

三美股份 (603379.SH)

生产经营持续稳健，稳步推进氟聚合物项目建设

买入

核心观点

生产经营整体稳健，加快产业链延伸布局。公司公布《2023 年第三季度报告》：2023 年前三季度，受主要产品氟制冷剂、氟发泡剂、氟化氢销量同比下降；氟制冷剂、氟化氢产品价格同比下降等影响，公司实现营业收入 26.09 亿元（同比-30.76%）；归母净利润 2.38 亿元（同比-48.45%）。其中，2023 单季度，公司实现营收 8.73 亿元（同比-27.23%）；归母净利润 1.08 亿元（同比-7.97%）；归母扣非净利润 4440 万元（同比-62.05%）。2023Q3 单季度公司利息收入为 1.08 亿元，环比 2023Q2 单季度增长约 0.71 亿元；2023Q3 单季度公司资金占用费为 8395.35 万元。近三年来，公司整体实现了平稳有序的生产经营；进一步巩固了制冷剂行业地位，并持续加快产业链延伸布局。此外，公司实际控制人近期提议拟通过股份回购，在未来适宜时机用于股权激励或员工持股计划。

氟发泡剂价格同比上涨 23%，三代制冷剂行业景气度回暖中。2023 年前三季度原材料采购均价较同期显著下滑，其中硫酸、四氯乙烯、氯仿、二氯甲烷、三氯乙烯分别-64.42%、-48.56%、-45.21%、-37.08%、-36.65%。**在原材料的弱支撑下公司部分主营产品价格也有所下调：**2023 年前三季度，氟制冷剂、氟化氢均价分别为 21,447、7,446 元/吨，分别同比-22.30%、-9.78%。**发泡剂方面，**受 2023 年度氟发泡剂配额加速削减等的影响，国内厂家货源相对紧张，下游需求也相对稳定，价格同比上涨 22.88%。**制冷剂方面，**三代制冷剂已逐步复苏，行业景气度持续提升中。

向氟制冷剂、氟精细化学品、氟聚合物方向进行产业链一体化投资布局。近年来，公司积极布局新材料、新能源等业务领域，并向氟化工下游高附加值领域延伸。目前，公司已布局的项目有：年产 3000 吨（一期为 500 吨）LiFSI、5000 吨 FEP 及 5000 吨 PVDF、6000 吨六氟磷酸锂及 100 吨高纯五氟化磷（PF5）、1200 吨 R116、2 万吨高纯电子级氢氟酸等项目。

风险提示：氟化工需求疲弱；项目投产进度不及预期；产品价格大幅下滑等。

投资建议：维持“买入”评级。氟化工景气度即将从底部逐步复苏，公司作为行业龙头将引领行业发展。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别 3.25/4.81/5.87 亿元，同比增速-33.1%/47.8%/22.1%；摊薄 EPS=0.53/0.79/0.96 元，对应当前股价对应 PE=51.5/34.9/28.6X。

盈利预测和财务指标

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|--------|-------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 4,048 | 4,771 | 3,559 | 4,501 | 5,155 |
| (+/-%) | 48.8% | 17.8% | -25.4% | 26.5% | 14.5% |
| 净利润(百万元) | 536 | 486 | 325 | 481 | 587 |
| (+/-%) | 141.7% | -9.4% | -33.1% | 47.8% | 22.1% |
| 每股收益(元) | 0.88 | 0.80 | 0.53 | 0.79 | 0.96 |
| EBIT Margin | 18.2% | 10.8% | 9.1% | 11.6% | 12.8% |
| 净资产收益率 (ROE) | 10.1% | 8.5% | 5.5% | 7.6% | 8.7% |
| 市盈率 (PE) | 31.3 | 34.5 | 51.5 | 34.9 | 28.6 |
| EV/EBITDA | 21.0 | 28.4 | 41.8 | 27.7 | 22.7 |
| 市净率 (PB) | 3.17 | 2.93 | 2.81 | 2.65 | 2.48 |

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

基础化工·化学制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：张玮航

0755-81981810

zhangweihaang@guosen.com.cn

S0980522010001

基础数据

| | |
|-------------|-----------------|
| 投资评级 | 买入(维持) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 28.00 元 |
| 总市值/流通市值 | 17093/17093 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 37.04/22.44 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 173.16 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

- 《三美股份 (603379.SH) - 业绩环比显著增长，推进产业链一体化投资布局》——2023-08-25
- 《三美股份 (603379.SH) - 业绩同比增长 143%，加快氟化工产业链延伸布局》——2022-08-26
- 《三美股份 (603379.SH) - 产品盈利修复业绩大幅增长，拟进军含氟聚合物领域》——2022-04-24
- 《三美股份-603379-2021 年三季报点评：三季度业绩环比增长，拟回购股份用于股权激励》——2021-10-30

生产经营持续稳健，巩固制冷剂行业地位，加快产业链延伸布局

2023年10月30日晚，公司公布《2023年第三季度报告》：2023年前三季度，受主要产品氟制冷剂、氟发泡剂、氟化氢销量同比下降；氟制冷剂、氟化氢产品价格同比下降等影响，公司共实现营业收入26.09亿元（同比-30.76%）；归母净利润2.38亿元（同比-48.45%）。归母扣非净利润1.70亿元（同比-60.94%）。基本每股收益为0.39元/股。其中2023单季度，公司营业收入8.73亿元（同比-27.23%）；归母净利润1.08亿元（同比-7.97%）；归母扣非净利润4440万元（同比-62.05%）。2023Q3单季度公司利息收入为1.08亿元，环比2023Q2单季度增长了约0.71亿元；2023Q3单季度公司资金占用费为8395.35万元。

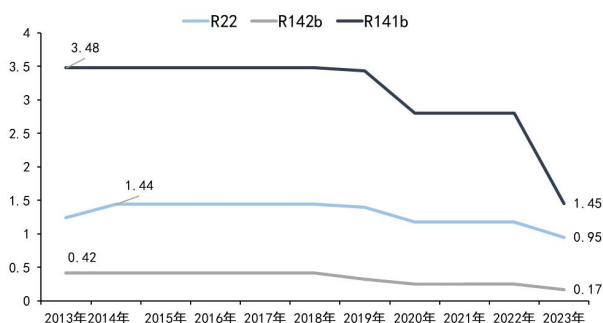
同时，公司发布了《关于变更部分募集资金投资项目的公告》：拟将“三美股份环保整体提升项目”剩余募集资金4925.99万元（注）投向进行变更，将变更后的募集资金用于“浙江三美5,000吨/年聚全氟乙丙烯及5,000吨/年聚偏氟乙烯项目”。公司拟变更原项目募集资金投向，旨在优先投资于浙江三美5,000吨/年聚全氟乙丙烯及5,000吨/年聚偏氟乙烯项目，以提高募集资金使用效率。

此外，据公司公告：公司实际控制人、董事长胡洪翔先生拟提议公司以自有资金通过集中竞价交易方式进行股份回购，并在未来适宜时机用于股权激励或员工持股计划。回购股份的资金总额不低于人民币5,000万元（含），不超过人民币1亿元（含）。

从经营数据上看，原材料方面，除萤石价格外，基本都出现了明显下滑：2023前三季度公司原材料采购均价较2022年前三季度同期显著下滑，其中硫酸、四氯乙烯、氯仿、二氯甲烷、三氯乙烯、偏氯乙烯采购价格分别为259.86、4582.45、2106.81、2483.70、5357.31、7536.38元/吨，分别-64.42%、-48.56%、-45.21%、-37.08%、-36.65%、-33.41%；公司萤石粉采购均价为2856.89元/吨，较去年同期上涨17.21%。在原材料的弱支撑下，公司部分主营产品价格也有所下调：2023年前三季度，公司氟制冷剂、氟化氢产品均价分别为20696.38、7289.75元/吨，分别同比下滑了21.13%、-9.75%；氟发泡剂产品方面，受2023年度氟发泡剂配额加速削减等的影响，国内厂家货源相对紧张，下游需求也相对稳定，2023年前三季度公司产销量明显减少，但产品销售均价则上涨了22.88%达到均价22024.12元/吨。

整体来说，近三年来，在三代制冷剂仍处于周期底部且近期HFCs制冷剂价格延续回落趋势的背景下，公司仍然实现了平稳有序的生产经营；同时进一步巩固了制冷剂行业地位，并持续加快产业链延伸布局。

图1：三美股份：二代制冷剂的生产配额趋势图



资料来源：生态环境部、国信证券经济研究所整理

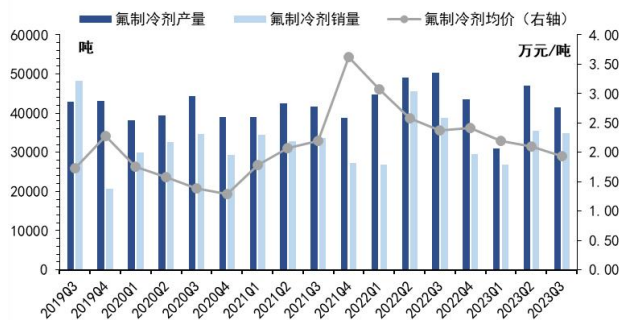
图2：我国R141b配额格局：三美市占率持续在50%以上



资料来源：生态环境部、国信证券经济研究所整理

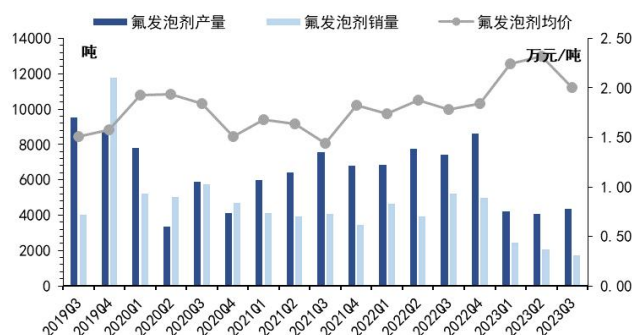
公司现有二代制冷剂 R22、R142b、R141b 产能分别为 1.44 万吨、0.42 万吨、3.56 万吨，2023 年公司生产配额分别为 0.95、0.17、1.45 万吨，其中 R22、R141b 产品盈利状况整体较好。其中，针对 R141b，2022 年 12 月 1 日，生态环境部发布关于公开征求《关于禁止生产以 1,1-二氯-1-氟乙烷 (HCFC-141b) 为发泡剂的保温管产品、太阳能热水器产品的公告（征求意见稿）》意见的函，自 2023 年 7 月 1 日起，任何企业不得使用 R142b 为发泡剂生产保温管产品、太阳能热水器产品。

图3：公司氟制冷剂产能产量及均价



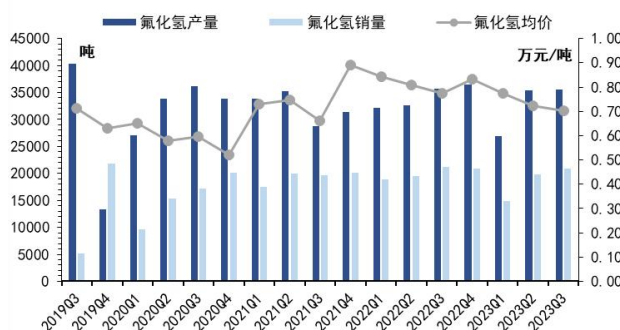
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：公司氟发泡剂产能产量及均价



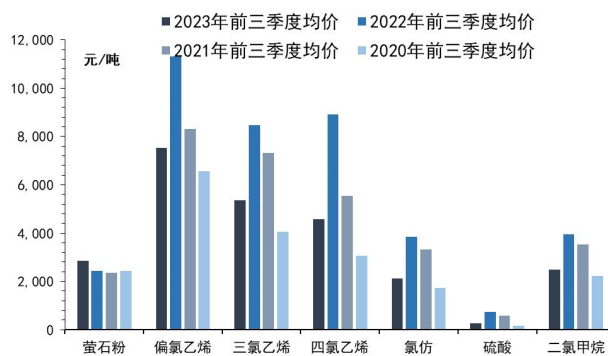
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图5：公司氟化氢产品的产能产量及均价



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6：2023 年前三季度公司原材料采购均价对比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

制冷剂：2020-2022 年三代制冷剂景气度承压，行业景气度将逐步回升

复盘近三年的三代制冷剂价格走势：2020 年，受新冠肺炎冲击、基加利修正案引起的配额争抢等因素影响，三代制冷剂市场延续 2019 年末的疲软态势，各产品价格均有下滑。原料氢氟酸在疫情期间连连走低，于 2020 年 5 月份到达全年最低点后反弹回稳。R32 产能过剩的状况仍在延续，价格上行受限；R134a 价格达到了近年来历史新低点。下游空调、汽车行业 2020 年产销量双双下滑。2021 年上半年，除 R32 价格仍在成本线下徘徊外，其余制冷剂价格均有所回暖，截至 2021 年 6 月 30 日，R22 较年初涨幅约为 14.3%，R134a 较年初涨幅约为 13.9%，R125 较年初涨幅约为 11.5%，R32 较年初跌幅约为 4.0%，R410a 较年初涨幅约为 17.6%。2021 年 8 月，随原材料氢氟酸、甲烷氯化物、乙烷氯化物等价格持续上涨，并且在能

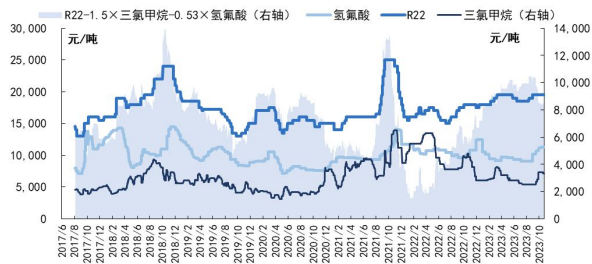
耗双控及限电导致制冷剂开工率不足，而需求端制冷剂进入传统备货旺季的背景下，制冷剂产品价格均出现明显反弹，涨价态势持续至 2021 年 11 月初。随后，自 2021 年 11 月起，在原料端供给逐步释放的背景下，制冷剂价格均开始普遍回调。2022 年，制冷剂价格逐步进入下行通道。进入 2023 年，制冷剂产品价格变化有所分化：R125 价格跟随成本四氯乙烯持续下跌，近期有所反弹、R32 价格在中低位震荡，近期开始上涨、R134 价格先抑后扬。

从近况来看，二代制冷剂方面，近几年我国二代制冷剂的被替代速度不及削减速度，原料价格高企、厂商配额量有限，整体盈利水平持续保持较高，近期价格价差水平表现可观。价格方面，截至 10 月底，R22 华东市场主流成交价格在 19500-200000 元/吨，较上周不变、较上月下跌 2.56%、较年初上涨 8.33%、较去年同期上涨 8.33%。三代制冷剂方面，本周国内制冷剂 R32 价格稳定。据百川盈孚数据，截至 10 月底，R32 华东市场主流成交价格在 16500-17000 元/吨，较上月上涨 6.25%、较年初上涨 25.93%；R125 华东市场主流成交价格在 25500-26500 元/吨，本月上涨 6.0%、较年初下跌 11.67%；R134a 华东市场主流成交价格在 26000-27000 元/吨，本月上涨 1.78%、较年初上涨 9.62%。此外，上游萤石方面，萤石市场总体高位持稳，截至 10 月底，当前国内 97%湿粉市场出厂含税均价在 3728 元/吨，较上周上涨 0.98%。当前国内矿山生产形势严峻，库存低位情况下萤石粉供应偏紧情况较难改变。制冷剂中长期需求有望继续增长，同时伴随未来配额即将在立法层面落地，坚定看好三代制冷剂价格中枢有望持续提升，制冷剂即将开启景气上行周期。

目前，《〈蒙特利尔议定书〉基加利修正案》已正式对中国生效。根据协议，到 2045 年，中国将比 2020-2022 年基准减少 80%的氢氟碳化合物使用。这意味着中国将对 HFCs（氢氟碳化物）相关化学品进行管控，包括 2024 年冻结 HFCs 生产和消费。2020-2022 需求端受疫情反复冲击，下游汽车/空调/家电对制冷剂需求表现疲弱；且处于第三代制冷剂配额抢占的窗口期，供应相对宽裕。目前，我国三代制冷剂产能过剩的格局正逐步缓解。制冷剂中长期需求有望继续增长，同时伴随未来配额即将在立法层面落地，我们看好三代制冷剂价格中枢有望持续提升，制冷剂即将开启景气上行周期。

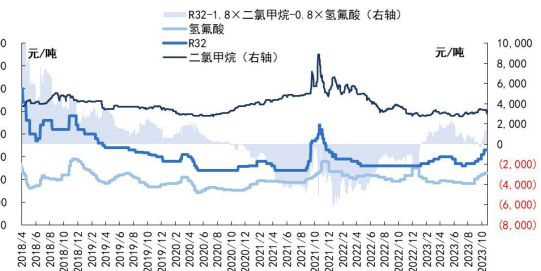
中长期来看，下游空调、制冷、汽车等领域对制冷剂的需求有望继续增长；同时伴随未来配额即将在立法层面落地，我们看好三代制冷剂价格中枢有望持续提升。另外，值得关注的是，第四代制冷剂 R1234yf、R1234ze 等的应用正处于起步阶段，目前巨化股份、中欣氟材等公司已实现代加工或已储备相应技术，未来第四代制冷剂将因其卓越性能与环保性成为第三代 HFC 制冷剂的绿色替代方案。巨化股份作为国内唯一拥有一至四代含氟制冷剂系列产品的企业，公司现拥有两套主流第四代氟制冷剂产品装置（含代加工），年产能 8000 吨。公司未来除积极做好第三代氟制冷剂配额管控下的经营工作，将其规模优势转化为经营优势外，将持续研发第四代氟制冷剂等低 GWP 新型制冷剂品种和混配品种，适应市场变化。

图7: R22 价格与价差跟踪



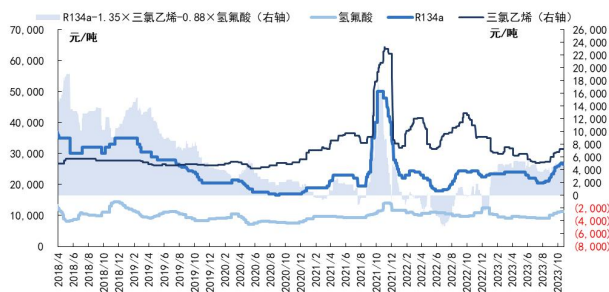
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图8: R32 价格与价差跟踪



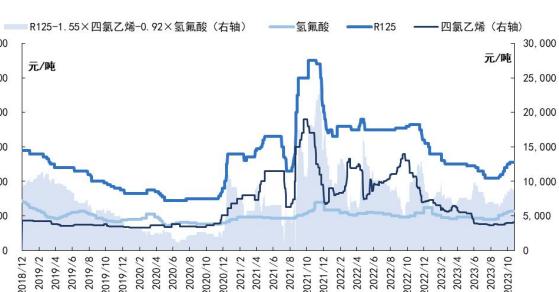
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图9: R134a 价格与价差跟踪



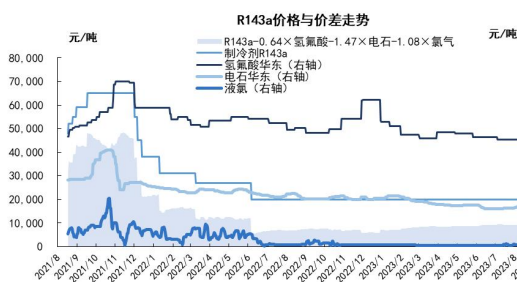
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图10: R125 价格与价差跟踪



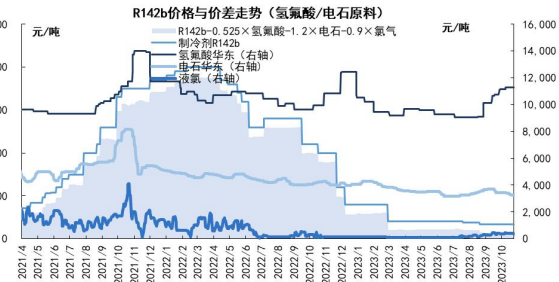
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图11: R143a 价格与价差跟踪



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图12: R142b 价格与价差跟踪



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

向氟制冷剂、氟精细化学品、氟聚合物方向进行产业链一体化投资布局

目前，公司已布局的项目有：年产3000吨（一期为500吨）LiFSI、5000吨FEP及5000吨PVDF、6000吨六氟磷酸锂及100吨高纯五氟化磷(PF5)、1200吨R116、2万吨高纯电子级氢氟酸等项目。

在半导体方向上将持续扩张电子级氢氟酸（蚀刻级氢氟酸）产能。公司与日本森田化学工业株式会社合资成立了子公司浙江森田新材料有限公司。森田新材料主

要生产工业级无水氢氟酸、超纯微电子蚀刻及清洗级产品，产品用于半导体微电子制造领域。目前主要产品是高纯电子级氢氟酸，未来将产出高纯氟化学品，在半导体领域更加深入。森田新材料 2 万吨/年蚀刻级氢氟酸项目已建设完成并于 2019 年底试生产。该项目位于胡处工业区，总用地约 10.37 万平方米，总投资 1.9 亿美元，折合人民币约 13.1 亿元。项目引进日本先进的精馏设备和提纯合成设备，采用先进的日本森田化学工业株式会社提纯技术，制作半导体所需的超高纯清洗与蚀刻用电子材料，是集成电路芯片制造的关键材料之一。

进军新能源领域，布局六氟磷酸锂及 LiFSI 等项目。据公司公告，公司与江苏华盛锂电材料股份有限公司合资的浙江盛美锂电材料有限公司目前正在建设年产 3000 吨双氟磺酰亚胺锂（LiFSI 一期 500t/a）项目。该项目一期拟投资 1.2 亿元，后续根据市场需求逐步开展二三期投资，共约 6.2 亿元。项目引进国内先进的反应釜和精馏塔设备，采用国内一流的生产技术，生产锂电池电解质新材料双氟磺酰亚胺锂，项目建成后形成一期年产 500 吨双氟磺酰亚胺锂项目，副产有水酸 41 吨/年，副产盐酸 4380 吨/年，副产液化二氧化硫 928 吨/年，副产 98%硫酸 65.7 吨/年及其配套公用工程等设施，用地面积约 4.00 万平方米。江苏华盛的专利技术优势将和浙江三美的氟化工产业链优势相结合，实现双方在锂电池电解液新型材料领域的战略布局和合作共赢。此外，据公司公告，公司拟由全资子公司福建东莹投资约 2.3 亿元，建设“福建东莹 6000 吨/年六氟磷酸锂及 100 吨/年高纯五氟化磷新建项目”。目前，公司在氟精细化学品领域投资的部分相关项目尚未达产。

进军含氟聚合物领域，重点建设 FEP、PVDF 等项目。我国近年来电线电缆尤其是高性能电线电缆的快速增长，对 FEP 需求迅速增加，市场需求潜力大；另外，随着锂电池及光伏等新能源产业的快速发展，PVDF 需求快速增长，受益于旺盛的终端需求，将具有广阔的市场空间和良好的产业发展前景。三美股份公司拥有上游 R142b 产品产能，将在 PVDF 等产业链延伸方向上具备上下游配套优势。此举符合公司“向氟制冷剂、氟精细化学品、氟聚合物方向进行产业链一体化投资布局”的战略方向。目前，公司“年产 9 万吨无水氟化氢及年产 1 万吨三氟乙烷改造项目”、“5,000t/a 聚全氟乙丙烯（FEP 及 5,000t/a 聚偏氟乙烯（PVDF）项目”已取得环评批复。

投资建议：维持“买入”评级。公司主营氟化工产业布局完善、成本控制能力优秀，且财务结构健康、现金流充裕。目前三代制冷剂产品的价格及价差均已进入底部区间，而配额管理即将在立法层面落地，随着供给侧结构性改革不断深化，行业竞争格局趋向集中，我们看好三代制冷剂有望迎来景气反转的拐点，公司将作为行业龙头引领周期反转。未来，公司将积极布局新材料、新能源等业务领域，并通过子公司向氟化工下游高附加值领域延伸。考虑到公司其他收入、非经营性收入影响因素，我们小幅上调公司 2023 年盈利预测；考虑到氟化工景气度复苏仍需一段时间，我们小幅下调公司 2024-2025 年盈利预测：我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别 3.25/4.81/5.87 亿元（前期预测值分别为 3.21/5.57/7.72 亿元），同比增速-33.1%/47.8%/22.1%；摊薄 EPS=0.53/0.79/0.96 元（前期预测值分别为 0.53/0.91/1.26 元，对应当前股价对应 PE=51.5/34.9/28.6X）。维持“买入”评级。

风险提示：氟化工需求疲弱；项目投产进度不及预期；产品价格大幅下滑等。

财务预测与估值

| 资产负债表（百万元） | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 利润表（百万元） | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物 | 1613 | 3501 | 3059 | 3548 | 3849 | 营业收入 | 4048 | 4771 | 3559 | 4501 | 5155 |
| 应收款项 | 702 | 408 | 442 | 575 | 580 | 营业成本 | 3110 | 4004 | 2889 | 3539 | 3994 |
| 存货净额 | 503 | 547 | 406 | 518 | 564 | 营业税金及附加 | 12 | 21 | 16 | 20 | 23 |
| 其他流动资产 | 184 | 148 | 701 | 411 | 549 | 销售费用 | 61 | 65 | 83 | 122 | 139 |
| 流动资产合计 | 4815 | 4733 | 4737 | 5180 | 5670 | 管理费用 | 127 | 166 | 247 | 297 | 340 |
| 固定资产 | 740 | 955 | 1006 | 1113 | 1158 | 财务费用 | 3 | (161) | (38) | (28) | (29) |
| 无形资产及其他 | 176 | 243 | 238 | 233 | 228 | 投资收益 | (1) | (2) | 9 | 9 | 9 |
| 投资性房地产 | 164 | 309 | 309 | 309 | 309 | 资产减值及公允价值变动 | 90 | 52 | 58 | 58 | 58 |
| 长期股权投资 | 156 | 189 | 189 | 189 | 189 | 其他收入 | (111) | (78) | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 6051 | 6430 | 6480 | 7024 | 7554 | 营业利润 | 713 | 647 | 429 | 618 | 755 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业外净收支 | (9) | (4) | (1) | (1) | (1) |
| 应付款项 | 332 | 331 | 220 | 269 | 304 | 利润总额 | 703 | 643 | 428 | 617 | 753 |
| 其他流动负债 | 406 | 370 | 343 | 422 | 477 | 所得税费用 | 167 | 158 | 103 | 137 | 167 |
| 流动负债合计 | 739 | 701 | 562 | 691 | 782 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属于母公司净利润 | 536 | 486 | 325 | 481 | 587 |
| 其他长期负债 | 24 | 19 | 19 | 19 | 19 | | | | | | |
| 长期负债合计 | 24 | 19 | 19 | 19 | 19 | 现金流量表（百万元） | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 负债合计 | 763 | 720 | 581 | 710 | 800 | 净利润 | 536 | 486 | 325 | 481 | 587 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值准备 | 26 | 7 | 17 | 5 | 3 |
| 股东权益 | 5288 | 5710 | 5953 | 6314 | 6754 | 折旧摊销 | 97 | 101 | 90 | 106 | 115 |
| 负债和股东权益总计 | 6051 | 6430 | 6534 | 7024 | 7554 | 公允价值变动损失 | (90) | (52) | (58) | (58) | (58) |
| | | | | | | 财务费用 | 3 | (161) | (38) | (28) | (29) |
| 关键财务与估值指标 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 营运资本变动 | (260) | 104 | (568) | 180 | (96) |
| 每股收益 | 0.88 | 0.80 | 0.53 | 0.79 | 0.96 | 其它 | (26) | (7) | (17) | (5) | (3) |
| 每股红利 | 0.11 | 0.17 | 0.13 | 0.20 | 0.24 | 经营活动现金流 | 283 | 639 | (210) | 709 | 548 |
| 每股净资产 | 8.66 | 9.35 | 9.75 | 10.34 | 11.06 | 资本开支 | 0 | (369) | (150) | (100) | (100) |
| ROIC | 16% | 9% | 5% | 8% | 10% | 其它投资现金流 | (842) | 1685 | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 10% | 9% | 5% | 8% | 9% | 投资活动现金流 | (863) | 1283 | (150) | (100) | (100) |
| 毛利率 | 23% | 16% | 19% | 21% | 23% | 权益性融资 | (17) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 18% | 11% | 9% | 12% | 13% | 负债净变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 21% | 13% | 12% | 14% | 15% | 支付股利、利息 | (67) | (104) | (81) | (120) | (147) |
| 收入增长 | 49% | 18% | -25% | 26% | 15% | 其它融资现金流 | (141) | 174 | (0) | 0 | 0 |
| 净利润增长率 | 142% | -9% | -33% | 48% | 22% | 融资活动现金流 | (293) | (34) | (82) | (120) | (147) |
| 资产负债率 | 13% | 11% | 9% | 10% | 11% | 现金净变动 | (873) | 1889 | (442) | 489 | 301 |
| 息率 | 0.4% | 0.6% | 0.5% | 0.7% | 0.9% | 货币资金的期初余额 | 2485 | 1613 | 3501 | 3059 | 3548 |
| P/E | 31.3 | 34.5 | 51.5 | 34.9 | 28.6 | 货币资金的期末余额 | 1613 | 3501 | 3059 | 3548 | 3849 |
| P/B | 3.2 | 2.9 | 2.8 | 2.7 | 2.5 | 企业自由现金流 | 0 | 224 | (381) | 594 | 432 |
| EV/EBITDA | 21.0 | 28.4 | 41.8 | 27.7 | 22.7 | 权益自由现金流 | 0 | 399 | (352) | 616 | 455 |

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

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
|--|------------|----|-------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场代表性指数 20%以上 |
| | | 增持 | 股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 卖出 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上 |
| | 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 低配 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 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