

分析师：朱宇澍  
 登记编码：S0730521060001  
 zhuys@ccnew.com 021-50586328

## 通信板有望回暖，汽车 PCB 放量在即

### ——沪电股份(002463)公司点评报告

#### 证券研究报告-首次覆盖报告

#### 增持(首次)

发布日期：2021 年 12 月 31 日

#### 市场数据(2021-12-30)

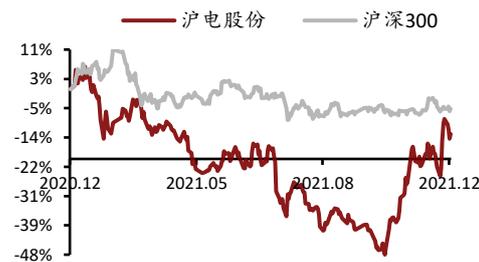
收盘价(元)	16.38
一年内最高/最低(元)	20.02/9.86
沪深 300 指数	4,921.51
市净率(倍)	4.51
流通市值(亿元)	310.67

#### 基础数据(2021-09-30)

每股净资产(元)	3.63
每股经营现金流(元)	0.63
毛利率(%)	27.77
净资产收益率_摊薄(%)	11.41
资产负债率(%)	37.42
总股本/流通股(万股)	189,665.88/189,665.88
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

#### 投资要点:

- **受原材料价格和基站建设进度影响，公司前三季度业绩承压：**公司 2021 年 Q1-Q3 实现营业收入 54.12 亿元，同比下降 2.61%；实现归母净利润 7.86 亿元，同比下降 17.7%；实现扣非后归母净利润为 7.03 亿元，同比下降 22.73%。今年上半年运营商 5G 建设放缓，通信市场需求疲软，以及 PCB 上游原材料价格大幅上涨成为制约公司业绩增长的主要因素。
- **2021 年上半年企业通讯市场板表现疲弱，而汽车板增势强劲：**企业通讯市场板由于上半年 5G 建设速度明显放缓，通信设备需求减弱，以及数据中心相关产品受半导体供应紧缺影响增速放缓，营收同比下降 14.44%，毛利率同比降低 2.21pct 至 31.27%，其中，5G 基站应用领域相关产品营业收入同比减少约 3.04 亿元，同比大幅下降约 38.17%，毛利率同比下降约 9.19pct。汽车市场从 2020 年下半年开始强劲反弹，尽管芯片短缺问题影响全球汽车市场，但汽车行业正在经历电气化、智能化和网联化等多种颠覆性趋势变化，汽车电子在整车制造成本中的占比不断提高。在此背景下，公司黄石二厂汽车板专线的产能迅速释放，2021H1 汽车板业务实现营业收入约 8.99 亿元，同比大幅增长 60.81%；公司汽车板业务毛利率依然保持相对稳定，约为 24.71%，同比仅微幅下降 0.11pct。
- **数据中心的发展催生对高频高速 PCB 产品的强劲需求，运营商 5G 建设提速：**由于物联网、汽车智能化、大数据等发展，对于流量和数据的需求将呈现指数级增长，因为 IDC 市场保持高速增长。同时，海外巨头资本开支逐步加大且随着服务器平台从 Purely (PCIe 3.0 总线) 转向 Whitley (PCIe 4.0 总线)，对于高速 PCB 板需求进一步提升，公司研发方向聚焦于 112Gbps 光网络传输、核心路由器、800G 交换机、下一代服务器、AI 训练和推理平台等应用领域的产品研发，预计公司将深度受益于数据中心服务器、交换机的升级迭代。今年上半年 5G 建设速度放缓，三大运营商均未开启大规模 5G 基站招标集采，但下半年运营商开始相继大规模 5G 无线侧招标集采，截止至 11 月，我国已建成基站 139.6 万个，下半年已新建 43.6 万个，较上半年新建的 19 万个有显著提高。根据工信部发布的《“十四五”信息通信行业发展规划》，到 2025 年我国每万人拥有的 5G 基站数要从 2020 年的 5 个增长为 26 个，预计未来 5G 基站应用领域 PCB 产品会有所释放。
- **汽车电动化和智能化共振，推动 PCB 市场增量空间：**在新能源车快速渗透的背景下，汽车将逐步衍化为智能化、信息化、机电一体化的高科技产品，其对汽车板性能和可靠性的要求不断提高，每辆车所含 PCB 比率也在持续增长。公司布局汽车信息娱乐、动力总成和底盘（转向、制动）等汽车电子细分领域。公司投资参股德系老牌高端 PCB 厂商 Schweizer，合作开发毫米波雷达高频 PCB 等高端产品，并于 2019 年实现 24GHz 毫米波雷达 PCB 量产，77GHz 产品也正在开发。公司一方面将适度扩充黄石二厂汽车板专线的产能，



资料来源：携宁数据，中原证券

#### 相关报告

《沪电股份(002463)首次覆盖报告：通讯 PCB 拉动业绩增长，盈利能力和现金流持续向好》 2019-11-01

以满足客户需求；另一方面也将在高阶汽车用 HDI 产品开发及产能扩充，汽车用高频高速材料应用研究，高信赖性产品研发以及生产效率提升等方面投入更多资源，使公司保持并扩大竞争优势。

- **首次覆盖给予公司“增持”投资评级：**考虑到公司企业通讯市场板未来需求复苏；公司汽车板产能持续扩张，未来汽车电子增量空间广阔；上游原材料价格预计将会回调，成本压力边际减小，首次覆盖给予公司“增持”投资评级。预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 12.44/15.11/18.56 亿元，对应 EPS 分别为 0.66/0.80/0.98 元/股，对应当前 PE 估值分别为 24.97/20.56/16.74 倍。

**风险提示：**公司技改能力不及预期；上游原材料覆铜板涨价侵蚀成本、服务器 PCB 需求不及预测；5G 基站领域 PCB 需求不及预期；400G 交换机迭代不及预期；车用 PCB 市场竞争加剧。

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	7129	7460	7600	8550	9800
增长比率（%）	29.68%	4.65%	1.88%	12.50%	14.62%
净利润（百万元）	1206	1343	1244	1511	1856
增长比率（%）	111.41%	11.35%	-7.34%	21.44%	22.82%
每股收益(元)	0.72	0.79	0.66	0.80	0.98
市盈率(倍)	31.06	23.82	24.97	20.56	16.74

资料来源：携宁数据，中原证券

## 内容目录

1. 通讯板表现疲弱，而汽车板增势强劲.....	4
2. 数通板需求迭代升级，5G 基站建设提速.....	6
3. 乘汽车电子化与智能化东风，未来增量可观.....	7
4. 盈利预测与估值.....	8

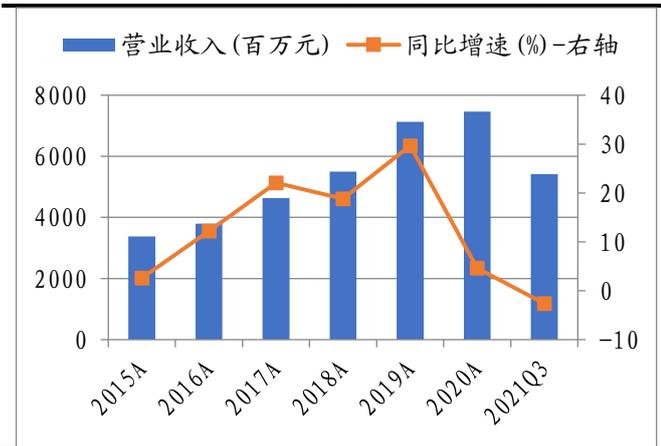
## 图表目录

图 1: 2015-2021 年 Q3 公司营业收入及增速.....	4
图 2: 2015-2021 年 Q3 公司归母净利润及增速.....	4
图 3: 2019-2021Q3 公司单季度营收及增速.....	4
图 4: 2019-2021Q3 公司单季度归母净利润及增速.....	4
图 5: 公司各业务占比.....	5
图 6: 2015-2021H1 公司销售毛利率.....	5
图 7: 2016 年到 2022 年 IDC 市场规模和增速.....	6
图 8: 不同服务器平台 PCB 层数.....	6
图 9: 全球汽车 PCB 应用及市场规模分布图.....	7
图 10: 汽车电子占整车制造成本比重.....	7
表 1: 公司分工厂业绩情况.....	5
表 2: 三大运营商 5G 基站建设情况 (单位: 万个).....	7
表 3: 同行可比上市公司盈利预测和估值情况 (可比公司盈利预测为 Wind 一致预期).....	8

## 1. 通讯板表现疲弱，而汽车板增势强劲

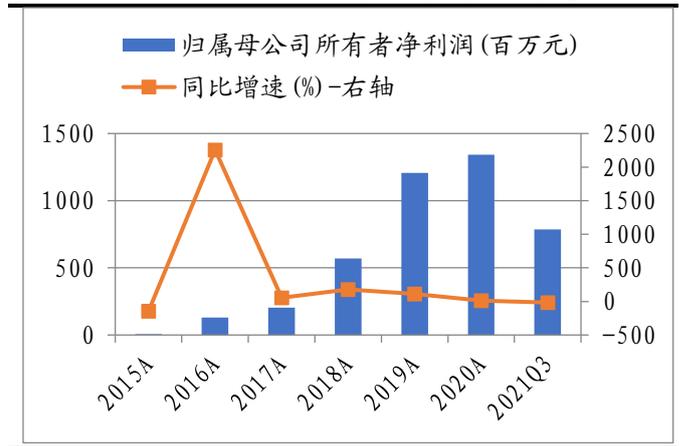
受原材料价格和基站建设进度影响，公司前三季度业绩承压。公司 2021 年 Q1-Q3 实现营业收入 54.12 亿元，同比下降 2.61%；实现归母净利润 7.86 亿元，同比下降 17.7%；实现扣非后归母净利润为 7.03 亿元，同比下降 22.73%。今年上半年运营商 5G 建设放缓，通信市场需求疲软，以及 PCB 上游原材料价格大幅上涨成为制约公司业绩增长的主要因素。

图 1: 2015-2021 年 Q3 公司营业收入及增速



资料来源：中原证券，Wind

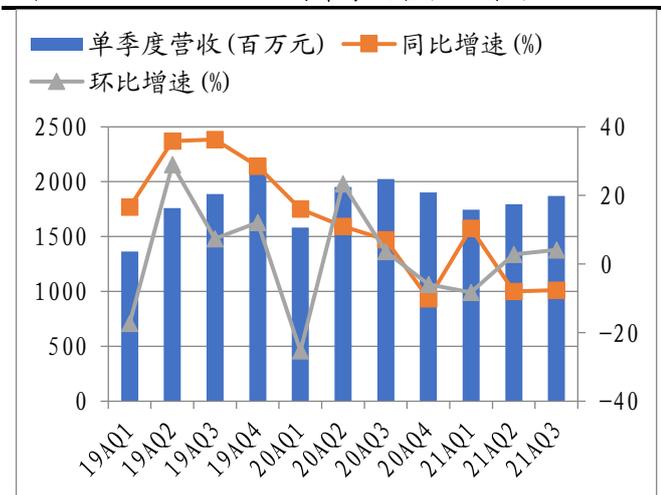
图 2: 2015-2021 年 Q3 公司归母净利润及增速



资料来源：中原证券，Wind

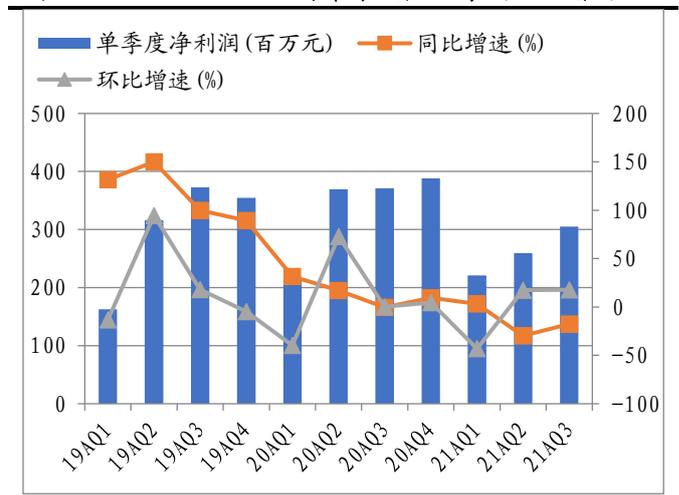
公司 Q3 业绩同比承压，但环比有所改善。公司 Q3 单季度营收 18.69 亿元，同比下滑 7.6%，环比增长 3.9%。归母净利润 3.05 亿元，同比下滑 17.7%；环比增长 17.3%。

图 3: 2019-2021Q3 公司单季度营收及增速



资料来源：中原证券，Wind

图 4: 2019-2021Q3 公司单季度归母净利润及增速

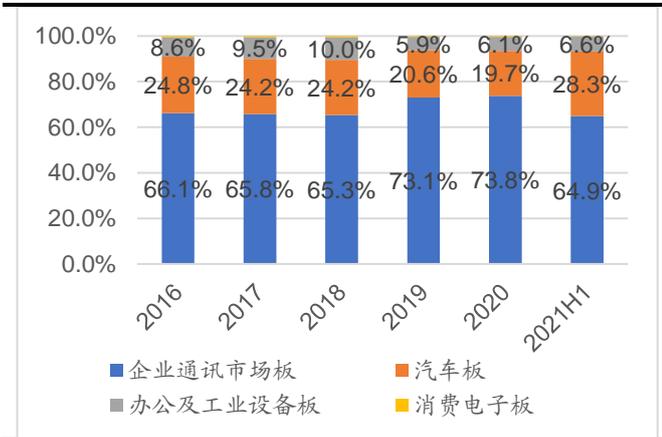


资料来源：中原证券，Wind

分产品看，公司主营业务以企业通讯市场板及汽车板为主，2021 年上半年企业通讯市场板表现疲弱，而汽车板增势强劲。2021 年上半年，公司企业通讯市场板、汽车板、办公及工业设备板、消费电子板营收占比分别为 64.9%、28.3%、6.6%和 0.2%。企业通讯市场板由于上半年 5G 建设速度明显放缓，通信设备需求减弱，以及数据中心相关产品受半导体供应紧缺影响增速放缓，营收同比下降 14.44%，毛利率同比降低 2.21pct 至 31.27%，其中，5G 基站应用领域相关产品营业收入同比减少约 3.04 亿元，同比大幅下降约 38.17%，毛利率同比下降约 9.19pct。汽车市场从 2020 年下半年开始强劲反弹，尽管芯片短缺问题影响全球汽车市

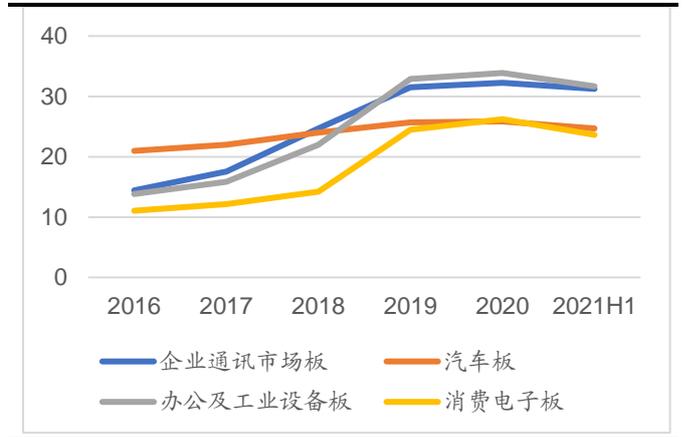
场，但汽车行业正在经历电气化、智能化和网联化等多种颠覆性趋势变化，汽车电子在整车制造成本中的占比不断提高。在此背景下，公司黄石二厂汽车板专线的产能迅速释放，2021H1汽车板业务实现营业收入约 8.99 亿元，同比大幅增长 60.81%；在主要原材料价格大幅度上涨的情况下，由于产品结构的持续优化，公司汽车板业务毛利率依然保持相对稳定，约为 24.71%，同比仅微幅下降 0.11pct。

图 5: 公司各业务占比



资料来源：中原证券，公司公告

图 6: 2015-2021H1 公司销售毛利率



资料来源：中原证券，公司公告

公司生产主体主要有三个，分别是青淞工厂（母公司）、沪利微电和黄石沪士（黄石一厂+二厂）。青淞工厂专注高端数通领域，16 层以上产品占比超过一半，前期无线侧产品因基站侧需求减弱、行业竞争加剧，将其转向黄石工厂一期，从而推动青淞厂产能向高溢价的新品倾斜；沪利微电针对汽车领域应用，以汽车安全领域、ADAS 产品为主，将传统汽车的订单转向黄石工厂二期；黄石一厂为公司 5G 基站相关产品的主要生产基地，黄石二厂主要为传统汽车板专线产能。

上半年母公司营收略下滑，沪利微电盈利能力明显下滑，而黄石沪士产能释放。母公司 2021 年上半年实现营收 24.34 亿元，同比下降 9.1%；实现净利润 5.55 亿元，同比增长下降 5%，净利润率为 22.8%，较去年同期下滑 1pct。沪利微电 2021 年上半年实现营业收入约 10.5 亿元，同比上涨 44.6%；但是由于主要原材料价格大幅度上涨以及汇率波动的影响，实现净利润约 9470 万元，同比下降 7.6%，净利率为 9%，较去年同期下滑 5pct。受益于汽车 PCB 板的高景气度，黄石沪士 2021 年上半年实现营收 6.4 亿，同比增长 48.9%；实现归母净利润约为 6823.4 万元，同比增长 48%，净利率为 10.6%，与去年同期基本持平。

表 1: 公司分工厂业绩情况

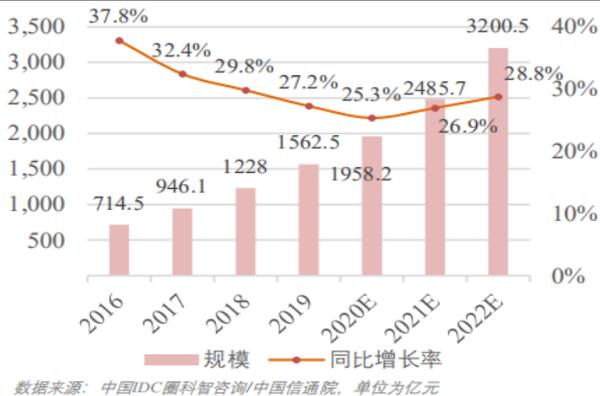
分工厂	指标	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1
沪利微电	营业收入 (百万元)	1165.9	1375.5	1642.2	1610.2	1664	1054.4
	净利润 (百万元)	166.1	174.9	213.5	227.2	236	94.7
	净利率 (%)	14.2	12.7	13	14.1	14.2	9
黄石沪士	营业收入 (百万元)	271.6	447.7	646.8	841.5	1115	641.9
	净利润 (百万元)	-108.8	-141	1.7	101.8	148.2	68.2
	净利率 (%)	-40.1	-31.5	0.3	12.1	13.3	10.6

数据来源：公司公告，中原证券

## 2. 数通板需求迭代升级，5G 基站建设提速

新一代路由器、交换机、服务器等设备将催生对高频高速 PCB 产品的强劲需求，公司深度受益数通市场迭代升级。由于物联网、汽车智能化、大数据等发展，对于流量和数据的处理、存储、运输的需求将呈现指数级增长，因为 IDC 市场保持高速增长。2019 年我国 IDC 市场规模超过 1,500 亿元，2022 年预计将超 3,200 亿元；近 4 年增长率均超 25%，远高于全球市场 15%-18% 的增速水平。相应的，路由器、交换机、服务器 PCB 的需求也将迎来高增，并对其技术层次和品质提出更高的要求。海外巨头资本开支逐步加大且随着服务器平台从 Purely (PCIe 3.0 总线) 转向 Whitley (PCIe 4.0 总线)，对于高速 PCB 板需求进一步提升，在这种情况下，服务器 PCB 向更高层数发展，从而实现高速率的电信号传输。目前，10 层板为服务器 PCB 板的主要板材，随着服务器平台的演进，Whitley 搭载的 PCIe 4.0 总线要求 12-16 层的 PCB 层数；而对于未来将要使用 PCIe 5.0 的 Eagle Stream 平台而言，PCB 层数需要达到 16 层以上。目前，公司研发方向也由 5G 无线侧向高速网络设备以及互联网数据中心迁移，聚焦于 112Gbps 光网络传输、核心路由器、800G 交换机、下一代服务器、AI 训练和推理平台等应用领域的产品研发。

图 7: 2016 年到 2022 年 IDC 市场规模和增速



资料来源: 中国 IDC 圈, 中国信通院, 中原证券

图 8: 不同服务器平台 PCB 层数

总线标准	对应平台	应用时间	主板层数
Pcie 3.0	Purely	2017	8-12层
Pcie 4.0	Whitley	2020	8-16层
Pcie 5.0	Eagle Stream	2022-2023	16层以上

资料来源: prismaark, 中原证券

**运营商 5G 建设下半年提速，基站增长长期确定性较强。**今年上半年 5G 建设速度放缓，三大运营商均未开启大规模 5G 基站招标集采，半年度资本开支远低于年度计划资本开支的 50%，导致公司 5G 基站应用领域 PCB 产品需求减弱。但下半年运营商开始相继大规模 5G 无线侧招标集采，截止至 11 月，我国已建成基站 139.6 万个，下半年已新建 43.6 万个，较上半年新建的 19 万个有显著提高。展望未来，根据工信部发布的《“十四五”信息通信行业发展规划》，到 2025 年我国每万人拥有的 5G 基站数要从 2020 年的 5 个增长为 26 个，以我国人口 14.1 亿计算，需新建至少 250.6 万个基站以完成目标。因此，预计未来 5G 基站应用领域 PCB 产品会有所释放。

表 2: 三大运营商 5G 基站建设情况 (单位: 万个)

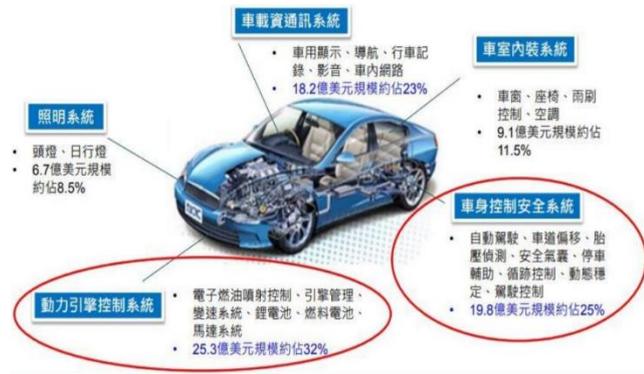
	截至 2020 年底累计 5G 基站	2021 年 H1 新建	2021 年 H1 累计 5G 基 站	2021 年 11 月累计 5G 基站
中国移动	39	11	50	/
中国联通				/
中国电信	38	8	46	/
合计	77	19	96	139.6

资料来源: 三大运营商公告, 中原证券

### 3. 乘汽车电子化与智能化东风, 未来增量可观

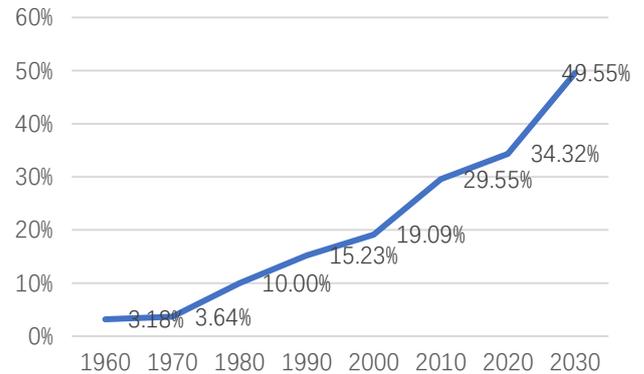
汽车电动化和智能化共振, 推动 PCB 市场增量空间。在新能源车快速渗透的背景下, 汽车将逐步衍化为智能化、信息化、机电一体化的高科技产品, 其对汽车板性能和可靠性的要求不断提高, 汽车板产业渐变之中蕴涵无限机遇, 每辆车所含 PCB 比率也在持续增长。根据前瞻产业研究院数据, 汽车电子占整车制造成本比重从 1960 年的 3% 上升至 2020 年的 34%, 预计 2030 年会上升至约 50% 左右。汽车电动化方面, 新能源车电子因为电驱系统、电控系统和动力电池模组用 FPC 的增量, PCB 价值量显著高于传统燃油车。汽车智能化方面, 智能驾驶 ADAS 渗透率不断提升, 摄像头、毫米波雷达使用数量增加, PCB 板均为其基本组成部件; 同时, 智能座舱是实现人车交互的关键, 车载信息娱乐系统、流媒体后视镜、视觉感知系统、语音交互系统等都需要使用大量 PCB。

图 9: 全球汽车 PCB 应用及市场规模分布图



资料来源: PCBcity, 中原证券

图 10: 汽车电子占整车制造成本比重



资料来源: 前瞻产业研究院, 中原证券

公司业务布局较为完善, 且积极扩产, 充分释放汽车 PCB 产能。公司布局汽车信息娱乐、动力总成和底盘 (转向、制动) 等汽车电子细分领域。公司汽车 PCB 以安全领域为主, 行业壁垒较高。公司投资参股德系老牌高端 PCB 厂商 Schweizer, 合作开发毫米波雷达高频 PCB 等高端产品, 并于 2019 年实现 24GHz 毫米波雷达 PCB 量产, 77GHz 产品也正在开发。公司一方面将适度扩充黄石二厂汽车板专线的产能, 以满足客户需求; 另一方面也将在高阶汽车用 HDI 产品开发及产能扩充, 汽车用高频高速材料应用研究, 高信赖性产品研发以及生产效率提升等方面投入更多资源, 使公司保持并扩大竞争优势。

公司客户资源优势明显。公司作为中国大陆布局汽车电子较早的厂商, 已经与全球 Tier1 厂商合作多年, 已进入大陆集团、博世和特斯拉等主流 Tier1 客户的供应链体系, 并获得高度认可。国内客户方面, 公司已切入比亚迪、宁德时代供应链, 实现客户资源的适度多样化。

#### 4. 盈利预测与估值

公司是国内技术领先的 PCB 厂商，专注通信及汽车细分赛道。考虑到公司企业通讯市场板未来需求复苏，服务器向 PCIe4.0 标准升级、交换机面临 400G 迭代，公司有望把握核心客户的头部订单；公司汽车板产能持续扩张，未来汽车电子增量空间广阔；上游原材料价格预计将会回调，成本压力边际减小，预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 12.44/15.11/18.56 亿元，对应 EPS 分别为 0.66/0.80/0.98 元/股，对应当前 PE 估值分别为 24.97/20.56/16.74 倍。选取 PCB 相关公司深南电路（002916.SZ）、胜宏科技（300476.SZ）、景旺电子（603228.SH）作为可比公司，公司估值低于可比公司 2021-2022 年平均 PE 32.8/25.12 倍。首次覆盖，给予公司“增持”投资评级。

表 3：同行可比上市公司盈利预测和估值情况（可比公司盈利预测为 Wind 一致预期）

公司简称	收盘价（元，12 月 30 日）	归母净利润		EPS		PE	
		2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
深南电路	120.90	15.26	18.99	3.12	3.88	38.77	31.15
胜宏科技	30.41	8.38	11.94	0.97	1.38	31.34	21.99
景旺电子	34.25	10.31	13.13	1.21	1.54	28.30	22.22
平均						32.80	25.12
沪电股份	16.38	12.44	15.11	0.66	0.80	24.97	20.56

资料来源：中原证券，Wind

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>4752</b>	<b>4997</b>	<b>6695</b>	<b>8385</b>	<b>10511</b>
现金	694	934	2119	3418	5017
应收票据及应收账款	1919	1743	1942	2142	2444
其他应收款	697	32	338	342	348
预付账款	10	13	13	15	17
存货	1394	1425	1481	1652	1853
其他流动资产	38	850	802	817	832
<b>非流动资产</b>	<b>3484</b>	<b>4559</b>	<b>4559</b>	<b>4559</b>	<b>4559</b>
长期投资	123	87	87	87	87
固定资产	2610	2628	2628	2628	2628
无形资产	109	105	105	105	105
其他非流动资产	642	1739	1739	1739	1739
<b>资产总计</b>	<b>8236</b>	<b>9556</b>	<b>11254</b>	<b>12944</b>	<b>15070</b>
<b>流动负债</b>	<b>2663</b>	<b>2869</b>	<b>3150</b>	<b>3330</b>	<b>3600</b>
短期借款	517	857	857	857	857
应付票据及应付账款	1508	1359	1545	1685	1884
其他流动负债	637	653	748	787	859
<b>非流动负债</b>	<b>440</b>	<b>404</b>	<b>404</b>	<b>404</b>	<b>404</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	440	404	404	404	404
<b>负债合计</b>	<b>3102</b>	<b>3273</b>	<b>3554</b>	<b>3734</b>	<b>4004</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	1725	1724	1897	1897	1897
资本公积	331	405	405	405	405
留存收益	3171	4169	5413	6924	8780
归属母公司股东权益	5134	6283	7699	9210	11066
<b>负债和股东权益</b>	<b>8236</b>	<b>9556</b>	<b>11254</b>	<b>12944</b>	<b>15070</b>

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1064</b>	<b>1565</b>	<b>1015</b>	<b>1311</b>	<b>1621</b>
净利润	1206	1343	1244	1511	1856
折旧摊销	320	333	0	0	0
财务费用	31	-51	0	0	0
投资损失	-6	30	-1	9	16
营运资金变动	-549	-178	-231	-212	-256
其他经营现金流	62	89	3	3	5
<b>投资活动现金流</b>	<b>-802</b>	<b>-1442</b>	<b>-2</b>	<b>-12</b>	<b>-21</b>
资本支出	-439	-372	-3	-3	-5
长期投资	0	-120	0	0	0
其他投资现金流	-363	-951	1	-9	-16
<b>筹资活动现金流</b>	<b>168</b>	<b>118</b>	<b>172</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
短期借款	351	340	172	0	0
长期借款	-99	0	0	0	0
普通股增加	6	0	172	0	0
资本公积增加	71	74	0	0	0
其他筹资现金流	-160	-296	-172	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>433</b>	<b>231</b>	<b>1185</b>	<b>1299</b>	<b>1600</b>

资料来源: 携宁数据, 中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>7129</b>	<b>7460</b>	<b>7600</b>	<b>8550</b>	<b>9800</b>
营业成本	5024	5195	5470	6050	6800
营业税金及附加	61	57	66	71	80
营业费用	206	228	244	261	304
管理费用	143	144	150	167	192
研发费用	316	357	350	402	456
财务费用	-1	-3	0	0	0
资产减值损失	-87	-89	0	0	0
其他收益	66	87	82	91	108
公允价值变动收益	-1	8	0	0	0
投资净收益	6	-30	1	-9	-16
资产处置收益	-1	-6	-3	-3	-5
<b>营业利润</b>	<b>1353</b>	<b>1457</b>	<b>1400</b>	<b>1678</b>	<b>2054</b>
营业外收入	1	3	0	0	0
营业外支出	1	3	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1353</b>	<b>1457</b>	<b>1400</b>	<b>1678</b>	<b>2054</b>
所得税	147	115	156	167	198
<b>净利润</b>	<b>1206</b>	<b>1343</b>	<b>1244</b>	<b>1511</b>	<b>1856</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1206</b>	<b>1343</b>	<b>1244</b>	<b>1511</b>	<b>1856</b>
EBITDA	1823	2021	1400	1678	2054
EPS (元)	0.72	0.79	0.66	0.80	0.98

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	29.68%	4.65%	1.88%	12.50%	14.62%
营业利润 (%)	101.78%	7.65%	-3.86%	19.83%	22.41%
归属母公司净利润 (%)	111.41%	11.35%	-7.34%	21.44%	22.82%
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	29.53%	30.37%	28.03%	29.24%	30.61%
净利率 (%)	16.92%	18.00%	16.37%	17.67%	18.94%
ROE (%)	23.49%	21.37%	16.16%	16.40%	16.77%
ROIC	23.30%	21.19%	14.21%	14.71%	15.31%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	37.66%	34.25%	31.58%	28.84%	26.57%
净负债比率 (%)	60.42%	52.09%	46.16%	40.54%	36.18%
流动比率	1.78	1.74	2.13	2.52	2.92
速动比率	1.26	1.24	1.65	2.02	2.40
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.87	0.78	0.68	0.66	0.65
应收账款周转率	3.73	4.42	4.00	4.08	4.11
应付账款周转率	3.59	4.13	3.81	3.87	3.89
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.72	0.79	0.66	0.80	0.98
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.56	0.83	0.54	0.69	0.85
每股净资产 (最新摊薄)	2.71	3.31	4.06	4.86	5.83
<b>估值比率</b>					
P/E	31.06	23.82	24.97	20.56	16.74
P/B	8.20	5.67	4.04	3.37	2.81
EV/EBITDA	20.97	16.09	21.43	17.11	13.20

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。