

证券研究报告

2022年07月28日

行业报告 | 公司深度研究

汽车

智能电动重点公司深度拆解+预测：广汽集团（601238.SH）

作者：

分析师 于特 SAC执业证书编号：S1110521050003

联系人 庞博



天风证券

【综合金融服务专家】

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

1.1 公司：进击的中国汽车巨头

- “A+H”沪港两地上市，实现资本结构优化。公司前身是1997年6月成立的广州汽车集团有限公司，于2010年8月在港交所上市，后于2012年3月在上交所上市，是中国大型国有控股汽车集团中首家成功构建A+H资本运营平台的公司。截止2021年报告期末，公司第一大股东为广州市国资委100%控股的广州汽车工业集团有限公司，所持股本占公司总股本的52.58%。同时，公司29.58%的股本为H股流通股。

图：广汽集团股权结构图



资料来源：公司官网、天风证券研究所

1.1 公司：进击的中国汽车巨头

- **合资与自主携手共进，全面布局上下游，覆盖研发、生产、销售以及金融配套服务等。经过多年积累，公司已经形成了覆盖上游汽车与零部件的研发和下游的汽车服务与金融投资的产业链闭环，是国内产业链最为完整、产业布局最为优化的汽车集团之一。**

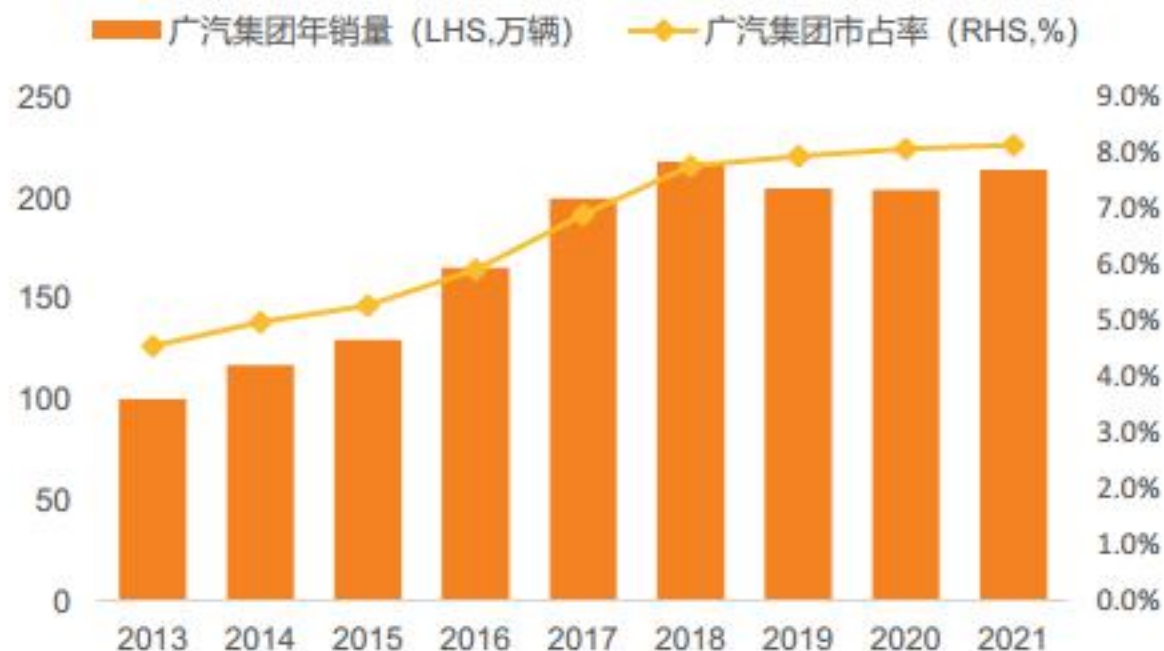
图：广汽集团汽车产业链生态圈



1.1 公司：2025年产销剑指350万

- **市场认可度不断提升，行业市占率进入前五。**2013年至2021年，广汽集团销量从100万辆提升至214.4万辆，市占率由4.6%提升至8.2%，是中国第四大汽车集团（前三名分别是上汽集团、一汽集团、东风集团、长安汽车）。
- **2025年剑指350万辆年产销，实现全系车型电气化。**2020年底公司发布“1615战略”，计划到2025年产销量达350万辆，年复合增长率超10%，市场占有率超12%；到2035年，力争实现汽车产销500万辆。2022年4月，公司宣布计划从2022年起每年至少推出两款电气化车型，并于2025年实现全系车型电气化。

图：广汽集团2013年-2021年销量及市占率变化



资料来源：中汽协、天风证券研究所

图：广汽集团“1615战略”



资料来源：广汽集团公众号、天风证券研究所

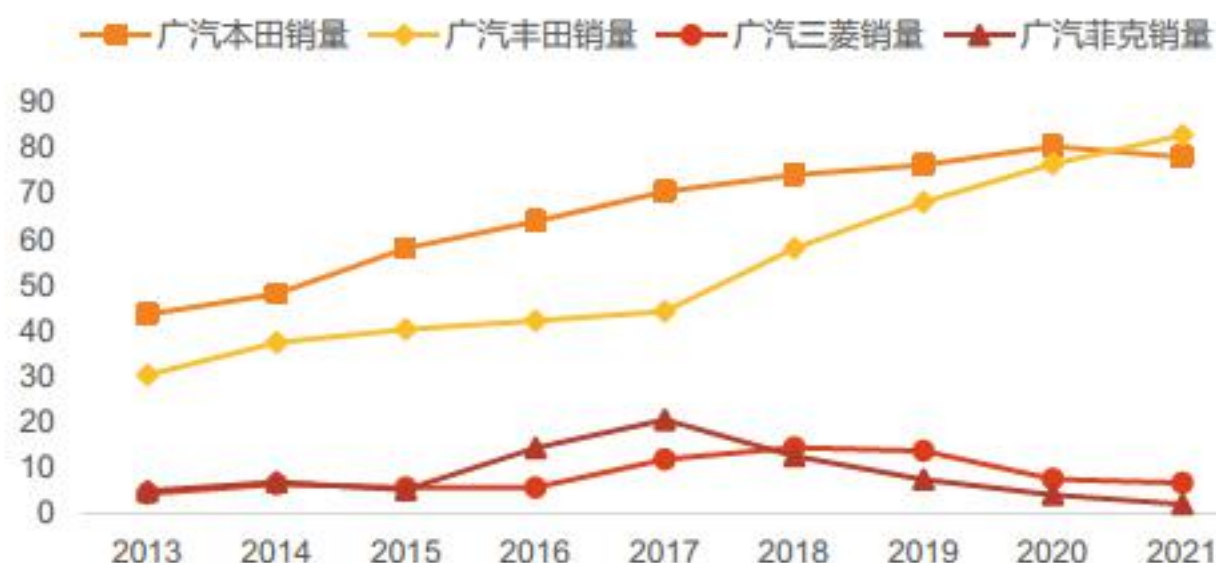
1.2 品牌：合资“压舱石”，稳健增长

- **优良的合资矩阵，历年贡献丰厚利润。** 公司从1998年开始与本田合作，双方各持股50%设立第一家合营子公司。随后的2004年、2010年、2012年又相继与丰田、菲亚特克莱斯勒、三菱设立合营公司。多年来，广汽的合资子公司国产化了一系列的明星车型。2021年集团长期股权投资收益共计114.04亿元，广本与广丰两家合资公司分别实现营收1148亿元和1295亿元。
- **日系品牌稳步增长，奠定成长之基。** 2013年-2020年，四大合资公司汽车总销量从约83万辆攀升至约169万辆，其中增量大头主要由日系广丰+广本提供（2021年78.0/82.8万辆）。2020-2021年受新冠疫情冲击和缺芯影响，在此背景下，广本、广丰凭借良好的品牌口碑及产品质量，展现超强抗压能力，20年销量同比+6%/+12%，21年销量同比-3%/+8%，大幅跑赢行业。

表：广汽合资品牌成立时间、营收及重点车型

合资品牌	成立时间	持股比例	2021年营收	重点车型及上市时间
广汽本田	1998年7月	50%	1148亿	雅阁（1999）、奥德赛（2002）、飞度（2004）、锋范（2009）、型格（2021）等
广汽丰田	2004年9月	50%	1295亿	卡罗拉（2004）、威驰（2004）、凯美瑞（2006）、汉兰达（2009）、雷凌（2014）、CHR（2017）、赛那（2021）等
广汽菲克	2010年3月	50%	368亿	自由光（2015）、自由侠（2016）、指南者（2017）、大指挥官（2018）
广汽三菱	2012年10月	50%	827亿	劲炫（2013）、欧蓝德（2016）、祺智PHEV（2018）、亦歌（2018）

表：广汽合资品牌销量表现



1.2 品牌：合资“压舱石”，稳健增长

- 短期看，2022年广丰+广本仍处于强产品周期。**（1）广丰：2021-2022年上市车型包括：凌尚、威兰达、赛那、威飒、锋兰达、纯电新平台e-TNGA的首款车型bZ4X等。（2）广本：2021-2022年新上市车型包括型格、皓影PHEV、致在Z-RV、纯电新平台e:N的首款车型e:NP1等。
- 长期看，两田在华布局提速，加速混动/纯电在内的电动化进程。**（1）丰田：2020年将中国市场从亚洲业务市场中拆分出来，成为一个独立的单一市场；通过技术革新、导入新车、加速布局电动化等措施，进一步发力中国市场。（2）本田：通过技术投入、产品导入、产能释放推进中国本土化战略；随着电动车时代的到来，本田转向技术升级，大力发展电动化来实现追赶丰田在华销量的目标。

图：广汽本田和广汽丰田的新车周期



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图：两田在华布局情况



资料来源：公司官网、天风证券研究所

1.2 品牌：自主“双子星”，加速成长

- 广汽自主板块由“双子星”品牌传祺+埃安，以及广汽研究院（研发）组成。
- （1）广汽传祺：成立于2010年，借助G-CPMA跨平台模块化架构，先后开发推出了GS4、GS8、GM8等14款车型，形成了传统燃油轿车、SUV、MPV、新能源的全领域产品布局。
- （2）广汽埃安：广汽新能源业务于2017年独立运营。2020年，广汽新能源正式更名为“广汽埃安”。埃安（AION）定位于中高端智能电动车品牌，2021年销量达12万，2022年预计销量有望超20万。
- （3）广汽研究院：成立于2006年，负责广汽自主品牌新产品、新技术的规划和研发，现有研发人员近5000人，拥有GPMA架构、钜浪动力平台弹匣电池、石墨烯基电池等多项研究成果。

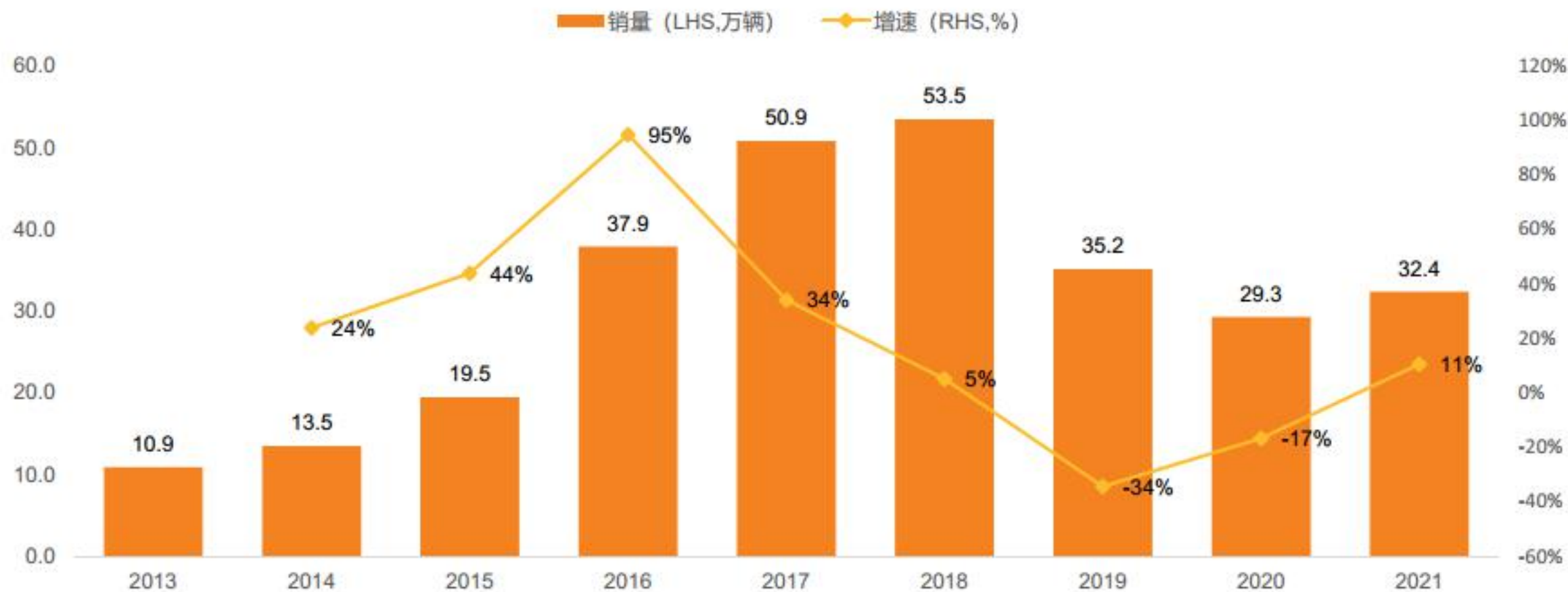
图. 广汽自主布局



1.2 品牌：自主“双子星”，加速成长

- 广汽传祺与其他自主品牌相比起步较晚，但成长较快。传祺通过GA5敲开了乘用车行业的大门，并通过GS4、GS3等热销车型逐步获得市场认可。2013至2018年，传祺销量从10.9万辆提升至53.5万辆，CAGR约36%。2019年，受行业整体不景气及新老产品切换影响，传祺销量35.2万辆，同比下降34%。2021年，受疫情冲击传祺销售29.3万辆，同比下降17%。2021年随着新平台和新车型布局的初步完成，销量已同比回升。

图：广汽传祺销量和增速



资料来源：广汽传祺、天风证券研究所

1.2 品牌：自主“双子星”，加速成长

- 新平台+新车型布局初步完成，广汽传祺有望迎来拐点向上。
- GPMA架构+钜浪动力平台，赋能产品全面升级。公司于2019年推出GPMA架构，2020年推出钜浪动力平台。GPMA架构体现公司全新的造车理念，标志模块化造车开启。钜浪动力平台包含发动机和变速箱两大领域，包括高效发动机、高效变速箱、混动产品三大支撑，以及1.5L燃油发动机平台、2.0L燃油发动机平台、DHE混动发动机、WDCT变速箱、8AT变速箱、DHT混动变速箱六个板块完整的产品架构。
- 2021年起传祺新品周期到来，销量有望拐点回升。传祺首款基于GPMA架构打造的入门级运动轿车影豹，已于2021年上市销售。2022年GS8 HEV版、影酷等新车型陆续上市。预计2023年GS、GM系列里的各经典车型也将陆续迎来换代，并增加搭载THS或GMC2.0混动系统的HEV版本车型。

图：广汽传祺新车周期

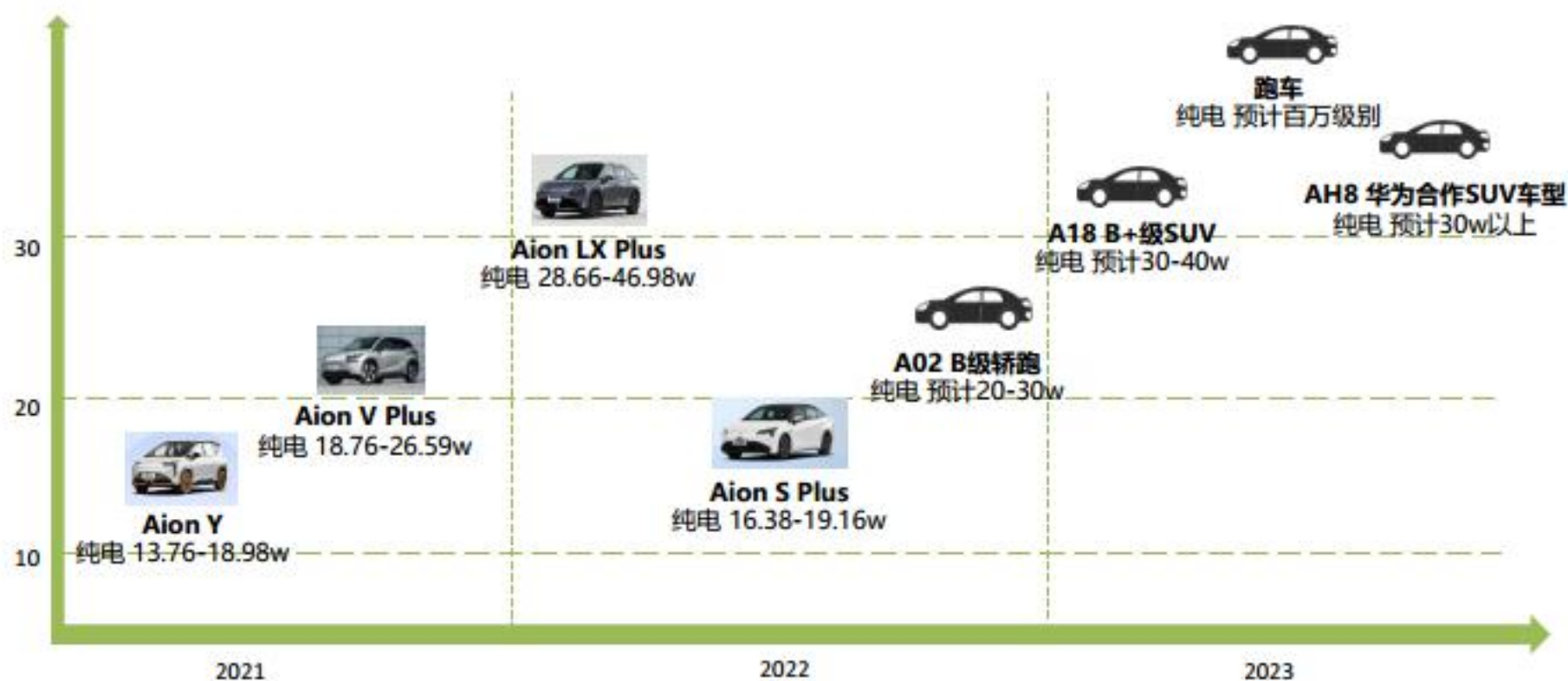


资料来源：广汽传祺、天风证券研究所

1.2 品牌：自主“双子星”，加速成长

- 广汽埃安布局中高端电动智能车型，车型价值中枢逐步上移。2019年公司第二代纯电动专属平台GEP落地，纯电动车型的推出速度和产品品质得到大幅提升。2019年4月，新平台的第一辆纯电动车AION S上市，主打中端性价比市场，凭借大空间+高续航+高品质，平台的第二款车型，主打高端市场的AION LX于当年10月上市。2020年，公司正式将埃安（AION）独立运营，打造“传祺”+“埃安”双子星，同时在AION S和AION LX的基础上进一步推出AION V和AION Y，逐步完善产品结构。后续埃安还规划了B级轿跑、B+SUV、与华为HiCar的合作车型等产品。

图：广汽埃安产品矩阵



1.2 品牌：自主“双子星”，加速成长

- 产销爬坡迅速，产能扩充助力高增长。自2019年4月首款车型上市到2021年底，埃安年销量由4.2万辆迅速增长至12万辆，我们预计22年销量有望突破20万辆。公司持续推进埃安智能工厂全面升级和新工厂的建设，通过新材料、新技术、新工艺的运用，埃安工厂现有产能规划达40万辆/年，其中第一工厂20万辆产能已经满产，第二工厂20万辆产能预计22Q4达产。

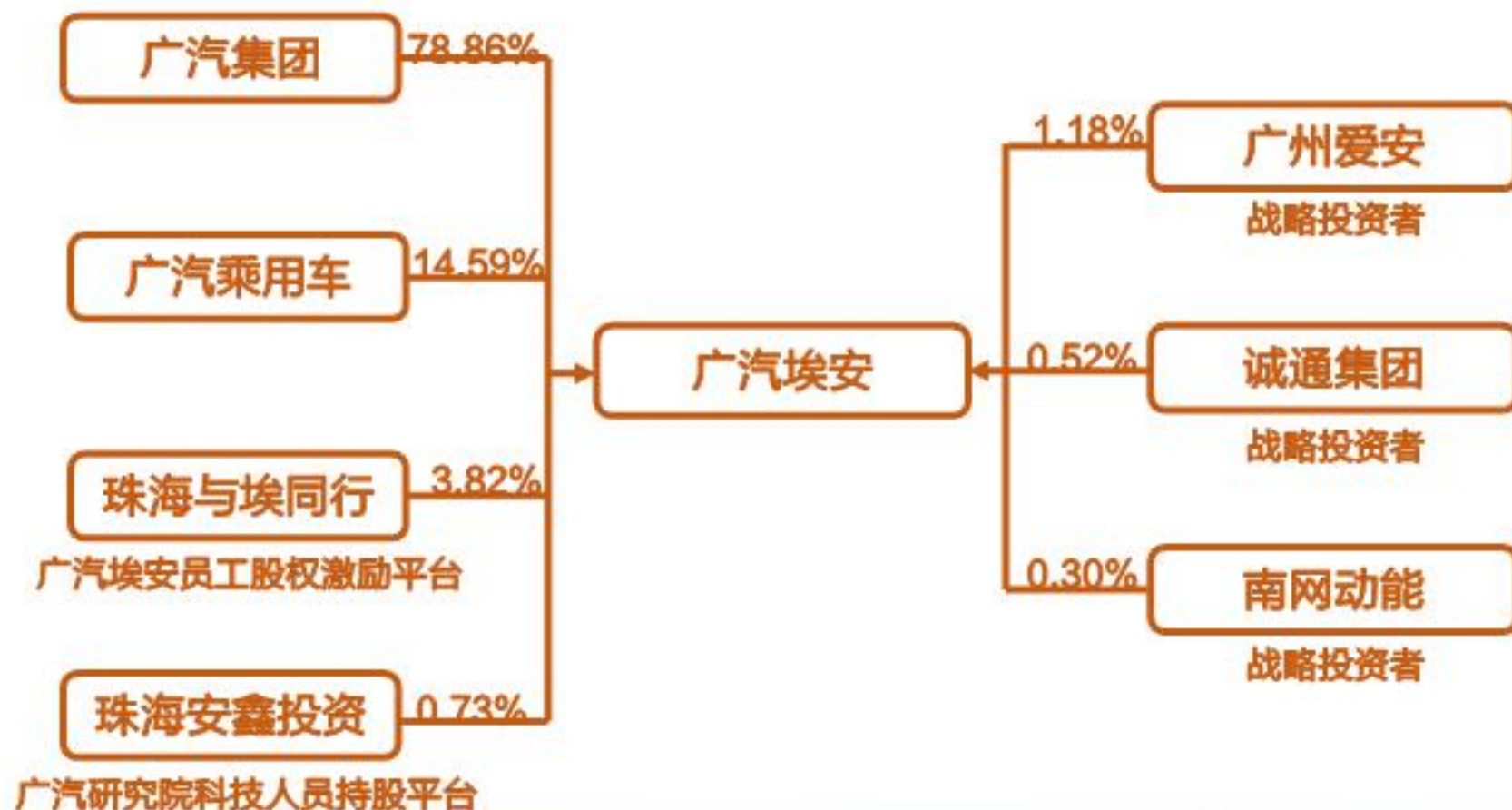
图：广汽埃安月度销量情况



1.2 品牌：自主“双子星”，加速成长

- 埃安混改持续推进，激发纯电新品牌的企业活力。埃安已完成纯电新能源汽车领域的相关研发人员、无形资产和固定资产的重组整合，具备纯电新能源汽车研产销一体化能力。2022年3月完成增资，注册资本由60亿元增加至约64.21亿元，广汽集团+广汽乘用车合计持股约93.45%，员工持股平台合计持股约4.55%，战投（诚通集团、南网动能、广州爱安）合计持股约2%。根据此前公开信息，埃安预计2022年将开启A轮融资，释放出30%股权融资500亿元，投后的估值在1660亿元以上。

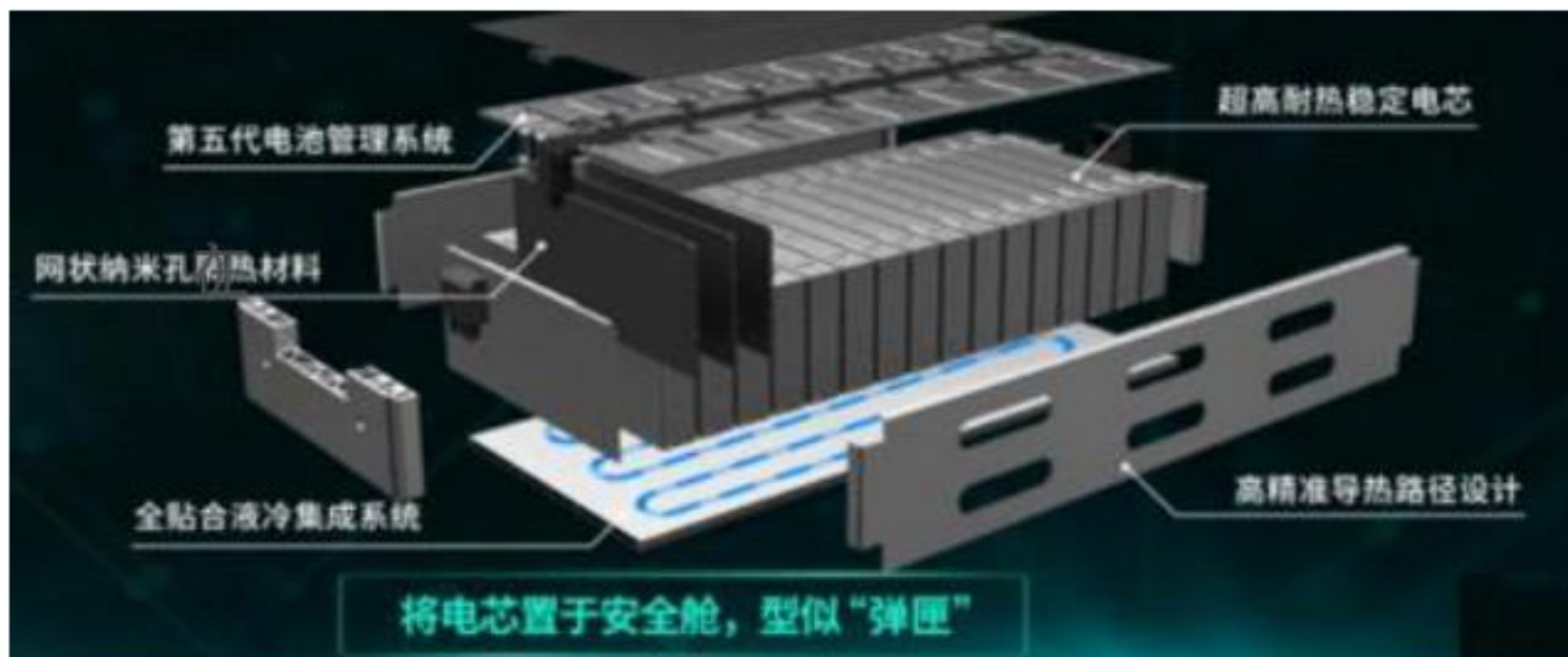
图：广汽埃安增资后的股权结构



1.3 技术：底层技术领先-电动化

- **电动化：布局了电芯、电池包和BMS系统三大方向。**电芯方面主要布局海绵硅负极片电池技术和超级快充技术，内部孵化了巨湾技研，产业基地2023年全面建成投产，预计产能8GWh；BMS系统主要布局在域控制器和大数据的应用能力；而电池包则注重安全性、轻量化以及高集成、低成本，推出了弹匣电池技术。
- **Pack层面-弹匣电池技术：**主打安全性、高集成和低成本，通过耐热电芯、隔热和散热设计以及热管理算法解决热失控。搭载弹匣电池系统的电池包，相对于同类普通电池包，体积能量密度提升9.4%，重量能量密度提升5.7%，成本下降10%。预计将作为标准化技术应用其所有新车型，目前配置车型：**Aion LX Plus、Aion V Plus、Aion S Plus、Aion Y。**

图：弹匣电池技术



1.3 技术：底层技术领先-电动化

- **Cell层面-超级快充电池技术：**主打超快充，通过添加石墨烯的电极材料、涂覆陶瓷隔膜和高功率电解液提升充放电倍率。最快可达到6C高倍率快速充电，可以实现0%-80%电量充电时间8分钟。目前配置车型：**Aion V Plus 70超级快充版**，售价20.96万元，该车型目前是实现了3C快充，使用广汽埃安A480超充桩30~80%的充电时间为10mins。
- **Cell层面-海绵硅负极技术：**主打长续航，通过海绵硅负极片提升能量密度。该技术可以实现锂离子电池单体电芯体积减小20%，重量减轻14%，电池电芯能量密度可达到280Wh/kg；还可以延长电池使用寿命、提高锂离子电池可靠性。目前配置车型：**Aion LX Plus千里版**，售价46.96万元，电池电量144.4kWh，纯电续航里程1008km。
- **Cell层面-微晶超能铁锂技术：**主打性能均衡。通过纳米微晶技术改善传统LFP电池不耐低温和一致性差的弱点；基于微晶超能铁锂实现离子多路分流等技术，解决极化低温性能差等问题。相比当前市面上量产的LFP电芯，质量能量密度提升13.5%，体积能量密度提升20%，-20°C低温容量提升约10%，快充可达到2C以上。

图：广汽电池相关技术



1.3 技术：底层技术领先-电动化

- **电动化：双重方案并行，推动燃油车混动化。**
- 此前广汽已发布的混动车型技术方案为2.0TM发动机+丰田THS混动变速箱的方案，主要应用在GS8 HEV等车型上，兼顾超强动力和超长续航，后续该混动系统将搭载在更多广汽传祺 B/C 级车型上。
- 近期发布2.0ATK发动机+自研GMC2.0混动变速箱的方案，定位B级车平台及A级车平台，同样先应用于HEV车型，主要导入的车型预计包括GS4、GS3、影酷、影豹等。
- 自研1.5DHE+GMC3.0的技术正在稳步推进中，从2022年起广汽每年将至少推出两款电气化车型，并根据市场需求，逐步扩大应用，以实现全面电气化。

图：广汽混动技术布局



1.3 技术：底层技术领先-智能化

- 智能化：**①广汽集团对外与科技型企业深度合作，布局智能网联：与华为共同开发L4级自动驾驶车辆AH8，计划将于2024年量产；与地平线联合发布广汽版征程3芯片，将量产搭载在未来的车型中；战略投资禾多科技，搭载其自动驾驶系统；与百度合作寻求技术及产业开拓的解决方案；与滴滴合作加速无人驾驶共享出行发展进程等。②内部则研发量产装车并持续迭代ADiGO智能生态系统，全面完整布局智能驾驶、智能座舱、智能网联；基于星灵EE架构进一步自主研发了广汽普赛OS，面向全车的跨域标准化操作系统，高效协同、极简复用、车云统一。

图：ADiGO 3.0智驾互联生态系统



表：广汽与多家企业、单位联合，加速构建智能化生态体系

合作对象	合作领域
华为	自动驾驶，智能互联、车联网，大数据，新能源电子电器架构
百度	自动驾驶，智能互联，智慧交通，数字化营销
腾讯	服务生态：微信车卡、爱趣听等；车联网，自动驾驶，云平台，大数据
博世	自动代客泊车系统
安波福	高级驾驶辅助系统
地平线	深度学习网络与硬件融合，芯片适配调教，芯片供应
科大讯飞	智能座舱、车联网、汽车数字化服务，智能人机交互，人工智能
宁德时代	动力电池系统生产，开发，销售
滴滴	自动驾驶，智能出行，大数据
小马智行	自动驾驶，智能出行
蔚来	新能源汽车整车制造
中科创达	车联网，智能网联汽车平台
清华大学	深化电池安全研究

1.3 技术：底层技术领先-智能化

- **星灵电子电气架构**：由3个核心计算单元和4个区域控制器构成，采用高速车载以太网为主干，结合5G通信，形成车内外高速互联的架构。三个核心单元分别是中央运算单元（NXP S32G399）、自动驾驶控制单元（华为昇腾610）、信息娱乐控制单元（高通8155/8295）。中央运算单元负责控制车辆行驶、制动和车辆设备；自动驾驶控制单元负责智能驾驶的感知、融合、决策和规控；信息娱乐控制单元负责控制车辆的娱乐功能、显示功能。4个区域控制器主要负责供电以及执行中央控制单元的指令，分布在车身前后左右四个区域。
- **ADiGO城市高级辅助驾驶技术**：ADiGO4.0可实现增强版高速NDA智能领航辅助和城市道路智能驾驶辅助。硬件配置：3个激光雷达、6个毫米波雷达、12个超声波雷达、12个摄像头（4个为环视）、2个高精定位单元、高算力智能驾驶计算平台、高精地图。此前埃安发布的红外线智驾传感技术，强化暗夜、雾霾、大雨环境的视频采集/识别能力，与激光雷达+毫米波雷达+白光视频系统融合。具备在最远300米距离识别处于静/动态，表面温度超过高于-273.15°C的所有目标的能力。

图：星灵电子电气架构



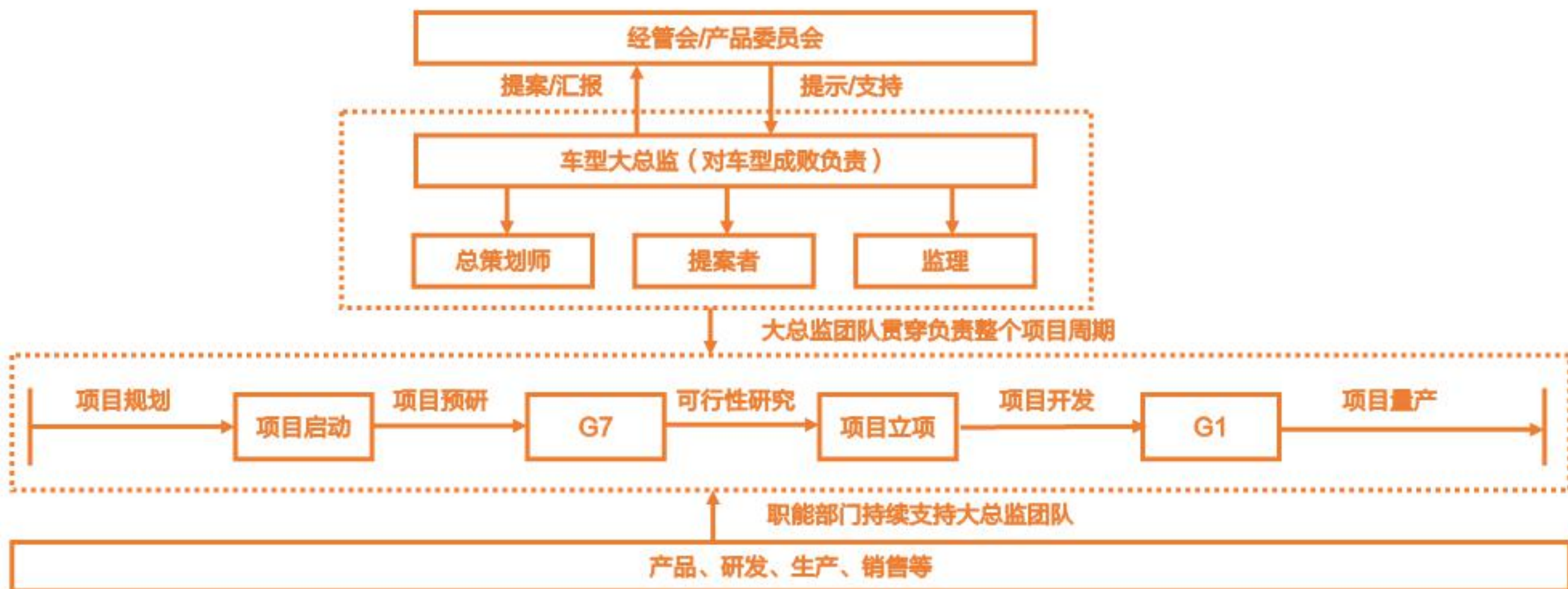
图：ADiGO4.0



1.4 管理：激励机制创新-大总监制度

- **大总监制度：**由大总监组建研产销总监团队，对车型成败负责，大幅提升了运行效率和研产销的一体化。大总监制度类似于项目合伙人跟投的激励机制，将车型的成功与团队的激励深度绑定，实现风险共担，利益共享。激励体系的创新变革潜移默化地提高了的竞争力，权责利合一的方式显著提升了团队的协同和运营效率。

图：广汽集团的大总监制度



资料来源：公司官网、天风证券研究所

2.1 业绩情况

- 自主合资齐头并进，新车型储备充足，优化产业链，垂直布局芯片、电芯领域。
- 业绩：公司21年营收756.8亿元，同比+19.8%，归母净利润为73.3亿元，同比+23.0%；22Q1营收232.68亿元，同比+45.21%，环比+15.40%；归母净利润30.09亿元，同比+27.17%，环比+46.71%。
- 业绩稳步增长，利润表现亮眼，受益于自主品牌销量大幅增长+产品推陈出新。21年自主品牌（含埃安）的产能利用率从42.18%提升至54.59%，带动全年自主乘用车的毛利率达到4.07%，合资品牌推出多款新车，达成全年销量同比增长15%的目标。全年来看，销量高速增长叠加产品结构改善，将驱动自主品牌同比减亏；合资品牌受疫情和缺芯影响逐步缓解叠加新车型上市，将提升公司的投资收益。

图：公司分季度营收（亿元）及增速



图：公司分季度归母净利润（亿元）及增速



2.2 销量情况

- 销量：**20年疫情期间，广汽集团2月销量下滑较为严重，同比下降超80%，三月起销量环比大幅改善，4月起同比恢复正增长；21年缺芯时段，广汽集团在8月受冲击最大，随后销量逐步回升。22年4月供应链收到疫情影响，销量12.43万辆，同比-33.6%，环比-45.4%，虽下滑较多，但仍跑赢行业水平；5月开始市场回暖，集团实现销量18.31万辆，同比+3.5%，环比+47.3%。到22H1公司累计销量为115万辆，同比+12%；**本年销量指引目标247万台的完成度已达47%，居六大上市汽车集团之首。**
- 本次购置税减半政策，广汽集团约80-90%车型将受益，自1.6L提升至2.0L后，增量占比约30-40%。我们预计22年广汽集团销量有望达270万台，其中自主超60万台。**

图：广汽集团月销量及同比增速



资料来源：中汽协、天风证券研究所

表：年初销量目标达成情况

	2021销量	2022销量目标	2022销量目标增速	22H1累计销量	22H1完成进度
上汽集团	546.4	600	9.8%	223.4	37.2%
广汽集团	214.4	247	15.0%	115	46.6%
长安汽车	230.1	245	6.5%	112.6	46.0%
吉利汽车	132.8	165	24.2%	61.4	37.2%
长城汽车	128.1	180	40.5%	51.9	28.8%
比亚迪	74.0	150	102.7%	64.6	43.1%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.3 盈利预测

- 自主减亏+合资增长，是广汽集团近两年业绩快速增长的驱动力。2022年广汽有望维持高增长态势。自主研发生产电池有助于缓解供应链紧张，新款车型持续放量及产能提升有望为业绩增长带来新动力。全年来看，销量高速增长叠加产品结构改善，将驱动自主品牌同比减亏；合资品牌受疫情和缺芯影响逐步缓解叠加新车型上市，将提升公司的投资收益。因此我们预测公司2022-2023的归母净利润为117亿和140亿，YOY达60%和20%；对应PE为13x、11x，维持“买入”评级。

表：广汽集团盈利预测

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	63,156.99	75,675.77	97,866.88	122,731.51	150,951.28
增长率(%)	5.78	19.82	29.32	25.41	22.99
EBITDA(百万元)	11,787.47	14,250.12	18,270.81	20,644.98	23,586.80
净利润(百万元)	5,965.83	7,334.92	11,702.40	14,003.77	16,239.11
增长率(%)	(9.85)	22.95	59.54	19.67	15.96
EPS(元/股)	0.57	0.70	1.12	1.34	1.55
市盈率(P/E)	27.64	22.48	14.09	11.78	10.16
市净率(P/B)	1.96	1.83	1.65	1.48	1.33
市销率(P/S)	2.61	2.18	1.69	1.34	1.09
EV/EBITDA	9.09	8.94	6.48	5.05	3.66

资料来源：wind、天风证券研究所

2.4 财务预测模型

单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	28,500.07	24,035.91	41,673.10	54,085.35	72,209.95	营业收入	63,156.99	75,675.77	97,866.88	122,731.51	150,951.28
应收票据及应收账款	6,202.13	8,993.68	10,605.65	13,516.74	16,553.39	营业成本	58,658.79	69,163.70	87,891.22	109,518.48	134,177.26
预付账款	1,158.33	759.97	2,712.31	1,262.69	3,368.09	营业税金及附加	1,363.86	1,823.82	2,153.07	2,700.09	3,320.93
存货	6,621.58	8,110.96	12,152.38	12,472.73	17,422.36	销售费用	3,641.48	4,339.76	4,893.34	5,891.11	6,943.76
其他	14,160.80	19,291.13	20,257.09	20,564.93	25,204.04	管理费用	3,356.11	3,933.91	4,893.34	5,891.11	6,943.76
流动资产合计	56,642.91	61,191.65	87,400.53	101,902.45	134,757.83	研发费用	976.38	988.70	1,174.40	1,350.05	1,660.46
长期股权投资	33,381.14	36,904.57	36,904.57	36,904.57	36,904.57	财务费用	34.84	171.94	(5.67)	(248.58)	(454.91)
固定资产	18,359.88	17,507.19	16,613.59	15,497.82	14,211.53	资产/信用减值损失	(769.70)	(832.44)	(736.85)	(779.66)	(782.99)
在建工程	1,451.68	1,730.36	1,771.25	1,589.87	1,462.91	公允价值变动收益	292.69	(22.31)	0.00	0.00	0.00
无形资产	17,603.80	18,872.13	17,227.97	15,508.80	13,714.64	投资净收益	9,910.78	11,814.20	15,204.87	16,884.18	19,173.69
其他	15,367.26	17,990.67	15,688.61	16,201.17	16,435.55	其他	(19,946.18)	(22,850.89)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	86,163.75	93,004.92	88,205.99	85,702.24	82,729.19	营业利润	5,637.92	7,145.39	11,335.19	13,733.77	16,750.72
资产总计	142,806.66	154,196.56	175,606.51	187,604.68	217,487.02	营业外收入	108.99	116.15	295.54	173.56	195.08
短期借款	3,555.51	2,296.43	2,000.00	1,500.00	1,500.00	营业外支出	51.83	24.66	41.91	39.46	35.34
应付票据及应付账款	12,879.88	15,945.64	22,889.83	24,726.83	33,122.03	利润总额	5,695.08	7,236.88	11,588.83	13,867.86	16,910.46
其他	24,456.30	27,937.28	35,389.28	35,571.26	44,074.34	所得税	(355.99)	(154.12)	(231.78)	(277.36)	507.31
流动负债合计	40,891.69	46,179.36	60,279.11	61,798.08	78,696.38	净利润	6,051.07	7,391.00	11,820.60	14,145.22	16,403.14
长期借款	2,878.88	2,702.12	2,000.00	1,500.00	1,500.00	少数股东损益	85.24	56.08	118.21	141.45	164.03
应付债券	5,594.29	2,995.12	4,809.15	4,466.19	4,090.15	归属于母公司净利润	5,965.83	7,334.92	11,702.40	14,003.77	16,239.11
其他	5,289.34	7,098.30	6,021.99	6,136.54	6,418.95	每股收益(元)	0.57	0.70	1.12	1.34	1.55
非流动负债合计	13,762.51	12,795.55	12,831.14	12,102.73	12,009.10						
负债合计	56,147.06	61,601.80	73,110.25	73,900.82	90,705.48						
少数股东权益	2,338.60	2,335.47	2,430.04	2,543.20	2,674.43						
股本	10,349.70	10,370.59	10,463.96	10,463.96	10,463.96						
资本公积	23,029.97	24,002.63	24,002.63	24,002.63	24,002.63						
留存收益	50,348.57	55,670.89	65,032.81	76,235.82	89,227.11						
其他	592.77	215.17	566.83	458.26	413.42						
股东权益合计	86,659.60	92,594.76	102,496.26	113,703.87	126,781.55						
负债和股东权益总计	142,806.66	154,196.56	175,606.51	187,604.68	217,487.02						

2.4 财务预测模型

单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	6,051.07	7,391.00	11,702.40	14,003.77	16,239.11	成长能力					
折旧摊销	4,937.43	5,549.50	5,551.72	5,694.71	5,832.30	营业收入	5.78%	19.82%	29.32%	25.41%	22.99%
财务费用	423.99	444.48	(5.67)	(248.58)	(454.91)	营业利润	-0.77%	26.74%	58.64%	21.16%	21.97%
投资损失	(9,910.78)	(11,814.20)	(15,204.87)	(16,884.18)	(19,173.69)	归属于母公司净利润	-9.85%	22.95%	59.54%	19.67%	15.96%
营运资金变动	(8,413.16)	(12,305.33)	6,385.43	(317.91)	1,460.98	获利能力					
其它	4,024.23	5,145.28	118.21	141.45	164.03	毛利率	7.12%	8.61%	10.19%	10.77%	11.11%
经营活动现金流	(2,887.23)	(5,589.26)	8,547.20	2,389.25	4,067.83	净利率	9.45%	9.69%	11.96%	11.41%	10.76%
资本支出	8,669.92	7,763.46	4,131.16	2,563.84	2,342.48	ROE	7.08%	8.13%	11.69%	12.60%	13.08%
长期投资	1,398.78	3,523.42	0.00	0.00	0.00	ROIC	12.37%	13.85%	19.22%	25.67%	31.33%
其他	(9,599.88)	(9,638.00)	9,027.37	11,177.01	14,180.11	偿债能力					
投资活动现金流	468.81	1,648.89	13,158.53	13,740.86	16,522.59	资产负债率	39.32%	39.95%	41.63%	39.39%	41.71%
债权融资	1,332.39	791.83	(2,149.45)	(780.24)	859.65	净负债率	-15.52%	-8.66%	-27.14%	-36.28%	-46.52%
股权融资	(1,721.96)	(1,680.70)	(1,919.10)	(2,937.61)	(3,325.47)	流动比率	1.34	1.25	1.45	1.65	1.71
其他	(1,404.70)	961.71	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.18	1.09	1.25	1.45	1.49
筹资活动现金流	(1,794.27)	72.84	(4,068.55)	(3,717.86)	(2,465.82)	营运能力					
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	10.61	9.96	9.99	10.18	10.04
现金净增加额	(4,212.69)	(3,867.54)	17,637.18	12,412.25	18,124.60	存货周转率	9.32	10.27	9.66	9.97	10.10
						总资产周转率	0.45	0.51	0.59	0.68	0.75
						每股指标 (元)					
						每股收益	0.57	0.70	1.12	1.34	1.55
						每股经营现金流	-0.28	-0.53	0.82	0.23	0.39
						每股净资产	8.06	8.63	9.56	10.62	11.86
						估值比率					
						市盈率	26.08	21.21	13.30	11.11	9.58
						市净率	1.85	1.72	1.55	1.40	1.25
						EV/EBITDA	9.09	8.94	5.97	4.60	3.26
						EV/EBIT	15.19	14.32	8.58	6.35	4.34

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS