

晶科科技 (601778.SH)

优于大市

光伏电站周转加快, 25H1 归母净利润同比+40%

核心观点

营业收入同比增长, 扣非归母净利润降幅较大。2025 年上半年, 公司实现营业收入 21.24 亿元 (+10.47%), 归母净利润 1.23 亿元 (+39.76%), 扣非归母净利润 0.63 亿元 (-27.14%)。2025 年第二季度, 公司营业收入 10.12 亿元 (-11.62%), 归母净利润 1.58 亿元 (-15.48%), 扣非归母净利润 0.97 亿元 (-45.20%)。公司营业收入增长主要系户用光伏电站滚动开发业务营收规模增长所致; 归母净利润同比增长主要系电站周转产生的收益高于去年同期; 扣非归母净利润下降主要系光伏发电业务毛利低于去年同期。2025 年上半年, 公司共完成电站转让出售合计约 729MW, 实现资产周转和现金回拢, 其中包括工商业分布式资产包约 77MW, 户用光伏约 652MW, 对营收和利润形成一定正向贡献。

光伏电站项目资源储备充足, 未来装机有望持续增长。截至 2025 年 6 月, 公司自持电站规模约 5953MW, 2025 年上半年发电量 35.91 亿千瓦时。在收紧自投节奏的情况下, 上半年新增装机量约 233MW。2025 年上半年, 公司地面集中式电站新增装机并网约 97MW, 主要集中在安徽省; 工商业分布式光伏新增装机并网 124MW。2025 年上半年, 公司获取开发指标 1465MW, 其中包含风电 330MW。

储能业务布局稳步推进。公司在全国多点布局储能业务, 覆盖用户侧、网侧等多种应用场景, 截至 2025 年 6 月, 公司在甘肃省新增网侧独立储能并网 360MWh, 当前自持独立储能电站规模已达 657MWh。同时, 公司新增开发储能项目规模达到 3.9GWh, 储备资源快速放量。

风险提示: 电量下降; 电价下滑; 新能源项目投运不及预期; 行业政策变化风险。

投资建议: 我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 50.0/53.4/56.3 亿元, 增长率为 4.7%/6.7%/5.5%。归母净利润分别为 6.0/6.5/6.9 亿元, 增长率为 85.7%/7.2%/6.9%。EPS 分别为 0.17/0.18/0.19 元, 当前股价对应 PE 为 28.4/26.5/24.8x。考虑到公司逐步转型轻资产运营且 2025 年业绩增速较快, 给予公司 2025 年 30-32xPE, 对应公司权益市值为 181-207 亿元, 对应 5.06-5.78 元/股合理价值, 较当前股价有 6%-21 的溢价。首次覆盖, 给予“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,370	4,775	5,000	5,337	5,629
(+/-%)	36.7%	9.3%	4.7%	6.7%	5.5%
净利润(百万元)	383	324	602	645	690
(+/-%)	83.2%	-15.4%	85.7%	7.2%	6.9%
每股收益(元)	0.11	0.09	0.17	0.18	0.19
EBIT Margin	26.1%	25.0%	23.4%	23.0%	20.7%
净资产收益率 (ROE)	2.5%	2.0%	3.7%	3.9%	4.0%
市盈率 (PE)	44.6	52.7	28.4	26.5	24.8
EV/EBITDA	19.4	18.8	14.0	13.7	13.5
市净率 (PB)	1.10	1.08	1.05	1.02	0.99

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

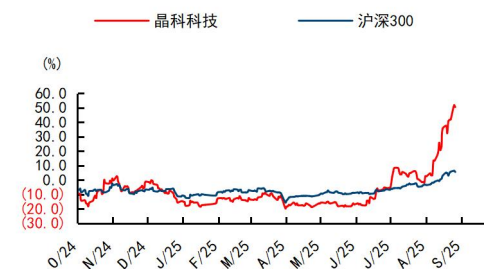
公用事业 · 电力

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
证券分析师: 刘汉轩 010-88005198 liuhanxuan@guosen.com.cn S0980524120001	证券分析师: 崔佳诚 021-60375416 cuijiacheng@guosen.com.cn S0980525070002

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	5.06 - 5.78 元
收盘价	4.75 元
总市值/流通市值	16962/16962 百万元
52 周最高价/最低价	4.92/2.25 元
近 3 个月日均成交额	435.07 百万元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

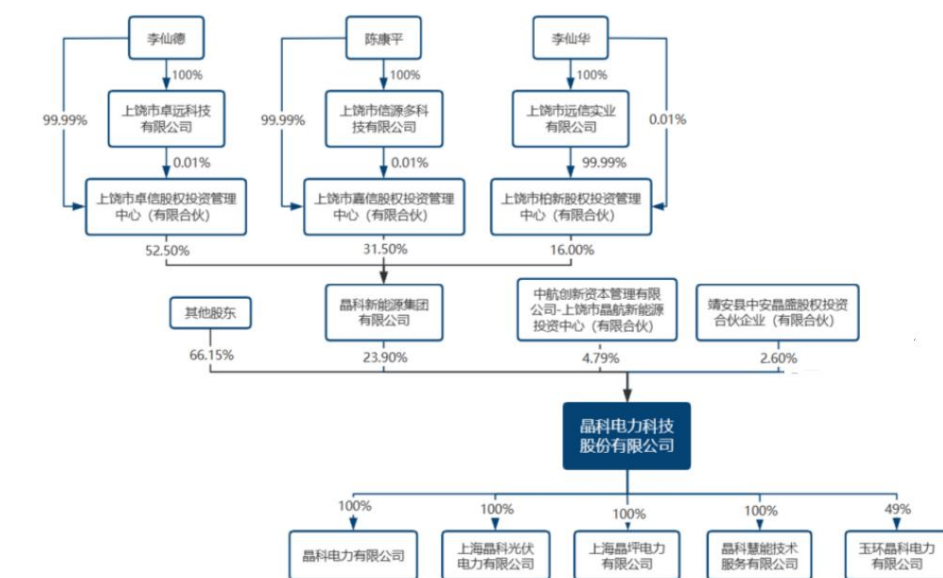
相关研究报告

1、公司概况

晶科电力科技股份有限公司于 2011 年在江西上饶成立,当年第一个光伏电站建成并网,此后公司持续在光伏电站开发、建设、运营领域深耕,并于 2020 年在 A 股上市。公司围绕“行业领先的清洁能源供应商和服务商”定位,主要从事光伏电站开发运营转让业务和光伏电站 EPC 等业务,其中光伏电站开发运营转让业务主要包括太阳能光伏电站的开发、投资、建设、运营和转让,业务范围涵盖地面集中式、工商业分布式、户用光伏等各种电站类型,并在全球范围内广泛开展海外新能源电站投资业务。截至 2024 年,公司自持电站装机容量达 644.8 万千瓦,其中集中式光伏 398.3 万千瓦,工商业分布式光伏 138.8 万千瓦,户用光伏 107.7 万千瓦。公司除各类光伏电站相关业务外,随着新能源电站存量规模的快速增加,以及电力市场化改革、新型电力系统建设的逐步推进,公司一直也在重点关注和布局各类综合能源服务等新兴业务,如各类型储能、代运维、售电、绿电交易、虚拟电厂、碳交易等,可为用户提供冷、热、电、气等一揽子综合能源节能降碳方案。

公司股权结构:截至 2025 年 6 月,晶科新能源集团持有公司 23.90%股权,为公司第一大股东,李仙德、陈康平及李仙华为一致行动人,为公司实际控制人。

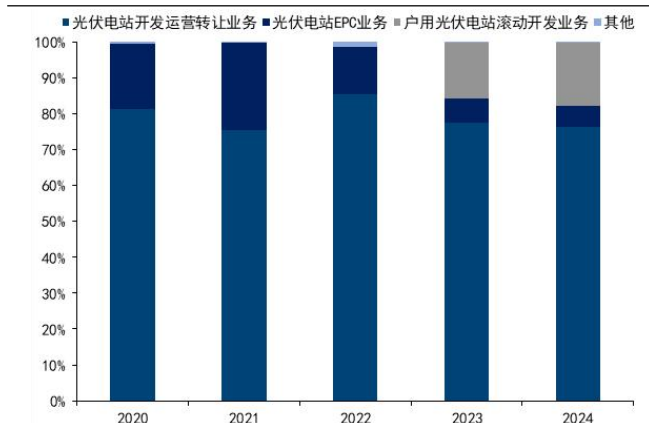
图 1: 公司股权结构图



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

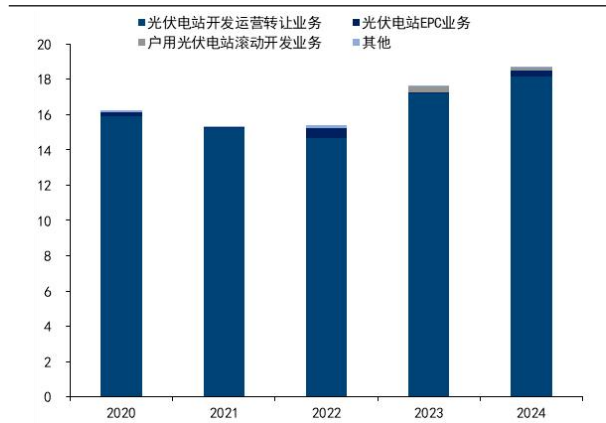
公司收入、毛利主要由光伏电站开发运营转让业务贡献。2024 年,公司光伏电站开发运营转让业务、光伏电站 EPC 业务、户用光伏电站滚动开发业务收入分别为 36.23、2.75、8.29 亿元,占公司主营业务收入的比例分别为 76.4%、5.8%、17.5%,2020 年以来公司光伏电站开发运营转让业务收入占比均超过 75%,为公司主要的收入来源。毛利润方面,2024 年公司光伏电站开发运营转让业务、光伏电站 EPC 业务、户用光伏电站滚动开发业务毛利润分别为 18.17、0.31、0.15 亿元,占比分别为 97.3%、1.7%、0.8%,2020 年以来公司光伏电站开发运营转让业务毛利占比均超过 95%。

图2：公司主营业务收入结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：公司毛利润结构（亿元）

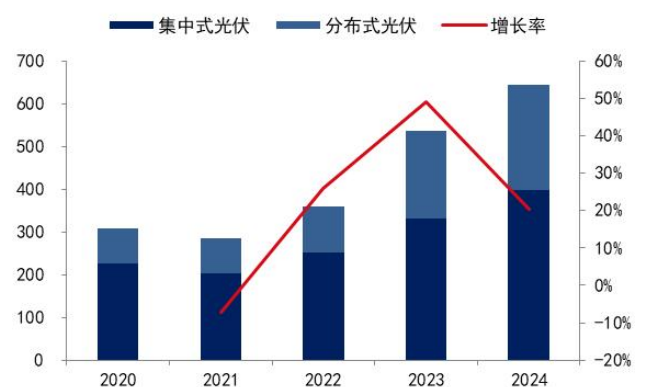


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司光伏装机容量、发电量持续增长。由于行业政策及市场环境变化影响，公司主动控制光伏电站投建及并网节奏，光伏电站装机容量稳步增长，截至2024年，公司累计自持光伏装机容量645万千瓦，同比增长20.4%，其中集中式光伏装机容量398万千瓦，分布式光伏装机容量247万千瓦；截至2024年，公司带补贴项目装机容量为226万千瓦，其中集中式光伏165万千瓦、分布式光伏60万千瓦。2024年公司新增光伏装机容量188万千瓦，同时公司为减少光伏电站的资金占用规模，加大存货电站转让力度，2024年公司转让光伏电站规模79万千瓦，同比增长33%，其中集中式光伏30.1万千瓦，工商业分布式5.5万千瓦，户用光伏电站43.4万千瓦，电站转让产生股权处置价款合计4.67亿元，实现处置收益2.86亿元。发电量方面，随着装机规模不断增长，公司发电量实现持续增加，2024年公司发电量67.14亿千瓦时，同比增长28.63%。截至2025年6月，公司自持电站规模约5953MW，2025年上半年发电量35.91亿千瓦时。在收紧自投节奏的情况下，上半年新增装机量约233MW。2025年上半年，公司地面集中式电站新增装机并网约97MW，主要集中在安徽省；工商业分布式光伏新增装机并网124MW。

光伏电站项目资源储备充足，未来装机有望持续增长。截至2024年底，公司主要在建光伏项目装机容量合计55万千瓦，主要拟建项目备案容量15.7万千瓦。2024年，公司获取国内地面电站开发指标334.9万千瓦，其中光伏278.9万千瓦、风电56万千瓦，完成工商业分布式光伏新增签约30.7万千瓦，户用光伏业务完成建档54.8万千瓦。2025年上半年，公司获取开发指标1465MW，其中包含风电330MW。

图4：公司光伏电站装机情况（万千瓦）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：公司光伏电站发电量情况（亿千瓦时）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司光伏电站资产主要分布在华东、西北、华中、华北等区域，截至 2024 年，华东、西北、华中、华北区域光伏装机容量分别为 269、150、79、53 万千瓦，占公司总装机容量的比例分别为 41.8%、23.3%、12.1%；从发电量数据来看，2024 年华东、西北、华中、华北区域发电量分别为 27.98、14.19、7.47、6.70 亿千瓦时，占比分别为 41.7%、21.1%、11.1%、10.0%。公司集中式光伏主要分布在广东、青海、安徽、福建等省份，分布式光伏主要分布在华东、华中区域，新增户用光伏高比例分布在江苏等南方地区，工商业分布式光伏以经济发达地区为主。公司光伏电站在Ⅲ类地区装机占比 61.90%，较好的区位条件和电站布局，有效地提升电站就地消纳能力，为公司稳健运营提供良好支撑。

表1：公司光伏电站资产区域分布

区域	装机容量（万千瓦）	占比	发电量（亿千瓦时）	占比
华北区域	53	8.2%	6.70	10.0%
东北区域	13	2.0%	1.85	2.8%
华东区域	269	41.8%	27.98	41.7%
华中区域	78	12.1%	7.47	11.1%
华南区域	31	4.8%	6.06	9.0%
西南区域	6	1.0%	0.65	1.0%
西北区域	150	23.3%	14.19	21.1%
境外	44	6.9%	2.23	3.3%
合计	645		67.14	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

储能业务布局稳步推进。公司在全国多点布局储能业务，覆盖用户侧、网侧等多种应用场景，截至 2024 年，公司自持独立储能电站规模 298MWh，2024 年新增网侧储能 55MWh、用户侧储能 18MWh，新增获取备案储能容量超 1970MWh。截至 2025 年 6 月，公司在甘肃省新增网侧独立储能并网 360MWh，当前自持独立储能电站规模已达 657MWh。同时公司新增开发储能项目规模达到 3.9GWh，储备资源快速放量。

2、公司财务分析

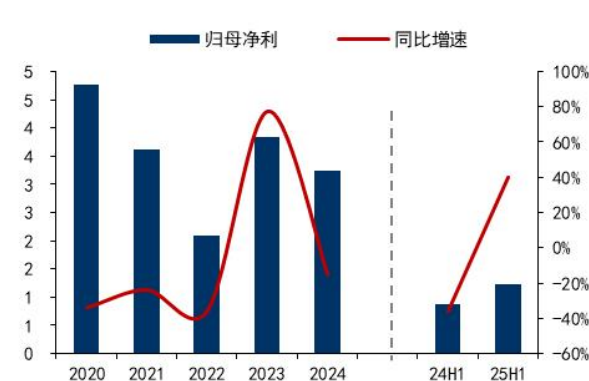
营业收入同比增长，扣非归母净利润降幅较大。2025 年上半年，公司实现营业收入 21.24 亿元（+10.47%），归母净利润 1.23 亿元（+39.76%），扣非归母净利润 0.63 亿元（-27.14%）。2025 年第二季度，公司营业收入 10.12 亿元（-11.62%），归母净利润 1.58 亿元（-15.48%），扣非归母净利润 0.97 亿元（-45.20%）。公司营业收入增长主要系户用光伏电站滚动开发业务营收规模增长所致；归母净利润同比增长主要系电站周转产生的收益高于去年同期；扣非归母净利润下降主要系光伏发电业务毛利低于去年同期。2025 年上半年，公司共完成电站转让出售合计约 729MW，实现资产周转和现金回拢，其中包括工商业分布式资产包约 77MW，户用光伏约 652MW，对营收和利润形成一定正向贡献。

图6：晶科科技营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

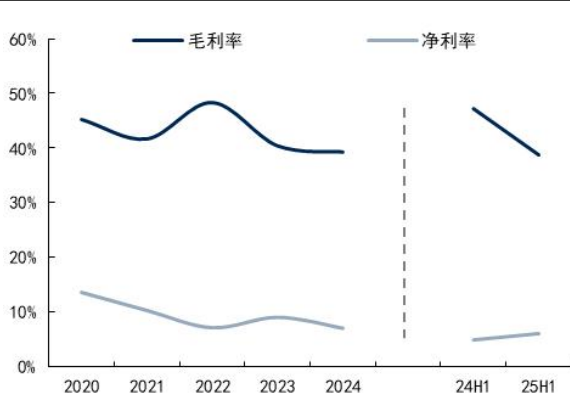
图7：晶科科技归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

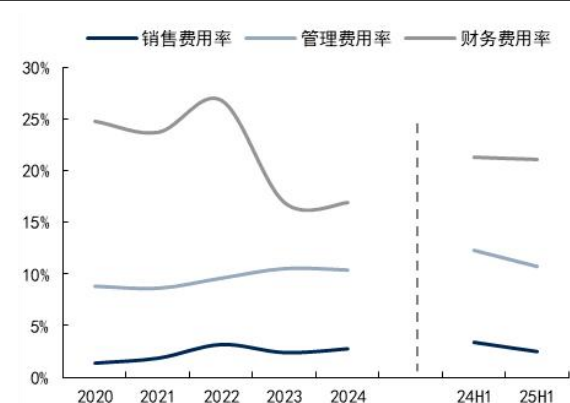
毛利率下降，费用率减少，净利率水平上行。2025年上半年，公司毛利率为38.71%，同比减少8.62pct。费用率方面，2025年上半年，公司财务费用率、管理费用率、销售费用率分别为21.14%、10.70%、2.48%，财务费用率、管理费用率、销售费用率分别同比减少0.21、1.56、0.93pct，费用率水平有所下降。同期内，受费用率下降及投资收益增加影响，公司净利率较2024年同期增加1.17pct至5.97%。

图8：晶科科技毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：晶科科技三项费用率变化情况

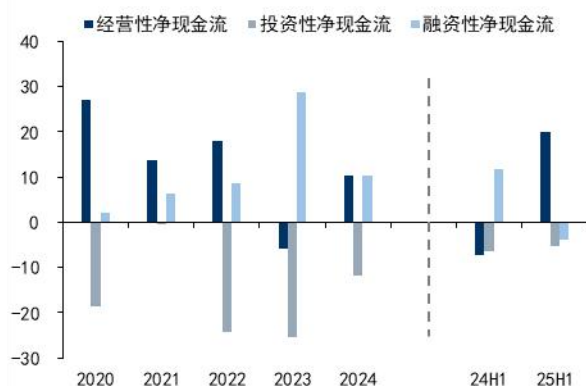


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

ROE 增加，经营性净现金流大幅增长。2025年上半年，由于净利率增长，公司ROE增加，较2024年同期增加0.21pct至0.77%。现金流方面，2025年上半年，公司经营性净现金流为19.90亿元，同比大幅增加，主要系公司户用光伏电站滚动开发业务本期回款增加所致；投资性净现金流流出5.17亿元，同比有所下降；融资性净现金流-3.77亿元，同比有所下降，主要系公司新增融资规模减少所致。

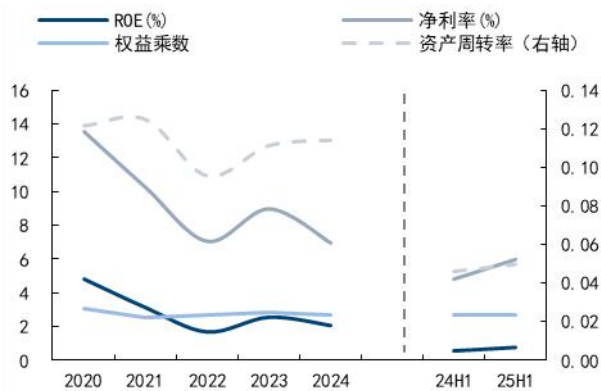
可比公司比较：公司主营业务以光伏电站开发、建设、运营为主，光伏电站类型包括集中式光伏和分布式光伏，选择以光伏电站建设、运营为主的南网能源、太阳能、芯能科技作为可比公司，从装机容量以及毛利率、净利率、ROE等盈利能力指标与可比公司进行比较。与可比公司相比，公司装机容量体量较大，在可比公司中居前；从毛利率、净利率、ROE等盈利能力指标来看，毛利率水平与可比公司相当，净利率、ROE等盈利表现公司弱于可比公司。

图10: 晶科科技现金流情况（亿元）



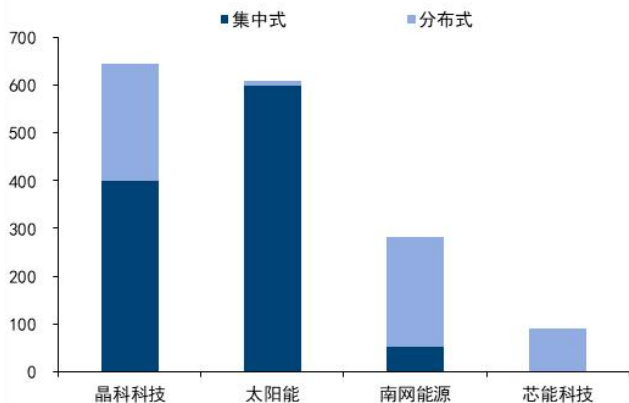
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 晶科科技 ROE 及杜邦分析



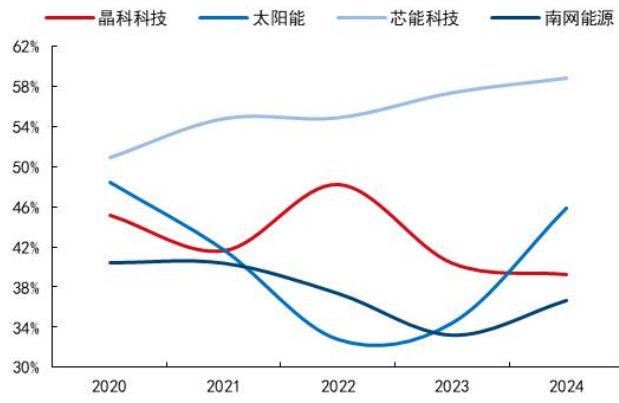
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 晶科科技与可比公司 2024 年光伏装机情况（万千瓦）



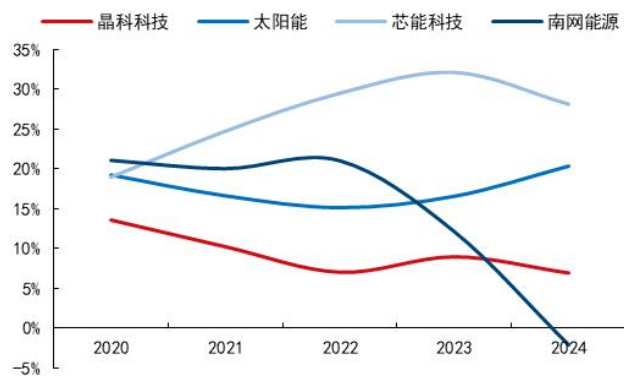
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图13: 晶科科技与可比公司毛利率情况



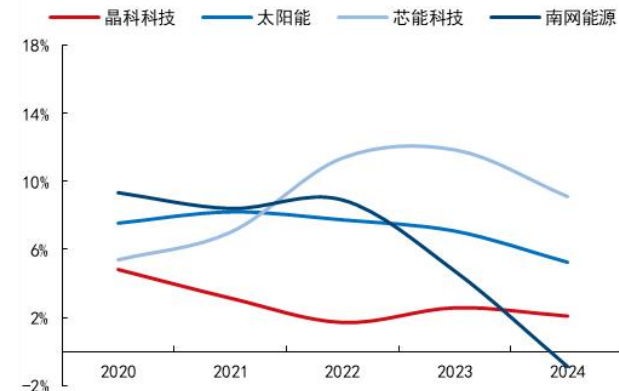
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图14: 晶科科技与可比公司净利率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图15: 晶科科技与可比公司 ROE 情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

盈利预测及投资建议

盈利预测

假设前提：

1) 光伏电站开发运营转让业务，根据公司在建项目及未来发展规划，假设 2025-2027 年公司新增光伏装机均为 150 万千瓦，同时转让光伏电站装机容量 60 万千瓦；利用小时数方面，根据公司过往光伏电站项目利用小时数情况，假设 2025-2027 年光伏电站利用小时数均为 1100 小时；电价方面，预计 136 号文落地新能源市场化交易程度不断提升，公司平均上网电价将呈现下降趋势，假设 2025-2027 年公司平均上网电价分别为 0.51/0.48/0.46 元/KWh（不含税）。

2) 光伏电站 EPC 业务，随着光伏装机容量增速下降，预计公司光伏电站 EPC 业务收入规模将有所下降；毛利率方面，参考公司过往光伏电站 EPC 业务毛利率情况，假设 2025-2027 年毛利率稳定为 10%。

3) 户用光伏电站滚动开发业务，公司加大力度推动户用光伏滚动开发，预计未来户用光伏电站滚动开发业务收入将实现稳步增长。毛利率方面，参考公司过往户用光伏电站滚动开发业务毛利率情况，假设 2025-2027 年毛利率稳定为 10%。

4) 成本及期间费用方面，主要考虑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。毛利率方面，参考公司过往光伏电站 EPC 业务毛利率情况，假设 2025-2027 年毛利率稳定为 2%。

综合以上假设，预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 50.0/53.4/56.3 亿元，增长率为 4.7%/6.7%/5.5%；归母净利润分别为 6.0/6.5/6.9 亿元，增长率为 85.7%/7.2%/6.9%。

表2：公司主营业务收入测算

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
光伏电站开发运营转让业务						
装机规模（万千瓦）	360	536	645	735	825	915
发电量（亿千瓦时）	38.62	52.19	67.14	75.88	85.78	95.68
平均上网电价（元/KWh）	0.71	0.65	0.54	0.51	0.48	0.46
营业收入（亿元）	27.33	32.53	36.23	37.72	40.26	42.47
同比增长率	-1.5%	19.0%	11.4%	4.1%	6.8%	5.5%
毛利率	54%	53%	50%	49%	47%	44%
光伏电站 EPC 业务						
营业收入（亿元）	4.2	2.9	2.8	2.6	2.5	2.4
同比增长率	-52.6%	-31.1%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
毛利率	14%	4%	11%	10%	10%	10%
户用光伏电站滚动开发业务						
营业收入（亿元）		6.5	8.3	9.5	10.5	11.3
同比增长率			27.8%	15.0%	10.0%	8.0%
毛利率		5%	2%	2%	2%	2%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

表3：公司未来三年业绩测算表（百万元）

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4775	5000	5337	5629
营业成本	2901	3122	3400	3714
销售费用	132	138	133	141

管理费用	494	510	515	543
财务费用	810	601	601	463
营业利润	492	845	900	956
利润总额	411	764	818	875
归属于母公司净利润	324	602	645	690
EPS	0.09	0.17	0.18	0.19
ROE	2%	4%	4%	4%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

可比公司的选择：公司业务以光伏电站运营为主，因此我们选择同样以光伏电站运营为主要业务的太阳能、南网能源、芯能科技作为可比公司。可比公司 2025-2027 年平均 PE 分别为 22.9/21.1/18.9x。

投资建议：我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 50.0/53.4/56.3 亿元，增长率为 4.7%/6.7%/5.5%。归母净利润分别为 6.0/6.5/6.9 亿元，增长率为 85.7%/7.2%/6.9%。EPS 分别为 0.17/0.18/0.19 元，当前股价对应 PE 为 28.4/26.5/24.8x。考虑到公司逐步转型轻资产运营且 2025 年业绩增速较快，给予公司 2025 年 30-32xPE，对应公司权益市值为 181-207 亿元，对应 5.06-5.78 元/股合理价值，较当前股价有 6%-21 的溢价。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

表4：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	
000591.SZ	太阳能	4.64	182	0.31	0.32	0.31	0.33	14.8	14.7	14.8	14.1	无
003035.SZ	南网能源	4.72	179	-0.02	0.15	0.17	0.20	-308.5	31.5	27.8	23.6	优于大市
603105.SH	芯能科技	9.30	47	0.39	0.41	0.45	0.49	24.0	22.5	20.6	18.8	无
均值								-89.9	22.9	21.1	18.9	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：太阳能、芯能科技数据取自 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 5.06-5.78 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 2025 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、公司未来业绩增长的来源之一是光伏电站装机容量增长，但新能源建设具有一定不确定性，如项目收益不确定增加、优质项目资源获取难度增加、市场竞争激烈等，公司新能源装机规模增速可能不及预期。

3、随着 136 号文落地，新能源行业市场化程度不断增加，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，因此存在电价下跌的风险，也有可能造成新能源装机进展不及预期。

4、考虑公司光伏电站装机容量稳步增长以及公司加大力度转让光伏电站，公司逐

步转向轻资产运营，且 2025 年归母净利润增速较高，给予公司 2025 年 30-32 倍 PE，可能未充分考虑市场整体估值波动的风险。

盈利预测的风险

在对公司光伏电站运营业务未来盈利预测中，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、新能源行业电力市场化程度提升，上网电价将呈现下降趋势，若出现电价明显下降，则可能导致公司光伏电站运营业务收入表现不及预期；
- 2、若新能源投运增长不及预期，可能影响公司业绩增长；
- 3、若新能源当年光照条件较差，可能导致利用小时数下降，影响公司发电量，进而对当年业绩产生影响；
- 4、弃光限电风险。未来如果出现消纳需求降低、特高压外送通道建设进展不及预期等情况而导致弃光率有所增加，将会导致新能源发电公司利用小时数下降，对业务收入产生不利影响。

经营及其它风险

1、市场化交易导致上网电价下降。136 号文发布以后，各地陆续出台 136 号承接细则，对存量项目和增量项目的机制电量、机制电价予以规定，预计随着 136 号文落地实施，各地新能源市场化比例提升，增量项目机制电价低于现行煤电基准单价，新能源项目上网电价将进一步下降，影响新能源项目的盈利性。随着我国电力市场化建设进程不断推进，新能源上网电量逐步全面进入电力市场，通过市场交易形成价格，未来上网电价可能存在波动风险，进而使得新能源发电公司业绩产生波动。

2、可再生能源补贴政策变化的风险。目前可再生能源补贴核查工作尚处于进行过程中，合规项目将分批予以公示，核查结果存在一定的不确定性。若行业政策发生重大不利变化，可能导致有补贴需求的可再生能源发电项目的补贴单价、补贴电量发生变化，或未来受到相关行业主管部门的处罚，亦或可再生能源补贴回款情况发生变化，则会对财务状况及经营成果产生一定影响。同时，新能源发电公司按照谨慎性原则不确认或已冲减相关可再生能源补贴收入，并需对存在减值迹象的风力、太阳能电站相关资产进行减值测算，计提资产减值准备。

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。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5347	5034	5527	5303	5288	营业收入	4370	4775	5000	5337	5629
应收款项	6254	6829	7152	7634	8051	营业成本	2606	2901	3122	3400	3714
存货净额	3699	4687	2959	3228	3346	营业税金及附加	58	52	54	58	61
其他流动资产	1909	1896	1986	2120	2235	销售费用	104	132	138	133	141
流动资产合计	17257	18566	17743	18403	19040	管理费用	458	494	510	515	543
固定资产	20078	20209	22283	24258	25923	研发费用	5	4	4	5	5
无形资产及其他	201	207	199	190	182	财务费用	741	810	601	601	463
投资性房地产	2594	2458	2458	2458	2458	投资收益	388	266	356	356	356
长期股权投资	914	1154	1393	1632	1871	资产减值及公允价值变动	(21)	(72)	(82)	(82)	(102)
资产总计	41045	42593	44075	46941	49475	其他收入	(196)	(88)	(4)	(5)	(5)
短期借款及交易性金融负债	3517	4620	6942	10500	13903	营业利润	575	492	845	900	956
应付款项	4972	3794	2395	2613	2637	营业外净收支	(105)	(81)	(81)	(81)	(81)
其他流动负债	1139	1630	1199	1269	1324	利润总额	469	411	764	818	875
流动负债合计	9629	10044	10537	14383	17863	所得税费用	77	79	147	157	168
长期借款及应付债券	9550	10821	11821	10821	9821	少数股东损益	9	8	15	16	17
其他长期负债	6177	5735	5292	4850	4407	归属于母公司净利润	383	324	602	645	690
长期负债合计	15727	16555	17113	15670	14228	现金流量表（百万元）					
负债合计	25355	26599	27649	30053	32091	净利润	383	324	602	645	690
少数股东权益	111	120	130	141	153	资产减值准备	183	(167)	(1)	3	16
股东权益	15578	15874	16296	16747	17231	折旧摊销	1046	1137	2029	2205	2477
负债和股东权益总计	41045	42593	44075	46941	49475	公允价值变动损失	21	72	82	82	102
关键财务与估值指标						财务费用	741	810	601	601	463
每股收益	0.11	0.09	0.17	0.18	0.19	营运资本变动	(4198)	(2710)	(957)	(1036)	(999)
每股红利	0.01	0.03	0.05	0.05	0.06	其它	(175)	172	11	8	(5)
每股净资产	4.36	4.45	4.56	4.69	4.83	经营活动现金流	(2740)	(1172)	1766	1908	2282
ROIC	1.34%	1.11%	1%	1%	2%	资本开支	0	(1014)	(4176)	(4257)	(4252)
ROE	2.46%	2%	4%	4%	4%	其它投资现金流	(22)	(71)	0	0	0
毛利率	40%	39%	38%	36%	34%	投资活动现金流	(106)	(1325)	(4416)	(4496)	(4492)
EBIT Margin	26%	25%	23%	23%	21%	权益性融资	(6)	0	0	0	0
EBITDA Margin	50%	49%	64%	64%	65%	负债净变化	1825	1876	1000	(1000)	(1000)
收入增长	37%	9%	5%	7%	5%	支付股利、利息	(38)	(98)	(181)	(194)	(207)
净利润增长率	83%	-15%	86%	7%	7%	其它融资现金流	(1574)	(1373)	2322	3558	3403
资产负债率	62%	63%	63%	64%	65%	融资活动现金流	1994	2184	3142	2364	2195
股息率	0.2%	0.6%	1.1%	1.1%	1.2%	现金净变动	(852)	(313)	492	(224)	(15)
P/E	44.6	52.7	28.4	26.5	24.8	货币资金的期初余额	6199	5347	5034	5527	5303
P/B	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	货币资金的期末余额	5347	5034	5527	5303	5288
EV/EBITDA	19.4	18.8	14.0	13.7	13.5	企业自由现金流	0	(1625)	(2158)	(2097)	(1834)
						权益自由现金流	0	(1122)	679	(25)	195

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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

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