

继峰股份（603997.SH）-2022年三季度报点评

增持

单三季度扭亏为盈，长期看好乘用车座椅业务

核心观点

公司单三季度扭亏为盈。继峰股份 2022Q3 实现营业收入 46.02 亿元，同比增长 21.71%，环比增长 8.83%。实现归母净利润 0.91 亿元，实现扣非归母净利润 0.88 亿元，2021 年同期分别为-0.27 亿元、-0.35 亿元，2022Q2 分别为-1.31 亿元、-1.39 亿元，单三季度同环比实现扭亏。公司 2022 年前三季度实现营业收入 130.35 亿元，同比增长 4.23%，实现归母净利润-0.77 亿元，同比-147.7%，实现扣非归母净利润-0.88 亿元，同比-161.49%。公司上半年因受到原材料上涨、疫情、缺芯等因素影响导致出现亏损，三季度随着外部环境好转以及自身持续整合，业绩有所修复。

三季度毛利率同环比提升，管理费用率有所下降。公司 2022Q3 毛利率 14.11%，同比+1.67pct，环比+3.89pct。前三季度毛利率 12.23%，同比-2.79pct，前三季度主要受二季度拖累（下降至 10.22%），第三季度毛利率有所回升。公司 2022Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.61%/6.54%/2.55%/2.78%，同比变化为-0.21/-1.48/+0.41/+0.26pct，环比变化为+0.06/-1.32/+0.28/+3.06pct。公司盈利能力回升得益于降本增效的有效实施，包括更换格拉默管理层、与格拉默联合采购降低成本、优化人员结构、优化物流和仓储、整合工厂以提升管理效率等措施。

乘用车座椅业务在获得主机厂准入资格、工厂的建设等方面均有突破，预计将逐步放量。全球乘用车座椅 80%以上的市场份额被外资占据，国内企业规模较小，主要活跃在二级配套市场，公司 2021-22 年获得新势力定点，通过与新能源车企合作有望突破现有的乘用车座椅格局。2022 年合肥数字化工厂建设完成，预计乘用车座椅业务逐步放量。

风险提示：商誉减值风险、高资产负债率风险、原材料涨价风险、同业竞争风险、政策风险、市场风险、客户拓展风险。

投资建议：下调盈利预测，维持“增持”评级。

考虑到公司盈利恢复情况，我们下调 2022-2024 年归母净利润至 1.11/4.83/7.65 亿元（原为 2.12/5.90/9.00 亿元），每股收益分别为 0.10/0.43/0.68 元。当前股价对应 PE 为 119/28/17 倍。随着公司对格拉默整合稳步进行，公司盈利能力有所改善，以及乘用车座椅业务逐步放量，公司未来的成长性和确定性增强，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	15,733	16,832	18,081	20,018	22,992
(+/-%)	-12.6%	7.0%	7.4%	10.7%	14.9%
净利润(百万元)	-258	126	111	483	765
(+/-%)	-186.7%	-148.9%	-11.8%	333.2%	58.5%
每股收益(元)	-0.25	0.11	0.10	0.43	0.68
EBIT Margin	1.1%	2.2%	2.2%	4.7%	5.9%
净资产收益率 (ROE)	-6.0%	2.7%	2.5%	10.4%	15.5%
市盈率 (PE)	-47.1	105.4	119.5	27.6	17.4
EV/EBITDA	30.2	25.2	30.3	18.5	14.4
市净率 (PB)	2.85	2.87	2.94	2.88	2.70

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

联系人：王少南

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

wangshaonan@guosen.com.cn

S0980519080002

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	12.50 - 14.00 元
收盘价	11.90 元
总市值/流通市值	13292/10484 百万元
52 周最高价/最低价	19.40/5.98 元
近 3 个月日均成交额	244.31 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

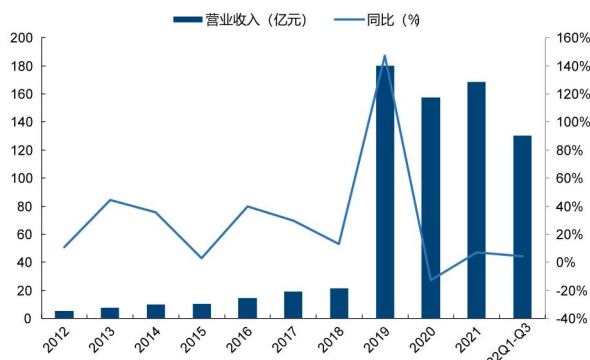
《继峰股份（603997.SH）-2022年中报点评-短期业绩承压，长期看好乘用车座椅增长》——2022-08-12

《继峰股份（603997.SH）-自主崛起，国产乘用车座椅打开增长空间》——2022-08-03

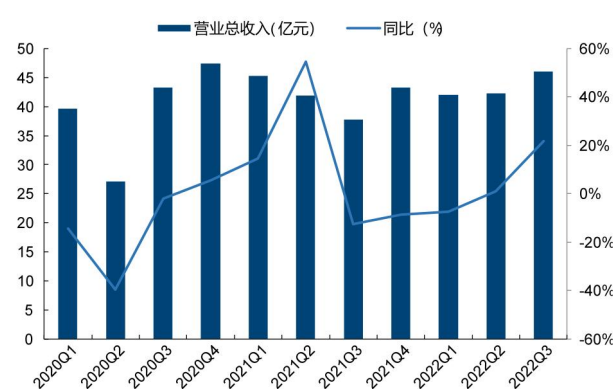
公司单三季度扭亏为盈。继峰股份 2022Q3 实现营业收入 46.02 亿元，同比增长 21.71%，环比增长 8.83%，实现归母净利润 0.91 亿元，实现扣非归母净利润 0.88 亿元，2021 年同期分别为-0.27 亿元、-0.35 亿元，2022Q2 分别为-1.31 亿元、-1.39 亿元，第三季度同环比实现扭亏。公司 2022 年前三季度实现营业收入 130.35 亿元，同比增长 4.23%，实现归母净利润-0.77 亿元，同比-147.7%，实现扣非归母净利润-0.88 亿元，同比-161.49%。公司上半年因受到原材料上涨、疫情、缺芯等因素影响导致出现亏损，三季度随着外部环境好转以及自身持续整合，业绩有所修复。

三季度毛利率同环比提升，管理费用率有所下降。公司 2022Q3 毛利率 14.11%，同比+1.67pct，环比+3.89pct，前三季度毛利率 12.23%，同比-2.79pct。前三季度主要受二季度拖累（下降至 10.22%），公司第三季度毛利率有所回升。2022Q3 公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 1.61%、6.54%、2.55%、2.78%，同比变化为-0.21pct、-1.48pct、+0.41pct、+0.26pct，环比变化为+0.06pct、-1.32pct、+0.28pct、+3.06pct。2022 年前三季度公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 1.52%、7.52%、2.23%、1.37%，同比变化为-0.46pct、-0.46pct、+0.29pct、-0.25pct。其中财务费用的下降主要受益于前三季度汇兑收益 1.14 亿元。

公司毛利率回升、管理费用下降得益于降本增效的有效实施。包括降低采购成本、优化物流和仓储、降低管理费用、优化财务和税费结构、整合工厂以提升运营效率等。降低采购成本：2020 年 3 月公司与格拉默签订了联合采购协议，因为公司与格拉默在产品上业务协同性强，双方可以就原材料，包括模具、支杆、泡沫、发泡料等物料上联合采购，降低采购成本。提升工厂管理效率：设定成本控制指标，配套激励措施，将持续亏损的工厂整合，实现规模效应、减少生产成本。

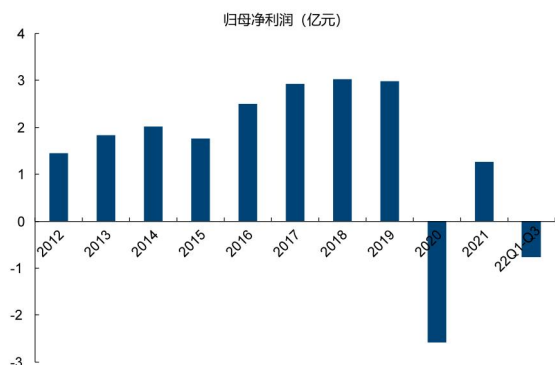
图1：公司营业收入及增速


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


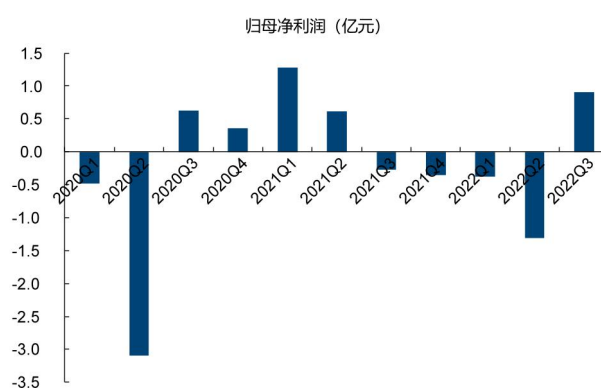
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3: 公司净利润



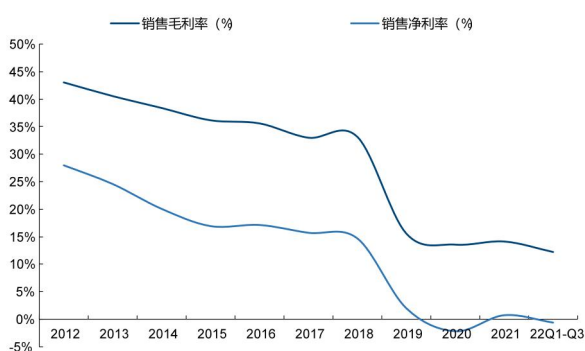
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季度净利润



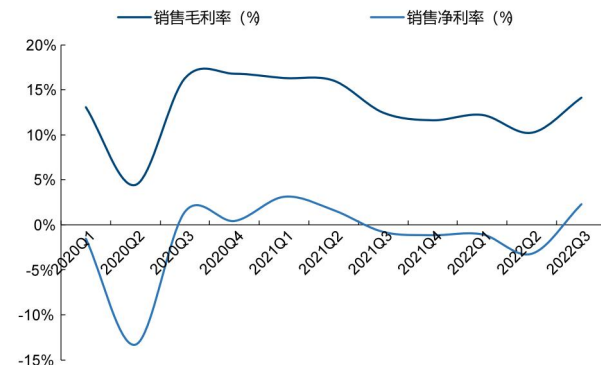
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司毛利率及净利率



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

三季度格拉默欧洲区盈利能力持续改善, 亚太区 Q2 因停工停产影响有所下滑, Q3 同环比改善明显, 美洲区收入实现较高增长, 但盈利能力仍然较弱。前三季度格拉默乘用车内饰业务、商用车业务收入分别同比增长 12.3%、15.5%。

格拉默 2022Q3 实现营业收入 558.6 百万欧元, 同比增长 29.2%, 环比增长 7.5%, 2022Q3 实现息税前利润 15.1 百万欧元, 22Q2 为-11.3 百万欧元, 21 年同期为-1.4 百万欧元, 实现净利润 9.8 百万欧元, 2Q2 为-17.5 百万欧元, 21 年同期-5.0 百万欧元, 同环比扭亏为盈。格拉默前三季度实现营业收入 1593.2 百万欧元, 同比增长 13.4%, 前三季度实现息税前利润 2.5 百万欧元, 21 年同期为 26.4 百万欧元, 实现净利润-15.7 百万欧元, 21 年同期为 13.1 百万欧元, 前三季度下滑主要系受到原材料、缺芯等影响。注: 三大区域整体合计和格拉默合并报表差异主要系分部间抵消以及本部服务收入等。

分区域情况:

EMEA 地区 (欧洲、中东、非洲地区) 2022Q3 实现营业收入 272.4 百万欧元, 同比增长 14.5%, 环比下降 5.2%。EBIT 实现 14.3 百万欧元, 同比增长 93.2%, 环比增长 12.6%。息税前利润率 5.2%, 同比+2.1pct, 环比+0.8pct。欧洲区盈利能力较为稳健, 今年以来 Q1-Q3 息税前利润率分别为 4.2%、4.4%、5.2%, 持续改善。

美洲地区 2022Q3 实现营业收入 174.4 百万欧元，同比增长 34.4%，环比增长 6.4%。EBIT 实现-15.3 百万欧元，2021Q3 为-16.8 百万欧元，2022Q2 为-19.5 百万欧元。息税前利润率-8.8%，同比+4.2pct，环比+3.1pct，美洲区的盈利能力依然较弱，2022Q3 有小幅改善。

亚太区 2022Q3 实现营业收入 128.6 百万欧元，同比增长 51.7%，环比增长 46.0%。EBIT 实现 20.4 百万欧元，同比增长 131.8%，环比增长 245.8%。息税前利润率 15.9%，同比+5.5pct，环比+9.2pct。亚太地区营收主要来源为中国，2022Q1-Q3 息税前利润率分别为 7.1%、6.7%、15.9%，其中 Q2 由于工厂停工停产盈利能力下滑，整体在三季度随着行业产销恢复改善明显。

表1：格拉默分区营收表现（百万欧元，%）

区域	项目	2022Q1-Q3	2021Q1-Q3	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q3
EMEA	收入	849.4	799.9	272.4	287.3	289.7	237.9
	EBIT	39.3	37.8	14.3	12.7	12.3	7.4
	息税前利润率	4.6%	4.7%	5.2%	4.4%	4.2%	3.1%
美洲地区	收入	492.4	377	174.4	163.9	154.1	129.8
	EBIT	-51.2	-40.3	-15.3	-19.5	-16.4	-16.8
	息税前利润率	-10.4%	-10.7%	-8.8%	-11.9%	-10.6%	-12.9%
亚太地区	收入	305.8	291.3	128.6	88.1	89.1	84.8
	EBIT	32.6	39.7	20.4	5.9	6.3	8.8
	息税前利润率	10.7%	13.6%	15.9%	6.7%	7.1%	10.4%

资料来源：格拉默官网，国信证券经济研究所整理和预测

分产品情况：

格拉默 2022 年前三季度商用车业务依然保持较高增速，同比增长 15.5%，其中美洲区增长 43.1%。乘用车业务收入同比增长 12.3%，其中美洲区收入增长 27.8%。

表2：格拉默 2022 年前三季度收入表现（百万欧元，%）

	格拉默			亚太区			美洲区			欧洲区		
	2022Q1-Q3	2021Q1-Q3	yoy	2022Q1-Q3	2021Q1-Q3	yoy	2022Q1-Q3	2021Q1-Q3	yoy	2022Q1-Q3	2021Q1-Q3	yoy
乘用车业务	1020.2	908.5	12.3%	433.9	430.4	0.8%	393.2	307.7	27.8%	204.2	186.5	9.5%
商用车业务	573.0	496.2	15.5%	415.5	369.5	12.4%	99.2	69.3	43.1%	101.6	104.8	-3.1%
总收入	1593.2	1404.7	13.4%	849.4	799.9	6.2%	492.4	377	30.6%	305.8	291.3	5.0%

资料来源：格拉默官网，国信证券经济研究所整理和预测

公司是国内座椅头枕龙头，市占率 20%以上。格拉默是商用车座椅行业龙头，欧洲市占率第一。通过并购格拉默，公司传统业务价值量提升，拓宽产品矩阵，持续提升单车配套价值。

1、继峰与格拉默在产品、客户上协同发展，公司具有国内自主品牌客户资源，而格拉默在欧系、美系客户渗透更多，双方可以实现客户互补。

2、增加现有产品附加值。开发音乐头枕、移动中控和扶手、3D Glass 玻璃技术等新业务，持续提升公司产品价值。

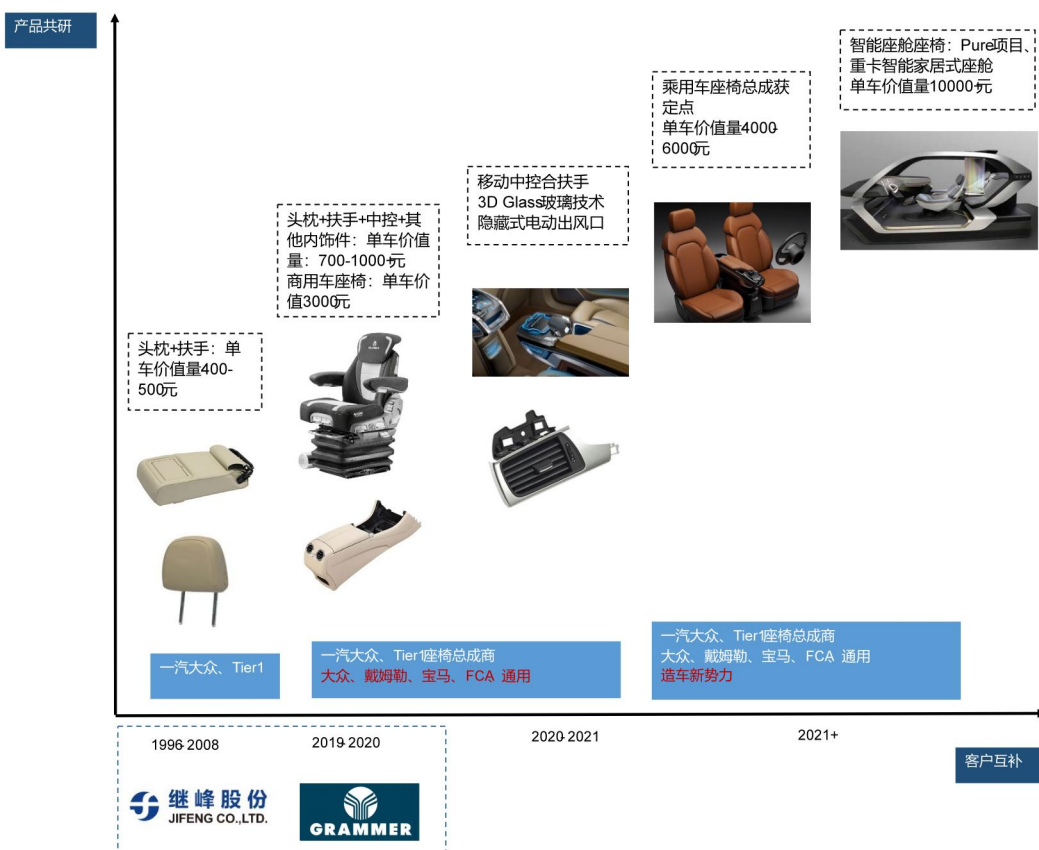
3、开拓新内饰业务。隐藏式电动出风口是能够实现触摸控制、语音控制、自动扫风、集合仪表盘等功能的新式出风口，2021 年已获得大众、吉利、长城、蔚来等客户的定点。2022 年上半年公司交付数量 7.7 万个，实现营业收入超 1600 万元，

目前公司隐藏式出风口产品在手项目近 30 个，预计将持续放量。

4、长远规划，开发用于智能座舱与无人驾驶产品。格拉默自 2020 年下半年开始启动商用车座舱项目，开发重卡智能家居式座舱，该项目单车价值量高，2021 年部分客户陆续进行样车试安装，个别客户的样车已完成试装，并发往客户处进行路试等后续验证。

无人驾驶下的“Pure”项目。格拉默研发着眼于无人驾驶场景下的汽车座舱设计，研究汽车内部组件在无人驾驶阶段的不同工作模式，旨在打造新的出行场景解决方案。

图7：产品共研、客户互补，协同效应显现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司针对乘用车座椅业务制定事业部三年发展战略，目前在获得主机厂准入资格、乘用车座椅工厂的建设与布局等方面均有突破，预计乘用车座椅业务将逐步放量。

乘用车座椅国产替代空间广阔。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。国内生产商中，延锋座椅约占国内市场份额 29% 左右，其他本土座椅总成商中规模尚小。国内企业主要活跃在二级配套市场。

2021-2022 年获得新势力定点突破。2021 年 10 月，公司获得了国内造车新势力的座椅定点，为客户开发、配套新能源汽车座椅产品，项目计划从 2023 年 1 月 10 日开始。2022 年 7 月，公司再次公告成为某新能源汽车主机厂的座椅总成供应商，为客户开发、生产前后排座椅总成产品。乘用车座椅业务获得定点后，公司乘用车

车单车配套价值量预计从 700-1000 元提升至 4000-6000 元。

合肥数字化工厂建设完成，推进交付进度。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，即需要基于客户的规划开展业务设计，相比于传统厂商 2-3 年的研发周期，新势力的研发周期普遍在 1.5-2 年左右，国内本土的配套商具有较低的成本优势与迅速反应能力。2022 年上半年合肥工厂建造完成，乘用车座椅稳步推进。继峰进入新能源车企业的供应体系，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。

盈利预测与投资建议：下调盈利预测，维持“增持”评级。

本次盈利预测主要根据格拉默三季度报情况下调商用车座椅、汽车内饰件业务毛利率，根据公司三季度报毛利率情况对扶手业务毛利率改善情况做调整，以及根据三季度报情况对费用端做调整。

假设 1：毛利率

公司整合格拉默业务，一方面将欧美区非盈利厂区关停，另一方面通过继峰在国内的客户资源为格拉默开辟国内市场，我们预计未来亚太区是格拉默收入与盈利主要贡献区域，而欧美区则侧重于盈利能力的提升，根据格拉默的三季度报，亚太区盈利能力恢复明显，Q3 息税前利润率达到 15.9%，欧洲区保持稳定，美洲区盈利能力 2022Q3 小幅改善，根据公司美洲区实际盈利恢复情况，我们下调对公司整体盈利能力的预期。

商用车座椅：格拉默商用车座椅毛利率 2017-2021 年分别为 17.22%、16.73%、18.20%、14.87%、14.21%，2020-2021 年因原材料价格上涨毛利率下滑较为严重，预计商用车毛利率随着外部环境改善，以及中国区占比提升盈利能力有所改善，结合前三季度盈利改善情况我们下调 2022-2024 年商用车座椅毛利率假设至 14.5%/16%/17%（原为 15%/18%/19%）。

汽车内饰件业务：格拉默乘用车内饰业务 2017-2018 年毛利率为 14.71%、14.15%，公司汽车内饰件业务 2019-2021 年毛利率为 12.65%、8.52%、11.16%，我们下调 2022-2024 年商用车座椅毛利率假设至 10%/12.5%/13.5%（原为 12%/14%/15%）。

座椅扶手业务：下调 2022 年座椅扶手业务毛利率假设至 16%（原假设为 17%）。

头枕业务：公司乘用车头枕国内龙头，头枕业务毛利率较为稳定，维持对头枕业务毛利率假设。

整体公司 2022-2024 年毛利率假设下调至 13.6%/15.2%/16.1%（原为 14.3%/16.3%/17.1%）。

假设 2：费用端

根据实际费用变化情况，我们调整了费用率的假设：上调 2022-2024 年研发费用率假设至 2.2%/1.8%/1.8%（原为 1.9%/1.8%/1.6%），对应 2022 年研发费用为 4.0 亿元（原假设为 3.5 亿元）；整体下调了销售费用率的假设。

表 3：公司盈利预测假设条件

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入增长率	736.7%	-12.6%	7.4%	10.7%	14.9%	7.4%
营业成本/营业收入	84.4%	86.4%	86.4%	84.8%	83.9%	86.4%
管理费用/营业收入	7.6%	8.1%	8.0%	7.4%	7.0%	6.8%
研发费用/营业收入	1.5%	1.6%	2.2%	1.8%	1.8%	2.2%

销售费用/销售收入	2.2%	2.4%	1.5%	1.4%	1.4%	1.5%
营业税及附加/营业收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

表4：公司营收及毛利率拆分（亿元，%）

		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
整体	营业总收入	180.0	157.3	168.3	180.8	200.2	229.9
	yoy		-13%	7%	7.4%	10.7%	14.9%
	营业成本	152.0	136.0	144.5	156.2	169.8	192.8
	毛利率(%)	15.6%	13.6%	14.1%	13.6%	15.2%	16.1%
商用车座椅	营业收入	47.5	42.8	55.0	60.5	66.6	72.0
	yoy		-10%	29%	10%	10%	8%
	营业成本	38.9	36.4	47.2	51.7	56.0	59.8
	毛利率(%)	18.2%	14.9%	14.2%	14.5%	16.0%	17.0%
汽车内饰	营业收入	58.5	53.0	52.7	55.9	59.8	64.1
	yoy		-9%	-1%	6%	7%	7%
	营业成本	51.1	48.5	46.8	50.3	52.4	55.4
	毛利率(%)	12.7%	8.5%	11.2%	10.0%	12.5%	13.5%
头枕	营业收入	47.6	41.9	40.1	42.5	45.1	47.4
	yoy		-12%	-4%	6%	6%	5%
	营业成本	40.1	35.5	34.0	36.2	38.4	40.3
	毛利率(%)	15.6%	15.4%	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%
座椅扶手	营业收入	23.1	16.0	16.2	17.2	18.6	19.9
	yoy		-31%	1%	6%	8%	7%
	营业成本	19.5	13.2	13.5	14.4	15.2	16.1
	毛利率(%)	15.9%	17.8%	16.8%	16.0%	18.0%	19.0%
乘用车座椅	营业收入					4.8	20.8
	营业成本					3.9	16.8
	毛利率(%)					18%	19%
其他业务	营业收入	3.3	3.5	4.3	4.7	5.2	5.7
	yoy		9%	22%	10%	10%	10%
	营业成本	2.4	2.4	3.0	3.6	4.0	4.4
	毛利率(%)	73%	36%	24%	24%	24%	24%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

下调盈利预测：预计公司 2022-2024 年收入分别为 180.81/200.18/229.92 亿元，同比增长 7.4%/10.7%/14.9%，考虑到公司盈利实际恢复情况，下调 2022-2024 年归母净利润至 1.11/4.83/7.65 亿元（原为 2.12/5.90/9.00 亿元），每股收益分别为 0.10/0.43/0.68 元。

表5：未来三年盈利预测表（百万元）

利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	15733	16832	18081	20018	22992
营业成本	13598	14451	15621	16984	19284
营业税金及附加	43	46	49	54	63

销售费用	381	297	271	280	322
管理费用	1282	1353	1342	1399	1553
研发费用	256	321	400	360	414
营业利润	-331	171	163	687	1089
归属于母公司净利润	-258	126	111	483	765
每股收益	-0.25	0.11	0.10	0.43	0.68
ROE	-6%	3%	2%	10%	16%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

我们选取天成自控、上海沿浦、上声电子作为可比公司。截至 2022 年 10 月 28 日收盘价，公司对应当前股价，22-24 年 PE 分别为 119/28/17 倍，随着公司对格拉默整合稳步进行，公司盈利有所改善，以及乘用车座椅业务逐步放量，公司未来的成长性和确定性增强，考虑到近期汽车行业回调导致可比公司估值下降，结合可比公司估值情况，我们下调公司一年期目标估值至 12.5-14.0 元（原为 18.0-20.0 元），对应 2023 年 PE 为 29-32 倍，维持“增持”评级。

表 6: 同类公司估值比较 (20221028)

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
603085.SH	天成自控	无评级	9.72	39	0.08	0.15	0.39	122	66	25
605128.SH	上海沿浦	无评级	46.00	37	0.88	1.33	2.50	52	35	18
688533.SH	上声电子	增持	52.34	84	0.38	0.69	1.40	138	76	37
	平均				0.45	0.72	1.43	104	59	27
603997.SH	继峰股份	增持	11.90	133	0.11	0.10	0.43	105	119	28

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

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	1503	1406	1510	1672	1920	营业收入	15733	16832	18081	20018	22992
应收款项	2951	2476	2818	3273	3575	营业成本	13598	14451	15621	16984	19284
存货净额	1504	1730	1863	1990	2296	营业税金及附加	43	46	49	54	63
其他流动资产	740	904	883	998	1168	销售费用	381	297	271	280	322
流动资产合计	6700	6515	7074	7933	8958	管理费用	1282	1353	1342	1399	1553
固定资产	3981	3790	4104	4371	4594	研发费用	256	321	400	360	414
无形资产及其他	1732	1455	1397	1339	1281	财务费用	351	193	235	253	268
投资性房地产	4906	4439	4439	4439	4439	投资收益	3	(20)	0	0	0
长期股权投资	7	9	11	13	15	资产减值及公允价值变动	155	18	0	0	0
资产总计	17326	16209	17025	18095	19287	其他收入	(566)	(319)	(400)	(360)	(414)
短期借款及交易性金融负债	2887	2384	2816	3330	3737	营业利润	(331)	171	163	687	1089
应付款项	2455	2340	2757	2955	3303	营业外净收支	(6)	23	0	0	0
其他流动负债	1555	1345	1423	1685	1817	利润总额	(338)	193	163	687	1089
流动负债合计	6898	6069	6996	7970	8857	所得税费用	3	68	52	206	327
长期借款及应付债券	3296	3057	3057	3057	3057	少数股东损益	(82)	(1)	(0)	(2)	(3)
其他长期负债	2565	2085	2085	2085	2085	归属于母公司净利润	(258)	126	111	483	765
长期负债合计	5861	5141	5141	5141	5141	现金流量表（百万元）					
负债合计	12759	11211	12138	13111	13999	净利润	(258)	126	111	483	765
少数股东权益	298	354	354	354	353	资产减值准备	134	(137)	2	1	1
股东权益	4269	4645	4533	4630	4936	折旧摊销	653	611	442	491	534
负债和股东权益总计	17326	16209	17025	18095	19287	公允价值变动损失	(155)	(18)	0	0	0
						财务费用	351	193	235	253	268
						营运资本变动	45	(391)	43	(237)	(296)
						其它	(356)	138	(2)	(1)	(2)
关键财务与估值指标						经营活动现金流	63	330	597	736	1002
每股收益	(0.25)	0.11	0.10	0.43	0.68	资本开支	0	(152)	(700)	(700)	(700)
每股红利	0.43	0.37	0.20	0.35	0.41	其它投资现金流	16	2	0	0	0
每股净资产	4.18	4.15	4.05	4.14	4.41	投资活动现金流	13	(153)	(702)	(702)	(702)
ROIC	-0.24%	1.97%	1%	5%	7%	权益性融资	46	34	0	0	0
ROE	-6.05%	2.72%	2%	10%	16%	负债净变化	364	493	0	0	0
毛利率	14%	14%	14%	15%	16%	支付股利、利息	(438)	(417)	(223)	(386)	(459)
EBIT Margin	1%	2%	2%	5%	6%	其它融资现金流	(523)	(461)	432	514	408
EBITDA Margin	5%	6%	5%	7%	8%	融资活动现金流	(624)	(275)	209	127	(52)
收入增长	-13%	7%	7%	11%	15%	现金净变动	(548)	(98)	104	162	248
净利润增长率	-187%	-149%	-12%	333%	59%	货币资金的期初余额	2051	1503	1406	1510	1672
资产负债率	75%	71%	73%	74%	74%	货币资金的期末余额	1503	1406	1510	1672	1920
股息率	3.3%	3.1%	1.7%	2.9%	3.4%	企业自由现金流	0	305	56	212	488
P/E	(47.1)	105.4	119.5	27.6	17.4	权益自由现金流	0	337	328	548	708
P/B	2.8	2.9	2.9	2.9	2.7						
EV/EBITDA	30.2	25.2	30.3	18.5	14.4						

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