

# 新泉股份（603179.SH）-2022 年年报点评

客户订单持续放量，内饰平台化供应体系初步形成

买入

## 核心观点

**新泉股份 2022 年归母净利润同比增长 66%，四季度业绩创新高。**新泉股份 2022 年全年实现营业收入 69.47 亿元，同比增长 50.6%，实现归母净利润 4.71 亿元，同比增长 65.7%，实现扣非归母净利润 4.63 亿元，同比提升 80.5%；其中 Q4 公司实现营业收入 22.26 亿元，同比增长 65%，环比增长 16.7%；实现归母净利润 1.57 亿元，同比增长 145.8%，环比增长 6.3%，实现扣非净利润 1.57 亿元，同比增长 133.9%，环比增长 9.4%。公司的业绩增长来源于：1、优质客户订单的持续放量；2、公司完善生产基地布局，实施就近配套，使得运输成本降低；3、公司推行精细化管理，实现降本增效，各项费用和生产制造成本得以控制。

**盈利能力有所修复。**2022 年全年公司销售毛利率为 19.73%，同比-1.59pct，扣除会计政策调整影响后的毛利率同比+0.66pct；销售净利率为 6.81%，同比+0.61pct。2022 年 Q4 公司销售毛利率为 20.63%，同比-0.19pct，环比+1.18pct，扣除会计政策调整影响后的毛利率同比+2.14pct；公司 22Q4 销售净利率为 6.93%，同比+2.50pct，环比-0.92pct。

**汽车饰件整体解决方案供应商，初步形成内饰件平台化供应体系。**公司在核心产品仪表板总成基础上，持续拓展产品品类，乘用车内饰件产品包括仪表板总成、门板总成、座椅背板、顶柜总成、立柱总成等，单车价值量 6500 元左右，初步形成平台化供应体系。外饰件业务方面，扩展保险杠总成、前端模块、塑料尾门等产品，单车价值提升 2700 元左右。

**深度合作自主品牌，受益自主向上周期，积极开拓新能源汽车市场，产能释放打开成长空间。**公司积累了吉利、上汽、奇瑞、广汽、长城等客户资源，有望充分受益于自主客户的持续放量，并积极开拓新能源客户，拓展包括比亚迪、蔚来、理想、特斯拉等车企。产能方面，公司结合现有客户以及潜在需求，在上海、西安、墨西哥三地新建工厂，并持续进行芜湖、合肥产能投建，随着产能逐步释放将为公司长期增长提供动力。

**风险提示：**行业销量下滑风险，新客户拓展不达预期风险。

**投资建议：**小幅上调盈利预测，维持“买入”评级。考虑到公司客户的持续拓展，以及产能陆续释放，小幅上调公司盈利预测，预计公司 23-25 年归母净利润为 7.34/10.58/13.09（原 23、24 年为 7.12/10.41 亿元），同比增长 55.9%/44.2%/23.7%，对应 EPS 为 1.51/2.17/2.69 元，当前股价对应 PE 为 29/20/16 倍，维持“买入”评级。

## 盈利预测和财务指标

|              | 2021  | 2022  | 2023E | 2024E  | 2025E  |
|--------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)    | 4,613 | 6,947 | 9,781 | 12,347 | 14,778 |
| (+/-%)       | 25.3% | 50.6% | 40.8% | 26.2%  | 19.7%  |
| 净利润(百万元)     | 284   | 471   | 734   | 1058   | 1309   |
| (+/-%)       | 10.2% | 65.7% | 55.9% | 44.2%  | 23.7%  |
| 每股收益(元)      | 0.76  | 0.97  | 1.51  | 2.17   | 2.69   |
| EBIT Margin  | 6.9%  | 8.5%  | 8.9%  | 10.1%  | 10.3%  |
| 净资产收益率 (ROE) | 7.7%  | 11.5% | 16.2% | 20.5%  | 22.0%  |
| 市盈率 (PE)     | 57.4  | 45.0  | 28.9  | 20.0   | 16.2   |
| EV/EBITDA    | 41.8  | 33.5  | 25.3  | 19.3   | 16.8   |
| 市净率 (PB)     | 4.40  | 5.20  | 4.69  | 4.11   | 3.57   |

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：王少南

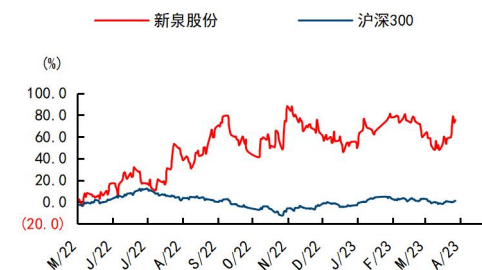
021-60375446

wangshaonan@guosen.com.cn

### 基础数据

|             |                 |
|-------------|-----------------|
| 投资评级        | 买入(维持)          |
| 合理估值        | 45.00 - 53.00 元 |
| 收盘价         | 43.50 元         |
| 总市值/流通市值    | 21198/21198 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 47.47/19.30 元   |
| 近 3 个月日均成交额 | 214.91 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

《新泉股份（603179.SH）-2022 年业绩快报点评-客户订单持续放量，四季度业绩创新高》——2023-03-14

《新泉股份（603179.SH）-打造汽车内饰平台化供应体系》——2022-11-01

《新泉股份（603179.SH）-三季报点评：单三季度归母净利润同比提升 163%，盈利能力改善显著》——2022-10-30

《新泉股份（603179.SH）-动态点评：发布可转债预案扩产，满足新客户及新品类需求》——2022-09-13

《新泉股份（603179.SH）-中报点评：营收逆市增长，新能源业务拓展卓有成效》——2022-08-28

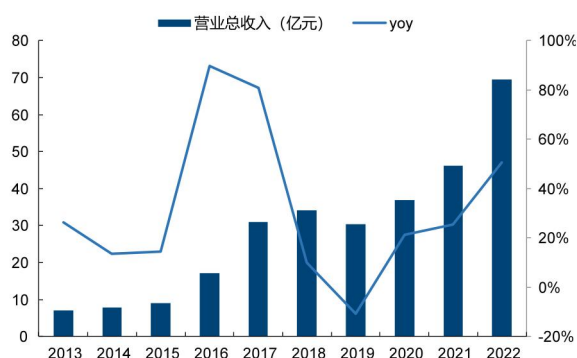
**新泉股份 2022 年归母净利润同比增长 66%，四季度营收、归母净利润创新高。**新泉股份 2022 年全年实现营业收入 69.47 亿元，同比增长 50.6%，实现归母净利润 4.71 亿元，同比增长 65.7%，实现扣非归母净利润 4.63 亿元，同比提升 80.5%；其中 Q4 公司实现营业收入 22.26 亿元，同比增长 65%，环比增长 16.7%；实现归母净利润 1.57 亿元，同比增长 145.8%，环比增长 6.3%，实现扣非净利润 1.57 亿元，同比增长 133.9%，环比增长 9.4%。公司的业绩增长来源于：1、公司受益于优质客户订单的持续放量；2、公司完善生产基地布局，实施就近配套，使得运输成本降低；3、公司推行精细化管理，实现降本增效，各项费用和生产制造成本得以控制。

分产品看，公司仪表板总成、门板总成、保险杠总成和落水槽产品分别占报告期公司主营业务收入的 72.90%、20.39%、0.69%、0.11%，受益于乘用车客户订单持续放量，同比去年分别增长 59.8%、83.4%、20.4%和 6.8%。顶柜总成和立柱总成分别占报告期公司主营业务收入的 0.86%、1.36%，同比去年分别下降 64.9%、23.2%，主要原因为 2022 年商用车景气度较低。

2022 年全年公司销售毛利率为 19.73%，同比-1.59pct，扣除会计政策调整影响后的毛利率同比+0.66pct；销售净利率为 6.81%，同比+0.61pct。2022 年 Q4 公司销售毛利率为 20.63%，同比-0.19pct，环比+1.18pct，扣除会计政策调整影响后的毛利率同比+2.14pct，毛利率持续改善；销售净利率为 6.93%，同比+2.50pct，环比-0.92pct。

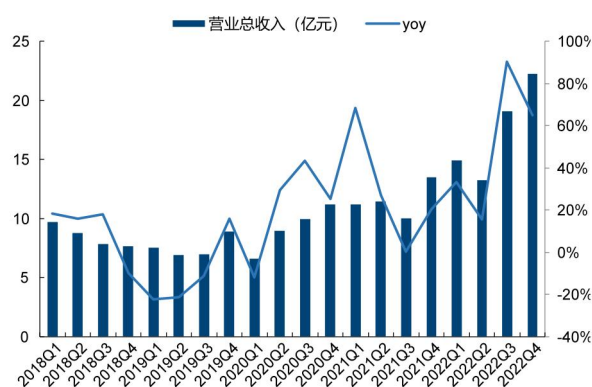
2022 年公司其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.91%/4.49%/4.41%/0.00%，同比变动-2.45/-0.15/-0.46/-0.61pct，整体期间费用率为 10.81%，同比-3.68pct，扣除会计政策调整后销售费用率同比-0.2pct，期间费用率同比-1.43pct。2022 年 Q4 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.25%/3.92%/3.92%/0.49%，同比变化为-2.39/-0.60/-1.73/+0.28pct，环比变化为+0.85/-0.73/-0.05/+1.12pct。期间费用率的下降得益于公司推行精细化管理，实现降本增效，各项费用和生产制造成本得以控制。

图1：公司营业收入及增速



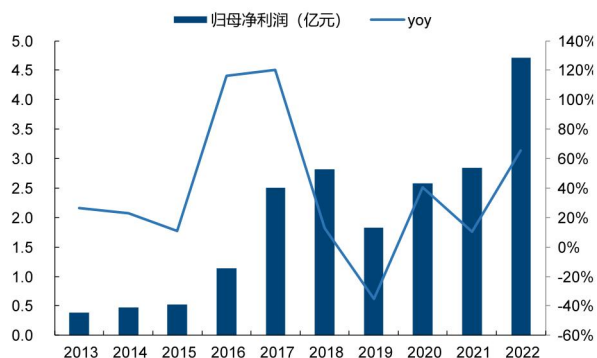
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速



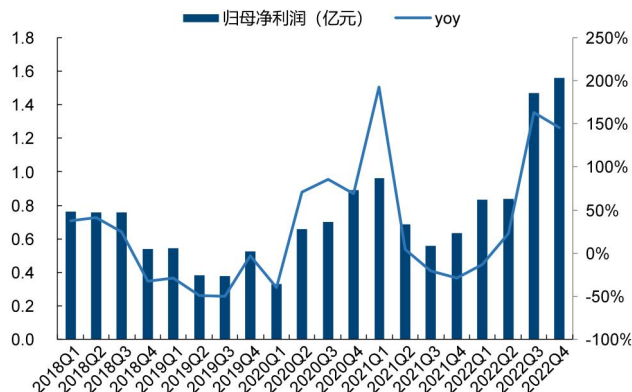
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速



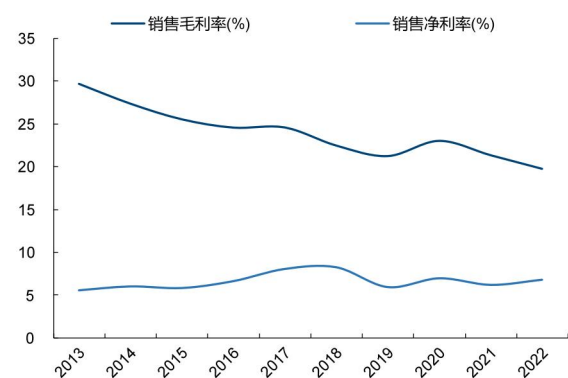
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及增速



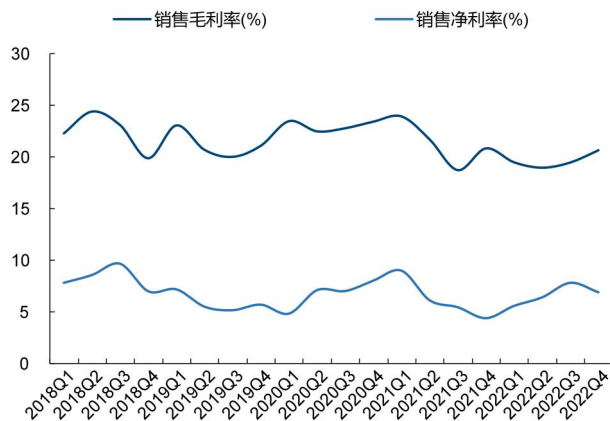
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：公司毛利率及净利率



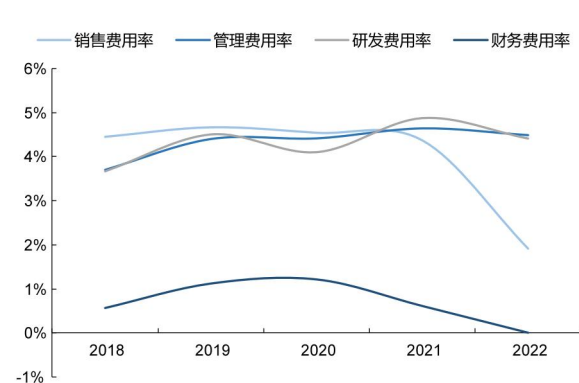
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：公司单季度毛利率及净利率



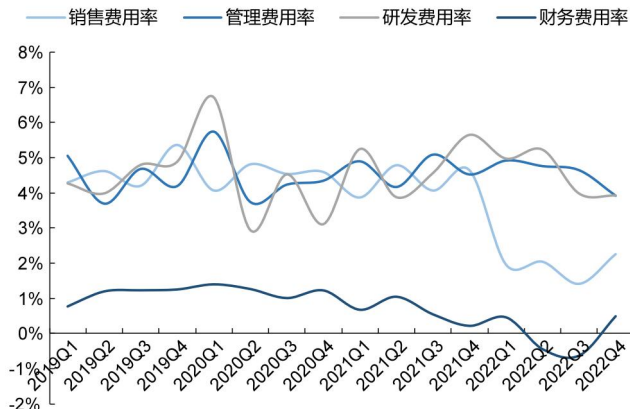
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图7：公司费用率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：公司单季度费用率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 汽车内饰空间广阔，公司初步形成平台化供应体系。

汽车内饰除座椅外单车价值量在 8000 元左右，当前我国汽车行业内饰件（除座椅）市场规模约在 2000 亿元。全球汽车行业内饰件（除座椅）市场规模约 5600 亿元。公司凭借强大的技术实力与经验，其核心产品汽车仪表板已成为行业标杆，未来成长空间大。除仪表板总成外，公司还有门板总成、座椅背板、立柱总成、顶柜总成等产品提供配套，乘用车内饰件产品单车价值量 6500 元左右，商用车内饰产品单车价值量 4500 元左右，初步平台化供应体系。

外饰件业务持续加码，公司 2012 年推出保险杠总成产品，配套奇瑞等乘用车客户，随后不断拓展业务，现已布局外饰件产品单车价值总和约为 2700 元。2022 年 1 月成立芜湖全资子公司，专营保险杠总成、前端模块、塑料尾门等汽车外饰件系统业务，同月投资 5 亿元购地 65 亩，建设汽车保险杠、前端模块及轻量化塑料尾门生产制造项目。该项目投产后，预计新增年产值超 5 亿元。

### 深度合作自主客户构筑营收坚实基础，拓展合资、外资企业，积极开拓新能源汽车市场，开拓增量客户。

公司成立之初立足于汽车零部件产业集中的长三角地区，以仪表板总成成为核心产品，并迅速与一汽集团等汽车制造商形成合作关系，乘用车方面早期客户主要以吉利、上汽自主、奇瑞等自主品牌为主，多年服务形成长期稳定合作关系，后期产品逐步突破合资客户，2019 年与上汽大众、一汽大众、长安福特等合资客户配套关系，并在马来西亚设立合资公司并建立生产基地，开拓东南亚市场业务。2020 年公司取得了上汽大众 NEO、ModleY 等新车型项目仪表板、副仪表板等重点产品的定点开发和制造，进一步在墨西哥设立全资子公司并建立生产基地，开拓北美市场业务。公司近年来始终紧跟新能源汽车的发展步伐，积极开拓新能源汽车市场，实现更多的新能源汽车项目配套。

目前，公司与一汽解放、北汽福田、陕西重汽、中国重汽、东风汽车等国内前五大中、重型卡车企业，以及吉利汽车、奇瑞汽车、上海汽车、一汽大众、上海大众、广汽集团、比亚迪、理想汽车、蔚来汽车、长安福特、江铃福特、长城汽车、国际知名品牌电动车企业均建立了良好的合作关系。

### 合理规划产业布局，持续扩产，满足新客户新产品需求。

公司已经在常州、丹阳、芜湖、宁波、北京、青岛、长春、鄂尔多斯、长沙、佛山、成都、宁德、重庆、西安、上海、杭州、合肥、天津、大连等 19 个城市设立了生产制造基地，以提高产品供应效率和准时交付能力，降低产品运输成本，现有产能如下。

表 1：新泉股份现有产能（截至 2022 年年报）

| 项目   | 产品分类          | 产量（模次）   | 总产量（模次）  | 产能（模次）   | 产能利用率  |
|------|---------------|----------|----------|----------|--------|
| 大型产品 | 仪表板总成         | 3548214  | 3990103  | 4303738  | 92.71% |
|      | 顶柜总成          | 34443    |          |          |        |
|      | 保险杠总成         | 253624   |          |          |        |
|      | 其他（挡泥板等）      | 153822   |          |          |        |
| 中型产品 | 门板总成          | 3690788  | 16834869 | 18190903 | 92.55% |
|      | 立柱总成          | 1148208  |          |          |        |
|      | 其他（后备门护板等）    | 11995873 |          |          |        |
| 其他产品 | 落水槽           | 172978   | 631690   | 794880   | 79.47% |
|      | 其他（车门挡条、导流坝等） | 458712   |          |          |        |

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

结合现有客户未来新增车型以及潜在客户汽车饰件需求，公司围绕主机厂在上海、西

安、墨西哥三地新建工厂，三地已分别于 2022 年 6 月和 12 月投产，进入量产爬坡期，总计新增产能仪表板总成 103 万套，门内护板 30 万套，立柱总成 15 万套，顶柜总成 2 万套及新产品座椅背板 170 万只。

2022 年，公司持续推进芜湖外饰件生产基地建设，进一步满足客户产能需求，同年公司发布可转换债券预案，拟公开发行募资不超过人民币 11.60 亿元用于上海智能制造基地升级扩建项目（一期）、汽车饰件智能制造合肥基地建设项目等。

上海智能制造基地升级扩建项目选址在临港奉贤园区，项目投资总额 6.79 亿元，项目建设期 2 年。公司计划建设新型产业配套基地满足上海地区整车客户的 Tier0.5 级业务合作需求。汽车饰件智能制造合肥基地建设项目投资总额 3.62 亿元，项目建设期 2 年。公司计划新增 30 万套仪表板总成和 20 万套门内护板产能，实现对合肥及周边地区整车厂客户的本地配套服务。

表2：公司新建工厂产能

| 项目            | 工厂名称               | 计划投资金额   | 预计新增产能                                          | 预计投产时间/建设时间 | 预计满产效益              |
|---------------|--------------------|----------|-------------------------------------------------|-------------|---------------------|
| 2021 年非公开募投项目 | 上海智能制造基地建设项目       | 4.52 亿元  | 50 万套仪表板总成、15 万套门内护板总成。                         | 2022 年 6 月  | 营收 7.2 亿，净利润 0.6 亿。 |
|               | 西安生产基地建设项目         | 3.73 亿元  | 28 万套仪表板总成、15 万套门内护板总成、15 万套立柱护板总成、2 万套顶置文件柜总成。 | 2022 年 6 月  | 营收 4.8 亿，净利润 0.3 亿。 |
|               | 墨西哥生产基地建设项目        | 3600 万美元 | 25 万套仪表板总成、170 万只座椅背板。                          | 2022 年 12 月 |                     |
| 专门借款/自筹       | 芜湖外饰生产基地建设项目       | 5.00 亿元  | 40 万套保险杠总成。                                     | 2023 年 3 月  | 年产值超 5 亿元           |
| 2023 年公开发行可转债 | 上海智能制造基地升级扩建项目（一期） | 6.79 亿元  | 建设新型产业配套基地，满足上海地区整车客户 Tier 0.5 级业务合作需求。         | 总建设期 2 年    |                     |
|               | 汽车饰件智能制造合肥基地建设项目   | 3.62 亿元  | 30 万套仪表板总成、20 万套门内护板。                           | 2024 年 2 月  |                     |

资料来源：公司公告，公司环评报告，芜湖经济技术开发区官网，国信证券经济研究所整理

**投资建议：小幅上调盈利预测，维持“买入”评级。**考虑到公司客户的持续拓展，以及产能陆续释放，我们小幅上调公司盈利预测，预计公司 23-25 年实现营业收入 97.81/123.47/147.78 亿元（原 23、24 年为 94.19/117.70 亿元），同比增长 40.8%/26.2%/19.7%，归母净利润为 7.34/10.58/13.09（原 23、24 年为 7.12/10.41 亿元），同比增长 55.9%/44.2%/23.7%，对应 EPS 为 1.51/2.17/2.69 元，当前股价对应 PE 为 29/20/16 倍，维持“买入”评级。

表3：同类公司估值比较（20230331）

| 公司代码      | 公司名称 | 投资评级 | 收盘价（元） | 总市值（亿元） | EPS   |       |       | PE    |       |       |
|-----------|------|------|--------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |      |        |         | 2021A | 2022E | 2023E | 2021A | 2022E | 2023E |
| 603730.SH | 岱美股份 | 无评级  | 19.02  | 179     | 0.57  | 0.70  | 0.85  | 33    | 27    | 22    |
| 601689.SH | 拓普集团 | 买入   | 64.12  | 707     | 0.92  | 1.56  | 2.18  | 70    | 41    | 29    |
| 603305.SH | 旭升集团 | 买入   | 38.93  | 260     | 0.92  | 1.05  | 1.51  | 42    | 37    | 26    |
|           | 平均   |      |        |         | 0.80  | 1.10  | 1.51  | 48    | 35    | 26    |
| 603179.SH | 新泉股份 | 买入   | 43.50  | 212     | 0.76  | 0.97  | 1.51  | 57    | 45    | 29    |

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：**行业销量下滑风险，新客户拓展不达预期风险。

## 附表：财务预测与估值

| 资产负债表（百万元）       |             |             |              |              |              | 利润表（百万元）          |              |              |              |              |              |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                  | 2021        | 2022        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |                   | 2021         | 2022         | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
| 现金及现金等价物         | 799         | 758         | 947          | 1089         | 1253         | 营业收入              | 4613         | 6947         | 9781         | 12347        | 14778        |
| 应收款项             | 1440        | 2042        | 2680         | 3383         | 4049         | 营业成本              | 3629         | 5576         | 7798         | 9758         | 11651        |
| 存货净额             | 1482        | 1750        | 2435         | 3023         | 3585         | 营业税金及附加           | 26           | 31           | 49           | 62           | 74           |
| 其他流动资产           | 1053        | 1378        | 1956         | 2469         | 2956         | 销售费用              | 201          | 133          | 196          | 247          | 296          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>5056</b> | <b>6031</b> | <b>8121</b>  | <b>10067</b> | <b>11944</b> | 管理费用              | 214          | 312          | 439          | 517          | 617          |
| 固定资产             | 1969        | 2611        | 3160         | 3453         | 3707         | 研发费用              | 225          | 306          | 430          | 519          | 621          |
| 无形资产及其他          | 228         | 276         | 265          | 254          | 243          | 财务费用              | 28           | (0)          | 50           | 67           | 62           |
| 投资性房地产           | 154         | 415         | 415          | 415          | 415          | 投资收益              | 5            | 1            | 1            | 3            | 3            |
|                  |             |             |              |              |              | 资产减值及公允价值变动       | (1)          | 1            | 0            | 0            | 0            |
| 长期股权投资           | 0           | 0           | 0            | 0            | 0            | 其他收入              | (206)        | (359)        | (430)        | (519)        | (621)        |
| <b>资产总计</b>      | <b>7406</b> | <b>9333</b> | <b>11961</b> | <b>14189</b> | <b>16309</b> | 营业利润              | 311          | 537          | 819          | 1181         | 1462         |
| 短期借款及交易性金融负债     | 570         | 695         | 1637         | 1617         | 1580         | 营业外净收支            | (9)          | (13)         | 0            | 0            | 0            |
| 应付款项             | 2574        | 3692        | 4787         | 6255         | 7482         | <b>利润总额</b>       | <b>302</b>   | <b>524</b>   | <b>819</b>   | <b>1181</b>  | <b>1462</b>  |
| 其他流动负债           | 127         | 365         | 493          | 616          | 737          | 所得税费用             | 16           | 51           | 82           | 118          | 146          |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>3271</b> | <b>4752</b> | <b>6917</b>  | <b>8488</b>  | <b>9798</b>  | 少数股东损益            | 2            | 2            | 4            | 5            | 7            |
| 长期借款及应付债券        | 316         | 363         | 363          | 363          | 363          | <b>归属于母公司净利润</b>  | <b>284</b>   | <b>471</b>   | <b>734</b>   | <b>1058</b>  | <b>1309</b>  |
| 其他长期负债           | 67          | 89          | 109          | 129          | 149          | <b>现金流量表（百万元）</b> |              |              |              |              |              |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>383</b>  | <b>452</b>  | <b>472</b>   | <b>492</b>   | <b>512</b>   |                   | <b>2021</b>  | <b>2022</b>  | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> |
| <b>负债合计</b>      | <b>3654</b> | <b>5203</b> | <b>7389</b>  | <b>8979</b>  | <b>10310</b> | 净利润               | 284          | 471          | 734          | 1058         | 1309         |
| 少数股东权益           | 47          | 50          | 52           | 56           | 60           | 资产减值准备            | 2            | (0)          | 1            | 0            | 0            |
| 股东权益             | 3705        | 4079        | 4520         | 5154         | 5940         | 折旧摊销              | 160          | 200          | 261          | 317          | 357          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>7406</b> | <b>9333</b> | <b>11961</b> | <b>14189</b> | <b>16309</b> | 公允价值变动损失          | 1            | (1)          | 0            | 0            | 0            |
| <b>关键财务与估值指标</b> |             |             |              |              |              | 财务费用              | 28           | (0)          | 50           | 67           | 62           |
|                  | <b>2021</b> | <b>2022</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | 营运资本变动            | (229)        | (80)         | (656)        | (193)        | (346)        |
| 每股收益             | 0.76        | 0.97        | 1.51         | 2.17         | 2.69         | 其它                | (1)          | 2            | 1            | 3            | 4            |
| 每股红利             | 0.40        | 0.30        | 0.60         | 0.87         | 1.07         | <b>经营活动现金流</b>    | <b>217</b>   | <b>591</b>   | <b>341</b>   | <b>1185</b>  | <b>1324</b>  |
| 每股净资产            | 9.88        | 8.37        | 9.27         | 10.58        | 12.19        | 资本开支              | 0            | (831)        | (800)        | (600)        | (600)        |
| ROIC             | 6%          | 11%         | 13%          | 16%          | 18%          | 其它投资现金流           | (281)        | 178          | 0            | 0            | 0            |
| ROE              | 8%          | 12%         | 16%          | 21%          | 22%          | <b>投资活动现金流</b>    | <b>(281)</b> | <b>(653)</b> | <b>(800)</b> | <b>(600)</b> | <b>(600)</b> |
| 毛利率              | 21%         | 20%         | 20%          | 21%          | 21%          | 权益性融资             | (5)          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| EBIT Margin      | 7%          | 8%          | 9%           | 10%          | 10%          | 负债净变化             | (84)         | 47           | 0            | 0            | 0            |
| EBITDA Margin    | 10%         | 11%         | 12%          | 13%          | 13%          | 支付股利、利息           | (148)        | (148)        | (294)        | (423)        | (524)        |
| 收入增长             | 25%         | 51%         | 41%          | 26%          | 20%          | 其它融资现金流           | (253)        | 223          | 942          | (20)         | (37)         |
| 净利润增长率           | 10%         | 66%         | 56%          | 44%          | 24%          | <b>融资活动现金流</b>    | <b>(722)</b> | <b>20</b>    | <b>648</b>   | <b>(443)</b> | <b>(561)</b> |
| 资产负债率            | 50%         | 56%         | 62%          | 64%          | 64%          | <b>现金净变动</b>      | <b>(786)</b> | <b>(42)</b>  | <b>189</b>   | <b>142</b>   | <b>163</b>   |
| 股息率              | 0.7%        | 0.7%        | 1.4%         | 2.0%         | 2.5%         | 货币资金的期初余额         | 1585         | 799          | 758          | 947          | 1089         |
| P/E              | 57.4        | 45.0        | 29           | 20           | 16           | 货币资金的期末余额         | 799          | 758          | 947          | 1089         | 1253         |
| P/B              | 4.4         | 5.2         | 4.7          | 4.1          | 3.6          | 企业自由现金流           | 231          | (180)        | (413)        | 645          | 780          |
| EV/EBITDA        | 41.8        | 33.5        | 25.3         | 19.3         | 16.8         | 权益自由现金流           | (106)        | 89           | 484          | 565          | 687          |

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<br>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<br>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