

山高环能 (000803.SZ)

优于大市

业绩拐点显现，多维估值视角下的投资价值再审视

核心观点

归母净利润同比高增，业绩拐点显现。2025年公司实现营业收入14.47亿元，同比下降0.17%；其中油脂产品加工和销售收入7.43亿元，同比下降9.55%，环保无害化处理收入3.67亿元，同比增长17.37%，供暖业务收入3.12亿元，同比增长1.78%。油脂收入下降并非需求走弱，而是公司减少低毛利外采油脂销售、提升自产油脂和高毛利订单占比的结果（2025年油脂产品加工和销售毛利率提升至28.72%，同比提升8.61个百分点）。2025年公司实现归母净利润3029.86万元，同比增长132.39%，低于我们原有预测，主要系公司计提各项资产减值准备合计0.58亿元所致。2026Q1公司实现收入4.24亿元，同比小幅下降2.39%，主要系减少外采油脂销售所致，但实现归母净利润4374.18万元，同比增长54.74%，单季利润已超过2025全年水平。

地缘冲突与国内外补库共振，UCO价格创44个月新高。2025年四季度UCO价格曾明显回落，主要因为部分SAF/HVO装置检修、年底买家采购放缓、国内外需求阶段性走弱。进入2026年后，这几个压制因素陆续解除，国内外SAF及生物燃料企业恢复采购，前期低库存带来补库需求，再叠加地缘冲突推升国际航煤价格，欧洲航煤价格一度大幅上涨，SAF相对航煤的价差有所收窄，航空公司履约采购的阻力反而下降，进一步支撑SAF及上游UCO需求。据Argus数据，5月22日，加氢处理级UCO出口价格创下44个月新高。

为什么我们认为山高环能较普通环保公司应享有估值溢价？我们认为，市场不应简单将山高环能按传统环保运营商给予10-15倍PE估值。公司本质上是“餐厨垃圾特许经营权+UCO资源化+SAF原料卡位”的复合型平台，盈利弹性、现金流质量、资源稀缺性和大股东信用背书均优于传统环保运营资产。PE口径下的短期高估值，更多是利润表仍处修复初期导致的分母失真；若从经营现金流、EV/EBITDA、原料资源控制权和SAF产业链战略价值看，公司具备估值溢价基础。

风险提示：UCO价格波动风险；SAF政策推进不及预期；定增进度不及预期；财务费用仍处高位；餐厨项目运营提效不及预期。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到UCO价格上涨和26Q1业绩同比高增，我们上调盈利预测，预计2026-2028年归母净利润1.65/2.66/3.39亿元（2026-2027年原值为1.54/2.00亿元），同比增速444.7%/61.5%/27.1%，当前股价对应PE=23/14/11x。通过多角度估值，预计公司合理估值在9.72-10.36元之间，较2026.5.25收盘股价有24.6%-32.8%的溢价，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

| | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,449 | 1,447 | 1,692 | 2,052 | 2,246 |
| (+/-%) | -31.0% | -0.2% | 17.0% | 21.3% | 9.5% |
| 归母净利润(百万元) | 13 | 30 | 165 | 266 | 339 |
| (+/-%) | 47.3% | 132.4% | 444.7% | 61.5% | 27.1% |
| 每股收益(元) | 0.03 | 0.06 | 0.35 | 0.57 | 0.72 |
| EBIT Margin | 8.8% | 14.3% | 16.9% | 19.5% | 21.3% |
| 净资产收益率(ROE) | 0.9% | 2.1% | 10.6% | 15.4% | 17.4% |
| 市盈率(PE) | 284.2 | 121.1 | 22.5 | 13.9 | 10.9 |
| EV/EBITDA | 22.9 | 16.9 | 16.1 | 13.2 | 11.9 |
| 市净率(PB) | 2.59 | 2.54 | 2.39 | 2.15 | 1.90 |

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

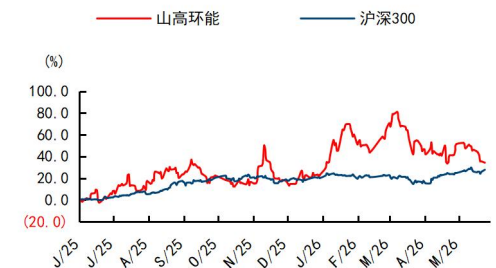
证券分析师：刘汉轩 010-88005198
liuhanxuan@guosen.com.cn
S0980524120001

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(维持) |
| 合理估值 | 9.72 - 10.36元 |
| 收盘价 | 7.80元 |
| 总市值/流通市值 | 3637/3586百万元 |
| 52周最高价/最低价 | 11.27/5.49元 |
| 近3个月日均成交额 | 187.72百万元 |

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

《山高环能(000803.SZ)-业绩大幅扭亏、现金流改善，定增申请获深交所受理》——2025-09-01

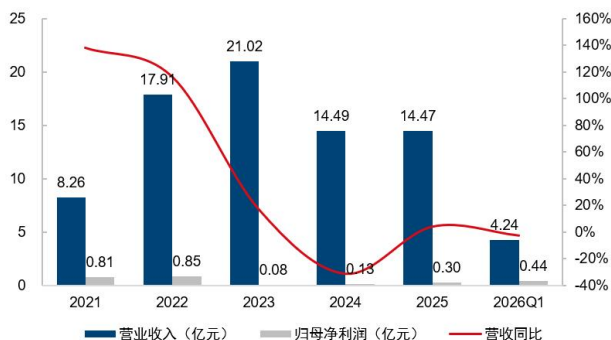
《山高环能(000803.SZ)-中报业绩高增，大股东定增预案发布》——2025-07-17

《山高环能(000803.SZ)-经营拐点显现，25Q1归母净利润同比增长222%》——2025-04-24

《山高环能(000803.SZ)-SAF大规模应用渐行渐近，核心原材料供应商率先受益》——2024-12-12

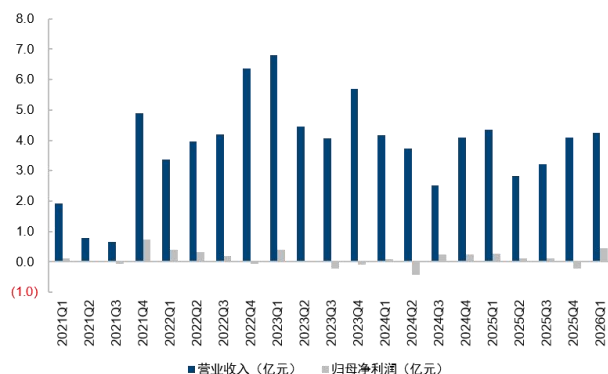
归母净利润同比高增，业绩拐点显现。2025 年公司实现营业收入 14.47 亿元，同比下降 0.17%；其中油脂产品加工和销售收入 7.43 亿元，同比下降 9.55%，环保无害化处理收入 3.67 亿元，同比增长 17.37%，供暖业务收入 3.12 亿元，同比增长 1.78%。油脂收入下降并非需求走弱，而是公司减少低毛利外采油脂销售、提升自产油脂和高毛利订单占比的结果（2025 年油脂产品加工和销售毛利率提升至 28.72%，同比提升 8.61 个百分点）。2025 年公司实现归母净利润 3029.86 万元，同比增长 132.39%，低于我们原有预测，主要系公司计提各项资产减值准备合计 0.58 亿元所致。2026Q1 公司实现收入 4.24 亿元，同比小幅下降 2.39%，主要系减少外采油脂销售所致，但实现归母净利润 4374.18 万元，同比增长 54.74%，单季利润已超过 2025 全年水平。

图1：山高环能营业收入、归母净利润及增速（单位：亿元、%）



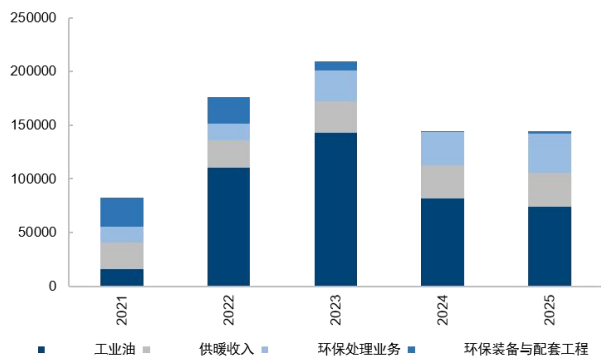
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：山高环能单季营业收入及归母净利润（单位：亿元）



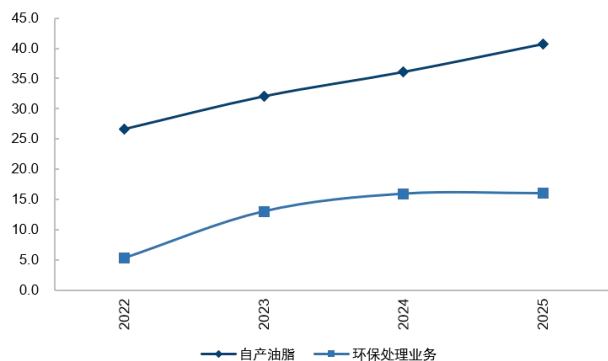
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：山高环能各业务板块收入情况（单位：万元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：山高环能餐厨垃圾处理及油脂业务毛利率情况（单位：%）

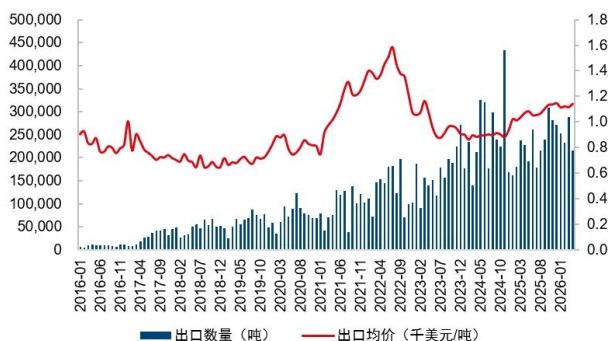


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

地缘冲突与国内外补库共振，UCO 价格创 44 个月新高。2025 年四季度 UCO 价格曾明显回落，主要因为部分 SAF/HVO 装置检修、年底买家采购放缓、国内外需求阶段性走弱。进入 2026 年后，这几个压制因素陆续解除，国内外 SAF 及生物燃料企业恢复采购，前期低库存带来补库需求，再叠加地缘冲突推升国际航煤价格，欧洲航煤价格一度大幅上涨，SAF 相对航煤的价差有所收窄，航空公司履约采购的阻力反而下降，进一步支撑 SAF 及上游 UCO 需求。据 Argus 数据，5 月 22 日，加氢处理级 UCO 出口价格创下 44 个月新高。2026 年 4 月中国出口工业级混合油（UCO）的均价为 1141.42 美元/吨，同比 2025 年 4 月增长 6.74%，环比 2026 年 3

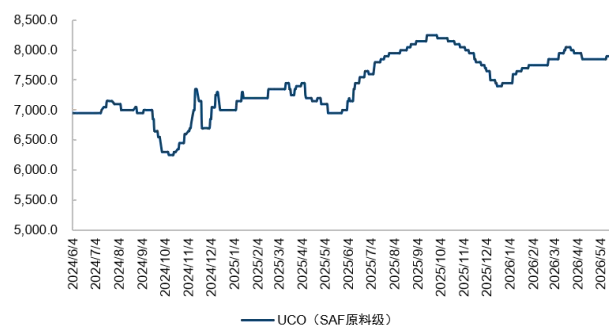
月增长 2.32%，价格分位数达到历史 53%。

图5: 2016-2026 年 UCO 出口量价情况



资料来源：海关总署、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 2024-2026 年国内 UCO (SAF 原料级)



资料来源：生物能源油脂、国信证券经济研究所整理

表1: 混合制非食用油脂等(15180000)-UCO 价格情况 (千元/吨)

混合制非食用油脂等(15180000)-UCO (千元/吨)

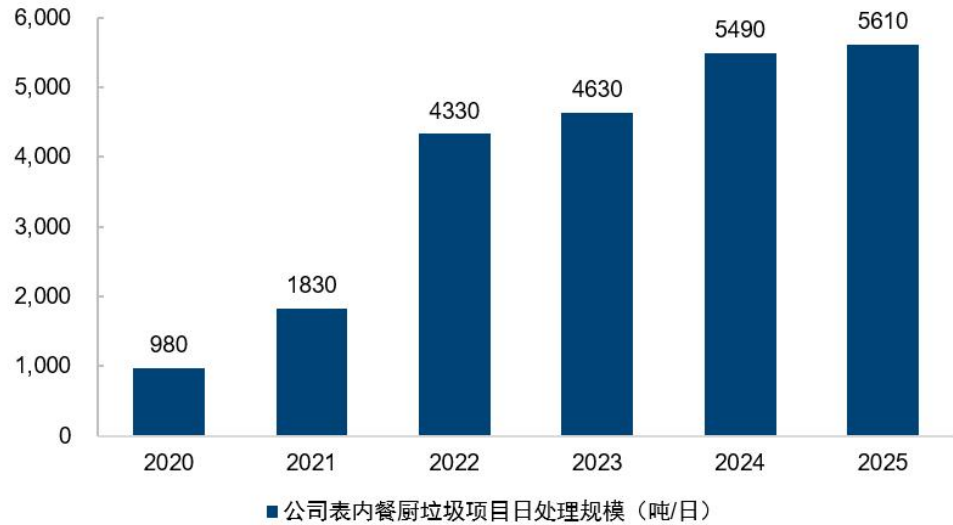
| | |
|------------|--------|
| 2026/4/30 | 7.7 |
| 2025/4/30 | 7.2 |
| 年同比 | 6.74% |
| 2026/3/31 | 7.5 |
| 月环比 | 2.32% |
| 2025/12/31 | 7.7 |
| 年内涨幅 | -0.41% |
| 最高价 | 10.7 |
| 最低价 | 4.4 |
| 当前分位数 | 52.80% |

资料来源：海关总署、Wind、国信证券经济研究所整理（美元/人民币汇率按 1：6.75 计算）

公司定向发行股票申请获深交所审核通过。公司于 2025 年 12 月 24 日收到深交所上市审核中心出具的《审核中心意见告知函》，确认公司符合发行条件、上市条件及信息披露要求。该审核通过是公司向特定对象发行股票的重要一步。本次定向发行尚需中国证监会的注册批复，存在无法获得或延迟获得的风险，可能影响发行计划的实施进度。若定增落地，资产负债率和财务费用有望下降，利润表弹性将被进一步放大。山东高速及山东国资背景也有助于项目收购、融资成本、资源协同和治理预期改善。

餐厨垃圾项目收购进展有序。截至 2025 年末公司已实现在国内近二十个城市垃圾处理布局，投资建设、运营了济南、青岛、烟台、石家庄、天津、郑州、太原、银川、湘潭、武汉、兰州、大同、菏泽、邢台等地区多个大型城市餐厨垃圾处理和资源化利用项目，形成规模化发展格局。公司餐厨垃圾资源化处理投运规模位居国内前茅。公司运营餐厨项目产能已达 5,610 吨/日（包含托管项目）。

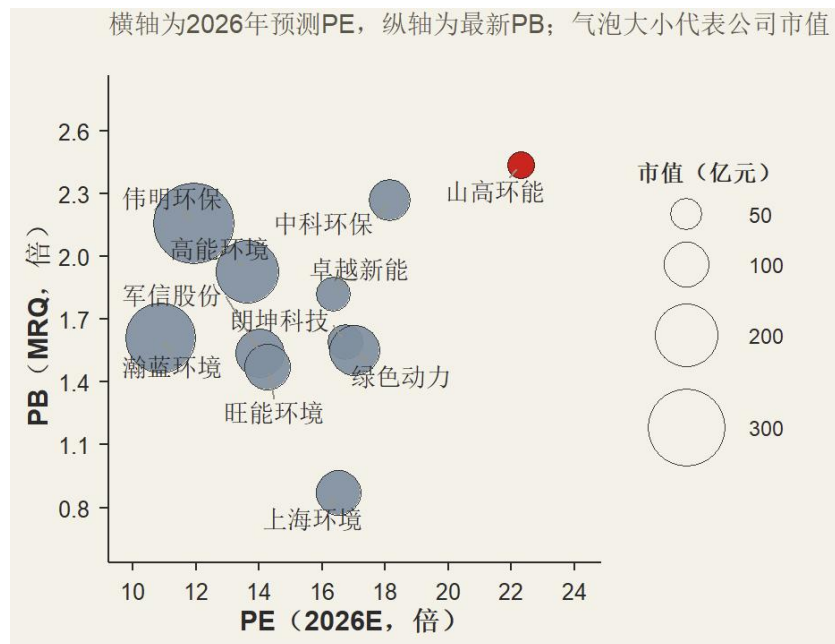
图7：公司运营餐厨项目产能情况（包含托管项目）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司估值高于传统环保运营公司。由于山高环能的餐厨垃圾处理项目与生活垃圾焚烧发电项目类似，均采用 BOT 特许经营权模式，收入来源都由政府补贴+出售资源化产品构成，且上述公司表内本就有部分餐厨垃圾处理产能，故二级市场机构投资者习惯将瀚蓝环境、伟明环保等垃圾发电公司作为山高环能的可比公司。如果采用传统的 PE/PB 估值法，从下表不难发现，无论是基于过去四个季度业绩计算的滚动市盈率（PE TTM）还是基于 Wind 一致性预期计算的 2026/2027 远期市盈率，山高环能的估值远高于其他行业垃圾焚烧发电上市公司（平均在 10-15 倍 PE）。

图8：山高环能及可比公司 PE（2026E）及 PB MRQ 情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理（基于 2026. 5. 25 收盘价计算）

为什么山高环能能享受估值溢价？

公司政府补贴比例低于传统环保公司。传统环保项目往往依赖政府付费或补贴回款，现金流受地方财政和补贴周期影响较大；山高环能一端收取餐厨无害化处理费，另一端销售市场化油脂产品，收入中市场化部分占比更高。垃圾焚烧发电公司的收入中有一半以上来自于政府补助，垃圾处理费占比约 26%，电价省级补贴 10%，电价国家补贴 16%，另外 48%主要来自于电网支付的标杆电价。然而山高环能收入中仅 30%来自于政府补贴的餐厨垃圾处理费，另外 70%均来自于市场化油脂销售。电价从中长周期角度来看处于下行通道，公司油脂产品价格受益于碳减排处于上行通道。

表2: 典型餐厨垃圾处理项目收入拆分情况

| 参数 | 数值 | 单位 |
|---------|------------|-----|
| 餐厨垃圾处理量 | 150 | 万吨 |
| 综合提油率 | 5.80% | % |
| 油脂产量 | 8.7 | 万吨 |
| 收运及处置补贴 | 230 | 元/吨 |
| UCO 价格 | 8000 | 元/吨 |
| 补贴收入 | 34500 | 万元 |
| 油脂收入 | 69600 | 万元 |
| 补贴收入占比 | 33% | |
| 油脂收入占比 | 67% | |

资料来源：国信证券经济研究所测算

表3: 典型垃圾发电项目收入拆分情况

| 项目 | 测算参数 | 单位 | 收入金额 | 单位 | 收入占比 |
|---------|--------|-------|--------|----|------|
| 年垃圾处理量 | 150 | 万吨 | | | |
| 吨垃圾上网电量 | 280 | kWh/吨 | | | |
| 年上网电量 | 42,000 | 万 kWh | | | |
| 垃圾处理费 | 64 | 元/吨 | 9,600 | 万元 | 26% |
| 标杆上网电价 | 0.4216 | 元/kWh | 17,707 | 万元 | 48% |
| 省级电价补贴 | 0.0878 | 元/kWh | 3,689 | 万元 | 10% |
| 国家电价补贴 | 0.1406 | 元/kWh | 5,904 | 万元 | 16% |
| 综合上网电价 | 0.6500 | 元/kWh | 27,300 | 万元 | 74% |
| 项目总收入 | - | - | 36,900 | 万元 | 100% |

资料来源：国信证券经济研究所测算

表4: 山高环能及可比公司 2025 年收现比、净现比情况（单位：%）

| 公司 | 代码 | 市值（亿元） | 收现比（2025） | 净现比（2025） |
|-------------|------------------|-----------|--------------|-----------------|
| 卓越新能 | 688196.SH | 59 | 104.34 | -58.18 |
| 军信股份 | 301109.SZ | 119 | 105.04 | 237.13 |
| 朗坤科技 | 301305.SZ | 62 | 93.20 | 178.18 |
| 瀚蓝环境 | 600323.SH | 245 | 95.13 | 203.63 |
| 伟明环保 | 603568.SH | 331 | 102.92 | 145.56 |
| 绿色动力 | 601330.SH | 128 | 107.17 | 298.93 |
| 上海环境 | 601200.SH | 103 | 98.21 | 272.37 |
| 中科环保 | 301175.SZ | 86 | 88.19 | 202.06 |
| 高能环境 | 603588.SH | 198 | 113.07 | 140.01 |
| 旺能环境 | 002034.SZ | 107 | 104.78 | 244.69 |
| 山高环能 | 000803.SZ | 36 | 99.68 | 1,310.10 |

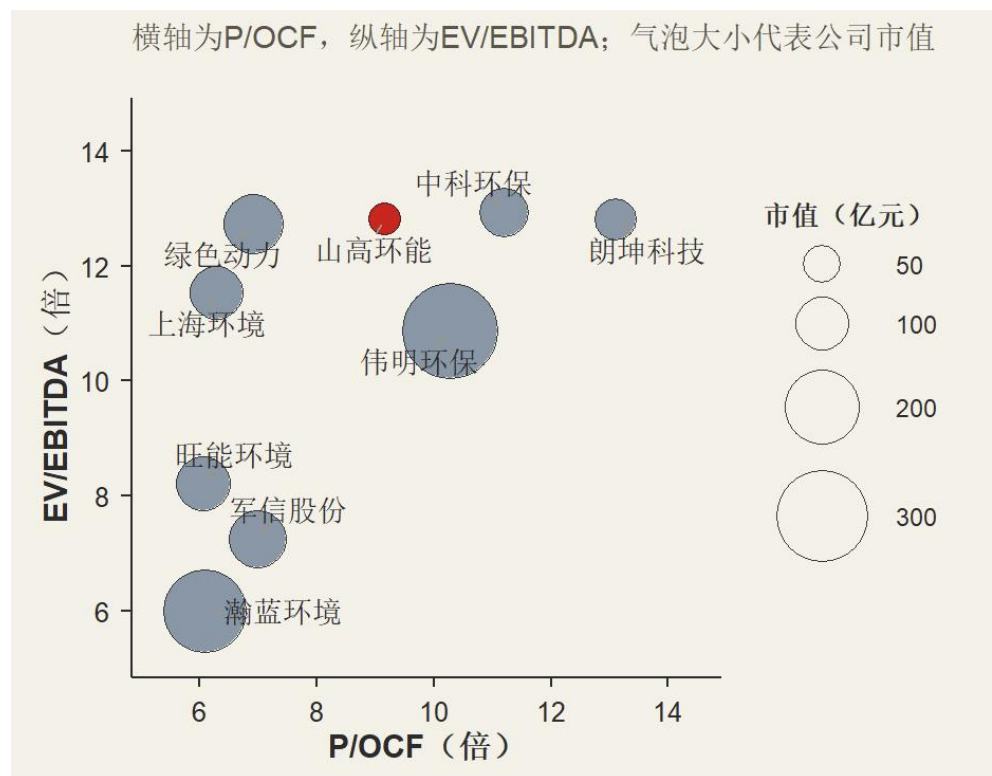
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

山高环能不是传统环保公司，而是“稀缺原料权”公司。垃圾焚烧企业的核心资产是处理产能和上网电价，成长性主要来自新增项目和稳定运营；山高环能的核心资产是餐厨垃圾收运处置网络背后的废弃油脂资源。随着 SAF、生物柴油需求放量，UCO 从过去的低值废弃物，逐渐变成航空燃料、绿色航运和欧盟减排体系下的关键原料。原料端越稀缺，拥有稳定餐厨项目和 ISCC 认证能力的企业越应获得资源溢价。

利润表仍处修复早期，PE 估值容易误判。以约 37-40 亿元市值估算，公司 2025 年静态 PE 看起来较高，但这是用 3029 万元低基数利润计算得出的结果。若以 2026Q1 利润节奏和我们预计的 2026 年归母净利润（1.65 亿）衡量，估值将迅速切换至约 22 倍 PE。对于一个处于利润拐点、产业需求上行、现金流强于利润的资源平台，不能用成熟垃圾焚烧公司的低增长 PE 直接压制估值。

EV/EBITDA 和 P/OCF 比 PE 更适合。公司 2025 年经营性现金流 3.97 亿元，对应市值口径 P/OCF 约 9-10 倍，并不显著高于公用事业资产。公司大量 BOT/PPP 项目带来折旧摊销和无形资产摊销，利润表偏保守，现金流却较强。因此，使用 PE 会低估资产经营质量，EV/EBITDA、P/OCF 和自由现金流折现更能反映其真实价值。

图9：山高环能及可比公司 EV/EBITDA 和 P/OCF 倍数情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理（基于 2026.5.25 收盘价和 2025 年报数据计算）

大股东与定增带来信用和财务改善溢价。公司拟向山东高速产业投资定增募资不超过 7.18 亿元，用于补充流动资金及偿还银行借款。2026Q1 公司短期借款仍有 9.03 亿元，长期借款 10.36 亿元，单季财务费用 2923 万元。若定增落地，资产负债率和财务费用有望下降，利润表弹性将被进一步放大。山东高速及山东国资背景也有助于融资成本、资源协同和治理预期改善。

绝对估值：10.36 元

输入条件：基于公司历史财务报表中反映的公司资本结构和财务状况情况，我们假定目标权益资本比为 58.69%，2 年期的日度数据计算贝塔系数为 0.90，无风险利率 2.0%，风险溢价为 7%，债务资本成本为 5.0%，计算得出 WACC 值为 8.84%。

FCFF 估值结果：在永续增长率为 2% 的假设条件下，测算出山高环能对应每股权益价值为 10.36 元，高于目前股价 32.8%。

表5: 资本成本假设

| | | | |
|---------------|-------|---------------|--------|
| 无杠杆 Beta | 0.90 | T | 15.00% |
| 无风险利率 | 2.00% | Ka | 8.30% |
| 股票风险溢价 | 7.00% | 有杠杆 Beta | 1.44 |
| 公司股价 (元) | 7.80 | Ke | 12.07% |
| 发行在外股数 (百万) | 471 | E/(D+E) | 58.69% |
| 股票市值 (E, 百万元) | 3707 | D/(D+E) | 41.31% |
| 债务总额 (D, 百万元) | 2608 | WACC | 8.84% |
| Kd | 5.0% | 永续增长率 (10 年后) | 2% |

资料来源：国信证券经济研究所假设（股价数据更新至 2026.5.25）

表6: 山高环能 FCFF 估值结果

| | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E | 2034E | 2035E | TV |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| EBIT | 285.5 | 400.3 | 477.7 | 505.7 | 535.8 | 567.2 | 600.1 | 620.9 | 642.2 | 664.3 | |
| 所得税税率 | 15.00% | 15.00% | 15.00% | 15.00% | 15.00% | 15.00% | 15.00% | 15.00% | 15.00% | 15.00% | |
| EBIT*(1-所得税税率) | 242.6 | 340.3 | 406.0 | 429.8 | 455.4 | 482.1 | 510.0 | 527.7 | 545.9 | 564.6 | |
| 折旧与摊销 | 210.2 | 229.8 | 245.9 | 263.3 | 283.1 | 300.1 | 313.8 | 327.1 | 340.5 | 353.8 | |
| 营运资金的净变动 | 18.5 | (11.1) | (17.6) | (0.9) | (2.9) | (6.9) | (6.1) | (7.7) | (8.2) | (59.9) | |
| 资本性投资 | (327.1) | (228.3) | (229.2) | (301.0) | (301.0) | (201.0) | (201.0) | (201.0) | (201.0) | (201.0) | |
| FCFF | 144.2 | 330.7 | 405.1 | 391.3 | 434.7 | 574.2 | 616.8 | 646.2 | 677.2 | 657.5 | 9,806.6 |
| PV(FCFF) | 132.5 | 279.2 | 314.2 | 278.8 | 284.6 | 345.5 | 340.9 | 328.2 | 316.0 | 281.9 | 4,204.1 |
| 核心企业价值 | 7,105.7 | | | | | | | | | | |
| 减：净债务 | 2,224.4 | | | | | | | | | | |
| 股票价值 | 4,881.3 | | | | | | | | | | |
| 每股价值 | 10.36 | | | | | | | | | | |

资料来源：国信证券经济研究所测算（股价数据更新至 2026.5.25）

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 5 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表7: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

| | | WACC 变化 | | | | |
|---------|------|---------|-------|--------------|-------|-------|
| | | 7.8% | 8.3% | 8.84% | 9.3% | 9.8% |
| 永续增长率变化 | 3.5% | 17.44 | 15.01 | 13.04 | 11.41 | 10.04 |
| | 3.0% | 15.75 | 13.70 | 12.00 | 10.56 | 9.35 |
| | 2.5% | 14.38 | 12.61 | 11.12 | 9.84 | 8.75 |
| | 2.0% | 13.25 | 11.69 | 10.36 | 9.22 | 8.23 |
| | 1.5% | 12.29 | 10.91 | 9.72 | 8.68 | 7.77 |
| | 1.0% | 11.47 | 10.23 | 9.15 | 8.20 | 7.36 |
| | 0.5% | 10.77 | 9.64 | 8.65 | 7.78 | 7.00 |

资料来源：国信证券经济研究所测算

投资建议：考虑到 UCO 价格上涨和 26Q1 业绩同比高增，我们上调盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润 1.65/2.66/3.39 亿元（2026-2027 年原值为 1.54/2.00 亿元），同比增速 444.7%/61.5%/27.1%，当前股价对应 PE=23/14/11x。通过多角度估值，预计公司合理估值在 9.72-10.36 元之间，较 2026.5.25 收盘股价有 24.6%-32.8%的溢价，维持“优于大市”评级。

风险提示：UCO 价格波动风险；SAF 政策推进不及预期；定增进度不及预期；财务费用仍处高位；餐厨项目运营提效不及预期。

财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E | | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 现金及现金等价物 | 178 | 295 | 625 | 986 | 1419 | 营业收入 | 1449 | 1447 | 1692 | 2052 | 2246 |
| 应收款项 | 354 | 462 | 540 | 655 | 717 | 营业成本 | 1171 | 1093 | 1258 | 1492 | 1602 |
| 存货净额 | 51 | 41 | 47 | 56 | 60 | 营业税金及附加 | 12 | 15 | 17 | 21 | 23 |
| 其他流动资产 | 161 | 135 | 158 | 192 | 210 | 销售费用 | 2 | 1 | 3 | 3 | 3 |
| 流动资产合计 | 744 | 933 | 1371 | 1889 | 2406 | 管理费用 | 135 | 129 | 126 | 133 | 137 |
| 固定资产 | 1157 | 1064 | 1279 | 1372 | 1452 | 研发费用 | 2 | 2 | 2 | 3 | 3 |
| 无形资产及其他 | 2181 | 2297 | 2206 | 2116 | 2025 | 财务费用 | 124 | 124 | 115 | 107 | 107 |
| 投资性房地产 | 1054 | 1005 | 1005 | 1005 | 1005 | 投资收益 | (0) | (0) | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 67 | 1 | 1 | 1 | 1 | 资产减值及公允价值变动 | (28) | (22) | 20 | 10 | 10 |
| 资产总计 | 5203 | 5300 | 5863 | 6382 | 6888 | 其他收入 | 24 | (2) | (2) | 7 | 17 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 1248 | 1381 | 1519 | 1671 | 1838 | 营业利润 | 1 | 61 | 190 | 313 | 401 |
| 应付款项 | 270 | 246 | 286 | 340 | 364 | 营业外净收支 | 6 | (11) | 10 | 10 | 10 |
| 其他流动负债 | 481 | 380 | 454 | 540 | 578 | 利润总额 | 7 | 51 | 200 | 323 | 411 |
| 流动负债合计 | 1999 | 2007 | 2259 | 2550 | 2779 | 所得税费用 | 5 | 26 | 30 | 48 | 62 |
| 长期借款及应付债券 | 979 | 890 | 1090 | 1140 | 1190 | 少数股东损益 | (10) | (5) | 5 | 8 | 10 |
| 其他长期负债 | 782 | 938 | 938 | 938 | 938 | 归属于母公司净利润 | 13 | 30 | 165 | 266 | 339 |
| 长期负债合计 | 1761 | 1827 | 2027 | 2077 | 2127 | 现金流量表 (百万元) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 负债合计 | 3760 | 3835 | 4286 | 4628 | 4907 | 净利润 | 13 | 30 | 165 | 266 | 339 |
| 少数股东权益 | 14 | 20 | 23 | 28 | 35 | 资产减值准备 | (12) | 23 | 13 | 7 | 4 |
| 股东权益 | 1429 | 1446 | 1553 | 1726 | 1946 | 折旧摊销 | 200 | 237 | 210 | 230 | 246 |
| 负债和股东权益总计 | 5203 | 5300 | 5863 | 6382 | 6888 | 公允价值变动损失 | 28 | 22 | (20) | (10) | (10) |
| | | | | | | 财务费用 | 124 | 124 | 115 | 107 | 107 |
| | | | | | | 营运资本变动 | (499) | 31 | 19 | (11) | (18) |
| | | | | | | 其它 | 2 | (28) | (9) | (2) | 2 |
| | | | | | | 经营活动现金流 | (269) | 315 | 377 | 480 | 564 |
| | | | | | | 资本开支 | 0 | (20) | (327) | (228) | (229) |
| | | | | | | 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | | 投资活动现金流 | (38) | 46 | (327) | (228) | (229) |
| | | | | | | 权益性融资 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | | 负债净变化 | 34 | (89) | 200 | 50 | 50 |
| | | | | | | 支付股利、利息 | 0 | 0 | (58) | (93) | (119) |
| | | | | | | 其它融资现金流 | 164 | (66) | 138 | 152 | 167 |
| | | | | | | 融资活动现金流 | 233 | (244) | 280 | 109 | 99 |
| | | | | | | 现金净变动 | (74) | 117 | 330 | 361 | 433 |
| | | | | | | 货币资金的期初余额 | 252 | 178 | 295 | 625 | 986 |
| | | | | | | 货币资金的期末余额 | 178 | 295 | 625 | 986 | 1419 |
| | | | | | | 企业自由现金流 | 0 | 350 | 144 | 331 | 405 |
| | | | | | | 权益自由现金流 | 0 | 195 | 384 | 441 | 531 |

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 ±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 ±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