

前期布局迎花开，内外兼修助成长

投资要点

- 事件：**公司发布2024年中报，实现营收11.2亿元，同比+15.3%，实现归母净利润1.6亿元，同比+74.9%。分拆单季度看，Q2实现营收6.3亿元，同比+14.9%，环比+27.9%，实现归母净利润0.8亿元，同比+54.2%，环比+4.6%。
- 顺利切入新能源赛道，客户结构得到优化。**公司从2020年承接理想ONE项目开始正式进入新能源赛道，当前为上汽大众、上汽通用、上汽乘用车等的多种新能源车型提供配套，并为特斯拉、理想汽车、小米汽车、东风岚图、智己汽车等整车制造商的新能源车型提供配套，客户结构得到一定优化。根据公司2023年报披露，2023年公司新能源销售额达到总销售的30%，预计2024年这一比例将超过50%。
- 电镀业务成绩喜人，后续表现值得期待。**2022年公司并购无锡开祥拓展电镀业务，为汽车发动机高压喷油器和高压燃油泵中的部分零部件（主要为衔铁、内支撑杆和铁芯等）提供选择性精密电镀服务。客户方面，无锡开祥是联合电子高压电喷镀铬加工在国内的唯一供应商，也是德国博世该领域全球产能重要供应基地之一。2024H1无锡开祥业绩呈快速增长态势，实现收入0.9亿元，同比增长52.1%，实现净利润0.6亿元，同比增长69.6%，利润增速高于收入增速。横向对比，2024H1无锡开祥0.6亿元的净利润水平远超其他开始贡献利润的子公司。未来，伴随混动车型的快速增长，电镀业务有望继续贡献增量。
- 内外兼修：对内控费+对外强化配套能力。**公司控费效果较为显著，24H1净利率为14.2%，同比+4.8pp。费用端，24H1公司销售费用率为0.2%，同比+0.05pp；管理费用率为4.4%，同比-0.9pp；研发费用率为2.9%，同比+0.1pp。2024年8月，公司披露关于廊坊全资子公司取得《企业投资项目备案信息》公告，项目总投资6.48亿元，项目新建生产用房及相关配套设施，购置自动化冲压、焊接及检测设备，生产车身零部件。项目建成后，预计年产50万台套汽车零部件。本次廊坊工厂的扩建有助于突破自身产能瓶颈，增强客户粘性。
- 盈利预测与投资建议。**我们预计未来3年归母净利润复合增长率为24.2%，给予公司2024年13倍PE，目标价18.46元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**市场竞争风险，原材料价格波动风险，下游客户销量不及预期风险，政策调整风险，贸易摩擦风险等。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2316.98	2837.13	3441.70	4158.72
增长率	32.65%	22.45%	21.31%	20.83%
归属母公司净利润(百万元)	277.24	356.49	435.18	531.38
增长率	242.63%	28.58%	22.07%	22.11%
每股收益EPS(元)	1.11	1.42	1.74	2.12
净资产收益率ROE	12.69%	14.34%	15.27%	16.13%
PE	14	11	9	7
PB	1.75	1.54	1.34	1.16

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：郑连声
执业证号：S1250522040001
电话：010-57758531
邮箱：zlsns@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.50
流通A股(亿股)	2.14
52周内股价区间(元)	15.07-24.52
总市值(亿元)	38.27
总资产(亿元)	44.86
每股净资产(元)	8.97

相关研究

1 深耕冲压零部件，业绩表现持续向好

公司创立于 1989 年，前身是由张舍中学创立的胡埭仪表厂。1995 年，公司转型为汽车零部件供应商并更名为无锡市振华轿车附件厂，主营汽车零部件、五金冲压件，兼营电子仪器，1998 年振华附件厂改制为股份合作制企业，公司进入股份合作制阶段。2006 年振华附件厂改制为振华有限公司。2018 年公司进入股份有限公司阶段，公司形式由有限公司整体变更为股份有限公司，更名为无锡市振华汽车部件股份有限公司。当前，公司主营业务为冲压零部件和相关模具的开发、生产和销售，提供分拼总成加工服务及选择性精密电镀产品的研发及制造，公司生产和销售的冲压零部件 3000 余种，分拼总成 400 余种，选择性精密电镀产品 7 件。冲压零部件方面，公司生产并销售的汽车冲压零部件涵盖汽车车身件、底盘件、动力总成件和电子电器件等，其中部分零部件专为新能源车型使用。冲压模具方面，目前公司可以实现单冲模、多工位模和级进模的开发设计、制造加工、销售和服务一体化。除此之外，公司提供分拼总成加工服务，其最终产品为汽车车身件。

图 1：公司主营业务

冲压零部件	车身体件：	车顶边梁加强板总成、车顶衡量总成、A柱加强板总成、B柱加强板总成、前轮罩总成、后轮罩总成、车身铰链、后地板后部、前纵梁总成、后纵梁总成
	底盘件：	油箱绑带、隔热罩、加强板
	动力总成件：	油底壳、转换器壳体
	电子电器：	电瓶托盘、电池托盘、电磁屏蔽罩、爆震传感器线束支架
分拼总成加工业务	AB柱框架加强板总成、后侧围内板总成、中央通道总成、座椅板总成、后围板总成、尾灯安装框架总成	
冲压模具业务		

数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司作为中国较早从事并持续专注于汽车冲压及焊接零部件生产的企业之一，目前已与国内多家汽车整车制造商建立了稳定的合作关系，具备显著的客户资源优势，包括：上汽大众、上汽通用、上汽乘用车、上汽大通、神龙汽车、理想汽车、特斯拉、安徽大众、东风乘用车、东风岚图、长城汽车。除此之外，公司还和联合电子、考泰斯、亚普股份等知名汽车零部件供应商建立了稳定合作关系。

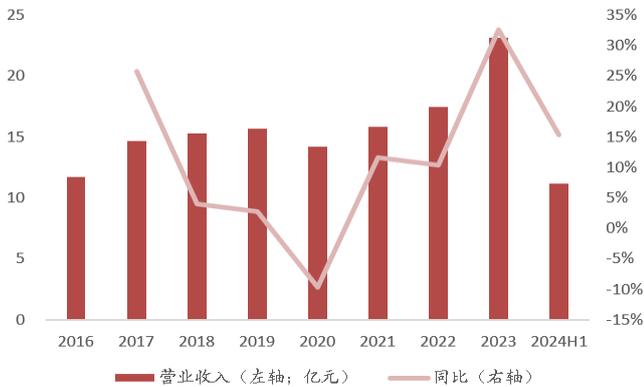
图 2：公司主要客户



数据来源：招股说明书，西南证券整理

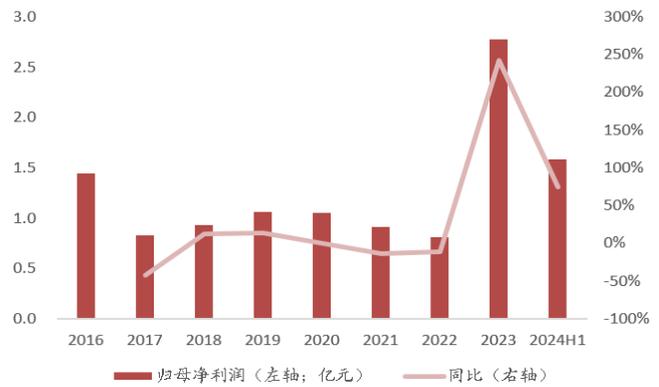
公司业绩状况：2017 年公司营业收入 14.7 亿元，2023 年公司营业收入 23.2 亿元，2017-2023 年 CAGR=12.1%。其中，2020 年受行业下行影响公司产销量有所下降，营业收入 14.2 亿元，同比-9.7%；21-23 年汽车行业整体受到芯片短缺、行业降价等不利因素影响，但公司在逆势下仍持续增长，23 年实现收入 23.2 亿元，同比增长 32.7%。今年以来，尽管公司重要客户上汽出口方面有所下滑，但基于公司前期对业务、客户的优化，24H1 实现收入 11.2 亿元，同比增长 15.3%，实现归母净利润 1.6 亿元，同比增长 74.9%。

图 3：2016 年以来公司营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：2016 年以来公司归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

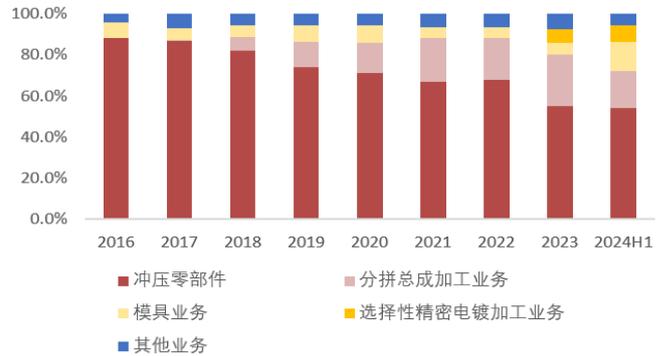
公司收入结构：1) 冲压零部件业务是公司支柱业务，2016-2023 年该业务占公司收入比例稳居 50% 以上水平。24H1 公司营收 11.2 亿元，其中冲压零部件业务收入 6.1 亿元，同比+13.8%，占公司营业收入 54.2%。2) 17 年起，分拼总成业务占公司收入比例总体呈上升趋势，主要系公司为上汽乘用车配套的郑州基地和宁德基地产能释放。24 年受到行业竞争及海外政策影响，上汽出口下滑，24H1 拼装业务收入 2.0 亿元，同比下滑 16.3%。3) 电镀业务系公司新布局业务，当前保持快速增长态势，23 年实现收入 1.5 亿元，占公司营业收入 6.6%；24H1 电镀业务收入 0.9 亿元，占公司营业收入 8.0%，后续仍有望贡献更多增量。

图 5：2016 年以来公司主营业务收入（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：2016 年以来公司营业收入结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 传统业务顺利切入新能源，持续拓展业务版图

2.1 顺利切入新能源赛道，以旧换新带来新机遇

电动化趋势下，冲压零部件尚不存在被替换风险。根据公司招股说明书披露，现代汽车制造工艺中有近 6-7 成的金属零部件需要冲压加工成型，平均每辆车上超过 1500 个冲压及焊接零部件，包括覆盖件、车内支撑件、结构加强件、空心凸轮轴、纵横梁等部件。相比燃油车，电动车结构更加简单，不存在活塞、气缸、曲轴等复杂的发动机零部件，故零部件数量得到降低。但是，电动汽车只是将传统燃油车由发动机、传动系统和驱动轮构成的动力系统改造为由电动机、电池组和电控系统构成的动力系统，但实际上并不会影响汽车对于冲压零部件需求，中短期来看，无论是在电动化或智能化趋势，冲压零部件都将是汽车制造过程中的重要部分，尚不存在被替换风险。

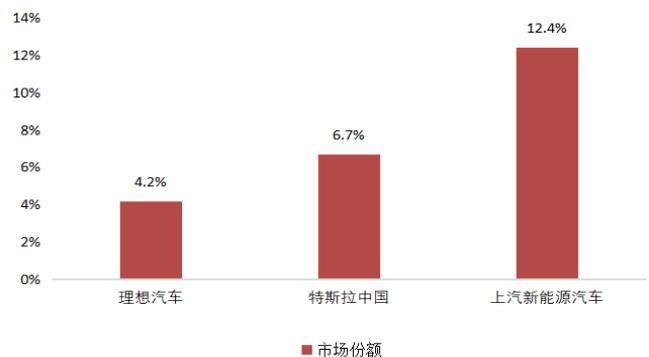
公司积极拓展新能源客户，成果较为喜人。公司敏锐捕捉到电动化趋势并主动拓展新能源客户，最先与新能源整车制造商车和家建立业务联系并在 2020 年承接了理想 ONE 项目，2022 年度公司新承接新能源汽车产品比例已超过 60%（数据来源：公司 2022 年报），公司为现有整车制造商客户上汽大众、上汽通用、上汽乘用车等的多种新能源车型提供配套，同时公司也为特斯拉、理想汽车、光束汽车、安徽大众、东风岚图、智己汽车等整车制造商的新能源车型提供配套。

图 7：公司开始拓展新能源客户



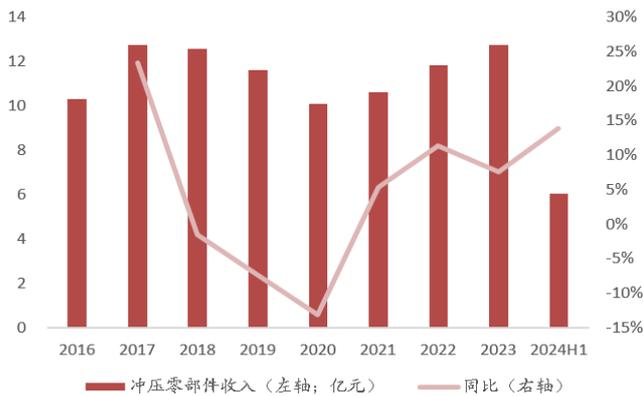
数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 8：公司配套新能源客户的 2023 年市场份额情况



数据来源：中汽协，西南证券整理

冲压业务收入稳定向好，以旧换新政策带来新机遇。冲压业务系公司的核心业务，2021 年以来收入持续增长，23 年冲压业务实现收入 12.7 亿元，同比增长 7.6%；24H1 实现收入 6.1 亿元，同比增长 13.8%。2024 年 3 月 1 日，国务院召开常务会议，审议通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，会议指出，要积极开展汽车、家电等消费品以旧换新，形成更新换代规模效应。2024 年 8 月 16 日，商务部等 7 部门正式发布《关于进一步做好汽车以旧换新工作的通知》，以旧换新政策再度加码，汽车以旧换新政策提高了报废更新补贴标准，对符合条件的汽车报废更新，将补贴标准由此前的购买新能源乘用车补贴 1 万元、购买燃油乘用车补贴 7000 元，分别提高到 2 万元和 1.5 万元。根据公安部数据，截至 2024H1 我国汽车保有量已达 3.45 亿辆，政策端发力有望刺激存量市场释放换购需求。与此同时，本轮以旧换新更是给新能源汽车渗透率提升带来新的窗口期，在公司配套的新能源客户中，上汽新能源车型、特斯拉中国、理想汽车等品牌占据一定市场规模，依托公司在新能源领域的布局，未来公司冲压业务有望出现全新增长。毛利率方面，近年来公司通过持续扩大销售规模、就近配套、扩产能等方式改善冲压业务毛利率。2021-2024H1 毛利率呈明显上升趋势，24H1 冲压业务毛利率为 16.0%，超过 23 年毛利率水平 7.4pp。公司内部也在持续推进资源配置合理化，进一步提质降本增效，后续冲压业务毛利率有望保持较高水平。

图 9：公司历年冲压零部件收入情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：公司冲压零部件毛利率有改善趋势


数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2 持续拓展业务版图，电镀业务成新驱动轮

持续开发精密零部件产品，打开“新”成长空间。2022 年公司并购无锡开祥，公司在原有冲压及焊接零部件业务的基础上，新增精密电镀工艺业务。全资子公司无锡振华开祥专注于为汽车发动机高压喷油器和高压燃油泵中的部分零部件（主要为衔铁、内支撑杆和铁芯等）提供选择性精密电镀服务；无锡开祥具备七条全自动高效选择性电镀生产线，并同步研制三条更先进的全自动高效选择性电镀生产线，单线年产值超千万（来源：无锡开祥官网）。此外，无锡开祥在金属表面镀铬处理的核心工艺方面研发能力领先，其研发的汽车高压喷油嘴选择性电镀元件机械性能填补了国内高精密局部镀铬空白；无锡振华质量保障体系完善，自主研制、开发了“盒对盒”选择性镀铬工艺和全自动智能生产设备，设备采用了智能化的控制系统，从电镀生产、产品检测、过程监视、工序流转等均实现自动控制，实现对产品的自动化全检。

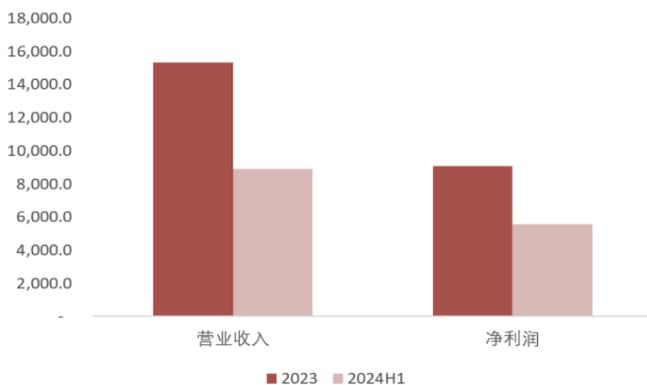
表 1：无锡开祥加工产品具体情况

零部件分类	零部件名称	主要用途
高压喷油器 (HDEV5)	HDEV5 内支撑杆	高压喷油器组件，组成喷油器机械结构和燃油通路，导通电磁力，为运动部件提供导向，保证生命周期内的耐磨损性能
	HDEV5 衔铁	高压喷油器组件，衔铁磁化后带动喷油器枢轴克服弹簧力向上运动，针阀打开喷油器开始喷油
新一代高压喷油器 (HDEV6)	HDEV6 内支撑杆	高压喷油器组件，组成喷油器机械结构和燃油通路，导通电磁力，为运动部件提供导向，保证生命周期内的耐磨损性能
	HDEV6 衔铁	高压喷油器组件，衔铁磁化后带动喷油器枢轴克服弹簧力向上运动，针阀打开喷油器开始喷油
	HDEV6 挡套	高压喷油器组件，保证衔铁运动的止动位置，保证生命周期内的耐磨损性能
高压燃油泵 (HDP)	HDP MSV 铁芯	HDP MSV 铁芯与 HDP MSV 衔铁为高压泵激励模块的子零件，铁芯在线圈通电时磁化产生电磁力，吸引衔铁，以控制进口阀的开关
	HDP MSV 衔铁	

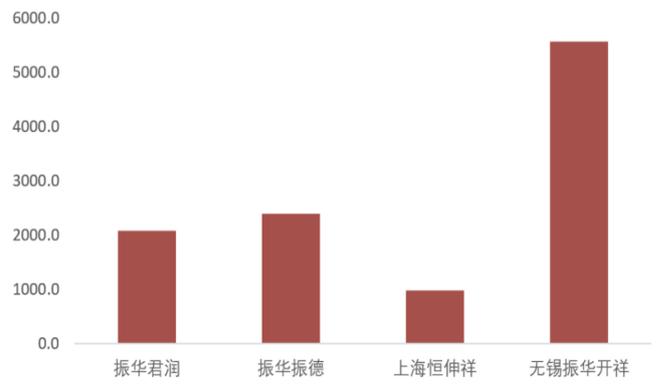
数据来源：《无锡市振华汽车部件股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》，西南证券整理

绑定大客户，建立竞争壁垒。无锡开祥是联合电子高压电喷镀铬加工在国内的唯一供应商，也是德国博世该领域全球产能重要供应基地之一，2022 年 10 月无锡开祥与联合电子再次就《战略合作备忘录》进行补充约定，进一步明确了未来的战略合作关系。高压电喷系统作为决定汽车性能的关键部件之一，为保证产品性能、质量的稳定性和一致性，整车厂一般不希望频繁更换产业链上的供应商。无锡开祥自投产以来，工艺技术和产品质量得到客户的高度认可，截至目前联合电子尚无在国内开发第二家镀铬工艺供应商的计划。联合电子作为中联汽车电子和德国博世合资公司，是国内高压电喷系统龙头企业，国内市场份额在 50% 以上。凭借与联合电子之间的供应战略合作关系，无锡开祥建立起一定竞争壁垒，具有较好的盈利能力。

电镀业务利润丰厚，为公司带来全新增长动力。无锡开祥自 2023H1 开始贡献利润，2023H1/2023 年分别贡献利润 0.3/0.9 亿元。2024 年以来无锡开祥业绩呈快速增长态势，实现收入 0.9 亿元，同比增长 52.1%，实现净利润 0.6 亿元，同比增长 69.6%，利润增速高于收入增速。对比其他控股子公司来看，2024H1 无锡开祥业绩依然表现优异，0.6 亿元的净利润水平远超其他开始贡献利润的子公司。

图 11：无锡开祥收入/净利润情况（万元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：2024H1 无锡开祥净利润超过其他控股子公司（万元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

3 盈利预测与估值

关键假设

1) 冲压零部件：考虑公司原有客户放量叠加对客户持续开拓，假设 24/25/26 年冲压零部件销量增速为 15%/12%/11%。公司冲压零部件新能源客户占比持续提升，平均单价有望增高，假设 24/25/26 年单价为 0.123/0.126/0.129 万元/件。此外，伴随原材料价格下降、冲压业务规模的扩大以及公司对工艺、管理的严格把控，有助于毛利率改善，假设 24/25/26 年毛利率为 16.5%/17.0%/17.5%。

2) 分拼总成加工业务：公司分拼总成加工业务相对稳健，上汽为主要客户，郑州工厂、宁德工厂为上汽乘用车提供服务，今年欧盟政策调整对上汽出口有一定影响，预计拼装业务增速会受到一定影响。但是随着汽车行业竞争加剧，整车制造商或将为提升公司整体运营效率而将零部件分拼总成的业务进行外包，分拼总成加工市场规模将不断扩大，公司有望能够受益，故假设 24/25/26 年销量增速为 35%/30%/25%，单价取前三年的平均值，分别为 0.18/0.18/0.18 万元。考虑公司分拼业务产能释放以及业务规模的扩大，毛利率有望稳中有升，假设 24/25/26 年毛利率为 18%/19%/20%。

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
冲压零部件	收入	1272.15	1542.44	1769.67	2011.10
	增速	7.62%	21.25%	14.73%	13.64%
	毛利率	8.57%	16.50%	17.00%	17.50%
分拼总成加工	收入	591.47	725.11	956.17	1223.69
	增速	64.59%	22.59%	31.87%	27.98%
	毛利率	41.57%	18.00%	19.00%	20.00%
模具	收入	128.34	205.34	287.47	402.46
	增速	39.85%	60.00%	40.00%	40.00%
	毛利率	4.14%	6.50%	6.80%	7.10%
电镀	收入	153.11	183.74	238.86	322.46
	增速	-	20.00%	30.00%	35.00%
	毛利率	79.42%	82.00%	83.00%	84.00%
其他业务	收入	171.91	180.50	189.53	199.01
	增速	51.55%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	57.72%	80.00%	80.00%	80.00%
合计	收入	2316.98	2837.13	3441.70	4158.72
	增速	32.65%	22.45%	21.31%	20.83%
	毛利率	25.07%	24.44%	24.75%	25.38%

数据来源：公司公告，西南证券

根据上述假设，我们测算出公司 2024-2026 年营业收入分别为 28.4、34.4、41.6 亿元，同比增速分别为 22.5%、21.3%、20.8%。

相对估值

考虑业务与客户的相似性，我们选取常青股份和多利科技作为可比公司，两家公司 2024 年平均 PE 为 12 倍。考虑公司具有较好的客户基础，相关业务持续放量，叠加公司电镀业务的快速增长，给予公司 24 年 13 倍 PE，目标价 18.46 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值（截止 2024.8.21 收盘）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
603768.SH	常青股份	10.93	0.88	0.69	0.95	1.18	12.39	15.76	11.53	9.27
001311.SZ	多利科技	21.39	2.91	2.58	3.10	3.66	7.35	8.29	6.90	5.85
平均值							9.87	12.02	9.22	7.56
605319.SH	无锡振华	15.28	1.11	1.42	1.74	2.12	13.81	10.74	8.80	7.20

数据来源：Wind，西南证券整理

4 风险提示

市场竞争风险，原材料价格波动风险，下游客户销量不及预期风险，政策调整风险，贸易摩擦风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2316.98	2837.13	3441.70	4158.72	净利润	277.24	356.49	435.18	531.38
营业成本	1736.00	2143.69	2589.76	3103.39	折旧与摊销	250.07	145.80	145.80	145.80
营业税金及附加	28.79	35.26	42.77	51.68	财务费用	21.76	0.61	0.84	1.09
销售费用	2.59	70.93	82.60	97.73	资产减值损失	-7.34	0.00	0.00	0.00
管理费用	101.93	141.86	182.41	241.21	经营营运资本变动	-27.56	-82.47	-135.83	-126.64
财务费用	21.76	0.61	0.84	1.09	其他	-90.15	16.05	25.95	28.45
资产减值损失	-7.34	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	424.02	436.48	471.92	580.08
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-408.66	-20.00	-30.00	-50.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-96.85	-7.68	-7.68	-7.68
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-505.51	-27.68	-37.68	-57.68
营业利润	347.35	444.79	543.32	663.62	短期借款	210.21	-281.95	-148.64	-50.00
其他非经营损益	-0.63	1.04	0.91	0.94	长期借款	26.25	10.00	10.00	10.00
利润总额	346.72	445.83	544.24	664.56	股权融资	6.27	0.00	0.00	0.00
所得税	69.48	89.34	109.06	133.17	支付股利	-24.98	-55.45	-71.30	-87.04
净利润	277.24	356.49	435.18	531.38	其他	-62.80	-12.28	-0.22	-0.47
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	154.96	-339.67	-210.15	-127.51
归属母公司股东净利润	277.24	356.49	435.18	531.38	现金流量净额	73.49	69.12	224.09	394.89
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	214.59	283.71	507.80	902.69	成长能力				
应收和预付款项	1584.54	1753.51	2180.03	2646.83	销售收入增长率	32.65%	22.45%	21.31%	20.83%
存货	326.45	435.17	530.35	633.67	营业利润增长率	237.76%	28.05%	22.15%	22.14%
其他流动资产	82.16	25.55	26.36	31.63	净利润增长率	242.63%	28.58%	22.07%	22.11%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	100.10%	-4.52%	16.71%	17.47%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1972.75	1879.63	1796.52	1733.41	毛利率	25.07%	24.44%	24.75%	25.38%
无形资产和开发支出	214.70	188.32	161.94	135.56	三费率	5.45%	7.52%	7.72%	8.18%
其他非流动资产	181.15	178.53	175.91	173.29	净利率	11.97%	12.56%	12.64%	12.78%
资产总计	4576.35	4744.44	5378.91	6257.09	ROE	12.69%	14.34%	15.27%	16.13%
短期借款	580.58	298.64	150.00	100.00	ROA	6.06%	7.51%	8.09%	8.49%
应付和预收款项	1601.81	1790.55	2188.82	2651.79	ROIC	11.88%	13.07%	15.78%	18.77%
长期借款	26.25	36.25	46.25	56.25	EBITDA/销售收入	26.72%	20.84%	20.05%	19.49%
其他负债	182.32	132.59	143.54	154.40	营运能力				
负债合计	2390.97	2258.02	2528.61	2962.44	总资产周转率	0.59	0.61	0.68	0.71
股本	250.48	250.48	250.48	250.48	固定资产周转率	1.53	1.85	2.43	3.19
资本公积	1067.03	1067.03	1067.03	1067.03	应收账款周转率	1.78	1.70	1.75	1.72
留存收益	916.69	1217.73	1581.60	2025.95	存货周转率	5.18	5.34	5.13	5.14
归属母公司股东权益	2185.38	2486.42	2850.30	3294.64	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.06%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2185.38	2486.42	2850.30	3294.64	资产负债率	52.25%	47.59%	47.01%	47.35%
负债和股东权益合计	4576.35	4744.44	5378.91	6257.09	带息债务/总负债	25.38%	14.83%	7.76%	5.27%
					流动比率	0.98	1.18	1.37	1.51
					速动比率	0.83	0.97	1.14	1.28
					股利支付率	9.01%	15.55%	16.38%	16.38%
					每股指标				
					每股收益	1.11	1.42	1.74	2.12
					每股净资产	8.72	9.93	11.38	13.15
					每股经营现金	1.69	1.74	1.88	2.32
					每股股利	0.10	0.22	0.28	0.35
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	619.18	591.19	689.96	810.51					
PE	13.81	10.74	8.80	7.20					
PB	1.75	1.54	1.34	1.16					
PS	1.65	1.35	1.11	0.92					
EV/EBITDA	6.68	6.38	4.93	3.65					
股息率	0.65%	1.45%	1.86%	2.27%					

数据来源: Wind, 西南证券

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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn
