

盛泰集团 (605138.SH)

成本压力逐步可控，一季度净利增长 43%

买入

核心观点

受原材料和运费成本提升，2021 年扣非净利下滑 34%。2021 年公司实现收入 51.6 亿元，同比增长 9.7%，纱线/梭织面料/针织面料/梭织成衣/针织成衣收入分别增长-18%/+12%/+28%/+2%/+34%。针织面料和成衣增长得益于需求回暖和产能释放、效率爬坡，梭织品类则受制于海外疫情反复，增速仍然较疲软。毛利率 15.9%，-4.2 个百分点，主要由于原材料上涨和运输堵塞带来 8000 万元额外运费。销售+管理费用率合计减少 0.9 个百分点。扣非净利润下滑 34%，而非经常收益上升和所得税率减少，净利润持平为 2.9 亿元。

成本压力逐步可控，一季度净利增长 43%。一季度随着公司新建产能继续爬坡、海外运输基本恢复正常、叠加去年三四季度部分未确认的收入陆续在一季度确认，公司总体实现营业收入 13.7 亿元，同比+30.5%。随着原料价格涨幅放缓，毛利率 17.7%，同比-1.4 个百分点，但环比四季度改善 3.2 个百分点；净利率 4.5%，同比+0.4 个百分点。

展望：今年成本压力预计减轻，产能爬坡和效率提升贡献增长。1) 成本：进入 2022 年，棉花价格持平，运价在 2 月中以来持续下滑，同时订单提价有望减轻成本压力。2) 客户：欧美消费需求快速反弹，拉夫劳伦复苏带动 2021 年订单增速达 42%；公司是优衣库五大战略供应商之一，有望在未来加深合作；FILA、李宁均是成长优秀的运动龙头品牌，目前公司与 FILA 已形成紧密合作（占 FILA 份额约 17%），并有望通过合资公司加强与李宁合作关系。3) 产能：公司发布可转债预案，计划扩张 4.8 万吨针织面料、1.5 万吨纱线，产能积极扩张与效率提升将驱动未来 2~3 年稳定快速的的增长。

风险提示：疫情管控导致停产、原材料大幅上涨、需求疲软、系统性风险。

投资建议：看好产能积极扩张、效率提升，维持“买入”评级。公司具有业内稀缺的纱线-面料-成衣一体化模式，同时通过较好的面料开发能力和高生产效率切入高端大品牌供应链。随着疫情后产能利用率的恢复、新产能的积极扩张与投产、智能化系统建设带动生产效率继续提升，我们看好公司中长期的成长性，考虑到今年以来原材料价格仍在高位，成本压力较大，小幅下调盈利预测，预计 2022-2024 年净利润 3.6/4.5/5.5 亿元（原 2022-2023 年为 4.1/5.1 亿元），同增 26%/22%/21%。当前可比公司 2022 年 PEG 为 0.85，给予盛泰集团 2022 年 20~21x PE（PEG=0.8~0.85），下调合理估值为 12.9~13.6 元（原为 13.9~14.7 元），维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,702	5,157	6,314	7,502	8,728
(+/-%)	-15.6%	9.7%	22.4%	18.8%	16.3%
净利润(百万元)	293	291	359	454	552
(+/-%)	9.0%	-0.6%	23.3%	26.4%	21.5%
每股收益(元)	0.59	0.52	0.65	0.82	0.99
EBIT Margin	8.3%	5.1%	8.7%	8.8%	9.0%
净资产收益率 (ROE)	20.5%	14.2%	12.6%	14.3%	15.5%
市盈率 (PE)	18.3	20.5	16.6	13.1	10.8
EV/EBITDA	14.1	19.4	12.1	10.7	9.4
市净率 (PB)	3.7	2.9	2.1	1.9	1.7

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

公司研究·财报点评

纺织服饰·服装家纺

证券分析师：丁诗洁

联系人：关竣尹

0755-81981391

0755-81982834

dingshijie@guosen.com.cn ganguanjunyin@guosen.com.cn

S0980520040004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	12.90 - 13.60 元
收盘价	10.55 元
总市值/流通市值	5866/591 百万元
52 周最高价/最低价	17.58/10.01 元
近 3 个月日均成交额	37.53 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《盛泰集团 (605138.SH) -2022 年一季度业绩预计增长 42%至 70%》——2022-03-29

《盛泰集团-605138-深度报告：全产业链制衣集团重启成长》——2022-02-17

《盛泰集团-605138-深度报告：全产业链制衣集团重启成长》——2022-02-16

受原材料和运费成本提升，2021 年扣非净利下滑 34%

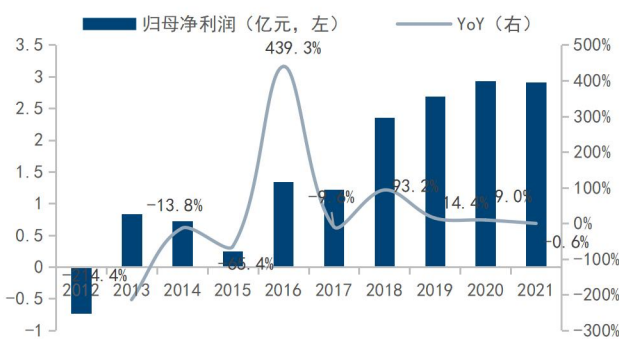
针织产能放量，2021 年收入增长 9.7%，但仍未恢复到 2019 年水平。2021 年公司实现收入 51.6 亿元，同比增长 9.7%，实现归母净利润 2.9 亿元，同比减少 0.6%。收入和净利润的 CAGR 5 分别为 4.6%/16.7%。得益于针织面料和针织成衣的产能释放和效率爬坡，公司从 2020 年的收入下滑中恢复，但一方面受到海外运输不畅影响，导致三四季度部分订单收入确认延迟，另一方面海外梭织品类的恢复较慢，梭织类产品产能利用率仍然处于较低水平，因此公司收入并未完全恢复到 2019 年的水平。总体归母净利润仅与 2020 年持平为 2.9 亿元，扣非净利润下滑 34%。

图1：公司年度营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司年度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

具体分业务来看：

- 1) **纱线**：2021 年收入为 2.6 亿元，同比-17.7%；全年产量（含外协）为 5194 万吨，同比减少 1719 吨，外销单价 4.25 万元/吨，+69%。
- 2) **梭织面料**：2021 年收入为 4.3 亿元，同比+11.9%；全年产量（含外协）为 5328 万米，同比增加 251 万米，外销单价 17.5 元/米，-14%。
- 3) **针织面料**：2021 年收入为 5.5 亿元，同比+28.4%；全年产量（含外协）为 19183 万吨，同比增加 6752 吨，外销单价 7.8 万元/吨，-4%。
- 4) **梭织成衣**：2021 年收入为 14.9 亿元，同比+2.1%；全年产量为 2170 万件，同比减少 64 万件，外销单价 68.6 元，+8%。
- 5) **针织成衣**：2021 年收入为 22.8 亿元，同比+34.1%；全年产量为 3542 万件，同比增长 1112 万件，外销单价 64.7 元，-10%。

表1：2017-2021 年公司分业务收入、毛利率、产销量、单价情况

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
纱线	315.9	376.7	377.6	318.3	262.1
yoy		19.2%	0.2%	-15.7%	-17.7%
毛利率	4.5%	8.1%	8.2%	7.7%	13.7%
-产量（万吨）	5,376	6,354	7,114	6,913	5,194
-外销量（万吨）	12,911	13,676	13,247	12,680	6,172
-单价（万元/吨）	2.45	2.75	2.85	2.51	4.25
梭织面料	473.2	500.0	446.9	383.6	429.4
yoy		5.7%	-10.6%	-14.2%	11.9%
毛利率	22.3%	24.7%	26.0%	26.1%	17.4%
-产量（万米）	6,521	6,777	6,022	5,078	5,328
-外销量（万米）	2,246	2,414	2,100	1,886	2,449
-单价（元/米）	21.1	20.7	21.3	20.3	17.5
针织面料	182.2	289.6	444.1	430.0	552.2
yoy		59.0%	53.3%	-3.2%	28.4%
毛利率	19.5%	20.5%	19.9%	19.4%	10.8%
-产量（万吨）	9,865	11,934	14,634	12,431	19,183
-外销量（万吨）	2,199	3,587	5,352	5,260	7,062
-单价（万元/吨）	8.3	8.1	8.3	8.2	7.8
梭织成衣	2423.8	2354.7	2271.1	1457.3	1488.0
yoy		-2.8%	-3.6%	-35.8%	2.1%
毛利率	18.5%	16.9%	17.7%	18.0%	16.0%
-产量（万件）	3,791	3,770	3,452	2,234	2,170
-外销量（万件）	3,828	3,715	3,411	2,287	2,170
-单价（元）	63.3	63.4	66.6	63.7	68.6
针织成衣	1018.3	1507.9	1848.3	1702.8	2283.2
yoy		48.1%	22.6%	-7.9%	34.1%
毛利率	21.9%	22.6%	23.7%	22.9%	16.4%
-产量（万件）	1,971	2,602	2,776	2,430	3,542
-外销量（万件）	1,922	2,598	2,822	2,369	3,528
-单价（元）	53.0	58.0	65.5	71.9	64.7

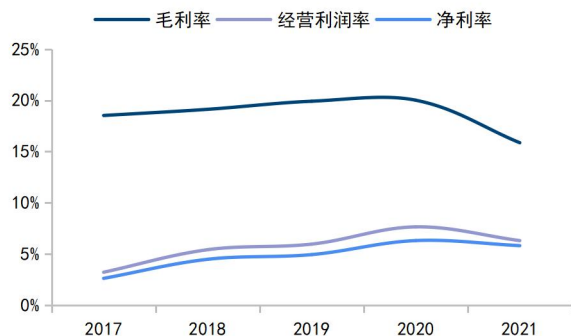
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

原材料涨价和运费压力陡增，毛利率下滑明显。2021 年毛利率为 15.9%，同比 -4.2p.p.，主要由于原材料大幅上涨和运输堵塞带来的运费提升。2021 年棉花价格上涨显著，且棉价上涨对全产业链类型公司影响较大，其次海外运输不畅、公司通过空运方式确保部分产品准时交付，额外产生 8000 万运费。

分各业务来看，纱线、梭织面料、针织面料、梭织成衣、针织成衣毛利率分别为 13.7%、17.4%、10.8%、16%、16.4%，同比 6.0、-8.7、-8.6、-2.0、-6.5p.p.。

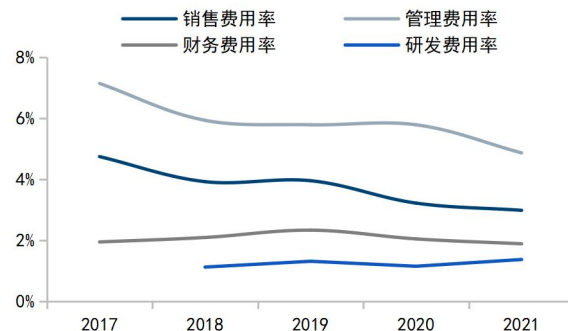
期间费用率小幅下降、非经常收益上升，抵消部分成本上涨，归母净利润持平。销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 3.0%、4.9%、1.4%，同比 -0.2p.p.、-0.9p.p.、+0.2p.p.，合计减少约 1p.p.。其次得益于年内非凡中国市值提升等因素，公司其他经营收益比重整体提升 1.6p.p. 至 2.1%，所得税率下降约 7p.p. 至 10.2%，因此公司扣非净利润下滑 34%，归母净利润基本持平。

图3：公司利润率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

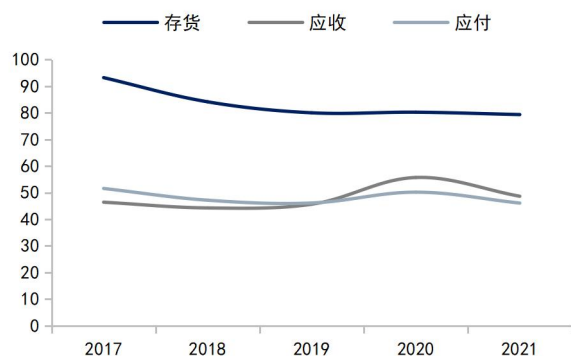
图4：公司费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

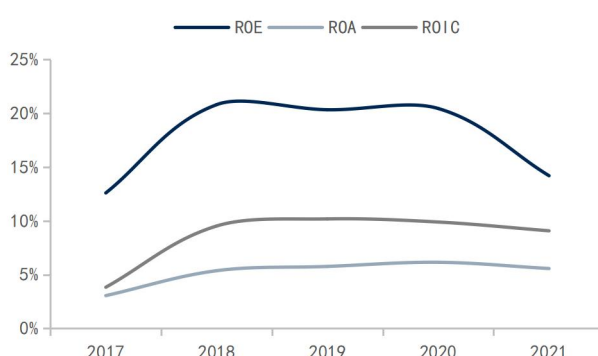
存货周转天数持平，ROE下降至14.2%。2021年末公司存货周转天数为79天，同比下降1天，应付/应收周转天数分别为46/49天，各项营运指标继续保持较为健康水平。ROE同比-6.3p.p.至14.2%。

图5：公司营运资金周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司盈利能力



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

成本压力逐步可控，一季度净利增长43%

2021年四季度：公司实现营业收入15.7亿元，环比+19.8%，归母净利润0.57亿元，环比-4.3%。受原料价格持续走高等影响，公司利润四季度毛利率降至14.5%，净利率降至3.6%，均为全年低水平。

成本压力逐步可控，毛利率环比改善，2022年一季度净利润增长43%。一季度随着公司新建产能继续爬坡、海外运输基本恢复正常、叠加去年三四季度部分未确认的收入陆续在一季度确认，公司总体实现营业收入13.7亿元，同比+30.5%。同时，随着原料价格涨幅放缓、公司订单逐步提价，毛利率17.7%，同比-1.4p.p.，环比四季度改善3.2p.p.；净利率4.5%，同比+0.4p.p.。公司有效控制各项费用，营业税金和四项费用率合计为10.6%，同比下滑1.6p.p.，其他收益以及所得税率基本同比持平，归母净利润0.61亿元，同比+43.4%。

图7：公司季度营业收入及增速（单位：百万元、%）



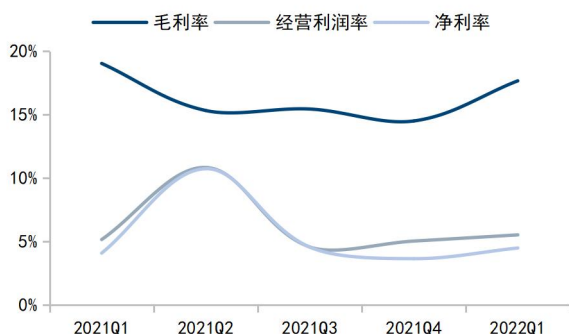
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司季度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



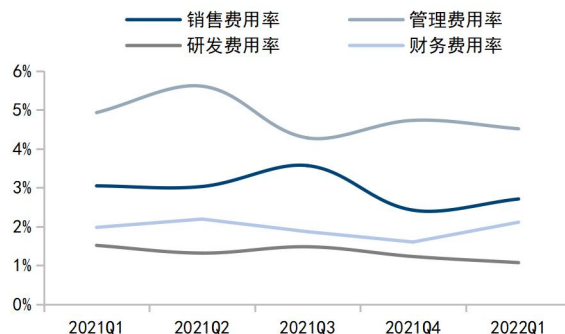
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司季度利润率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司季度费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

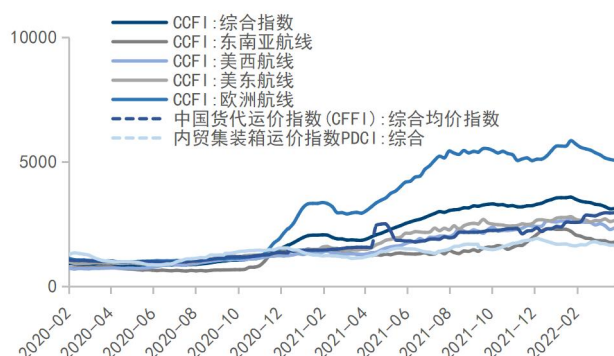
展望：今年成本压力预计减轻，产能爬坡和效率提升贡献增长

（一）今年运费、原材料成本压力边际改善

（1）从原材料看，公司主要采购的原材料为纱线，考虑到棉纱线价格传导速度较快，与棉花价格关联度较高，我们这里主要观测棉花价格的季度平均价格变动（与实际存在误差，仅供参考）。2022 年至今棉价始终稳定在 22700 元/吨左右的水平，若假设公司原料库存+订单约为 3~4 个月测算，预计 2022 年 Q2 开始原材料上涨的环比增速将大幅放缓（+4.5%），同时订单的提价有望逐步消化成本压力。我们预计今年原材料对公司成本影响将比去年减少。

（2）从运费看，综合运价指数和东南亚航线价格指数在 2022 年初到 2022 年 2 月初仍然呈现上涨趋势，而随后面临拐点开始下降。

图11: CCFI 运价指数



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 棉花价格成本测算



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

（二）继续与高成长国际品牌形成紧密合作，国内头部品牌有望成为新增量

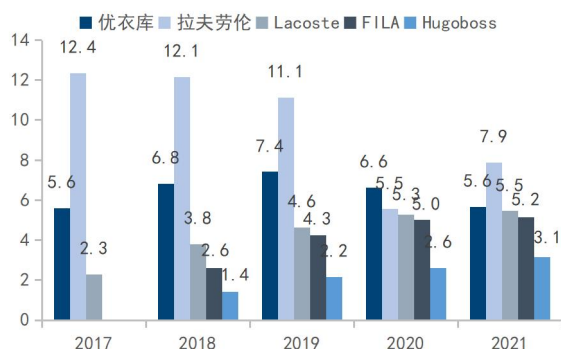
拉夫劳伦财年收入增长指引上调至 40%，促进公司订单恢复。拉夫劳伦截止到 22 年 3 月的财年前三季度增长态势良好，公司上调全年指引至收入增速 40%，因此公司 2021 年来自拉夫劳伦的订单收入增长了 42%。拉夫劳伦在疫情前，一直是公司最大的客户，随着欧美疫情放开，服装需求有望快速恢复，带动公司订单增长。

优衣库平稳增长，促进公司业绩提升。2019 年来自优衣库品牌订单收入规模达到 7.4 亿元；2021 年疫情背景下，公司把握优衣库供应链调整和其他供应商受疫情影响产能受限的契机，凭借越南工厂完善的一体化产业链和快速反应等较优竞争力获得优衣库针织面料新订单，2021 年，优衣库订单规模下滑 15%至 5.6 亿元，但公司作为优衣库五大战略供应商之一，未来有望与优衣库加强合作。优衣库品牌在疫情前本身保持每年 10%以上的复合增长，其采购需求的稳步增长也将为公司带来更多订单。

FILA 复合增速 57%，成长性高。FILA 品牌定位高端时尚，且产品多为时尚类棉类产品，公司多年来主打高端棉类产品，拥有多项核心专利，符合 FILA 长期采购需求，加上公司计划在国内新建成衣工厂，未来有望与 FILA 加深成衣合作，获取更大份额。同时 FILA 正处于快速成长阶段，2014 年到 2021 年复合增长率为 57%。因此随着 FILA 品牌自身规模快速增长与合作不断深化，有望带动订单快速增长。

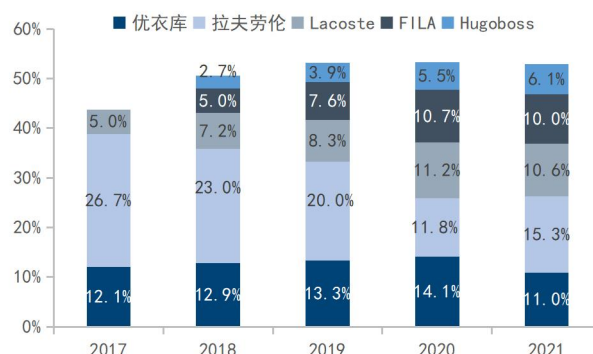
与李宁合作广西供应链，增加成衣合作。2019 年，公司成功并购罗马尼亚工厂，并成功与李宁品牌开展合作在广西南宁合作并成立合资公司。2020 年，李宁品牌针织面料采购规模达到 1515 万元。2021 年，广西南宁的股东湖南新马（本公司全资子公司）和李宁等比例向广西南宁增资人民币 2500 万元。随着公司和李宁品牌融合渐入佳境，以及河南织造及成衣生产中心的规划与建设，公司将与李宁品牌进行更深层次和更大规模的合作。

图 13: 公司主要客户销售金额 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 公司主要客户销售占比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

(三) 募投项目陆续建成、效率提升贡献收入成长

1、募投产能陆续建成, 产能爬坡将贡献今明两年收入增长。2021 年, 公司在上交所上市, 公开募集 4.6 亿元并投入扩产增效项目, 建设计划期为 2 年, 募投项目将进一步提高公司产能, 降低用工成本。项目满产后有望贡献 17 亿元每年的销售收入和 1.5 亿每年的净利润。截至 2022 年 3 月 31 日, 面料技术改造及扩能建设项目已实施完毕并达到预定可使用状态, 累计投入募集资金合计 8965 万元。

2、发布可转债预案, 积极投入新一轮产能扩张。2022 年 4 月 19 日, 公司发布可转债预案, 募集不超过 8.5 亿元, 并拟投入 10.7 亿元建设 4.8 万吨高档针织面料、10 万锭纱线 (年产 6071 吨棉纱、4692 吨花灰纱、4140 吨落棉, 合计 1.5 万吨) 产能扩张。同时投入 SAP 信息化系统建设、以及建设嵊州盛泰 22MWp 分布式光伏电站建设项目以改善能源结构。

3、SPS 系统全面投建, 效率提升带动产能增长。2021 年公司在国内全面投建了 SPS 智能生产系统, 在海外的生产基地 SPS 智能生产系统也陆续开始建设并已经部分投产, 为公司在生产、质量、交期等各方面管理工作带来了极大的便利。SPS 系统预计在 2022 年基本落地, 从已经落实的工厂看, 工人的实际生产时间从原来的 300 分钟/天提升到 480-500 分钟/天。

表 2: 招股书中公司募投资金扩产或提效项目

项目名称	扩产增效项目	建设计划期	投资 (百万元)	年收入 (百万元)	年净利润 (百万元)
面料技术改造及扩能建设项目 (越南)	项目建成后可新增针织面料 2,400 吨/年, 达到针织面料 6,000 吨/年	24 个月	99.1	937.2	53.5
湖南新马制衣有限公司生产线技术改造升级建设项目	320 万件成衣	24 个月	63.3	325.5	21.2
河南织造及成衣生产中心建设项目	项目建成后形成胚布产品 4,000 吨/年, 成衣产品 600 万件/年	24 个月	166.0	439.0	24.0
面料技术改造建设项目	项目建成后保持原有面料产能不变。智能化有效降低用工成本, 提升效率	24 个月	134.2	-	51.4
合计			462.7	1701.7	150.1

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表3：可转债预案的产能扩张计划

	投资金额	产能扩张	内部税后收益率
年产 48000 吨高档针织面料印染生产线项目（一期）	302.7	4.8 万吨针织面料	11.40%
越南十万锭纱线建设项目	401.9	10 万锭纱线	10.50%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：看好产能积极扩张、效率提升，维持“买入”评级

公司具有业内稀缺的纱线-面料-成衣一体化模式，同时通过较好的面料开发能力和高生产效率切入高端大品牌供应链。随着疫情后产能利用率的恢复、新产能的积极扩张与投产、智能化系统建设带动生产效率继续提升，我们看好公司中长期的成长性，考虑到今年以来原材料价格仍在高位，成本压力较大，小幅下调盈利预测，预计 2022-2024 年净利润 3.6/4.5/5.5 亿元（原 2022-2023 年为 4.1/5.1 亿元），同增 26%/22%/21%。当前可比公司 2022 年 PEG 为 0.85，给予盛泰集团 2022 年 20~21x PE (PEG=0.8~0.85)，下调合理估值为 12.9~13.6 元（原为 13.9~14.7 元），维持“买入”评级。

表4：盈利预测与市场重要数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,702	5,157	6,314	7,502	8,728
(+/-%)	-15.6%	9.7%	22.4%	18.8%	16.3%
净利润(百万元)	293	291	359	454	552
(+/-%)	9.0%	-0.6%	23.3%	26.4%	21.5%
每股收益(元)	0.59	0.52	0.65	0.82	0.99
EBIT Margin	8.3%	5.1%	8.7%	8.8%	9.0%
净资产收益率 (ROE)	20.5%	14.2%	12.6%	14.3%	15.5%
市盈率 (PE)	18.3	20.5	16.6	13.1	10.8
EV/EBITDA	14.1	19.4	12.1	10.7	9.4
市净率 (PB)	3.7	2.9	2.1	1.9	1.7

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理预测

表5：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	2021	EPS 2022E	2023E	2021	PE 2022E	2023E	g 2021~2023E	PEG 2022E (人民币亿元)	总市值
605138	盛泰集团	买入	10.55	0.52	0.65	0.82	20.12	16.32	12.91	24.8%	0.66	59.7
同类公司												
02313	申洲国际	买入	80.91	2.24	3.25	4.46	36.12	24.88	18.14	41.1%	0.61	52.2
300979	华利集团	买入	68.96	2.37	3.13	4.00	29.08	22.04	17.25	29.8%	0.74	81.4
1476	儒鸿	无评级	106.40	4.32	5.35	6.13	24.61	19.90	17.36	19.1%	1.04	276.1
1477	聚阳实业	无评级	40.42	2.58	2.95	3.31	15.67	13.68	12.19	13.4%	1.02	92.4
平均值							26.37	20.13	16.23		0.85	

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）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	304	455	300	300	300	营业收入	4702	5157	6314	7502	8728
应收款项	868	762	1079	1282	1491	营业成本	3761	4339	5139	6096	7078
存货净额	719	1193	1424	1693	1969	营业税金及附加	29	31	37	44	51
其他流动资产	136	166	203	241	281	销售费用	186	166	188	223	260
流动资产合计	2142	2716	3146	3656	4180	管理费用	334	357	402	478	556
固定资产	2023	2396	2573	2772	2933	财务费用	96	97	109	107	109
无形资产及其他	258	386	378	370	363	投资收益	(3)	29	0	0	0
投资性房地产	344	458	458	458	458	资产减值及公允价值变动	(30)	(21)	(29)	(35)	(41)
长期股权投资	54	22	22	22	22	其他收入	96	150	25	30	35
资产总计	4821	5977	6576	7278	7955	营业利润	360	326	435	550	668
短期借款及交易性金融负债	2348	2468	2193	2295	2298	营业外净收支	(1)	9	11	13	15
应付款项	502	737	694	825	960	利润总额	359	334	446	563	683
其他流动负债	362	467	527	627	729	所得税费用	61	34	76	96	116
流动负债合计	3212	3672	3415	3748	3986	少数股东损益	4	9	11	13	15
长期借款及应付债券	33	7	7	7	7	归属于母公司净利润	293	291	359	454	552
其他长期负债	98	176	219	261	303						
长期负债合计	131	184	226	268	310	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	3343	3855	3641	4016	4296	净利润	293	291	359	454	552
少数股东权益	45	70	78	87	98	资产减值准备	(2)	11	(41)	0	0
股东权益	1433	2052	2857	3175	3561	折旧摊销	224	241	242	273	306
负债和股东权益总计	4821	5977	6576	7278	7955	公允价值变动损失	30	21	29	35	41
						财务费用	96	97	109	107	109
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(6)	(82)	(566)	(237)	(246)
每股收益	0.59	0.52	0.65	0.82	0.99	其它	7	(2)	49	9	11
每股红利	0.46	0.29	0.19	0.25	0.30	经营活动现金流	545	480	73	534	663
每股净资产	2.87	3.69	5.14	5.71	6.41	资本开支	0	(594)	(400)	(500)	(500)
ROIC	9%	6%	10%	11%	12%	其它投资现金流	(88)	(25)	0	0	0
ROE	20%	14%	13%	14%	15%	投资活动现金流	(32)	(587)	(400)	(500)	(500)
毛利率	20%	16%	19%	19%	19%	权益性融资	(71)	488	554	0	0
EBIT Margin	8%	5%	9%	9%	9%	负债净变化	(77)	(25)	0	0	0
EBITDA Margin	13%	10%	13%	12%	12%	支付股利、利息	(230)	(161)	(108)	(136)	(165)
收入增长	-16%	10%	22%	19%	16%	其它融资现金流	265	144	(274)	102	2
净利润增长率	9%	-1%	23%	26%	22%	融资活动现金流	(420)	259	172	(34)	(163)
资产负债率	70%	66%	57%	56%	55%	现金净变动	93	152	(155)	0	0
息率	3.9%	2.7%	1.8%	2.3%	2.8%	货币资金的期初余额	210	304	455	300	300
P/E	18.3	20.5	16.6	13.1	10.8	货币资金的期末余额	304	455	300	300	300
P/B	3.7	2.9	2.1	1.9	1.7	企业自由现金流	0	(198)	(268)	85	210
EV/EBITDA	14.1	19.4	12.1	10.7	9.4	权益自由现金流	0	(80)	(633)	99	122

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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