

证券研究报告—动态报告

电气设备新能源

新能源

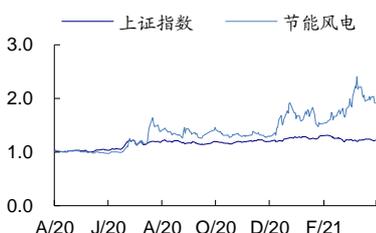
节能风电(601016)
增持

2020 年年报及一季报预告点评

(首次评级)

2021 年 04 月 16 日

一年该股与上证综指走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	5,013/4,480
总市值/流通(百万元)	20,403/18,235
上证综指/深圳成指	3,417/13,738
12 个月最高/最低(元)	5.18/2.10

证券分析师: 王蔚祺

E-MAIL: wangweiqi2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520080003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

专注风电运营, 十四五加速成长

● **21Q1 业绩预增 119%, 2020 年业绩符合预期, 基本面持续向好**
 公司预告 21Q1 营收 8.85 亿元 (+43%); 盈利 2.95 亿元, 预增 119%。2020 年营收 26.67 亿元 (+7.23%), 归母净利润 6.18 亿元 (+5.78%), 业绩整体平稳提升, 盈利符合预期。Q4 单季度公司归母净利润 0.82 亿元 (-48.57%), 增速大幅下降。全年毛利率为 52.09% (-0.31pct), 净利率为 24.94% (-1.12pct)。2020 年公司首次对可再生能源基金拖欠的应收补贴计提信用减值准备, 减值金额占利润总额的 4.4%。

● **公司是一家专营风电项目开发业务的央企电力运营商**

公司隶属于中国节能集团, 从事风电场投资开发业务超过 10 年, 拥有丰富的行业经验。2020 年风电发电收入占比为 99.7%。截至 2020 年年末, 公司并网装机容量为 3.16GW, 2020 年新投产的装机容量为 301MW, 新核准的项目容量为 224.5MW, 在建项目容量为 2.32GW。实现上网电量 65.41 亿千瓦时, 平均利用小时数为 2250 小时, 高出全国行业平均水平约 153 小时。

● **2021-22 年公司装机规模跃升新的台阶**

背靠碳中和的大背景下, 未来公司将继续立足国内平价风电和海上风电市场稳步增长。21-22 年预计新投产风电项目 1.6GW 以上, 其中海上风电预计 300MW, 将为 21-23 年贡献显著的业绩增长。公司额外圈定超过 3GW 储备平价项目资源; 中长期公司加快海上风电布局, 继续寻求福建、浙江、辽宁等其他省份海上开发机会, 并展望欧洲市场。

● **风险提示:** 风电并网消纳不及预期; 可再生能源补贴拖欠恶化; 新能源项目竞争性配置导致上网电价过低。

● **投资建议: 公司首次披露, 给予“增持”评级**

公司 20-22 年有大量新项目投产, 预计 21-23 年营收 31/44/48 亿元, 同比增速 17%/44%/8%; 归母净利润 8.3/14.0/15.3 亿元, 同比增速 34%/68%/10%; 对应摊薄 EPS 为 0.17/0.28/0.31 元, 对应 PE 为 24.6/14.7/13.3x, 绝对估值合理估值区间 4.56-5.00 元, 较当前溢价 12-23%, 首次覆盖给予“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,667	3,111	4,418	4,755	5,093
(+/--%)	7.2%	16.6%	42.0%	7.6%	7.1%
净利润(百万元)	618	830	1392	1535	1693
(+/--%)	5.8%	34.3%	67.7%	10.3%	10.3%
摊薄每股收益(元)	0.12	0.17	0.28	0.31	0.34
EBIT Margin	47.5%	49.8%	51.3%	50.9%	50.8%
净资产收益率(ROE)	6.3%	7.9%	12.0%	12.1%	12.2%
市盈率(PE)	32.8	24.6	14.7	13.3	12.1
EV/EBITDA	18.8	18.8	13.5	12.7	12.0
市净率(PB)	2.06	1.94	1.76	1.61	1.47

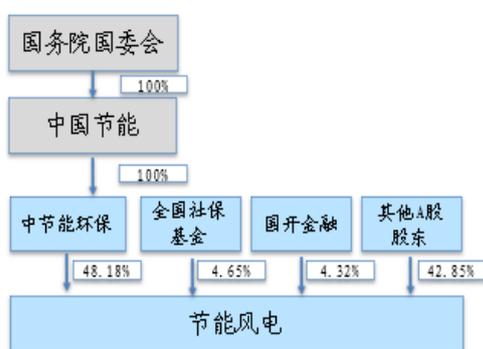
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司介绍

公司是主营风电项目开发业务的中央企业，由中国节能投资公司和中国新时代控股（集团）公司于 2010 年联合重组成立，2014 年 9 月于上交所上市。目前公司第一大股东为中国节能环保集团有限公司，控股比例 48%。2020 年风电发电收入占比为 99.7%。截至 2020 年年末，公司并网装机容量为 3.16GW，在建项目容量为 2.32GW，未来公司将继续立足国内平价风电市场稳健发展。公司已经圈定获取超过 3GW 储备平价项目资源，为十四五成长性奠定良好基础。另外公司加快了海上风电布局，在 2021 年即将完成广东南鹏岛 300MW 海上风电项目后，继续寻求福建、浙江、辽宁等其他省份海上开发机会。

图 1：节能风电股权结构



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：节能风电项目储备情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2020 年公司实现上网电量 65.41 亿度，其中直接售电电量为 45.20 亿度，参与电力多边交易的电量为 20.21 亿度；平均利用小时数为 2250 小时，高出全国行业平均水平约 153 小时。2020 年公司新投产容量为 301MW，新核准的项目容量为 224.5MW。

表 1：2020 年节能风电各地区并网装机容量、新增装机容量及在建项目容量（MW）

地区	并网装机容量	新投产机组的装机容量	新增核准项目容量	在建项目容量
河北	693.5	/	/	170
新疆	799	/	/	/
甘肃	748.5	/	25	250
青海	298.5	199.5	/	200
蒙东	49.5	/	/	50
蒙西	198.5	49.5	/	230
湖北	96	52	29.5	220
广西	/	/	/	280
四川	101.2	/	100	100
河南	/	/	/	270
陕西	/	/	/	50
澳洲	175	/	/	/
湖南	/	/	/	50
山西	/	/	20	150
山东	/	/	50	50
广东	/	/	/	300
合计	3159.7	301	224.5	2320

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 2: 公司历年累计吊装容量 (MW)、上网电量 (亿千瓦时) 及风电利用小时数

年度	期末累计装机 (MW)	上网电量 (亿千瓦时)	当年风电利用小时数
2020	4,005	65.41	2,106
2019	3,106	59.64	2,208
2018	2,908	57.65	2,249
2017	2,672	47.36	2,059
2016	2,309	35.36	1,726
2015	2,077	31.13	1,790
2014	1,740	/	/

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 注: 公司累计吊装数据包括在建工程, 大于并网数据。投产规模以并网数据为准。

公司始终保持稳定的分红政策, 以回应广大投资者的支持。公司最近三年以现金方式累计分配的利润为 6.25 亿元, 占最近三年实现的平均归母净利润 5.7 亿元的 109%。

表 3: 公司分红情况

分红实施年度	分红所属年度	实施分红方案	分红在归属于上市公司股东净利的占比 (%)	分配总金额 (含税万元)
2019 年度	2018 年度	每 10 股分配现金 0.464 元 (含税), 共计分配现金 192,817,984 元 (含税), 归属于上市公司股东净利润 515,187,388.82 元。	37%	19,281.80
2020 年度	2019 年度	每 10 股分配现金 0.51 元 (含税), 共计分配现金 211,933,560 元 (含税), 归属于上市公司股东净利润 584,107,064.84 元。	36%	21,193.36
2021 年度	2020 年度	每 10 股分配现金 0.44 元 (含税), 共计分配现金 220,574,288 元 (含税), 归属于上市公司股东净利润 617,883,393.03 元。	36%	22,057.43

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理。

21Q1 业绩预增 119%，基本面持续向好。2021 年 1-3 月得益于用电需求的恢复和风资源改善，公司风电利用小时数较 2020 年同期有明显提升，加上 2020 年新增并网规模同比增约 10%，公司预告一季度实现营业总收入 8.85 亿元，较上年同期增长 42.6%；归属于上市公司股东的净利润 2.99 亿元，较上年同期增长 118.50%。截至 2021 年 3 月末，公司资产总额为 348 亿元，较年初增长 4.53 ppt；归属于上市公司股东的所有者权益为 101 亿元，较年初增长 3.06 ppt；资产负债率为 68.68%，较年初增加了 0.43 ppt。

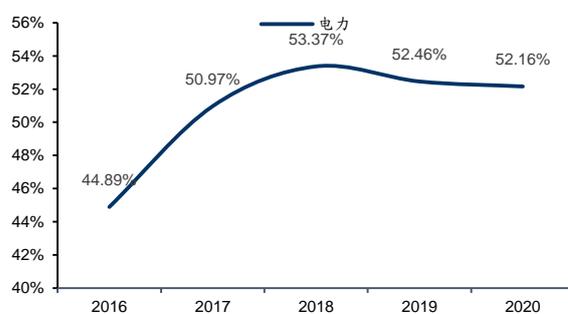
2020 年公司营业收入稳中有升，Q4 业绩因计提信用减值损失同比下滑。截至 2020 年末，公司资产总额为 330.84 亿元，同比增加 40.73%，归母净资产为 98.30 亿元，同比增加 33.69%。2020 全年实现营收 26.67 亿元（+7.24%），归母净利润 6.18 亿元（+5.82%），其中四季度单季营收 6.57 亿元（-5.08%），归母净利润 0.82 亿元（-48.57%）。节能风电主要收入来源为风力发电项目，2020 年公司实现主营业务营收达 26.59 亿元（+7.22%），占公司全年总营收 99.71%。

图 4：公司主营业务营收变化（亿元）



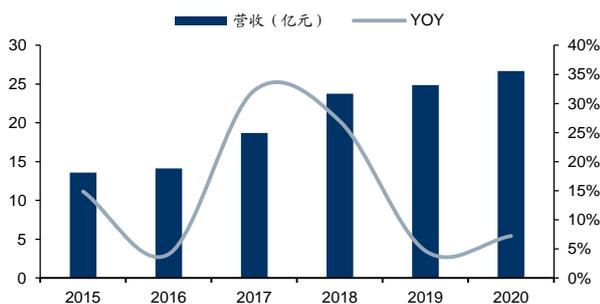
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5：公司主营产品毛利率变化（%）



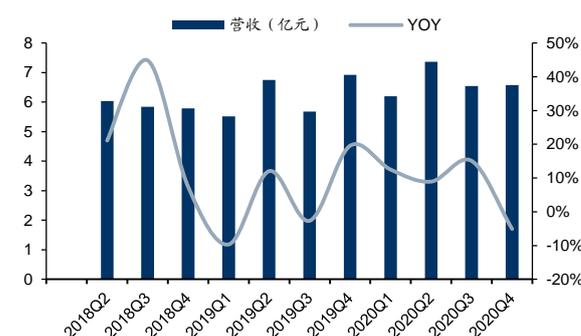
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



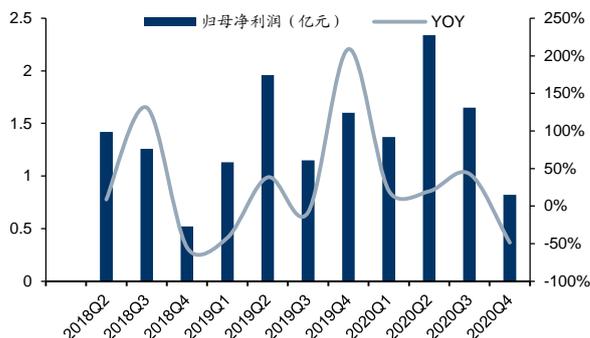
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 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 9: 公司单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司毛利率和净利率受疫情影响有小幅波动，整体符合业绩预期。节能风电 2020 年毛利率为 52.09% (-0.31pct)，净利率为 24.94% (-1.12pct)。毛利率和净利率稍有波动，主要系澳洲受新冠疫情影响导致平均电价大幅下降，且国内部分区域多边交易电价较低导致本年平均电价较上年略有下降所致。公司 2020 年管理/研发/财务费率分别为 3.96% (-0.5pct)、0.49% (+0.3pct) 和 19.26% (0.2pct)。

经营性现金流小幅下降，应收账款周转率同步下滑。由于我国可再生能源基金支付存在缺口，2020 年公司销售电力收到的现金 19.64 亿元 (-7.49%)，经营性现金流量净额 13.97 亿元 (-11.25%)。国内应收账款的欠款方为电网公司，其信用及支付记录较好，通常账龄较短。应收可再生能源补贴电费形成的应收账款，根据国家现行政策及财政部主要付款惯例结算，经批准后由财政部门拨付至地方电网公司等单位，再由地方电网公司等单位根据电量结算情况拨付至发电企业。国外应收账款欠款方为澳大利亚能源市场运营商有限公司，其电费按周结算，四周后付款。

公司历史经营情况平稳增长，收入逐步提升。公司所从事的风电运营业务商业模式清晰稳定，营收跟随装机容量逐步提升。同时国内 2016-2018 年风电消纳情况的改善也对营收增速和盈利能力存在拉动作用。节能风电历史归母净利润自 2018 年以来保持平稳态势，利润上升空间大。受益于风电行业弃风问题的明显缓解，公司风电机组运营效率大幅提高，净资产收益率呈现上升趋势，盈利能力进一步增强。

历史拖欠严重压低公司估值。公司历史 PB 估值随着应收账款的增加，目前已经处于历史底部，目前国家已经通过确立应收补贴的国家信用地位，以及鼓励金融机构为被拖欠补贴企业发放贷款的方式来纾解拖欠资金对企业现金流的影响，公司的资产质量、现金流、盈利能力和估值将得到同步修复。

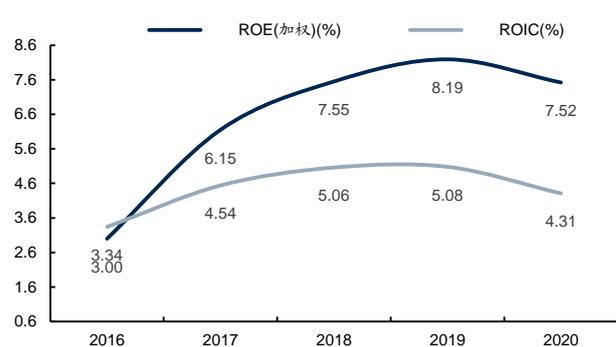
公司初步实现陆地海上、国内国外的全方位战略布局。目前已经完成以河北张北、甘肃酒泉、新疆托里为基地，以蒙西、蒙东、青海为支点，以湖北五峰、广西博白、四川剑阁、河南尉氏为尖兵的全国陆上布局，同时也在贵州、安徽、湖南、广东、重庆、江西、山东等区域开展风电项目前期踏勘和测风工作，不断扩大项目资源储备。2016 年 5 月 18 日，随着澳大利亚白石 175MW 风电项目的交割，标志着公司海外市场实现了零的突破。

图 10: 公司历史毛利率和净利率 (%)



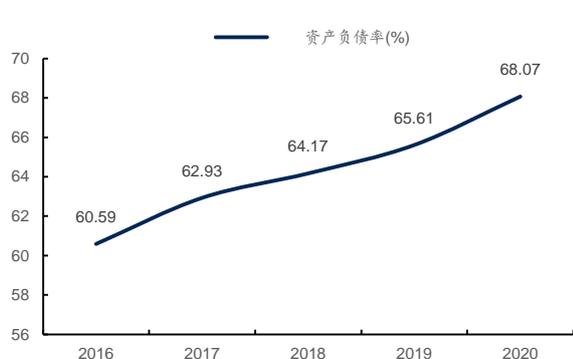
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 11: 公司历史 ROE 和 ROIC (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 公司历史资产负债率 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 13: 公司历史收现率 (%)



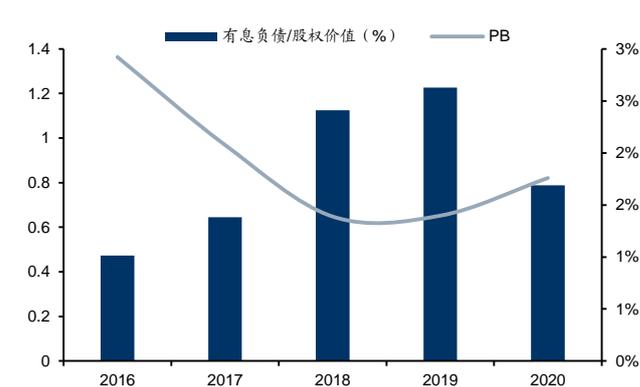
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 公司历史应收账款 (亿元) 和应收账款周转天数



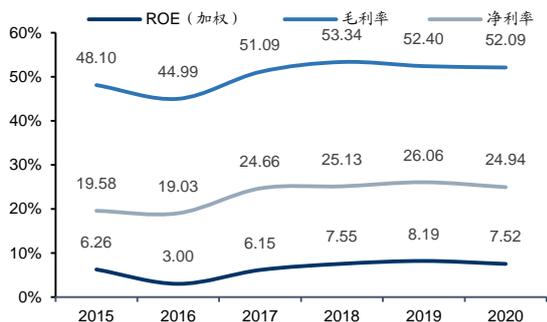
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 15: 公司历史有息负债/股权价值 (%) 和 PB



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 16: 公司历史 ROE、毛利率、净利率变化情况 (%)



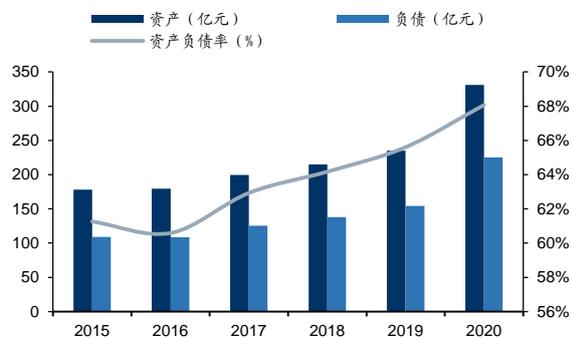
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 17: 公司历史三项费用率变化情况 (%)



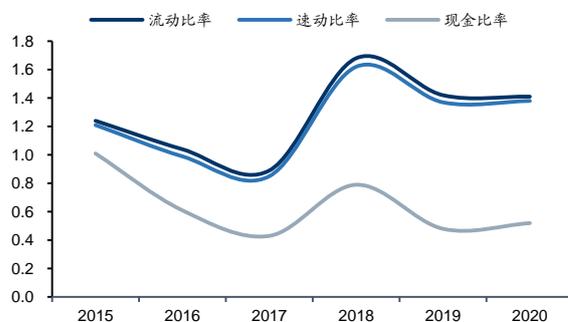
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 18: 公司资产负债率变化情况



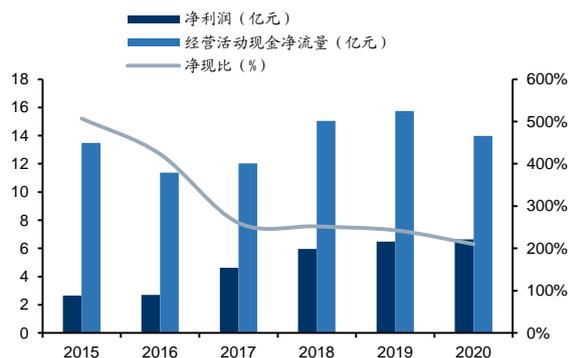
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 19: 公司短期偿债指标变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 20: 公司经营现金流持续增长



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 21: 公司存货和应收账款周转率情况

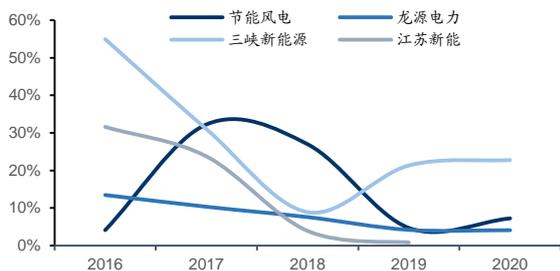


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

可比公司数据分析:

公司与同行业企业相比, 历史的毛利率和净利率处于行业中游水平, 符合公司的资产结构与行业地位; 公司在 2016 年以来营收增速随着装机节奏的放缓而下行, 与行业整体变动趋势也基本同步。在资产负债率方面, 由于公司历史上保持较高的现金分红率, 因此净资产规模相对较小, 资产负债率也保持在行业较高水平。

图 22: 可比公司营业收入增速比较 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 23: 可比公司资产负债率比较 (%)



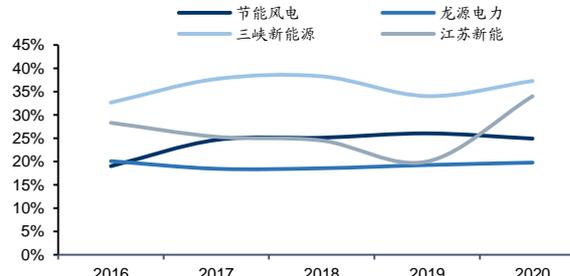
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 24: 可比公司毛利率比较 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 25: 可比公司净利率比较 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司未来五年发展预测

预期 2021-2022 年公司将集中完成 1.6GW 左右的风电并网量; 未来 5 年新投产项目的单位造价持续降低, 新增项目的上网电价也因平价和竞价机制的引入而逐年降低, 但与此同时, 新项目的年利用小时数将呈现上升趋势。

表 4: 公司新增建设预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
新增容量 (MW)							
陆风	244	300	630	500	500	500	500
海风	/	/	300	/	/	/	/
新增项目单位造价 (元/W)							
陆风	8	8	7.5	6.5	6.2	6	5.5
海风	16	18	19.1	13	12.5	12	11
新增固定资产投资 (百万元)							
陆风	/	2400	4725	3250	3100	3000	2750
海风	/	/	5734	/	/	/	/
新增项目上网电价 (不含税, 元/千瓦时)							
陆风	0.51	0.50	0.47	0.27	0.27	0.26	0.26
海风	0.75	0.75	0.75	0.44	0.40	0.40	0.40
新增项目年利用小时数							
陆风	2200	2300	2300	2500	2500	2600	2600
海风	2700	2800	2643	3200	3300	3400	3500
新增项目发电量 (亿千瓦时)							
陆风	5.36	6.90	14	13	13	13	13
海风	/	/	/	/	/	/	/

资料来源: 国信证券经济研究所预测

考虑公司的商业模式和历史情况，我们假设未来费用率及税率水平保持稳定在现有水平。

表 5: 盈利预测假设

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	5%	7%	17%	42%	8%	7%	7%
营业成本/营业收入	48%	48%	45%	43%	44%	44%	44%
管理费用/营业收入	4%	4%	5%	5%	5%	5%	5%
销售费用/销售收入	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
营业税及附加/营业收入	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
所得税税率	13%	14%	10%	8%	8%	8%	8%
股利分配比率	138%	162%	20%	20%	30%	30%	30%

资料来源: 国信证券经济研究所预测

按照我国碳中和的宏观政策路径，我们预期未来十年新能源发电企业将持续扩张资产规模，因此公司 2030 年以前每年仍将有大量的资本性投入。公司作为中央企业，可以享受下浮 10ppt.左右的优惠利率。考虑资本开支的持续和高杠杆的项目开发模式，我们用股权现金流进行折现估值，即采用 FCFE 估值法，并对永续增长率和股权资金成本进行敏感性分析，得到公司绝对合理估值区间为 4.56-5.00 元，对应 2022 年动态 PE 为 16.4-18.0 倍，2022 年动态 PB 2.0-2.2 倍。

表 6: 估值假设

	假设值
无杠杆 Beta	1.1289
无风险利率	2.50%
股票风险溢价	3.60%
公司股价	4.3
发行在外股数	5013
股票市值(E)	21556
债务总额(D)	30120
Kd	4.20%
T	10.00%
Ka	6.56%
有杠杆 Beta	2.55
Ke	11.67%
E/(D+E)	41.71%
D/(D+E)	58.29%
WACC	7.07%
永续增长率	3%

资料来源: Wind,国信证券经济研究所预测

表 7: FCFE 估值

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	TV
FCFF	-9343.1	-86.6	680.0	1228.8	1845.1	-2453.3	969.1	1548.8	1865.4	2173.7	
(利息费用 - 利息收入)*(1-t)	-501.8	-591.3	-585.7	-570.8	-549.6	-587.7	-606.4	-602.6	-590.7	-573.8	
长期贷款的增加/(减少)	7367.4	1600.0	1480.0	1400.0	1200.0	4720.0	2080.0	2080.0	2080.0	2080.0	
循环贷款的增加(减少)	3545.0	-1318.6	-394.9	-1526.4	-911.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
FCFE	1067.5	-396.6	1179.4	531.7	1583.6	1679.0	2442.8	3026.2	3354.7	3679.9	43,772.6
PV(FCFE)	956.0	(318.1)	847.2	342.0	912.4	866.3	1,128.8	1,252.4	1,243.4	1,221.5	14,529.8
股票价值	22,982										
每股价值	4.58										

资料来源: 国信证券经济研究所预测

表 8: 敏感性分析

FCFE		18.71		17.06	
4.58	11.3%	11.5%	11.66%	11.9%	12.1%
3.6%	5.14	4.98	4.82	4.67	4.53
3.4%	5.05	4.89	4.74	4.59	4.45
3.2%	4.96	4.81	4.66	4.52	4.39
3.0%	4.88	4.73	4.58	4.45	4.32
2.8%	4.80	4.65	4.51	4.38	4.26
2.6%	4.72	4.58	4.45	4.32	4.20
2.4%	4.65	4.51	4.38	4.26	4.14

资料来源: 国信证券经济研究所预测

投资建议: 公司首次覆盖, 给予“增持”评级。公司 2020-2022 年有大量新项目投产, 预计 2021-2023 年营业收入 31/44/48 亿元, 同比增速 17%/44%/8%; 归母净利润 8.3/14.0/15.3 亿元, 同比增速 34%/68%/10%; 对应摊薄 EPS 分别为 0.17/0.28/0.31 元, 当前股价对应 PE 分别为 24.6/14.7/13.3x。绝对估值法得出合理估值区间 4.56-5.00 元, 较当前股价溢价 12-23%, 首次覆盖给予“增持”评级。

表 9: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 21.04.14	总市值 (亿元)	EPS				PE				投资评级
				2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
0916.HK	龙源电力	10.8	868	0.59	0.69	0.78	0.97	18.4	15.7	13.8	11.1	未评级
A20030	三峡新能源	/	/	1.26	1.74	2.29	2.84	/	/	/	/	买入
603693	江苏新能	13.6	84	0.78	0.78	0.97	-	17.4	17.4	14.1	-	买入
601016	节能风电	4.1	204	0.12	0.17	0.28	0.31	33.0	24.6	14.7	13.3	增持

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2111	3000	2000	2000	营业收入	2667	3111	4418	4755
应收款项	3651	4687	5446	5211	营业成本	1278	1398	1921	2083
存货净额	141	161	221	240	营业税金及附加	17	20	29	31
其他流动资产	277	311	309	285	销售费用	0	0	0	0
流动资产合计	6180	8159	7977	7736	管理费用	106	144	203	218
固定资产	23840	33013	34574	35879	财务费用	514	559	644	636
无形资产及其他	213	209	205	200	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	2786	2786	2786	2786	资产减值及公允价值变动	7	0	0	0
长期股权投资	66	66	66	66	其他收入	18	0	0	0
资产总计	33084	44233	45607	46667	营业利润	778	989	1621	1787
短期借款及交易性金融负债	1607	5244	3849	3357	营业外净收支	(6)	0	0	0
应付款项	2429	1915	2105	1712	利润总额	772	989	1621	1787
其他流动负债	344	308	424	459	所得税费用	107	99	130	143
流动负债合计	4380	7467	6378	5529	少数股东损益	47	61	99	109
长期借款及应付债券	17509	24876	26176	26956	归属于母公司净利润	618	830	1392	1535
其他长期负债	631	631	631	631					
长期负债合计	18140	25507	26807	27587	现金流量表 (百万元)				
负债合计	22520	32974	33185	33116	净利润	618	830	1392	1535
少数股东权益	735	765	815	869	资产减值准备	(12)	(7)	0	0
股东权益	9830	10494	11607	12681	折旧摊销	1005	1292	1693	1800
负债和股东权益总计	33084	44233	45607	46667	公允价值变动损失	(7)	0	0	0
					财务费用	514	559	644	636
关键财务与估值指标					营运资本变动	(1096)	(1642)	(511)	(117)
	2020	2021E	2022E	2023E	其它	(17)	37	50	55
每股收益	0.12	0.17	0.28	0.31	经营活动现金流	491	509	2624	3273
每股红利	0.20	0.03	0.06	0.09	资本开支	(7286)	(10459)	(3250)	(3100)
每股净资产	1.97	2.09	2.32	2.53	其它投资现金流	0	0	0	0
ROIC	4%	4%	5%	5%	投资活动现金流	(7338)	(10459)	(3250)	(3100)
ROE	6%	8%	12%	12%	权益性融资	2057	0	0	0
毛利率	52%	55%	57%	56%	负债净变化	5475	7367	1600	1480
EBIT Margin	47%	50%	51%	51%	支付股利、利息	(999)	(166)	(278)	(460)
EBITDA Margin	85%	91%	90%	89%	其它融资现金流	(3472)	3638	(1395)	(492)
收入增长	7%	17%	42%	8%	融资活动现金流	7536	10839	(374)	(173)
净利润增长率	6%	34%	68%	10%	现金净变动	689	889	(1000)	0
资产负债率	70%	76%	75%	73%	货币资金的期初余额	1421	2111	3000	2000
息率	4.9%	0.8%	1.4%	2.3%	货币资金的期末余额	2111	3000	2000	2000
P/E	32.8	24.6	14.7	13.3	企业自由现金流	(6286)	(9416)	16	812
P/B	2.1	1.9	1.8	1.6	权益自由现金流	(4283)	1086	(372)	1215
EV/EBITDA	18.8	18.8	13.5	12.7					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 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 楼

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