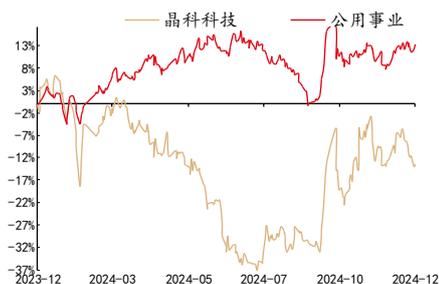


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	2.92
总股本/流通股本(亿股)	35.71 / 35.71
总市值/流通市值(亿元)	104 / 104
52周内最高/最低价	3.59 / 2.12
资产负债率(%)	61.8%
市盈率	26.55
第一大股东	晶科新能源集团有限公司

研究所

分析师: 杨帅波
SAC 登记编号: S1340524070002
Email: yangshuaibo@cnpsec.com

晶科科技(601778)

面向新型电力系统的综合能源服务商，有望持续改善商业模式

● 投资要点

晶科科技是一家面向新型电力系统的综合能源服务商。2021年转型“轻资产”运营战略，晶科慧能开展综合能源服务。2024年公司户用光伏落地合作共建模式，在浙江、上海、四川、江西、天津布局虚拟电厂业务，晶科慧能在14个省份取得售电资格。

全球能源转型有望加速。《巴黎协定》的机制，缔约国自主申报减排目标第三版截止日期为2025年2月，阿联酋、巴西、美国已更新完NDC3.0，国务院副总理丁薛祥在COP29上发言，提出“中方将提交覆盖全经济范围、包括所有温室气体的2035年国家自主贡献，努力争取2060年前实现碳中和”。

中国能源转型逐步进入“需求驱动”时代，电力市场化将使光伏电站运营进入分化阶段。

核心判断，2025年Q3末，我们预计国内终端电价有望回升，电站运营的综合收益提升早于组件价格的回升，有助于价值创造提升PB。

公司的商业模式持续改善。(1)轻资产模式进入合作共建，提前锁定收益；在中东、欧洲持续拓展，提升品牌力(2)积极开展综合能源服务，电力交易精细化能力有望持续提升。

● 盈利预测与评级

我们预测公司2024-2026年营业收入分别为47.3/55.1/71.0亿元，归母净利润分别为5.8/7.1/9.1亿元，三年归母净利润CAGR为33.2%，以当前总股本35.71亿股计算的摊薄EPS为0.16/0.20/0.25元。公司2024年12月24日股价对2024-2026年预测EPS的PE倍数分别为18/15/11倍，2024年PB为0.7。我们选择太阳能、三峡能源、芯能科技作为参考，参考可比公司估值，考虑到商业模式的持续改善，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示：

公司综合能源业务开拓不及预期的风险；电站转让不及预期的风险；补贴发放不及预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	4,370	4,728	5,506	7,100
增长率 (%)	36.72	8.19	16.44	28.96
EBITDA (百万元)	2,046	1,680	2,102	2,535
归属母公司净利润 (百万元)	383	577	710	907
增长率 (%)	77.05	50.56	22.96	27.76
EPS (元/股)	0.11	0.16	0.20	0.25
市盈率 (P/E)	27	18	15	11
市净率 (P/B)	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	11	12	10	9

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1	从光伏发电运营商逐步升级为综合能源服务商助力能源绿色转型.....	5
1.1	轻资产运营+积极拓展综合能源服务.....	5
1.2	业绩短期承压.....	7
2	2025 年全球和中国能源转型政策有望加速.....	9
2.1	国家自主贡献（NDC）即将进入 3.0 时代.....	9
2.2	电改加速，中国能源转型逐步进入“需求驱动”时代.....	10
2.3	电力现货市场加速建设，光伏电站运营进入分化阶段.....	12
3	公司的商业模式持续改善.....	13
3.1	持续布局综合能源业务.....	13
3.2	轻资产策略海内外持续升级.....	14
4	盈利预测.....	14
4.1	核心假设.....	14
4.2	主要财务数据预测.....	14
4.3	估值与评级.....	14
5	风险因素.....	15

图表目录

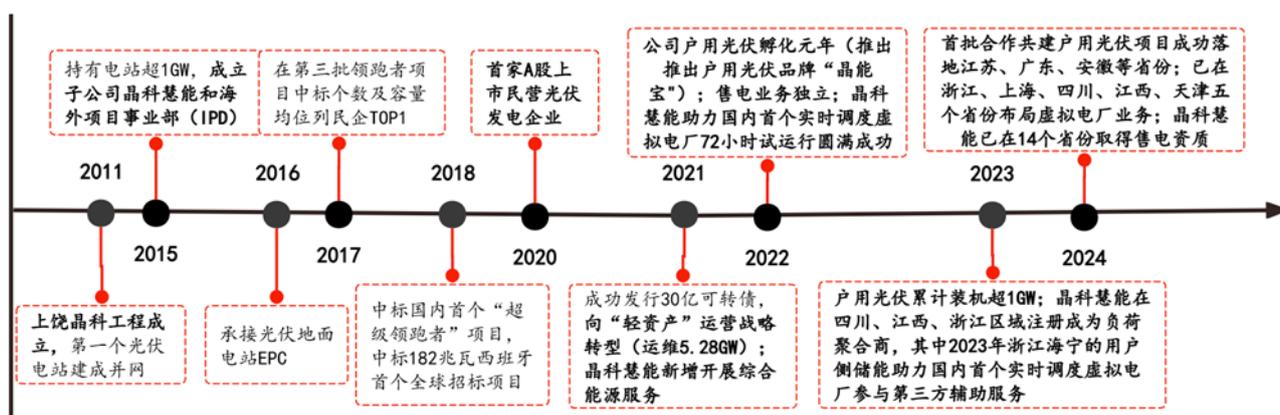
图表 1: 公司发展历程.....	5
图表 2: 公司主要业务.....	6
图表 3: 公司股权结构 (截止 2024Q3)	6
图表 4: 员工持股计划.....	7
图表 5: 公司营收和归母净利润及增速.....	8
图表 6: 公司期间费用率 (4 费)	8
图表 7: 公司 ROE (摊薄) (%)	8
图表 8: 公司盈利能力 (%)	8
图表 9: 公司存货周转率.....	8
图表 10: 公司应收账款周转率.....	8
图表 11: 公司负债率.....	9
图表 12: 公司经营活动现金净流量.....	9
图表 13: 联合国气候大会和国家自主贡献的变化.....	9
图表 14: 各地区历年风光发电量占用电量的比例 (%)	10
图表 15: 中国电改框架.....	11
图表 16: 跨省跨区专项输电工程输电价格和降价分享空间情况表.....	12
图表 17: 电力现货市场建设进展情况 (截止 2024 年 10 月)	13
图表 18: 公司 2024Q3 末集中式电站的区域分布.....	13
图表 19: 公司 2024Q3 末分布式电站的区域分布.....	13
图表 20: 盈利预测与评级.....	15

1 从光伏发电运营商逐步升级为综合能源服务商助力能源绿色转型

1.1 轻资产运营+积极拓展综合能源服务

公司是行业领先的清洁能源供应商和服务商，逐步升级为面向新型电力系统的综合能源服务商。2011年公司前身“上饶晶科工程”成立；2015年成立子公司晶科慧能和海外项目事业部；2020年成为首家A股上市民营光伏发电企业；2021年转型“轻资产”运营战略，晶科慧能开展综合能源服务；2022年公司户用光伏孵化元年，售电业务独立，晶科慧能助力国内首个实时调度虚拟电厂试运行；2023年晶科慧能在四川、江西、浙江区域注册成为负荷聚合商；2024年公司户用光伏落地合作共建模式，在浙江、上海、四川、江西、天津布局虚拟电厂业务，晶科慧能在14个省份取得售电资格。

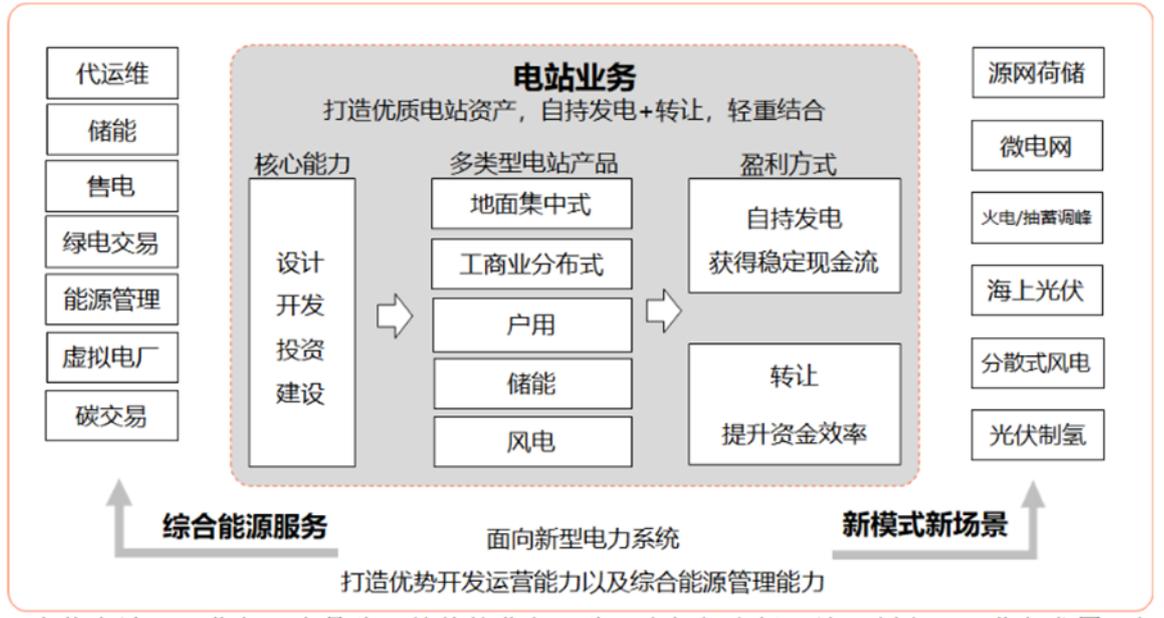
图表1：公司发展历程



资料来源：公司官网，2020-2023 年年报，2024H1 半年报，中邮证券研究所

公司以光伏电站的开发运营转让及 EPC 业务为基础，持续创新新能源的高质量消纳，并逐步升级为面向服务新型电力系统的综合清洁能源服务商。

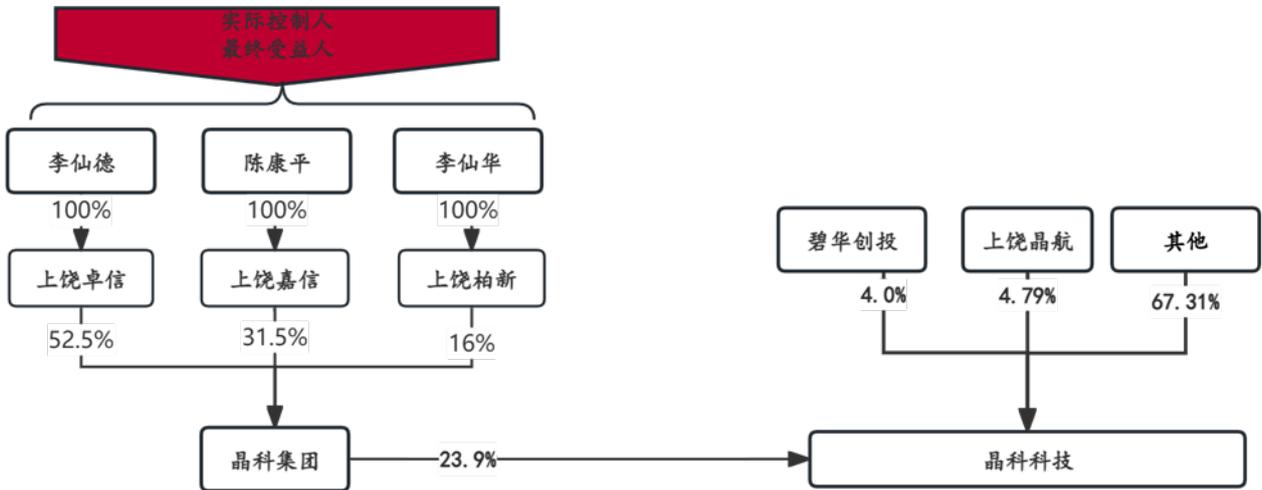
图表2：公司主要业务



资料来源：2024 年半年报，中邮证券研究所

股权结构稳定：公司控股股东是晶科集团，公司实际控制人为李仙德、陈康平与李仙华，三人间接持有公司 23.9% 的股份。

图表3：公司股权结构（截止 2024Q3）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

员工持股计划覆盖范围广，加强公司凝聚力，核心考核利润，彰显信心：第一个考核期目标已经达成。

图表4：员工持股计划

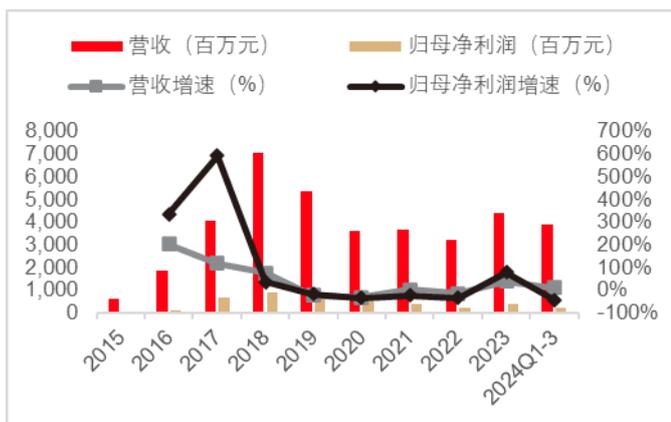
激励方式	归属期	考核基准	考核期及指标 (%)	目标值(Am)
员工持股计划	1	2022 年净利润	2023 年 or2023-2024 年 or2023-2025 年净利润增速	50%、120%、220%
	2	2022 年净利润	2024 年 or2023-2024 年 or2024-2025 年净利润增速	70%、120%、170%
	3	2022 年净利润	2025 年 or2023-2026 年净利润增速	100%、220%
序号	持有人	职务	拟认缴份额 (万份)	占本持股计划总额的比例 (%)
1	李仙德	董事长	4,613.81	26.73%
2	陈康平	董事		
3	李仙华	董事		
4	唐逢源	董事、副总经理		
5	肖嫵琚	监事		
6	张金龙	监事		
7	王洪	总经理		
8	刘晓军	财务负责人、副总经理		
9	沙江海	副总经理		
10	余俏琦	副总经理		
11	常阳	董事会秘书		
其他核心骨干 (139 人)			12,080.83	69.99%
预留份额			566.15	3.28%
合计			17,260.79	100%

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

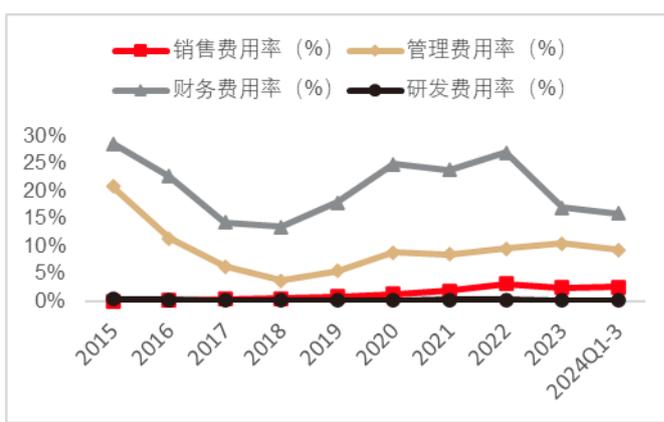
1.2 业绩短期承压

业绩短期承压。2015-2023 年公司营收和归母净利润 CAGR 分别为 27.8%、42.7%。2024Q1-3 公司营收和归母净利润分别为 38.9、2.2 亿，同比分别+11.0%、-43.6%，利润承压主要 2 方面，一方面电站转让收益低于去年同期，另一方面自然灾害导致的损失增加（公司下属的广东省徐闻县龙塘 40MW 渔光互补光伏电站因台风灾害受到一定资产损失）。

轻资产策略有助于减轻财务费用压力，期间费用率有望持续改善。2024Q1-3 公司销售、管理、财务、研发费用率分别为 2.6%、9.3%、15.8%、0.1%，同比分别-0.3、-0.9、+1.4、0pcts。

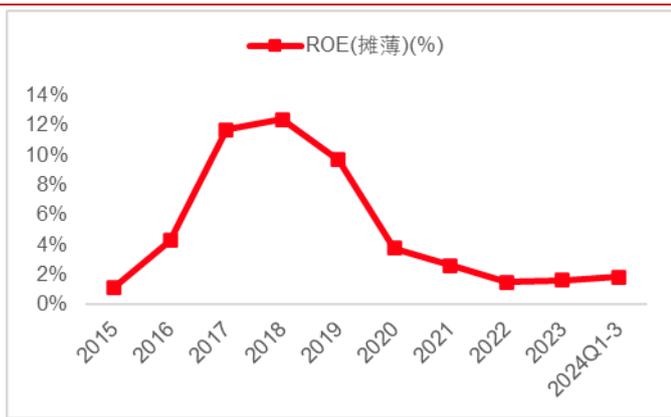
图表5：公司营收和归母净利润及增速


资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表6：公司期间费用率（4费）


资料来源：iFind，中邮证券研究所

盈利能力短期承压。2024Q1-3 公司 ROE(摊薄)、毛利率和净利率分别为 1.8%、40.1%和 5.8%，同比分别-0.5、-1.3、-5.6pcts，主要系电站转让低于去年同期，同时自然灾害导致资产损失。

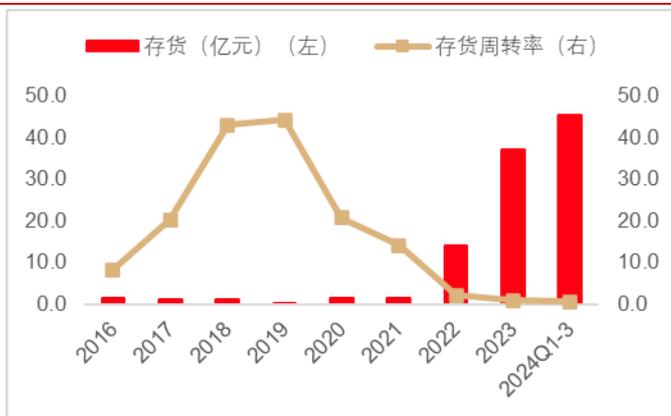
图表7：公司 ROE（摊薄）(%)


资料来源：iFind，中邮证券研究所

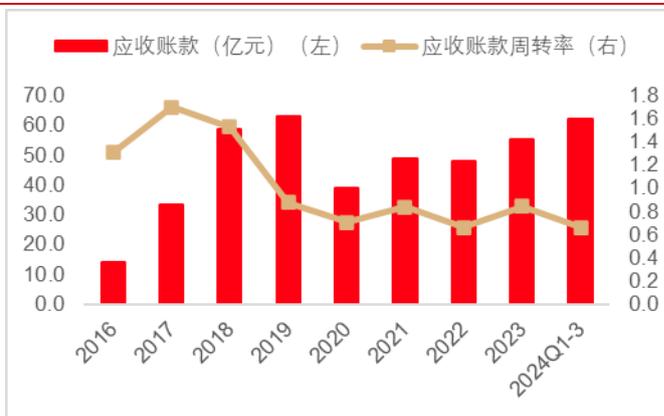
图表8：公司盈利能力 (%)


资料来源：iFind，中邮证券研究所

存货周转率与应收账款周转整体变慢。存货方面，2024Q3 公司存货规模为 45.2 亿，同比增长 43.0%；应收账款方面，2024Q3 公司应收账款 62.2 亿，同比增长 7.5%。

图表9：公司存货周转率


资料来源：iFind，中邮证券研究所

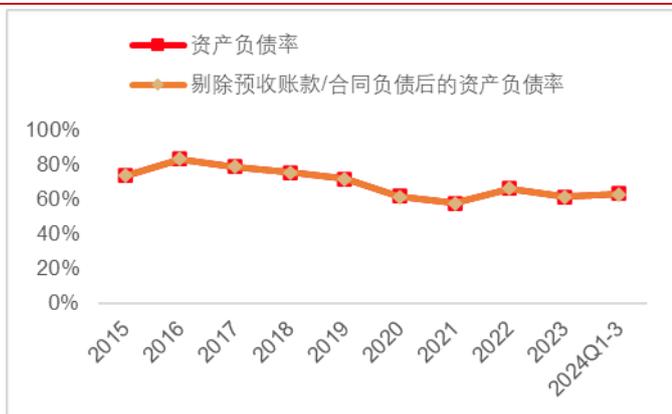
图表10：公司应收账款周转率


资料来源：iFind，中邮证券研究所

“轻资产运行策略”使资产负债率稳健下降。截至2024Q3，公司资产负债率为63.4%，剔除预收账款/合同负债后的资产负债率为63.3%，整体财务风险处于较低水平。

2024Q1-3，公司经营活动现金净流量为5.91亿，去年同期为-7.0亿，户用电站滚动开发业务回款增加所致。

图表11：公司负债率



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表12：公司经营活动现金净流量



资料来源：iFind，中邮证券研究所

2 2025 年全球和中国能源转型政策有望加速

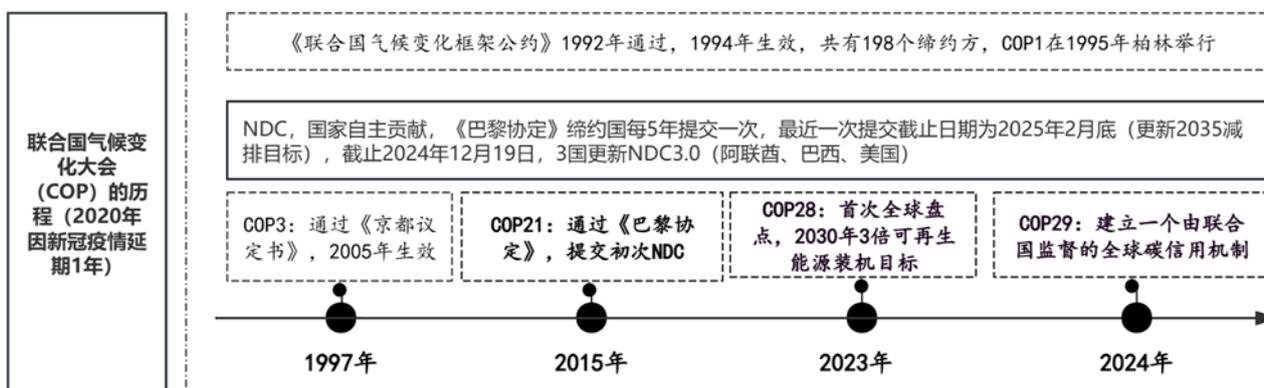
2.1 国家自主贡献 (NDC) 即将进入 3.0 时代

气候需要全球化合作，2015 年通过《巴黎协定》，其中国家自主贡献 (NDC) 是《巴黎协定》的核心制度 (自下而上)，每 5 年更新一次，NDC3.0 提交的截止日期是 2025 年 2 月底。

根据 UNFCCC 秘书处，截止 2024 年 12 月 19 日，阿联酋、巴西、美国提交了最新版的 NDC，分别为 2035 年相对 2019 年减排 47%、2035 年相对于 2005 年减排 59%-67%、2035 年相对 2005 年减排 61%-66% (其中甲烷减排 35%)。

国务院副总理丁薛祥在 COP29 上发言，提出“中方将提交覆盖全经济范围、包括所有温室气体的 2035 年国家自主贡献，努力争取 2060 年前实现碳中和”。

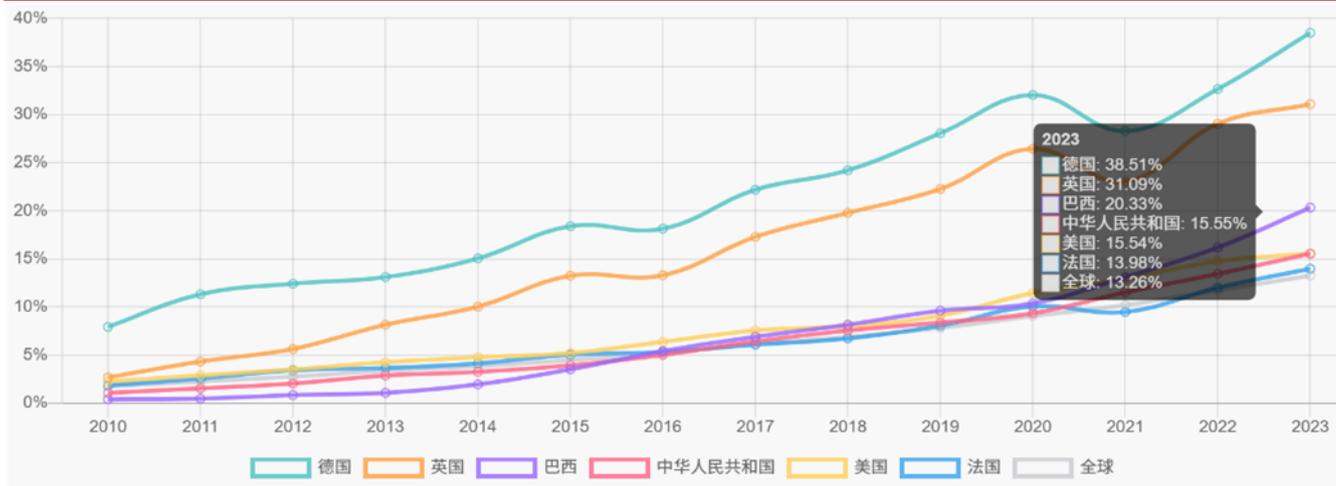
图表13：联合国气候大会和国家自主贡献的变化



资料来源：UNFCCC，UN，中邮证券研究所

全球能源转型将进入快速变革期。根据国网能源研究院的《2023年中国电源发展分析报告》和国网重庆电力公司等《新型电力系统100问》，“国内外普遍研究表明，新能源电量渗透率超过15%以后，系统成本将进入快速上涨的临界点”。根据时璟丽，新能源电量渗透率20%、40%左右是储能需求大幅度增长的拐点。根据 lowcarbon，2023 年全球、中国、美国风光发电量渗透率分别为 13.3%、15.6%、15.5%。

图表14：各地区历年风光发电量占用电量的比例（%）



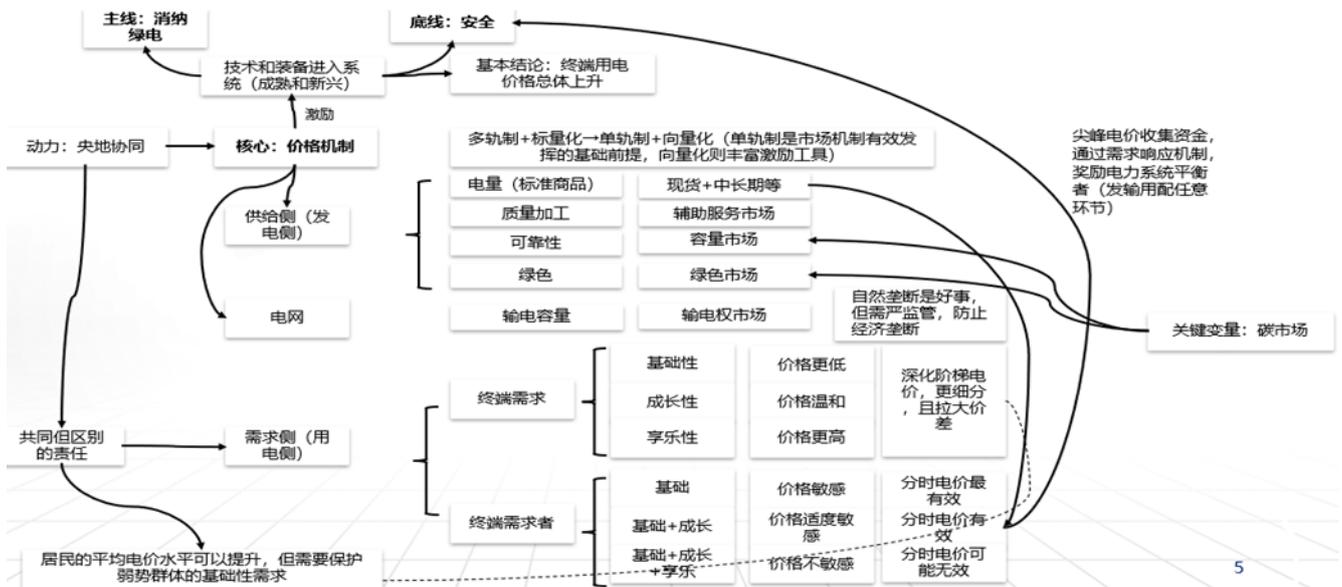
资料来源：lowcarbon，中邮证券研究所

2.2 电改加速，中国能源转型逐步进入“需求驱动”时代

中国能源转型逐步进入“需求驱动”时代。2024年11月8日，《能源法》通过，其中能源用户积极参与能源需求响应，扩大绿色能源消费，自觉践行绿色低碳的生产生活方式，国家加强能源需求侧管理，通过完善阶梯价格、分时价格等制度，引导能源用户合理调整用能方式、时间、数量等。2024年12月11-12日，中央经济工作会议中关于2025年9大任务中提到，协同推进降碳减污扩绿增长，加紧经济社会发展全面绿色转型。

我们认为“需求驱动”的核心是统一的价格信号，即电力价格由多轨制变成单一多维制。具体而言，电力的每一种属性（能量、绿色、调节、容量等）分别定价，对于用户利用分时电价+阶梯电价，保障基础性和成长性电力需求，对享乐性电力需求提高价格。

图表15：中国电改框架



资料来源：中邮证券研究所

我们预计运营综合收益回暖早于组件价格。能源转型需要对新能源投资进行一定的激励，我们判断将由整体终端电价水平提升传导到新能源发电端综合收益的提升。

2024年10月31日，北京建立交易中心发布2025年国家电网有限公司跨省跨区交易各环节输电价格，我们发现在2022年5月1号之后跨省跨区专项输电工程输电价格停止下降。

能源转型有成本，电力系统具有涨价的趋势。我们预计2025Q3末终端电价水平有望提升，原因如下：

- (1) 输配电价3年一核定，第三轮是2023年6月1日开始，第四轮将在2026年6月核定，新增的电网投资将使输配电价有上涨压力；
- (2) 欧洲碳关税将于2026年1月1日执行，“碳价”传导到“终端电价”中导致终端电价有上涨压力；
- (3) 涨价驱动因素若合并在一起，则对终端电价上涨的压力可能过大，同时能源转型需要对新能源投资要稳定预期，带来新能源综合收益（上网均价+绿价）的回暖压力。

图表16：跨省跨区专项输电工程输电价格和降价分享空间情况表

序号	通道名称	2018年9月1日之前		2018年9月1日-2019年6月30日		2019年7月1日-2022年4月30日		2022年5月1日之后
		输电价格 (元/千千瓦时)	容量电价	输电价格 (元/千千瓦时)	分享价格空间 (元/千千瓦时)	输电价格 (元/千千瓦时)	分享价格空间 (元/千千瓦时)	输电价格 (元/千千瓦时)
1	灵宝直流	45.00		42.60	2.40	40.30	2.25	40.30
2	德宝直流	31.00	70.64元/千瓦/年	35.80	10.90	33.60	2.23	33.60
3	高岭直流	24.30	6.00元/千瓦/年	25.00	0.50	23.50	1.53	23.50
4	龙政直流	80.80		74.00	6.80	67.50	6.50	67.50
5	葛南直流	80.80	322.30元/千瓦/年	60.00	20.80	55.80	4.20	55.80
6	林枫直流	80.80		47.10	33.70	43.90	3.20	43.90
7	宣华直流	80.80		74.00	6.80	68.50	5.50	68.50
8	江城直流	66.10		41.70	24.40	38.50	3.20	38.50
9	阳城送出	37.00		22.10	14.90	20.70	1.44	20.70
10	锦界送出	28.00		19.20	8.80	18.10	1.14	18.10
11	府谷送出	28.00		15.40	12.60	14.50	0.93	14.50
12	三峡送华中	48.50		48.30	0.20	45.10	3.19	45.10
13	长南荆特高压交流	44.70	6834万/年	33.20	16.00	25.10	8.07	25.10
14	天中直流	70.39		65.80	4.59	61.30	4.53	61.30
15	复奉直流	100.00		62.00	38.00	57.10	4.88	57.10
16	锦苏直流	85.60		55.00	30.60	51.10	3.93	51.10
17	宾金直流	83.90		49.50	34.40	45.40	4.06	45.40
18	银东直流	60.00		53.50	6.50	50.80	2.69	50.80
19	中俄直流	38.00		37.10	0.90	37.10	0.00	37.10
20	灵绍直流			71.44		65.90	5.55	48.80
21	祁韶直流			70.10		60.20	9.86	63.70
22	呼辽直流	62.3		45.90	16.40	42.00	3.92	42.00

资料来源：北京电力交易中心，中邮证券研究所

2.3 电力现货市场加速建设，光伏电站运营进入分化阶段

2024年11月29日，《全国统一电力市场发展规划蓝皮书》发布，其中到2025年初步建成，实现跨省跨区市场与省内市场有序衔接；到2029年全面建成，实现新能源在市场中的全面参与；2035年完善提升，支持新能源大规模接入。

电力市场最核心是形成价格信号，而电能量市场的电力现货价格是最有效的，其为中长期、调节、容量、绿色价格形成提供有效预期。

目前，省间现货、山西、广东、山东、甘肃已经转入正式运行，电力现货市场作为电改的核心内容，其建设将持续加速。

电力现货市场十分考验新能源运营商的运营能力，第一阶段是对市场规则的理解运用，第二阶段，主动进行仓位管理（即中长期、现货、调节），甚至物理改变发电曲线以实现最佳收益。

图表17：电力现货市场建设进展情况（截止 2024 年 10 月）

现货市场进展	地区
转入正式运行	省间现货、山西、广东、山东、甘肃
连续结算试运行	蒙西、湖北、浙江、福建
长周期结算试运行(整月及以上)	江苏、安徽、河南、辽宁、河北南网、陕西、四川
结算试运行	南方区域、江西、湖南、宁夏、重庆
模拟试运行(含调电)	天津、上海、黑龙江、吉林、青海、新疆

资料来源：《全国统一电力市场发展规划蓝皮书》，中邮证券研究所

3 公司的商业模式持续改善

3.1 持续布局综合能源业务

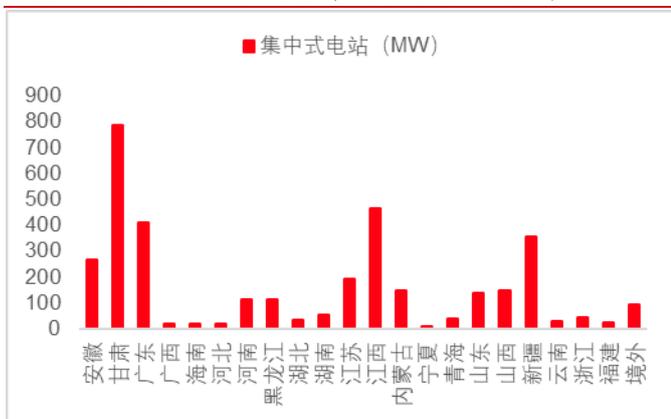
公司的优质电站是综合能源业务开展的基石，同时积极建设储能，2024Q3 末公司储能电站 142.5MW，面对持续变化的电力市场化交易需要运营者具有高度灵活性。公司子公司晶科慧能积极拓展综合能源业务，其具有承装（修、试）电力设施四级许可证，开拓业务情况如下：

- (1) 在四川、江西、浙江区域注册成为负荷聚合商；
- (2) 在浙江聚合 20MW 分布式光伏用于绿电市场化交易，同时完成绿证交易，目前在浙江聚合 1200 家客户，接入容量 300MW，可调能力 12.4MW；
- (3) 在浙江、上海、四川、江西、天津五个省份布局虚拟电厂业务，未来将扩大到山东、江苏、安徽等更多省份。

公司的电力交易精细化能力有望持续提升，例如 2024 年 2 月甘肃 300MW 电站结算电价高于市场 6.3 分/度，江西宜春 200MW 电站绿电交易较燃煤基准价溢价 6.69 分/度。

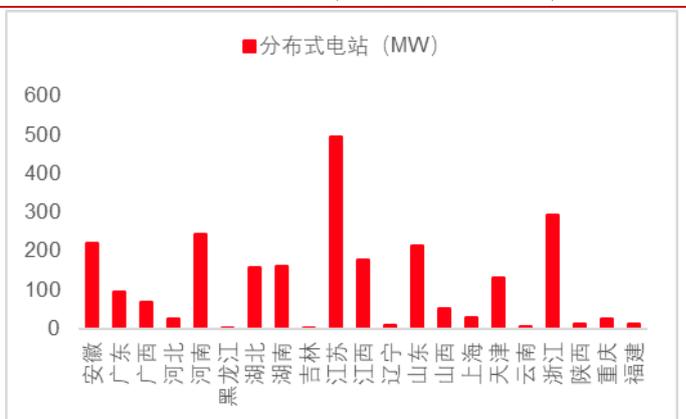
公司的集中式电站在甘肃最多，分布式电站在江苏最多，甘肃电力现货市场已转为正式，江苏电力现货市场处于长周期结算试运行，电力现货市场领先地区的经验将有助于提升公司的“规则套利”能力。

图表18：公司 2024Q3 末集中式电站的区域分布



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表19：公司 2024Q3 末分布式电站的区域分布



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

3.2 轻资产策略海内外持续升级

电站的设计、建设是公司的“知识”不断积累的过程，例如（1）2023年光伏行业年度大会，公司的新型支架方案成功入选《2023年度光伏行业创新成果推介目录》，同等条件下，公司新型支架方案用钢量低10%-25%左右（2）2024年，公司首个整村汇流户用项目——山西省晋中市祁县段家窑整村汇流1.6MW一期项目成功落地。

国内（升级为合作共建模式）：公司分别与越秀资本和湖北顶好签署战略合作协议，通过进行“定向开发+资产包交易”一体的合作，提前锁定买方，进一步推进公司高速周转的滚动开发“轻资产”运营战略。近期，公司与中信金租签署合作协议，在7省推进光伏合作共建模式，合作金额20亿。

海外（持续提升品牌力）：（1）公司在海湾国家与地区（GCC）的运营和在建项目总计约4.6GW，2022年，晶科科技以排名第一的投标电价中标沙特能源部发起的第三轮国家可再生能源公开招标项目——SAAD 300MW光伏发电项目，2023年，公司以排名第一的投标电价中标Tabarjal 400MW光伏发电项目，近期已成功完成融资闭环，并即将启动施工建设；（2）欧洲地区，其中西班牙市场已成功开发、投建、并出售194兆瓦光伏项目，储备2.8GW，其中620MW已获得并网许可，公司已布局意大利、波兰和罗马尼亚等国家。

4 盈利预测

4.1 核心假设

发电业务：假设新增持有装机的等效比例为0.3，2024-2026年期末新增持有装机分别为1.2、1.2、1.1GW，结算电量分别为58.7、72.8、89.0亿度电，毛利率分别为52%、50%、48%。

户用滚动开发：假设2024-2026年转让户用电站分别660、1170、1875MW，其中转入投资收益的比例分别为30%、35%、40%。

电站转让：假设2024-2026年集中式电站转让675、750、750MW，工商业电站转让100、200、300MW。

电站EPC业务：假设2024-2026年均为2亿元，毛利率均为2.5%。

4.2 主要财务数据预测

我们预测公司2024-2026年营业收入分别为47.3/55.1/71.0亿元，归母净利润分别为5.8/7.1/9.1亿元，三年归母净利润CAGR为33.2%，以当前总股本35.71亿股计算的摊薄EPS为0.16/0.20/0.25元。

4.3 估值与评级

公司 2024 年 12 月 24 日股价对 2024-2026 年预测 EPS 的 PE 倍数分别为 18/15/11 倍，2024 年 PB 为 0.7。我们选择太阳能、三峡能源、芯能科技作为参考，参考可比公司估值，考虑到商业模式的持续改善，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表20：盈利预测与评级

公司代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS (元)				PEG	PE				PB	市值 亿元
		2024/12/24	23A	24E	25E	26E		23A	24E	25E	26E		
000591.SZ	太阳能	4.91	0.40	0.40	0.45	0.50	1.68	12	12	11	10	0.80	192
600905.SH	三峡能源	4.48	0.25	0.26	0.30	0.33	1.75	18	17	15	13	1.46	1,282
603105.SH	芯能科技	9.25	0.44	0.47	0.59	0.71	1.15	21	20	16	13	2.04	46
	平均值	6.21	0.36	0.38	0.44	0.51	1.53	17	16	14	12	1.4	507
601778.SH	晶科科技	2.92	0.11	0.16	0.20	0.25	0.54	27	18	15	11	0.65	104

资料来源：iFind，中邮证券研究所

注：可比公司盈利预测来自 iFind 一致预期

5 风险因素

- 1、公司综合能源业务开拓不及预期的风险：电力市场化对精细化运营的能力要求很高，若公司无法提升精细化运营能力，则可能陷入竞争不利的局面。
- 2、电站转让不及预期的风险：公司的轻资产战略需要保持户用光伏电站的高周转，非常考验公司的渠道等建设能力，若渠道不畅，则可能影响公司的经营活动现金流。
- 3、补贴发放不及预期的风险。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	4370	4728	5506	7100	营业收入	36.7%	8.2%	16.4%	29.0%
营业成本	2606	2852	3536	4805	营业利润	69.3%	33.1%	20.9%	26.8%
税金及附加	58	61	72	93	归属于母公司净利润	77.1%	50.6%	23.0%	27.8%
销售费用	104	109	127	156	获利能力				
管理费用	458	473	534	639	毛利率	40.4%	39.7%	35.8%	32.3%
研发费用	5	5	6	8	净利率	8.8%	12.2%	12.9%	12.8%
财务费用	741	772	881	919	ROE	2.5%	3.6%	4.3%	5.2%
资产减值损失	-51	-50	-20	-20	ROIC	2.6%	3.2%	3.6%	4.1%
营业利润	575	765	925	1173	偿债能力				
营业外收入	34	20	20	20	资产负债率	61.8%	68.1%	69.1%	69.9%
营业外支出	139	40	40	40	流动比率	1.79	1.77	1.68	1.54
利润总额	469	745	905	1153	营运能力				
所得税	77	142	165	210	应收账款周转率	0.85	0.80	0.82	0.86
净利润	392	603	740	943	存货周转率	1.02	0.80	0.89	0.91
归母净利润	383	577	710	907	总资产周转率	0.11	0.10	0.11	0.13
每股收益(元)	0.11	0.16	0.20	0.25	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.11	0.16	0.20	0.25
货币资金	5347	12246	12829	11610	每股净资产	4.36	4.46	4.64	4.87
交易性金融资产	31	31	31	31	估值比率				
应收票据及应收账款	5546	6333	7182	9309	PE	27.20	18.06	14.69	11.50
预付款项	114	449	423	635	PB	0.67	0.65	0.63	0.60
存货	3699	3458	4503	6024	现金流量表				
流动资产合计	17257	25368	27992	31177	净利润	392	603	740	943
固定资产	18641	20196	21489	22580	折旧和摊销	1111	163	316	464
在建工程	1437	1219	1109	1055	营运资本变动	-2771	592	-771	-904
无形资产	201	201	201	201	其他	670	692	659	611
非流动资产合计	23788	24985	26169	27205	经营活动现金流净额	-598	2050	944	1113
资产总计	41045	50353	54161	58382	资本开支	-3281	-1567	-1517	-1516
短期借款	1858	3858	4858	4858	其他	728	488	554	651
应付票据及应付账款	4972	6723	7806	10849	投资活动现金流净额	-2552	-1079	-964	-865
其他流动负债	2798	3775	4032	4557	股权融资	2989	0	0	0
流动负债合计	9629	14356	16695	20265	债务融资	1997	7034	1800	-200
其他	15727	19928	20728	20528	其他	-2119	-1107	-1197	-1266
非流动负债合计	15727	19928	20728	20528	筹资活动现金流净额	2867	5927	603	-1466
负债合计	25355	34284	37423	40793	现金及现金等价物净增加额	-289	6899	583	-1219
股本	3571	3571	3571	3571					
资本公积金	8447	8447	8447	8447					
未分配利润	3298	3732	4264	4944					
少数股东权益	111	137	166	202					
其他	261	182	289	425					
所有者权益合计	15689	16069	16737	17589					
负债和所有者权益总计	41045	50353	54161	58382					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048