

国电南瑞（600406）

2022 年中报点评：业绩符合预期，营收稳健增长

买入（维持）

2022 年 09 月 02 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 谢哲栋

执业证书：S0600121060016

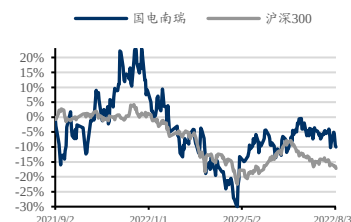
xiezd@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	42,411	48,379	55,431	63,576
同比	10%	14%	15%	15%
归属母公司净利润（百万元）	5,642	6,788	7,953	9,224
同比	16%	20%	17%	16%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.84	1.01	1.19	1.38
P/E（现价&最新股本摊薄）	32.57	27.07	23.11	19.92

投资要点

- **2022H1 营收+10%、归母净利润+14%，符合市场预期。**公司发布 2022 年半年报，2022H1 实现营业收入/归母净利润 163.23/21.10 亿元，同比 +10.26%/+14.46%；其中 2022Q2 实现营业收入/归母净利润 105.68/17.31 亿元，同比+6.93%/+5.41%。公司全年营收增长目标为 10%，从上半年营收增速节奏来看，基本符合市场预期。
- **利润率周期波动，2022H1 整体稳健。**在收入结构优化与费用率下降双重作用下，2022H1 公司毛利率/归母净利率分别为 27.37%/12.93%，同比-0.01pct/+0.47pct；2022Q2 毛利率/归母净利率分别为 29.53%/16.38%，同比-0.50pct/-0.24pct。
- **网内业务回归稳增长，网外增速更高。**公司构建网内、电网外&国际“协同并进”的格局：1）订单上，上半年公司新签订单 238.88 亿元，同比 +2.67%，新签网外订单同比+27.75%，网外市场开拓顺利。体现在收入上，电网内业务 2022H1 营收 109.66 亿元，同比+8%，收入占比 67%，电网外营收 53.15 亿元，同比+15.92%，占总营收 33%，相较于 2021 年提升了 10.67pct。2）受海外受疫情以及国际形势影响，2022H1 公司海外营收 2.86 亿元，同比-28%，后续仍稳步拓展，聚焦重点市场和解决方案，加大市场化激励。未来网外增速有望持续超越网内，至 2025 年营收占比有望超过 50%。
- **电网自动化、数字化趋势不变，龙头企业深度参与。**1）**电网自动化&工控：**新一代智能电表起量，配网改造加速，我们预计 2022-2024 年公司该业务增速 CAGR 为 10-15%；2）**电网信息化：**我们预计“十四五”数字化、信息化投资规模将达到年均 200-300 亿元，公司承担国网“能源互联网”战略的核心支撑职责，我们预计 2022-2024 年营收 CAGR=15%。
- **特高压建设开工节奏加速，下半年订单有望快速增长。**我们认为现有特高压线路难以满足第二期大基地装机容量和并网要求，因此预计“十四五”线路规划和相关投资有望增加。2022 年 6 月底白鹤滩-江苏线建成投运，有望下半年确认收入；8 月 2 日国家电网公司重大项目建设推进会议提出要年内将再开工建设“四交四直”特高压工程，开工节奏超预期，公司订单有望在下半年快速增长。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持 2022-2024 年归母净利润分别为 67.9/79.5/92.2 亿元，同比+20%/+17%/+16%，对应现价 PE 分别 27/23/20 倍。给予目标价 35.6 元/股，对应 2023 年 30 倍 PE，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行，电网投资不及预期，国内疫情加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	27.31
一年最低/最高价	25.58/47.87
市净率(倍)	4.81
流通 A 股市值(百万元)	181,000.39
总市值(百万元)	182,830.37

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.68
资产负债率(%，LF)	40.49
总股本(百万股)	6,694.63
流通 A 股(百万股)	6,627.62

相关研究

《国电南瑞(600406)：2021 年报及 2022 年一季报点评：电网龙头平波稳进，Q1 业绩表现亮眼》

2022-04-29

《国电南瑞(600406)：发布股权激励草案，多元考核提振骨干积极性》

2021-12-09

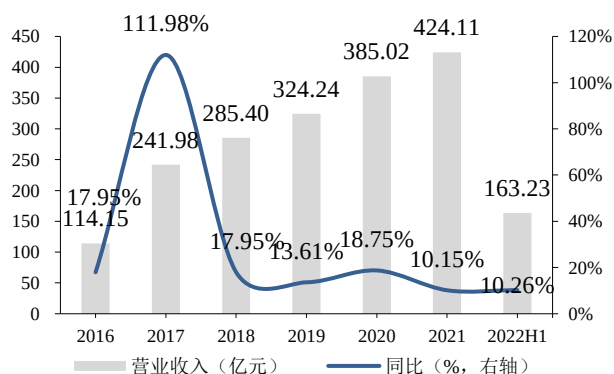
2022H1 营收+10.26%，归母净利润+14.46%，经营整体保持稳健，业绩符合市场预期。公司发布 2022 年半年报,2022H1 实现营业收入 163.23 亿元，同比增长 10.26%；实现利润总额 26.92 亿元，同比增长 16.74%；实现归属母公司净利润 21.10 亿元，同比增长 14.46%。其中 2022Q2 实现营业收入 105.68 亿元，同比增长 6.93%；实现归属母公司净利润 17.31 亿元，同比增长 5.41%。2022 年初年报公布公司全年营收目标增速为 10%，从上半年营收增速节奏来看，基本符合市场预期。

表1: 国电南瑞 2022H1 核心财务数据

	2022H1	2021H1	2022H1 同比	2022Q2	2021Q2	2022Q2 同比	2022Q1	2022Q2 环比
营业收入（亿元）	163.23	148.04	10.26%	105.68	98.83	6.93%	57.55	83.63%
毛利率（%）	27.37%	27.38%	-0.01pct	29.53%	30.03%	-0.50pct	23.40%	6.12pct
营业利润（亿元）	26.67	23.00	15.98%	21.82	20.46	6.63%	4.85	349.72%
利润总额（亿元）	26.92	23.06	16.74%	22.04	2.59	752.32%	4.89	350.90%
归母净利润（亿元）	21.10	18.44	14.46%	17.31	16.42	5.41%	3.79	356.71%
扣非归母净利润（亿元）	20.55	17.93	14.59%	16.95	16.20	4.64%	3.59	371.87%
归母净利率（%）	12.9%	12.5%	0.47pct	16.4%	16.6%	-0.24pct	6.6%	9.80pct
股本（万股）	66.95	55.46	-	66.95	55.46	-	55.79	-
EPS（元）	0.32	0.33	-5.18%	0.26	0.30	-12.68%	0.07	280.59%

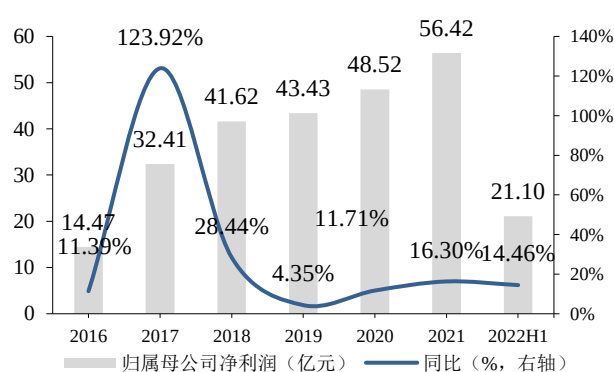
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图1: 2022H1 收入 163.23 亿元，同比+10.26%



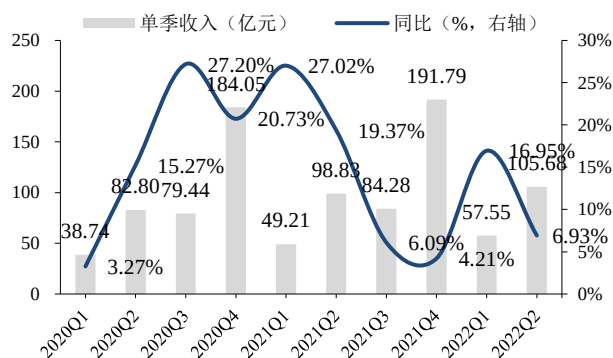
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2: 2022H1 归母净利润 21.10 亿元，同比+14.46%



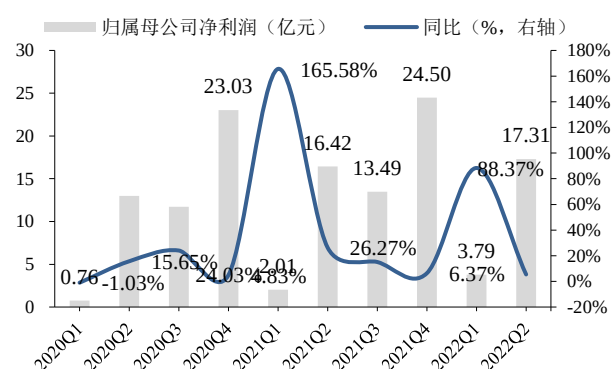
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3: 2022Q2 收入 105.68 亿元, 同比+6.93%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

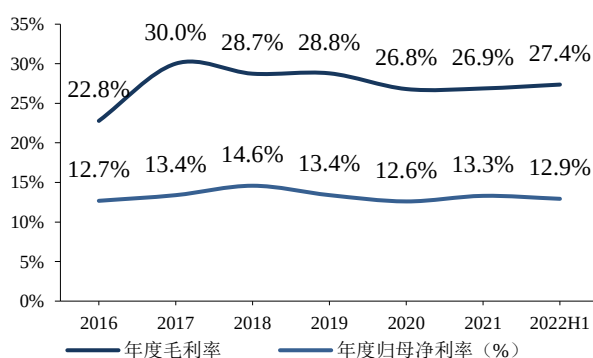
图4: 2022Q2 归母净利润 17.31 亿元, 同比+5.41%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

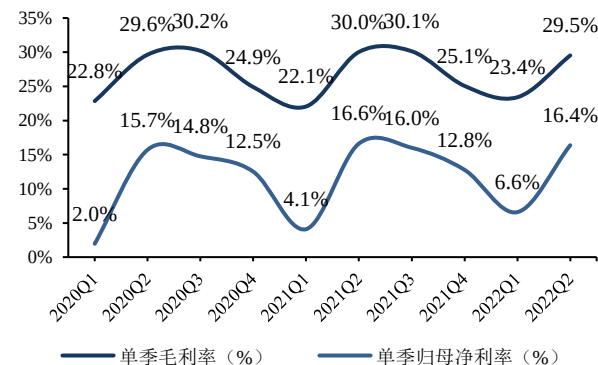
2022H1 总体利润率保持稳健, 收入结构变化+费用率下降, Q2 相较 Q1 盈利能力环比改善明显。2022H1 毛利率为 27.37%, 同比下降 0.01pct, 2022Q2 毛利率 29.53%, 同比下降 0.50pct, 环比增长 6.12pct; 2022H1 归母净利率为 12.93%, 同比增长 0.47pct, 2022Q2 归母净利率 16.38%, 同比下降 0.24pct, 环比增长 9.80pct。

图5: 2022H1 毛利率、净利率同比-0.01pct/+0.47pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2022Q2 毛利率、净利率同比-0.50pct/-0.24pct



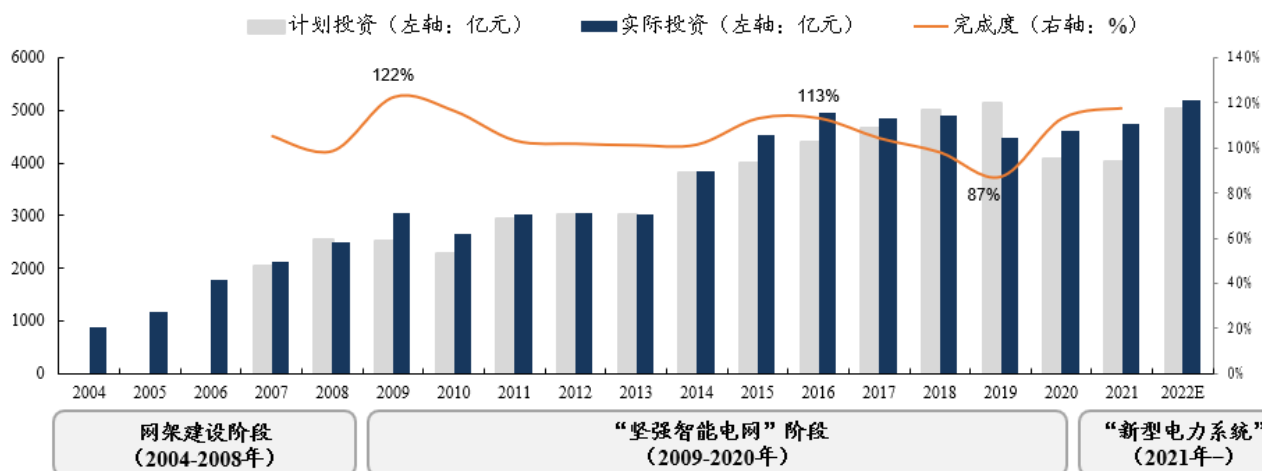
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

新型电力系统建设带动网内业务回归稳定增长, 网外增速更快、趋势有望延续。公司构建的网内、电网外&国际“协同并进”的格局: 1) 电网内业务 2022H1 营收 109.66 亿元 (占总营收 67%), 同比+8%。2) 电网外营收 53.15 亿元 (占总营收 33%), 同比+15.92%; 其中海外受疫情以及国际形势影响, 2022H1 海外营收 2.86 亿元, 同比-28%, 后续仍稳步拓展, 聚焦重点市场和解决方案, 加大市场化激励。未来网外增速有望持续超越网内, 至 2025 年营收占比有望超过 50%。

2022 年 1-7 月份, 国网完成投资同比+19%, 南瑞上半年新签订单 238.88 亿元, 同比+2.67%, 在手订单充沛。2022 年国网两会发布, 2022 年将投资 5012 亿元, 同比+6%。其中, 2022 年 1-7 月份国网完成投资额 2364 亿元, 同比+19%, 根据国网重大项目建设推进会, 到年末, 预计再完成近 3000 亿元电网投资, 2022 年国网总投资有望突破 5300

亿元。2022H1 国电南瑞新签订单 238.88 亿元,同比+2.67%,新签网外订单同比+27.75%,网外市场开拓顺利。

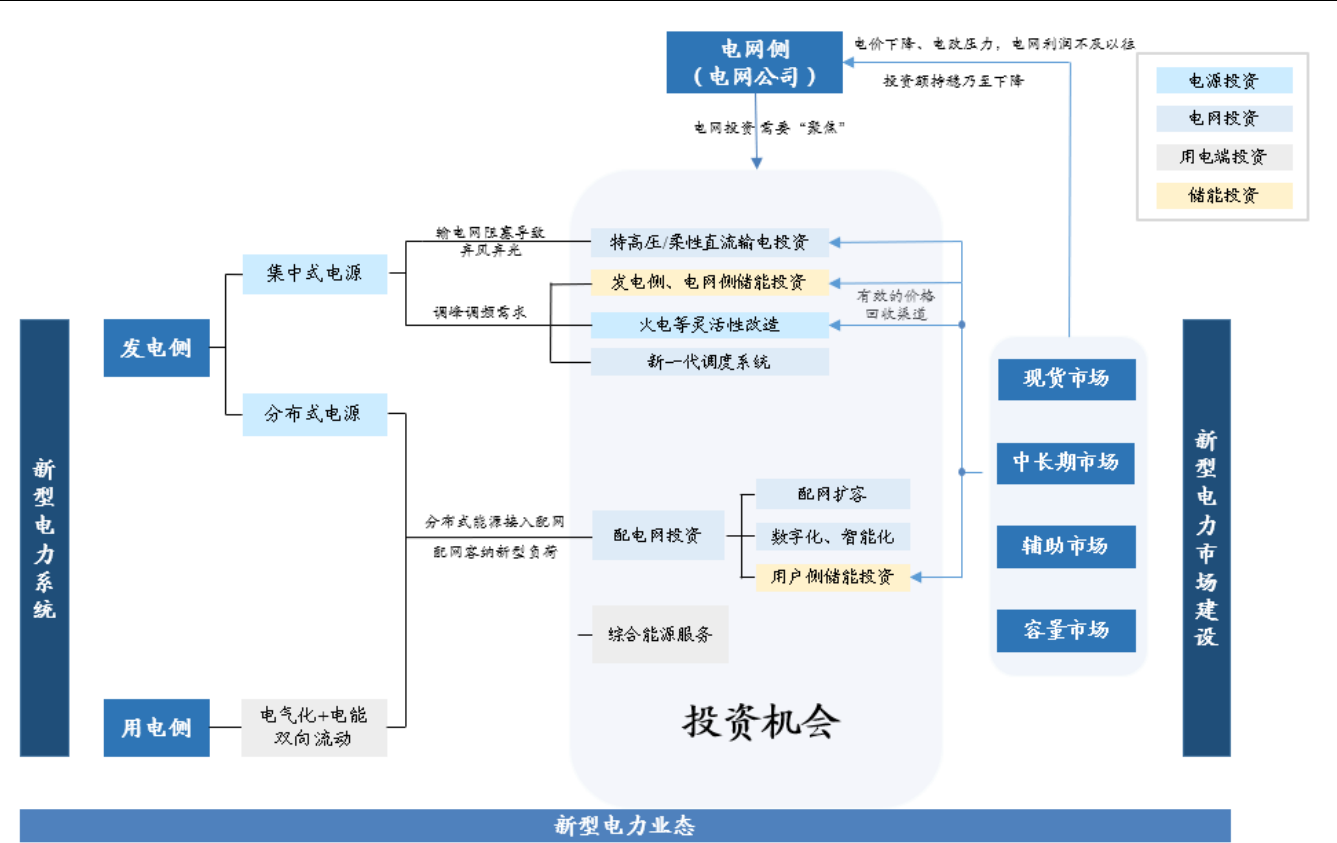
图7: 国家电网历史投资情况



数据来源：国家电网，东吴证券研究所

双碳大背景下新型电力系统有望带来结构性机会，特高压、配网智能化、数字化等方向有望受益。总量方面“十四五”期间国网投资总额我们预计稳中有增，但新能源大比例接入、负荷结构变化、电力电子设备大量渗透等问题背景下，我们认为电网投资重点将聚焦在网架建设（如特高压直流）、配网智能化（应对分布式电源及新型负荷的接入）、数字化（调度系统、信通）、抽水蓄能等方向。国电南瑞为新型电力系统战略执行单位，上述方向均有布局。2022H1 研发费用率为 5.92%，同比+0.05pct，系公司加快相关布局和产业支撑，围绕新型电力系统、新能源大规模送出技术、全国统一电力市场等先进技术领域加大研发投入。

图8：电网结构性投资方向



数据来源：国家电网，东吴证券研究所

表2：公司业务拆分情况

	18H1	18H2	19H1	19H2	20H1	20H2	21H1	21H2	22H1
电网自动化及工业控制									
收入(亿元)	66.53	101.03	68.44	116.53	68.71	146.59	74.80	163.79	84.21
YoY	36.3%	16.6%	2.9%	15.3%	0.4%	25.8%	8.9%	11.7%	12.6%
毛利(亿元)	18.93	28.49	18.84	34.21	18.56	38.09	19.29	41.67	22.25
毛利率(%)	28.5%	28.2%	27.5%	29.4%	27.0%	26.0%	25.8%	25.4%	26.4%
继电保护及柔性输电									
收入(亿元)	13.86	39.91	14.20	43.09	14.10	46.04	27.61	33.81	29.57
YoY	49.6%	-5.6%	2.5%	8.0%	-0.7%	6.8%	95.8%	-26.6%	7.1%
毛利(亿元)	5.01	15.66	4.66	16.63	5.57	17.32	10.76	13.45	10.40
毛利率(%)	36.1%	39.2%	32.8%	38.6%	39.5%	37.6%	39.0%	39.8%	35.2%
电力自动化信息通信									
收入(亿元)	14.27	23.96	16.01	33.83	21.63	43.38	27.24	48.87	27.68
YoY	-22.2%	135.9%	12.2%	41.2%	35.0%	28.3%	26.0%	12.6%	1.6%
毛利(亿元)	2.90	7.72	3.72	8.90	5.03	8.05	5.54	10.37	6.23
毛利率(%)	20.3%	32.2%	23.3%	26.3%	23.2%	18.5%	20.4%	21.2%	22.5%
发电及水利环保									
收入(亿元)	7.95	11.95	6.52	10.84	9.09	16.53	10.41	14.82	13.29

YoY	-22.9%	3.0%	-18.0%	-9.2%	39.4%	52.4%	14.6%	-10.3%	27.7%
毛利(亿元)	1.19	-0.05	0.82	1.17	0.54	2.89	1.32	2.41	1.42
毛利率(%)	15.0%	-0.4%	12.6%	10.8%	6.0%	17.5%	12.7%	16.2%	10.7%
集成及其他									
收入(亿元)	2.57	2.49	3.75	10.10	7.62	10.31	7.62	14.14	8.06
YoY	144.0%	-1.8%	45.9%	305.8%	103.1%	2.1%	0.1%	37.1%	5.8%
毛利(亿元)	0.75	0.97	1.75	3.65	3.43	3.74	3.40	5.13	4.09
毛利率(%)	29.2%	39.1%	46.7%	36.1%	45.0%	36.3%	44.7%	36.3%	50.7%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

分板块看：

电网自动化&工控：多细分领域迎合“新型电力系统”建设结构性机会，增长动能强。2022H1 实现营收 84.21 亿元，同比+12.6%，毛利率 26.4%，同比+0.6pct。电网投资继续维持稳健增长，“双碳”背景下多个细分业务景气度上升：**1）**核心二次设备继续延续主导地位——新一代调度技术支持系统在 6 个省（市）试运行并在江苏正式切主运行；新一代用采系统在安徽等 6 省（市）实用化上线；新一代电力交易平台建成并在电力现货市场第二批 6 个试点项目投入试运行；**2）**2022 年新一代智能电表起量，IR46 智能物联表渗透加速，行业量价齐升，高景气后续可维持 2-3 年；**3）**配网面临新能源接入问题，改造加速、景气度提升。公司除主子站外，一二次融合设备、智能融合终端等配网智能化设备均有布局。工控业务稳步增长，我们预计 2022-24 年电网自动化&工控 CAGR 为 10%-15%。

信通：电力信息化建设节奏仍快速推进，仍由电网系龙头公司主导。2022H1 实现营收 27.68 亿元，同比+1.6%，毛利率 22.5%，同比+2.1pct。根据国家电网，2020 年数字化相关投资约 247 亿元，我们预计“十四五”数字化、信息化投资额延续以往规模，达到年均 200-300 亿元。南瑞继续承担国网“能源互联网”战略的核心支撑职责，加快电网核心业务中台、实时量测中心、新一代设备资产精益管理系统（PMS3.0）、新一代应急指挥系统、调控云等平台产品建设，受益于电力信息化建设推进，我们预计 2022-2024 年 CAGR 维持 15%。

继保&柔直：经营相对稳健，“十四五”特高压建设高景气，2022 年开工节奏加速，下半年有望带来订单快速增长。2022H1 实现营收 29.57 亿元，同比+7.1%，毛利率 35.2%，同比-3.8pct。柔直输电业务规模稳健增长，产品结构变化使得毛利率有所下滑。**1）**特高压方面，国网“十四五”期间围绕新能源大基地项目，合计规划“24 交 14 直”线路，总投资超 3800 亿元，我们认为，该规划中包含了“9 直 3 交”完整的特高压线路工程项目，其他的大部分为改扩建工程或者换流站改造工程等投资额较小的项目。目前在运线路和规划线路可以满足第一期大基地的传输需求，但无法满足第二期项目的装机容量和并网要求，因此我们预计“十四五”期间线路规划（新增四直一交）和相关投资有望增加。特高压从招标到建成周期约 1.5-2 年，2022 年 6 月底白鹤滩-江苏线建成投运，

有望下半年确认收入；8月2日国家电网公司重大项目建设推进会议提出要年内将再开工建设“四交四直”特高压工程，开工节奏超预期，公司订单有望在下半年快速增长。2) 传统继保维持规模相对稳定的判断；3) 战略产业 IGBT 稳步拓展，4500VIGBT 器件通过可靠性和厂内试验运行，在高压 IGBT 器件领域不断取得突破，我们预计 2025 年开始贡献利润。我们预计 2022-2024 年 CAGR 维持 5-15%。

表3：2018 年 9 月以来国网主要特高压线路推进进度

类型	特高压项目简称	项目所属	项目进度	核准时间	投运时间	投资额（亿元）
交流	张北-雄安	本轮 1809	已投产	2018 年 11 月	2020 年 8 月	59
	驻马店-南阳	本轮 1809	已投产	2018 年 11 月	2020 年 7 月	51
	南昌-长沙	本轮 1809	已投产	2020 年 12 月	2021 年 12 月	105
	南阳-荆门-长沙	本轮 1809	建设中	2019 年 12 月	2022 年 10 月	104
	荆门-武汉	本轮 1809	建设中	2020 年 12 月	2022 年 12 月	69
	驻马店-武汉	本轮 1809	建设中	2022 年 3 月	预计 2023 年	55
	福州-厦门	2020 年追加	建设中	2022 年 3 月	预计 2023 年	71
	南昌-武汉	本轮 1809	已核准	2022 年 6 月	预计 2023 年	91
直流	青海-河南	本轮 1809	已投产	2018 年 10 月	2020 年 12 月	268
	雅中-江西	本轮 1809	已投产	2019 年 9 月	2021 年 6 月	331
	陕北-湖北	本轮 1809	已投产	2020 年 2 月	2021 年 8 月	185
	白鹤滩-江苏	本轮 1809	已投产	2020 年 11 月	2022 年 6 月	307
	白鹤滩-浙江	本轮 1809	建设中	2021 年 7 月	2023H1	270
	葛南直流改造	2020 年追加	建设中	不需核准	预计 2023 年	10-20 亿
合计						976

数据来源：国家电网，东吴证券研究所

表4：“十四五”特高压规划线路进度表

项目名称	进度/预计开建时间	类型
金上-湖北 ±800KV	上报核准，22 年	特高压直流
陇东-山东 ±800KV	可研评审，22 年	
哈密北-重庆 ±800KV	成套设计，22 年	
蒙西-京津冀 ±600KV	预可研未开始，24-25 年	
宁夏-湖南 ±800KV	成套设计，22 年	
陕西-河南 ±800KV	预可研未开始，24-25 年	
陕西-安徽 ±800KV	预可研未开始，24-25 年	
外电入浙 ±800KV	预可研未开始，24-25 年	
藏东南-粤港澳大湾区 ±800KV	不确定建设规模，25 年	特高压交流
大同-怀来-天津北-天津南双回 1000KV	不确定，23 年	
川渝 1000KV	可研评审，预计 22 年	
张北-胜利（锡盟）双回 1000KV	上报核准，22 年	

数据来源：国家电网，东吴证券研究所

其他板块：发电侧稳健，集成类业务较快增长。1) 发电&水利环保 2022H1 实现营收 13.29 亿元，同比+27.7%，毛利率 10.7%，同比-1.99pct。发电侧整体投资额稳增，内

部结构有所调整：励磁、火电业务拓展，收入规模有所增长，毛利有所下降。2）集成&其他 2022H1 实现营收 8.06 亿元，同比+5.8%，毛利率 50.7%，同比+6.12pct。后续我们判断随新能源接入要求逐步趋严，有望加大对相关二次设备的配置，公司产品解决方案齐全（新能源&储能并网控制和保护，电站综合监控，海上智能升压站等），在电网侧优势地位有望复制到发电端。我们预计板块 2022-2024 年有望实现 15-20%增长。

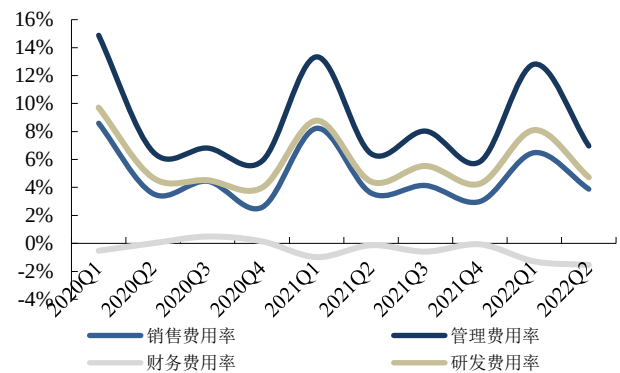
期间费用率保持稳健，Q2 费用控制良好。公司 2022H1 期间费用同比增长 1.46%至 20.2 亿元，期间费用率下降 1.07 个百分点至 12.37%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 2.89%、上升 14.17%、上升 11.17%、下降 285.78%至 7.83 亿元、14.74 亿元、9.66 亿元、-2.37 亿元；费用率分别下降 0.34、上升 0.31、上升 0.05、下降 1.04 个百分点至 4.80%、9.03%、5.92%、-1.45%。2022Q2，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比+15.06%/+16.01%/+14.31%/-1148.28%，费用率分别为 3.88%/6.97%/4.72%/-1.54%。

图9：2022H1 期间费用 20.2 亿元，同比+1.46%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

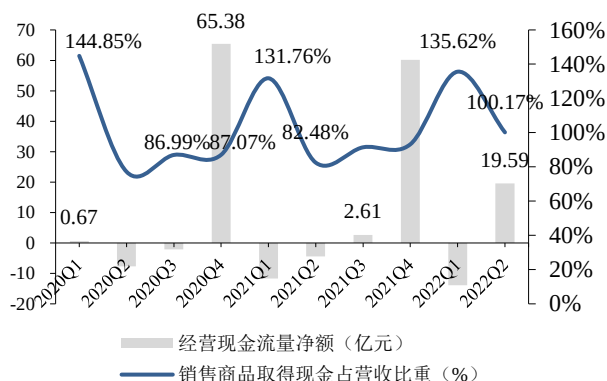
图10：2022Q2 期间费用率 9.30%，同比-0.59pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

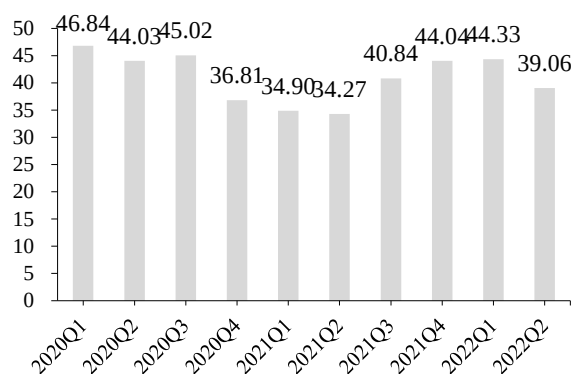
应收款项管理能力提升，现金流充沛，存货、应收账款增加较多。2022H1 经营活动现金流量净流入 5.74 亿元，同比增长 135.80%。销售商品取得现金 183.9 亿元，同比增长 25.66%。期末合同负债 39.06 亿元，比年初下降 11.30%。期末应收账款 216.44 亿元，较年初增长 15.45 亿元，应收账款周转天数上升 64.2 天至 230.18 天。期末存货 92.12 亿元，较年初上升 13.44 亿元；存货周转天数上升 38.6 天至 129.66 天。

图11: 2022Q2 现金净流入 19.59 亿元, 同比+544.13%



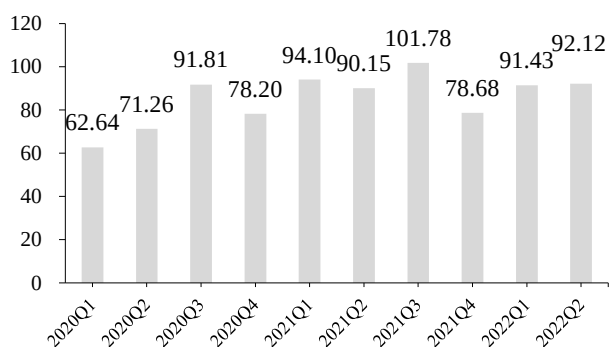
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 2022Q2 期末合同负债 39.06 亿元, 比年初-11.30%



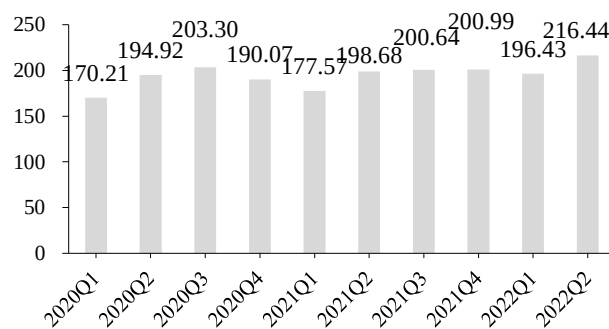
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 2022Q2 期末存货 92.12 亿元, 较年初+13.44 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 2022Q2 期末应收账款 216.44 亿元, 较年初+15.45 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与估值: 我们维持 2022-2024 年归母净利润分别为 67.9/79.5/92.2 亿元, 同比+20%/+17%/+16%, 对应现价 PE 分别 27/23/20 倍。给予目标价 35.6 元/股, 对应 2023 年 30 倍 PE, 维持“买入”评级。

风险提示: 宏观经济下行, 电网投资不及预期, 国内疫情加剧等。

国电南瑞三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	51,713	60,961	70,976	82,720	营业总收入	42,411	48,379	55,431	63,576
货币资金及交易性金融资产	13,848	16,734	21,632	26,759	营业成本(含金融类)	31,012	34,920	39,773	45,558
经营性应收款项	26,136	31,083	34,508	39,404	税金及附加	221	268	297	341
存货	7,868	9,134	10,520	11,844	销售费用	1,684	2,032	2,328	2,607
合同资产	1,309	1,493	1,711	1,963	管理费用	934	1,113	1,275	1,462
其他流动资产	2,552	2,517	2,605	2,751	研发费用	2,153	2,612	2,993	3,370
非流动资产	21,020	23,144	23,716	24,259	财务费用	-125	-141	-200	-277
长期股权投资	155	161	168	176	加:其他收益	450	556	582	566
固定资产及使用权资产	9,719	10,174	10,543	10,880	投资净收益	17	51	51	50
在建工程	2,823	2,995	3,136	3,265	公允价值变动	15	0	0	0
无形资产	1,106	1,136	1,174	1,223	减值损失	-173	87	85	93
商誉	1	1	1	1	资产处置收益	2	1	1	2
长期待摊费用	54	56	58	62	营业利润	6,843	8,270	9,684	11,226
其他非流动资产	7,160	8,622	8,634	8,651	营业外净收支	23	22	23	24
资产总计	72,733	84,105	94,692	106,979	利润总额	6,866	8,292	9,707	11,250
流动负债	30,481	36,547	41,035	46,375	减:所得税	824	1,010	1,176	1,361
短期借款及一年内到期的非流动负债	153	112	124	145	净利润	6,043	7,282	8,531	9,889
经营性应付款项	23,004	25,997	29,714	33,916	减:少数股东损益	400	494	578	665
合同负债	4,404	4,958	5,648	6,469	归属母公司净利润	5,642	6,788	7,953	9,224
其他流动负债	2,920	5,479	5,550	5,845	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.84	1.01	1.19	1.38
非流动负债	1,710	1,654	1,654	1,654	EBIT	6,696	7,434	8,765	10,238
长期借款	200	200	200	200	EBITDA	8,011	8,842	10,322	11,953
应付债券	999	999	999	999	毛利率(%)	26.88	27.82	28.25	28.34
租赁负债	24	24	24	24	归母净利率(%)	13.30	14.03	14.35	14.51
其他非流动负债	486	431	431	431	收入增长率(%)	10.15	14.07	14.58	14.69
负债合计	32,191	38,201	42,690	48,030	归母净利润增长率(%)	16.30	20.30	17.16	15.98
归属母公司股东权益	37,997	42,865	48,386	54,667					
少数股东权益	2,546	3,039	3,617	4,282					
所有者权益合计	40,542	45,904	52,003	58,950					
负债和股东权益	72,733	84,105	94,692	106,979					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	4,671	8,413	9,439	10,300	每股净资产(元)	6.85	7.73	8.73	9.86
投资活动现金流	-1,856	-1,937	-2,059	-2,189	最新发行在外股份(百万股)	6,695	6,695	6,695	6,695
筹资活动现金流	-2,246	-2,077	-2,481	-2,983	ROIC(%)	14.61	14.64	15.32	15.83
现金净增加额	532	4,399	4,898	5,127	ROE-摊薄(%)	14.85	15.84	16.44	16.87
折旧和摊销	1,315	1,409	1,557	1,715	资产负债率(%)	44.26	45.42	45.08	44.90
资本开支	-2,009	-2,043	-2,082	-2,204	P/E(现价&最新股本摊薄)	32.57	27.07	23.11	19.92
营运资本变动	-2,943	-2,762	-538	-1,354	P/B(现价)	4.01	3.55	3.15	2.78

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>

