

国电南瑞（600406）/电气设备

信通与集成发力，业绩超预期

评级：增持（维持）

市场价格：23.14

分析师：苏晨

执业证书编号：S0740519050003

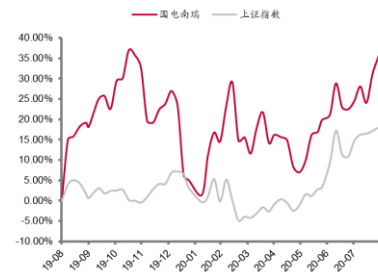
Email: suchen@r.qlzq.com.cn

研究助理：张哲源

Email: zhangzy@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	4622
流通股本(百万股)	2935
市价(元)	23.14
市值(百万元)	106952
流通市值(百万元)	67895

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	28,540.37	32,423.59	37,270.44	43,878.13	51,038.04
增长率 yoy%	17.95%	13.61%	14.95%	17.73%	16.32%
净利润	4,162.07	4,343.07	5,121.17	6,098.73	7,082.50
增长率 yoy%	28.44%	4.35%	17.92%	19.09%	16.13%
每股收益(元)	0.90	0.94	1.11	1.32	1.53
每股现金流量	-0.24	0.01	0.25	0.34	0.36
净资产收益率	14.98%	14.23%	14.59%	15.67%	16.32%
P/E	25.7	24.6	20.9	17.5	15.1
PEG	1.85	1.37	1.41	1.26	0.84
P/B	3.8	3.5	3.0	2.7	2.5

备注：股价取自 2020 年 8 月 28 日收盘价

投资要点

- 公司发布 2020 年中报：** 营收 121.54 亿元，同比增长 11.15%，归母净利润 13.77 亿元，同比增长 14.59%，扣非归母净利润 12.72 亿元，同比增长 14.24%，EPS 为 0.30 元，同比增长 15.38%，毛利率为 27.47%，同比下降 0.05pct；净利率为 12.19%，同比提升 0.47pct。单二季度实现营收 82.80 亿元，同比增长 15.27%，实现归母净利润 13.01 亿元，同比增长 15.65%，实现扣非归母净利润 12.22 亿元，同比增长 14.63%。经营超市场预期。
- 二季度经营显著回暖，支撑上半年实现两位数正增长。** 由于疫情影响公司及电网复工复产及项目进度，Q1 公司营收及业绩有小幅下滑，但表现显著优于行业。Q2 以来电网加速推进复工复产及项目进程，公司统筹推进稳增长、强技术、拓市场、促改革等工作，Q2 营收及归母净利润同比增长 15.27%/15.65%，经营显著复苏，支撑上半年营收及业绩取得两位数正增长。
- 集成、信通、发电及水利环保业务增速较高，整体毛利率稳定。** 2020H1 公司电网自动化及工业控制、电力自动化信息通信、继电保护及柔性输电、发电及水利环保、集成及其他业务营收占比分别为 56.5%/17.8%/11.6%/7.5%/6.3%，其中，集成及其他业务大幅增长 103.01%，原因为能设备租赁业务快速增长；电力自动化信息通信增长 35.04%，原因为信息化投资高增且公司领导地位稳固；发电及水利环保业务增长 39.39%，原因为行业转型升级。2020H1 整体毛利率保持稳定，其中继保及柔直毛利率大幅提升 6.67pct，发电及水利环保毛利率下滑 6.60pct。
- 2020H1 新签订单较快增长，信通及电网自动化订单增速较高，充沛订单支撑营收及业绩稳健增长。** 根据公司公告，2020H1 公司整体新签订单实现较快增长，通信业务、电网自动化及工控订单增速较高，发电水利环保新签订单持平，继保及柔直订单由于特高压直流项目招标较少导致新签订单有所下滑。2019 年末公司在手订单接近 400 亿，上半年新签订单实现较快增长，饱满订单支撑业绩持续高增。
- 数字新基建发力，特高压招标开启在即。** 特高压为“新基建”七大领域之一，国网 3 月 14 日指出全年特高压建设项目投资规模 1811 亿元，超市场预期；根据国网相关规划，三季度特高压直流项目有望开启，预计公司特高压订单落地在即。国网 6 月 15 日发布“数字新基建”十大重点建设任务，投资规模为 247 亿元，聚焦大数据中心、工业互联网、5G、人工智能等新基建领域，信息化建设有望再迎投资高峰；公司在 2019 年国网信息化设备与服务招标项目中份额超过 40%，将充分受益。
- 投资建议：** 公司为电网智能化与信息化龙头，电工装备产业体系完备，研发创新实力领先。2020 年电网投资预计稳健增长，特高压投资超预期，数字新基建驱动信息化投资高增，公司将充分受益。考虑到公司在手订单充沛，上半年信通、集成等板块新签订单高增，我们调整了盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润将分别为 51.2/61.0/70.8 亿元（前值为 50.6/60.5/70.5 亿元），EPS 分别为 1.11/1.32/1.53 元（前值为 1.09/1.31/1.51 元），对应 2020 年 8 月 28 日收盘价 PE 分别为 20.9/17.5/15.1 倍，维持增持评级。
- 风险提示：** 电网投资不及预期、市场竞争加剧、特高压建设不及预期

内容目录

事件	- 3 -
Q2 经营显著回暖 支撑 H1 两位数增长.....	- 3 -
集成及信通业务高增长 2020H1 新签订单继续扩张.....	- 6 -
数字新基建发力 特高压招标开启在即	- 8 -
投资建议.....	- 9 -
风险提示.....	- 9 -

事件

- 公司发布 2020 年中报：**报告期内实现营收 121.54 亿元，同比增长 11.15%，实现归母净利润 13.77 亿元，同比增长 14.59%，实现扣非归母净利润 12.72 亿元，同比增长 14.24%，EPS 为 0.30 元，同比增长 15.38%，毛利率为 27.47%，同比下降 0.05pct；净利率为 12.19%，同比提升 0.47pct。其中，**单二季度**实现营收 82.80 亿元，同比增长 15.27%，实现归母净利润 13.01 亿元，同比增长 15.65%，实现扣非归母净利润 12.22 亿元，同比增长 14.63%。**经营超市场预期。**

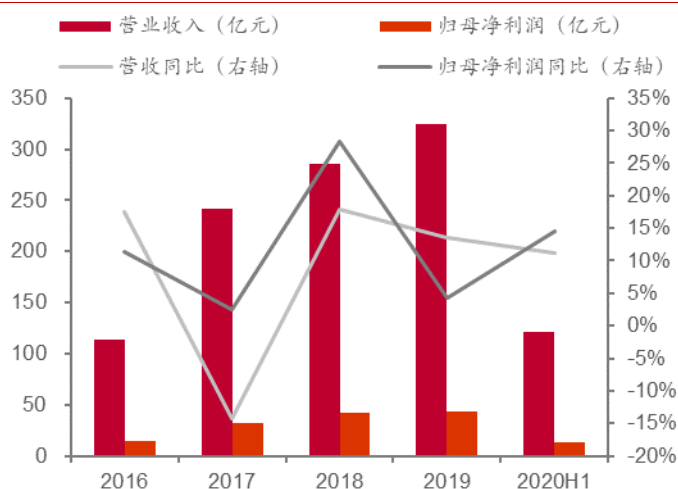
图表 1: 公司 2020H1 关键数据总览

	2020H1	2019H1	同比	2020Q2	2020Q1	2019Q2	同比	环比
营业收入 (亿元)	121.54	109.34	11.15%	82.80	38.74	71.83	15.27%	113.72%
毛利 (亿元)	33.39	30.09	10.97%	24.54	8.85	21.04	16.60%	177.24%
归母净利润 (亿元)	13.77	12.01	14.59%	13.01	0.76	11.25	15.65%	1616.59%
扣非归母净利润 (亿元)	12.72	11.14	14.24%	12.22	0.50	10.66	14.63%	2324.68%
毛利率	27.47%	27.52%	-0.05%	29.63%	22.84%	29.30%	0.34%	6.79%
净利率	12.19%	11.72%	0.47%	16.87%	2.19%	16.59%	0.29%	14.68%
ROE	4.44%	4.27%	0.17%	4.25%	0.25%	4.07%	0.17%	4.00%
EPS	0.30	0.26	15.38%	0.28	0.02	0.24	15.64%	1616.38%

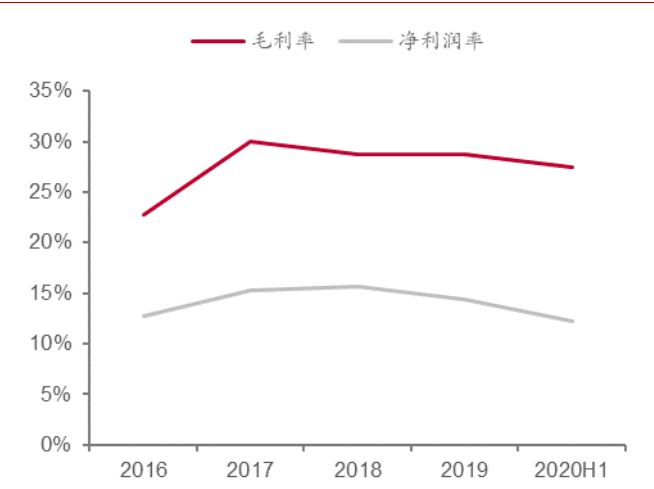
来源: wind, 中泰证券研究所

Q2 经营显著回暖 支撑 H1 两位数增长

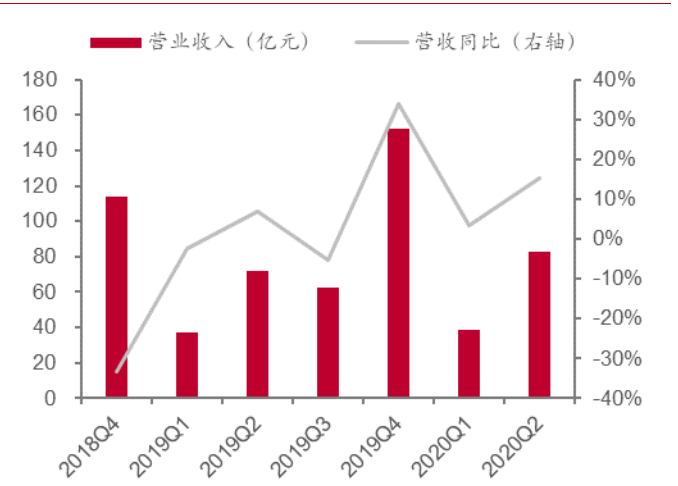
- 二季度经营显著回暖，支撑上半年实现两位数正增长。**由于疫情影响公司及电网复工复产及部分项目进度，一季度公司营收及业绩有小幅下滑，但表现显著好于行业。二季度以来，电网加速推进复工复产及项目进程，公司统筹推进稳经营、强技术、拓市场、促改革等工作，单二季度营收同比增长 15.27%，归母净利润同比增长 15.65%，经营显著复苏，支撑上半年营收及业绩取得两位数正增长。上半年公司毛利率及净利率分别变动-0.05%/0.47%，盈利能力保持稳健。

图表 2: 2020H1 公司营收及归母净利润分别同比增长 1.26%/1.49%


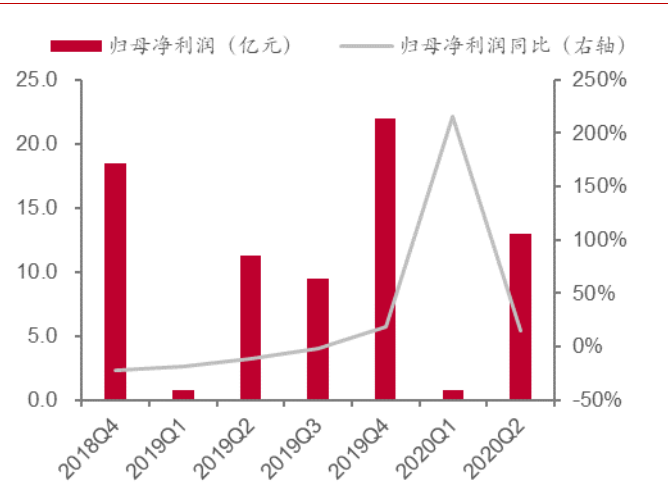
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 3: 2020H1 公司毛利率及净利率分别同比变动 +1.7pct/-0.7pct


来源: wind, 中泰证券研究所

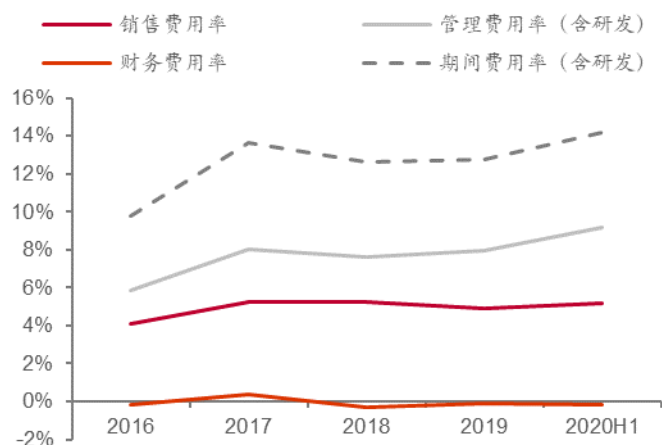
图表 4: 2020Q2 公司营收同比增长 15.27%


来源: wind, 中泰证券研究所

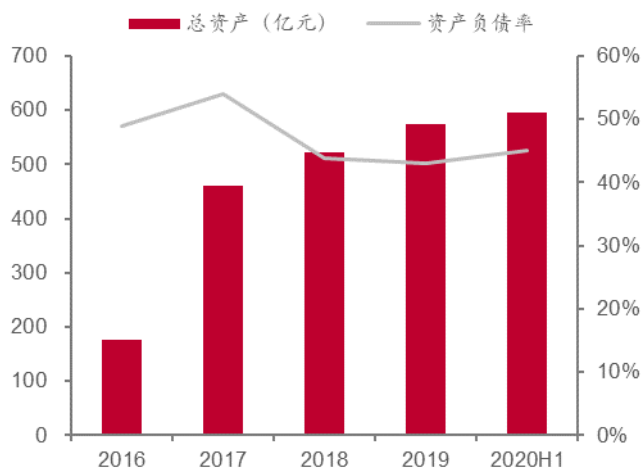
图表 5: 2020Q2 归母净利润同比增长 15.65%


来源: wind, 中泰证券研究所

- 2020H1 期间费用率小幅下降, 资产负债率保持稳定。**公司 2020H1 管理费用 (含研发费用)、销售费用、财务费用分别为 6.27/11.18/-0.20 亿元, 分别同比变动 -9.81%/+8.57%/-330.20%, 费用率分别为 5.16%/9.19%/-0.16%, 期间费用率为 14.19%, 同比下降 0.99pct; 其中销售费用下降预计由于疫情影响业务开展, 财务费用大幅下滑由于汇率波动产生汇兑收益增加。截至 2020 年 6 月 30 日, 公司总资产规模为 595.00 亿元, 资产负债率为 44.97%, 同比提升 0.09pct, 资产负债率保持稳定。

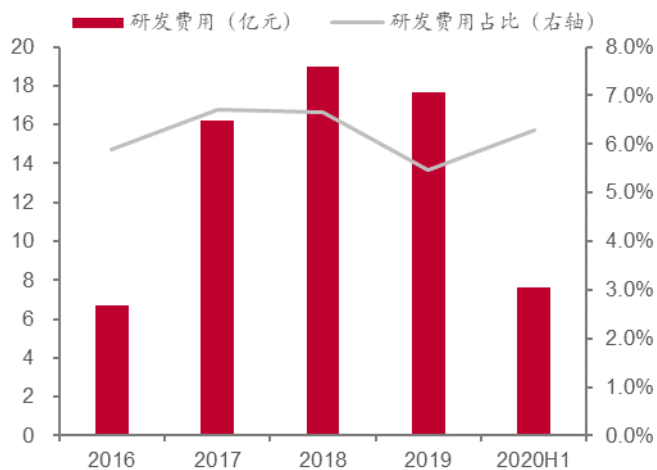
图表 6: 2020H1 期间费用率小幅下降


来源: wind, 中泰证券研究所

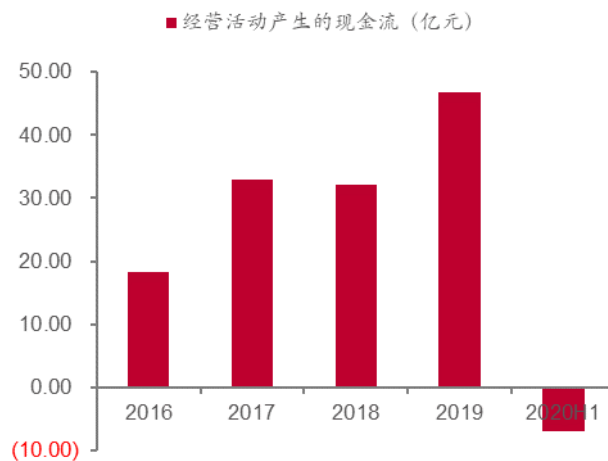
图表 7: 2020H1 资产负债率保持稳定


来源: wind, 中泰证券研究所

- 研发投入占比维持 6%-7%，经营现金流波动较大。**2020H1 公司研发投入金额为 7.64 亿元，同比增加 21.20%，研发投入占比为 6.29%，近年来保持在 6%-7% 的较高水平。2020H1 公司经营现金流净额为 -6.96 亿元，同比下降 833%，波动较大主要由于采购支付现金增加。

图表 8: 2020H1 研发投入占比为 2.83%


来源: wind, 中泰证券研究所

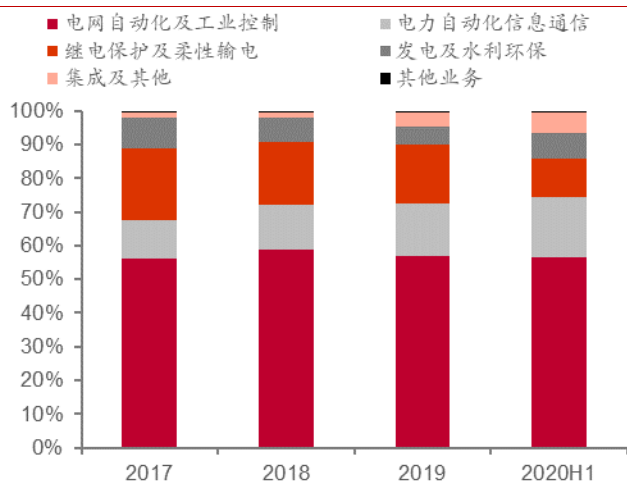
图表 9: 2020H1 经营现金流净额保持健康


来源: wind, 中泰证券研究所

集成及信通业务高增长 2020H1 新签订单继续扩张

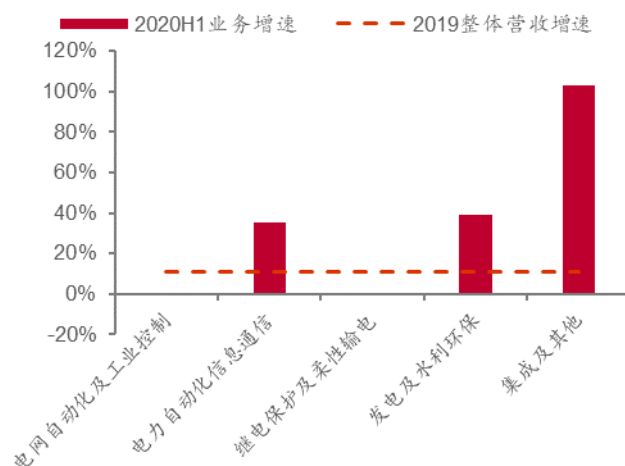
- **集成、信通、发电及水利环保业务增速较高，电网自动化及工控、继保及柔直业务保持稳定。**2020 年上半年公司收入结构未发生明显变化，电网自动化及工业控制、电力自动化信息通信、继电保护及柔性输电、发电及水利环保、集成及其他业务营收占比分别为 56.5%/17.8%/11.6%/7.5%/6.3%，其中集成及其他、电力自动化信息通信、发电及水利环保业务增速较高，分别达 103.01%/35.04%/39.39%，营收占比有所提升；电网自动化及工业控制、继电保护及柔性输电业务基本保持稳定。上半年集成及其他业务板块收入增速较高原因为节能设备租赁业务快速增长；信通、发电及水利环保业务板块收入增速较高原因为行业转型升级带来的投资增长。

图表 10: 2020H1 公司业务结构未发生明显变化



来源: wind, 中泰证券研究所

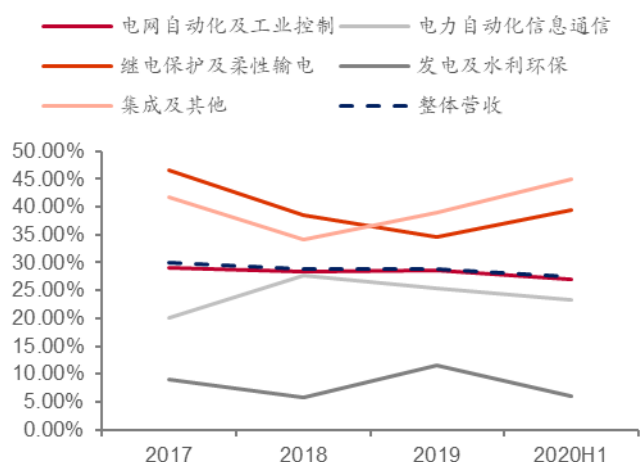
图表 11: 2020H1 信通、集成业务增速较高



来源: wind, 中泰证券研究所

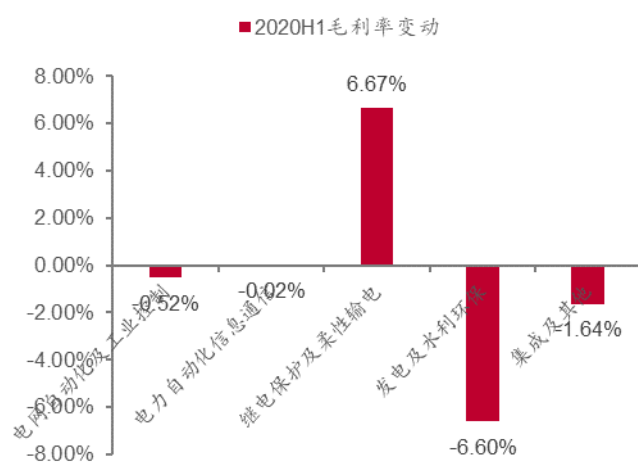
- **整体毛利率保持稳定，继保及柔直业务毛利率大幅提升。**毛利率方面，2020 年上半年公司整体毛利率为 27.34%，同比小幅下降 0.02pct，保持稳定。其中，继保及柔直业务毛利率大幅提升 6.67pct，原因为柔性输电相关项目项目技术含量高导致盈利能力提升；发电及水利环保业务毛利率下滑 6.60pct，原因为低毛利项目占比较高；其余业务毛利率基本保持稳定。

图表 12: 2020H1 公司整体毛利率保持稳定



来源: wind, 中泰证券研究所

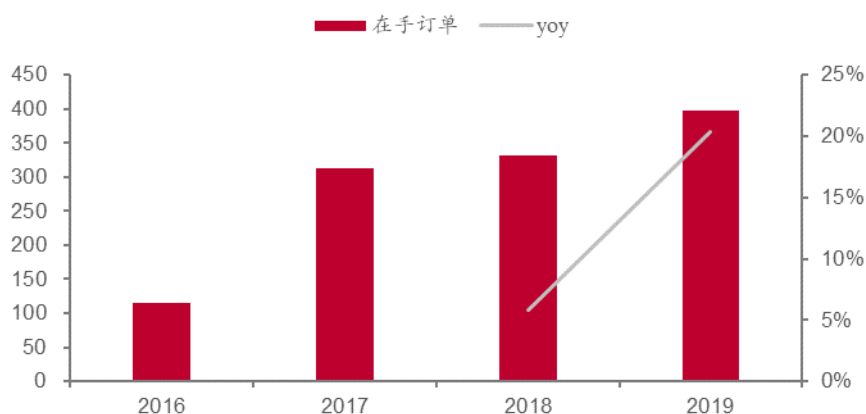
图表 13: 2020H1 继保及柔直毛利率提升幅度较大



来源: wind, 中泰证券研究所

- **2020H1 新签订单较快增长, 信通及电网自动化订单增速较高, 充沛订单支撑营收及业绩稳健增长。**截至 2019 年末公司在手订单金额为 398.32 亿元, 同比增长 20.33%。2020 年上半年公司继续优化营销服务资源配置和各产业市场布局, 根据公司公告, 上半年公司整体新签订单实现较快增长, 其中通信业务板块、电网自动化及工控板块订单增速较高, 发电水利环保新签订单持平, 而继保及柔直板块订单由于特高压直流项目招标较少导致新签订单有所下滑。2019 年末公司在手订单接近 400 亿, 上半年新签订单实现较快增长, 饱满订单支撑业绩持续高增。

图表 14: 2019 年末公司在手订单金额达 398.32 亿元 (金额: 亿元)

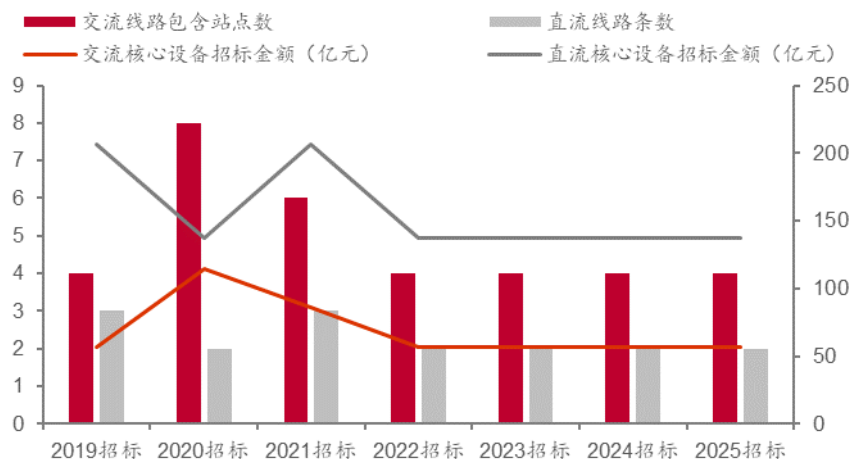


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

数字新基建发力 特高压招标开启在即

- **特高压规划超预期，直流项目招标有望开启。**国家电网官网明确特高压为“新基建”七大领域之一，并于3月14日指出全年特高压建设项目投资规模1811亿元，超市场预期。预计2020年将核准7条、有望开工8条特高压线路，2020年预计最少将进行2直5交共7条线路主设备招标，我们预计核心设备招标规模有望达250亿元（数据来源及具体测算过程详见2020年3月12日外发报告《特高压规划超预期，供应链迎来拐点》）。公司在设备价值量较大的换流阀、直流控制保护系统等环节份额领先，考虑到1-1.5年的收入确认周期，2020年起公司特高压业务板块有望迎来收入与业绩弹性高峰。根据国网相关规划，三季度以白鹤滩-浙江、白鹤滩-江苏为代表的特高压直流项目有望开启，我们预计公司特高压订单落地在即。

图表 15: 2019-2025 年招标线路及核心设备招标金额测算



来源：国网电子商务平台，能源局，《2020 年重点电网项目前期工作计划通知》，中泰证券研究所

注：具体测算过程详见 2020 年 3 月 12 日外发报告《特高压规划超预期，供应链迎来拐点》

- **信息化建设高峰重启，龙头企业将充分受益。**国网6月15日在京举行“数字新基建”重点建设任务发布会暨云签约仪式，面向社会各界发布“数字新基建”十大重点建设任务，并与华为、阿里、腾讯、百度等合作伙伴签署战略合作协议。2020年国网“数字新基建”投资规模为247亿元，聚焦大数据中心、工业互联网、5G、人工智能等新基建领域，以信息基础设施、融合基础设施、创新基础设施为重点，预计拉动社会投资约1000亿元，较2019年泛在专项投资规模取得翻倍增长，国网再迎信息化建设高峰。2019年国家电网信息化设备与服务招标项目中，公司整体份额在40%以上，凸显信息化龙头地位，显著受益于信息化建设高峰，下半年公司信息通业务订单有望延续高增趋势。

图表 16: 国网信息化招标格局总览: 国电南瑞综合份额第一 (2019 年)

招标内容	信息化设备 (按金额)							信息化服务 (按包数)		信息化服务 (按金额)		
	2019年第一批	2019年第二批	2019年第三批	2019年新增批次	2019年第四批	2019年第二次新增批次	平均份额	2019年第一批	2019年第二批	2019年第三批	2019年新增批次	2019年第二次新增批次
国电南瑞	42.1%	43.8%	51.6%	37.8%	41.4%	51.3%	45.3%	28.0%	17.0%	29.0%	43.9%	35.6%
岷江水电 (重组后)	18.5%	13.3%	4.1%	9.3%	14.5%	19.5%	13.0%	43.0%	22.0%	71.0%	16.8%	30.3%
信产集团 (重组后)	4.8%	9.4%	8.4%	7.6%	15.2%	20.9%	12.2%	24.0%	56.0%		30.2%	11.0%
国电南自	4.5%	3.7%	7.5%	6.0%	3.9%	0.0%	4.0%					
积成电子	7.1%	4.2%	3.3%	5.6%	4.3%	0.0%	3.6%					
许继电气	2.8%	0.0%	5.9%	3.9%	3.4%	4.7%	3.2%					
东方电子	6.5%	1.6%	5.2%	7.6%	1.4%	0.0%	2.7%					
太极计算机	0.0%	1.1%	0.7%	2.9%	6.7%	1.7%	2.5%					
四方股份	3.5%	2.9%	2.0%	5.7%	2.7%	0.0%	2.4%					
山东鲁能	0.6%	6.4%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%					
长园集团	2.1%	2.4%	1.6%	2.8%	1.5%	0.0%	1.7%					
金智科技	6.8%	1.2%	0.0%	0.0%	2.5%	0.0%	1.2%					
中国电科院											1.2%	17.3%
运光软件 (国网电商)												7.1%
其他	0.7%	10.0%	8.9%	10.9%	2.6%	2.0%	6.3%	5.0%	5.0%	0.0%	0.8%	

来源: 国网电子商务平台, 中泰证券研究所

投资建议

- 公司为电网智能化与信息化龙头, 电工装备产业体系完备, 研发创新实力领先。2020 年电网投资预计稳健增长, 特高压投资超预期, 数字新基建驱动信息化投资高增, 公司将充分受益。考虑到公司在手订单充沛, 上半年信通、集成等板块新签订单高增, 我们调整了盈利预测, 预计 2020-2022 年归母净利润将分别为 51.2/61.0/70.8 亿元 (前值为 50.6/60.5/70.5 亿元), EPS 分别为 1.11/1.32/1.53 元 (前值为 1.09/1.31/1.51 元), 对应 2020 年 8 月 28 日收盘价 PE 分别为 20.9/17.5/15.1 倍, 维持增持评级。

风险提示

- 电网投资额不及预期。
 电网投资受国网盈利能力与宏观经济大环境影响, 当前国内经济发展形势错综复杂, 宏观指标可能出现较大波动; 同时, 电网售电价格持续下

降，面临盈利能力下降的风险，从而导致国家电网投资能力收缩，进一步影响各环节主流公司的订单。

■ 特高压投资不及预期。

目前多条线路尚未核准，仍处于前期项目准备阶段，若后续核准及开工进程推进不及预期，则会影响特高压投资额与供应商订单落地情况

■ 市场竞争加剧风险。

电网行业设备招标市场化程度有提升趋势，如果未来参与者增加、新产品及相关技术更新换代周期缩短，市场竞争可能加剧。

图表 2: 公司财务预测 (金额: 百万元, 股价取自 2020 年 8 月 28 日收盘价)

2020年8月29日	2018	2019	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
利润表											
营业收入	28,540.4	32,423.6	37,270.4	43,878.1	51,038.0	成长性					
减:营业成本	20,337.2	23,089.4	26,456.4	31,181.6	36,289.0	营业收入增长率	17.9%	13.6%	14.9%	17.7%	16.3%
营业税金及附加	260.0	197.9	340.2	356.0	397.2	营业利润增长率	19.0%	5.1%	20.2%	17.6%	16.5%
销售费用	1,504.0	1,588.0	1,885.3	2,185.7	2,506.2	净利润增长率	28.4%	4.3%	17.9%	19.1%	16.1%
管理费用	638.6	814.6	2,854.5	3,293.8	3,792.5	EBITDA增长率	50.9%	21.3%	-13.7%	19.7%	17.5%
财务费用	-89.0	-26.9	-11.2	-8.5	-33.9	EBITDA/营业收入	57.9%	19.4%	-17.3%	19.8%	17.1%
资产减值损失	58.4	-158.9	20.0	15.0	10.0	NOPLAT增长率	16.3%	5.9%	20.7%	17.7%	16.2%
加:公允价值变动收益	-	46.8	-	-	-	投资资本增长率	111.8%	-8.9%	11.6%	13.1%	10.6%
投资和汇兑收益	110.2	47.4	63.4	73.7	61.5	净资产增长率	39.0%	11.1%	11.8%	11.7%	12.4%
营业利润	4,998.1	5,252.5	6,313.6	7,423.7	8,648.8	利润率					
加:营业外净收支	19.4	27.5	31.0	25.9	28.1	毛利率	28.7%	28.8%	29.0%	28.9%	28.9%
利润总额	5,017.5	5,280.0	6,344.5	7,449.7	8,676.9	营业利润率	17.5%	16.2%	16.9%	16.9%	16.9%
减:所得税	567.6	619.8	742.3	871.6	1,015.2	净利率	14.6%	13.4%	13.7%	13.9%	13.9%
净利润	4,162.1	4,343.1	5,121.2	6,098.7	7,082.5	EBITDA/营业收入	22.4%	24.0%	18.0%	18.3%	18.5%
资产负债表						EBIT/营业收入	20.5%	21.5%	15.5%	15.8%	15.9%
货币资金	7,960.9	7,627.4	8,767.5	10,321.9	12,054.2	运营效率					
交易性金融资产	-	4,521.9	4,521.9	4,521.9	4,521.9	固定资产周转天数	70	79	88	86	80
应收账款	17,790.5	19,399.0	18,906.7	24,971.4	27,484.3	流动资产周转天数	92	110	72	71	73
应收票据	1,743.1	-	2,003.7	355.2	2,388.6	流动资产周转天数	485	466	440	427	422
预付账款	1,938.1	1,883.2	2,495.3	2,665.2	3,340.6	应收账款周转天数	209	206	185	180	185
存货	5,820.8	5,796.3	7,514.8	8,173.7	10,084.5	存货周转天数	72	64	64	64	64
其他流动资产	6,443.1	3,377.6	4,209.1	4,676.6	4,087.8	总资产周转天数	620	609	590	565	548
可供出售金融资产	8.3	-	5.5	4.6	3.4	投资资本周转天数	195	223	195	187	179
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	17.6	61.2	81.6	107.1	137.0	ROE	15.0%	14.2%	15.1%	16.2%	16.8%
投资性房地产	89.4	85.6	85.6	85.6	85.6	ROA	8.5%	8.1%	8.6%	9.0%	9.3%
固定资产	5,932.9	8,254.6	10,002.6	10,871.0	11,908.3	ROIC	43.9%	22.0%	29.1%	30.7%	31.5%
在建工程	1,997.4	2,603.6	2,753.6	2,903.6	3,053.6	费用率					
无形资产	1,044.7	1,328.3	1,220.6	1,112.8	1,005.0	销售费用率	5.3%	4.9%	5.1%	5.0%	4.9%
其他非流动资产	1,953.1	2,486.2	2,210.1	2,161.5	2,219.1	管理费用率	2.2%	2.5%	7.7%	7.5%	7.4%
资产总额	52,339.9	57,424.9	64,778.6	72,932.3	82,373.9	财务费用率	-0.3%	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%
短期债务	1,407.6	1,413.6	625.3	696.9	-	三费/营业收入	7.2%	7.3%	12.7%	12.5%	12.3%
应付账款	13,533.8	15,906.3	17,826.8	21,283.6	24,233.0	偿债能力					
应付票据	1,730.6	1,591.7	2,215.0	2,271.6	2,949.9	资产负债率	43.9%	43.1%	43.6%	44.1%	44.3%
其他流动负债	5,872.9	5,408.1	7,255.2	7,482.3	8,920.1	负债权益比	78.1%	75.9%	77.4%	78.8%	79.6%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.83	1.75	1.73	1.75	1.77
其他非流动负债	413.6	452.7	343.5	403.3	399.8	速动比率	1.57	1.51	1.46	1.50	1.49
负债总额	22,958.4	24,772.3	28,265.8	32,137.7	36,502.8	利息保障倍数	-65.74	-259.68	-518.10	-811.75	-239.06
少数股东权益	1,597.1	2,129.5	2,610.5	3,089.9	3,669.1	分红指标					
股本	4,583.7	4,622.1	4,622.1	4,622.1	4,622.1	DPS(元)	0.37	0.29	0.45	0.50	0.56
留存收益	23,223.2	26,251.0	29,280.2	33,082.7	37,579.9	分红比率	41.1%	30.9%	41.0%	37.6%	36.5%
股东权益	29,381.4	32,652.5	36,512.8	40,794.7	45,871.1	股息收益率	1.6%	1.3%	2.0%	2.1%	2.4%
现金流量表						业绩和估值指标					
净利润	4,449.9	4,660.3	5,121.2	6,098.7	7,082.5	EPS(元)	0.90	0.94	1.11	1.32	1.53
加:折旧和摊销	558.2	788.2	925.5	1,105.0	1,321.5	BVPS(元)	6.01	6.60	7.33	8.16	9.13
资产减值准备	58.4	299.8	-	-	-	PE(X)	25.7	24.6	20.9	17.5	15.1
公允价值变动损失	-	-46.8	-	-	-	PB(X)	3.8	3.5	3.2	2.8	2.5
财务费用	-13.8	62.4	-11.2	-8.5	-33.9	P/PCF	-19.2	17.2	50.6	31.8	28.0
投资收益	-110.2	-47.4	-63.4	-73.7	-61.5	P/S	3.7	3.3	2.9	2.4	2.1
少数股东损益	287.8	317.2	481.0	479.4	579.2	EV/EBITDA	12.2	11.1	14.1	11.6	9.7
营运资金的变动	-4,310.1	1,779.0	-847.2	-1,597.7	-1,526.4	CAGR(%)	13.9%	18.0%	14.8%	13.9%	18.0%
经营活动产生现金	3,208.3	4,684.3	5,605.9	6,003.2	7,361.5	PEG	1.8	1.4	1.4	1.3	0.8
投资活动产生现金	-6,843.6	-2,684.3	-2,622.7	-1,957.2	-2,339.3	ROIC/WACC	4.2	2.1	2.8	2.9	3.0
融资活动产生现金	2,543.8	-1,970.3	-1,843.1	-2,491.6	-3,290.0	REP	0.9	2.2	1.6	1.3	1.1

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。