

机械制造业

证券研究报告 公司报告

发布日期: 2014年1月27日 星期一

爱建证券有限责任公司
研究发展总部

研究员: 刘孙亮

TEL: 021-32229888-25517

E-mail: liusunliang@ajzq.com

执业编号: S0820513120002

52周表现情况


(%)	1个月	6个月	12个月
绝对表现	32.14%	111.43%	317.94%
相对表现	33.98%	110.39%	328.72%

数据来源: Wind, 爱建证券研究发展总部

评级: 推荐 (首次)
基础数据

收盘价 (2014-01-24)	37.00
目标价 (未来6个月)	--
52周内高	38.00
52周内低	9.52
总市值(百万元)	12,099
流通市值(百万元)	5,217
总股本(百万股)	327
A股(百万股)	141
一已流通(百万股)	141
一限售股(百万股)	186
B股	--
H股	--

数据来源: Wind, 爱建证券研究发展总部

相关报告:

依托光伏行业回暖, 公司未来成长性确定

投资要点

□**公司是国家重点高新技术企业。**公司成立于1997年,是国内专注于太阳能、风能等可再生能源电源产品的研发、生产、销售和服务集一体的科技型企业。

□**公司主营产品位居行业龙头地位。**公司主营产品为太阳能光伏逆变器、风能变流器和电力系统电源。公司就光伏逆变器的销售收入占到公司主营业务收入的59.46%、电站系统集成主营业务收入的比重为36.75%。

□**光伏逆变器是公司主打产品。**预计到2015年,中国逆变器市场出货量将达到500万千瓦。到2020年,整个光伏逆变器的市场规模将达到400亿元。公司是全球市场占有率最高的亚洲第一品牌;同时,公司在国内市场上一一直保持35%以上的占有率。

□**公司在风能中创造财富。**目前全球范围内共有75个国家有商业运营的风电装机,其中22个国家的装机容量超过1GW。我们预计到2014年和2015年,我国新增风电装机量将达到1,700万千瓦和1,800万千瓦。到2020年预计风电装机总量将达到10,000万千瓦。

□**电站EPC业务将增厚公司业绩。**公司是目前市场相类似的公司中,握有电站业务资源最多的公司,并且随着公司承接的电站业务越来越多,该项业务将为公司业绩提升带来可观的效益。

□**盈利估值:**综合考虑公司未来具体发展情况和行业景气度,我们认为公司各项财务指标均处在行业的领先水平。而且国家的产业政策,以及需求量的增长都将为公司未来的业绩提供了一定的保障。我们预计公司2013、2014年公司的EPS分别为**0.45元、0.70元**。结合行业平均估值水平,我们给予2014年公司PE为48倍的估值标准,对阳光电源给予**“推荐”**评级。

表格 1 公司财务数据

财务和估值数据摘要

单位:百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1083.33	1419.17	1915.87	2643.34
增长率(%)	0.24	0.31	0.35	0.34
归属母公司股东净利润	72.80	147.46	228.34	337.06
增长率(%)	-0.58	1.03	0.55	0.44
每股收益(EPS)	0.22	0.45	0.70	1.03
净资产收益率(ROE)	3.94%	7.52%	10.66%	13.99%
市盈率(P/E)	150.58	74.34	48.01	32.52
市净率(P/B)	5.94	5.59	5.12	4.55

数据来源: 爱建证券研究发展总部

目录

1、公司介绍.....	4
1.1 公司是国家重点高新技术企业	4
1.2 公司曾为中外合资企业	5
2、公司主营构成.....	6
2.1 公司主营产品位居行业龙头地位.....	6
2.2 光伏逆变器是公司主打产品	6
2.3 公司在风能中创造财富	9
2.4 电站 EPC 业务将增厚公司业绩	10
3、公司财务分析.....	12
3.1 公司资产负债率有所提升	12
3.2 公司获得多项认证，研发能力领先行业	13
4、盈利估值.....	14

图标目录

图表 1 公司发展时间节点.....	4
图表 2 公司主要产品.....	4
图表 3 公司内部组织架构.....	5
图表 4 公司限售股与流通股比例.....	5
图表 5 公司主营占比.....	6
图表 6 我国累计光伏发电装机容量.....	7
图表 7 各国历年光伏发电装机容量 (单位: 万千瓦)	7
图表 8 全球及中国光伏逆变器出货量	8
图表 9 全国逆变器需求量及增长率.....	8
图表 10 2013 年全球逆变器市场占有率 (预测)	9
图表 11 2012 年全国逆变器市场占有率	9
图表 12 未来我国风能装机容量 (单位: 兆瓦)	10
图表 13 公司销售毛利率变化情况.....	12
图表 14 公司应收账款和应付账款 (单位: 百万)	12
图表 15 公司研发费用.....	13

表格目录

表格 1 公司财务数据	1
表格 2 公司股权比例	5
表格 3 光伏行业最新政策	7
表格 4 公司产品与型号	8
表格 5 公司产品与型号	11
表格 6 公司分项盈利预测	15
表格 7 公司盈利预测	16

1、公司介绍

1.1 公司是国家重点高新技术企业

公司成立于 1997 年，是国内专注于太阳能、风能等可再生能源电源产品的研发、生产、销售和服务集一体的科技型企业。公司的主营业务主要集中在太阳能光伏逆变器、风能变流器和电力系统电源等。公司于 2010 年 8 月完成股权结构改制后成为股份制公司，并于 2011 年 11 月在深交所挂牌上市，成为国内第一家可再生资源的上市公司。2012 年公司逆变器出货量位居全球第三，成为亚洲最大的光伏逆变器制造商，国内的绝对龙头企业，市场占有率超过 30%。

图表 1 公司发展时间节点



数据来源：爱建证券研究发展总部

图表 2 公司主要产品

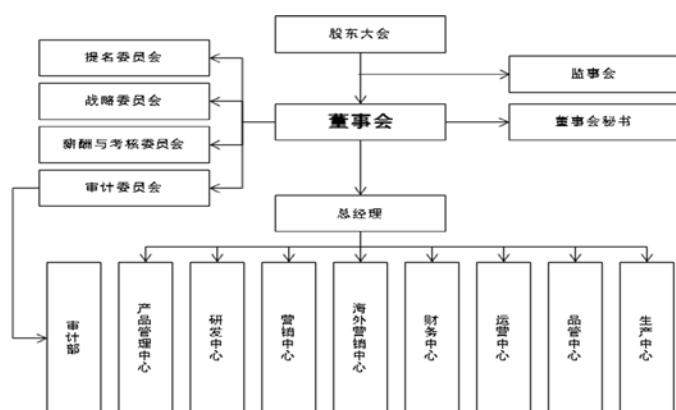


数据来源：公司网站，爱建证券研究发展总部

1.2 公司曾为中外合资企业

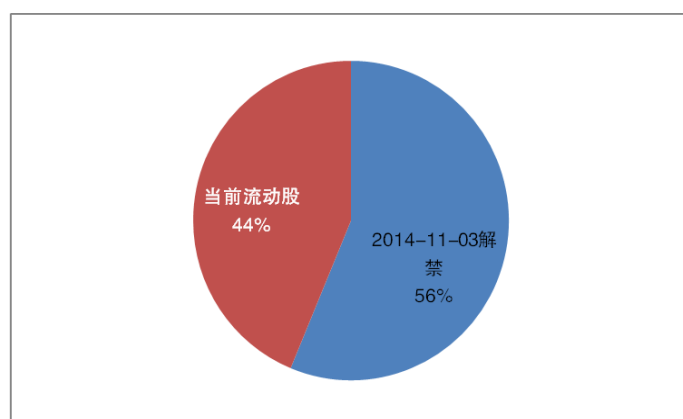
根据 2013 年第三季度公司报告显示,公司目前的总股本为 327,240,000 股,其中流通股为 141,120,000 股。公司目前的实际控制人为第一大股东曹仁贤,持股比例为 125,280,000 股。2007 年,公司前身合肥阳光在安徽省工商行政管理局完成工商变更登记,注册资本为 3,000 万元,实收资本 3,000 万元,公司性质为有限责任公司(台港澳与境内合资),自此公司变更为合资公司。2010 年 8 月,通过董事会决议后公司整体变更并设立股份有限公司。

图表 3 公司内部组织架构



数据来源:公司公告,爱建证券研究发展总部

图表 4 公司限售股与流通股比例



数据来源:Wind,爱建证券研究发展总部

表格 2 公司股权比例

股东名称	持股数量(股)	持股比例	股本性质
曹仁贤	125,280,000	38.84%	限售流通 A 股
合肥尚格新能源投资有限公司	21,103,200	6.54%	限售流通 A 股
上海汉麟创业投资企业(有限合伙)	19,539,693	6.06%	限售流通 A 股
天辉国际投资企业有限公司	12,115,600	3.76%	A 股流通股
展能有限公司	9,040,400	2.80%	A 股流通股
中国建设银行-银华富裕主题股票型证券投资基金	8,050,180	2.50%	A 股流通股
中国建设银行-银华核心价值优选股票型证券投资基金	8,000,000	2.48%	A 股流通股
全国社保基金一一八组合	7,139,237	2.21%	A 股流通股
全国社保基金一零六组合	6,257,067	2.02%	A 股流通股
麒麟亚洲控股有限公司	4,652,307	1.44%	限售流通 A 股

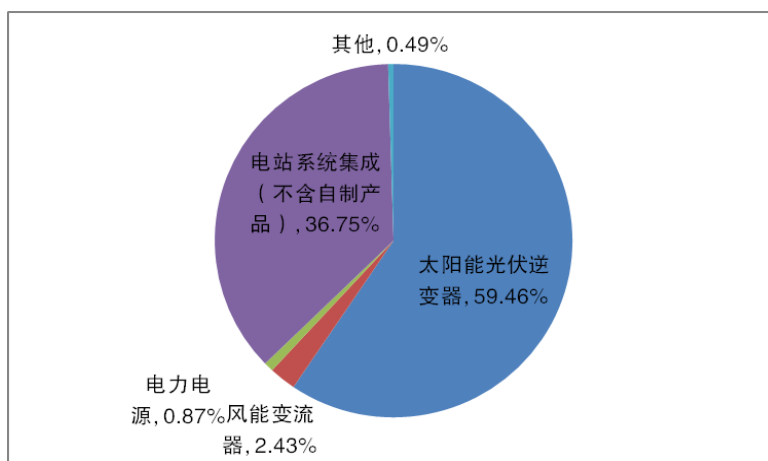
数据来源:公司公告,爱建证券研究发展总部

2、公司主营构成

2.1 公司主营产品位居行业龙头地位

公司主营产品为太阳能光伏逆变器、风能变流器和电力系统电源。根据 2013 年中报显示，公司就光伏逆变器的销售收入占到公司主营收入的 59.46%，为 7.19 亿元；风能变流器和电力电源的销售收入分别为 0.17 亿元和 0.062 亿元。此外，公司还参与太阳能电站的建设，电站系统集成的营业收入为 2.66 亿元，占到主营业务收入的比重为 36.75%。

图表 5 公司主营占比



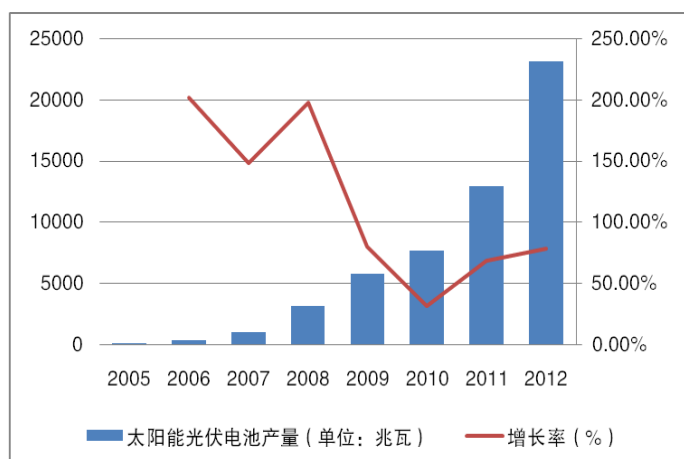
数据来源：Wind，爱建证券研究发展总部

2.2 光伏逆变器是公司主打产品

光伏发电系统是利用直流系统将太阳能电池收集的电能储存在电池内。近年来，我国光伏行业发展迅速。中国光伏产能已近全球产能的八成左右。2001 年至 2012 年光伏电池产量从原先的 0.3 万千瓦增长到了 2300 万千瓦，复合增长率为 109%；2010 年和 2011 年全国光伏发电装机容量分别为 90 万千瓦和 350 万千瓦。进入 2012 年后，我国光伏发电装机容量为 700 万千瓦，全球装机容量为 10,200 万千瓦，我国占到全球累计光伏发电装机容量的 7%。2013 年预计我国光伏发电装机容量达到 1,000 万千瓦，同比增长可能超过八成，位居全球首位；

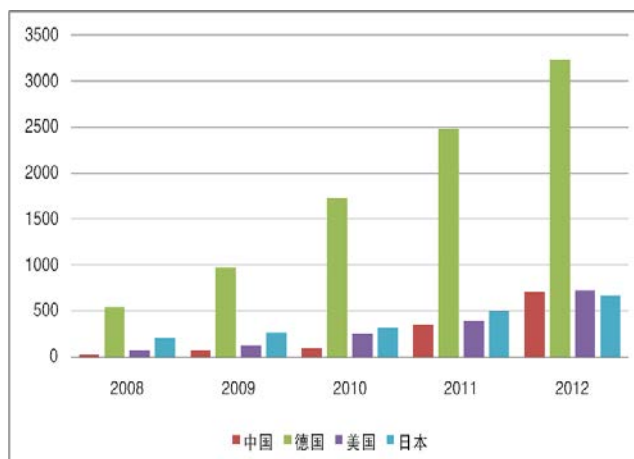
2014 年预计新装机光伏发电容量将达到 1,400 万千瓦，其中分布式电站为 840 万千瓦，地面电站为 560 万千瓦。到 2015 年我国累计光伏发电装机容量将达到 3,500 万千瓦。同时，预计全球光伏发电装机容量将达到 130,000 万千瓦。

图表 6 我国累计光伏发电装机容量



数据来源：国家能源局，爱建证券研究发展总部

图表 7 各国历年光伏发电装机容量 (单位: 万千瓦)



数据来源：Wind，爱建证券研究发展总部

表格 3 光伏行业最新政策

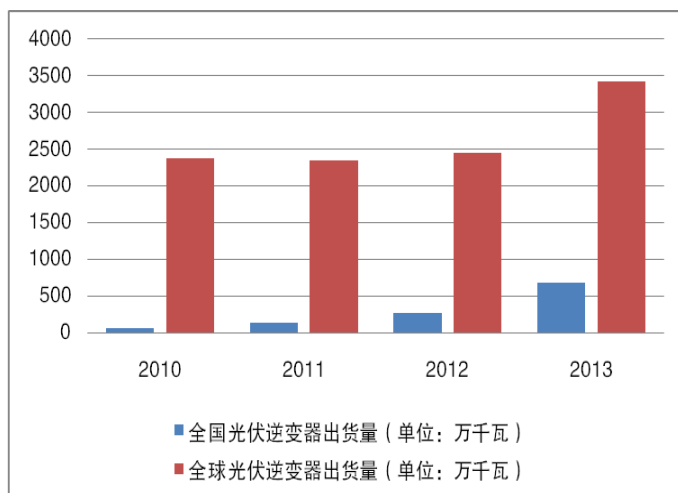
时间	相关部门	相关政策
2013 年 7 月	国务院	“十二五”光伏装机目标由 21GW 增加至 35GW
2013 年 8 月	发改委	大型电站按三类资源区分别执行 0.9 元/度、0.95 元/度、1 元/度的电价，分布式按照发电量补贴 0.42 元/度
2013 年 11 月	国家能源局	鼓励各类电力用户投资建设和经营分布式光伏发电项目，并且再次明确电网按月与企业结算补贴。
2014 年	发改委	将颁布《分布式光伏发电项目管理暂行办法》

数据来源：爱建证券研究发展总部

随着光伏市场发展迅速，以及相关政策的扶持，光伏逆变器的市场需求将激增。逆变器在光伏发电系统中的作用主要是作为独立型电源和并网发电用，是光伏发电的核心。逆变器的原理就是由半导体器件组成的电力调整装置，用于把直流电力转换成交流电力。由于欧洲光伏市场的装机容量占到全球总装机容量的 70% 以上，因此光伏逆变器的市场重心也一直在欧洲国家。但是进入 2011 年后，市场中心转移至了新兴发展中国家。2011 年至 2012 年，中国逆变器市场需求量分别为 160 万千瓦和 230 万千瓦、2013 年的市场需求可达 320 万千瓦，市场增速在 30% 以上。预计到 2015 年，中国逆变器市场出货量将达到 500 万千瓦。

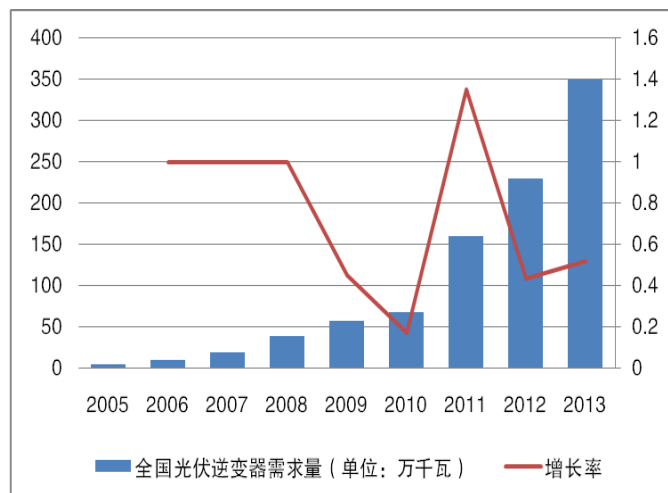
到 2020 年，整个光伏逆变器的市场规模将达到 400 亿元。

图表 8 全球及中国光伏逆变器出货量



数据来源: IHS, 爱建证券研究发展总部

图表 9 全国逆变器需求量及增长率



数据来源: Wind, 爱建证券研究发展总部

公司的光伏逆变器可以分为组串型光伏逆变器和电站型逆变器，功率从 1.5 千伏到 1260 千伏不等。其核心竞争力在于公司通过对核心 PCB 板和主功率元件的整合，使得产品的稳定性和性能有所提高，并在行业内处于领先地位。

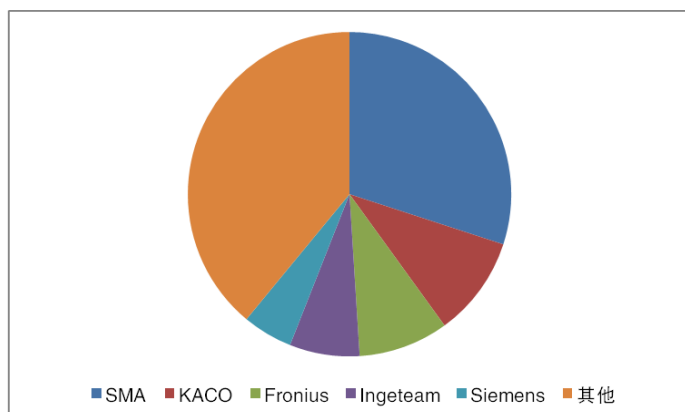
表格 4 公司产品与型号

组串型	电站型
SG1K5TL / 2K5TL	SG100K3
SG3K	SG100KLV
SG3KTL / SG4KTL	SG100KU
SG5K / 6K	SG250K3
SG10K3	SG250KU
SG30K3	SG330KTL
SG50K3	SG500KTL

数据来源: 公司网站, 爱建证券研究发展总部

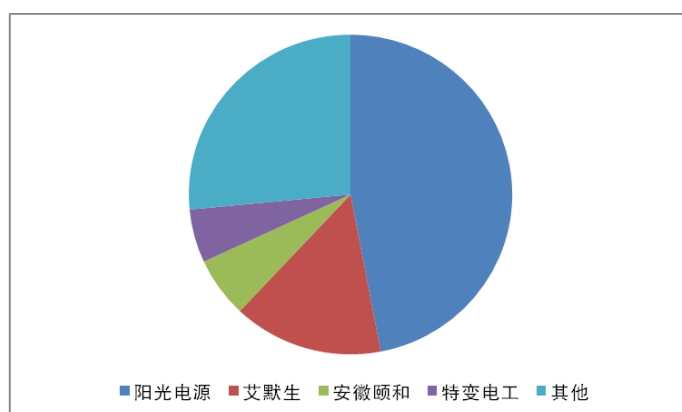
公司所生产的光伏逆变器应用于德国、意大利、西班牙、美国、澳大利亚等十几个国家和地区，是全球市场占有率最高的亚洲第一品牌；同时，公司在国内市场上一一直保持 35% 以上的占有率。

图表 10 2013 年全球逆变器市场占有率 (预测)



数据来源: IHS, 爱建证券研究发展总部

图表 11 2012 年全国逆变器市场占有率



数据来源: Wind, 爱建证券研究发展总部

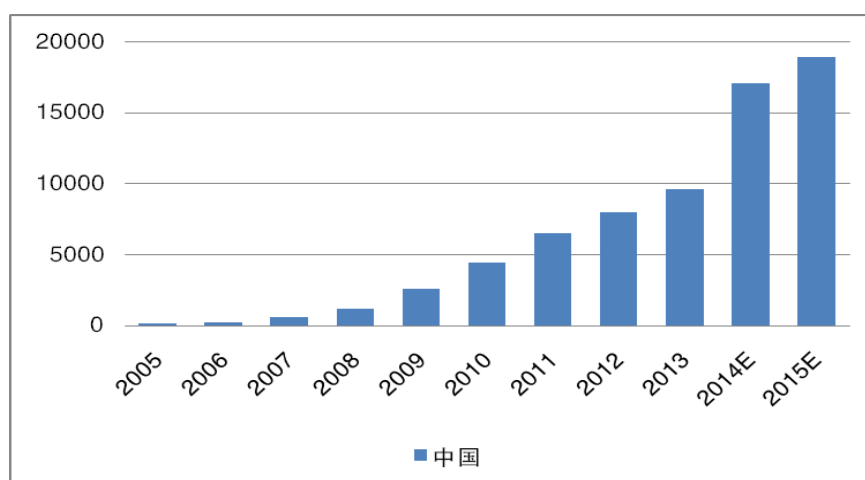
随着国内光伏市场的回暖、市场需求量的增加,以及相关政策的扶持,逆变器市场的前景乐观。假设行业按照 30%的增速发展,公司 2014 年在光伏逆变器方面的销售收入将达到 14 亿元。

2.3 公司在风能中创造财富

在能源日趋紧张的时代,将风能转化为电能正受到各国政府的政策支持,风力发电目前在欧洲已经大规模实施,在我国尚处于起步阶段。

目前全球范围内共有 75 个国家有商业运营的风电装机,其中 22 个国家的装机容量超过 1GW。根据全球风能理事会公布的数据显示,2012 年全球风电产业新增风电装机容量达 4,471 万千瓦,全球累计装机年增长 21%、新增装机达到 6%。目前全球累计风电装机达到 29,100 万千瓦。2012 年,我国风电新增 35%,新装机容量为 1,590 万千瓦,装机量为全球第一,并占到全球新增装机容量的 35%以上。而且风力电机的市场规模将会以每年 20-30%的速度增长。我们预计到 2014 年和 2015 年,我国新增风电装机量将达到 1,700 万千瓦和 1,800 万千瓦。到 2020 年预计风电装机总量将达到 10,000 万千瓦。

图表 12 未来我国风能装机容量 (单位: 兆瓦)



数据来源: Wind, 爱建证券研究发展总部

目前主流风力发电机是交流励磁双馈式异步风力发电机。而风能变流器的工作原理则是通过对双馈异步风力发电机的转子进行励磁,使得双馈发电机的定子侧输出电压的幅值、频率和相位与电网相同,并且可根据需要进行有功和无功的独立解耦控制。目前国内风力发电装机容量仅占全国电力发电装机容量的0.2%左右,到2015年我国风能变流器的市场份额将会达到80亿元,市场潜力巨大。

公司通过欧盟认证,成为国内第一个获得欧盟CE认证的风力发电变流器的国内企业。由于欧盟是目前全球风力发展最为成熟的地域,也是全球最大的风力发电市场。公司获得欧盟认证,说明公司所生产的变流器不仅满足EN50178标准,也满足了欧盟各国国家电网的准入标准,对公司扩大海外市场提供保障。

2.4 电站 EPC 业务将增厚公司业绩

2014年1月21日公告显示,公司与云南省红河州开远市签订开发协议书,就在当地兴建100兆瓦光伏电站达成协议,外加此前公司签订的电站EPC协议,公司在2013年签订的光伏电站项目就累计达到1,560兆瓦。

表格 5 公司产品与型号

时间	合作方	合作项目	工程年限
2014 年 1 月	云南省红河州开远市人民政府	兴建 100MW 光伏电站项目签订了项目	5 年
2013 年 12 月	江苏苏美达新能源发展有限公司	双方在苏皖两地合作开发建设 300MW 光伏电站项目	3 年
2013 年 11 月	陕西省榆神市榆神工业区管委会	建设 500MW 以上“荒漠治理、煤矿采空区治理与光伏应用相结合”生态光伏发电项目	5 年
2013 年 11 月	山西省阳泉市孟县人民政府	在孟县牛村镇曲曲城村投资兴建 100MW 光伏电站生产项目	3 年
2013 年 10 月	山东省枣庄市山亭区北庄镇人民政府	北庄 20MW 太阳能光伏电站项目	2 年
2013 年 11 月	安徽省合肥市高新开发区	32MW 分布式光伏发电项目	1 年
2013 年 9 月	安徽省宿州市泗县人民政府	投资兴建 200MW 光伏电站项目	3 年
2013 年 9 月	安徽省宿州市灵璧县人民政府	投资兴建 100MW 光伏电站生产项目	3 年
2013 年 7 月	安徽省宿州市埇桥区人民政府	投资兴建 100MW 光伏电站生产项目	3 年
2013 年 6 月	新疆维吾尔自治区巴音郭楞蒙古自治州且末县招商局	建设 100MW 光伏电站项目	5 年
2013 年 5 月	合肥荣事达三洋电器股份有限公司	屋顶开发总装机容量在 10-13MW 的光伏系统	3 年

数据来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

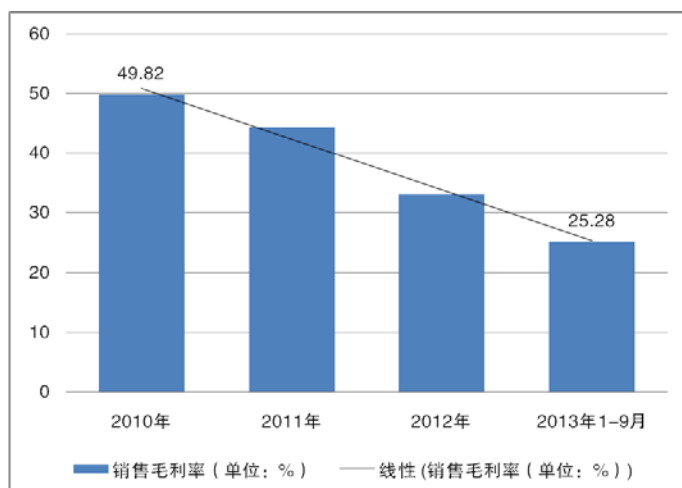
由于公司所承接的电站业务多以并网发电为最终目标，电站的盈利模式就是将光伏电能直接卖给国家电网。按照一个 100MW 的电站计算，一个月可发送 1200 万度电，按照 0.9 元/度的上网电价计算，年收益 1.3 亿元左右。按照毛利率 30% 计算，一个电站的年度净利润为 3,000 万元左右。随着分布式光伏电站补贴政策的进一步完善，光伏电站 EPC 项目的收益将会变得越发稳定。公司是目前市场相类似的公司中，握有电站业务资源最多的公司，并且随着公司承接的电站业务越来越多，该项业务将为公司业绩提升带来可观的效益。

3、公司财务分析

3.1 公司资产负债率有所提升

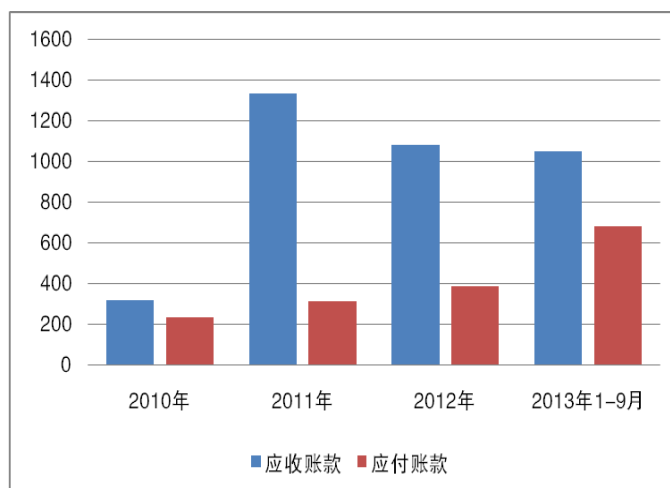
2013 年第三季度报告显示，公司资产负债率达到 43.31%，相较去年同期上升了 46.17%；公司毛利率为 25.28%，同比下降 30%。主要原因在于报告期内，公司营业成本上升、应收账款大幅增加所致。由于公司营业收入同比大幅增加，说明公司产品销售额正在不断增加。相对应的，公司成本也会出现增加。由于公司成本结构中，70%的占比为原材料采购，而公司所需要的原材料主要为变压器、电抗器、电容、功率模块、低压开关等。因此，原材料价格的上涨降低了公司的毛利率，同时使得公司应付账款数额增加。另一方面，虽然国内光伏行业的客户一般习惯于提前备货、付款期长等交易方式使现金回款速度变慢，但是不断增加的应收、应付账款数额来佐证公司业务正在不断扩大。2013 年第三季度，公司应收账款数额为 10.30 亿元，同比增加了 83.92%；应付账款数额为 6.82 亿元，同比上涨了 90%。

图表 13 公司销售毛利率变化情况



数据来源: Wind, 爱建证券研究发展总部

图表 14 公司应收账款和应付账款 (单位: 百万)



数据来源: Wind, 爱建证券研究发展总部

值得关注的是，公司流动比例和速度比例分别为 2.12 和 1.72，说明公司有足够的现金流对债务进行偿还，也说明公司现金流饱满。即使遇到现金回款慢、

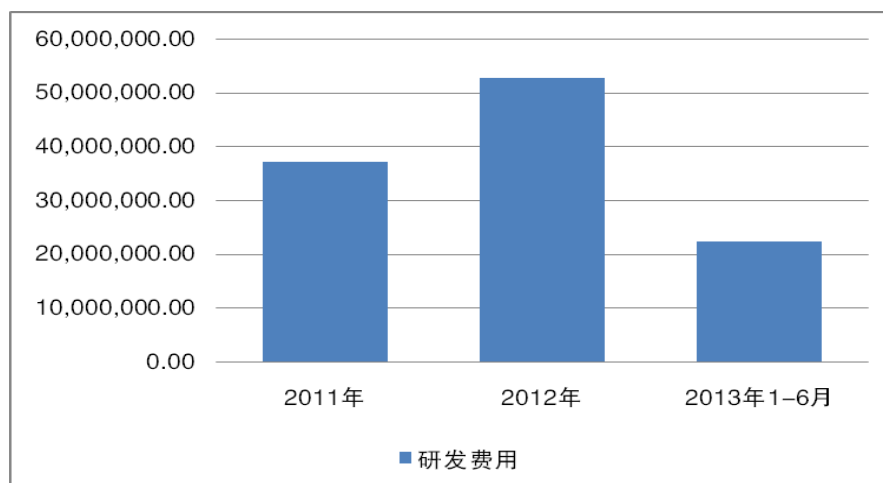
银行账期即将到期等极端情况，公司现有现金流足够进行偿债。同时，充足的现金流使得公司有足够的资金进行业务开拓，例如电站 EPC 项目。

3.2 公司获得多项认证，研发能力领先行业

公司还多次支持起草国家标准，例如《并网光伏发电专用逆变器技术要求和试验方法》、《风力发电机组 全功率变流器第 1 部分：技术条件》、《风力发电机组 全功率变流器第 2 部分：试验方法》等。另外，公司是国内拥有海外认证最多的企业，拥有德国 BDEW 认证、加拿大 ETL 认证、北美 CSA 认证、TUV 和 CE 认证等。这都有效的保持了公司长期的竞争力。

此外公司一直注重研发团队的培养。根据 2013 年中报披露的情况看，公司现有员工 939 人，其中研发人员数量超过 330 人，占比为 35 左右%。而公司对研发费用的投入也在逐年增加，每年公司所投入的研发费用不低于销售收入的 10%。

图表 15 公司研发费用



数据来源：Wind，爱建证券研究发展总部

4、盈利估值

1、我们假设 2014 年国内的光伏电站新增安装量可达到 1,400 万千瓦，到 2015 年安装量可达 2,500 万千瓦，相对应的光伏变电器的市场容量分别为 400 万千瓦和 500 万千瓦。公司占国内市场份额的 35%–40%，所对应的销售收入将达到 14 亿元和 20 亿元左右。

2、风能变流器方面，我们预计 2014 年和 2015 年的风能市场规模分别为 55 亿元和 80 亿元，相对应风能变流器的市场规模为 20 亿元和 24 亿元。假设公司在风能变流器方面的市场占 10%，则销售收入将为 2 亿元和 2.4 亿元。

3、公司在电站 EPC 方面的业务收入也将成为公司盈利的一大亮点。预计在该业务方面公司的收入将以 30%的增速增加。

综合考虑公司未来具体发展情况和行业景气度，我们认为公司各项财务指标均处在行业的领先水平。而且国家的产业政策，以及需求量的增长都将为公司未来的业绩提供了一定的保障。我们预计公司 2013、2014 年公司的 EPS 分别为 0.45 元、0.70 元。结合行业平均估值水平，我们给予 2014 年公司 PE 估值 48 倍为估值标准，对阳光电源给予“推荐”评级。

表格 6 公司分项盈利预测

报告期	2013E	2014E	2015E
太阳能光伏逆变器			
收入	1054.03	1401.86	1788.77
成本	690.00	883.20	1068.67
毛利	364.03	518.66	720.10
毛利率	35%	37%	40%
风能变流器			
收入	46.75	109.86	261.47
成本	39.20	98.00	225.40
毛利	7.55	11.86	36.07
毛利率	16%	11%	14%
电站系统			
收入	307.40	393.47	580.37
成本	283.14	370.91	519.28
毛利	24.26	22.56	61.09
毛利率	8%	6%	11%
其他			
收入	10.82	9.81	12.38
成本	8.66	7.89	9.65
毛利	2.16	1.92	2.73
毛利率	20%	20%	22%

数据来源：爱建证券研究发展总部

风险提示：光伏行业再遇冷冬，市场需求不及预期；原材料价格上升，使得公司销售收入下降。

表格 7 公司盈利预测

资产负债表						利润表					
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	1311.86	1103.11	1889.76	1177.7	2132.04	营业收入	873.64	1083.33	1419.17	1915.87	2643.34
应收和预付款项	538.33	991.49	145.77	1387.5	677.08	减: 营业成本	485.01	723.74	1021.80	1360.27	1823.90
存货	363.50	400.34	696.14	763.55	1150.41	营业税金及附加	6.43	2.73	1.28	1.15	2.64
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业费用	82.60	124.06	124.60	156.34	215.43
长期股权投资	1.21	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	100.46	145.93	129.29	164.00	241.87
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-0.66	-41.43	-31.28	-34.51	-37.05
固定资产和在建工程	147.12	217.91	192.47	167.03	141.60	资产减值损失	19.01	73.38	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	15.84	16.41	14.54	12.67	10.81	加: 投资收益	-3.96	-0.58	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	4.16	4.27	2.13	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	2382.03	2733.52	2940.81	3508.5	4111.94	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	5.00	90.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	176.83	54.35	173.48	268.63	396.54
应付和预收款项	542.86	770.22	951.92	1340.6	1675.30	加: 其他非经营损益	24.10	31.58	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	200.93	85.93	173.48	268.63	396.54
其他负债	24.45	26.83	26.83	26.83	26.83	减: 所得税	28.38	13.12	26.02	40.29	59.48
负债合计	572.31	887.05	978.75	1367.5	1702.12	净利润	172.55	72.80	147.46	228.34	337.06
股本	179.20	322.56	322.56	322.56	322.56	减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	1363.21	1219.85	1219.85	1219.8	1219.85	归属母公司股东净	172.55	72.80	147.46	228.34	337.06
留存收益	267.31	304.05	419.66	598.67	867.41						
归属母公司股东权益	1809.72	1846.46	1962.07	2141.0	2409.82	业绩和估值指标					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	209.53	61.86	171.64	263.56	386.80
股东权益合计	1809.72	1846.46	1962.07	2141.0	2409.82	净利润	172.55	72.80	147.46	228.34	337.06
负债和股东权益合计	2382.03	2733.52	2940.81	3508.5	4111.94	EPS	0.53	0.22	0.45	0.70	1.03
						BPS	5.53	5.64	6.00	6.54	7.36
现金流量表						PE	63.53	150.58	74.34	48.01	32.52
经营性现金净流量	-144.13	-225.24	877.22	-697.15	1006.76	PB	6.49	2.31	2.56	2.75	3.75
投资性现金净流量	-87.35	-76.52	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	22.46	158.48	52.03	36.60	22.49
筹资性现金净流量	1247.23	42.22	-90.57	-14.82	-35.77	股息率	-	-	-	-	-
现金流量净额	1017.55	-258.66	786.64	-711.97	970.99						

数据来源: 爱建证券研究发展总部

注册证券分析师简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准。

公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅15%以上

推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅5%~15%

中性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回避：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

行业评级

强于大市：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

同步大市：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

弱于大市：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究发展总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

爱建证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道1600号33楼（陆家嘴商务广场）

电话：021-32229888 邮编：200122

网站：www.ajzq.com