

# 三峡水利 (600116.SH)

来水较差导致三季度净利润同比减少，综合能源服务商雏形初显

买入

## 核心观点

**持有稀缺电网资源，盈利能力居行业前列。**目前上市公司中具备完整售配电资产的公司不多，与三峡水利类似的公司有桂东电力、乐山电力、西昌电力，公司 ROE、净利率均属前列，但毛利率下降较快，售配电毛利收到不断挤压。

**非经常性损益出现较大亏损，拖累公司净利润表现。**公司前三季度实现营业收入 82.5 亿，同比增加 15.6%；归母净利润 4.48 亿，同比减少 44.8%。主要因为持有和处置交易性金融资产、交易性金融负债产生的公允价值变动损益产生 1.5 亿亏损，其中大部分是由 2021 年认购定增的上市公司股票本期公允价值下降所致，因此严重拖累净利润表现。

**三季度来水急转直下，有水电量大幅减少，净利润下降。**Q3 单季度营收 30.36 亿元，同比增加 18.3%，单季度净利润 1.67 亿元，同比减少 56%。原因是三季度来水情况差，单季度水电量 4.4 亿度，同比减少 72%。

**受累于净利润表现不佳，ROE 和经营性现金流同比下降。**2022Q3 净利率 5.43%，同比减少 6.38pct，由于净利率的明显下滑，2022Q3 公司 ROE 为 4.05%，同比减少 3.61pct，主要受到本期电解锰业务利润率下滑、非经常性损益出现亏损以及水电电量减少的影响。2022Q3 经营性净现金流入 2.43 亿元，同比减少 22.9%。

**发力分布式光伏、储能、综合能源管理，综合能源服务商雏形初显。**公司目前发力综合能源业务，已具备一定规模的分布式光伏供电、供热、供冷、用户侧储能项目规模，随着规模的不断增加，期待在未来加速释放利润。

**风险提示：**电价大幅下降、购电成本大幅增加、综合能源业务进度不及预期。

**投资建议：**首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计 2022-2024 年，公司营业收入分别为 109.2、130.7、152.6 亿元，同比增长 7.3%、19.7%、16.8%；归母净利润分别为 5.83、11.99、14.92 亿元，同比增长-32.6%、105.5%、24.5%，给予公司 2023 年 17-18 倍 PE，对应权益市值 204-216 亿元，对应 10.67-11.30 元/股合理价值，较目前股价有 24%~31%的溢价空间。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,256	10,177	10,919	13,070	15,263
(+/-%)	302.2%	93.6%	7.3%	19.7%	16.8%
净利润(百万元)	620	865	583.35	1198.89	1492.13
(+/-%)	223.4%	39.5%	-32.6%	105.5%	24.5%
每股收益(元)	0.32	0.45	0.31	0.63	0.78
EBIT Margin	13.6%	11.3%	13.1%	13.8%	14.7%
净资产收益率 (ROE)	6.1%	7.9%	5.2%	9.9%	11.4%
市盈率 (PE)	26.5	19.0	28.2	13.7	11.0
EV/EBITDA	22.7	15.5	14.0	12.5	11.2
市净率 (PB)	1.61	1.51	1.45	1.36	1.25

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

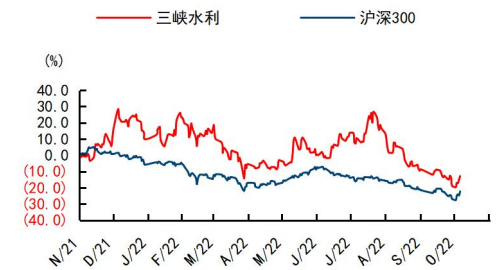
zhenghanlin@guosen.com.cn

S0980522090003

### 基础数据

投资评级	买入(首次覆盖)
合理估值	10.67 - 11.30 元
收盘价	8.60 元
总市值/流通市值	16443/13554 百万元
52 周最高价/最低价	12.96/7.84 元
近 3 个月日均成交额	215.05 百万元

### 市场走势

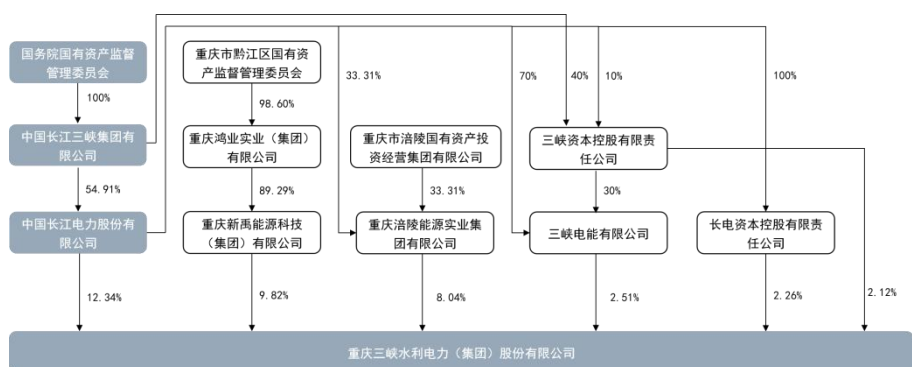


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

公司主营业务为水利发电、区域配电网和电解锰生产。公司实控人为国务院国资委，是央企三峡集团控股公司。公司作为三峡集团践行国家电力体系改革的试点平台，是集团内以配电网为主业的唯一上市平台。公司前身为万县电业公司，1994年改制为股份有限公司后，于1997年在上交所上市，2020年进行重大资产重组，整合重庆区域的配电网资源，开展区域配电网业务。公司的配电网涉及重庆万州区、涪陵区、黔江区、秀山县、酉阳县等区域，掌握了稀缺的配电网市场资源，且供电网络与国网重庆电力、湖北电网及南网贵州电网均有联网，供区划分明确，并有稳定的客户基础，年均供电量占重庆市年均用电量的10%左右，在当地拥有重要的市场地位。此外，公司目前持有75万千瓦的水电资产，一方面可以通过自有电站发电进行供电，另外还可以向关联电网购电进行配电网，供电收益和供电安全均可得到保障。

图1：公司股权结构图



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**持有稀缺电网资源，盈利能力居行业前列。**目前上市公司中具备完整售配电网资产的公司不多，与三峡水利类似的公司有桂东电力、乐山电力、西昌电力，均为区域性售配电网公司，以自有发电和配电网为主业，横向对比三峡水利的总资产和桂东电力持平，资产总额达212.5亿元，但增速远高于桂东电力。

相比于其他配电网公司，公司ROE、净利率均属前列，但毛利率下降较快，目前位于行业中下水平。南网能源作为行业内综合能源龙头，毛利率和净利率远高于几家传统配电网公司，三峡水利正在快速布局综合能源业务，随着综合能源业务的不断拓展，未三峡水利来盈利能力有望追赶南网能源。

图2：行业内公司资产规模对比（单位：亿元）

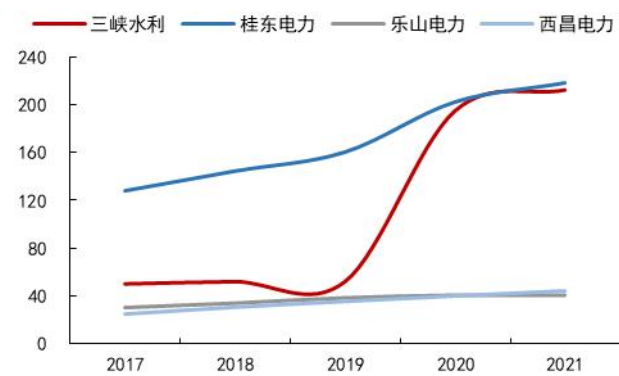
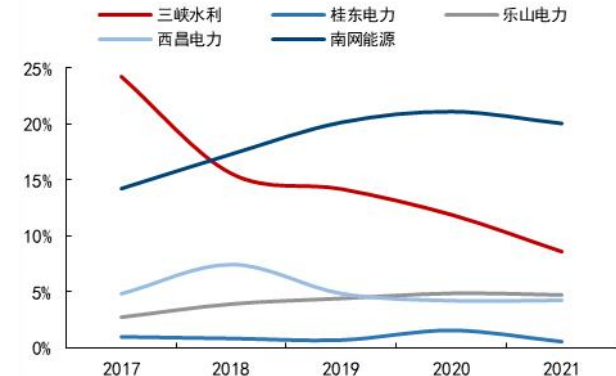
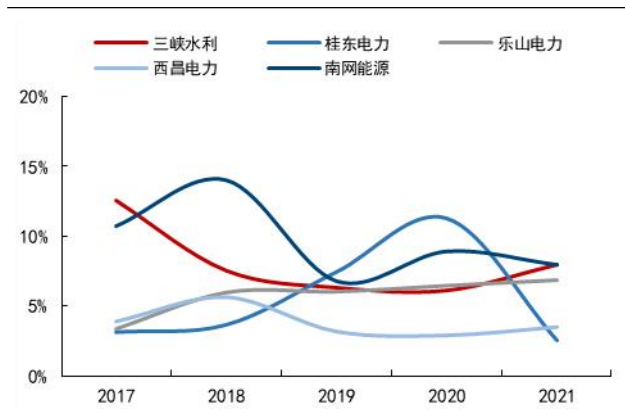


图3：行业内公司净利率对比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

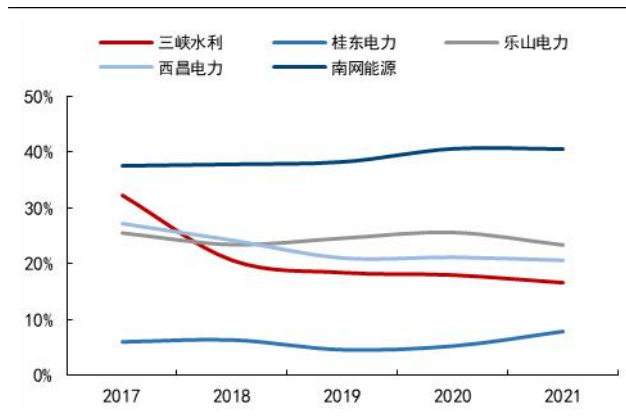
图4：行业内公司 ROE 对比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：行业内公司毛利率对比

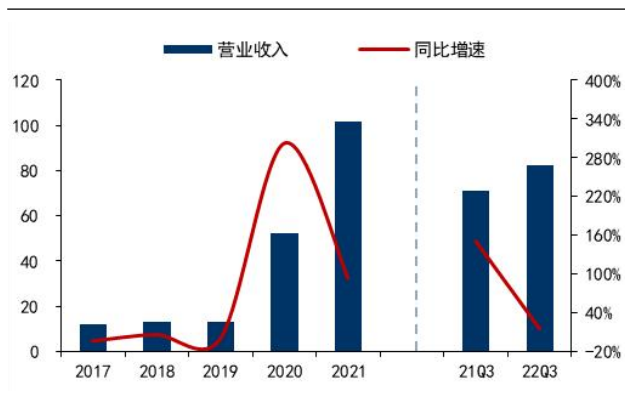


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**非经常性损益出现较大亏损，拖累公司净利润表现。**公司前三季度实现营收 82.5 亿，同比增加 15.6%；归母净利润 4.48 亿，同比减少 44.8%。主要因为持有和处置交易性金融资产、交易性金融负债产生的公允价值变动损益产生 1.5 亿亏损，其中大部分是由 2021 年认购定增的上市公司股票本期公允价值下降所致，因此严重拖累净利润表现。

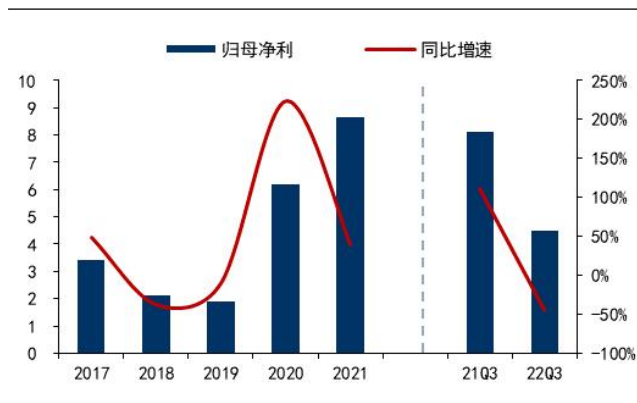
**电解铝业务利润同比减少。**随着公司电解锰业务子公司部分资产的关停，公司电解锰业务体量逐步下降，2022H1 电解锰自产 1.7 万吨，分别同比下降 61%，总体销量 3.0 万吨。同时由于 2022H1 电解锰价格相较 2021 年底大幅下降，业务毛利有所降低，拖累整体净利率。

图6：公司营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



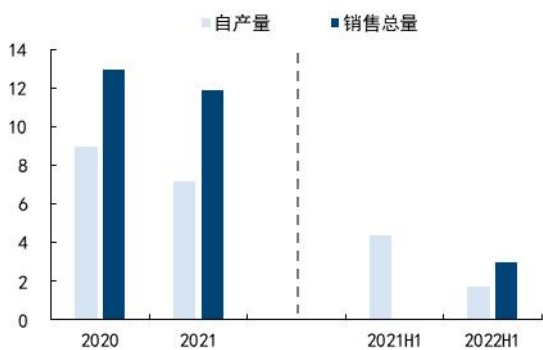
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司电解锰业务自产和销售规模（单位：万吨）

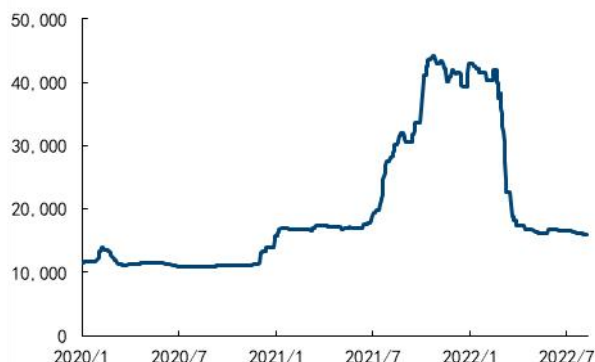


图9：长江有色市场电解锰出厂均价（单位：元/吨）





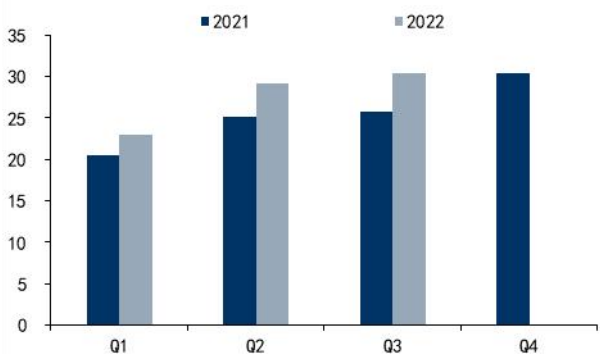
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

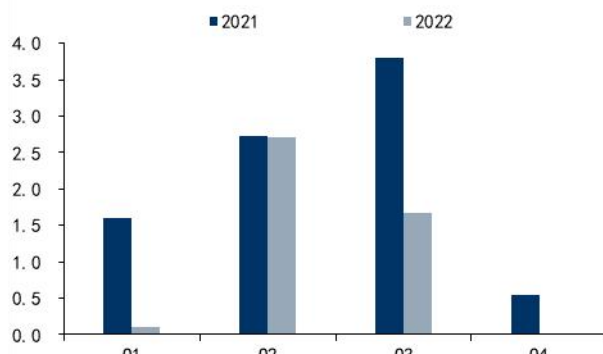
**三季度来水急转直下，有水电量大幅减少，净利润下降。** Q3 单季度营收 30.36 亿元，同比增加 18.3%，单季度净利润 1.67 亿元，同比减少 56%。原因是三季度来水情况差，单季度水电量 4.4 亿度，同比减少 72%。

图10：公司单季度营业收入情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

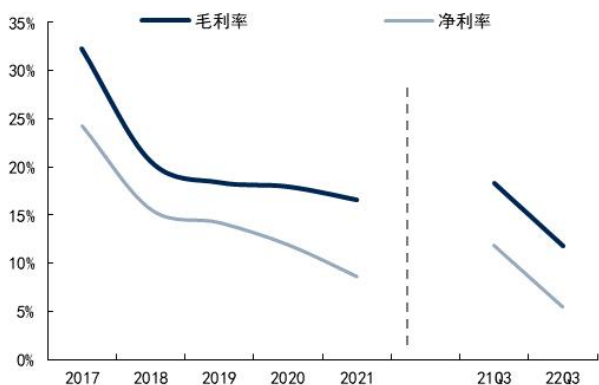
图11：公司单季度净利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

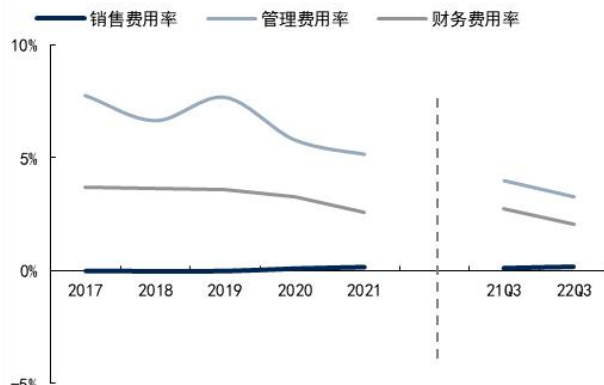
**公司毛利率净利率下降明显、三项费用率略有下降。**

图12：公司毛利率、净利率情况



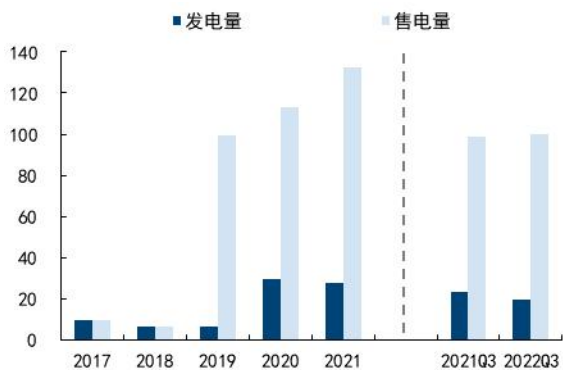
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图13：公司三项费用率情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图14: 公司自发电量及售电量情况 (单位: 亿千瓦时)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

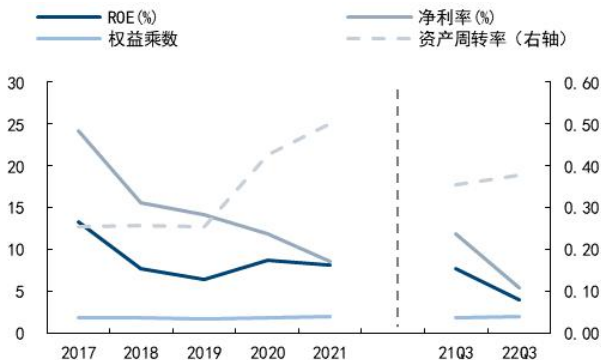
图15: 公司售电均价、电力业务利润情况 (元/千瓦时、亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**受累于净利润表现不佳, ROE 和经营性现金流同比下降。2022Q3 净利率 5.43%, 同比减少 6.38pct, 由于净利率的明显下滑, 2022Q3 公司 ROE 为 4.05%, 同比减少 3.61pct, 主要受到本期电解锰业务利润率下滑、非经常性损益出现亏损以及水电电量减少的影响。2022Q3 经营性净现金流入 2.43 亿元, 同比减少 22.9%。**

图16: 公司 ROE 及杜邦分析



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图17: 公司现金流情况 (单位: 亿元)



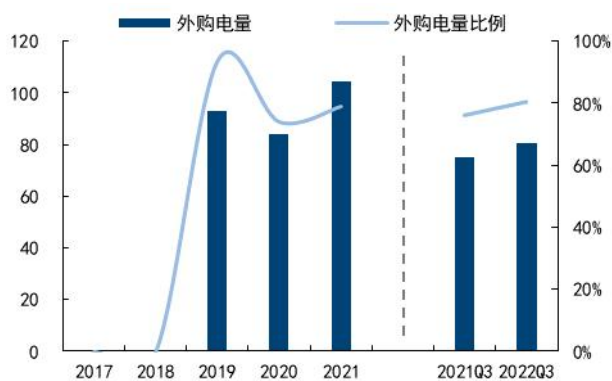
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**配售电一体化具备定价和调度优势, 综合能源转型有望扭转低毛利困境。**一方面, 公司目前虽掌握稀缺且优质的区域电网资产, 但随着外购电比例的不断扩大, 公司单纯购电+转售模式的利润受到不断挤压, 尤其在目前国内发电成本变化无法完全传导至售电电价的情况下, 当电力供应紧张时, “中间商”的利润空间更加无法得到保证, 2017 年至 2021 年售电毛利率不断下降, 已下滑至 16.2%。另一方面, 公司拥有优质电网资源, 直接面向终端用户, 深度掌握区域内的能源使用和能源生产情况, 可以通过科学调度完成能源供应的高效分配。因此, 通过增加自有能源生产量、面向终端用户直接提供综合能源服务, 可解决目前“中间商”角色的困境, 充分发挥定价权和调度优势。

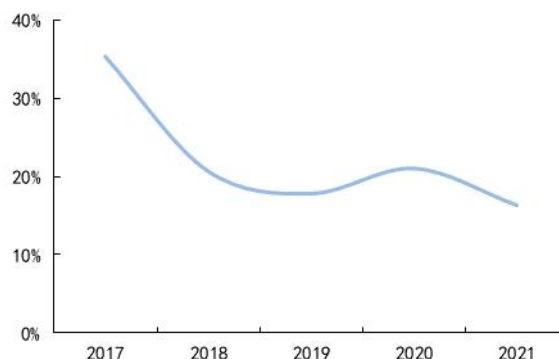
图18: 公司外购电量及比例变化 (单位: 亿千瓦时)

图19: 售电毛利率变化





资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**发力分布式光伏、储能、综合能源管理，综合能源服务商雏形初显。**公司目前在全力拓展综合能源业务，项目落地加速推进，已具有一定规模的分布式光伏供电、供热、供冷、用户侧储能项目规模，随着规模的不断增加，期待在未来加速释放利润。

储能方面，公司在广东等地积极推进用户侧储能业务，2022H1 投资设立 24 个项目，总容量 36.42MWh，已有 6 个项目建成投运，总容量 12.2MWh；拟投资设立广东省内用户侧储能项目，涉及用户 15 个，合计容量 34.4MWh。

分布式光伏方面，拟与九江诺贝尔陶瓷公司合作，投资建设 21.9MW 的分布式光伏项目，将采用“自发自用、余电上网”的模式运营，并与用户签订合同能源管理合同；拟投资建设重庆涪陵临港经济区首期屋顶光伏项目，装机容量 11.54MW。

综合能源服务方面，2022H1 落地了首个综合能源示范项目（万州经开区九龙园热电联产项目），三台锅炉及两台发电机组全部建成投产；拟投资建设重庆龙兴赣锋能源站，以天然气发电的方式为工业园区供冷供热供电，项目设计年发电量 8.62 亿 KWh，产热 210 万 GJ。

## 盈利预测

假设前提：

售电：根据公司披露的“十四五”规划，公司“十四五”期间售电量达到 1000 亿千瓦时，预计公司 2022-2024 年售电量增速为 15%、15%、15%，公司自有水电无新建规划，2022-2024 水电发电量增速分别为-20%、5%、5%。

表 1：售电业务关键假设及测算

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>自产电业务</b>				
装机 (MW)	746.20	746.20	746.20	746.20
售电量 (亿千瓦时)	26.95	21.56	22.64	23.77
售电单价 (元/千瓦时)	0.44	0.50	0.53	0.56
收入 (百万)	1182.4	1087.8	1199.3	1322.3
成本 (百万)	363.51	363.51	363.51	363.51

**外购电业务**

转卖售电量（亿千瓦时）	105.23	126.99	140.44	156.04
售电电价（元/千瓦时）	0.44	0.50	0.56	0.58
外购电价（元/千瓦时）	0.38	0.42	0.47	0.49
收入（百万）	4617.6	6408.0	7795.5	9094.5
成本（百万）	3957.4	5396.3	6588.7	7686.5

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理和预测

电解锰：随着产能退出和业务重心的转移，预计公司 2022-2024 年自产产量为 5.0

表2：电解锰业务关键假设及测算

	2021	2022E	2023E	2024E
产能（万吨）	8.0	5.0	5.0	5.0
自产产量（万吨）	7.18	5.00	5.00	5.00
外购量（万吨）	4.73	2.60	2.60	2.60
自产单位成本（万元/吨）	0.40	0.38	0.36	0.34
成本（百万）	2,917	1,708	1,774	1,845
收入（百万）	3,527	2,363	2,481	2,605

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理和预测

万吨，外购量为 2.6 万吨，毛利率分别为 28%/29%/29%。

综合能源：根据公司现有落地项目和拟投资项目估计未来增速，假设 2022-2024 年热电联产供电量分别为 3.4、11.2、20.1 亿千瓦时，售电单价分别为 0.50、0.56、0.58 元/千瓦时，供热量分别为 4000、13000、23000GJ，储能装机规模分别为 6.1、35.4、67.7MW，储能售电单价为 0.8、0.8、0.8 元/千瓦时，分布式光伏装机分别为 0、11.0、22.5MW。

表3：综合能源业务关键假设及测算

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>热电联产业务</b>				
供热量（GJ）		4000	13000	23000
供电量（万千瓦时）		34200	112262	200603
售电单价（元/千瓦时）		0.50	0.56	0.58
供热单价（元/GJ）		1000	1000	1000
<b>储能业务</b>				
装机（MW）		6.1	35.4	67.7
损耗率（%）		5%	5%	5%
发电量（万千瓦时）		423.0	2878.7	7147.3
度电成本（元/千瓦时）		0.54	0.54	0.54
售电电价（元/千瓦时）		0.80	0.80	0.80
<b>分布式光伏</b>				
装机（MW）			21.9	44.9

售电量（万千瓦时）	2190	4490
度电成本（元/千瓦时）	0.28	0.28
售电单价（元/千瓦时）	0.50	0.50

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理和预测

综上所述,预计2022-2024年公司实现营业收入分别为109.2/130.7/152.6亿元,。公司销售费用率、研发费用率、管理费用率较为稳定,假设与2021年费率相同。

未来三年业绩预测:

表4: 未来三年业绩预测表(单位:百万元)

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	10177	10919	13070	15263
营业成本	8495	8918	10564	12189
销售费用	18	68	82	95
管理费用	584	19	23	27
投资收益	159	(200)	159	159
财务费用	261	249	293	350
营业利润	1288	958	1757	2138
利润总额	1123	758	1557	1938
归母净利润	865	583	1199	1492
EPS(元)	0.45	0.31	0.63	0.78
ROE	7.9%	5.2%	9.9%	11.4%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理和预测

## 估值与投资建议

可比公司的选择：三峡水利为持有稀缺电网资源的区域配售电业务公司，类似的公司为桂东电力、乐山电力、西昌电力，主要业务均为自发电及配售电，具有极强的可比价值。此外，公司正在全力转型升级为综合能源服务商，南网能源作为具备电网背景的综合能源服务龙头，也具有很强的参考价值，三峡水利有望未来在业务形态上向南网能源看齐。

**投资建议：**我们预计2022-2024年，公司营业收入分别为109.2、130.7、152.6亿元，同比增长7.3%、19.7%、16.8%；归母净利润分别为5.83、11.99、14.92亿元，同比增长-32.6%、105.5%、24.5%；EPS为0.31、0.63、0.78元，当前股价对应PE为28.2x、13.7x、11.0x。区域配售电公司桂东电力、西昌电力对应2021年PE分别为49.3x、64.6x。乐山电力对应2022-2024年PE估值分别为20.8、18.0、16.2x。综合能源龙头南网能源对应2022-2024年PE估值分别为35.2、28.5、23.0x。考虑到公司配售电业务基本面稳定，且全力转型升级，给予公司2023年17-18倍PE，对应权益市值204-216亿元，对应10.67-11.30元/股合理价值，较目前股价有24%~31%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		EPS				PE				ROE	PEG	投资
			亿元	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	(21A)	(22E)	评级	
600310.SH	桂东电力	2.96	43.4	0.06				49.3				3%	-	无	
600505.SH	西昌电力	7.75	28.3	0.12				64.6				3%	-	无	
600644.SH	乐山电力	6.66	35.9	0.22	0.32	0.37	0.41	30.3	20.8	18.0	16.2	7%	0.90	无	
003035.SZ	南网能源	5.99	226.9	0.13	0.17	0.21	0.26	46.1	35.2	28.5	23.0	8%	1.49	无	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：乐山电力、南网能源为 Wind 一致预测

### 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 10.67-11.30 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，选取了可比公司的 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、考虑公司正在大举向综合能源服务商转型，且在电力市场化进展当中，地方售配电网资产稀缺，因此给予公司 2023 年 17-18 倍 PE，可能未充分考虑市场整体估值波动的风险。

### 盈利预测的风险

在对公司电力、电解铝及综合能源服务业务的未来盈利预测中，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、公司电量供应部分来源为自有水电发电，但水电每年来水情况波动性较大，因此将直接影响供电紧张程度，若供电持续紧张，公司外采电成本将显著增加，造成经营利润下降的风险；

2、电解铝业务目前处于去产能的过程当中，去产能计划的波动将直接影响此部分的业绩情况；

3、公司正在布局综合能源业务，项目若不及预期将导致此部分盈利预测偏高。

### 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“隔墙售电”等政策的逐步推出，电网企业的盈利模式可能发生一定转变。

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	1775	1750	1501	1638	1592	<b>营业收入</b>	<b>5256</b>	<b>10177</b>	<b>10919</b>	<b>13070</b>	<b>15263</b>
应收款项	776	919	687	464	124	营业成本	4315	8495	8918	10564	12189
存货净额	265	421	444	530	615	营业税金及附加	37	64	68	82	95
其他流动资产	839	888	952	1140	1331	销售费用	6	18	19	23	27
<b>流动资产合计</b>	<b>3655</b>	<b>4775</b>	<b>4859</b>	<b>5811</b>	<b>6923</b>	管理费用	346	584	609	733	859
固定资产	9281	9695	10113	10963	11984	财务费用	171	261	249	293	350
无形资产及其他	1255	1232	1617	2010	2413	投资收益	80	159	(200)	159	159
						资产减值及公允价值变					
投资性房地产	4291	4050	4050	4050	4050	动	40	257	51	83	83
长期股权投资	1001	1500	1982	2624	3164	其他收入	215	118	51	140	153
<b>资产总计</b>	<b>19483</b>	<b>21252</b>	<b>22621</b>	<b>25458</b>	<b>28535</b>	营业利润	717	1288	958	1757	2138
短期借款及交易性金融						营业外净收支	9	(165)	(200)	(200)	(200)
负债	4463	2873	2873	3422	3908	利润总额	725	1123	758	1557	1938
应付款项	1131	964	1016	1213	1406	<b>所得税费用</b>	<b>101</b>	<b>250</b>	<b>169</b>	<b>347</b>	<b>431</b>
其他流动负债	970	1195	1262	1506	1747	少数股东损益	4	8	6	11	14
<b>流动负债合计</b>	<b>6564</b>	<b>5032</b>	<b>5151</b>	<b>6140</b>	<b>7061</b>	归属于母公司净利润	620	865	583	1199	1492
长期借款及应付债券	1697	4215	4959	5850	6898						
其他长期负债	747	795	907	1054	1157	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>2445</b>	<b>5009</b>	<b>5866</b>	<b>6905</b>	<b>8055</b>	<b>净利润</b>	620	865	583	1199	1492
<b>负债合计</b>	<b>9009</b>	<b>10042</b>	<b>11017</b>	<b>13045</b>	<b>15116</b>	资产减值准备	(10)	(217)	207	(32)	0
少数股东权益	266	287	290	298	307	折旧摊销	406	552	528	555	589
股东权益	10209	10924	11314	12115	13112	公允价值变动损失	(10)	(217)	207	(32)	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>19483</b>	<b>21252</b>	<b>22621</b>	<b>25458</b>	<b>28535</b>	财务费用	171	261	249	293	350
						营运资本变动	(314)	(290)	263	390	499
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	其它	215	622	246	175	200
每股收益	0.32	0.45	0.31	0.63	0.78	<b>经营活动现金流</b>	<b>908</b>	<b>1315</b>	<b>2034</b>	<b>2254</b>	<b>2781</b>
每股红利	0.10	0.15	0.10	0.21	0.26	资本开支	(487)	(1043)	(1538)	(1767)	(2013)
每股净资产	5.34	5.71	5.92	6.34	6.86	其它投资现金流	0	(796)	(478)	(764)	(1223)
ROIC	5.24%	5.29%	7%	8%	10%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(318)</b>	<b>(1769)</b>	<b>(2497)</b>	<b>(3172)</b>	<b>(3777)</b>
ROE	6.07%	7.92%	5.16%	9.90%	11.38%	权益性融资	488	30	0	0	0
毛利率	18%	17%	18%	19%	20%	负债净变化	869	2517	745	891	1048
EBIT Margin	14%	11%	13%	14%	15%	支付股利、利息	(191)	(287)	(193)	(398)	(495)
EBITDA Margin	21%	17%	18%	18%	19%	其它融资现金流	(1124)	(1590)	0	549	486
收入增长	302%	94%	7%	20%	17%	<b>融资活动现金流</b>	<b>233</b>	<b>616</b>	<b>214</b>	<b>1055</b>	<b>950</b>
净利润增长率	223%	40%	-33%	106%	24%	<b>现金净变动</b>	<b>1136</b>	<b>(25)</b>	<b>(249)</b>	<b>137</b>	<b>(46)</b>
资产负债率	48%	49%	50%	52%	54%	货币资金的期初余额	639	1775	1750	1501	1638
股息率	1.2%	1.7%	1.2%	2.4%	3.0%	货币资金的期末余额	1775	1750	1501	1638	1592
P/E	26.5	19.0	28.2	13.7	11.0						

P/B	1.6	1.5	1.5	1.4	1.3	企业自由现金流	0	114	363	581	817
EV/EBITDA	22.7	15.5	14.0	12.5	11.2	权益自由现金流	0	1042	914	1792	2079

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