

上海电力 (600021.SH)

盈利有所改善，新能源建设稳步推进

买入

核心观点

收入稳步增长，净利润大幅下滑。2022年前三季度，公司实现营业收入278.28亿元(+25.52%)，归母净利润2.21亿元(-50.99%)，扣非归母净利润0.73亿元(-79.52%)。2022年第三季度单季度，公司实行营业收入116.78亿元(+48.77%)，归母净利润2.69亿元，扣非归母净利润2.10亿元，实现同比扭亏为盈。公司收入增长主要系发电量和电价增加。前三季度，公司发电量465.27亿千瓦时(+3.88%)，上网电量444.27亿千瓦时(+4.28%)，平均上网电价为0.61元/kwh(+22.00%)。净利润出现大幅下降主要系燃料成本增加影响。

公司火电业务盈利有望持续修复。国家政策推动煤炭保供调价，煤炭长协覆盖率、执行率和履约率提升，公司火电燃料成本有望下行；同时，煤电市场化交易电价上浮，对冲燃料成本压力，2022Q3，公司市场化交易电量298.01亿千瓦时，占上网电量比例为67.08%，同比增加70.66%。

非公开发行完成，加快海上风电项目开发。2022年7月，公司完成非公开发行。本次非公开发行对象为公司控股股东国家电投集团，发行股份数量为19957.94万股，发行价6.17元/股，募集资金12.31亿元，用于150万千瓦的海上风电项目建设。随着募集资金到位，公司将加快募投海上风电项目建设，风光新能源装机规模持续增加，推动公司业绩增长。

土耳其胡努特鲁燃煤发电项目投运，逐步释放利润。公司土耳其胡努特鲁燃煤发电项目1号、2号机组分别于2022年6月、10月投运商业运行，该项目共建设两台66万千瓦超超临界燃煤发电机组，总装机容量132万千瓦，预计每年可向土耳其供应电力约90亿千瓦时。土耳其胡努特鲁燃煤发电项目投运，一方面公司装机规模增长，发电量规模进一步增加；另一方面，土耳其电价大幅上浮，项目盈利性较好，显著增厚公司利润水平。

风险提示：行业政策不及预期；用电量下滑；煤价持续高位；电价下滑；新能源项目投运不及预期。

投资建议：预计归母净利润分别为9.4、24.6、31.8亿元，2023-2024年同比增长163%、29%；EPS为0.36、0.94、1.22元，当前股价对应PE为27.2、10.4、8.0x。公司火电业务盈利修复有望持续，且土耳其项目投运带来新的利润增长点，同时公司持续推进风光新能源项目建设和大力发展综合智慧能源等三新产业，拓展业绩新增量。给予公司2023年12-13倍PE，对应11.28-12.22元/股合理价值，较目前股价有16%-25%的溢价空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	24,203	30,631	37,321	40,112	41,379
(+/-%)	2.2%	26.6%	21.8%	7.5%	3.2%
净利润(百万元)	889	-1893	938.08	2464.49	3180.63
(+/-%)	-7.6%	-312.9%	-149.5%	162.7%	29.1%
每股收益(元)	0.34	-0.72	0.36	0.94	1.22
EBIT Margin	19.9%	8.6%	15.1%	20.4%	23.2%
净资产收益率(ROE)	4.6%	-10.2%	5.2%	12.9%	15.1%
市盈率(PE)	28.7	-13.5	27.2	10.4	8.0
EV/EBITDA	13.2	19.4	12.9	11.1	10.6
市净率(PB)	1.30	1.45	1.40	1.27	1.15

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

公用事业·电力

证券分析师：黄秀杰

021-61761029

huangxiujie@guosen.com.cn

S0980521060002

证券分析师：郑汉林

0755-81982169

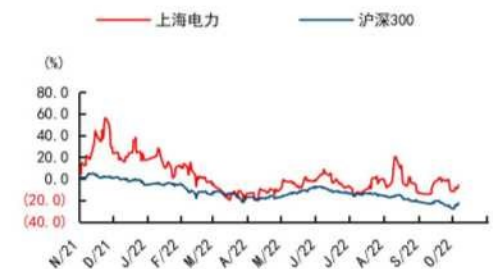
zhenghanlin@guosen.com.cn

S0980522090003

基础数据

投资评级	买入(首次覆盖)
合理估值	11.28 - 12.22元
收盘价	9.75元
总市值/流通市值	27466/25516百万元
52周最高价/最低价	16.68/7.85元
近3个月日均成交额	748.66百万元

市场走势

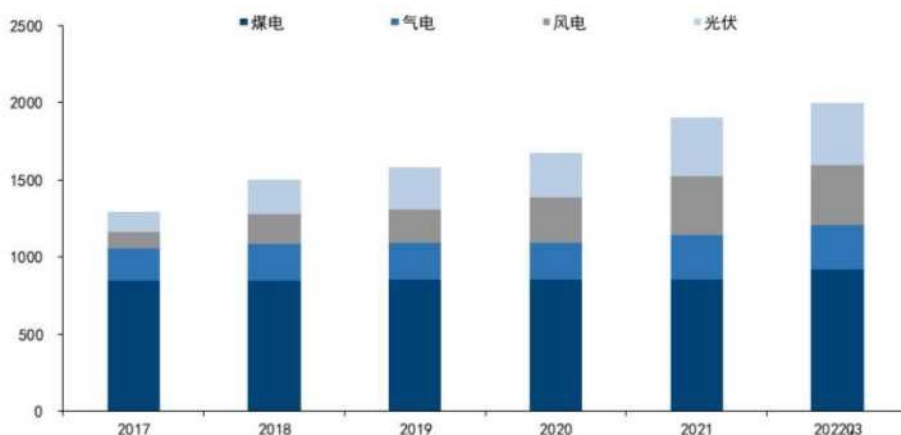


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

上海电力是一家集清洁能源、新能源、智慧能源科技研发与应用、现代能源供应和服务于一体的现代能源企业，主营业务包括发电、供热、综合智慧能源等领域；公司是国电投下属的主要的上市公司之一，也是上海市主要的电力能源企业之一。截至 2022 年 9 月，公司控股装机容量为 1998.29 万千瓦，清洁能源占装机规模的 54.02%，其中：煤电 918.8 万千瓦、占比 45.98%，气电 286.62 万千瓦、占比 14.34%，风电 388.41 万千瓦、占比 19.44%，光伏发电 404.47 万千瓦、占比 20.24%。

图1：上海电力装机规模变化（万千瓦）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司实际控制人为国务院国资委，控股股东为国电投集团。截至 2022 年三季报，国电投集团直接持有公司 44.43% 股权，并通过中国电力国际公司持有公司 12.90% 股权，合计持有公司 57.33%，为公司控股股东。国电投集团作为大型电力央企，可为公司发展提供项目资源和资金支持，助力公司业务发展目标落地。

图2：上海电力股权结构图

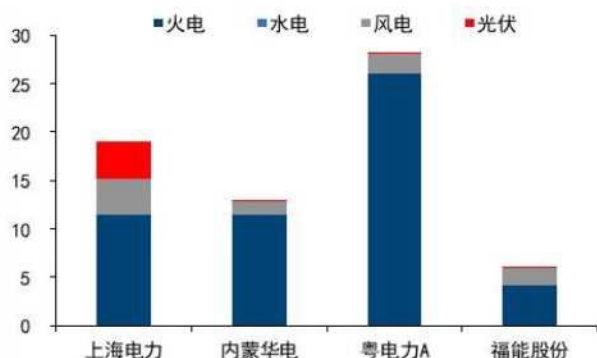


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

公司风光新能源装机占比相对较高，盈利能力有待进一步提升。大型区域化的电力公司有上海电力、内蒙华电、粤电力 A、福能股份，目前各公司均大力发展风光新能源项目。从风光新能源装机占比来看，截至 2021 年，上海电力、内蒙华电、

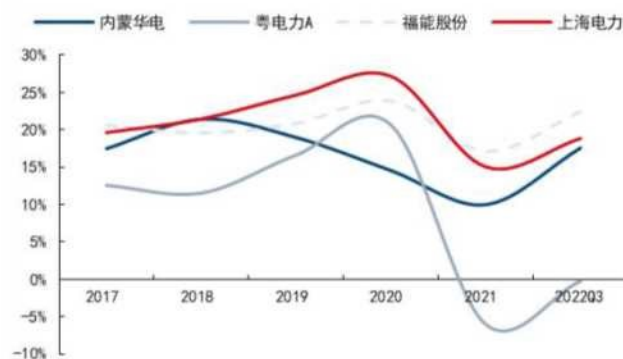
粤电力 A、福能股份的风光新能源累计装机容量分别为 7.66、1.45、1.97、1.85GW，在总装机容量中占比分别为 40.20%、11.26%、7.02%、30.85%。从毛利率、净利率、ROE 等指标来看，公司毛利率水平相对较好，主要系公司风光新能源装机占比较高，风光新能源业绩持续增长，降低火电业务发展波动对公司业绩的影响；然而，由于公司计提资产减值损失和燃料成本压力相对较大，拖累公司净利润增长，使得公司净利率、ROE 指标略低于可比公司。

图3：2021 年上海电力与可比公司装机容量结构（GW）



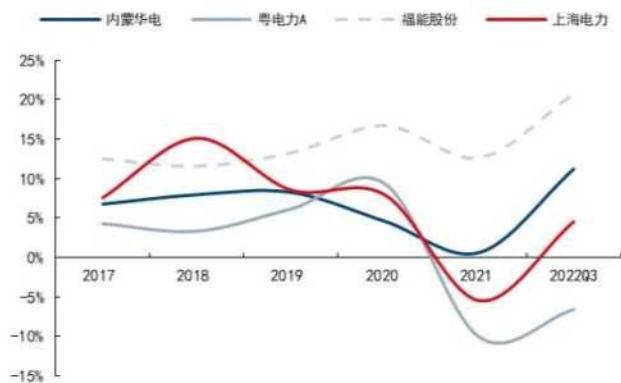
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：上海电力与可比公司毛利率比较



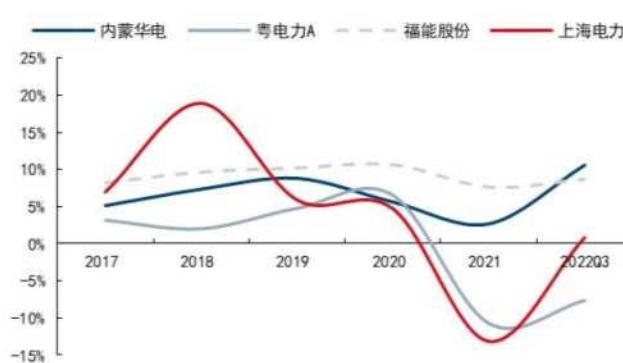
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：上海电力与可比公司净利率比较



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：上海电力与可比公司 ROE 比较

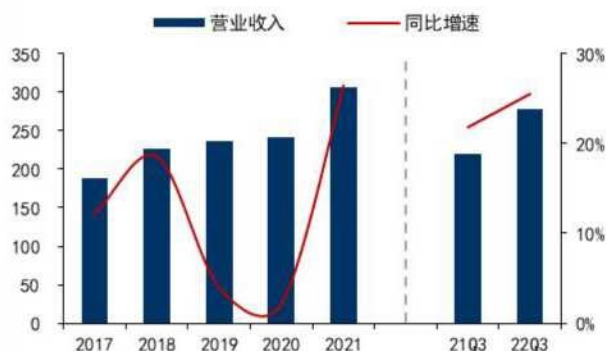


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

收入稳步增长，净利润大幅下滑。2022 年前三季度，公司实现营业收入 278.28 亿元（+25.52%），归母净利润 2.21 亿元（-50.99%），扣非归母净利润 0.73 亿元（-79.52%）。2022 年第三季度单季度，公司实现营业收入 116.78 亿元（+48.77%），归母净利润 2.69 亿元，扣非归母净利润 2.10 亿元，实现同比扭亏为盈。公司收入增长主要系发电量和电价增加。前三季度，公司发电量 465.27 亿千瓦时（+3.88%），上网电量 444.27 亿千瓦时（+4.28%），平均上网电价为 0.61 元/kwh（+22.00%）。净利润出现大幅下降主要系燃料成本增加影响。

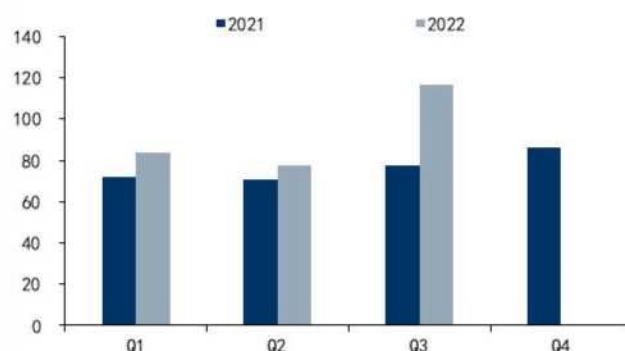
分不同电源来看，2022 年前三季度，煤电发电量 306.96 亿千瓦时（-1.58%），气电发电量 51.91 亿千瓦时（+9.64%），风电发电量 65.91 亿千瓦时（+12.54%），光伏发电量 40.49 亿千瓦时（+34.48%）。

图7: 上海电力营业收入及增速 (单位: 亿元)



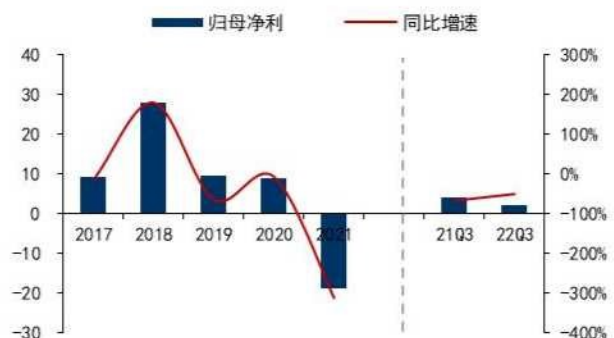
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 上海电力单季度营业收入 (单位: 亿元)



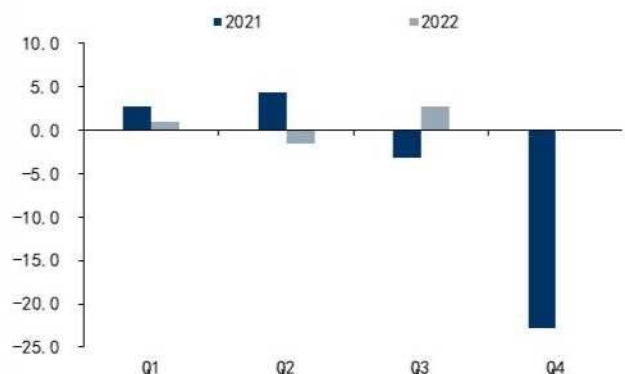
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 上海电力归母净利润及增速 (单位: 亿元)



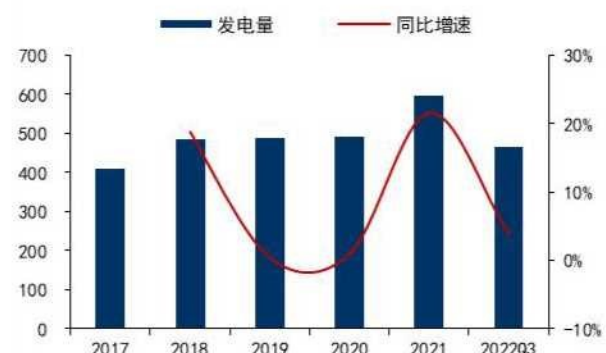
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 上海电力单季度归母净利润 (单位: 亿元)



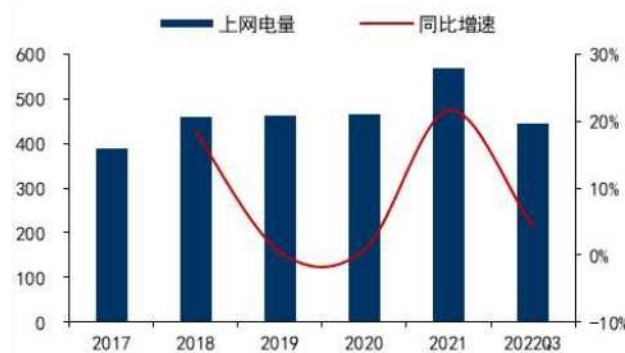
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 上海电力发电量情况 (亿千瓦时)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图12: 上海电力上网电量情况 (亿千瓦时)

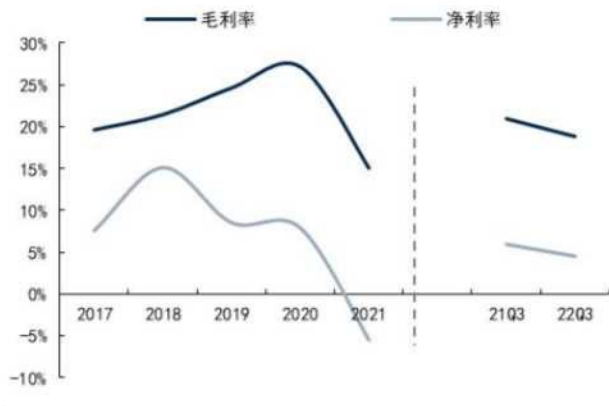


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

毛利率、净利率下降, 费用率亦有所下降。2022 年前三季度, 公司毛利率为 18.84%,

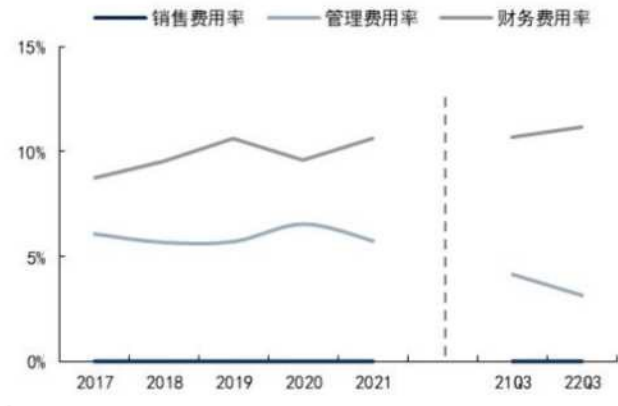
同比减少 2.12pct，主要系燃料价格上涨影响所致。费用率方面，公司管理费用率为 3.14%，同比减少 1.00pct；财务费用率为 11.19%，同比增加 0.49pct。净利率方面，公司净利率为 4.51%，同比减少 1.42pct，主要受燃料价格上涨致毛利率下降影响。

图 13: 上海电力毛利率、净利率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

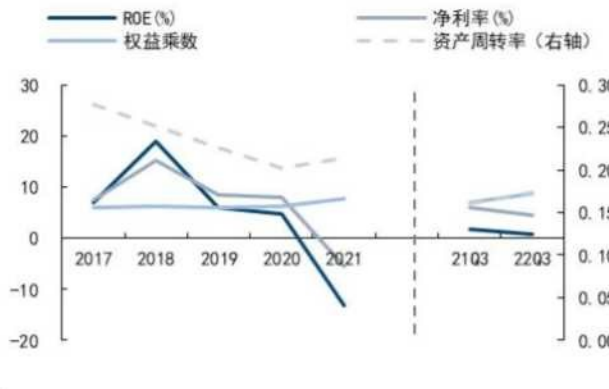
图 14: 上海电力三项费用率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

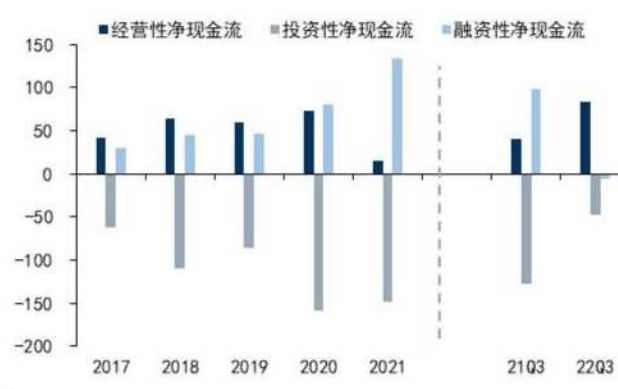
ROE 下降，经营性净现金流大幅增加。2022 年前三季度，公司 ROE 为 0.82%，同比减少 0.95pct，主要系公司净利率下降影响所致。现金流方面，前三季度，公司经营性净现金流为 82.67 亿元，同比增长 104.20%，主要系可再生能源补贴电费收回较上年同期大幅上涨导致本期销售商品收到的现金增加所致。

图 15: 上海电力 ROE 及杜邦分析



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 16: 上海电力现金流情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司火电业务盈利有望持续修复。国家政策推动煤炭保供调价，煤炭长协覆盖率、执行率和履约率提升，公司火电燃料成本有望下行；同时，煤电市场化交易电价上浮，对冲燃料成本压力，2022Q3，公司市场化交易电量 298.01 亿千瓦时，占上网电量比例为 67.08%，同比增加 70.66%，平均售电单价 0.61 元/KWh（含税），同比上涨同比增长 22.00%。

图17: 上海电力市场交易电量及占比 (亿千瓦时)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

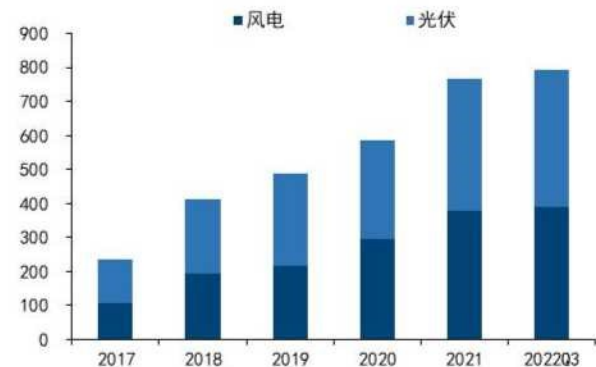
图18: 上海电力平均上网电价 (元/kwh)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

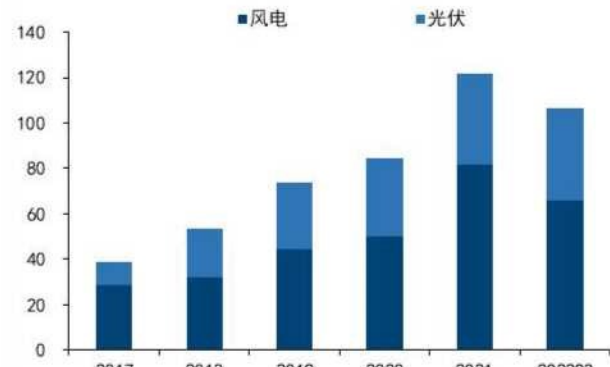
非公开发行完成, 加快海上风电项目开发。2022年7月, 公司完成非公开发行。本次非公开发行对象为公司控股股东国家电投集团, 发行股份数量为19957.94万股, 发行价6.17元/股, 募集资金12.31亿元, 用于150万千瓦的海上风电项目建设。随着募集资金到位, 公司将加快募投海上风电项目建设, 风光新能源装机规模持续增加, 推动公司业绩增长。根据公司发展规划, 到2025年, 成为国内领先的、具有一定国际影响力的清洁能源企业。到2030年, 初步建成具有全球竞争力的清洁能源企业。到2035年, 基本建成具有全球竞争力的世界一流清洁能源企业。未来公司将持续推进风光新能源项目开发, 风光装机规模有望不断增加, 为公司带来业绩增长的新动能。

图19: 上海电力风光新能源累计装机规模 (万千瓦)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图20: 上海电力风光新能源发电量情况 (亿千瓦时)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表1: 公司非公开发行募投项目情况

项目名称	装机规模 (MW)	投资总额 (亿元)	拟使用募集资金 (亿元)
盐城滨海海南 H3#海上风电项目	300	49.61	1.66
江苏如东 H4#海上风电场项目	400	69.52	2.83
江苏如东 H7#海上风电场项目	400	76.64	3.12
浙能嵊泗 2#海上风电场工程项目	400	72.22	2.84
补充流动资金		1.87	1.87
合计	1500	269.85	12.31

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

股权激励推出,保障公司发展规划落地。公司计划拟授予股票期权数量 2549 万份,用于激励公司管理人员以及核心技术骨干人员。公司首期股票期权激励计划股票期权首次授予于 2022 年 5 月完成,首次实际授予激励对象人数 152 人,股票期权授予数量为 2072 万份,授予股票期权行权价格为 12.81 元/股。公司股权激励计划落地,实现与管理人员和核心技术骨干人员的利益绑定,有助于公司战略目标实现,实现公司业绩稳步增长。

表 2: 公司股权激励计划设定的考核目标

考核指标	2022 年	2023 年	2024 年
净资产收益率	不低于 4.5%,且不低于同行	不低于 5%,且不低于同行	不低于 5.5%,且不低于同行
净利润复合增长率	不低于 11%,且 2020-2022 年	不低于 11%,且 2020-2023 年	不低于 11%,且 2020-2024 年
EVA 考核目标	完成,且 $\Delta EVA > 0$	完成,且 $\Delta EVA > 0$	完成,且 $\Delta EVA > 0$
清洁能源装机规模占总装机规模比例	不低于 54%	不低于 56%	不低于 58%

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

土耳其胡努特鲁燃煤发电项目投运,逐步释放利润。公司土耳其胡努特鲁燃煤发电项目 1 号、2 号机组分别于 2022 年 6 月、10 月投运商业运行,该项目共建设两台 66 万千瓦超超临界燃煤发电机组,总装机容量 132 万千瓦,预计每年可向土耳其供应电力约 90 亿千瓦时。土耳其胡努特鲁燃煤发电项目投运,一方面公司装机规模增长,发电量规模进一步增加;另一方面,土耳其电价大幅上浮,项目盈利性较好,显著增厚公司利润水平。

大力发展综合智慧能源等三新产业,拓展新增量。公司聚焦“新跑道”,大力发展综合智慧能源等新兴产业,目前已取得积极进展,部分代表性项目有序落地。未来公司将积极推动消费侧清洁能源替代,加快氢能、储能、电氢替代等项目开发建设,推动智慧能源与建筑、交通、工业等多领域融合发展。

盈利预测

假设前提:

火电:公司于 2022 年新增土耳其胡努特鲁燃煤发电项目 132 万千瓦装机,同时根据公司发展规划,未来新增装机集中于风光新能源领域,因而预计 2022-2024 年公司火电装机稳定为 1271 万千瓦;利用小时数方面,参考公司过往利用小时数情况,同时考虑今年上海疫情影响和未来电力市场供需变化趋势,假设 2022 年公司火电利用小时数为 4100 小时,2023-2024 年则有所提升;电价方面,由于市场化交易电价上涨,2022 年火电电价有望大幅增长,而未来随着火电成本下降,预计火电电价将保持平稳,假设 2022-2024 年公司火电电价稳定为 0.45 元/kwh (不含税)。

风光新能源发电:未来风光新能源装机为新增装机主要来源,根据公司股权激励计划中设定的清洁能源装机目标,假设公司 2022-2024 年新增风电装机 20、80、80 万千瓦,新增光伏装机 50、80、80 万千瓦;利用小时数方面,参考公司过往风光新能源项目利用小时数情况,同时公司新增风电项目以海上风电为主,假设 2022-2024 年公司新增风电利用小时数稳定为 2800 小时,光伏则为 1200 小时;电价方面,未来公司新增的风光新能源项目均为平价项目,因而预计 2022-2024 年公司风电、光伏平均上网电价将有所下降。

综合以上假设,预计 2022-2024 年公司实现营业收入分别为 373.2/401.1/413.8

亿元，增长率分别为 22%/8%/3%。成本方面，主要考虑煤炭价格变化趋势、风光新能源项目投资成本等因素进行假设。同时销售费用率、研发费用率、管理费用率、所得税率较为稳定，参考公司过往水平进行设定。由于公司火电市场化电价上浮及风光新能源装机增长，因而公司盈利同比增长，预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 9.4/24.6/31.8 亿元。

表3：公司电力业务收入测算

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
火电						
装机规模（万千瓦）	1093	1093	1139	1271	1271	1271
发电量（亿千瓦时）	413	407	476	494	532	537
上网电价（元/kwh）	0.38	0.38	0.38	0.45	0.45	0.45
营业收入（亿元）	150.2	147.4	170.2	212.3	228.4	230.7
毛利率				2.8%	11.7%	17.1%
风电						
装机规模（万千瓦）	215	294	380	400	480	560
发电量（亿千瓦时）	44	50	82	104	116	127
上网电价（元/kwh）	0.62	0.63	0.67	0.66	0.64	0.62
营业收入（亿元）	25.7	29.4	51.9	65.2	70.6	74.5
毛利率				64.8%	64.6%	60.6%
光伏						
装机规模（万千瓦）	274	290	386	436	516	596
发电量（亿千瓦时）	29	35	40	51	56	61
上网电价（元/kwh）	0.89	0.85	0.84	0.82	0.80	0.80
营业收入（亿元）	25.4	28.5	33.1	41.1	44.2	47.7
毛利率				54.7%	52.5%	50.3%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表4：公司未来三年业绩测算表（百万元）

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	30631	37321	40112	41379
营业成本	26022	28786	28856	28637
销售费用	1	1	1	1
管理费用	1927	2632	2781	2836
财务费用	3260	2800	3029	3366
营业利润	(1017)	1726	4141	5321
利润总额	(1098)	1546	4061	5241
归属于母公司净利润	(1893)	938	2464	3181
EPS	-0.72	0.36	0.94	1.22
ROE	-10%	5%	13%	15%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

可比公司的选择：公司为上海市主要电力企业，公司当前以火电装机为主，未来将大力发展风光新能源发电。选取从火电积极转型发展风光新能源且总体装机容量相当的粤电力 A、福能股份、内蒙华电作为可比公司。同时，公司加快风光新能源发展，选取新能源发电龙头企业龙源电力作为可比公司。

投资建议：我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 373.2、401.1、413.8 亿元，同比增长 22%、8%、3%；归母净利润分别为 9.4、24.6、31.8 亿元，2023-2024 年同比增长 163%、29%；EPS 为 0.36、0.94、1.22 元，当前股价对应 PE 为 27.2、10.4、8.0x。公司火电业务盈利修复有望持续，且土耳其项目投运带来新的利润

增长点，同时公司持续推进风光新能源项目建设和大力发展综合智慧能源等三新产业，拓展业绩新增量。给予公司 2023 年 12-13 倍 PE，对应 11.28-12.22 元/股合理价值，较目前股价有 16%-25% 的溢价空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

表5：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				PEG (22E)	投资 评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E		
000539.SZ	粤电力 A	4.87	256	-0.60	-0.20	0.23	0.43	-8	-24	22	11	0.1	无
600483.SH	福能股份	11.21	219	0.65	1.22	1.36	1.52	17	9	8	7	0.6	无
600863.SH	内蒙华电	3.74	244	0.07	0.38	0.50	0.56	54	10	8	7	0.4	无
001289.SZ	龙源电力	18.48	1549	0.76	0.90	1.08	0.50	24	21	17	37	1.3	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：为 Wind 一致预测

风险提示

估值的风险

我们采取相对估值方法计算得出公司的合理估值在 11.28-12.22 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年的业务成本和业务收入加入了很多个人的判断：

- 1、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2023 年 PE 水平作为相对估值的参考，同时考虑公司成长性，对行业平均动态 PE 进行修正。
- 2、新能源建设具有一定不确定性，如光伏组件价格持续高位、风电资源竞争激烈等，公司新能源装机规模增速可能不及预期。
- 3、随着电力市场化交易不断推进，新能源电力的不稳定性导致在电力市场化交易中相较传统能源具备一定劣势，因此存在电价大幅下跌的风险。同时市场上也在推进新能源配储能的进程，一定程度上将给新能源的建设成本增加压力，也有可能造成新能源装机进展不及预期。
- 4、煤炭价格持续高位，国家发改委于 2022 年 2 月发布《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》，给出秦皇岛港下水煤（5500 千卡）中长期交易价格在合理区间 570~770 元/吨（含税），但煤炭市场存在不确定性，有可能出现燃料价格下跌不及预期的情况。

盈利预测的风险

在对公司火电、新能源项目未来盈利预测中，我们设定了很多参数，这些参数为基于历史数据及对未来变化的个人判断：

- 1、我们认为若国家从煤炭供给侧对电力运营上游进行调控，电力市场化推进不及预期可能导致电价的上浮不及我们预期；
- 2、若新能源项目投运增长不及预期，可能影响公司业绩增长；
- 3、若新能源当年来风、光照条件较差，可能影响公司当年新能源分部的业绩。

经营及其它风险

- 1、电价波动风险。上网电价是影响公司盈利能力的重要因素。我国发电企业上网

电价受到政府的严格监管，未来随着电力改革的深入及竞价上网的实施，可能导致公司的上网电价水平发生变化，这将可能影响公司的盈利水平。

2、政策风险。随着对新能源与传统能源公平竞争的互生越来越大，新能源配比储能将大大增加成本，从而影响新能源盈利不及预期。

3、宏观经济下行风险。若宏观经济下行，将可能会影响电力消费需求，导致电力消纳不及预期；同时，电力供需格局偏松，将可能导致电价下行，影响公司收入和净利润水平。

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	5797	5889	8356	11641	16717	营业收入	24203	30631	37321	40112	41379
应收款项	10378	15308	20696	23342	25213	营业成本	17625	26022	28786	28856	28637
存货净额	338	1296	1380	1353	1306	营业税金及附加	182	200	261	281	290
其他流动资产	1689	2728	3323	3572	3685	销售费用	1	1	1	1	1
流动资产合计	18202	25440	34108	40471	47822	管理费用	1749	1927	2632	2781	2836
固定资产	85122	101547	100904	108775	116359	财务费用	2319	3260	2800	3029	3366
无形资产及其他	3082	4470	4890	5324	5773	投资收益	660	374	274	374	374
投资性房地产	8080	10122	10122	10122	10122	资产减值及公允价值变动	(525)	(597)	(1004)	(1087)	(1171)
长期股权投资	14461	15130	16233	17462	18463	其他收入	36	(17)	(385)	(311)	(131)
资产总计	128947	156709	166256	182154	198538	营业利润	2496	(1017)	1726	4141	5321
短期借款及交易性金融负债	22263	23718	23280	23087	23362	营业外净收支	6	(80)	(180)	(80)	(80)
应付款项	6137	11840	12608	12360	11932	利润总额	2503	(1098)	1546	4061	5241
其他流动负债	15388	18179	19801	19579	19022	所得税费用	591	584	309	812	1048
流动负债合计	43788	53737	55689	55026	54315	少数股东损益	1022	212	299	784	1012
长期借款及应付债券	38964	47950	52180	62893	73130	归属于母公司净利润	889	(1893)	938	2464	3181
其他长期负债	11518	17214	19715	23288	27211						
长期负债合计	50482	65164	71894	86181	100341	现金流量表（百万元）					
负债合计	94270	118901	127583	141207	154656	净利润	889	(1893)	938	2464	3181
少数股东权益	15066	20174	20383	20932	21640	资产减值准备	338	71	408	82	85
股东权益	19611	17633	18290	20015	22242	折旧摊销	4226	4808	6257	6780	7341
负债和股东权益总计	128947	156709	166256	182154	198538	公允价值变动损失	338	71	408	82	85
						财务费用	2319	3260	2800	3029	3366
关键财务与估值指标						营运资本变动	(770)	1569	(3679)	(3337)	(2923)
每股收益	0.34	(0.72)	0.36	0.94	1.22	其它	2251	(3069)	2327	3121	3615
每股红利	0.11	0.00	0.11	0.28	0.36	经营活动现金流	7273	1557	6659	9194	11383
每股净资产	7.49	6.74	6.99	7.65	8.50	资本开支	(14522)	(11533)	(6442)	(15168)	(15459)
ROIC	5%	5%	5%	7%	7%	其它投资现金流	0	(220)	(132)	(211)	(338)
ROE	5%	-10%	5%	13%	15%	投资活动现金流	(15935)	(14787)	(7677)	(16609)	(16797)
毛利率	27%	15%	23%	28%	31%	权益性融资	4435	6334	0	0	0
EBIT Margin	20%	9%	15%	20%	23%	负债净变化	14455	8986	4230	10714	10237
EBITDA Margin	37%	24%	32%	37%	41%	支付股利、利息	(288)	0	(281)	(739)	(954)
收入增长	2%	27%	22%	7%	3%	其它融资现金流	(9276)	(4761)	(438)	(193)	275
净利润增长率	-8%	-313%	-150%	163%	29%	融资活动现金流	7990	13368	3486	10700	10489
资产负债率	85%	89%	89%	89%	89%	现金净变动	(724)	92	2467	3285	5076
股息率	1.1%	0.0%	1.1%	2.9%	3.7%	货币资金的期初余额	6520	5797	5889	8356	11641
P/E	28.7	(13.5)	27.2	10.4	8.0	货币资金的期末余额	5797	5889	8356	11641	16717
P/B	1.3	1.4	1.4	1.3	1.1	企业自由现金流	0	(1133)	631	(5178)	(3373)
EV/EBITDA	13.2	19.4	12.9	11.1	10.6	权益自由现金流	0	3092	2184	2919	4446

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