

# 星宇股份 (601799.SH)

## 二季度毛利率环比提升，新能源订单开拓顺利

买入

### 核心观点

**二季度归母净利润 1.9 亿元，环比-30%。**公司 2022H1 营收 37.19 亿元，同比减少 5.89%（上半年乘用车行业产销增速分别+6%/+3.5%，汽车行业产销增速分别-3.7%/-6.5%），归母净利润 4.58 亿元，同比减少 19.68%。2022Q2 营收 15.86 亿元，同比减少 22.27%，环比减少 25.61%，归母净利润 1.88 亿元，同比减少 33.82%，环比减少 30.28%。**部分客户车型产销量受疫情影响，叠加原材料价格高位，导致上半年营收、利润下滑。**

**2022Q2 毛利率环比提升，研发支出加大。**考虑会计政策变更，我们以“毛利率-销售费用率”拆解，该口径 2022Q2 为 22.98%，同比-0.11pct，环比+1.44pct。净利率 11.85%，同比-2.07pct，环比-0.79pct。费用率方面，2022Q2 管理/研发/财务费用率分别 3.52%/7.70%/-0.32%，分别同比变动+1.35%/+3.32%/-0.95pct，分别环比变动+1.05%/+2.57%/-0.30pct。**公司 2022Q2 研发费用率提升主要系职工薪酬、研发材料和折旧摊销增加所致，管理费用率提升主要系职工薪酬增加所致。**

**疫情影响部分客户车型产销量，下半年有望恢复。**星宇 2022Q2 营收增速-22.27%，乘用车行业 Q2 产销增速分别+1%/-2%，汽车行业 Q2 产销增速分别-9%/-13%。2022Q2 公司核心客户大众排产受缺芯影响下滑，一汽大众产量同比-10.9%、环比-4.6%，一汽丰田同比-3.9%、环比-0.3%，一汽红旗同比-13.5%、环比+10.7%，广丰及广本同比-1.0%、环比-10.6%，奇瑞同比+33.8%、环比+13.6%，日产及东本同比-25.8%、环比-27.8%。后续随疫情缓解，下半年客户排产有望恢复。

**产品端持续升级，客户端从合资向新势力和自主延伸，前景可期。**2022 年上半年，公司承接的新能源车型项目数量占比约四成，7 月荣获 2022 年度理想汽车最高奖项“理想 TOP 奖”。公司高清数字大灯研发成功。公司智能制造产业园一、二、三期项目已经竣工并投入使用、塞尔维亚工厂建设顺利，欧洲主机厂项目将从 2022 年起陆续进入批产阶段。

**风险提示：**原材料价格波动风险、芯片紧缺导致下游排产风险。

**投资建议：**下调盈利预测，维持买入评级

行业端 ADB 和投影大灯产业趋势验证，公司端积极拥抱前瞻新技术和前端新客户。考虑到上半年疫情影响公司下游客户排产，我们下调盈利预测，预期 22/23/24 年利润为 12.2/16.2/22.3 亿（原 22/23/24 年预计 14.1/18.2/23.1 亿），对应 PE 分别 34/26/19x，长期具备全球车灯龙头潜力，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)	7,323	7,909	9,084	11,519	14,541
(+/-%)	20.2%	8.0%	14.8%	26.8%	26.2%
净利润(百万元)	1160	949	1215	1624	2228
(+/-%)	46.8%	-18.1%	27.9%	33.7%	37.2%
每股收益(元)	4.20	3.32	4.25	5.68	7.80
EBIT Margin	17.7%	12.7%	14.1%	15.3%	16.8%
净资产收益率 (ROE)	19.6%	12.1%	13.8%	16.0%	18.7%
市盈率 (PE)	34.9	44.0	34.4	25.7	18.8
EV/EBITDA	30.9	37.0	30.1	23.0	17.6
市净率 (PB)	6.83	5.32	4.73	4.13	3.51

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

#### 汽车·汽车零部件

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	171-199 元
收盘价	146.36 元
总市值/流通市值	41859/41859 百万元
52 周最高价/最低价	233.16/98.34 元
近 3 个月日均成交额	310.62 百万元

#### 市场走势



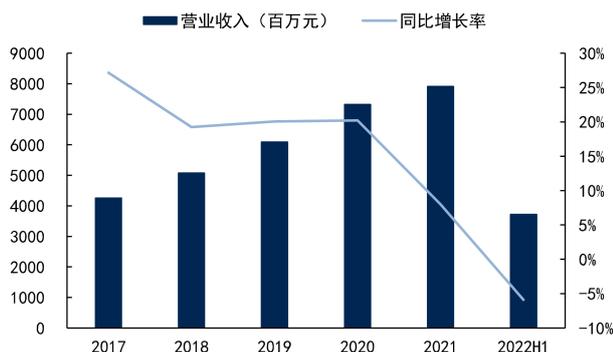
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《星宇股份 (601799.SH) - 一季度归母净利润环比增长 28%，盈利能力环比改善》——2022-04-28
- 《星宇股份 (601799.SH) - 四季度业绩环比改善，成本端承压影响 2021 年毛利率》——2022-03-27
- 《星宇股份 (601799.SH) - 前瞻布局车灯新技术，不断斩获新订单》——2022-03-16
- 《星宇股份 (601799.SH) - 1-2 月营收增长 25%，短期缺芯不改公司稳健发展趋势》——2022-03-10
- 《国信证券—星宇股份-601799-星宇股份系列点评之三十三：战略合作华为，前瞻布局智能车灯及智能车载光学领域》——2022-02-19

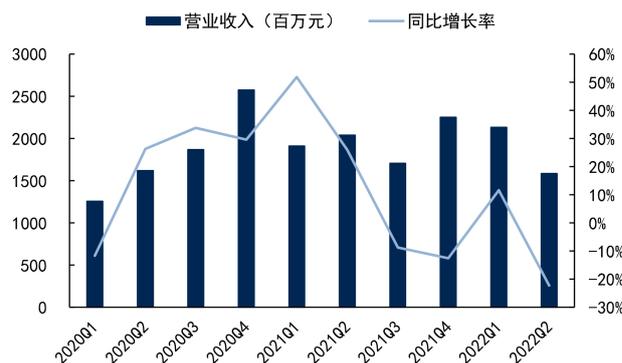
**2022Q2 归母净利润 1.9 亿元，环比-30%。**公司 2022H1 实现营收 37.19 亿元，同比减少 5.89%，归母净利润 4.58 亿元，同比减少 19.68%，扣非归母净利润 4.08 亿元，同比减少 21.75%。拆单季度看，2022Q2 实现营收 15.86 亿元，同比减少 22.27%，环比减少 25.61%，归母净利润 1.88 亿元，同比减少 33.82%，环比减少 30.28%，扣非归母净利润 1.62 亿元，同比减少 38.54%，环比减少 34.06%。**2022H1，公司部分客户车型产销量受疫情不同程度的影响，叠加原材料价格高位，导致公司营收、利润下滑。**

图1：星宇股份营业收入及同比增速



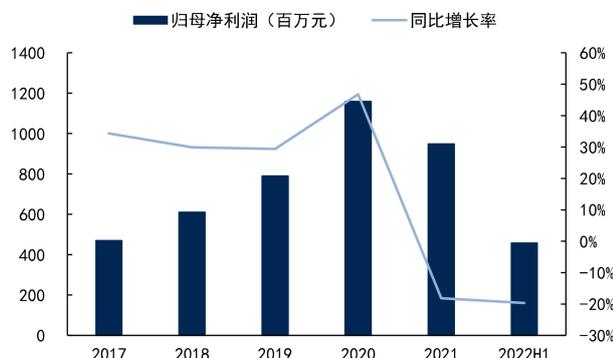
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：星宇股份单季度营业收入及同比增速



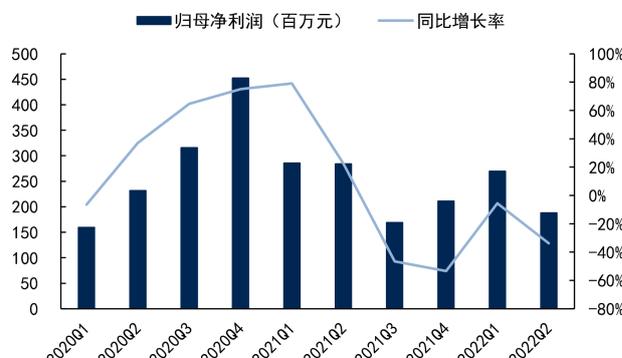
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：星宇股份归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：星宇股份单季度归母净利润及同比增速



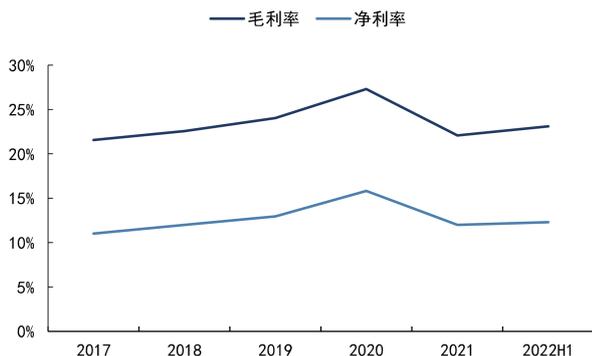
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**2022Q2，公司毛利率环比提升。**2022H1，公司毛利率 23.11%，同比-1.63pct，净利率 12.30%，同比-2.11pct。拆单季度看，从表观数据看，2022Q2 毛利率为 24.08%，同比-1.32pct，环比+1.70pct，净利率 11.85%，同比-2.07pct，环比-0.79pct。公司对商品或服务的控制权转移给客户之前，且为履行客户合同而发生的仓储费用、运输费用等合同履约成本，将其自“销售费用”重分类至“营业成本”科目列示，自 2021 年 1 月 1 日起执行变更后的会计政策。**上述会计政策变更后，2022Q2 毛利率同比口径不可比（部分销售费用计入成本），我们以“毛利率-销售费用率”拆解，该口径 2022Q2 为 22.98%，同比-0.11pct，环比+1.44pct。**我们认为，公司 2022Q2 毛利率环比改善，净利率维持在 12%，背后或源于公司客户结构的环比改善、以及公司精益生产降本增效。

费用率方面，2022H1，公司四费率为 9.95%，同比+1.40pct，其中销售/管理/研

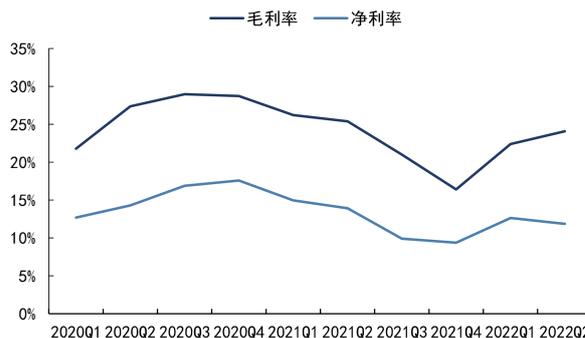
发 / 财务费用率分别 0.95/2.92/6.23/-0.15%，分别同比变动 -0.39/+0.43/+2.06/-0.69pct。拆单季度看，考虑到 2021Q4 起公司销售费用转移了部分去成本端，销售费用率表观数据不可比，此处我们重点分析其他三项费用率，2022Q2，公司管理/研发/财务费用率分别 3.52/7.70/-0.32%，分别同比变动 +1.35/+3.32/-0.95pct，分别环比变动+1.05/+2.57/-0.30pct。公司 2022Q2 研发费用率提升主要系职工薪酬、研发材料和折旧摊销增加所致，管理费用率提升主要系职工薪酬增加所致。

图5：星宇股份毛利率和净利率



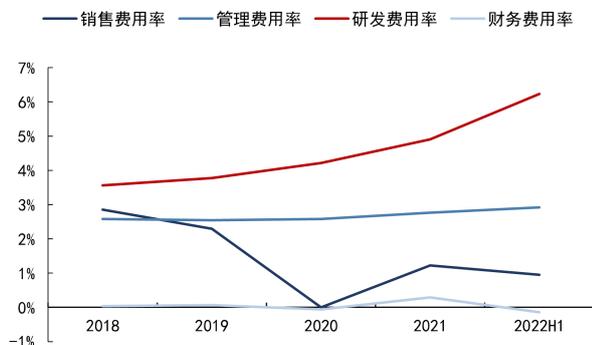
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理（注：此处 2021H1 毛利率为根据会计政策调整后的数据）

图6：星宇股份单季度毛利率和净利率



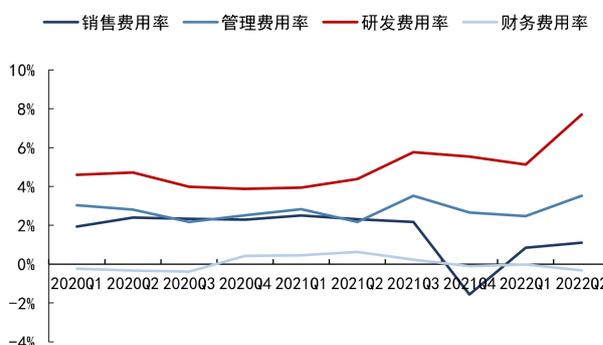
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：星宇股份四项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理（注：此处 2021H1 销售费用率为根据会计政策调整后的数据）

图8：星宇股份单季度四项费用率变化情况

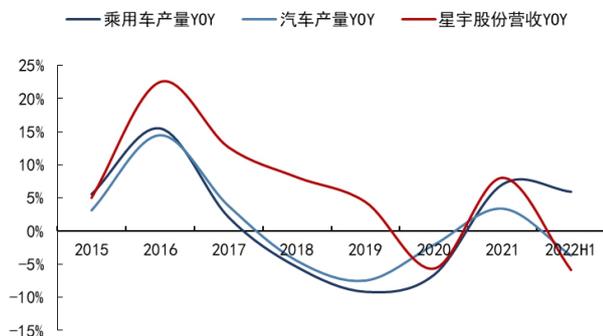


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**疫情影响部分客户车型产销量，下半年有望恢复。**2022Q2 星宇 2022Q2 营收增速 -22.27%，乘用车产销增速分别+1%/-2%，汽车产销增速分别-9%/-13%。2022Q2 公司核心客户大众排产受缺芯影响同比下滑，疫情影响下部分客户 22Q2 排产环比 22Q1 下滑，根据中汽协产量数据，一汽大众产量同比-10.9%、环比-4.6%，一汽丰田同比-3.9%、环比-0.3%，一汽红旗同比-13.5%、环比+10.7%，广丰及广本同比-1.0%、环比-10.6%，奇瑞同比+33.8%、环比+13.6%，日产及东本同比-25.8%、环比-27.8%，广汽乘用车同比+53.6%、环比+7.9%。展望 22H2，7 月一汽大众销量同比+70%，环比-21%；广丰销量同比+12%，环比-17%；一汽丰田销量同比+27%，环比+28%，6 月累计同比+20%；7 月乘用车同比+40%，环比-2%，7 月一汽大众销

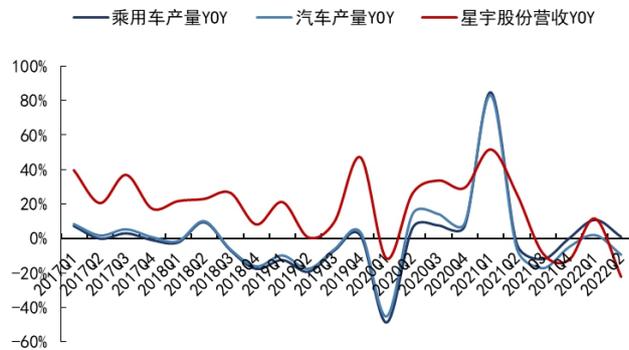
量表现超行业，后续随疫情缓解，下半年客户排产有望恢复。

图9：汽车/乘用车产量增速和星宇股份营收增速年度对比



资料来源：公司公告、中汽协、国信证券经济研究所整理

图10：汽车/乘用车产量增速和星宇股份营收增速季度对比



资料来源：公司公告、中汽协、国信证券经济研究所整理

表1：星宇股份重点客户 2022Q2 产量表现

	22Q2 产量 (万辆)	22Q2 产量同比增速	22Q2 产量环比增速
一汽大众 (含奥迪)	41.8	-10.9%	-4.6%
一汽丰田	19.6	-3.9%	-0.3%
一汽红旗	7.2	-13.5%	10.7%
上汽大众+乘用车	33.2	-4.9%	-15.1%
广汽乘用车	14.2	53.6%	7.9%
广丰+广本	40.7	-1.0%	-10.6%
奇瑞	26.7	33.8%	13.6%
东风日产+东本	33.9	-25.8%	-27.8%
乘用车	493.5	0.9%	-10.1%

资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

一汽红旗 4 月销量下滑明显，5 月起恢复至月销 2 万辆以上。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 年红旗销量突破 30 万辆，同比增长 53%。2022 年红旗 4 月受疫情影响，销量 6812 辆（同比-69%），5 月起逐步恢复，5 月销量 2.5 万辆（同比-4%，环比+267%），整体 2022Q2 红旗销量 5.4 万辆（同比-29%），7 月红旗销量 2.2 万辆（同比-12%，环比+2%）。

2020 年 8 月，红旗新车型 H9 上市，成为星宇 ADB 车灯量产首款车型。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），2021 年，红旗累计超 50% 的销量增速对公司业绩产生直接促进，预计 2022 年全年红旗有望成为星宇前五大客户，随着红旗排产恢复，有望继续贡献强势销量表现。

图11: 红旗品牌 2020-2022 年单月销量 (辆) 及同比增速



资料来源: 515 汽车销量排行榜、乘联会、国信证券经济研究所整理

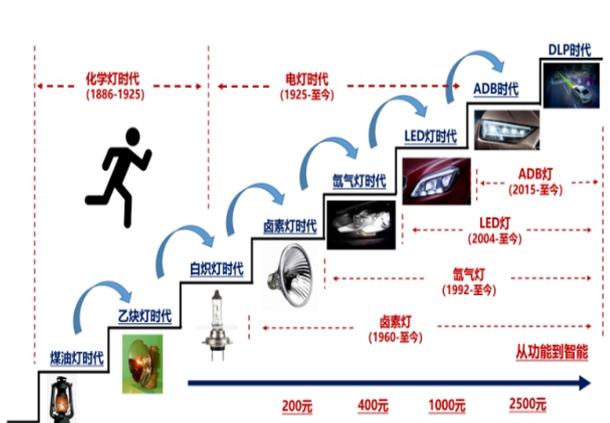
图12: 红旗 H9 前大灯使用 ADB 大灯



资料来源: 汽车之家、国信证券经济研究所整理

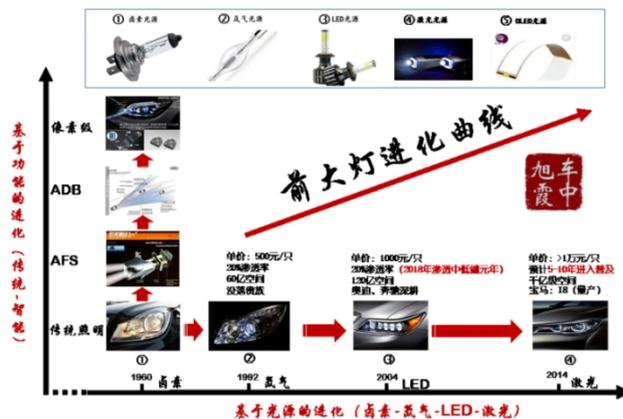
行业端, 目前车灯的技术趋势趋向于电子化、智能化。前照灯方面, 随着 LED 前照灯的普及, 前照灯向 ADB、HD-ADB 及 DLP 等功能发展, 从而实现辅助驾驶、信息交流、人车交互等功能。后组合灯方面, 由分离式后组合灯向贯穿式后组合灯发展趋势明显, 贯穿式后组合灯增加了汽车尾部灯光的面积, 使整车更美观, 更具安全性。小灯方面, 因消费者个性化的需求, 室内氛围灯异军突起, 成为新的增长点。与此同时, 汽车外饰氛围灯, 如 Logo 灯及发光格栅也逐渐被各大主机厂认可并应用。

图13: 车灯发展历程



资料来源: 汽车之家、国信证券经济研究所整理

图14: 汽车前大灯技术升级路线



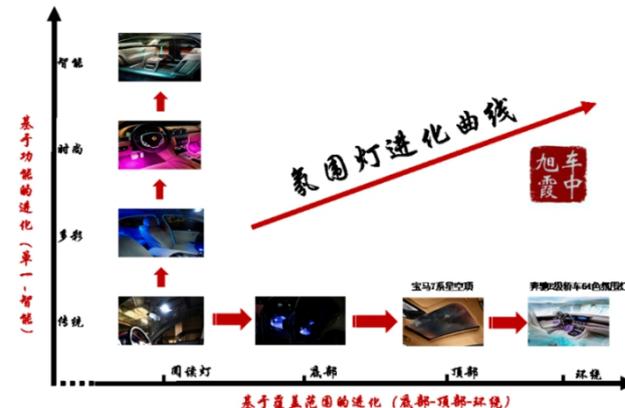
资料来源: 汽车之家、国信证券经济研究所整理

图 15: 汽车后尾灯技术升级路线



资料来源：汽车之家、国信证券经济研究所整理

图 16: 汽车氛围灯技术升级路线

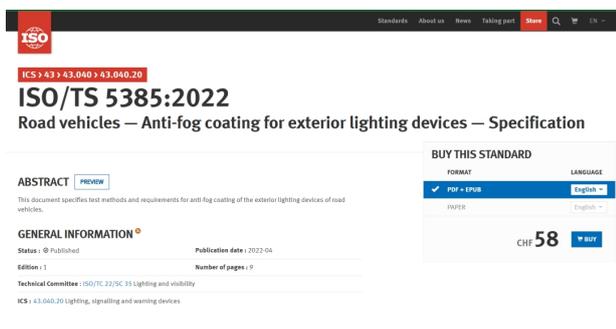


资料来源：汽车之家、国信证券经济研究所整理

公司端，产品维度加强新技术开发应用，客户维度持续加大新能源车型项目的开拓力度。

产品维度，公司加强新技术开发应用。公司发起、与中国汽车技术研究中心有限公司共同担任项目负责人的 ISO 标准项目“道路车辆-外部照明装置的防雾涂层-技术条件(Road vehicles-Anti-fog coating for external lighting application- specifications)”获得批准发布；高清数字大灯研发成功并获得 C-NCAP 高分评价；推进“全贯穿式一体”前部灯的研发，该产品尺寸大，电子技术及工艺要求高，提升了智能灯具的车与车、人与车之间的信息交互体验；星宇研究院持续加大对车灯前沿技术和汽车电子相关业务的探索和投入。

图 17: 星宇股份发起的国内汽车灯光行业首个 ISO 标准项目正式获批发布



资料来源：公司官微、国信证券经济研究所整理

图 18: 镭雕发光技术尾灯



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

客户维度，公司持续加大新能源车型项目的开拓力度。公司看好新能源汽车发展前景，持续加大新能源客户的开拓及相关项目的获取；2022 年上半年，公司承接的新能源车型项目数量占比约四成，优质的新项目为公司未来发展提供了强有力的保障。目前，公司客户涵盖一汽-大众、上汽大众、上汽通用、戴姆勒、德国宝马、通用汽车、一汽丰田、广汽丰田、东风日产、广汽本田、东风本田、长安马自达、一汽红旗、一汽轿车、吉利汽车、上汽通用五菱、广汽乘用车、奇瑞汽车、蔚来汽车、理想汽车、小鹏汽车、极氪汽车等多家国内外汽车整车制造企业。2022 年 7 月 14 日，理想汽车 2022 年全球合作伙伴大会在常州召开，星宇股份作为理想汽车战略合作伙伴受邀参加大会，并荣获 2022 年度理想汽车最高奖项“理想 TOP 奖”。2022 年 7 月，星宇股份获一汽丰田颁发 2021 年度“竞争力进取奖”。

图19: 星宇车灯配套客户



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图20: 星宇股份荣获理想汽车最高奖项“理想 TOP 奖”



资料来源: 公司官微、国信证券经济研究所整理

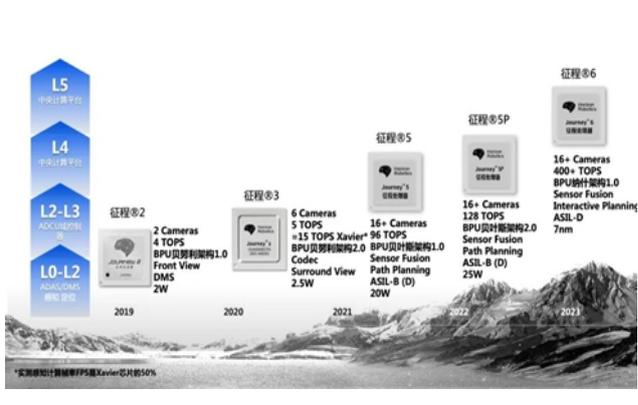
2021年10月15日,常州星宇车灯股份有限公司与虹软科技股份有限公司在杭州正式签署战略合作协议。双方将基于虹软科技在智能视觉系统设计、光学传感器使用、系统软件的开发集成以及全栈视觉算法和应用的创新开发能力,和星宇股份在精密光学电子产品的生产制造、供应链管理等方面做全面整合与协作,围绕人工智能技术和高性能智能视觉产品在汽车领域的落地应用开展深入合作,共同服务全球汽车主机厂商。此外,地平线此前公告完成C3轮3.5亿美元融资,获得包括星宇股份等众多汽车产业链上下游明星企业的战略加持。

图21: 虹软技术能力

<b>AI 影像增强与全景立体成像技术</b>		
暗光高清拍摄技术	防抖技术	HDR技术
全景技术	3D建模技术	3D立体成像技术
<b>AI 人脸与人体分析技术</b>		
人脸技术	美颜技术	人像技术
视线跟踪技术	手势识别与跟踪技术	体感技术
<b>AI 视觉认知技术</b>		
物体识别技术	场景识别技术	
<b>AI AR/VR技术</b>		
720°/3D AR/VR技术	vSLAM技术	光照估计技术
<b>AI 图像深度恢复技术</b>		
双目立体视觉深度恢复技术	3D摄像头深度恢复技术	

资料来源: 虹软官网、国信证券经济研究所整理

图22: 地平线征程系列芯片 Roadmap



资料来源: 地平线官网、国信证券经济研究所整理

2022年2月16日,常州星宇车灯股份有限公司与华为技术有限公司在中国东莞举行了华为光产品线智能车载光业务合作意向书签约仪式。根据协议,双方将发挥各自优势互利共赢,以服务全球客户为目标,开展智能车灯领域战略合作,共同构建可持续发展的紧密型战略合作伙伴关系。双方共同构建智能车灯从设计到制造交付的端到端能力,引领智能车灯产业发展,在产业界形成持续领先的智能车灯系统解决方案竞争力,此外双方将全面开展智能车载光领域的其他业务合作。我们认为,DLP投影大灯和ADB车灯陆续进入市场,这对于传统车灯企业既是机遇也是挑战,产业链协同在车灯行业新技术变革中显得尤为重要,星宇协同上游芯片、软件算法等企业,基于自身传统结构设计、光学和电子设计等优势,有望在前瞻产品研发上持续占领先机,加大和国内其他自主车灯品牌的差距。

图 23: 林树栋先生、刘晟君先生代表双方签署合作意向书



资料来源：星宇股份官微，国信证券经济研究所整理

**产能维度，公司加强产能布局，提升智能制造。**公司智能制造产业园一、二、三期项目已经竣工并投入使用；汽车电子与研发中心已竣工并逐步投入使用；智能制造产业园五期项目（贯穿式前部灯具工厂）已开工建设。

**短期来看，**二季度公司业绩承压，我们认为这与疫情影响下一汽大众、一汽红旗等客户的排产受影响有关，预计下半年在疫情缓解后公司业绩将逐季改善。

**中长期维度，星宇股份的新订单+新产品+新产能为业绩保驾护航。**

**客户维度，**当前星宇和日系合作愉快（拿下一汽丰田“竞争力进取奖”，广汽丰田“研究开发协力奖”、“品质优胜供应商”），已进入新势力（蔚来、小鹏、理想）和头部自主品牌客户（吉利）的供应商体系、并获取了项目，2022 年上半年，公司承接的新能源车型项目数量占比约四成，优质的新项目为公司未来发展提供了强有力的保障；**产能维度，**公司智能制造产业园一、二、三期项目已经竣工并投入使用，海外塞尔维亚工厂建设稳步推进，欧洲主机厂项目从 2022 年进入批产阶段；**产品维度，**ADB 持续渗透（渗透率从 2019 年的不到 2%提升至 2020 年的 6%），随着 DLP 投影大灯和 ADB 车灯等新技术陆续进入市场，星宇加强新技术开发应用，2022 年上半年高清数字大灯研发成功并获得 C-NCAP 高分评价，公司持续推进 ADB 前照灯、DLP 前照灯及氛围灯等车灯项目及其他汽车智能化项目的获取，逐步提升高技术、高附加值产品的比例。**2022-2023 年，公司有望实现车型订单+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：下调盈利预测，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，并在自主品牌和新势力崛起的大背景下积极开拓头部自主和新势力（蔚小理）新客户，长逻辑通顺。考虑到上半年疫情影响公司下游客户排产，我们下调盈利预测，预期 22/23/24 年利润为 12.2/16.2/22.3 亿（原 22/23/24 年预计 14.1/18.2/23.1 亿），对应 PE 分别 34/26/19x，长期具备全球车灯龙头潜力，维持买入评级。

**可比公司估值：**我们选同样具备进口替代逻辑的伯特利、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（可比公司市值水平或业务领域接近），四家可比公司 2023 年平均 PE 约为 35 倍。我们给予星宇一年期目标估值（对应 2023 年）为 171-199 元（对应 2023 年 PE 30-35 倍），持续看好，维持买入评级。

**表2: 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		
					2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
603596.SH	伯特利	买入	91.68	375	1.24	1.59	2.32	73.94	57.66	39.52
603786.SH	科博达	买入	54.72	221	0.97	1.32	1.87	56.41	41.45	29.26
601689.SH	拓普集团	增持	80.00	882	0.92	1.59	2.15	86.96	50.31	37.21
	平均				1.04	1.50	2.11	72.43	49.81	35.33
601799.SH	星宇股份	买入	146.36	418	3.32	4.25	5.68	44.04	34.42	25.75

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	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2169	1402	2350	2828	3512	营业收入	7323	7909	9084	11519	14541
应收款项	1898	2251	2240	2840	3585	营业成本	5324	6163	6950	8698	10760
存货净额	1550	1970	2220	2785	3460	营业税金及附加	43	35	41	52	65
其他流动资产	53	47	2907	3686	4653	销售费用	166	97	136	173	218
<b>流动资产合计</b>	<b>8619</b>	<b>8200</b>	<b>12248</b>	<b>14670</b>	<b>17743</b>	管理费用	189	218	235	270	337
固定资产	2295	2849	131	82	73	研发费用	309	388	445	564	713
无形资产及其他	382	418	402	386	371	财务费用	(5)	23	0	0	0
投资性房地产	132	466	466	466	466	投资收益	0	0	70	70	70
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	81	103	20	0	0
<b>资产总计</b>	<b>11428</b>	<b>11933</b>	<b>13247</b>	<b>15605</b>	<b>18652</b>	其他收入	(320)	(396)	(445)	(564)	(713)
短期借款及交易性金融负债	0	6	130	130	130	营业利润	1367	1080	1367	1832	2518
应付款项	3492	3487	3884	4874	6056	营业外净收支	(2)	(2)	14	14	14
其他流动负债	385	210	256	320	398	<b>利润总额</b>	<b>1365</b>	<b>1078</b>	<b>1380</b>	<b>1845</b>	<b>2531</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3877</b>	<b>3703</b>	<b>4270</b>	<b>5324</b>	<b>6584</b>	所得税费用	205	129	166	221	304
长期借款及应付债券	1323	0	(230)	(230)	(230)	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	308	371	376	381	386	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1160</b>	<b>949</b>	<b>1215</b>	<b>1624</b>	<b>2228</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>1631</b>	<b>371</b>	<b>146</b>	<b>151</b>	<b>156</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>5509</b>	<b>4074</b>	<b>4416</b>	<b>5475</b>	<b>6740</b>	净利润	1160	949	1215	1624	2228
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(24)	(13)	2738	49	9
股东权益	5919	7859	8831	10130	11912	折旧摊销	192	232	257	296	317
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11428</b>	<b>11933</b>	<b>13247</b>	<b>15605</b>	<b>18652</b>	公允价值变动损失	(81)	(103)	(20)	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(5)	23	0	0	0
每股收益	4.20	3.32	4.25	5.68	7.80	营运资本变动	486	(1231)	87	(837)	(1114)
每股红利	1.02	1.26	0.85	1.14	1.56	其它	24	13	(2738)	(49)	(9)
每股净资产	21.44	27.51	30.91	35.46	41.70	<b>经营活动现金流</b>	<b>1756</b>	<b>(153)</b>	<b>1539</b>	<b>1083</b>	<b>1431</b>
ROIC	36%	26%	32%	43%	49%	资本开支	0	(852)	(241)	(281)	(301)
ROE	20%	12%	14%	16%	19%	其它投资现金流	(1177)	418	0	0	0
毛利率	27%	22%	23%	24%	26%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1177)</b>	<b>(434)</b>	<b>(241)</b>	<b>(281)</b>	<b>(301)</b>
EBIT Margin	18%	13%	14%	15%	17%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	20%	16%	17%	18%	19%	负债净变化	0	0	(230)	0	0
收入增长	20%	8%	15%	27%	26%	支付股利、利息	(281)	(359)	(243)	(325)	(446)
净利润增长率	47%	-18%	28%	34%	37%	其它融资现金流	894	539	124	0	0
资产负债率	48%	34%	33%	35%	36%	<b>融资活动现金流</b>	<b>333</b>	<b>(179)</b>	<b>(349)</b>	<b>(325)</b>	<b>(446)</b>
息率	0.7%	0.9%	0.6%	0.8%	1.1%	<b>现金净变动</b>	<b>912</b>	<b>(767)</b>	<b>948</b>	<b>477</b>	<b>685</b>
P/E	34.9	44.0	34.4	25.7	18.8	货币资金的期初余额	1257	2169	1402	2350	2828
P/B	6.8	5.3	4.7	4.1	3.5	货币资金的期末余额	2169	1402	2350	2828	3512
EV/EBITDA	30.9	37.0	30.1	23.0	17.6	企业自由现金流	0	(964)	1227	728	1057
						权益自由现金流	0	(425)	1120	728	1057

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所提及的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