

## 电站投资重回战略重点，电表海外拓展加速 买入（维持）

2020 年 08 月 26 日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值    | 2019A  | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）  | 3,359  | 5,699 | 5,933 | 6,982 |
| 同比（%）      | -16.4% | 69.6% | 4.1%  | 17.7% |
| 归母净利润（百万元） | 700    | 958   | 1199  | 1484  |
| 同比（%）      | -7.9%  | 36.8% | 25.1% | 23.8% |
| 每股收益（元/股）  | 0.40   | 0.55  | 0.69  | 0.85  |
| P/E（倍）     | 17.87  | 12.99 | 10.39 | 8.39  |

### 投资要点

- **2020H 实现营业收入 29.51 亿元，同比增长 76.99%：**公司发布 2020 年半年报，报告期内实现营业收入 29.51 亿元，同比增长 76.99%；实现利润总额 6.15 亿元，同比增长 33.34%；实现归属母公司净利润 5.5 亿元，同比增长 31.59%，2020H 毛利率为 35.77%，同比下降 10.38pct，2020H 归母净利率为 18.62%，同比下降 6.42pct。20Q2 公司业绩 4.18 亿元，同比增长 59.11%；2020Q2，实现营业收入 22.63 亿元，同比增长 132.60%，环比增长 229.02%；实现归属母公司净利润 4.18 亿元，同比增长 59.11%，环比增长 217.42%。公司业绩增长主要来自 EPC 业务的收入增长及报告期出色的三费控制能力，但同时毛利率和净利率也受 EPC 占比提升所拖累。
- **EPC 业务顺利并网，收入增长迅速：**2020 年 H 光伏 EPC 业务实现收入 8.97 亿元，相较 2019 年 0.47 亿元有较大幅度的增长，主要原因是公司泗洪光伏发电应用领跑基地激励项目 200MW、连云港光伏平价示范项目 98MW 于 2020 年 6 月实现了全额并网；同时，公司的 EPC 中标项目亦从 19 年下半年开始加速，预计将对 2020 年的 EPC 业务形成有效支撑。未来，公司将持续为更多的战略大客户提定向开发、建设、运营各类光伏电站，推动业绩持续增长。
- **电力业务稳健，电站投资重回高增长：**2020 年 H 公司发电业务实现发电量 9.6 亿度，同比增长 0.28%，对应营收 7.41 亿元，同比增长 0.52%，截止 20H 公司自持并网电站规模约 1.5GW，储备项目较年初增长 1GW 达到 3GW，公司电站平均含税上网电价达到 0.88 元/W。公司自 2014 年开始发展自持电站业务，在 16~17 年国内电站收益率极高的时候，公司大规模发展自持电站，16/17 年自持电站新增分别为 0.5GW、0.4GW，而 18~19 年由于国内补贴电价大幅下降，因此 18/19 年自持电站新增规模较低，可见公司凭借优秀的管理能力，紧密把握住了国内电站投资的节奏。在国内组件价格大幅下降的基础下，国内电站收益率得到大幅提升，公司提出到 2022 年底电站运营规模达到 3-5GW，电站投资重回大规模发展趋势。同时，公司的 EPC 中标项目亦从 19 年下半年开始加速，预计将对 2020 年的 EPC 业务形成有效支撑。
- **国内电表领军，海外开始兑现高增长：**公司电表业务 2020 年 H 实现收入 10.61 亿元，预计同比增长 50%+，主要原因在于公司 2019 年电表高中标，2020 年开始确认收入。20 年上半年国网+南网第一次招标中，公司合计中标金额达到 3.3 亿元，中标数量及金额均名列前茅，从 2013 至 2020 年国网第一次招标智能电表市占率情况来看，公司是当之无愧的领军者。海外来看，公司 20H 海外电表收入约 7.3 亿元（按报告期末汇率换算），同比增长约 280%，海外 15 年开始加大力度推进拓展，今年公司进一步深化和战略大客户瑞士兰吉尔集团的全面合作，在以欧洲市场为核心的区域取得了一系列重大突破。公司进一步加强了在沙特的市场地位，在沙特电力公司（SEC）1000 万台智能电表部署项目中成为最重要的智能电表和通信模块供应商之一；立陶宛控股子公司 Elgama 公司连续中标波兰电能表项目。截止 20H 海外在手订单 1.8 亿美元，较 19 年末 0.65 亿元增长约 177%，保障后续业绩高增长。
- **期间费用率下降明显，增厚业绩：**销售、管理、研发、财务费用率分别下降 1.34、下降 1.48、下降 0.89、下降 3.92 个百分点至 2.35%、4.45%、2.57%、4.74%。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 20-22 年业绩为：9.58、11.99、14.84 亿元，同比+36.8%、+25.1%、+23.8%，对应 EPS 为 0.55/0.69/0.85。目标价 9.66 元，对应 21 年 14 倍 PE，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策不达预期，竞争加剧等

### 股价走势



### 市场数据

|               |           |
|---------------|-----------|
| 收盘价(元)        | 7.12      |
| 一年最低/最高价      | 4.22/9.10 |
| 市净率(倍)        | 1.15      |
| 流通 A 股市值(百万元) | 12452.03  |

### 基础数据

|             |         |
|-------------|---------|
| 每股净资产(元)    | 6.17    |
| 资产负债率(%)    | 42.36   |
| 总股本(百万股)    | 1748.88 |
| 流通 A 股(百万股) | 1748.88 |

### 相关研究

- 1、《林洋能源（601222）：电表海外拓展提升毛利率，电站投资重回战略重点》2020-04-29
- 2、《林洋能源（601222）：电站运营稳定，智能电表复苏》2019-08-26

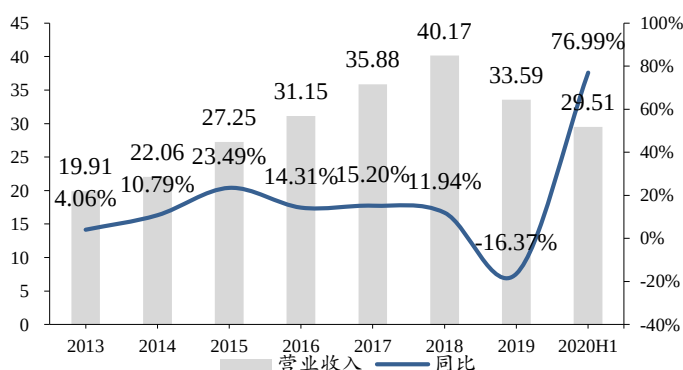
**2020H 实现营业收入 29.51 亿元，同比增长 76.99%：**公司发布 2020 年半年报，报告期内实现营业收入 29.51 亿元，同比增长 76.99%；实现利润总额 6.15 亿元，同比增长 33.34%；实现归属母公司净利润 5.5 亿元，同比增长 31.59%，2020H 毛利率为 35.77%，同比下降 10.38pct，2020H 归母净利率为 18.62%，同比下降 6.42pct。20Q2 公司业绩 4.18 亿元，同比增长 59.11%；2020Q2，实现营业收入 22.63 亿元，同比增长 132.60%，环比增长 229.02%；实现归属母公司净利润 4.18 亿元，同比增长 59.11%，环比增长 217.42%。公司业绩增长主要来自 EPC 业务的收入增长及报告期出色的三费控制能力，但同时毛利率和净利率也受 EPC 占比提升所拖累。

表 1：2020H 收入 29.51 亿元，同比增长 76.99%；盈利 5.5 亿元，同比增长 31.59%

| 林洋能源     | 2020H1 | 2019H1 | 同比       | 2020Q2 | 2019Q2 | 同比       | 2020Q1 | 环比      |
|----------|--------|--------|----------|--------|--------|----------|--------|---------|
| 营业收入     | 29.51  | 16.68  | 77.0%    | 22.63  | 9.73   | 132.6%   | 6.88   | 229.0%  |
| 毛利率      | 35.8%  | 46.1%  | -10.4pct | 33.8%  | 46.9%  | -13.0pct | 42.2%  | -8.4pct |
| 营业利润     | 5.93   | 4.72   | 25.8%    | 4.67   | 3.00   | 55.6%    | 1.26   | 270.8%  |
| 利润总额     | 6.15   | 4.62   | 33.3%    | 4.64   | 2.90   | 60.1%    | 1.51   | 206.3%  |
| 归属母公司净利润 | 5.50   | 4.18   | 31.6%    | 4.18   | 2.63   | 59.1%    | 1.32   | 217.4%  |
| 扣非归母净利润  | 5.15   | 4.04   | 27.4%    | 4.13   | 2.56   | 61.5%    | 1.02   | 304.3%  |
| 归母净利率    | 18.6%  | 25.0%  | -6.4pct  | 18.5%  | 27.0%  | -8.5pct  | 19.1%  | -0.7pct |
| 股本       | 17.49  | 17.65  | -        | 17.49  | 17.58  | -        | 17.58  | -       |
| EPS      | 0.31   | 0.24   | 32.8%    | 0.24   | 0.15   | 59.9%    | 0.07   | 219.0%  |

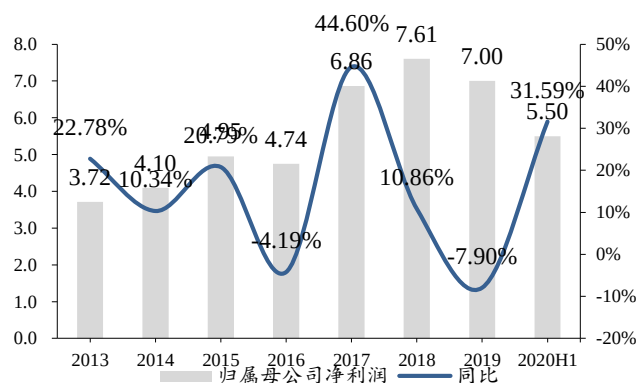
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 1：2020H 收入 29.51 亿元，同比+76.99%



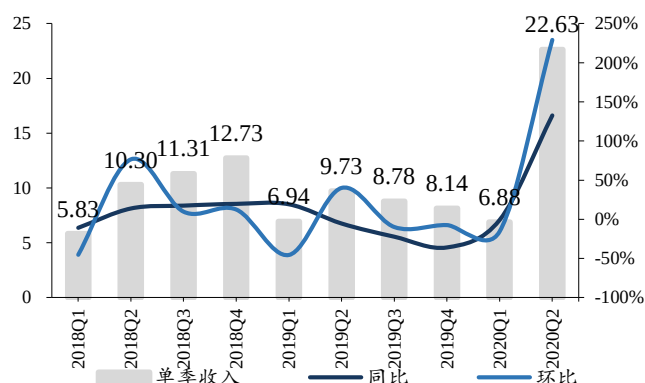
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 2：2020H 归母净利润 5.5 亿元，同比+31.59%



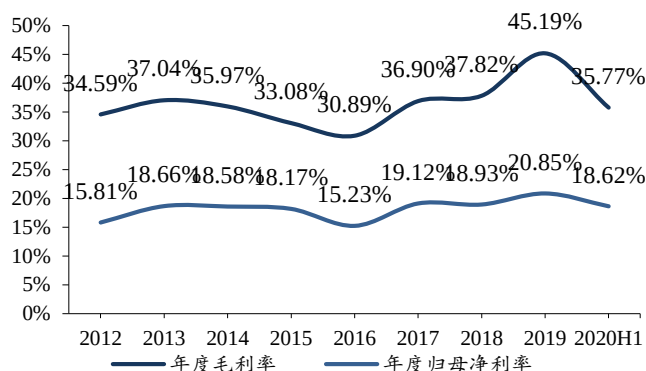
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 3: Q2 收入 22.63 亿元, 同比+132.60%



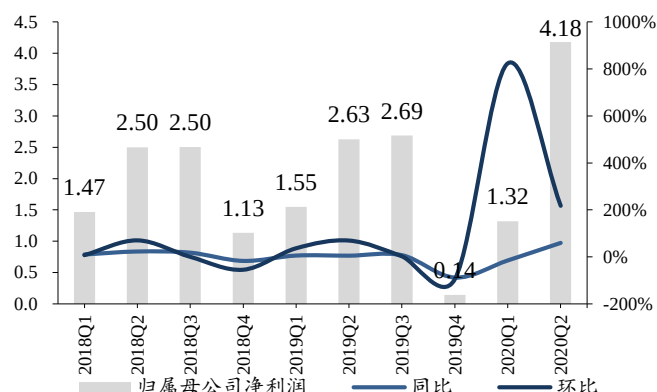
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 5: 2020H 毛利率、净利率同比-10.38%、-6.42pct



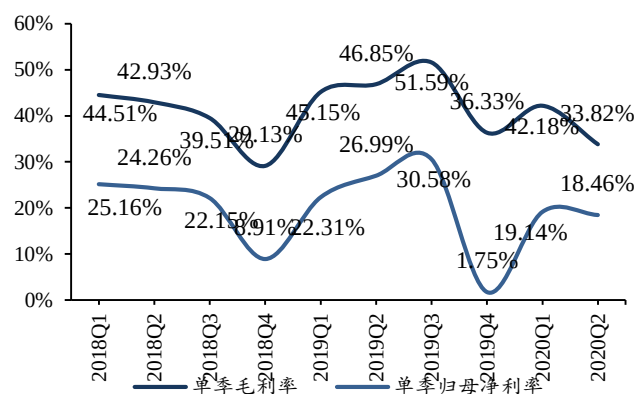
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 4: Q2 归母净利润 4.18 亿元, 同比+59.11%



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 6: Q2 毛利率、净利率同比-13.03%、-8.53pct



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

**EPC 业务顺利并网, 收入增长迅速:** 2020 年 H 光伏 EPC 业务实现收入 8.97 亿元, 相较 2019 年 0.47 亿元有较大幅度的增长, 主要原因是公司泗洪光伏发电应用领跑基地激励项目 200MW、连云港光伏平价示范项目 98MW 于 2020 年 6 月实现了全额并网; 同时, 公司的 EPC 中标项目亦从 19 年下半年开始加速, 预计将对 2020 年的 EPC 业务形成有效支撑。未来, 公司将持续为更多的战略大客户提供定向开发、建设、运营各类光伏电站, 推动业绩持续增长。

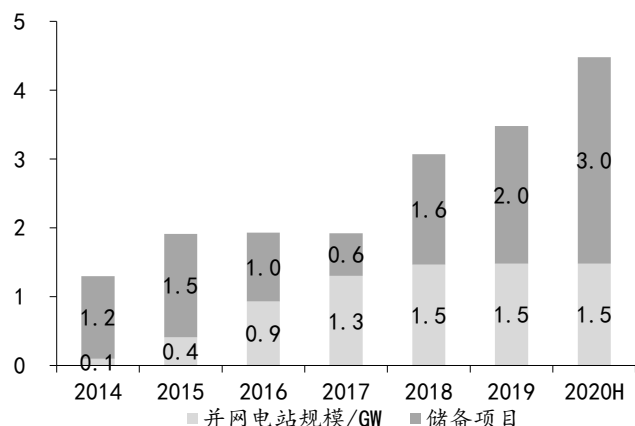
表 2: 公司 EPC 项目招标情况

| 交易方             | 签订时间        | 涉及金额及建设量 (亿元)                                         | 当前进度/备注                      |
|-----------------|-------------|-------------------------------------------------------|------------------------------|
| 中国华能集团有限公司江苏分公司 | 2020 年 3 月  | 计划在 2020 年至 2022 年每年开发不少于 50 万千瓦, 累计开发不少于 150 万千瓦光伏电站 |                              |
| 中广核林洋新能源泗洪有限公司  | 2020 年 3 月  | 4.01 亿+4 亿                                            | 竣工日期为 2020 年 6 月 30 日        |
| 灌云永贯新能源科技有限公司   | 2019 年 8 月  | 4.05 亿/98MW                                           | 全容量并网日期不晚于 2020 年 6 月 30 日   |
| 中国电建海投          | 2019 年 5 月  |                                                       |                              |
| 中广核             | 2018 年 6 月  | 11.09 亿/200MW                                         | 竣工日期为 2018 年 12 月 31 日       |
|                 | 2017 年 7 月  | 1GW                                                   | 进程符合预期                       |
| 中电建河南分公司        | 2018 年 6 月  | 500MW                                                 | 预计 2019 年存在合同交易              |
| Sunseap Group   | 2017 年 12 月 | 5 亿美元/500MWEPC/300MW 组件                               | 需双方同意, 且项目满足各自的投资回报要求        |
| 三峡新能源华东分公司      | 2017 年 12 月 | ≥500MW                                                | 2017-2020 年七省一市推进每年不低于 120MW |
| ENGIE           | 2017 年 7 月  | 500MW                                                 | 需双方同意, 且项目满足各自的投资回报要求        |

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**电力业务稳健, 电站投资重回高增长:** 2020 年 H 公司发电业务实现发电量 9.6 亿度, 同比增长 0.28%, 对应营收 7.41 亿元, 同比增长 0.52%, 截止 20H 公司自持并网电站规模约 1.5GW, 储备项目较年初增长 1GW 达到 3GW, 公司电站平均含税上网电价达到 0.88 元/W。公司自 2014 年开始发展自持电站业务, 在 16~17 年国内电站收益率极高的时候, 公司大规模发展自持电站, 16/17 年自持电站新增分别为 0.5GW、0.4GW, 而 18~19 年由于国内补贴电价大幅下降, 因此 18/19 年自持电站新增规模较低, 可见公司凭借优秀的管理能力, 紧密把握住了国内电站投资的节奏。在国内组件价格大幅下降的基础下, 国内电站收益率得到大幅提升, 公司提出到 2022 年底电站运营规模达到 3-5GW, 电站投资重回大规模发展趋势。同时, 公司的 EPC 中标项目亦从 19 年下半年开始加速, 预计将对 2020 年的 EPC 业务形成有效支撑。

图 13: 公司历年自持电站规模



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

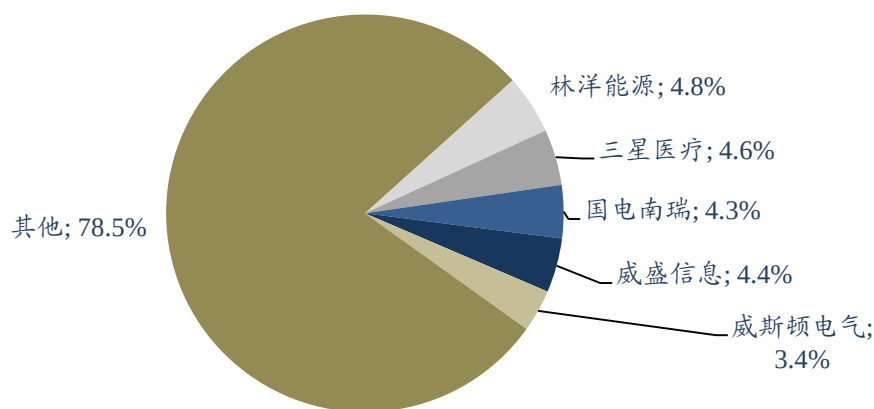
图 14: 公司 20 年 1-6 月电站经营情况

| 地区  | 装机容量<br>(MW) | 发电量<br>(万千瓦时) | 上网电量<br>(万千瓦时) | 结算电量<br>(万千瓦时) | 平均含税上网电价<br>(元/千瓦时) |
|-----|--------------|---------------|----------------|----------------|---------------------|
| 内蒙古 | 135          | 12,598.32     | 12,283.25      | 12,283.25      | 0.87                |
| 江苏  | 390          | 24,027.57     | 21,495.60      | 21,495.60      | 0.87                |
| 安徽  | 534          | 31,782.28     | 30,973.07      | 30,973.07      | 0.81                |
| 山东  | 278          | 18,677.28     | 18,306.77      | 18,306.77      | 0.92                |
| 辽宁  | 24           | 1,443.06      | 1,443.06       | 1,443.06       | 0.9                 |
| 河北  | 21           | 1,784.49      | 1,737.17       | 1,737.17       | 0.9                 |
| 河南  | 98           | 6,261.26      | 6,231.72       | 6,231.72       | 0.88                |
| 合计  | 1,480        | 96,574.26     | 92,470.64      | 92,470.64      | 0.88                |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

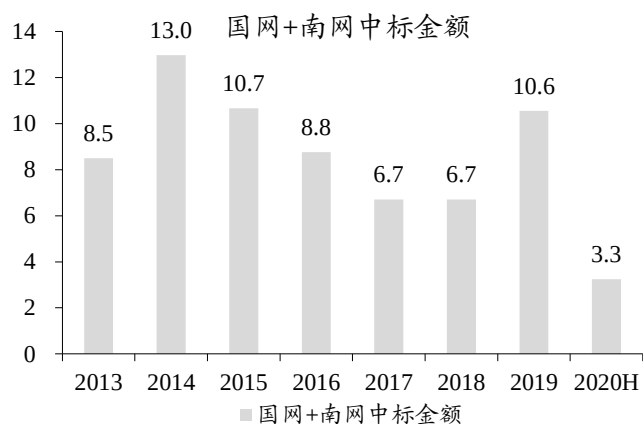
**国内电表领军，海外开始兑现高增长：**公司电表业务 2020 年 H 实现收入 10.61 亿元，预计同比增长 50%+，主要原因在于公司 2019 年电表高中标，2020 年开始确认收入。20 年上半年国网+南网第一次招标中，公司合计中标金额达到 3.3 亿元，中标数量及金额均名列前茅，从 2013 至 2020 年国网第一次招标智能电表市占率情况来看，公司是当之无愧的领军者。海外来看，公司 20H 海外电表收入约 7.3 亿元（按报告期末汇率换算），同比增长约 280%，海外 15 年开始加大力度推进拓展，今年公司进一步深化和战略大客户瑞士兰吉尔集团的全面合作，在以欧洲市场为核心的区域取得了一系列重大突破。公司进一步加强了在沙特的市场地位，在沙特电力公司（SEC）1000 万台智能电表部署项目中成为最重要的智能电表和通信模块供应商之一；立陶宛控股子公司 Elgama 公司连续中标波兰电能表项目。截止 20H 海外在手订单 1.8 亿美元，较 19 年末 0.65 亿元增长约 177%，保障后续业绩高增长。

图 7: 2013 至 2020 年国网第一次招标智能电表市占率情况（累计值）



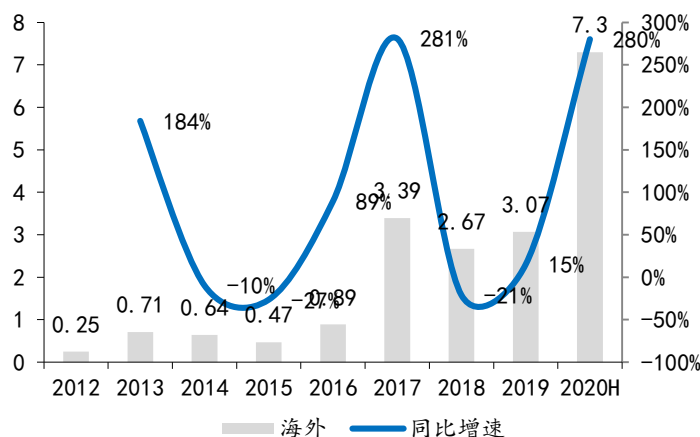
数据来源：国网电子商务平台，东吴证券研究所

图 13: 公司历年国网+南网电表中标金额 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 14: 公司海外收入迅速增长 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

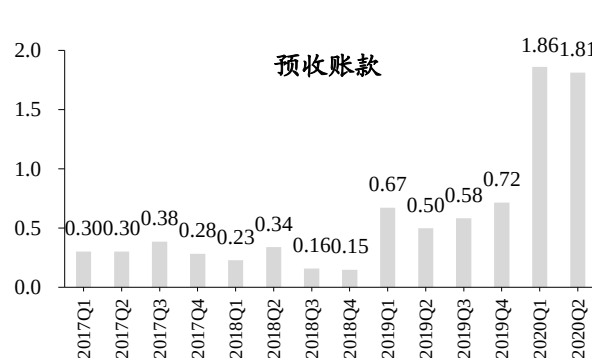
**20Q2 经营现金流量净额、预收账款大幅增长:** 2020H 经营活动现金流量净流入 3.08 亿元, 同比增长 3193.81%; 主要系 EPC 及电费回款增加所致。销售商品取得现金 17.87 亿元, 同比增长 14.69%。期末预收款项 1.81 亿元, 比年初增长 153.59%。期末应收账款 43.74 亿元, 较期初增长 13.69 亿元, 应收账款周转天数下降 88.56 天至 225.03 天。期末存货 6.64 亿元, 较期初下降 1.35 亿元; 存货周转天数下降 53.58 天至 69.42 天。Q2 经营活动现金流量净额 3.46 亿元, 有所强化; 存货下降 2.11 亿元至 6.64 亿元; 应收账款增加 13.01 亿元至 43.74 亿元。

图 9: 20Q2 现金净流入 3.46 亿元, 同比+2022%



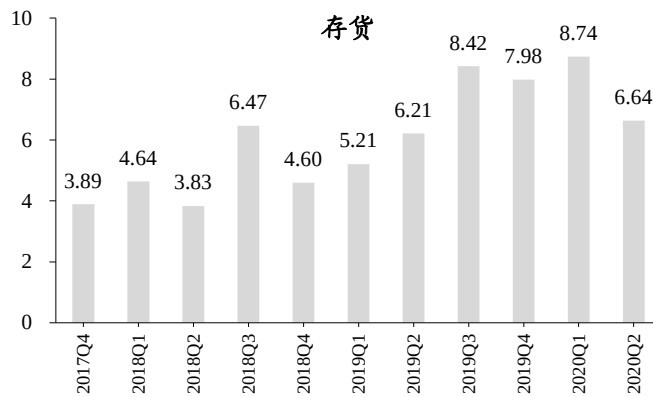
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 10: 20Q2 期末预收款项 1.81 亿元, 同比+264.34%



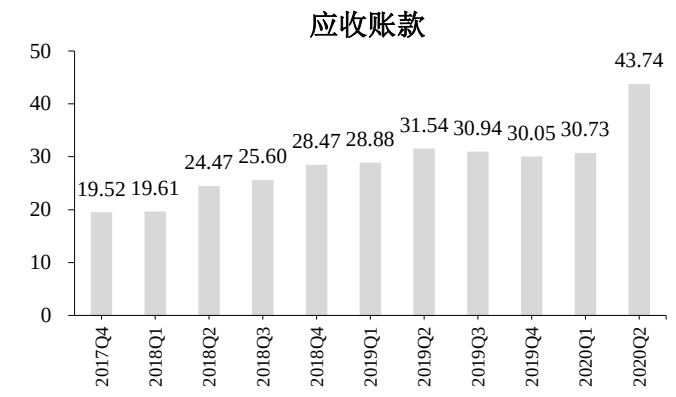
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 11: 20Q2 期末存货 6.64 亿元, 较期初-1.35 亿元



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

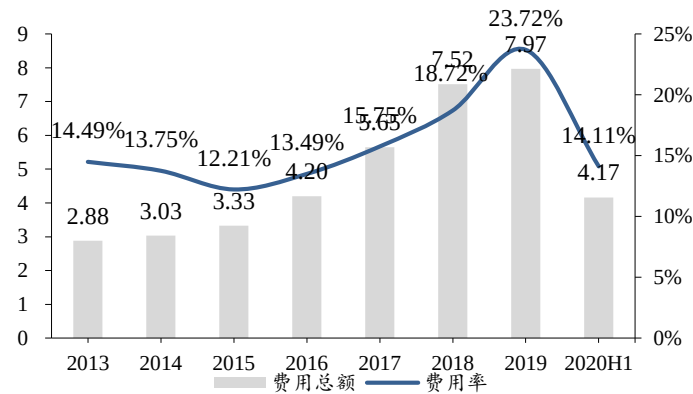
图 12: 20Q2 期末应收账款 43.74 亿元, 较期初+13.69 亿元



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

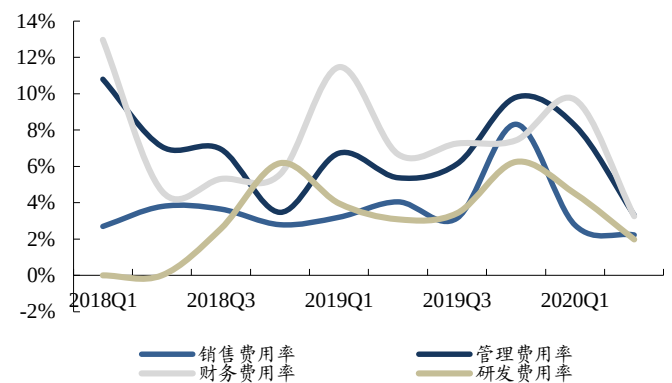
期间费用率下降明显, 增厚业绩。2020H 销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 12.47%、上升 32.04%、上升 31.51%、上升 5.49% 至 0.69 亿元、1.31 亿元、0.76 亿元、1.4 亿元; 费用率分别下降 1.34、下降 1.48、下降 0.89、下降 3.92 个百分点至 2.35%、4.45%、2.57%、4.74%。Q2, 销售、管理、研发、财务费用分别同比 +27.92%/+43.12%/+49.09%/+13.40%, 费用率分别为 2.23%/3.31%/1.98%/3.25%。

图 13: 2020H 期间费用 4.17 亿元, 同比+14.86%



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 14: Q2 期间费用率 10.76%, 同比-8.41pct



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

**盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 20-22 年业绩为: 9.58、11.99、14.84 亿元, 同比+36.8%、+25.1%、+23.8%, 对应 EPS 为 0.55/0.69/0.85。目标价 9.66 元, 对应 21 年 14 倍 PE, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 政策不达预期, 竞争加剧等

林洋能源三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)        |                |                |                |                | 利润表 (百万元)        |               |               |               |               |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                    | 2019A          | 2020E          | 2021E          | 2022E          |                  | 2019A         | 2020E         | 2021E         | 2022E         |
| <b>流动资产</b>        | <b>7302.6</b>  | <b>12252.3</b> | <b>12702.7</b> | <b>14551.0</b> | <b>营业收入</b>      | <b>3359.2</b> | <b>5698.8</b> | <b>5932.6</b> | <b>6981.6</b> |
| 现金                 | 2032.6         | 4459.8         | 5226.0         | 6136.4         | 减:营业成本           | 1841.2        | 3677.7        | 3630.5        | 4260.5        |
| 应收账款               | 3135.6         | 4059.4         | 4226.0         | 4973.2         | 营业税金及附加          | 20.1          | 39.9          | 35.6          | 34.9          |
| 存货                 | 798.3          | 604.6          | 596.8          | 700.4          | 营业费用             | 156.9         | 239.3         | 243.2         | 272.3         |
| 其他流动资产             | 1336.1         | 3128.6         | 2654.0         | 2741.0         | 管理费用             | 240.8         | 596.6         | 609.0         | 688.1         |
| <b>非流动资产</b>       | <b>10165.5</b> | <b>10631.7</b> | <b>11074.4</b> | <b>11491.2</b> | 财务费用             | 268.7         | 239.6         | 247.8         | 235.1         |
| 长期股权投资             | 94.5           | 80.5           | 66.5           | 52.5           | 资产减值损失           |               |               |               |               |
| 固定资产               | 9123.1         | 9607.1         | 10067.8        | 10502.5        | 加:投资净收益          | 81.1          | 80.0          | 89.0          | 80.0          |
| 在建工程               |                |                |                |                | 其他收益             | -114.4        | 51.8          | 47.5          | 46.8          |
| 无形资产               | 117.4          | 113.5          | 109.5          | 105.6          | <b>营业利润</b>      | <b>798.3</b>  | <b>1037.4</b> | <b>1302.9</b> | <b>1617.4</b> |
| 其他非流动资产            | 830.5          | 830.5          | 830.5          | 830.5          | 加:营业外净收支         | -19.0         | 20.0          | 20.0          | 20.0          |
| <b>资产总计</b>        | <b>17468.1</b> | <b>22884.0</b> | <b>23777.1</b> | <b>26042.2</b> | <b>利润总额</b>      | <b>779.3</b>  | <b>1057.4</b> | <b>1322.9</b> | <b>1637.4</b> |
| <b>流动负债</b>        | <b>2665.2</b>  | <b>4400.1</b>  | <b>4381.3</b>  | <b>4943.5</b>  | 减:所得税费用          | 75.8          | 84.6          | 105.8         | 131.0         |
| 短期借款               | 1212.6         | 500.0          | 500.0          | 500.0          | 少数股东损益           | 3.1           | 14.6          | 18.3          | 22.6          |
| 应付账款               | 1152.4         | 3476.2         | 3381.9         | 3852.0         | <b>归属母公司净利润</b>  | <b>700.4</b>  | <b>958.3</b>  | <b>1198.8</b> | <b>1483.8</b> |
| 其他流动负债             | 300.3          | 423.9          | 499.4          | 591.5          | EBIT             | 1128.6        | 1189.1        | 1453.7        | 1764.5        |
| <b>非流动负债</b>       | <b>4487.0</b>  | <b>7487.0</b>  | <b>7487.0</b>  | <b>7987.0</b>  | EBITDA           | 1561.9        | 1661.4        | 1974.3        | 2334.3        |
| 长期借款               | 1878.0         | 4878.0         | 4878.0         | 4878.0         |                  |               |               |               |               |
| 其他非流动负债            | 2609.0         | 2609.0         | 2609.0         | 3109.0         |                  |               |               |               |               |
| <b>负债合计</b>        | <b>7152.2</b>  | <b>11887.1</b> | <b>11868.3</b> | <b>12930.5</b> | <b>重要财务与估值指标</b> | <b>2019A</b>  | <b>2020E</b>  | <b>2021E</b>  | <b>2022E</b>  |
| 少数股东权益             | 25.3           | 35.5           | 48.3           | 64.1           | 每股收益(元)          | 0.40          | 0.55          | 0.69          | 0.85          |
| 归属母公司股东权益          | 10290.6        | 10961.4        | 11860.5        | 13047.6        | 每股净资产(元)         | 5.85          | 6.27          | 6.78          | 7.46          |
| <b>负债和股东权益</b>     | <b>17468.1</b> | <b>22884.0</b> | <b>23777.1</b> | <b>26042.2</b> | 发行在外股份(百万股)      | 1757.7        | 1748.9        | 1748.9        | 1748.9        |
|                    |                |                |                |                | ROIC(%)          | 6.7%          | 7.1%          | 8.7%          | 10.3%         |
|                    |                |                |                |                | ROE(%)           | 6.8%          | 8.7%          | 10.1%         | 11.4%         |
|                    |                |                |                |                | 毛利率(%)           | 45.2%         | 35.5%         | 38.8%         | 39.0%         |
|                    |                |                |                |                | 销售净利率(%)         | 20.9%         | 16.8%         | 20.2%         | 21.3%         |
|                    |                |                |                |                | 资产负债率(%)         | 40.9%         | 51.9%         | 49.9%         | 49.7%         |
|                    |                |                |                |                | 收入增长率(%)         | -16.4%        | 69.6%         | 4.1%          | 17.7%         |
|                    |                |                |                |                | 净利润增长率(%)        | -7.9%         | 36.8%         | 25.1%         | 23.8%         |
|                    |                |                |                |                | P/E              | 17.87         | 12.99         | 10.39         | 8.39          |
|                    |                |                |                |                | P/B              | 1.21          | 1.14          | 1.05          | 0.95          |
|                    |                |                |                |                | EV/EBITDA        | 12.59         | 14.69         | 12.35         | 10.90         |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> |                |                |                |                |                  |               |               |               |               |
|                    |                |                |                |                |                  |               |               |               |               |
| 经营活动现金流            | 402.0          | 1357.7         | 2021.2         | 1685.8         |                  |               |               |               |               |
| 投资活动现金流            | -172.9         | -930.4         | -955.3         | -978.6         |                  |               |               |               |               |
| 筹资活动现金流            | -298.4         | 2000.0         | -299.7         | 203.2          |                  |               |               |               |               |
| 现金净增加额             | -58.5          | 2427.2         | 766.2          | 910.5          |                  |               |               |               |               |
| 折旧和摊销              | 433.4          | 472.3          | 520.6          | 569.8          |                  |               |               |               |               |
| 资本开支               | -460.9         | -944.4         | -969.3         | -992.6         |                  |               |               |               |               |
| 营运资本变动             | -77.5          | -75.1          | 297.0          | -375.6         |                  |               |               |               |               |

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>