

明阳智能 (601615.SH)

增持

深耕“两海”市场未来可期，滚动开发迎来收获

核心观点

净利润同比增长 126%，海风抢装与“滚动开发”带动业绩高增。2021 全年营收 271.6 亿元 (+21%)，归母净利润 31.0 亿元 (+126%)，扣非归母净利润 29.3 亿元 (+110%)；受益于海上风电抢装和“滚动开发”模式的逐渐成熟，公司业绩迎来爆发。全年销售毛利率 21.4% (+2.8pct.)，销售净利率达到 10.9% (+5.1pct.)，创造公司历史最好水平。

海上风机出货量同比增长 220%，新增/在手订单均创新高。公司全年实现风机销量 6.03GW (+6.5%)，其中陆上风机 3.13GW (-34%)，海上风机 2.90GW (+220%)。公司继续引领机组大型化，3MW 及以上机型出货容量占比高达 98%，6MW 及以上占比超 30%。公司全年新增风机订单 11.2GW，截至 2021 年底在手订单高达 19.1GW，均创历史新高。2022 年以来公司已获得 1.9GW 海上风机订单，随着海风招标的陆续启动公司有望实现订单丰收。

发电收入增长 42%， “滚动开发” 初步放量。公司全年实现发电收入 14.1 亿元 (+42%)，发电量 30.8 亿度 (+51%)，截至 2021 年底电站并网容量 1.2GW，在建容量达 1.8GW，充足的在建电站规模为持续贡献发电利润和电站转让奠定了良好基础。公司全年转让电站 380MW (共 7 个风电场)，预计未来电站转让有望成为公司重要的利润贡献点。

持续引领前沿技术，海外业务未来可期。2021 年公司推出全球最大陆上 (7MW) 和海上风机 (16MW)，持续引领机组大型化，安装 MySE5.5MW 漂浮式风机的“三峡引领号”并网发电，中标中海油深远海浮式风机项目，公司已成为全球漂浮式风电技术的引领者。2021 年公司斩获海外订单 0.46GW，完成意大利海上风电项目机组供货，与巴西、英国签署谅解备忘录，公司布局海外市场多年，未来发展可期。

风险提示：原材料价格持续上涨；电站开发与转让进度不及预期。

投资建议：上调盈利预测，维持“增持”评级。

公司是海上风电整机龙头企业，引领机组大型化和漂浮式风电技术，“滚动开发”模式陆续放量，发电与电站转让将提供稳定的现金流与利润。考虑到公司充足的在手订单和较大的在建电站规模，我们预计 2022-2024 年归母净利润 39.45/45.74/47.69 亿元 (原预测 2022/2023 年为 32.17/33.39 亿元)，同比增速分别为 27.2%/15.9%/4.3%，摊薄 EPS 分别为 1.87/2.17/2.27 元，当前股价对应 PE 分别为 12/10/10 倍，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	22,457	27,158	30,113	33,233	30,939
(+/-%)	114.0%	20.9%	10.9%	10.4%	-6.9%
净利润 (百万元)	1374	3101	3945	4574	4769
(+/-%)	92.8%	125.7%	27.2%	15.9%	4.3%
每股收益 (元)	0.73	1.59	1.87	2.17	2.27
EBIT Margin	8.8%	10.6%	11.9%	12.3%	14.1%
净资产收益率 (ROE)	9.1%	16.8%	18.0%	17.8%	16.1%
市盈率 (PE)	30.0	13.9	11.7	10.1	9.7
EV/EBITDA	30.6	23.4	22.1	19.7	17.4
市净率 (PB)	2.74	2.33	2.11	1.80	1.56

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

电力设备 · 风电设备

证券分析师：王蔚祺

联系人：王晓声

010-88005313

010-88005231

 wangweiqi2@guosen.com.cn wangxiaosheng@guosen.com.cn
 S0980520080003

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	22.00 元
总市值/流通市值	46288/42526 百万元
52 周最高价/最低价	36.03/13.95 元
近 3 个月日均成交额	1432.21 百万元

市场走势



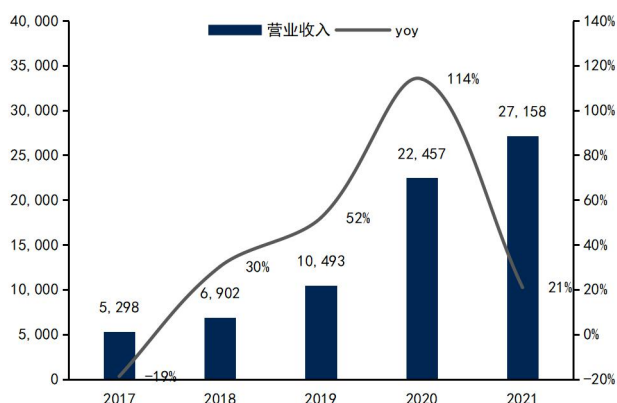
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《明阳智能-601615-2021 年中报点评：两海大型化战略优势凸显，滚动开发贡献业绩》——2021-08-23
 《明阳智能-601615-2020 年三季报点评：业绩符合预期，Q4 海上业务占比将提升》——2020-11-01
 《明阳智能-601615-2020 年半年报点评：风机规模效应凸显，占据大兆瓦市场主动权》——2020-09-02
 《明阳智能-601615-业绩预增公告快评：风机主业利润大幅增长，下半年高增速可期》——2020-07-10
 《明阳智能-601615-重大事件快评：广东率先支持海风发展，地方龙头获益显著》——2020-05-21

全年业绩符合预期，海上风电抢装带动业绩高增。公司 2021 年实现营业收入 271.58 亿元（+20.93%），实现归母净利润 31.01 亿元（+125.69%），实现扣非归母净利润 29.34 亿元（+109.55%），全年加权平均 ROE 达到 18.40%（+2.69pct.）。由于公司全年转让 7 个风电场（合计容量 380MW），全年实现投资收益 9.17 亿元，全年计提资产减值 2.01 亿元，计提信用减值 1.40 亿元。受益于公司风电场“滚动开发”的逐渐成熟与 2021 年海上风电抢装，公司实现业绩高增长，符合此前预期。

图1：明阳智能营业收入及增速（单位：百万元、%）



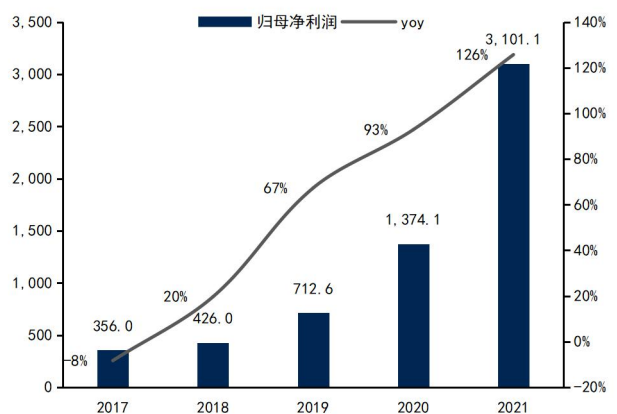
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：明阳智能单季营业收入及增速（单位：百万元、%）



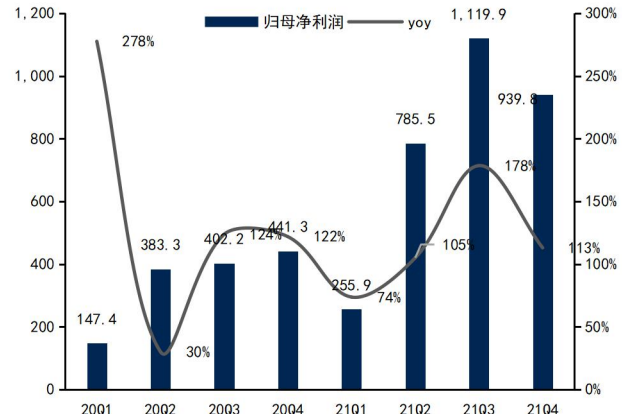
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：明阳智能归母净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：明阳智能单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



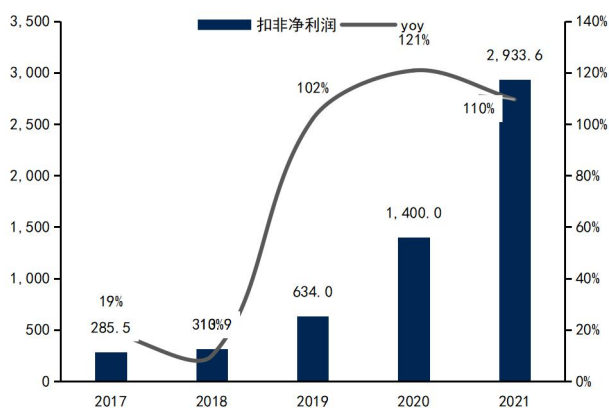
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

海上陆上机组陆续迎来交付高峰，下半年电站集中转让。分季度看，公司全年分别实现营业收入 43.34 亿元、68.11 亿元、72.84 亿元和 87.28 亿元，其中第二和第三季度迎来海上风机交付高峰，第四季度迎来陆上风机交付高峰。公司分季度实现归母净利润 2.56 亿元（+73.65%）、7.86 亿元（+104.96%）、11.20 亿元（+178.49%）和 9.40 亿元（+112.96%），实现归母扣非净利润 2.38 亿元（+58.66%）、7.85 亿元（+112.01%）、11.01 亿元（+212.17%）和 8.09 亿元（+53.60%）。第一至第四季度公司分别实现投资收益 0.47 亿元、0.07 亿元、5.37 亿元和 3.27 亿元，估计主要系下半年电站集中转让出售所致。

销售毛利率显著修复，电站转让带动销售净利率高增。公司 2021 年销售毛利率为

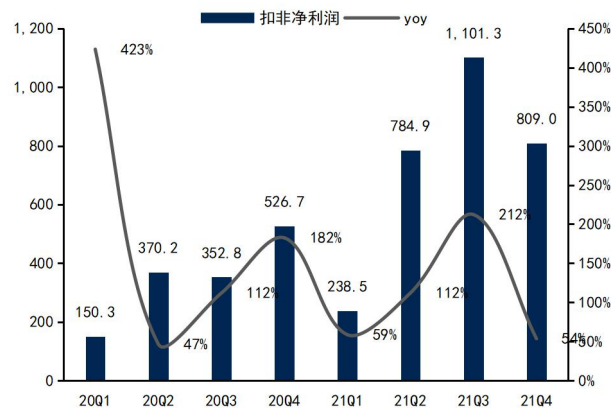
21.4% (+2.8pct.)，受益于海上风机的集中出货毛利率显著修复；在电站转让利润的带动下公司全年销售净利率高达 10.9% (+5.1pct.)，创造公司历史最好水平。分季度看，虽然二季度和三季度海上风机集中交付，但由于海上风机销售单价显著高于陆上风机，因此从毛利率看全年四个季度毛利率保持稳定；三季度较高的投资收益拉高当期销售净利率。

图5：明阳智能扣非净利润及增速（单位：百万元、%）



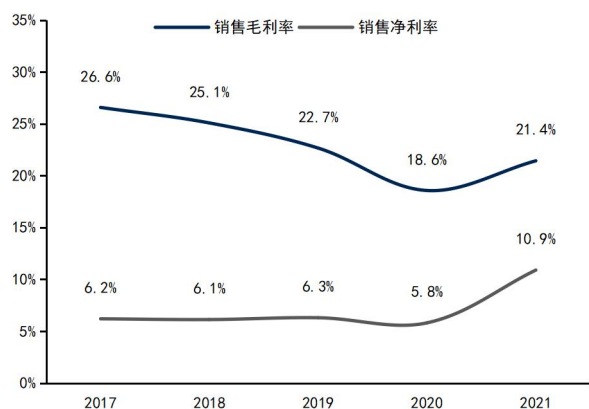
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：明阳智能分季度扣非净利润及增速（单位：百万元、%）



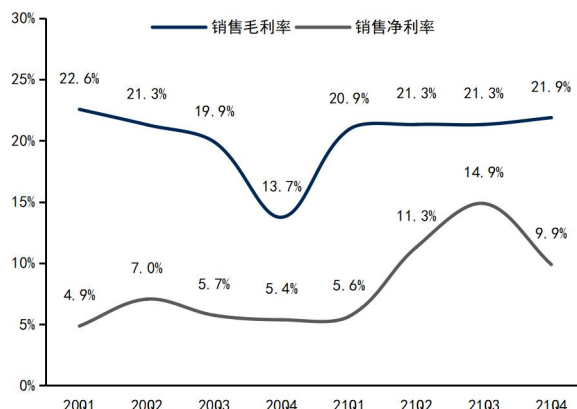
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：明阳智能年度销售毛利率、净利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

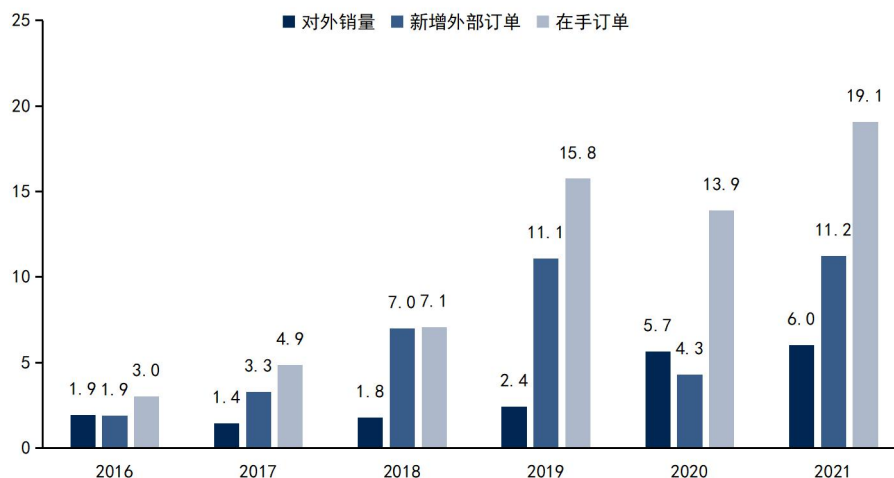
图8：明阳智能季度销售毛利率、净利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

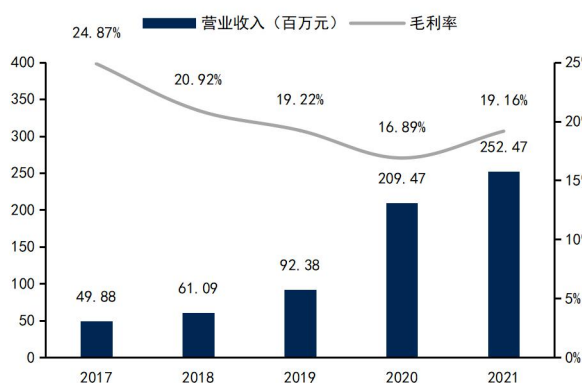
海上风机出货同比增长 220%，持续引领风机大型化。公司全年实现风机销售容量 6031MW (+6.5%)，其中陆上风机销量 3134MW (-34%)，海上风机销量 2897MW (+220%)，陆上风电抢装结束的短暂空档期和海上风电的抢装造成公司出货结构的较大变化。公司全年风电机组及配件业务实现营业收入 252.47 亿元 (+20.53%)，销售毛利率 19.16% (+2.27pct.)。公司继续引领行业机组大型化趋势，2021 年公司 3MW 及以上机型出货容量占比高达 98%，6MW 及以上出货容量占比超 30%。全年海上出货机组中，3MW 销售容量 137MW，5.XMW 销售容量 1008MW，6.XMW 及以上销售容量 1752MW。

图9：明阳智能历年风机销量、新增订单与在手订单情况（单位：GW）



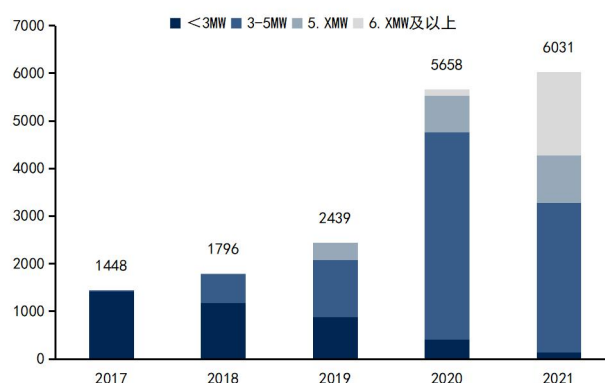
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：明阳智能风机及配件营业及毛利率（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11：明阳智能历年分机型销售容量（单位：MW）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

陆上/海上分季度交付情况体现行业特征。公司一至四季度分别实现风机销售0.96GW、1.38GW、1.37GW和2.32GW，其中陆上风机分季度销量分别为0.67GW、0.53GW、0.32GW和1.62GW，经历过2020年陆上风电抢装后由于新一批项目陆续启动核准和招标，公司前三季度陆上出货量逐季度下滑，随着年底新一批项目开始进入建设期，公司第四季度陆上风机迎来集中交付。公司海上风机分季度销量分别为0.29GW、0.86GW、1.05GW和0.70GW，根据政策海上风电项目必须在2021年底前完成全容量并网方可享受国补，因此公司海上风机出货在二、三季度迎来交付高峰。

新增/在手订单双双创新高。公司2021年新增外部风机订单11.2GW，超过2019年水平创造新高，截至2021年底公司在手订单高达19.1GW，同样创造历史新高。根据公司历年订单的交付情况，预计2021年底在手订单中大部分为陆上风机订单，经过2021年海风抢装后海风在手订单数量相对较少。2022年以来，公司已陆续获得中广核汕尾甲子一500MW项目、甲子二400MW项目和粤电阳江青洲一、二1000MW合计1.9GW的海上风电机组订单，其中甲子一拟安装78台MySE6.45MW

风机，甲子二拟安装 50 台 MySE8.0MW 风机，青州一、二拟全部采用 MySE11-230 风机，全面平价时代公司将持续引领海上风电发展和机组大型化。随着海上风电平价项目招标的陆续启动，公司有望在平价元年实现订单丰收。

图 12: 明阳智能分季度陆上、海上风机销量情况（单位：GW）



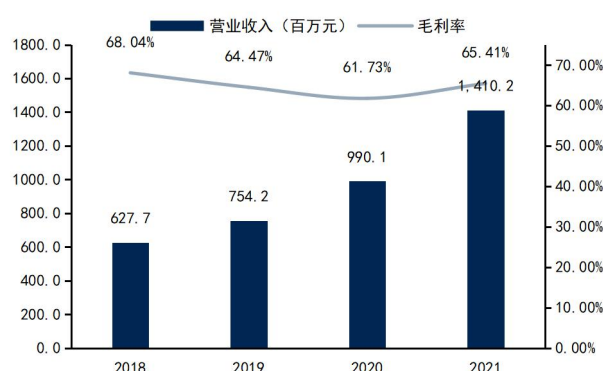
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 13: 公司电站并网容量与在建容量（单位：MW）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

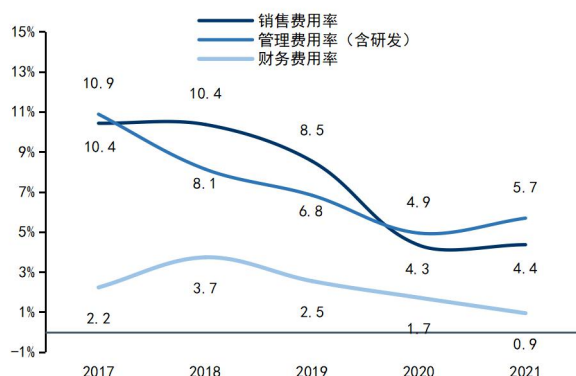
图 14: 公司电站运营收入与毛利率情况（单位：百万元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

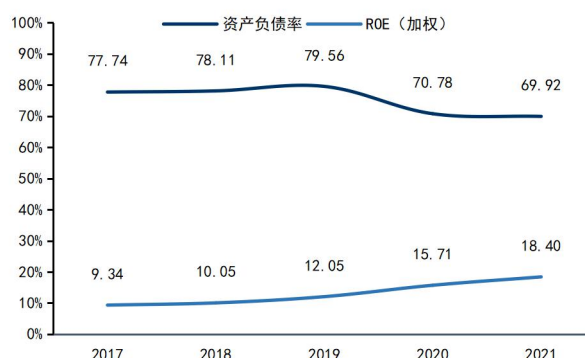
发电收入大幅增长，“滚动开发”初步放量。公司全年实现发电收入 14.10 亿元（+42.43%），毛利率为 65.41%（+3.68pct.），全年实现发电量 30.82 亿度（+50.78%）。截至 2021 年底公司自建电站并网容量达 1.19GW，在建电站容量达 1.80GW，公司充足的在建电站规模为持续贡献发电利润和基于“滚动开发”模式的电站转让奠定了良好的基础。2021 年公司全年转让电站规模 380MW（共 7 个风电场），我们估计全年贡献投资收益约 7 亿元，随着公司在建电站的逐渐完成与并网，预计未来几年电站转让有望成为公司重要的利润增长点。根据公司 2021 年 12 月公告，公司将出售全资子公司阳江明阳海上风电开发有限公司 100% 的股权给中国三峡新能源（集团）股份有限公司，交易对价 17.57 亿元，预计实现税后利润 4.38 亿元。

图15: 明阳智能三项费用率变化情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图16: 明阳智能资产负债率、ROE 变化情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

持续加大研发投入，期末发出商品余额增长 48%。2021 年公司三项费用率保持稳定，销售费用率为 4.4% (同比+0.1pct.)，管理费用率 (含研发) 为 5.7% (同比+0.8pct.)，财务费用率为 0.9% (同比-0.8pct.)。公司全年加大研发投入，研发费用达到 8.72 亿元 (+45.1%)，重点投入机组大型化、漂浮式海上风电技术、光伏、氢能等前沿领域，预计在公司发展战略的指引下 2022 年研发费用将保持增长态势。公司全年实现经营活动净现金流 53.98 亿元 (同比+48.7%)，其中四季度经营活动净现金流达到 28.60 亿元，公司产品的集中大量交付推高现金流水平。考虑到为应对海上风电抢装的提前备货和 2022 年可能的部分递延交付，公司存货周转天数由 2020 年的 111 天提高至 2021 年的 152 天，2021 年底公司存货高达 96.04 亿元 (+13.4%)，其中发出商品高达 65.17 亿元 (+48.1%)。2021 年公司应收账款周转天数为 63 天，同比下降 5 天，2021 年底公司应收账款余额达 58.56 亿元 (+57.65%)，主要系营业收入增长所致，符合行业特征。

图17: 明阳智能经营性现金流情况 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图18: 明阳智能主要流动资产周转情况 (单位: 天)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

持续引领机组大型化，首台漂浮式风机并网发电。2021 年公司推出 MySE7.0-200 全球最大陆上风电机组和 MySE16.0-242 全球最大海上风电机组，进一步引领风机大型化浪潮。在 Windpower Monthly 公布的“全球 2021 年度最佳风机 TOP”榜单中，公司的 MySE4.0-166 机型获得全球 2021 年 4.6MW 以下最佳陆上风电机组第一名、MySE6.25-182 机型获得全球 2021 年 4.6MW 以上最佳陆上风电机组第三名、

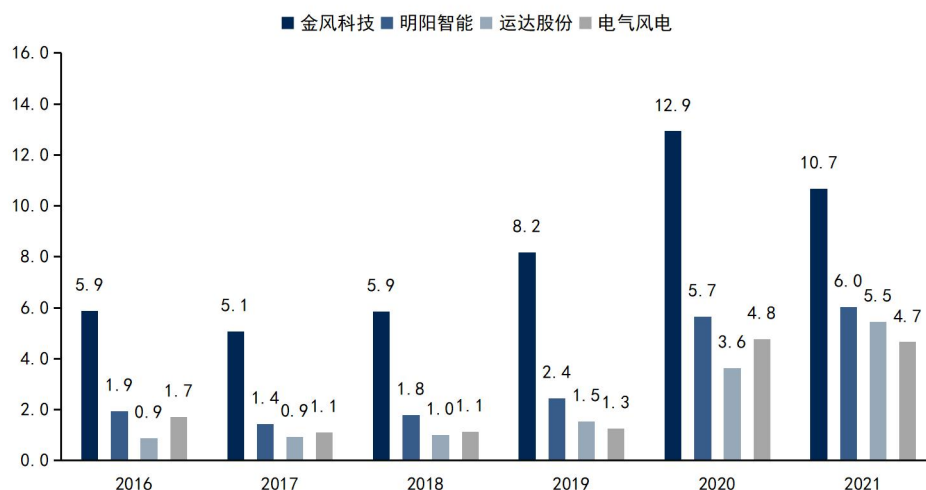
MySE16.0-242 机型齿轮箱获得全球 2021 年最佳传动系统第二名、MySE16.0-242 机型配套的 118m 风电叶片获得全球 2021 年最佳风电叶片第二名。公司在齿轮箱和叶片设计上是中国唯一获奖的企业，进一步显示了公司在风电整机全产业链上长期积淀的综合研发实力。安装公司 MySE5.5 漂浮式风电机组的“三峡引领号”于 2021 年 12 月 7 日正式并网发电，成为亚太区域首台投入商业化运营的漂浮式风机。2021 年 10 月，公司欧洲研发中心宣布与西班牙创新型漂浮式设计公司 EnerOcean 合作开发 11MW 级漂浮式海上风电示范项目；2021 年 11 月，公司中标中海油深远海浮式风机国产化研制及示范应用项目，预计水深达 120 米，公司已成为全球漂浮式风电技术的引领者。

图 19: 明阳智能 MySE7.0-200 与 MySE16.0-242 机组效果图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 20: 上市风电整机企业历年销售量情况（单位：GW）



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

海外业务形成突破，前瞻布局未来可期。2021 年公司海外业务有序发展，全年新增海外销售订单 455MW (+19.74%)，分布于欧洲、东南亚等各个区域。报告期内，公司完成了意大利 Beleolico 30MW 海上风电项目的供货，实现了中国企业在欧洲海上风电销售零的突破。2020 年 9 月，公司与巴西塞阿拉州政府签署一份谅解备忘录，计划在该州开发一系列海上风电项目；2021 年 12 月，公司与英国国际贸易部 (DIT) 签署了谅解备忘录 (MoU)，双方将合作落实明阳在英国的海上风电行业投资计划；2022 年 4 月公司发布公告，拟发行全球存托凭证 (GDR) 并申请在

伦敦证券交易所挂牌上市。公司布局海外市场多年，随着国产风机价格优势的逐步凸显和产品可靠性的不断提高，公司海外业务值得期待。

公司出货量位居上市整机企业第二名，在手订单高居榜首。至目前，包括金风科技、明阳智能、运达股份和电气风电在内的四家上市风电整机企业年报已全部出炉。出货方面，金风科技凭借充足的在手订单全年实现出货 10.7GW，位列四家上市企业第一名，明阳智能凭借海上风电抢装稳居出货量第二名，运达股份凭借客户的广泛认可出货量达到 5.5GW，电气风电作为海上风电龙头企业保持行业地位。新增订单方面，金风科技、运达股份、明阳智能和电气风电分别达到 13.2GW、12.8GW、11.2GW 和 3.0GW，均达到历史最高或较高水平，呈现出较高的行业景气度。在手订单方面，明阳智能拔得头筹，充足的订单储备为后续交付量的增长提供保障。

图 21：上市整机企业历年新增订单情况（单位：GW）



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理 注：电气风电未给出 2020 年及以前新增订单情况

图 22：上市整机企业历年在手订单情况（单位：GW）



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理 注：电气风电未给出 2018 年底在手订单情况

图 23：国内风电公开市场招标容量（单位：GW）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 24：分季度国内风电公开市场招标容量（单位：GW）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2021 年公开招标容量达 63GW，2022 年下半年有望迎来交付高峰。根据公司统计，2021 年国内风机公开市场招标容量高达 62.78GW，比 2019 年的历史最高值仍高出 30.1%，“双碳”愿景下，风电项目由于较高的项目收益获得开发者的广泛青睐，2021 年以来招标持续火热。分季度看，2021 年四个季度招标容量分布较为均匀，表明风电全面进入平价时代后风电行业的周期性明显减弱。根据相关数据，2022

年以来风电招标维持高景气，预计随着大基地项目的陆续开工和疫情影响的逐渐消除，风电产业链有望在 2022 年下半年迎来交付高峰。

表1：明阳智能主营业务拆分与预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
风机销售业务					
销售容量（MW）	5,658	6,031	8,910	10,300	11,100
其中：陆上风机	4,753	3,134	5,800	6,700	7,000
其中：海上风机	905	2,897	3,110	3,600	4,100
销售收入（百万元）	20,298	24,672	27,309	30,290	28,020
毛利率（%）	16.8%	19.6%	19.0%	19.3%	21.0%
毛利润（百万元）	3,416	4,836	5,191	5,844	5,890
发电业务					
销售收入（百万元）	990	1,410	1,910	2,038	2,038
毛利率（%）	61.7%	65.4%	61.2%	64.0%	64.8%
毛利润（百万元）	611	922	1,170	1,305	1,320
其他业务					
销售收入（百万元）	375	140	257	199	228
毛利率（%）	2.1%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利润（百万元）	8	3	5	4	5
合计					
销售收入（百万元）	22,457	27,158	30,113	33,233	30,939
毛利率（%）	18.6%	21.4%	21.4%	21.8%	23.6%
毛利润（百万元）	4,170	5,820	6,429	7,238	7,306

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理与预测 注：电站转让计入投资收益未在上表中体现

投资建议：上调盈利预测，维持“增持”评级。

公司是海上风电整机龙头企业，引领机组大型化和漂浮式风电技术，“滚动开发”模式陆续放量，发电与电站转让将提供稳定的现金流与利润。考虑到公司充足的在手订单和较大的在建电站规模，我们预计 2022-2024 年归母净利润 39.45/45.74/47.69 亿元（原预测 2022/2023 年为 32.17/33.39 亿元），同比增速分别为 27.2%/15.9%/4.3%，摊薄 EPS 分别为 1.87/2.17/2.27 元，当前股价对应 PE 分别为 12/10/10 倍，维持“增持”评级。

表2：可比公司估值表（2022 年 4 月 20 日）

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (21A)	PEG (22E)	投资 评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E			
002202	金风科技	11.75	496	0.82	0.96	1.24	1.46	14.3	12.2	9.5	8.0	9.5%	0.52	增持
300772	运达股份	16.30	88	1.44	1.30	1.42	2.01	11.3	12.5	11.5	8.1	17.6%	0.51	买入
601615	明阳智能	22.00	463	1.59	1.87	2.17	2.27	13.8	11.8	10.1	9.7	16.8%	1.16	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）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	16333	14071	23242	23505	23795	营业收入	22457	27158	30113	33233	30939
应收款项	3714	5872	8250	10015	9324	营业成本	18287	21338	23683	25995	23633
存货净额	8472	9604	6600	7284	6781	营业税金及附加	105	216	151	166	155
其他流动资产	3201	7048	5921	6499	5908	销售费用	975	1184	1054	1163	1083
流动资产合计	33125	37626	45162	48552	46924	管理费用	509	672	805	890	833
固定资产	10771	10938	17779	22822	27547	研发费用	601	872	903	997	928
无形资产及其他	1081	894	1035	1175	1316	财务费用	386	255	299	422	543
投资性房地产	6112	11471	6023	6647	6188	投资收益	16	918	1400	1800	1880
长期股权投资	539	564	584	604	624	资产减值及公允价值变动	(138)	(340)	0	0	0
资产总计	51628	61493	70581	79799	82598	其他收入	243	766	60	60	60
短期借款及交易性金融负债	1646	1218	1500	1500	1500	营业利润	1579	3623	4677	5458	5704
应付款项	13053	19438	18875	20531	18327	营业外净收支	(102)	(34)	0	0	0
其他流动负债	3786	4533	4953	5395	4831	利润总额	1477	3589	4677	5458	5704
流动负债合计	27045	33250	32856	35734	32393	所得税费用	173	630	731	884	935
长期借款及应付债券	4380	4699	10699	13099	15499	少数股东损益	(70)	(142)	0	0	0
其他长期负债	5119	5049	5058	5214	5100	归属于母公司净利润	1374	3101	3945	4574	4769
长期负债合计	9498	9749	15758	18314	20599	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	36543	42999	48614	54047	52992	净利润	1374	3101	3945	4574	4769
少数股东权益	322	100	100	100	100	资产减值准备	(5)	61	0	0	0
股东权益	14762	18395	21868	25653	29506	折旧摊销	563	809	719	1016	1335
负债和股东权益总计	51628	61493	70581	79799	82598	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	386	255	299	422	543
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	4234	(128)	959	(250)	(1422)
每股收益	0.73	1.59	1.87	2.17	2.27	其它	(2535)	1555	(1092)	(1222)	(1451)
每股红利	0.11	0.32	0.37	0.43	0.45	经营活动现金流	3631	5398	4531	4118	3230
每股净资产	8.04	9.45	10.44	12.24	14.07	资本开支	(3306)	(7387)	(7700)	(6200)	(6200)
ROIC	14%	14%	17%	18%	15%	其它投资现金流	(457)	452	6829	1156	2319
ROE	9%	17%	18%	18%	16%	投资活动现金流	(3763)	(6935)	(871)	(5044)	(3881)
毛利率	19%	21%	21%	22%	24%	权益性融资	6396	738	148	0	0
EBIT Margin	9%	11%	12%	12%	14%	负债净变化	(734)	(912)	6282	2400	2400
EBITDA Margin	11%	14%	14%	15%	18%	支付股利、利息	(108)	(206)	(620)	(789)	(915)
收入增长	114%	21%	11%	10%	-7%	其它融资现金流	(386)	(255)	(299)	(422)	(543)
净利润增长率	93%	126%	27%	16%	4%	融资活动现金流	5169	(636)	5511	1189	942
资产负债率	71%	70%	69%	68%	64%	现金净变动	5037	(2174)	9171	262	290
息率	0.4%	0.5%	1.4%	1.7%	2.0%	货币资金的期初余额	10773	16333	14071	23242	23505
P/E	30.03	13.88	11.73	10.12	9.71	货币资金的期末余额	16333	14071	23242	23505	23795
P/B	2.74	2.33	2.11	1.80	1.56	企业自由现金流	3240	(4336)	(3005)	(2015)	(2636)
EV/EBITDA	30.59	23.35	22.10	19.69	17.41	权益自由现金流	3190	(5938)	3025	31	(691)

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。本报告仅供我公司客户使用，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