

内蒙华电 (600863.SH)

买入

净利润大幅增长，火电盈利有望持续修复

核心观点

量价齐升驱动收入和净利润大幅增加。2022年前三季度，公司实现营业收入172.37亿元(+30.27%)，归母净利润15.58亿元(+537.22%)，扣非归母净利润15.41亿元(+567.14%)。公司收入和净利润增长的原因是发电量和售电单价同比增加。前三季度，发电量461.81亿千瓦时(+7.19%)，上网电量427.94亿千瓦时(+7.11%)，平均售电单价367.91元/MWh(+28.42%)。

ROE显著提升，经营性净现金流大幅增长。2022年前三季度，由于公司电价上浮和发电量增长，公司毛利率改善；同时公司费用率下降，净利率大幅增加，使得公司ROE增长明显。前三季度，公司ROE为10.59%，同比增加9.39pct。现金流方面，2022年前三季度，公司经营性净现金流为44.06亿元，同比大幅增长88.70%，主要系公司发电量、售电单价同比增加，售电收入增加。

煤电一体化优势突出，火电盈利有望进一步修复。公司全资子公司魏家峁公司属于煤电一体化项目，所产煤炭用于其自身电厂项目和供应公司其他电厂，并对外销售。依托煤电一体化优势，魏家峁公司持续实现盈利，并推动公司火电业务成本下降和经营效益提升。随着煤炭保供调价政策推进，同时魏家峁煤矿产能增加后对公司所属电厂的煤炭供应增加，公司燃料成本下降；此外，煤电市场化电价保持上浮，推动公司火电盈利进一步修复。

十四五期间，公司风光新能源增量空间大。根据公司“十四五规划”，到“十四五”末，公司装机容量达2000万千瓦，新能源装机比重达到50%，则风光新能源累计装机规模将达到1000万千瓦。截至2021年，公司风电、光伏累计装机规模分别为137.62、7万千瓦，合计为144.62万千瓦，与公司十四五规划目标相比，2022-2025年期间公司将新增风光新能源装机855.38万千瓦，年均新增风光新能源装机规模213.85万千瓦，年复合增长率达62.16%。公司通过“并购+开发”共同推进，加快风光新能源项目开发，提升风光新能源占比。

风险提示：行业政策不及预期；用电量下滑；煤价持续高位；电价下滑。

投资建议：预计2022-2024年公司归母净利润分别为24/32/36亿元，分别同比增长433%/34%/11%；EPS为0.37、0.49、0.55元，当前股价对应PE为9.9/7.4/6.7X。公司煤电一体化优势突出，火电盈利有望逐步修复，同时风光新能源装机增长以及煤炭产能增加，进一步推动公司业绩增长。给予公司2023年9-10倍PE，对应4.41-4.90元/股合理价值，较目前股价有21%-35%的溢价空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	15,361	18,934	22,277	23,761	25,138
(+/-%)	6.1%	23.3%	17.7%	6.7%	5.8%
净利润(百万元)	759	452	2411	3218	3565
(+/-%)	-31.2%	-40.4%	433.1%	33.5%	10.8%
每股收益(元)	0.13	0.08	0.37	0.49	0.55
EBIT Margin	12.0%	6.6%	18.1%	22.3%	24.1%
净资产收益率(ROE)	5.1%	2.8%	14.9%	19.7%	21.7%
市盈率(PE)	27.9	46.8	9.9	7.4	6.7
EV/EBITDA	10.0	10.7	6.9	6.5	7.1
市净率(PB)	1.42	1.31	1.46	1.46	1.45

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

公用事业·电力

证券分析师：黄秀杰

021-61761029

huangxiujie@guosen.com.cn

S0980521060002

证券分析师：郑汉林

0755-81982169

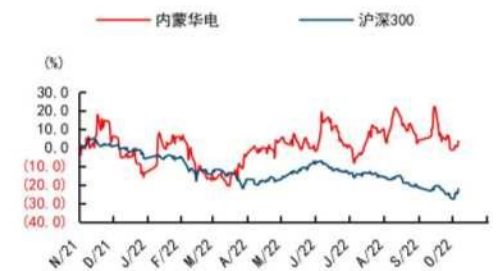
zhenghanlin@guosen.com.cn

S0980522090003

基础数据

投资评级	买入(首次覆盖)
合理估值	4.41 - 4.90元
收盘价	3.74元
总市值/流通市值	24411/24411百万元
52周最高价/最低价	4.59/2.82元
近3个月日均成交额	658.23百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

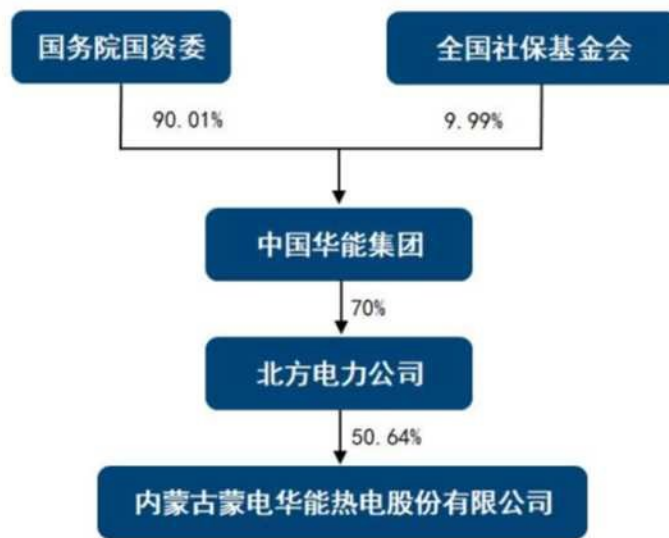
相关研究报告

《内蒙华电-600863-2018年年报点评：盈利能力持续提升，未来业绩可期》——2019-04-18

公司是区域大型的综合性能源公司之一，主要经营以火电为主的发电、供热业务以及风电和太阳能等发电业务，并经营煤炭生产及销售等业务。公司发电资产遍布内蒙古自治区八个盟市，项目主要处于电力、热力负荷中心或煤炭资源丰富区域，以及特高压外送通道上。截至 2022 年 6 月，公司控股装机容量 1284.62 万千瓦，其中煤电机组控股装机容量 1140 万千瓦，占比 88.74%；新能源装机容量 144.62 万千瓦，占比 11.26%，风电、光伏分别为 137.62、7 万千瓦；公司拥有供热面积 3000 余万平方米，煤炭产能 1200 万吨。

公司实际控制人为国务院国资委，控股股东为北方电力公司。截至 2022 年三季度报，国务院国资委间接持有公司 31.91% 股权，为公司的实际控制人；公司控股股东北方电力公司持有公司 50.64% 股权。

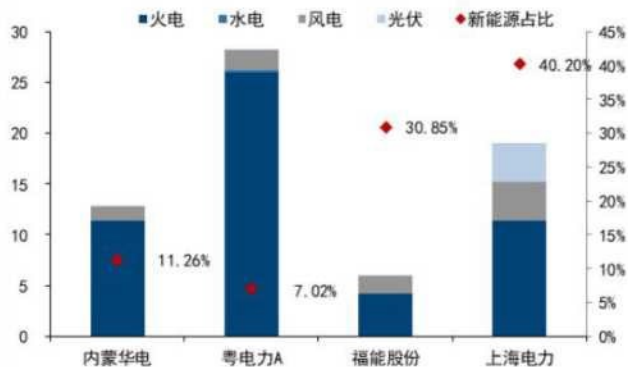
图1：内蒙华电股权结构图



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

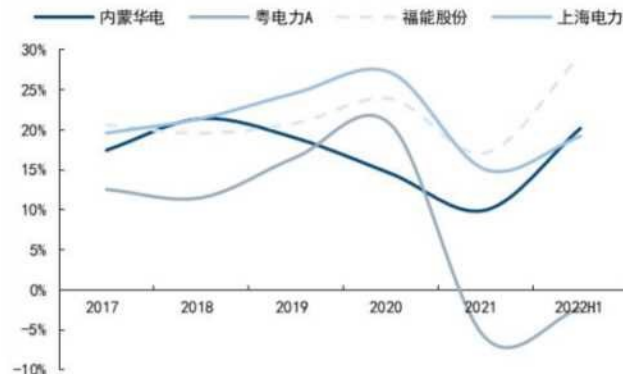
公司风光新能源占比较低，盈利能力较为稳定。大型区域化的电力公司有内蒙华电、粤电力 A、福能股份、上海电力，目前各公司均大力发展风光新能源项目。从风光新能源装机占比来看，截至 2021 年，内蒙华电、粤电力 A、福能股份、上海电力的风光新能源累计装机容量分别为 1.45、1.97、1.85、7.66GW，在总装机容量中占比分别为 11.26%、7.02%、30.85%、40.20%。从毛利率、净利率等指标来看，由于公司风光新能源装机占比较低，所以公司整体毛利率水平居于行业中游，然而由于公司自身拥有煤炭生产销售业务，一方面煤电一体化优势有助于公司降低成本，同时受益于煤价大幅上行，2021 年公司煤炭业务毛利率、净利率显著改善，使得公司净利率、毛利率相对较为稳定。从 ROE 指标来看，公司 ROE 较为稳定，同时受益于公司煤电一体化优势，在 2021 年煤电行业大幅亏损的情况下，公司仍实现盈利，ROE 为 2.68%；2022 年以来，随着煤电市场化交易电价上涨，公司净利率水平显著回升，公司 ROE 水平亦实现大幅增长。

图2: 2021年内蒙华电与可比公司装机容量结构 (GW)



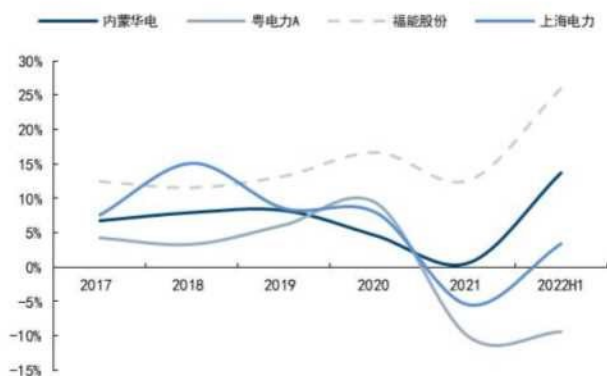
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图3: 内蒙华电与可比公司毛利率比较



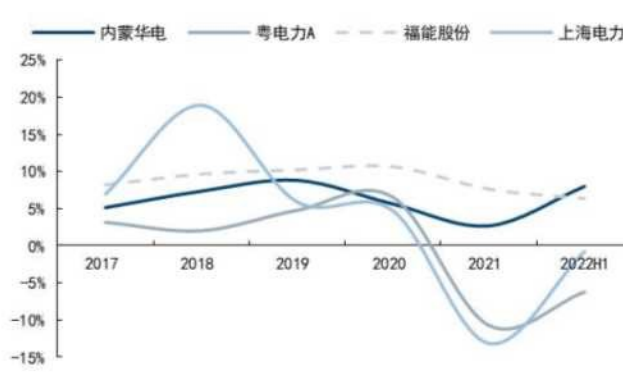
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 内蒙华电与可比公司净利率比较



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 内蒙华电与可比公司 ROE 比较



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

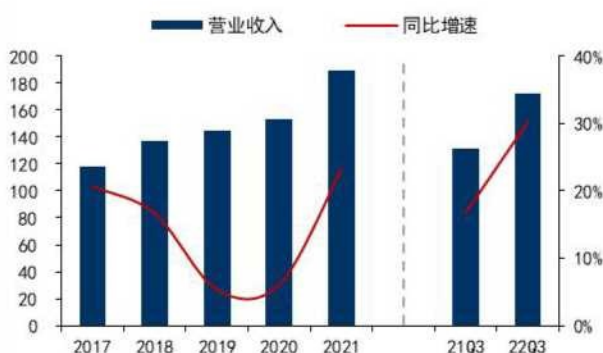
量价齐升驱动收入和净利润大幅增加。2022年前三季度, 公司实现营业收入172.37亿元(+30.27%), 归母净利润15.58亿元(+537.22%), 扣非归母净利润15.41亿元(+567.14%)。2022年第三季度单季度, 公司实现营业收入62.67亿元(+24.31%), 归母净利润3.92亿元, 扣非归母净利润3.84亿元, 业绩扭亏为盈。公司收入和净利润增长的原因在于, 发电量和售电单价同比增加。2022年前三季度, 发电量461.81亿千瓦时(+7.19%), 上网电量427.94亿千瓦时(+7.11%); 平均售电单价367.91元/MWh(+28.42%)。

分不同电源来看, 2022年前三季度, 公司火电、风电、光伏发电量分别为438.55、22.99、0.27亿千瓦时, 分别同比增长7.26%、5.94%、3.85%; 火电、风电、光伏上网电量分别为405.17、22.50、0.27亿千瓦时, 分别同比增长7.17%、5.93%、3.85%。2022年第三季度, 公司火电、风电、光伏发电量分别为165.58、5.99、0.09亿千瓦时, 火电、风电分别同比增长7.56%、24.02%; 火电、风电、光伏上网电量分别为153.25、5.86、0.09亿千瓦时, 火电、风电分别同比增长8.40%、24.15%。

煤炭业务方面, 2022年前三季度, 公司煤炭产量611.72万吨, 同比增长24.81%; 煤炭外销量245.82万吨, 同比减少13.89%; 煤炭销售平均单价476.03元/吨(不含税), 同比下降35.30元/吨, 同比降低6.90%。公司煤炭自用量提升, 有助于

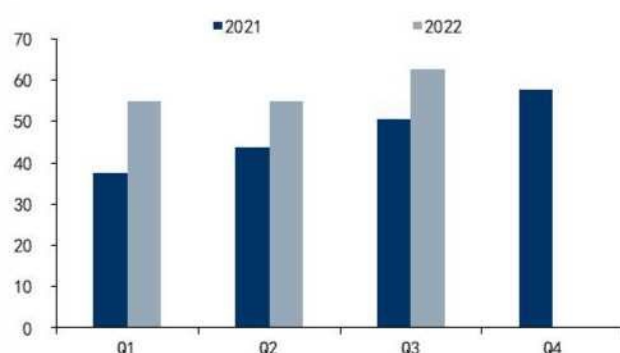
公司火电业务盈利改善。

图6: 内蒙华电营业收入及增速 (单位: 亿元)



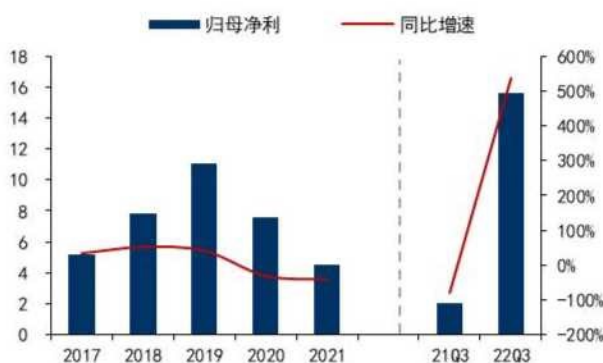
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 内蒙华电单季度营业收入 (单位: 亿元)



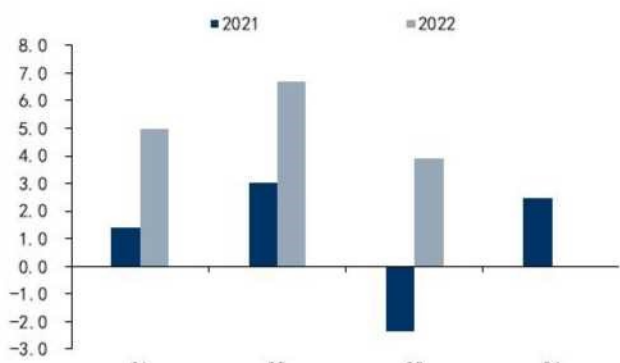
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 内蒙华电归母净利润及增速 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 内蒙华电单季度归母净利润 (单位: 亿元)



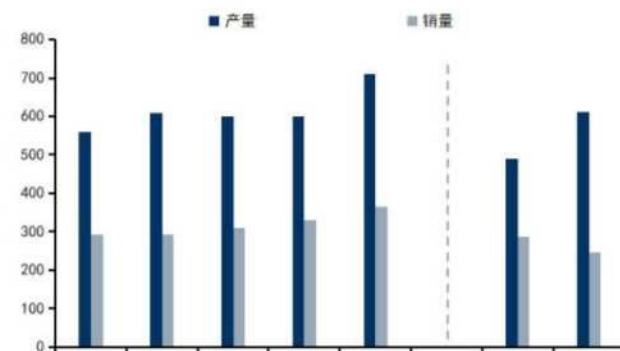
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 内蒙华电发电量情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

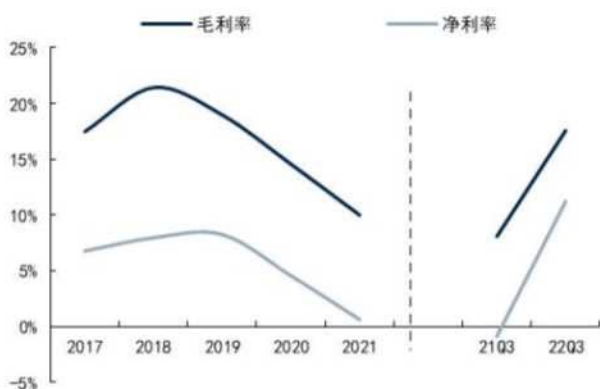
图11: 内蒙华电煤炭产量及外销量情况 (万吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

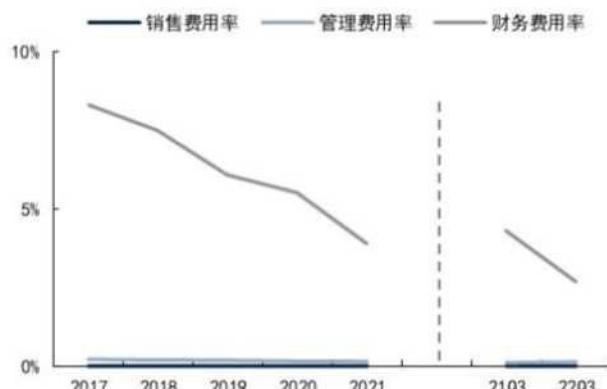
毛利率、净利率显著提升，财务费用率下降。2022年前三季度，公司毛利率为17.57%，同比增加9.48pct，主要系发电量和上网电价上涨。费用率方面，公司管理费用率、销售费用率保持稳定，而财务费用率同比下降，由2021Q3的4.30%降至2022Q3的2.69%，同比减少1.61pct，财务成本有所下降。得益于公司毛利率提升和费用率下降，公司净利率大幅增加。前三季度，公司净利率为11.20%，同比增加12.08pct。

图12: 内蒙华电毛利率、净利率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

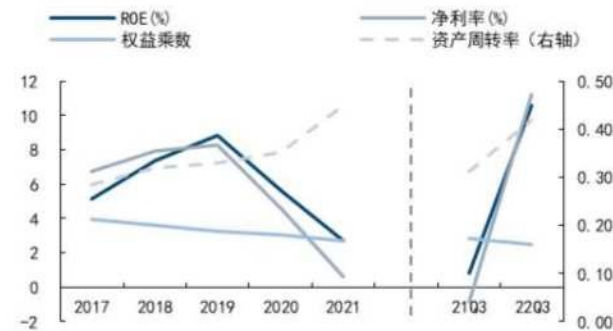
图13: 内蒙华电三项费用率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

ROE 显著提升，经营性净现金流大幅增长。2022年前三季度，公司ROE为10.59%，同比增加9.39pct，ROE显著提升主要得益于净利率大幅提升。现金流方面，2022年前三季度，公司经营性净现金流为44.06亿元，同比大幅增长88.70%，主要系公司发电量、售电单价同比增加，售电收入增加。

图14: 内蒙华电 ROE 及杜邦分析



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图15: 内蒙华电现金流情况 (亿元)

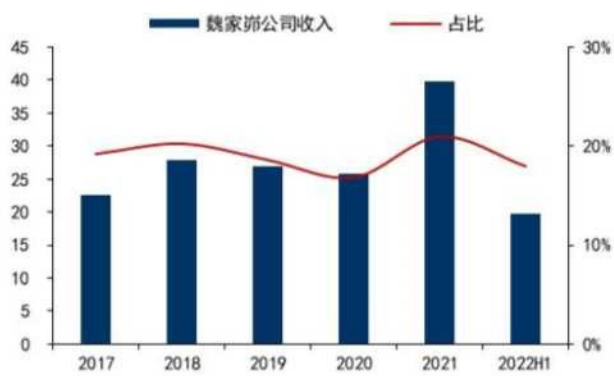


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

煤电一体化优势突出，火电业务发展更为稳健。公司全资子公司魏家峁公司属于煤电一体化项目，所产煤炭用于其自身电厂项目和供应公司其他电厂，并对外销售。魏家峁公司装机规模为132万千瓦，项目两台机组接入蒙西-天津南特高压交流输电电网，所发电量送华北电网。依托煤电一体化优势，魏家峁公司持续实现盈利，并推动火电业务成本下降和经营效益提升。2021年，魏家峁公司发电量64.19亿千瓦时，同比下降7.25%；实现煤炭销量365.98万吨，同比增长10.49%；实现营业收入39.70亿元，同比增长53.66%，占公司营业收入比例为20.97%；实现净利润14.76亿元，同比增长148.68%，占公司净利润比例为326.63%。

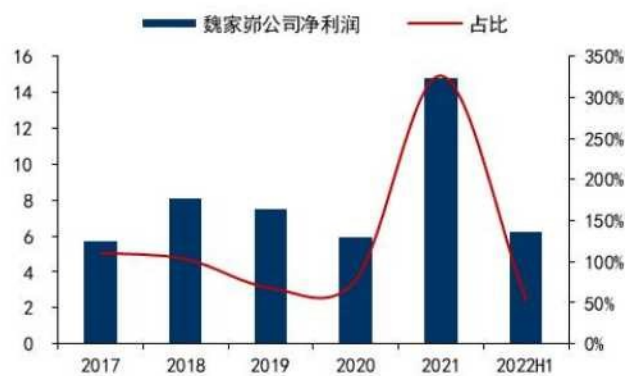
魏家峁煤炭资源储量丰富，产能增加强化公司优势。魏家峁露天煤矿可采资源量 9.21 亿吨，可采储量达 6.30 亿吨。目前，魏家峁露天煤矿生产能力已由 600 万吨/年增至 1200 万吨/年，产能增加后对公司所属电厂的煤炭供应量或将增加，公司火电成本有望进一步下降；同时，煤炭销量增加，促进公司整体业绩增长，且煤炭销售可为公司风光新能源项目提供现金流支撑。

图 16: 魏家峁公司收入及占比情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

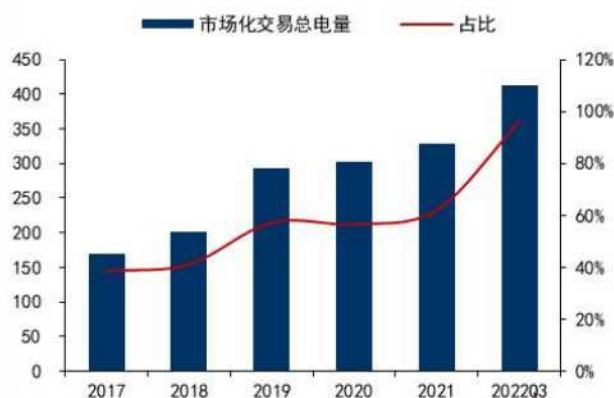
图 17: 魏家峁公司净利润及占比情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司火电业务盈利有望持续修复。国家政策推动煤炭保供调价，煤炭长协覆盖率、执行率和履约率提升，公司火电燃料成本有望下行；同时，煤电市场化交易电价上浮，对冲燃料成本压力，2022Q3，公司市场化交易电量 412.25 亿千瓦时，占上网电量比例为 96.33%，平均售电单价 367.91 元/MWh，同比上涨 81.43 元/MWh，同比增长 28.42%。

图 18: 内蒙华电市场交易电量及占比 (亿千瓦时)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 19: 内蒙华电平均上网电价变化情况

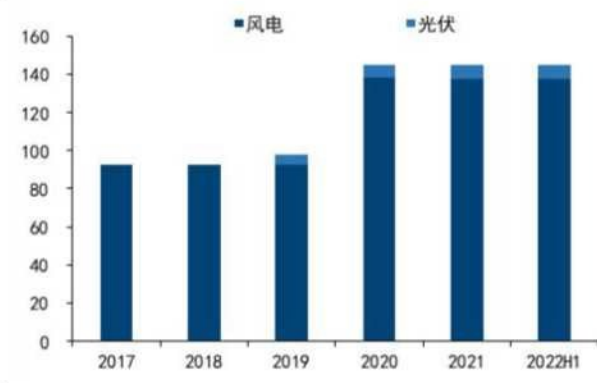


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

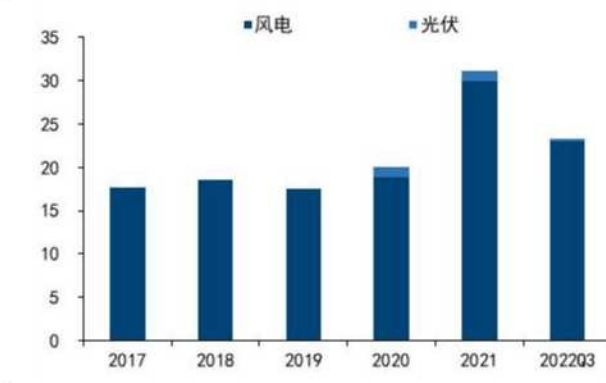
十四五期间，公司风光新能源增量空间大。根据公司“十四五规划”，到“十四五”末，公司装机容量达 2000 万千瓦，新能源装机比重达到 50%，则风光新能源累计装机规模将达到 1000 万千瓦。截至 2021 年，公司风电、光伏累计装机规模分别为 137.62、7 万千瓦，合计为 144.62 万千瓦，与公司十四五规划目标相比，2022-2025 年期间公司将新增风光新能源装机 855.38 万千瓦，年均新增风光新能源装机规模 213.85 万千瓦，年复合增长率达 62.16%。

“并购+开发”共同推进，加快风光新能源项目开发。随着内蒙古自治区新能源政

策陆续出台，公司将充分发挥区域优势，积极争取新能源资源储备和参与新能源项目竞争性配置，多措并举提升新能源占比。一方面，公司依托达拉特、魏家峁等大型火电基地布局的能源项目，实现“风光火储”一体化发展，投资建设火电机组灵活性改造配置的新能源项目。另一方面，公司将积极推进新能源项目并购，不断提高清洁能源占比。

图 20: 内蒙华电风光新能源累计装机规模（万千瓦）


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 21: 内蒙华电风光新能源发电量情况（亿千瓦时）


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提：

火电：根据公司发展规划，未来新增装机集中于风光新能源领域，因而预计 2022-2024 年公司火电装机稳定为 1140 万千瓦；利用小时数方面，参考公司过往利用小时数情况，同时考虑未来内蒙古电力市场供需变化趋势，假设 2022-2024 年公司火电利用小时数稳定为 5000 小时；电价方面，由于市场化交易电价上涨，2022 年火电电价有望大幅增长，而未来随着火电成本下降，预计火电电价将保持平稳，假设 2022-2024 年公司火电电价稳定为 0.35 元/kwh。

风光新能源发电：未来风光新能源装机为新增装机主要来源，参考公司十四五规划，假设公司 2022-2024 年新增风电装机 30、30、30 万千瓦，新增光伏装机 20、100、200 万千瓦；利用小时数方面，参考公司过往风光新能源项目利用小时数情况，假设 2022-2024 年公司风电利用小时数稳定为 2100 小时，光伏则为 1700 小时；电价方面，未来公司新增的风光新能源项目均为平价项目，因而假设 2022-2024 年公司风电平均上网电价分别为 0.39、0.35、0.33 元/kwh，光伏平均上网电价则均为 0.25 元/kwh。

供热：根据公司过往供热量增速及供热售价，假设 2022-2024 年公司供热量增长率分别为 10%、5%、5%，供热价格则稳定为 27 万元/万 GJ。

煤炭：公司煤炭产能为 1200 万吨，预计 2022-2024 年煤炭产量分别 1000、1200、1200 万吨，对外销量分别为 680、860、860 万吨；价格方面，考虑未来煤炭市场供需格局变化，假设 2022-2024 年煤炭售价稳定为 470 元/吨。

综合以上假设，预计 2022-2024 年公司实现营业收入分别为 222.8/237.6/251.4 亿元，增长率分别为 18%/7%/6%。成本方面，主要考虑煤炭价格变化趋势、风光新能源项目投资成本等因素进行假设。同时销售费用率、研发费用率、管理费用率、所得税率较为稳定，参考公司过往水平进行设定。由于电价大幅上浮，公司

净利润大幅增长, 预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 24.1/32.2/35.7 亿元, 分别同比增长 433%/34%/11%。

表 1: 公司电力业务收入测算

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
火电						
装机规模 (万千瓦)	1140	1140	1140	1140	1140	1140
发电量 (亿千瓦时)	536	557	541	570	570	570
营业收入 (亿元)	124.6	131.1	150.8	184.7	184.1	181.5
毛利率	16.0%	10.7%	-0.3%	12.6%	16.6%	19.8%
风光新能源						
装机规模 (万千瓦)	98	145	145	195	325	555
风电	93	138	138	168	198	228
光伏	5	7	7	27	127	327
发电量 (亿千瓦时)	17	20	31	32	48	80
营业收入 (亿元)	6.6	8.2	12.9	12.0	15.2	22.9
毛利率	41.4%	52.1%	61.2%	54.6%	53.6%	55.8%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 2: 公司未来三年业绩测算表 (百万元)

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	18934	22277	23761	25138
营业成本	17041	17462	17610	18192
销售费用	0	0	0	0
管理费用	234	285	325	353
财务费用	735	489	609	899
营业利润	450	3396	4543	5035
利润总额	478	3424	4571	5062
归属于母公司净利润	452	2411	3218	3565
EPS	0.08	0.37	0.49	0.55
ROE	2.8%	14.9%	19.7%	21.7%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

估值与投资建议

可比公司的选择: 公司为内蒙古的主要电力企业, 装机主要分布在内蒙古自治区内, 公司当前以火电装机为主, 未来将大力发展风光新能源发电。选取从火电积极转型发展风光新能源且总体装机容量相当的粤电力 A、福能股份、上海电力作为可比公司。

投资建议: 我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 223/238/251 亿元, 同比增长 18%/7%/6%; 归母净利润分别为 24/32/36 亿元, 分别同比增长 433%/34%/11%; EPS 为 0.37、0.49、0.55 元, 当前股价对应 PE 为 9.9/7.4/6.7X。公司煤电一体化优势突出, 火电盈利有望逐步修复, 同时风光新能源装机增长以及煤炭产能增加, 进一步推动公司业绩增长。给予公司 2023 年 9-10 倍 PE, 对应 4.41-4.90 元/股合理价值, 较目前股价有 21%-35%的溢价空间, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表3：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值		EPS				PE				PEG (22E)	投资 评级
			亿元		21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E		
000539.SZ	粤电力A	4.55	239		-0.60	-0.20	0.23	0.43	-7.6	-22.8	19.8	10.6	-0.55	无
600483.SH	福能股份	10.90	213		0.65	1.22	1.36	1.52	16.8	8.9	8.0	7.2	0.10	无
600021.SH	上海电力	9.44	266		-0.72	0.37	0.62	0.79	-13.1	25.5	15.2	11.9	0.18	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：为Wind一致预测

风险提示

估值的风险

我们采取相对估值方法计算得出公司的合理估值在 4.41-4.90 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年的业务成本和业务收入加入了很多个人的判断：

- 1、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2023 年 PE 水平作为相对估值的参考，同时考虑公司成长性，对行业平均动态 PE 进行修正。
- 2、新能源建设具有一定不确定性，如光伏组件价格持续高位、风电资源竞争激烈等，公司新能源装机规模增速可能不及预期。
- 3、随着电力市场化交易不断推进，新能源电力的不稳定性导致在电力市场化交易中相较传统能源具备一定劣势，因此存在电价大幅下跌的风险。同时市场上也在推进新能源配储能的进程，一定程度上将给新能源的建设成本增加压力，也有可能造成新能源装机进展不及预期。
- 4、煤炭价格持续高位，国家发改委于 2022 年 2 月发布《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》，给出秦皇岛港下水煤（5500 千卡）中长期交易价格在合理区间 570~770 元/吨（含税），但煤炭市场存在不确定性，有可能出现燃料价格下跌不及预期的情况。

盈利预测的风险

在对公司火电、新能源项目未来盈利预测中，我们设定了很多参数，这些参数为基于历史数据及对未来变化的个人判断：

- 1、我们认为若国家从煤炭供给侧对电力运营上游进行调控，电力市场化推进不及预期可能导致电价的上浮不及我们预期；
- 2、若新能源投运增长不及预期，可能影响公司业绩增长；
- 3、若新能源当年来风、光照条件较差，可能影响公司当年新能源分部的业绩。

经营及其它风险

- 1、电价波动风险。上网电价是影响公司盈利能力的重要因素。我国发电企业上网电价受到政府的严格监管，未来随着电力改革的深入及竞价上网的实施，可能导致公司的上网电价水平发生变化，这将可能影响公司的盈利水平。
- 2、政策风险。随着对新能源与传统能源公平竞争的互生越来越大，新能源配比储能将大大增加成本，从而影响新能源盈利不及预期。

3、宏观经济下行风险。若宏观经济下行，将可能会影响电力消费需求，导致电力消纳不及预期；同时，电力供需格局偏松，将可能导致电价下行，影响公司收入和净利润水平。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	295	778	695	532	611	营业收入	15361	18934	22277	23761	25138
应收款项	2820	3934	4203	4594	4942	营业成本	13124	17041	17462	17610	18192
存货净额	372	590	572	568	589	营业税金及附加	428	681	801	854	904
其他流动资产	455	426	655	646	663	销售费用	0	0	0	0	0
流动资产合计	3942	5729	6125	6340	6804	管理费用	209	234	285	325	353
固定资产	30721	28352	29696	37019	50842	财务费用	848	735	489	609	899
无形资产及其他	4397	4208	4195	4185	4180	投资收益	330	(48)	165	161	330
投资性房地产	1821	1443	1443	1443	1443	资产减值及公允价值变动	(356)	0	(312)	(382)	(518)
长期股权投资	1977	1753	1739	1691	1596	其他收入	177	256	302	401	431
资产总计	42857	41485	43197	50677	64865	营业利润	904	450	3396	4543	5035
短期借款及交易性金融负债	5269	5277	5277	9592	18636	营业外净收支	13	28	28	28	28
应付款项	2233	2320	2674	2737	2630	利润总额	917	478	3424	4571	5062
其他流动负债	3063	2619	2700	2695	2728	所得税费用	217	360	812	1084	1200
流动负债合计	10565	10216	10650	15024	23994	少数股东损益	(60)	(334)	201	269	298
长期借款及应付债券	13937	11919	13119	16119	21219	归属于母公司净利润	759	452	2411	3218	3565
其他长期负债	186	192	193	196	200						
长期负债合计	14122	12111	13311	16315	21419	现金流量表 (百万元)					
负债合计	24687	22327	23962	31339	45413	净利润	759	452	2411	3218	3565
少数股东权益	3302	3004	3010	3018	3027	资产减值准备	78	(356)	312	70	136
股东权益	14869	16154	16225	16320	16426	折旧摊销	2727	2801	2924	3194	3661
负债和股东权益总计	42857	41485	43197	50677	64865	公允价值变动损失	78	(356)	312	70	136
						财务费用	848	735	489	609	899
关键财务与估值指标						营运资本变动	(594)	(1625)	(45)	(319)	(460)
每股收益	0.13	0.08	0.37	0.49	0.55	其它	865	2178	18	386	441
每股红利	0.13	0.10	0.36	0.48	0.53	经营活动现金流	3913	3094	5932	6619	7479
每股净资产	2.56	2.78	2.49	2.50	2.52	资本开支	(1159)	(1023)	(4567)	(10578)	(17615)
ROIC	3.79%	0.84%	9%	10%	9%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	5.11%	2.80%	14.86%	19.72%	21.70%	投资活动现金流	(802)	(843)	(4552)	(10530)	(17520)
毛利率	15%	10%	22%	26%	28%	权益性融资	1112	1659	0	0	0
EBIT Margin	12%	7%	18%	22%	24%	负债净变化	727	(269)	1200	3000	5100
EBITDA Margin	30%	21%	31%	36%	39%	支付股利、利息	(732)	(581)	(2340)	(3123)	(3459)
收入增长	6%	23%	18%	7%	6%	其它融资现金流	(3051)	(134)	0	4315	9044
净利润增长率	-31%	-40%	433%	33%	11%	融资活动现金流	(3379)	(1850)	(1463)	3747	10120
资产负债率	65%	61%	62%	68%	75%	现金净变动	(197)	483	(83)	(163)	79
股息率	3.5%	2.7%	11.1%	14.8%	16.4%	货币资金的期初余额	492	295	778	695	532
P/E	27.9	46.8	9.9	7.4	6.7	货币资金的期末余额	295	778	695	532	611
P/B	1.4	1.3	1.5	1.5	1.4	企业自由现金流	0	462	1387	(3653)	(9794)
EV/EBITDA	10.0	10.7	6.9	6.5	7.1	权益自由现金流	0	60	2213	3197	3665

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