研究所整理

图 8: 福耀智能调光玻璃



资料来源: 福耀集团公众号、国信证券经济研究所整理

图 9: 2020 年装载福耀全景天幕的部分车型



资料来源: 福耀集团公众号、国信证券经济研究所整理

表 2: 公司汽车玻璃产品

产品技术	产品特点	可集成功能	应用部分
HUD 抬头显示	在行驶过程中, 驾驶者无需低头就能知晓车辆信息, 能更专注于观察道路状况, 遇外界突发状况反应更及时。结合车辆智能信息系统, 带来如导航、图像显示等丰富的驾驶体验。	隔热、隔音、加热、天线	前挡风玻璃
隔音	静音、舒适; 防紫外辐射, 保护皮肤, 防止内饰件老化。	超薄、氛围灯、隔热、加热、太阳能、调光、憎水	前挡风玻璃、门玻璃、后挡风玻璃、天窗
天线	取代外置天线, 搭配流线型车身, 更美观; 信号接收灵敏度高; 天线设计图案多样化; 不受环境影响经久耐用。	超薄、隔热、隔音、加热、调光、抬头显示	前挡风玻璃、后挡风玻璃
隔热	反射红外线, 降低车内温度, 最高可达 10℃; 减少达到人体舒适温度的用时, 最高可缩短 50%; 减少紫外线对汽车内饰的损害, 延长使用寿命。	超薄、隔音、加热、调光	前挡风玻璃、门玻璃、后挡风玻璃、天窗
可加热	快速除去霜、雾、雪、冰, 提高视野清晰度, 保证驾驶安全; 实现雨刮、雨感器、相机区域有针对性加热。	超薄、隔热、隔音	前挡风玻璃、门玻璃、后挡风玻璃
轻量化	降低车身重量, 减少油耗; 减少二氧化碳排放。		门玻璃、后挡风玻璃
半钢化夹层	防盗抗冲击、更安全、静音、可实现多功能兼容。	氛围灯、隔音、加热、热反射、太阳能、调光、憎水	门玻璃、后挡风玻璃、天窗
憎水	玻璃外表面不易沾水珠, 提升雨天行车能见度、视野更清晰; 更易除去玻璃上的灰尘、泥土、车蜡、油污等污染物。	超薄、隔热、隔音、调光	门玻璃
智能调光	个性化调节玻璃透光度, 提升用户体验; 有效提升私密性, 保证用户隐私	超薄、隔热	门玻璃、后挡风玻璃、天窗
氛围灯	多种颜色可供选择, 提升用户体验; 让车内气氛更加柔和; 在夜间给予后排乘客视觉上的享受。	调光	天窗
太阳能	通过太阳能转化为电能, 为车载电器提供能源; 降低油耗。		天窗

全景天窗	无遮挡超大视野，上空美景一览无遗；采光效果极佳，又放大了车内空间，创造美好的驾乘体验。	氛围灯、隔热、隔音、太阳能、调光	天窗
外饰件集成玻璃	集成各种材质的外饰件，造型优美；可实现平齐式造型，造型美观，风阻小；可呈现出多彩、高光泽度的绚丽外观。		前挡风玻璃、门玻璃、后挡风玻璃、天窗
独立高亮外饰	可呈现出镜面高光效果、外型炫亮；造型设计自由；可实现车身悬浮式车顶效果；具有导轨结构，为玻璃升降提供导向。		
平齐式车窗	造型简约美观；含外饰件在内的各车窗与车身钣金平齐度高，风阻小。		门玻璃、天窗
玻璃包边总成	1) 车窗密封件总成:防水防尘、隔音降噪，形成用户体验更佳的车身结构件;2) 带导轨车窗: 实现门玻升降导向、滑动导轨可作为内外饰提高美观度、导轨与玻璃一体式结构简化汽车总装工序; 3) 便捷安装模块: 定位快速精确、装车高效便捷。		
滑动窗总成	可活动玻璃窗，加强空气流通；方便取物（适用于皮卡后挡）；手动与电动开合方式二合一；可实现平齐式或错层式的外观造型。		门玻璃、后挡风玻璃

资料来源：公司官网、国信证券研究所整理

玻璃天线“黑科技”频出，让车辆保持高颜值的同时信号更强。在传统印刷天线的基础上福耀出厂了夹丝天线，漆包线夹在两片玻璃之间的 PVB 膜上，镀膜天线应运而生，利用玻璃表面的金属导电膜作为天线，没有任何图案和外露设备，让车辆颜值大大提升。除此之外，随着车联网技术的发展，一些集成天线被广泛运用，每辆车都顺应潮流装上了 ETC 设备，福耀在 2020 年研发出了含有新型天线的前装 ETC 解决方案，即在前挡风玻璃上内嵌天线感应模块，在车身内隐藏收费模块（OBU），不仅让天线消失不见，也让信号变得更强。这些玻璃天线“黑科技”离不开福耀在自主研发上的投入。福耀拥有国内汽车玻璃企业唯一的室内远场微波暗室和室外开阔测试场，目前，福耀还在隐藏式全频段多模智能玻璃天线和 5G 直放玻璃天线等技术布局开展研究。此外，福耀集团前装 ETC 解决方案，即耦合式和 FPC 式 ETC 前挡车载电子单元（OBU 模组+玻璃天线）于 1 月 8 日通过中国汽车技术研究中心公告认证（GB/T38444）测试，前装 ETC 解决方案正式进入可量产阶段，未来将为福耀开拓新的市场增长点。

图 10：镀膜天线无任何图案和外露设备，提升车辆颜值



资料来源：福耀集团公众号、国信证券经济研究所整理

图 11：福耀 2020 年研发出含有新型天线的前装 ETC 方案



资料来源：福耀集团公众号、国信证券经济研究所整理

增股筹资，扩大高附加值汽车玻璃及光伏玻璃市场。2021 年 1 月，福耀玻璃召开董事会通过决议，拟提请公司股东大会批准授权新增发行 H 股总数不超过 101,126,240 股，占公司 H 股已发行总数的 20%，发行价格参照公司 H 股股价走势以及国际市场估值水平，不低于厘定配售或认购价格日期中的前五个交易日的平均收市价的 80%。本次发行所募集的资金将全部用于补充营运资金、偿还有息债务、研发项目投入、优化公司资本结构、扩大光伏玻璃市场以及一般企业用途。本次增发，董事会于 2021 年 1 月 8 日通过议案，后续仍需经过公司股东大会以及监管机构（包括但不限于中国证监会及香港联交所）的批准后方可实施，决议在股东大会审议通过本议案之日起的 12 个月内有效。我们认为，一方面，福耀玻璃本次筹资有望进一步加强在高端玻璃产品（全景天幕、可调光玻璃、AR-HUD 等）方面的技术研发和产能建设；另一方面，进军

光伏玻璃行业仍需要进一步的研发投入和技术积累，本次筹资有利于福耀加强光伏玻璃研发生产的技术攻克，助力福耀成功实现跨界发展。

表 3: 本次增发前后股本构成及稀释情况

股东	本次增发前 (目前股本构成)		增发后股本构成	
	股份数量	占公司已发行股本的百分比	股份数量	占公司已发行股本的百分比
A 股:	2,002,986,332	79.84%	2,002,986,332	76.75%
曹德旺先生	314,828	0.01%	314,828	0.01%
三益发展有限公司	390,578,816	15.57%	390,578,816	14.97%
福建省耀华工业村开发有限公司	34,277,742	1.37%	34,277,742	1.31%
鸿侨海外控股有限公司	12,086,605	0.48%	12,086,605	0.46%
其他非关联 A 股股东持有的 A 股	1,565,728,341	62.41%	1,565,728,341	60.00%
H 股 (由公众股东持有)	505,631,200	20.16%	606,757,440	23.25%
总计	2,508,617,532	100.00%	2,609,743,772	100.00%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 持续推荐优质赛道上的全球龙头福耀玻璃, 维持增持评级。

玻璃行业基于其高价值量、持续时间长、产品加速升级三大要素, 是零部件细分优质赛道。我们认为, 汽车玻璃作为汽车必不可少的部分, 将越来越多地扮演起数据交互与信息传递的接口角色, 进化为智能汽车数据流的呈现平台和基础设施。持续推荐优质赛道上的全球龙头福耀玻璃 (2020 年全球市占率 27.5%)。2021Q1, 公司业绩符合预期, 毛利率同比显著改善。2021 年, 看好美国汽车玻璃量利双升, 德国 SAM 有序扭亏、国内铝饰件新业务协同; 长期来看, 公司作为全球汽车玻璃龙头 (国内市占率近 70%、全球市占率近 28%), 汽车智能化、网联化背景下, 汽车玻璃有望 1) 单车玻璃用量 (面积) 增长, 从 4 平米到 6 平米; 2) 单平米价值量提升 (镀膜、隔热、包边、HUD、调光、5G 通信等); 单车价值量有望从 600 元提升至 2000 元以上。后续汽车玻璃、网联化打开新天地, 行业 ASP 提升有望加速。

维持盈利预测, 预期 21-23 年利润分别 41/50/60 亿, 对应 PE 分别 27/22/18x, 公司增资投入高附加值玻璃产品研发和光伏玻璃产能, 打开新增长空间, 维持“增持”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			
					2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
601799	星宇股份	买入	182.76	505	2.86	4.19	5.50	6.98	63.9	43.6	33.2	26.2
601689	拓普集团	增持	34.60	381	0.43	0.60	0.99	1.19	80.5	57.7	34.9	29.1
600741	华域汽车	买入	26.65	840	2.05	1.71	2.20	2.49	13.0	15.6	12.1	10.7
601966	玲珑轮胎	买入	54.10	743	1.39	1.73	1.99	2.30	38.9	31.3	27.2	23.5
000338	潍柴动力	买入	19.03	1461	1.15	1.26	1.40	1.54	16.5	15.1	13.6	12.4
600660	福耀玻璃	增持	44.30	1071	1.16	1.04	1.63	1.99	38.2	42.7	27.2	22.3

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	8810	6300	8039	9387	营业收入	19907	24279	27772	31578
应收款项	4280	6652	7609	8652	营业成本	12042	14014	15732	17547
存货净额	3281	4198	4741	5315	营业税金及附加	198	233	267	303
其他流动资产	1728	486	555	632	销售费用	1474	1700	1944	2210
流动资产合计	18560	18096	21405	24445	管理费用	2077	3328	3661	4093
固定资产	16615	17128	17541	17847	财务费用	494	175	158	142
无形资产及其他	1271	1220	1169	1118	投资收益	71	70	20	20
投资性房地产	1772	1772	1772	1772	资产减值及公允价值变动	30	(10)	(10)	(10)
长期股权投资	207	257	307	357	其他收入	(456)	0	0	0
资产总计	38424	38472	42193	45539	营业利润	3267	4889	6021	7293
短期借款及交易性金融负债	6436	4139	5000	5000	营业外净收支	(157)	(30)	(20)	70
应付款项	2466	2799	3161	3543	利润总额	3110	4859	6001	7363
其他流动负债	3229	3549	3995	4484	所得税费用	511	777	1020	1325
流动负债合计	12131	10487	12156	13027	少数股东损益	(2)	(4)	(4)	(6)
长期借款及应付债券	3184	3184	3184	3184	归属于母公司净利润	2601	4085	4985	6043
其他长期负债	1518	1578	1638	1698					
长期负债合计	4701	4761	4821	4881	现金流量表 (百万元)				
负债合计	16833	15249	16977	17909	净利润	2601	4085	4985	6043
少数股东权益	(4)	(5)	(7)	(9)	资产减值准备	7	(0)	(0)	(0)
股东权益	21595	23228	25223	27640	折旧摊销	1869	1528	1628	1734
负债和股东权益总计	38424	38472	42193	45539	公允价值变动损失	(30)	10	10	10
					财务费用	494	175	158	142
关键财务与估值指标					营运资本变动	160	(1333)	(702)	(761)
	2020	2021E	2022E	2023E	其它	(7)	(1)	(2)	(2)
每股收益	1.04	1.63	1.99	2.41	经营活动现金流	4599	4288	5919	7024
每股红利	0.88	0.98	1.19	1.45	资本开支	(1027)	(2000)	(2000)	(2000)
每股净资产	8.61	9.26	10.05	11.02	其它投资现金流	401	0	0	0
ROIC	11%	14%	17%	19%	投资活动现金流	(633)	(2050)	(2050)	(2050)
ROE	12%	18%	20%	22%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	40%	42%	43%	44%	负债净变化	792	0	0	0
EBIT Margin	21%	21%	22%	24%	支付股利、利息	(2219)	(2451)	(2991)	(3626)
EBITDA Margin	30%	27%	28%	29%	其它融资现金流	(658)	(2298)	861	0
收入增长	-6%	22%	14%	14%	融资活动现金流	(3512)	(4748)	(2130)	(3626)
净利润增长率	-10%	57%	22%	21%	现金净变动	454	(2510)	1739	1348
资产负债率	44%	40%	40%	39%	货币资金的期初余额	8356	8810	6300	8039
息率	2.0%	2.2%	2.7%	3.3%	货币资金的期末余额	8810	6300	8039	9387
P/E	42.7	27.2	22.3	18.4	企业自由现金流	4441	2398	4046	5061
P/B	5.1	4.8	4.4	4.0	权益自由现金流	4575	(46)	4776	4945
EV/EBITDA	21.4	19.3	16.4	14.1					

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