

长城汽车 (601633.SH)

2023 年营收同比增长 32%，新能源与出口齐放量

买入

核心观点

新能源与出口齐放量，2023 年营收同比增长 32%。2023 年长城汽车实现营收 1732.1 亿元，同比+32.04%，实现归母净利润 70.22 亿元，同比-15.06%，实现扣非净利润 48.34 亿元，同比+7.98%；单季度看，长城 23Q4 汽车销量 36.69 万辆，同比+38.33%，环比+6.03%，其中出口与新能源汽车销量亮眼：Q4 出口销量 10.43 万辆，同比+69.81%，环比+18.86%，新能源车销量 9.17 万辆，同比+162.49%，环比+18.85%，助力长城 Q4 实现营收 537.09 亿元，同比+41.86%，环比+8.43%，归母净利润 20.27 亿元，同比+1818.21%，环比-44.22%，扣非净利润 10.26 亿元，同比+654.41%，环比-66.45%。

单车营收持续提升。分品牌看，长城汽车 23Q4 哈弗品牌销量 21.9 万辆，环比+7.9%；WEY 品牌销量 0.9 万辆，环比-41.7%；皮卡销量 5.0 万辆，环比-0.8%；欧拉品牌销量 3.1 万辆，环比+1.8%；坦克品牌销量 5.8 万辆，环比+25.5%，产品线全面发力。公司 23Q4 单车营收 14.64 万元，环比+0.29 万元，预计主要系新能源、出口、中高端品牌（坦克）占比提升所致；23Q4 长城汽车四费率 13.0%，同比-1.4pct，环比+2.2pct，其中销售费率同比+0.62pct，环比+2.18pct；23Q4 单车利润为 0.55 万元（23Q3 为 1.05 万元，22Q4 为 0.04 万元），单车扣非利润为 0.28 万元（23Q3 为 0.89 万元，22Q4 为 0.05 万元）。

新能源战略持续推进，看好产品、技术等维度升级带来销量推动力。1) **产品维度：**长城汽车陆续发布哈弗猛龙及二代大狗 PHEV、魏牌高山及蓝山、坦克 400 Hi4-T 及 500 Hi4-T 等 10 余款新能源车型；2) **技术维度：**混动、纯电、氢能三大领域精准投入，推出各项战略及先进技术，发布智能四驱电混技术 Hi4；智能化方面具备从感知硬件到计算平台的全域自研能力；3) **组织变革维度：**通过“强后台、大中台、小前台”，建立 3.0 版组织架构，同时构建贯穿整车到核心零部件的森林生态体系，持续赋能长城新能源转型及向上发展；4) **出海层面：**2023 年海外市场销售首次突破 30 万辆，生态出海扎实推进，目前已经出口到 170 多个国家，全球销售网络超过 1000 家，旗下五大品牌全部实现出海。

风险提示：行业销量下滑风险，新车型销售不达预期风险。

投资建议：考虑到新车型加持下的产品矩阵发力带来的销量增长，维持 24-25 年盈利预测，预计 24-26 年长城汽车归母净利润为 89.3/106.9/127.4 亿元，EPS 为 1.05/1.26/1.50 元，对应 PE 为 22/18/15x，继续看好长城新能源战略转型带来的业绩上行动力，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 137,340 | 173,212 | 220,445 | 257,744 | 300,784 |
| (+/-%) | 0.7% | 26.1% | 27.3% | 16.9% | 16.7% |
| 净利润(百万元) | 8266 | 7022 | 8931 | 10686 | 12738 |
| (+/-%) | 22.9% | -15.1% | 27.2% | 19.6% | 19.2% |
| 每股收益(元) | 0.94 | 0.83 | 1.05 | 1.26 | 1.50 |
| EBIT Margin | 3.1% | 3.1% | 4.1% | 5.5% | 5.6% |
| 净资产收益率 (ROE) | 12.7% | 10.3% | 12.2% | 13.6% | 15.0% |
| 市盈率 (PE) | 24.2 | 27.6 | 21.7 | 18.1 | 15.2 |
| EV/EBITDA | 30.8 | 25.9 | 25.3 | 17.0 | 16.2 |
| 市净率 (PB) | 3.07 | 2.83 | 2.66 | 2.48 | 2.29 |

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·乘用车

证券分析师：唐旭霞
0755-81981814
tangxx@guosen.com.cn
S0980519080002

联系人：孙树林
0755-81982598
sunshulin@guosen.com.cn

基础数据

| | |
|-------------|-------------------|
| 投资评级 | 买入(维持) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 22.84 元 |
| 总市值/流通市值 | 195140/195140 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 31.55/19.11 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 404.30 百万元 |

市场走势



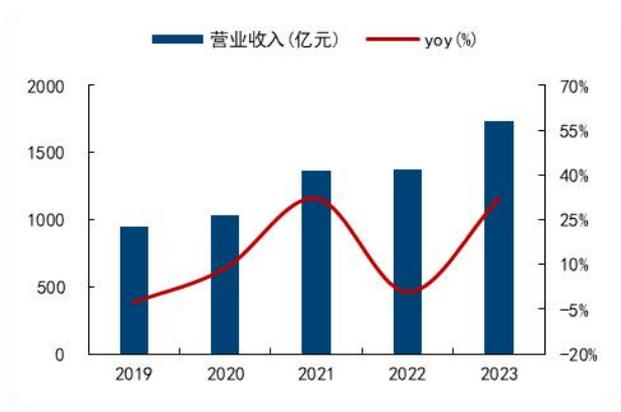
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《长城汽车 (601633.SH) - 新能源与出口齐发力，单三季度净利润环比增长 206%》——2023-10-30
- 《长城汽车 (601633.SH) - 二季度出口销量同比增长 115%，新能源战略转型持续推进》——2023-09-04
- 《长城汽车 (601633.SH) - 盈利能力短期承压，静待新品放量驱动业绩上行》——2023-04-24
- 《长城汽车 (601633.SH) - 2022 年单车盈利持续提升，新能源战略转型提速》——2023-04-03
- 《长城汽车 (601633.SH) - 三季报点评：单三季度业绩同比提升 81%，坚定推进新能源转型》——2022-10-25

业绩概述：2023 年长城汽车实现营收 1732.1 亿元，同比+32.04%，实现归母净利润 70.22 亿元，同比-15.06%，实现扣非净利润 48.34 亿元，同比+7.98%；单季度看，长城 23Q4 汽车销量 36.69 万辆，同比+38.33%，环比+6.03%，其中出口与新能源汽车销量亮眼：Q4 出口销量 10.43 万辆，同比+69.81%，环比+18.86%，新能源车销量 9.17 万辆，同比+162.49，环比+18.85%，助力长城 Q4 实现营收 537.09 亿元，同比+41.86%，环比+8.43%，归母净利润 20.27 亿元，同比+1818.21%，环比-44.22%，扣非净利润 10.26 亿元，同比+654.41%，环比-66.45%。

图1：长城汽车营业收入及增速（单位：亿元、%）



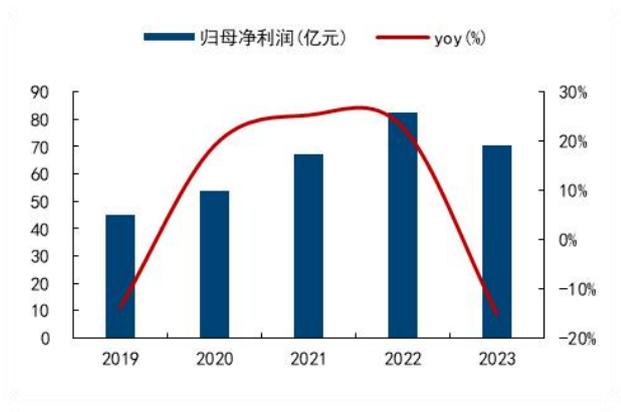
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：长城汽车单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



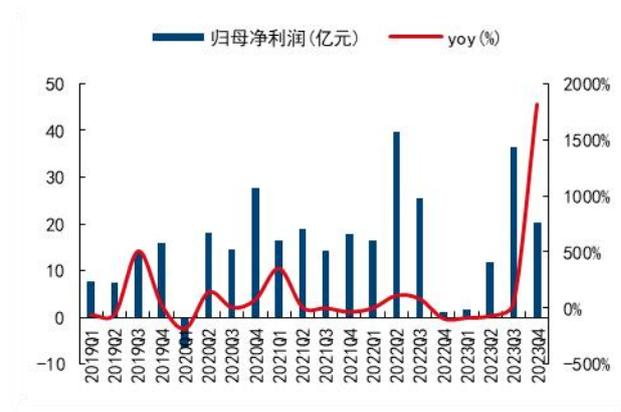
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：长城汽车归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

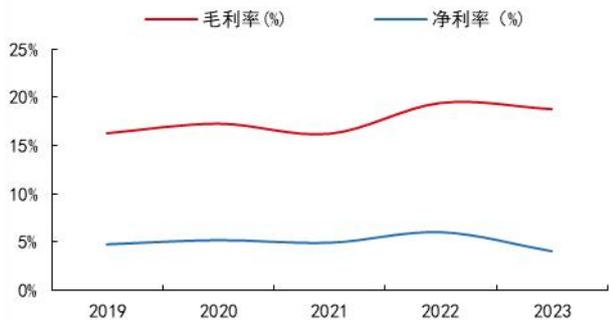
图4：长城汽车单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

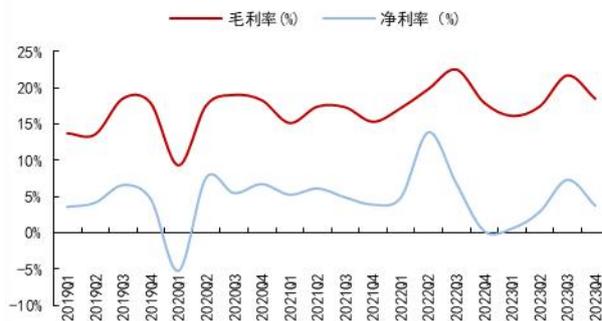
单车营收持续提升。分品牌看，长城汽车 23Q4 哈弗品牌销量 21.9 万辆，环比+7.9%；WEY 品牌销量 0.9 万辆，环比-41.7%；皮卡销量 5.0 万辆，环比-0.8%；欧拉品牌销量 3.1 万辆，环比+1.8%；坦克品牌销量 5.8 万辆，环比+25.5%，产品线全面发力。公司 23Q4 的单车营收为 14.64 万元，环比+0.29 万元，预计主要系新能源、出口、中高端品牌（坦克）占比提升所致；23Q4 长城汽车四费费率为 13.0%，同比-1.4pct，环比+2.2pct，其中销售费用同比+0.62pct，环比+2.18pct。23Q4 长城汽车单车利润为 0.55 万元（23Q3 为 1.05 万元，22Q4 为 0.04 万元），单车扣非利润为 0.28 万元（23Q3 为 0.89 万元，22Q4 为 0.05 万元）。

图5: 长城汽车毛利率、净利率变化情况



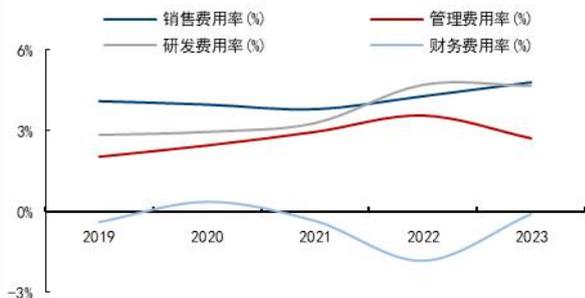
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 长城汽车季度毛利率、净利率变化情况



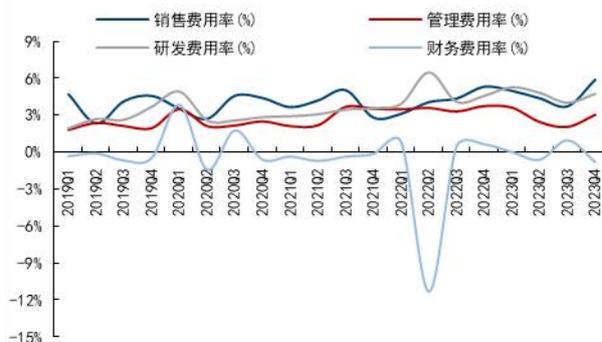
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 长城汽车年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

图8: 长城汽车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

表1: 长城汽车财务摘要及单车盈利情况

| | 2020Q4 | 2021Q1 | 2021Q2 | 2021Q3 | 2021Q4 | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营收(亿元) | 411.6 | 311.2 | 308.1 | 288.7 | 456.1 | 336.2 | 285.1 | 373.5 | 378.6 | 290.4 | 409.3 | 495.3 |
| 同比(%) | 22 | 151 | 31 | 10 | 11 | 8 | -7 | 29 | -17 | -14 | 44 | 33 |
| 环比(%) | 57 | -24 | -1 | -6 | 58 | -26 | -15 | 31 | 1 | -23 | 41 | 21 |
| 销售毛利率(%) | 18.3 | 15.1 | 17.4 | 17.3 | 15.3 | 17.2 | 19.8 | 22.5 | 17.9 | 16.1 | 17.4 | 21.7 |
| 销售净利率(%) | 6.7 | 5.3 | 6.1 | 4.9 | 3.9 | 4.9 | 13.9 | 6.9 | 0.3 | 0.6 | 2.9 | 7.3 |
| 归母净利润(亿元) | 27.8 | 16.4 | 18.9 | 14.2 | 17.8 | 16.3 | 39.7 | 25.6 | 1.1 | 1.7 | 11.9 | 36.3 |
| 同比(%) | 76 | 352 | 5 | -2 | -36 | 0 | 110 | 81 | -94 | -89 | -70 | 42 |
| 环比(%) | 93 | -41 | 15 | -25 | 26 | -8 | 143 | -35 | -96 | -95 | 582 | 206 |
| 扣非净利润(亿元) | 19.6 | 13.4 | 15.1 | 8.1 | 5.5 | 13.0 | 7.6 | 22.8 | 1.4 | -2.2 | 9.7 | 30.6 |
| 同比(%) | 40 | 278 | -3 | -25 | -72 | -2 | -50 | 181 | -75 | -117 | 27.9 | 34 |
| 环比(%) | 82 | -32 | 13 | -46 | -32 | 137 | -42 | 202 | -94 | 1 | 547 | 216 |
| 汽车销量(万辆) | 43.1 | 33.9 | 27.9 | 26.6 | 39.7 | 28.4 | 23.5 | 27.1 | 26.5 | 22.0 | 29.9 | 34.5 |
| 同比(%) | 28 | 125 | 14 | -7 | -8 | -16 | -16 | 7 | -33 | -22 | 27 | 27 |
| 环比(%) | 51 | -21 | -18 | -5 | 49 | -29 | -17 | 21 | -7 | -17 | 36 | 15 |
| 单车营收(万元) | 9.6 | 9.2 | 11.0 | 10.9 | 11.5 | 11.9 | 12.1 | 13.8 | 14.3 | 13.2 | 13.7 | 14.4 |
| 单车净利润(万元) | 0.6 | 0.5 | 0.7 | 0.5 | 0.4 | 0.6 | 1.7 | 0.9 | 0.0 | 0.1 | 0.4 | 1.1 |
| 单车扣非(万元) | 0.5 | 0.4 | 0.5 | 0.3 | 0.1 | 0.5 | 0.32 | 0.84 | 0.05 | -0.10 | 0.32 | 0.89 |

资料来源: 公司公告, choice, 国信证券经济研究所整理

图9: 长城汽车分季度单车营收及利润情况 (万元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 长城汽车分年度单车营收及利润情况 (万元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

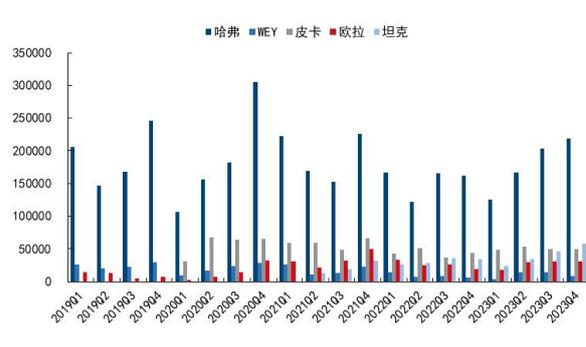
销量情况: 分品牌看, 长城汽车 23Q4 哈弗品牌销量 21.9 万辆, 环比+7.9%; WEY 品牌销量 0.9 万辆, 环比-41.7%; 皮卡销量 5.0 万辆, 环比-0.8%; 欧拉品牌销量 3.1 万辆, 环比+1.8%; 坦克品牌销量 5.8 万辆, 环比+25.5%, 产品线全面发力。

图11: 长城汽车销量 (万辆) 及增速 (%)



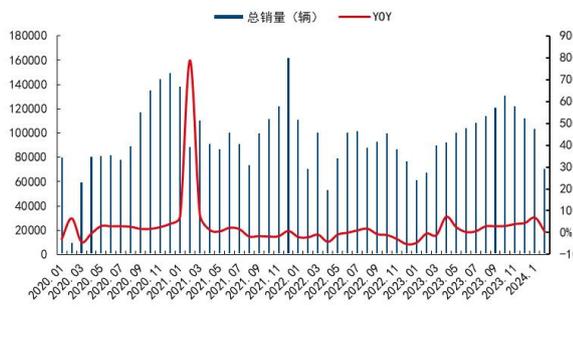
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图12: 长城汽车分品牌销量 (万辆) 及增速 (%)



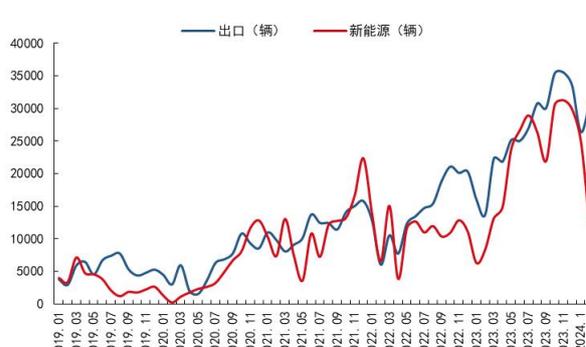
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图13: 长城汽车月度销量 (辆) 及增速 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图14: 长城汽车出口及新能源车销量 (辆)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

在国内国际双循环相互促进的发展格局下，长城汽车依靠完整的研产销体系及本土化用户运营，全面加速“生态出海”。“ONE GWM”全球品牌行动纲领也将助力长城全面整合优势资源，在海外聚焦以一个 GWM 品牌为核心，打造以 GWM 母品牌统领品类的聚合渠道，不断强化品牌认知；在海外市场方面，2023 年海外市场销售首次突破 30 万辆，海外市场累计销量已超 140 万辆；长城汽车生态出海扎实推进，目前已经出口到 170 多个国家，全球销售网络超过 1,000 家，旗下五大品牌全部实现出海。

图15: 长城汽车 GWM 母品牌统领品类



资料来源：长城汽车、国信证券经济研究所整理

长城汽车“生态出海”战略加速落地，海外本土化经营持续深入。上半年，长城汽车在中东的首家配件中心在阿联酋启动运营，形成 1+N 配件保障体系；巴西副总统莅临长城汽车巴西工厂，见证巴西首款混动弹性燃料皮卡项目启动；与乌兹别克斯坦汽车集团 ADM 汽车工厂就乌兹别克斯坦市场开发合作签署战略合作协议，长城汽车旗下产品将实现本地化生产。

海外经销商网络快速铺设。上半年分别与越南成安集团、新加坡 Cycle & Carriage 集团、英之杰集团等经销商建立战略合作伙伴关系，上海车展期间还与海外数十家新经销商建立合作关系，加速全球销售网络拓展，为海外消费者提供更智能、更清洁的产品。

展望 2024 年，长城在新一届管理团队领导下，在更完善森林生态体系赋能下，深化新能源、智能化和全球化发展，为新一轮高质量增长蓄力，实力启航新征程：

(1) 森林生态体系持续发力，赋能智能新能源快速发展

长城汽车作为中国唯一、世界唯二完成了能源、智能化两大领域扁平化、网络化、去中心化的全产业链布局的车企，已经建立起多物种相互作用并持续进化的森林生态体系，形成完备的产业布局，实现核心技术自主可控和组织体系高效协同。

图16: 长城汽车森林生态体系



资料来源：长城汽车、国信证券经济研究所整理

(2) 产品矩阵持续发力

销售层面，长城汽车 2023 年销售新车达到 123 万辆，历史累计销量突破 1300 万辆。长城汽车以森林生态体系为支撑，全面发力智能新能源，加速产品结构优化，新能源车型全年销量翻番，密集发布哈弗枭龙/MAX、哈弗猛龙、魏牌高山、魏牌蓝山 DHT-PHEV、坦克 400 Hi4-T、坦克 500 Hi4-T、长城皮卡山海炮 PHEV 等 15 款新能源车型，在越野新能源、硬派 SUV 和皮卡等细分品类取得销量第一的成绩。

图17: 哈弗猛龙正式上市



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图18: 魏牌高山 MPV 正式上市



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

(3) 纯电、混动、氢能三轨并行，新能源战略加速落地

混动领域，DHT 成为长城汽车扩大新能源产品矩阵的重要支撑，在旗下多品牌新品上实现落地，满足用户对长续航和纯电体验的双重需求。随着 DHT 产能的扩增以及产品的不断升级，长城汽车在新能源领域的技术优势和市场占有率将进一步提升。长城也在近期发布了全新智能四驱电混技术 Hi4，实现三动力源双轴分布的混动“新构型”、iTCV 智能扭矩矢量控制系统的“新突破”、机电耦合传动系统的“新高度”；专为新能源全场景高阶驾驶需求设计，真正实现“四驱的体验、两驱的价格，四驱的性能、两驱的能耗”。该技术将首搭近期上市的全新哈弗新能源车型，长城汽车的全系新能源产品也将在 2024 年全面普及四驱，未来更将全面实现技术开源，开启全民电四驱时代。23 年 3 月，由汽车评价研究院主办的“龙蟠杯”第六届世界十佳变速器及首届世界十佳混合动力系统评价结果正式发布。长城汽车 DHT 荣获首届世界十佳混合系统，长城汽车 9AT 荣膺世界十佳变速

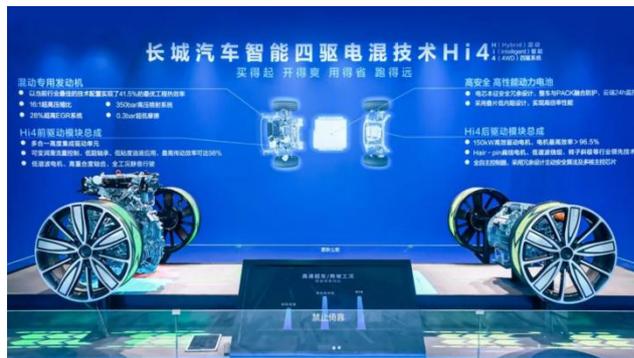
器。

图19: 长城汽车 9AT 荣膺世界十佳变速器



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图20: 全新智能四驱电混技术 Hi4



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图21: 长城汽车 Hi 技术体系



资料来源: 长城汽车、国信证券经济研究所整理

投资建议：持续看好长城汽车新能源战略加速落地，维持“买入”评级

新能源战略持续推进，看好产品、技术等维度升级带来销量推动力。1) **产品维度：**长城汽车陆续发布哈弗猛龙及二代大狗 PHEV、魏牌高山及蓝山、坦克 400 Hi4-T 及 500 Hi4-T 等 10 余款新能源车型；2) **技术维度：**混动、纯电、氢能三大领域精准投入，推出各项战略及先进技术，发布智能四驱电混技术 Hi4；智能化方面具备从感知硬件到计算平台的全域自研能力；3) **组织变革维度：**通过“强后台、大中台、小前台”，建立 3.0 版组织架构，同时构建套贯穿整车到核心零部件的森林生态体系，持续赋能长城新能源转型及向上发展；4) **出海层面：**2023 年海外市场销售首次突破 30 万辆，生态出海扎实推进，目前已经出口到 170 多个国家，全球销售网络超过 1000 家，旗下五大品牌全部实现出海。

考虑到新车型加持下的产品矩阵发力带来的销量增长，维持 24-25 年盈利预测，预计 24-26 年长城汽车归母净利润为 89.3/106.9/127.4 亿元，EPS 为 1.05/1.26/1.50 元，对应 PE 为 22/18/15x，继续看好长城新能源战略转型带来的业绩上行动力，维持“买入”评级。

表2: 可比公司估值表 (20240328)

| 证券简称 | 最近收盘价 (元) | 总市值 (亿元) | 每股收益 | | | 市盈率 | | |
|----------------|--------------|-------------|------|-------|-------|-----|-----|-----|
| | | | 22A | 23E | 24E | 22A | 23E | 24E |
| 601238.SH 广汽集团 | 8.80 | 923 | 0.77 | 0.9 | 0.98 | 11 | 10 | 9 |
| 002594.SZ 比亚迪 | 203.06 | 5911 | 5.71 | 10.32 | 12.13 | 36 | 20 | 17 |
| | 平均 | | | | | 23 | 15 | 13 |
| 601633.SH 长城汽车 | 22.84 | 1951 | 0.94 | 0.83 | 1.05 | 24 | 28 | 22 |

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理及预测

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 现金及现金等价物 | 35773 | 38337 | 10000 | 10000 | 10000 | 营业收入 | 137340 | 173212 | 220445 | 257744 | 300784 |
| 应收款项 | 11751 | 12258 | 21139 | 17654 | 28842 | 营业成本 | 110739 | 140773 | 180765 | 208772 | 242432 |
| 存货净额 | 22375 | 26628 | 40478 | 40848 | 54284 | 营业税金及附加 | 5121 | 5986 | 7603 | 8853 | 10527 |
| 其他流动资产 | 33800 | 35421 | 55111 | 46394 | 60157 | 销售费用 | 5876 | 8285 | 10262 | 11521 | 12934 |
| 流动资产合计 | 107681 | 118584 | 132668 | 120836 | 159223 | 管理费用 | 4893 | 4735 | 3335 | 3708 | 5041 |
| 固定资产 | 35255 | 36712 | 47702 | 53111 | 57829 | 研发费用 | 6445 | 8054 | 9479 | 10671 | 12934 |
| 无形资产及其他 | 8197 | 11310 | 10180 | 9050 | 7920 | 财务费用 | (2488) | (126) | (880) | 2342 | 2648 |
| 投资性房地产 | 23939 | 23913 | 23913 | 23913 | 23913 | 投资收益 | 671 | 761 | 120 | 120 | 100 |
| 长期股权投资 | 10286 | 10751 | 13751 | 16751 | 19751 | 资产减值及公允价值变动 | 387 | 462 | 150 | 150 | 110 |
| 资产总计 | 185357 | 201270 | 228214 | 223660 | 268636 | 其他收入 | (6290) | (7580) | (9479) | (10671) | (12934) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 10827 | 12591 | 49844 | 29227 | 63449 | 营业利润 | 7967 | 7201 | 10151 | 12145 | 14478 |
| 应付款项 | 59367 | 68486 | 53127 | 58355 | 74640 | 营业外净收支 | 840 | 623 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 25608 | 29758 | 29572 | 34064 | 21161 | 利润总额 | 8807 | 7824 | 10151 | 12145 | 14478 |
| 流动负债合计 | 95802 | 110835 | 132543 | 121645 | 159251 | 所得税费用 | 554 | 801 | 1218 | 1457 | 1737 |
| 长期借款及应付债券 | 18917 | 16749 | 16519 | 16519 | 16519 | 少数股东损益 | (13) | 1 | 2 | 2 | 2 |
| 其他长期负债 | 5422 | 5177 | 6177 | 7177 | 8177 | 归属于母公司净利润 | 8266 | 7022 | 8931 | 10686 | 12738 |
| 长期负债合计 | 24339 | 21926 | 22696 | 23696 | 24696 | 现金流量表 (百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 负债合计 | 120141 | 132762 | 155239 | 145342 | 183947 | 净利润 | 8266 | 7022 | 8931 | 10686 | 12738 |
| 少数股东权益 | 15 | 8 | 9 | 10 | 11 | 资产减值准备 | (134) | 151 | 471 | 111 | 101 |
| 股东权益 | 65201 | 68501 | 72966 | 78309 | 84678 | 折旧摊销 | 6114 | 7257 | 4820 | 5762 | 6421 |
| 负债和股东权益总计 | 185357 | 201270 | 228214 | 223660 | 268636 | 公允价值变动损失 | (387) | (462) | (150) | (150) | (110) |
| | | | | | | 财务费用 | (2488) | (126) | (880) | 2342 | 2648 |
| 关键财务与估值指标 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 营运资本变动 | (8325) | 6819 | (56495) | 22663 | (33903) |
| 每股收益 | 0.94 | 0.83 | 1.05 | 1.26 | 1.50 | 其它 | 122 | (150) | (471) | (110) | (101) |
| 每股红利 | 0.14 | 0.42 | 0.53 | 0.63 | 0.75 | 经营活动现金流 | 5657 | 20637 | (42893) | 38961 | (14853) |
| 每股净资产 | 7.44 | 8.06 | 8.59 | 9.22 | 9.97 | 资本开支 | 0 | (6151) | (15001) | (10001) | (10001) |
| ROIC | 16% | 18% | 17% | 21% | 23% | 其它投资现金流 | 4305 | (1958) | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 13% | 10% | 12% | 14% | 15% | 投资活动现金流 | 3543 | (8574) | (18001) | (13001) | (13001) |
| 毛利率 | 19% | 19% | 18% | 19% | 19% | 权益性融资 | 317 | 682 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 3% | 3% | 4% | 6% | 6% | 负债净变化 | 6749 | (2120) | (230) | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 8% | 7% | 6% | 8% | 8% | 支付股利、利息 | (1226) | (3538) | (4466) | (5343) | (6369) |
| 收入增长 | 1% | 26% | 27% | 17% | 17% | 其它融资现金流 | (17839) | 1135 | 37253 | (20617) | 34223 |
| 净利润增长率 | 23% | -15% | 27% | 20% | 19% | 融资活动现金流 | (6475) | (9499) | 32557 | (25960) | 27854 |
| 资产负债率 | 65% | 66% | 68% | 65% | 68% | 现金净变动 | 2726 | 2564 | (28337) | 0 | 0 |
| 息率 | 0.6% | 1.8% | 2.3% | 2.8% | 3.3% | 货币资金的期初余额 | 33048 | 35773 | 38337 | 10000 | 10000 |
| P/E | 24.2 | 27.6 | 21.7 | 18.1 | 15.2 | 货币资金的期末余额 | 35773 | 38337 | 10000 | 10000 | 10000 |
| P/B | 3.1 | 2.8 | 2.7 | 2.5 | 2.3 | 企业自由现金流 | 0 | 12753 | (58756) | 30935 | (22597) |
| EV/EBITDA | 30.8 | 25.9 | 25.3 | 17.0 | 16.2 | 权益自由现金流 | 0 | 11769 | (23158) | 8257 | 9296 |

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

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
|--|------------|----|-------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场代表性指数 20%以上 |
| | | 增持 | 股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 卖出 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上 |
| | 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 低配 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 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