

# 继峰股份 (603997.SH)

## 顺利剥离北美亏损资产，2025年业绩有望加速释放

### 核心观点

**座椅业务加速放量，单三季度座椅盈利。**继峰股份2024年前三季度实现营业收入169亿元，同比增长6%，实现归母净利润-5.32亿元（主要为计提减值及加速格拉默海外整合影响，去年同期1.54亿元）。单季度看，2024Q3实现营收59亿元，同比增长7.2%，环比增长3.2%，归母净利润-5.85亿元，去年同期0.72亿元，24Q2为0.34亿元，公司乘用车座椅等新业务加速放量带动收入快速增长，表观利润短期受计提及格拉默海外整合影响出现亏损。

**计提减值及格拉默整合利润短期承压，中长期加速释放。**今年9月公司公告控股子公司格拉默拟以4000万美元初始交易价格出售TMD LLC的100%股权，在三季度计提持有待售资产减值准备、存货跌价及合同履约成本减值准备、合同资产坏账准备、应收账款坏账准备、其他应收款坏账准备、应收票据坏账准备及其他非流动资产坏账准备共3亿元；加速欧洲整合裁员，赔偿费用带动公司单三季度管理费用环比上涨2.3亿元，短期净利润承压。考虑TMD在2023年净利润-2.6亿元（格拉默北美EBIT为-3.91亿元），剥离后有助于改善格拉默美洲盈利能力和财务状况，中长期加速业绩释放。

**乘用车座椅持续量产，产能陆续布局，全球化客户获得突破。**公司2024年上半年向客户交付座椅产品8.9万套，实现营业收入8.97亿元，同比翻数倍增长（去年同期为1.08亿元），截至2024年7月31日，公司累计乘用车座椅在手项目定点共18个，并在2024年4月公告控股子公司格拉默继峰（德国）成为德国宝马的乘用车座椅总成的供应商，将在欧洲地区为德国宝马开发、生产前后排座椅总成产品，全球型客户订单继续获得突破。

**乘用车座椅国产替代空间广阔，自主崛起有望突破现有格局。**乘用车座椅单车价值量高（公司首个量产项目单车价值1万以上），而目前全球汽车座椅80%以上的市场份额被外资所占据。国内本土的配套商具有成本优势与快速反应能力。继峰已实现新造车势力龙头、国内传统造车龙头、外资品牌、合资品牌等客户布局，有望成为自主乘用车座椅龙头企业。

**风险提示：**商誉减值风险、原材料涨价风险、市场风险、客户拓展风险。

**投资建议：**下调2024年盈利预测，维持优于大市评级。考虑公司剥离亏损资产计提3亿元减值；欧洲裁员赔偿带动管理费用环比上涨2.3亿元，公司短期净利润承压，中长期盈利能力加速改善，我们下调2024年盈利预测，上调2025-2026年盈利预测，预计2024-2026年公司归母净利润-4.64/9.15/13.30亿元（原预测4.23/8.05/11.66亿元），维持优于大市评级。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	17,967	21,571	23,749	26,883	30,528
(+/-%)	6.7%	20.1%	10.1%	13.2%	13.6%
净利润(百万元)	-1417	204	-464	915	1330
(+/-%)	-1221.6%	扭亏	—	-297.1%	45.4%
每股收益(元)	-1.27	0.18	-0.37	0.72	1.05
EBIT Margin	1.7%	3.2%	0.8%	5.8%	7.1%
净资产收益率 (ROE)	-41.0%	5.0%	-12.8%	22.3%	27.9%
市盈率 (PE)	-10.5	75.7	-36.3	18.4	12.7
EV/EBITDA	29.5	21.8	47.3	15.6	12.3
市净率 (PB)	4.30	3.76	4.63	4.11	3.54

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

联系人：余珊  
0755-81982555  
yushan1@guosen.com.cn

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	13.59元
总市值/流通市值	17206/17206百万元
52周最高价/最低价	15.08/9.41元
近3个月日均成交额	108.23百万元

#### 市场走势



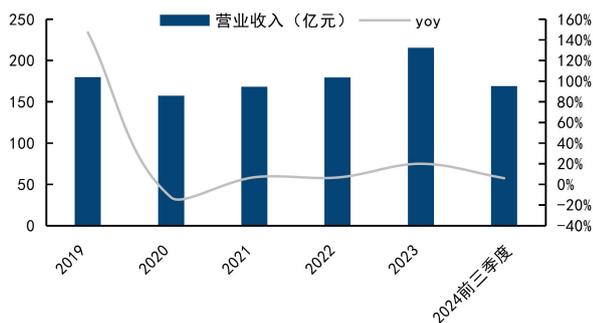
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《继峰股份 (603997.SH) - 年报及一季报点评-乘用车座椅业务逐步量产，海外客户获得突破》——2024-04-30
- 《继峰股份 (603997.SH) - 2023年三季报点评-第三季度盈利改善，乘用车座椅业务逐步量产》——2023-11-02
- 《继峰股份 (603997.SH) - 2023年中报点评-乘用车座椅量产，国产替代空间广阔》——2023-09-01
- 《继峰股份 (603997.SH) - 2023年一季报点评-一季度扭亏为盈，看好乘用车座椅业务放量》——2023-05-01
- 《继峰股份 (603997.SH) - 2022年年报点评-加快格拉默经营整合，乘用车座椅订单加速》——2023-04-02

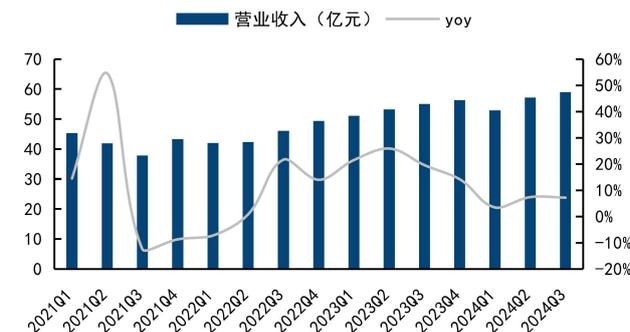
**座椅业务加速放量，单三季度座椅盈利。**继峰股份 2024 年前三季度实现营业收入 169 亿元，同比增长 6%，实现归母净利润-5.32 亿元（主要为计提减值及加速格拉默海外整合影响，去年同期 1.54 亿元）。单季度看，2024Q3 公司实现营收 59 亿元，同比增长 7.2%，环比增长 3.2%，实现归母净利润-5.85 亿元，去年同期为 0.72 亿元，24Q2 为 0.34 亿元，公司乘用车座椅等新业务加速放量带动收入快速增长，利润短期受提及格拉默海外整合影响出现表现亏损。

图1：公司营业收入及增速



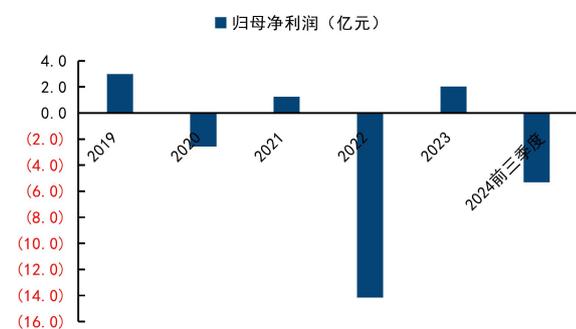
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速



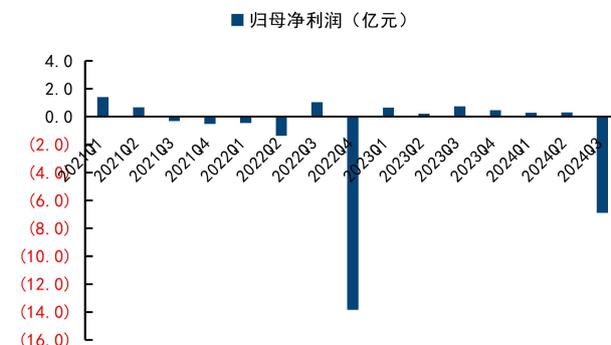
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度净利润



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**公司因计提减值及格拉默整合影响利润。**2024 年 9 月 22 日，继峰股份公告控股子公司格拉默拟以 4,000.00 万美元的初始交易价格向 APC parent, LLC 出售 Toledo Molding & Die, LLC.（以下简称“TMD LLC”）100%股权，据公司初步核算，预计公司亏损金额为 2.8 亿-3.8 亿人民币。交割完成后，减少了公司在 TMD 上的进一步战略资源投入，同时，考虑 TMD 在 2023 年亏损 2.6 亿元，而格拉默北美 2023 年 EBIT 为亏损 3.91 亿元，TMD 贡献北美格拉默大部分亏损，剥离后有利于改善格拉默美洲区域的盈利能力和财务状况，从而提升公司整体盈利水平。三季度公司计提持有待售资产减值准备、存货跌价及合同履约成本减值准备、合同资产坏账准备、应收账款坏账准备、其他应收款坏账准备、应收票据坏账准备及其他非流动资产坏账准备共计 3 亿元，同时或因格拉默海外加速整合，公司单三季度管理费用环比上涨 2.3 亿元，影响公司单三季度表现净利润表现。

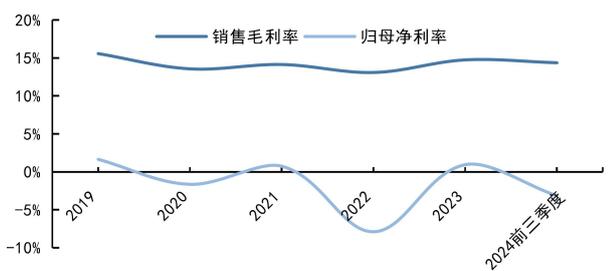
表1: TMD 主要财务信息

项目 (单位: 万元)	2023 年 12 月 31 日	2024 年 8 月 31 日
资产总额	114,426.36	89,358.94
负债总额	131,748.17	39,065.53
净资产	-17,321.81	50,293.41
	2023 年度	2024 年 1-8 月
营业收入	184,770.66	118,429.35
净利润	-26,314.20	-13,411.00
扣非净利润	-21,928.76	-13,642.95

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

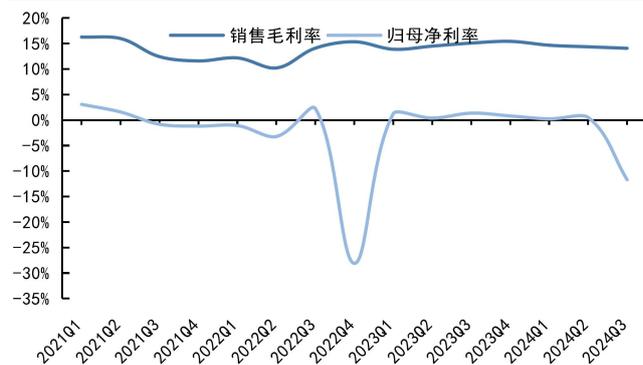
公司 2023Q3 毛利率 14.08%, 同比-1.02pct, 环比-0.29pct, 净利率-11.69%, 同比-13.05pct, 环比-12.23pct。费用端, 公司 2023Q3 的销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.22%/12.31%/2.49%/3.12%, 同比变化为 -0.09/+4.20/+0.35/+1.16pct, 环比变化为 +0.00/+3.63/+0.25/+2.26pct, 或受格拉默海外加速整合影响, 公司管理费用率同环比大幅提升; 受汇兑损失影响, 公司财务费用率同环比提高。

图5: 公司销售毛利率及净利率



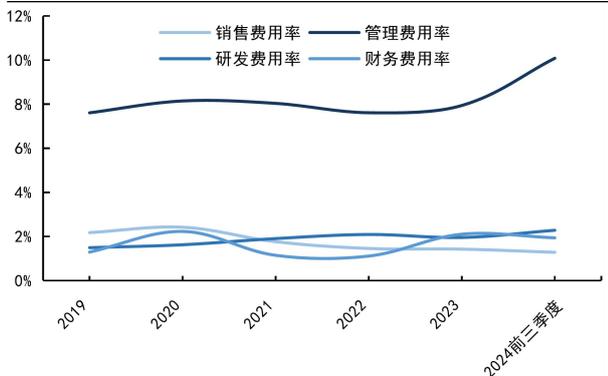
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司单季度毛利率及净利率



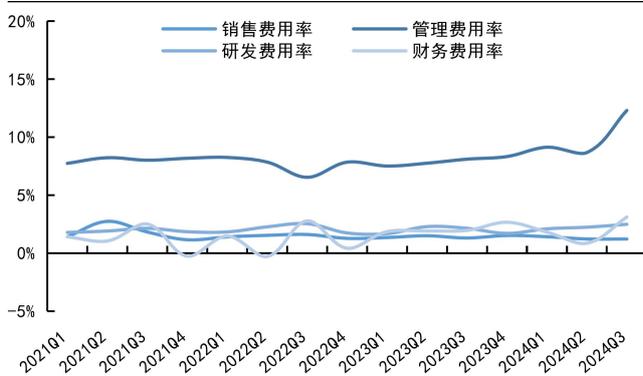
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司期间费用率情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司单季度期间费用率情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

➤ 公司推行系列整合, 业务整合进入到要效益阶段, 预计盈利能力加速提升

2022年10月，公司首次派出中国籍管理人员李国强出任格拉默全球COO，加大对格拉默的整合以及降本增效措施：1) 通过调整产能布局，重新梳理各产品线，提高产能利用率和生产效率；2) 加强采购等供应链管理，推进采购向低成本区域转移；3) 增加管理部门能力，并加强各区域管理人员沉到一线；4) 提升工艺能力，深化工厂VAE；5) 落实与客户协商的原材料价格上涨的补偿机制；6) 加强细化财务月度实际数据与预算数据差异分析等，从而达到经营效益的持续提升。

➤ **乘用车座椅工厂的建设与布局等方面均有突破，座椅业务开始放量。**

**乘用车座椅项目持续量产。**公司2021年获得的第一个座椅项目2023年5月已经量产，2024年4月起量产第二个乘用车座椅项目，这是自，量产的第二个，2024年上半年，公司向客户交付座椅产品8.9万套，实现营业收入8.97亿元，同比翻数倍增长（去年同期为1.08亿元），实现归母净利润-0.23亿元，同比亏损大幅收窄（去年同期为-0.61亿元），2024年第三季度公司座椅项目实现盈利。

**在手订单持续扩张。**目前公司合肥基地、常州基地已经投产，宁波基地、长春基地、天津基地、北京基地、福州基地、义乌基地、芜湖基地已完成布局并投入建设中，同时为了实现公司座椅全球化战略，公司与控股子公司格拉默拟在德国新设一家合资公司，用以拓展宝马等欧洲主机厂的全球座椅业务，并在2024年4月公司公告，公司的控股子公司格拉默继峰（德国）以邮件的方式收到了客户的《提名信》，格拉默继峰（德国）成为德国宝马的乘用车座椅总成的供应商，将在欧洲地区为德国宝马开发、生产前后排座椅总成产品。截至2024年7月31日，公司累计乘用车座椅在手项目定点共18个，全球型客户订单继续获得突破。

表2: 公司现有座椅项目（截至2024年6月末）

序列	客户名称	车型数量（个）	产品名称	生命周期总销售额（亿元）	能源方式
1	造车新势力品牌主机厂A	2	前后排整椅	40	新能源
2	某新能源汽车主机厂B	1	前后排整椅	130-150	新能源
3	某新能源汽车主机厂C	1	前后排整椅	18-25	新能源
4	某新能源汽车主机厂B	1	前中排整椅	58	新能源
5	奥迪汽车	3	前后排整椅	80-100	新能源
6	一汽大众	1	前后排整椅	57	燃油
7	某新能源汽车主机厂B	1	前排整椅	60	新能源
8	某头部传统汽车主机厂D	1	前中后排整椅	50	新能源
9	某新能源汽车主机厂B	1	前中排整椅	78	新能源
10	某新能源汽车主机厂B	1	后排整椅	15	新能源
11	德国宝马	1	前后排整椅	120	新能源
12	某头部新能源汽车主机厂E	1	前中后排整椅	30	新能源
13	某头部主机厂F	1	前后排整椅	27	新能源
14	某头部主机厂G	1	前排整椅	14	新能源
15	造车新势力品牌主机厂A	1	中后排整椅	17	新能源
16	某头部主机厂G	1	前排整椅	10	燃油
17	某头部主机厂G	1	前排整椅	33	燃油/混动
18	某头部主机厂H	1	前后排整椅	3	新能源

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：生命周期总销售额为预测数，或随着整车销量而变化

**乘用车座椅国产替代空间广阔。**乘用车座椅单车价值量高（公司首个量产项目单车价值1万以上），是汽车零部件中高单车价值量环节，且在持续增配过程中，而目前全球汽车座椅80%以上的市场份额被安道拓、李尔、丰田纺织、佛吉亚、延锋座椅、麦格纳等座椅生产商所占据，本土座椅总成商中规模尚小，主要活跃在二级配套市场。乘用车座椅的销售模式并非以市场为导向，而是以客户为导向，

国内本土的配套商具有成本优势与迅速反应能力。继峰进入新能源车企的供应体系，将有望突破现有的座椅供应配套格局，替代反应较慢的供应商，伴随国内造车新势力成长。

➤ **新业务开始放量，在手订单充沛。**

**隐藏式电动出风口、隐藏式门把手等订单充沛，车用冰箱有望助力公司成长。**内饰业务是公司基盘，公司在头枕、扶手等领域占据国内第一梯队位置，同时积极拓展智能电动化新产品。**隐藏式电动出风口**是在电动化、智能化趋势下催生的新产品，是能够实现触摸控制、语音控制、自动扫风和仪表盘融为一体的新型出风口。2024年上半年，公司出风口产品实现营业收入1.66亿元，同比实现快速增长（去年同期近9,500万元），EBIT实现盈利。截至2024年6月30日，公司已获得在手项目定点约70个。未来几年，更多项目将陆续量产，出风口业务营业收入将实现连续快速增长。**隐藏式门把手**是利用隐藏式设计，同时可以实现电动弹出和收回的车门开启的把手。随着汽车制造工艺的日益提升，汽车外形有了较大的变化升级，隐藏式门把手成为当下的主流。截至2024年6月30日，公司隐藏式门把手产品已获得不同客户项目定点。**车载冰箱**是家用冰箱的延续，是一种能够在汽车上携带的冷藏柜，车载冰箱可以采用半导体制冷/制热技术，也可以通过压缩机制冷，一般噪音小污染少，目前市场主流趋势是将其与车内的中控、扶手进行集成。2024年上半年，公司车载冰箱业务首次开始贡献收入，实现营业收入约2,200万元。截至2024年6月30日，公司车载冰箱产品已获得在手项目定点7个。

表3: 公司车载冰箱在手订单（截至2024年6月末）

序列	客户名称	车型数量（个）	产品类型	能源方式
1	某头部传统汽车主机厂A	1	半导体	新能源
2	某新能源汽车主机厂B	1	半导体	新能源
3	某头部新能源汽车主机厂C	1	压缩机	新能源
4	某头部新能源汽车主机厂D	1	压缩机	新能源
5	某头部新能源汽车主机厂D	1	压缩机	新能源
6	某头部新能源汽车主机厂C	1	压缩机	新能源
7	某传统豪华车主机厂E	1	压缩机	新能源

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**盈利预测与投资建议：下调2024年盈利预测，维持优于大市评级。**

**盈利预测：**考虑公司控股子公司格拉默剥离TMD资产，计提持有待售资产减值准备、存货跌价及合同履约成本减值准备、合同资产坏账准备、应收账款坏账准备、其他应收款坏账准备、应收票据坏账准备及其他非流动资产坏账准备共计3亿元，同时因格拉默海外加速整合、出现裁员等一次性补偿影响，公司单三季度管理费用环比上涨2.3亿元。公司前三季度归母净利润为-5.32亿元（其中上半年归母净利润为0.27亿元），我们下调今年盈利预测。考虑公司完成TMD资产剥离，乘用车座椅等新业务有望在四季度及明年加速放量，我们上调明年、后年盈利预测，预计2024-2026年公司实现归母净利润-4.64/9.15/13.30亿元（原预测为4.23/8.05/11.66亿元）。

**收入端（剥离TMD资产）：**剥离亏损子公司全部股权，短期对公司营业收入总规模有所影响，长期聚焦主业，将有效提升盈利能力。考虑公司剥离北美TMD资产（TMD去年实现营收18.5亿元，今年截至8月末实现营收11.5亿元），短期内或影响公司收入总规模，中长期展望有助于公司座椅等主业，进一步提升盈利能力及核心竞争力。我们预计2024-2026年公司营收237.49/268.83/305.28元（原预测243.07/287.85 328.67亿元）

**毛利率：**考虑公司格拉默剥离 TMD 后减少北美区一半以上亏损（2023 年 TMD 亏损 2.6 亿元，格拉默北美 EBIT 为-3.91 亿元），公司加大格拉默海外整合，明年格拉默北美有望扭亏；同时国内乘用车座椅业务加速放量突破盈亏平衡点贡献正向利润，从而使得公司整体毛利率有所提升，我们预计 2024-2026 年公司整体毛利率分别为 15%/16%/18%（前次预测为 15%/16%/16%）。

**费用层面：**考虑到公司在今年进行格拉默欧洲大范围整合，三季度或因一次性裁员补偿带来管理费用环比 2.3 亿元上涨，今年前三季度管理费用率已达 10.09%，我们调高今年管理费用率，同时考虑裁员后公司加速改善海外管理，下调明后年管理费用率，更新预计 2024-2026 年管理费用率预测为 10.0%/7.0%/7.0%（前次预测为 7.69%/7.36%/7.34%）。

**资产减值及公允价值变动：**公司在今年剥离 TMD 资产，三季度计提持有待售资产减值准备、存货跌价及合同履约成本减值准备、合同资产坏账准备、应收账款坏账准备、其他应收款坏账准备、应收票据坏账准备及其他非流动资产坏账准备共计 3 亿元，考虑公司存在高合等风险客户影响，我们保守假设今年全年资产减值及公允价值变动为-4 亿元。

表4：公司盈利预测假设条件

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	17967	21571	23749	26883	30528
毛利率	13%	15%	15%	16%	18%
营业成本（百万元）	15616	18389	20262	22458	25131
销售费用（百万元）	262	308	332	376	427
管理费用（百万元）	1368	1713	2420	1927	2182
研发费用（百万元）	376	422	475	484	550
财务费用（百万元）	200	454	351	266	268
资产减值及公允价值变动（百万元）	1567.4	30.9	(400.0)	0.0	0.0

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

**考虑公司剥离亏损资产及裁员赔偿影响，下调 2024 年盈利预测，维持“优于大市”评级。**公司三季度剥离亏损子公司 TMD 全部股权并计提持有待售资产减值准备、存货跌价及合同履约成本减值准备、合同资产坏账准备、应收账款坏账准备、其他应收款坏账准备、应收票据坏账准备及其他非流动资产坏账准备 3 亿元，实行欧洲区域裁员整合，管理费用环比上升 2.3 亿元，短期影响利润表现，中长期有望加速海外业务改善，明年格拉默北美有望实现扭亏。我们下调 2024 年盈利预测，上调 2025-2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年公司实现归母净利润 -4.64/9.15/13.30 亿元（原预测 4.23/8.05/11.66 亿元）。

选取汽车内饰件公司新泉股份、松原股份、岱美股份作为可比公司，公司整体估值略高于可比公司，主要因为公司是比较稀缺的座椅标的，且座椅订单持续加速，已于 2023 年开始放量，具备龙头潜质，维持“优于大市”评级。

表5：同类公司估值比较（20241103）

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（元）	总市值（亿元）	EPS	PE				
					2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
603179.SH	新泉股份	优于大市	49.05	239	1.65	2.18	2.84	30	23	17
300893.SZ	松原股份	优于大市	30.88	70	0.88	1.28	1.71	35	24	18
603730.SH	岱美股份	无评级	9.36	155	0.51	0.53	0.63	18	18	15
	平均				1.01	1.33	1.73	28	21	17
603997.SH	继峰股份	优于大市	13.30	168	0.18	-0.37	0.72	76		18

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

注：无评级标的盈利预测来自 Wind 一致预期

**风险提示：**商誉减值风险、原材料涨价风险、市场风险、客户拓展风险。

## 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	1163	1418	1773	2127	2446	营业收入	17967	21571	23749	26883	30528
应收款项	2782	3846	4229	4787	5437	营业成本	15616	18389	20262	22458	25131
存货净额	1825	1819	2016	2232	2499	营业税金及附加	48	55	65	73	83
其他流动资产	1103	1058	1187	1344	1526	销售费用	262	308	332	376	427
<b>流动资产合计</b>	<b>6877</b>	<b>8141</b>	<b>9206</b>	<b>10491</b>	<b>11908</b>	管理费用	1368	1713	2420	1927	2182
固定资产	3938	4491	4650	4939	5175	研发费用	376	422	475	484	550
无形资产及其他	1118	1127	1082	1037	992	财务费用	200	454	451	270	273
投资性房地产	3511	4183	4183	4183	4183	投资收益	3	(1)	0	0	0
长期股权投资	11	10	12	14	16	资产减值及公允价值变动	1567	31	(400)	0	0
<b>资产总计</b>	<b>15454</b>	<b>17952</b>	<b>19133</b>	<b>20664</b>	<b>22274</b>	其他收入	(3489)	(396)	(475)	(484)	(550)
短期借款及交易性金融负债	2659	3658	4401	4818	4881	营业利润	(1444)	286	(657)	1295	1882
应付款项	2882	4278	4796	5309	5944	营业外净收支	9	3	0	0	0
其他流动负债	1343	1424	1808	1942	2177	<b>利润总额</b>	<b>(1435)</b>	<b>289</b>	<b>(657)</b>	<b>1295</b>	<b>1882</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>6884</b>	<b>9360</b>	<b>11004</b>	<b>12069</b>	<b>13002</b>	所得税费用	28	81	(184)	362	527
长期借款及应付债券	2990	2137	2137	2137	2137	少数股东损益	(45)	4	(9)	17	25
其他长期负债	1804	2000	2000	2000	2000	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(1417)</b>	<b>204</b>	<b>(464)</b>	<b>915</b>	<b>1330</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>4794</b>	<b>4137</b>	<b>4137</b>	<b>4137</b>	<b>4137</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>11678</b>	<b>13496</b>	<b>15141</b>	<b>16206</b>	<b>17138</b>	净利润	(1417)	204	(464)	915	1330
少数股东权益	320	355	355	363	376	资产减值准备	1549	(1537)	5	2	2
股东权益	3455	4101	3637	4095	4760	折旧摊销	601	644	481	555	607
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>15454</b>	<b>17952</b>	<b>19133</b>	<b>20664</b>	<b>22274</b>	公允价值变动损失	(1567)	(31)	400	0	0
						财务费用	200	454	451	270	273
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	2136	(1549)	196	(280)	(227)
每股收益	(1.27)	0.18	(0.37)	0.72	1.05	其它	(1602)	1534	(5)	7	11
每股红利	0.22	0.31	0.00	0.36	0.53	<b>经营活动现金流</b>	<b>(300)</b>	<b>(735)</b>	<b>614</b>	<b>1197</b>	<b>1723</b>
每股净资产	3.09	3.53	2.87	3.23	3.76	资本开支	0	430	(1000)	(800)	(800)
ROIC	2.42%	2.58%	-1%	9%	12%	其它投资现金流	(4)	4	0	0	0
ROE	-41.02%	4.97%	-13%	22%	28%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(5)</b>	<b>434</b>	<b>(1002)</b>	<b>(802)</b>	<b>(802)</b>
毛利率	13%	15%	15%	16%	18%	权益性融资	(74)	64	0	0	0
EBIT Margin	2%	3%	1%	6%	7%	负债净变化	(73)	(511)	0	0	0
EBITDA Margin	5%	6%	3%	8%	9%	支付股利、利息	(242)	(360)	0	(457)	(665)
收入增长	7%	20%	10%	13%	14%	其它融资现金流	768	2234	743	416	63
净利润增长率	-1222%	-114%	—	-297%	45%	<b>融资活动现金流</b>	<b>63</b>	<b>556</b>	<b>743</b>	<b>(41)</b>	<b>(602)</b>
资产负债率	78%	77%	81%	80%	79%	<b>现金净变动</b>	<b>(242)</b>	<b>255</b>	<b>355</b>	<b>355</b>	<b>319</b>
股息率	1.6%	2.3%	0.0%	3.0%	4.3%	货币资金的期初余额	1406	1163	1418	1773	2127
P/E	(10.5)	75.7	(36)	18	13	货币资金的期末余额	1163	1418	1773	2127	2446
P/B	4.3	3.8	4.6	4.1	3.5	企业自由现金流	3040	18	(182)	601	1132
EV/EBITDA	29.5	21.8	47.3	15.6	12.3	权益自由现金流	3735	1740	378	823	999

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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
		弱于大市	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