

特变电工 (600089.SH)

增持 (维持)

积极扩展能源业务，输变电装备持续增长

公司公告 2024 年实现收入、归母净利润、扣非净利润 978.67、41.35、39.38 亿元，同比下降 0.35%、61.37%、62.08%，其中 Q4 单季度收入、归母净利润、扣非净利润 255.26、-1.63、-0.45 亿元。2025 年一季度实现收入、归母净利润、扣非净利润 233.83、16.00、15.18 亿元，同比下降 0.77%、19.74%、22.58%，环比 Q4 逐步改善。

□ 业绩符合预期，一季报逐步改善。2024 年硅料、煤炭等主要产品价格调整等造成公司整体毛利率下降 9.4pcts 至 18.2%，费用率小幅提升 0.8pcts 至 9.7%。全年计提减值合计 35.6 亿，主要包括部分淘汰硅料产能处置、库存减值，及部分光伏电站项目减值等，全年归母净利率 4.2%。Q1 公司在硅料持续控产且无大额减值的情况下盈利明显改善，归母净利率修复至 6.8%。一季度末公司现金类资产合计约 280.3 亿，负债率 56.8%，围绕能源资源优势，公司继续扩张经营体量，期末固定资产扩至 822 亿，在建工程 148 亿，后续公司在煤化工、电力装备、材料资源等领域的各项投入有望逐步贡献。

□ 能源业务稳健，火电容量扩张，未来煤制气项目有望打开新空间。1) 煤炭业务：公司煤炭核定产能共计 7400 万吨，2024 年实现满产满销，其中疆外销售占比超 25%，实现收入 192.64 亿，同增 5.7%，价格下行造成毛利率下降约 14pcts。2) 发电业务：Q1 末电站容量 8.78GW (2023Q4 约 6.43GW)，其中火电新增 2GW 至 5GW，风光电站容量分别为 2.4GW、1.3GW，发电贡献逐步加大。此外 2024 年确收风光建设项目 3GW，同比增长 36%。3) 此前公司披露 20Nm³ 煤制气项目，预计年转化原煤约 580 万吨，副产煤焦油、中油等化工品。产品经管道运输面向华北、华东市场，以 2.53 元/Nm³ 估算项目利润总额约 16 亿，未来有望打开公司盈利新空间。

□ 输变电业务贡献加大。2024 年公司变压器等电气设备业务收入 223.63 亿，同比增长 20.98%，电线电缆收入 156.92 亿，同增 15.81%。报告期内公司完成 ±1100kV 换流变、±800kV 柔直换流阀首台装备研制，特高压干式交/直流套管、126kV 真空开断环保 GIS 等开关成套设备实现批量应用，全年输变电产业国内市场签约 491 亿元，同比增长 21.4%，一季度维持较快增速，贡献将逐步加大。

□ 硅料业务影响逐步减弱。2024 年度公司高纯多晶硅实现产量 19.88 万吨，销量 19.92 万吨，但硅料价格下行、产能处置等造成较大亏损，下半年以来公司率先调整产线开工，低位运行，预计硅料业务影响将逐步减弱。

□ 投资建议：公司过去围绕能源领域进行了 10 多年的布局和投入，资本消耗巨大，目前公司煤炭 (含配套铁路)、清洁能源、火电规模都已经很大。从长期来看，公司的能源优势是比较稀缺和难以复制的，可能是比较宝贵的资源和资产。预测 2025 年公司实现归母净利润 56 亿，维持“增持”评级。

□ 风险提示：煤炭价格波动、电网投资不及预期、新项目建设进度不及预期。

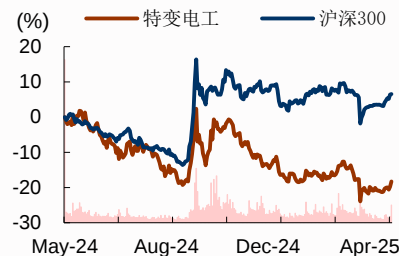
中游制造/电力设备及新能源
目标估值：NA
当前股价：11.96 元

基础数据

总股本 (百万股)	5053
已上市流通股 (百万股)	5053
总市值 (十亿元)	60.4
流通市值 (十亿元)	60.4
每股净资产 (MRQ)	13.7
ROE (TTM)	5.4
资产负债率	56.8%
主要股东	新疆特变电工集团有限公司
主要股东持股比例	11.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0	-19	-17
相对表现	-3	-14	-24



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《特变电工 (600089) 一硅料业务调整，输变电设备持续增长》
2024-09-10
- 《特变电工 (600089) 一硅料降价影响当期业绩，输变电业务快速增长》
2024-04-15
- 《特变电工 (600089) 一硅料业务调整，电力装备及能源业务向好》
2023-11-06

游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

张伟鑫 S1090521070003

zhangweixin@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	98206	97867	100739	113272	128553
同比增长	2%	-0%	3%	12%	13%
营业利润(百万元)	16909	4874	7808	8768	9690
同比增长	-37%	-71%	60%	12%	11%
归母净利润(百万元)	10703	4135	5605	6298	6964
同比增长	-33%	-61%	36%	12%	11%
每股收益(元)	2.12	0.82	1.11	1.25	1.38
PE	5.6	14.6	10.8	9.6	8.7
PB	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

1、新能源业务影响 24 年表现，一季报逐步改善	4
2、发挥资源优势扩张能源板块，输变电装备业务快速增长.....	6
3、硅料业务影响逐步弱化，多项业务进展积极	7
风险提示	8

图表目录

图 1 公司电站规模（MW）	6
图 2 公司发电量情况（万 kWh）	6
图 3 变压器及电线电缆等收入（亿元）	7
图 4 输变电产业国内市场签约额（亿元）	7
图 5：公司硅料销量（万吨）	7
图 6：2023 年以来硅料价格变化（元/kg）	7
图 7：逆变器出货量（GW）	8
图 8：SHFE 黄金走势	8
图 9：特变电工历史 PE Band	8
图 10：特变电工历史 PB Band	8
表 1：业绩摘要.....	4
表 2：负债情况.....	5
表 3：现金流情况	5
表 4：资产回报率情况.....	5
表 5：固定资产和在建工程情况.....	5
表 6：天池能源收入利润情况	6
表 7：煤制气项目效益情况.....	6
附：财务预测表	10

1、新能源业务影响 24 年表现，一季报逐步改善

公司公告 2024 年实现收入、归母净利润、扣非净利润 978.67、41.35、39.38 亿元，同比下降 0.35%、61.37%、62.08%，其中 Q4 单季度收入、归母净利润、扣非净利润 255.26、-1.63、-0.45 亿元。

2025 年一季度实现收入、归母净利润、扣非净利润 233.83、16.00、15.18 亿元，同比下降 0.77%、19.74%、22.58%，环比 Q4 逐步改善。

2024 年硅料、煤炭等主要产品价格调整等造成公司整体毛利率下降 9.4pcts 至 18.2%，费用率小幅提升 0.8pcts 至 9.7%。全年计提减值合计 35.6 亿，主要包括部分淘汰硅料产能处置、库存减值，及部分光伏电站项目减值等，全年归母净利润率 4.2%。Q1 公司在硅料持续控产且无大额减值的情况下盈利明显改善，归母净利率修复至 6.8%。

一季度末公司现金类资产合计约 280.3 亿，负债率 56.8%，围绕能源资源优势，公司继续扩张经营体量，期末固定资产扩至 822 亿，在建工程 148 亿，后续公司在煤化工、电力装备、材料资源等领域的各项投入有望逐步贡献。

表 1：业绩摘要

(人民币, 百万)	2022 年	2023 年	2024 年	同比变化	2024Q1	2025Q1	同比变化
营业收入	96003.18	98206.44	97866.55	-0.35	23563.42	23382.84	-0.77
营业成本	58883.36	71107.71	80059.53	12.59	18039.94	18548.93	2.82
毛利润	37119.82	27098.73	17807.02	-34.29	5523.48	4833.92	-12.48
销售税金	1404.28	1322.52	1540.64	16.49	361.62	410.29	13.46
毛利润 (扣除销售税金)	35715.54	25776.21	16266.38	-36.89	5161.86	4423.62	-14.30
销售费用	2291.78	2812.04	3106.25	10.46	691.22	713.64	3.24
管理费用	3116.90	3470.14	3633.46	4.71	850.42	800.65	-5.85
研发费用	1277.01	1283.61	1354.30	5.51	367.70	476.14	29.49
经营利润	29029.85	18210.41	8172.37	-55.12	3252.52	2433.19	-25.19
资产和信用减值损失	-1615.86	-1015.72	-3573.12	251.78	-296.70	-201.44	-32.11
财务费用	874.97	1239.61	1430.66	15.41	340.54	319.93	-6.05
投资收益	152.68	161.19	748.19	364.16	30.63	25.78	-15.83
资产处置收益	-10.48	-45.93	156.71	-441.19	7.49	2.00	-73.33
公允价值变动净收益	-436.89	-22.11	-188.07	750.70	-36.54	-20.62	-43.57
其他收益	402.74	861.33	989.11	14.84	200.10	169.82	-15.13
营业外收入	137.79	177.64	335.49	88.86	48.64	33.24	-31.65
营业外支出	239.06	185.82	187.75	1.04	14.72	7.70	-47.71
利润总额	26545.40	16901.06	5021.71	-70.29	2850.75	2114.27	-25.83
所得税	3692.49	2808.02	1423.79	-49.30	463.94	456.75	-1.55
税后净利润	22852.91	14093.04	3597.92	-74.47	2386.94	1657.62	-30.55
少数股东损益	6969.89	3390.33	-536.84	-115.83	393.05	57.34	-85.41
归母净利润	15883.02	10702.71	4134.76	-61.37	1993.77	1600.18	-19.74
非经常性损益	3.22	316.96	196.33	-38.06	32.76	82.06	150.45
扣非归母净利润	15879.80	10385.75	3938.43	-62.08	1961.13	1518.22	-22.58
主要比率	-	-	-	百分点变化 (%)	-	-	百分点变化 (%)
毛利率	38.59	27.53	18.12	-9.41	23.37	20.59	-2.78
销售费用率	2.39	2.86	3.17	0.31	2.93	3.05	0.12
管理费用率	3.25	3.53	3.71	0.18	3.61	3.42	-0.18
研发费用率	1.33	1.31	1.38	0.08	1.56	2.04	0.48
财务费用率	0.91	1.26	1.46	0.20	1.45	1.37	-0.08

(人民币, 百万)	2022 年	2023 年	2024 年	同比变化	2024Q1	2025Q1	同比变化
经营利润率	30.24	18.54	8.35	-10.19	13.80	10.41	-3.40
所得税率	13.99	16.77	33.32	16.54	16.45	21.87	5.42
净利率	23.80	14.35	3.68	-10.67	10.13	7.09	-3.04
扣非净利率	16.54	10.58	4.02	-6.55	8.32	6.49	-1.83

资料来源：公司公告、招商证券

表 2: 负债情况

负债情况	2022 年	2023 年	2024 年	百分点变化(%)	2024Q4	2025Q1	年初变化(%)
负债率%	52.94	54.28	56.63	2.35	56.63	56.78	0.15
短期借款 (百万元)	2365.50	3180.74	2144.08	-32.59	2144.08	1162.14	-45.80
一年内到期的非流动负债 (百万元)	6563.14	6087.18	6843.18	12.42	6843.18	6306.91	-7.84
长期借款 (百万元)	24962.57	31742.16	32985.73	3.92	32985.73	35864.13	8.73
应付债券 (百万元)	0.00	1303.45	1363.77	4.63	1363.77	1381.59	1.31
长期应付款 (百万元)	5028.78	4355.33	6234.56	43.15	6234.56	5820.72	-6.64
在手现金 (百万元)	16244.10	25371.11	28136.12	10.90	28136.12	27820.82	-1.12

资料来源：公司公告、招商证券

表 3: 现金流情况

公司经营情况	2022 年	2023 年	2024 年	百分点变化(%)	2024Q1	2025Q1	同比变化(%)
赊销比	24.17	22.05	22.56	0.51	101.31	105.65	4.34
存货营收比	14.61	14.70	16.59	1.89	60.19	77.27	17.08
销售商品、劳务获现金/营	106.41	111.26	108.94	-2.32	88.33	107.01	18.68
经营性现金流净额 (百万)	21751.72	25812.08	12949.26	-49.83	2495.88	1053.31	-57.80
经营现金流净额/税后净利	0.96	1.84	3.68	1.84	36.84	44.13	7.29

资料来源：公司公告、招商证券

表 4: 资产回报率情况

	2022 年	2023 年	2024 年	百分点变化(%)	2024Q1	2025Q1	同比变化(%)
归母净利率(%)	16.44	10.82	4.14	-6.68	8.46	6.84	-1.62
总资产周转率(%)	0.65	0.54	0.49	-0.05	0.12	0.11	-0.01
权益乘数	2.91	3.01	3.07	0.06	3.04	3.08	0.04
ROE(%)	31.18	17.80	6.36	-11.44	3.10	2.34	-0.76
ROA(%)	15.41	7.78	1.80	-5.98	1.22	0.79	-0.43
ROIC(%)	23.63	12.29	3.40	-8.88	1.99	1.39	-0.60

资料来源：公司公告、招商证券

表 5: 固定资产和在建工程情况

固定资产和在建工	2022 年	2023 年	2024 年	同比变化	2024Q4	2025Q1	环比变化
固定资产 (百万元)	57761.18	72648.45	82223.14	13.18	82223.14	82217.49	-0.01
在建工程 (百万元)	15125.75	14361.78	14052.75	-2.15	14052.753	14838.49	5.59

资料来源：公司公告、招商证券

2、发挥资源优势扩张能源板块，输变电装备业务快速增长

煤炭业务稳健经营。公司煤炭核定产能共计 7400 万吨，2024 年实现满产满销，其中疆外销售占比超 25%，实现收入 192.64 亿，同增 5.7%，价格下行造成毛利率下降约 14pcts。未来考虑疆煤外运公司煤炭业务仍有潜在的盈利提升空间。

电站规模快速扩张，发电贡献加大。Q1 末电站容量 8.78GW（2023Q4 约 6.43GW），其中火电新增 2GW 至 5GW，风光电站容量分别为 2.4GW、1.3GW，发电贡献逐步加大。此外 2024 年确收风光建设项目 3GW，同比增长 36%。

图 1 公司电站规模 (MW)

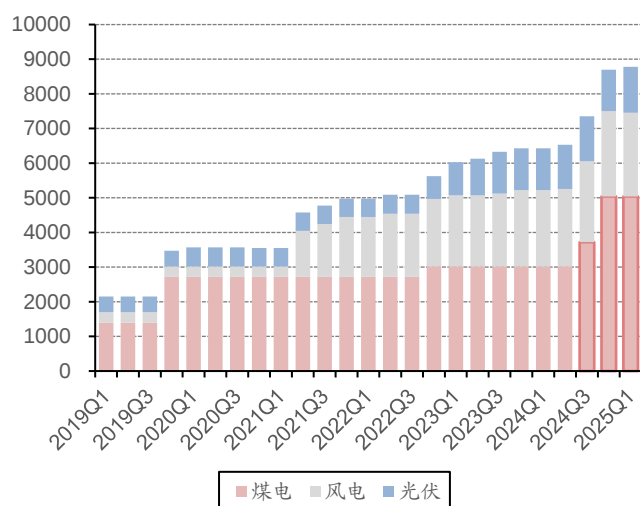
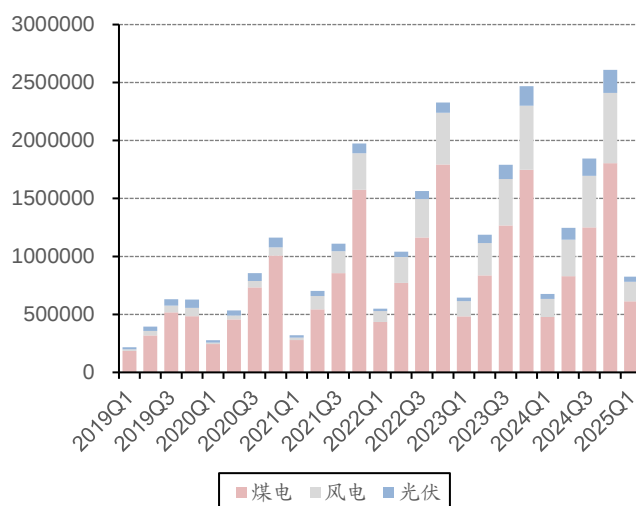


图 2 公司发电量情况 (万 kWh)



资料来源：公司公告、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

表 6：天池能源收入利润情况

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
营业收入 (万元)	427,454	590,229	825,165	1,241,365	2,128,231	2,263,374	2,405,919
净利润 (万元)	31,359	64,189	134,969	319,318	695,174	693,216	496,951

资料来源：公司公告、招商证券

此前公司披露 20Nm³煤制气项目，预计年转化原煤约 580 万吨，副产煤焦油、中油等化工品。产品经管道运输面向华北、华东市场，以 2.53 元/Nm³ 估算项目利润总额约 16 亿，未来有望打开公司盈利新空间。

表 7：煤制气项目效益情况

SNG/LNG 价格(含税) 煤价 (含税)	2.2 元/Nm ³ / 3,900 元/T	2.31 元/Nm ³ / 4,095 元/T	2.42 元/Nm ³ / 4,290 元/T	2.53 元/Nm ³ / 4,485 元/T	2.64 元/Nm ³ / 4,680 元/T	2.75 元/Nm ³ / 4,875 元/T
年营业收入 (万元)	485,743.97	508,119.75	530,495.52	552,871.30	575,247.07	597,622.85
年利润总额 (万元)	96,096.66	118,001.46	139,906.26	161,811.06	183,715.86	205,620.66
财务内部投资收益率	6.54	7.66	8.73	9.76	10.75	11.71
投资回收期 (税后, 含)	12	11.23	10.58	10.02	9.55	9.13

资料来源：公司公告、招商证券

输变电业务贡献加大。2024 年公司变压器等电气设备业务收入 223.63 亿，同比增长 20.98%，电线电缆收入 156.92 亿，同增 15.81%。报告期内公司完成±1100kV 换流变、±800kV 柔直换流阀首台装备研制，特高压干式交/直流套管、126kV 真空开断环保 GIS 等开关成套设备实现批量应用，全年输变电产业国内市场签约 491 亿元，同比增长 21.4%，一季度维持较快增速，贡献将逐步加大。

图 3 变压器及电线电缆等收入（亿元）

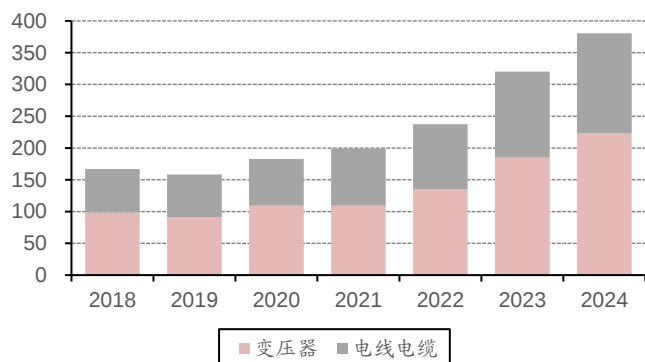
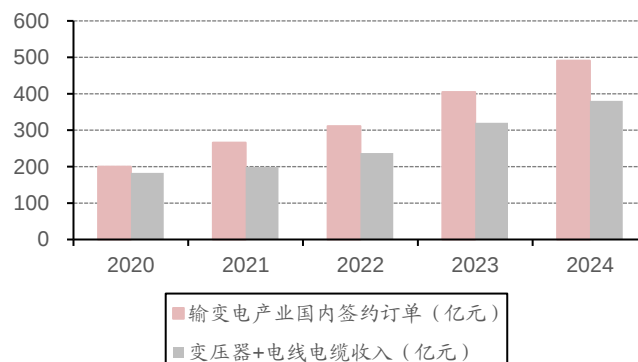


图 4 输变电产业国内市场签约额（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

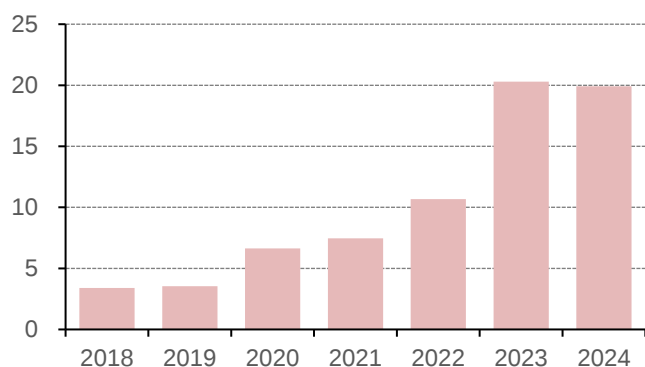
3、硅料业务影响逐步弱化，多项业务进展积极

硅料业务影响逐步减弱。2024 年度公司高纯多晶硅实现产量 19.88 万吨，销量 19.92 万吨，但硅料价格下行、产能处置等造成较大亏损，下半年以来公司率先调整产线开工，低位运行，预计硅料业务影响将逐步减弱。

此外公司多项业务呈现积极变化，贡献有望加大：

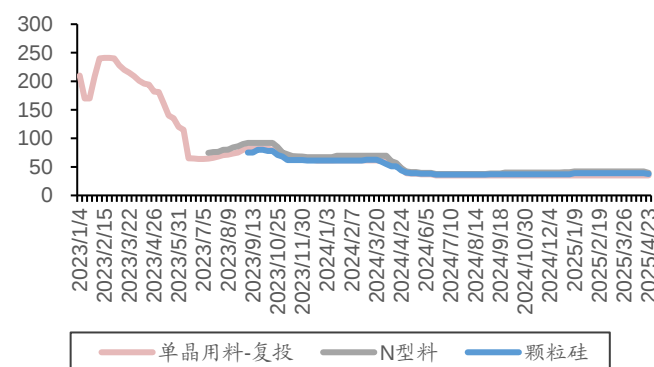
- 1) 2024 年新特能源逆变器、SVG 等业务量快速增长，其中逆变器全年出货量突破 20GW，海外超 7GW，同比增长超 120%。
- 2) 2024 年公司黄金业务收入 11.9 亿，大幅增长 188%，Q4 单季 4.7 亿，24 年成本增长造成毛利率略有下行。目前金矿产量 2-2.5 吨/年，考虑近期金价变化，黄金贡献有望加大。

图 5：公司硅料销量（万吨）



资料来源：公司公告（特变电工、新特能源）、招商证券

图 6：2023 年以来硅料价格变化（元/kg）



资料来源：盖锡咨询、PVinfolink、招商证券

图 7：逆变器出货量（GW）

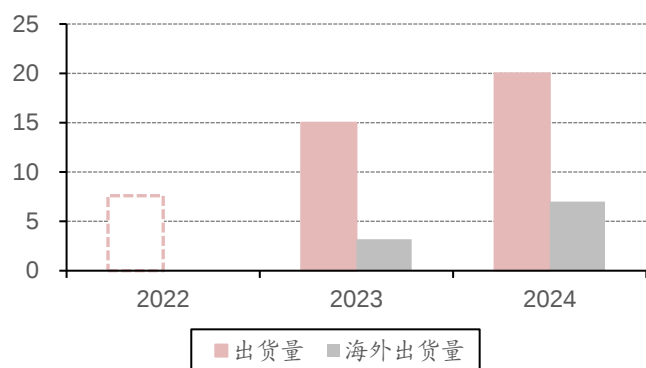
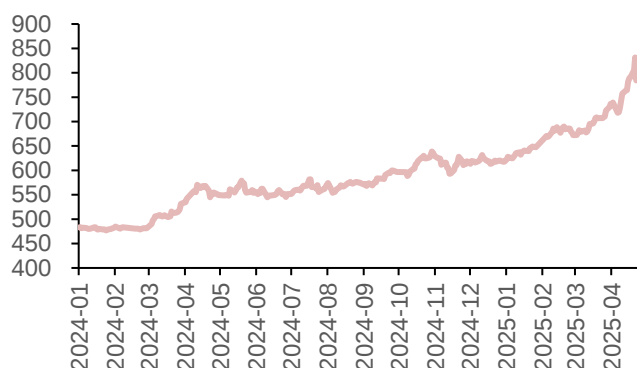


图 8：SHFE 黄金走势

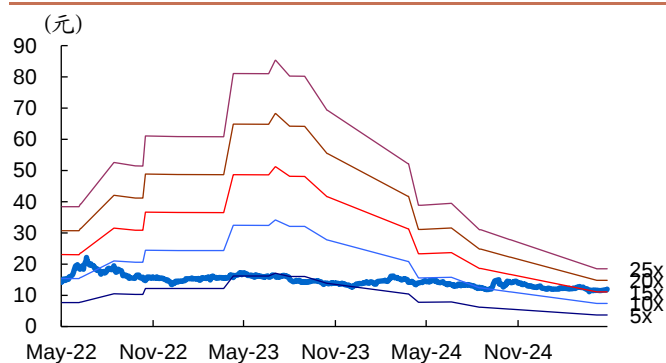


资料来源：公司公告（特变电工、新特能源）、招商证券（注：部分参考增速估算）

风险提示

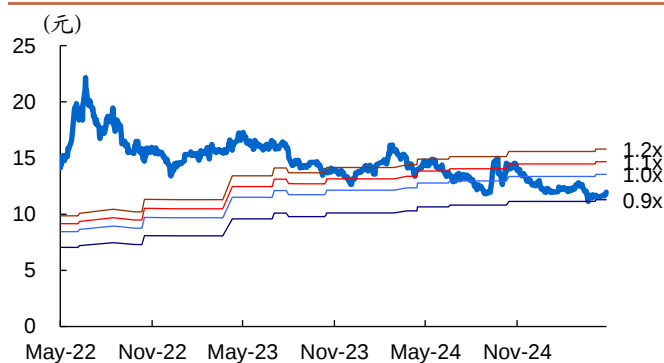
- 1、煤炭价格波动
- 2、电网投资不及预期
- 3、新项目建设进度不及预期

图 9：特变电工历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 10：特变电工历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告：

- 1、特变电工：硅料业务调整，输变电设备持续增长，2024-09-20
- 2、特变电工：硅料降价影响当期业绩，输变电业务快速增长，2024-04-15
- 3、特变电工：硅料业务调整，电力装备及能源业务向好，2023-11-06
- 4、特变电工：业绩符合预期，发挥资源优势扩大业务布局，2023-05-18

- 5、特变电工：业绩符合预期，硅料、煤炭贡献加大，2022-09-05
- 6、特变电工：业绩表现超预期，硅料及能源业务贡献加大，2022-7-11
- 7、特变电工：新特能源回 A 获受理，新能源业务贡献有望进一步加大，2022-6-29
- 8、特变电工：硅料新产能即将投运，能源与电网装备业务也向好，2022-06-12
- 9、特变电工：业绩高增，加快硅料扩张和一体化延伸，2022-04-12
- 10、特变电工：1-2 月表现超预期，硅料业绩饱满，2022.3.15
- 11、特变电工：硅料拉动公司业绩大超预期，有望保持高增长，2021.11.01
- 12、特变电工：硅料业务贡献加大，新能源领域投入加大，2021.8.31
- 13、特变电工：2020 业绩符合预期，迎接 2021 年高增长，2021.4.18
- 14、特变电工：子公司再拿长单，硅料业务将贡献较大的利润弹性，2021.1.23
- 15、特变电工：新特能源拟回归 A 股，光伏业务贡献有望进一步加大，2021.1.14
- 16、特变电工：隆基长单锁定近 7 成产能，硅料业务将加大业绩贡献，2020.12.16
- 17、特变电工：投资价值分析，2020.9.20

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	76758	83854	75402	85445	100785
现金	25371	28136	18285	21219	27946
交易性投资	615	764	764	764	764
应收票据	1742	1821	1875	2108	2392
应收款项	13470	16920	17417	19584	22226
其它应收款	943	1184	1219	1370	1555
存货	14424	16220	16521	18657	21216
其他	20193	18808	19322	21743	24686
非流动资产	115140	123769	127122	130631	130959
长期股权投资	790	926	926	926	926
固定资产	72648	82223	86516	90510	91228
无形资产商誉	11707	13362	13026	13024	13021
其他	29994	27258	26654	26171	25785
资产总计	191898	207623	202524	216076	231744
流动负债	63375	73133	65229	72944	82182
短期借款	3181	2144	0	0	0
应付账款	41003	49912	50835	57410	65283
预收账款	7059	7427	7565	8543	9715
其他	12133	13650	6829	6991	7185
长期负债	40791	44447	44447	44447	44447
长期借款	31742	32986	32986	32986	32986
其他	9049	11462	11462	11462	11462
负债合计	104166	117580	109677	117391	126630
股本	5053	5053	5053	5053	5053
资本公积金	12233	14258	14258	14258	14258
留存收益	45277	48129	50096	54992	60381
少数股东权益	25169	22603	23441	24382	25422
归属于母公司所有者权益	62563	67440	69407	74303	79692
负债及权益合计	191898	207623	202524	216076	231744

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	25812	12949	14329	16201	17481
净利润	14093	3598	6442	7239	8004
折旧摊销	5015	5903	7647	7791	7971
财务费用	1249	1327	1554	1567	1879
投资收益	(161)	(748)	(1000)	(1000)	(1000)
营运资金变动	5836	3470	(315)	605	626
其它	(220)	(601)	0	0	0
投资活动现金流	(17720)	(15403)	(10000)	(10300)	(7300)
资本支出	(18904)	(16957)	(11000)	(11300)	(8300)
其他投资	1184	1555	1000	1000	1000
筹资活动现金流	1049	2692	(14179)	(2968)	(3453)
借款变动	5170	2714	(8987)	0	0
普通股增加	1167	0	0	0	0
资本公积增加	(2703)	2025	0	0	0
股利分配	(2370)	(3032)	(3638)	(1401)	(1574)
其他	(215)	985	(1554)	(1567)	(1879)
现金净增加额	9141	238	(9851)	2933	6727

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	98206	97867	100739	113272	128553
营业成本	71108	80060	81541	92087	104716
营业税金及附加	1323	1541	1586	1783	2024
营业费用	2812	3106	3197	3595	4080
管理费用	3470	3633	3858	4304	4885
研发费用	1284	1354	1394	1567	1779
财务费用	1240	1431	1554	1567	1879
资产减值损失	(1062)	(3416)	(800)	(600)	(500)
公允价值变动收益	(22)	(188)	0	0	0
其他收益	861	989	800	800	800
投资收益	161	748	200	200	200
营业利润	16909	4874	7808	8768	9690
营业外收入	178	335	100	100	100
营业外支出	186	188	188	188	188
利润总额	16901	5022	7721	8680	9603
所得税	2808	1424	1279	1442	1598
少数股东损益	3390	(537)	837	941	1041
归属于母公司净利润	10703	4135	5605	6298	6964

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	2%	-0%	3%	12%	13%
营业利润	-37%	-71%	60%	12%	11%
归母净利润	-33%	-61%	36%	12%	11%
获利能力					
毛利率	27.6%	18.2%	19.1%	18.7%	18.5%
净利率	10.9%	4.2%	5.6%	5.6%	5.4%
ROE	17.8%	6.4%	8.2%	8.8%	9.0%
ROIC	12.4%	3.2%	6.0%	6.7%	7.1%
偿债能力					
资产负债率	54.3%	56.6%	54.2%	54.3%	54.6%
净负债比率	21.4%	20.2%	16.3%	15.3%	14.2%
流动比率	1.2	1.1	1.2	1.2	1.2
速动比率	1.0	0.9	0.9	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
存货周转率	5.0	5.2	5.0	5.2	5.3
应收账款周转率	6.3	5.8	5.3	5.5	5.6
应付账款周转率	1.9	1.8	1.6	1.7	1.7
每股资料(元)					
EPS	2.12	0.82	1.11	1.25	1.38
每股经营净现金	5.11	2.56	2.84	3.21	3.46
每股净资产	12.38	13.35	13.74	14.71	15.77
每股股利	0.60	0.72	0.28	0.31	0.34
估值比率					
PE	5.6	14.6	10.8	9.6	8.7
PB	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	7.8	15.3	10.2	9.5	8.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。