

# 南网储能 (600995.SH)

资产重组落地增收创利，两部制电价有望提高抽蓄收益

买入

## 核心观点

**重大资产置换落地，报表合并范围变化。**2022年9月，公司完成重大资产置换，将主要从事购售电、电力设计及配售电业务的相关资产负债置出，并与收购人（中国南方电网）持有的南网调峰调频公司100%股权的等值部分进行置换。公司对调峰调频公司的合并为同一控制下的企业合并，故对已披露的数据进行追溯调整。

**主营业务范围和性质改变，营收规模保持稳定，归母净利润增长超30%。**公司主营业务转变为抽水蓄能、新型储能和调峰水电。22年，公司实现营业收入82.61亿元（调整后+0.64%），归母净利润16.63亿元（调整后+33.25%），主要系原文山电力置出业务仅发生1-9月；置入资产中文昌燃气电厂21年底出售，22年无燃气发电业务；西部调峰水电厂售电量同比增加，梅蓄一期、阳蓄一期全部机组投产形成增收。

**抽水蓄能发展创新高，储能项目规模将持续扩大。**截至2022年底，公司在运机组总装机容量1242.1万千瓦，其中抽水蓄能新增装机240万千瓦，总装机达1028万千瓦，占全国22.5%；新型储能新增装机81MW/157.5MWh（含投产和并网调试，下同），总装机达111MW/219.2MWh；调峰水电无新增，总装机约203万千瓦。

**两部制电价机制于2023年起正式执行，部分抽蓄电站由单一容量电价转变为两部制后，有望打开电量收益天花板。**容量电价将根据633号文的要求，重新进行核定，随省级电网输配电价核价周期动态调整并需抵减上一监管周期部分电量电费收益。公司广蓄电站二期、惠蓄电站将由单一容量电价模式变更为两部制电价模式，将新增电量电价部分收入。

**风险提示：**装机规模增长不及预期；两部制电价下的容量电价收入大幅下降。

**投资建议：**维持“买入”评级。维持盈利预测，我们预计2023-2024年公司营业收入分别为82.9、89.1亿元，净利润分别为19.4、21.9亿元。我们测算，抽水蓄能业务2023-2024年归母净利润分别为15.6、17.0亿元，给予26-29倍PE，2023年权益市值为405.6-452.4亿元，调峰水电业务2023-2024年归母净利润分别为3.8、3.9亿，给予20-22倍PE，对应2023年权益市值为76.0-85.8亿元，总体权益市值为481.6-538.2亿元，对应合理股价为15.07-16.84元/股，较当前股价有8%-20%的溢价空间，维持“买入”评级。

## 盈利预测和财务指标

|             | 2021   | 2022     | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|-------------|--------|----------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)   | 2,164  | 8,261    | 8,291   | 8,909   | 11,445  |
| (+/-%)      | 15.0%  | 281.8%   | 0.4%    | 7.4%    | 28.5%   |
| 净利润(百万元)    | 16     | 1663     | 1943.44 | 2187.24 | 2824.23 |
| (+/-%)      | -85.8% | 10450.5% | 16.9%   | 12.5%   | 29.1%   |
| 每股收益(元)     | 0.03   | 3.47     | 0.61    | 0.68    | 0.88    |
| EBIT Margin | 0.5%   | 39.4%    | 40.3%   | 41.8%   | 40.5%   |
| 净资产收益率(ROE) | 0.7%   | 8.3%     | 8.9%    | 9.2%    | 10.7%   |
| 市盈率(PE)     | 485.3  | 4.6      | 26.3    | 23.4    | 18.1    |
| EV/EBITDA   | 34.7   | 5.1      | 17.7    | 17.1    | 14.9    |
| 市净率(PB)     | 3.58   | 0.38     | 2.35    | 2.15    | 1.93    |

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

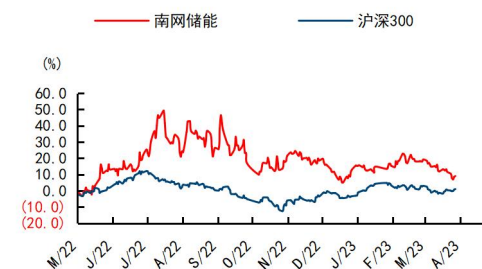
zhenghanlin@guosen.com.cn

S0980522090003

### 基础数据

|            |                |
|------------|----------------|
| 投资评级       | 买入(维持)         |
| 合理估值       | 15.07 - 16.84元 |
| 收盘价        | 14.00元         |
| 总市值/流通市值   | 44744/6699百万元  |
| 52周最高价/最低价 | 19.95/10.66元   |
| 近3个月日均成交额  | 99.72百万元       |

### 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

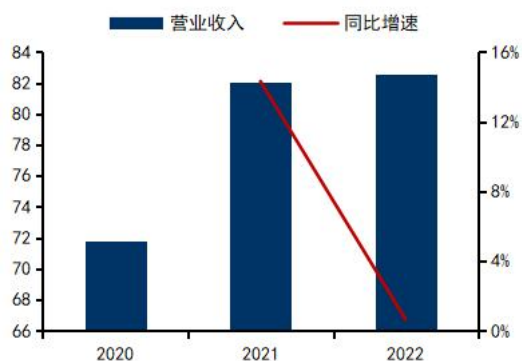
《南网储能(600995.SH)-前三季度调峰水电来水较好增加利润，两部制电价有望提高抽蓄收益》——2022-11-13  
《文山电力(600995.SH)-投资收益减少影响盈利，重大资产重组获证监会核准，南网储能平台建成在即》——2022-08-30  
《文山电力(600995.SH)-非经常因素影响盈利，重大资产重组进军蓄能赛道》——2022-04-10

**重大资产置换落地，报表合并范围变化。**2022 年 9 月，公司完成重大资产置换，将主要从事购售电、电力设计及配售电业务的相关资产负债置出，并与收购人（中国南方电网）持有的南网调峰调频公司 100%股权的等值部分进行置换。公司对调峰调频公司的合并为同一控制下的企业合并，故对已披露的数据进行追溯调整。

**主营业务范围和性质改变，营收规模保持稳定。**公司完成重大资产置换后，成为南方电网集团的储能运营平台，主营业务转变为抽水蓄能、新型储能和调峰水电，从供电行业转为发电行业，业务范围变为南方五省区（广东、广西、云南、贵州、海南）。2022 年，公司实现营收 82.61 亿元（调整后+0.64%），主要系原文山电力置出业务仅发生 1-9 月，对应的营收同比减少；置入资产中文昌燃气电厂 21 年底出售，22 年无燃气发电业务；西部调峰水电厂售电量同比增加，梅蓄一期、阳蓄一期全部机组投产形成增收。

**归母净利润同比增长，ROE 改善。**2022 年，公司发生营业成本 42.69 亿元（调整后-19.33%）；归母净利润 16.63 亿元（调整后+33.25%）。原文山电力置出业务仅发生 1-9 月以及文昌燃气电厂于 21 年底出售导致对应的支出减少，同时营业收入增加，归母净利润大幅提升，净利率同比（调整前）增长约 24.53pct，ROE 爬升至 15.08%（调整前+14.35pct）。

图1：公司营业收入（调整后）情况（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：公司归母净利润（调整后）情况（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：公司现金流情况（单位：亿元）

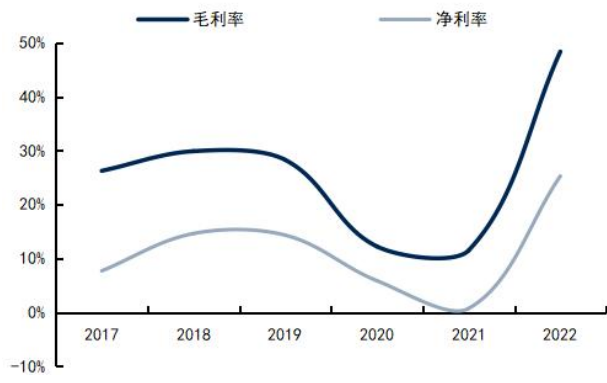
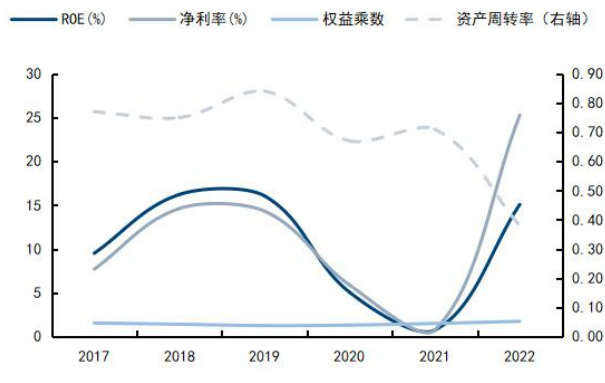


图4：公司 ROE 及杜邦分析



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**各项业务营收增加，在运机组各项生产指标优于考核值。**2022 年，公司抽水蓄能产品/调峰水电产品/电池储能产品营业收入同比增加 38.18%/40.08%/43.76%，主要是梅蓄一期、阳蓄一期全面投产/西部调峰水电厂售电量同比增加/增加了杨屋、黎贝、芙蓉三座电池储能站。22 年，抽水蓄能电站运行小时为 2850 小时（-5%）；调峰水电站年利用小时为 4920 小时（+25.95%），调峰水电机组发电量 101.71 亿度（+31.77%），上网电量 100.61 亿度（+31.85%）。

**抽水蓄能发展创新高，储能项目规模将持续扩大，为“十四五”规划打下坚实基础。**公司规划十四五/十五五/十六五分别新增投产抽蓄 600/1500/1500 万千瓦，分别新增投产新型储能 200/300/500 万千瓦。截至 2022 年底，公司在运机组总装机容量 1242.1 万千瓦，其中抽水蓄能新增装机 240 万千瓦，总装机达 1028 万千瓦，占全国 22.5%；新型储能新增装机 81MW/157.5MWh（含投产和并网调试，下同），总装机达 111MW/219.2MWh；调峰水电无新增，总装机约 203 万千瓦。

表1：公司装机规模

| 抽水蓄能               |           |               |               |
|--------------------|-----------|---------------|---------------|
| 项目名称               | 所处省市      | 装机容量<br>(万千瓦) | 投产时间          |
| 广州抽水蓄能电站           | 广东广州      | 240           | 2000 年        |
| 惠州抽水蓄能电站           | 广东惠州      | 240           | 2011 年        |
| 清远抽水蓄能电站           | 广东清远      | 128           | 2016 年        |
| 深圳抽水蓄能电站           | 广东深圳      | 120           | 2018 年        |
| 海南琼中抽水蓄能电站         | 海南琼中      | 60            | 2018 年        |
| 梅州（五华）抽水蓄能电站（一期项目） | 广东梅州      | 120           | 2022 年        |
| 阳江抽水蓄能电站           | 广东阳江      | 120           | 2022 年        |
| 调峰水电               |           |               |               |
| 项目名称               | 所处省市      | 装机容量<br>(万千瓦) | 投产时间          |
| 天生桥二级电站            | 广西百色      | 132           | 2000 年        |
| 鲁布革水电站             | 贵州兴义、云南罗平 | 60            | 1990 年        |
| 文山小水电站             | 云南文山      | 11            |               |
| 独立储能               |           |               |               |
| 项目名称               | 所处省市      | 装机容量<br>(MW)  | 储能容量<br>(MWh) |
| 深圳宝清电池储能站          | 广东深圳      | 10            | 22            |
| 东莞杨屋电池储能站          | 广东东莞      | 10            | 20            |

|            |      |    |     |
|------------|------|----|-----|
| 东莞黎贝电池储能电站 | 广东东莞 | 5  | 10  |
| 广东芙蓉电池储能电站 | 广东广州 | 5  | 10  |
| 河北保定电池储能电站 | 河北保定 | 6  | 7.2 |
| 海口药谷电池储能电站 | 海南药谷 | 5  | 10  |
| 梅州宝湖电池储能电站 | 广东梅州 | 70 | 140 |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表2：公司抽水蓄能在建项目

| 电站名称               | 省份 | 市   | 装机容量<br>(万千瓦) | 当前状态 | 预计投产   |
|--------------------|----|-----|---------------|------|--------|
| 肇庆浪江抽水蓄能电站         | 广东 | 肇庆  | 120           | 已核准  | 2025 年 |
| 南宁抽水蓄能电站           | 广西 | 南宁  | 120           | 在建   | 2025 年 |
| 梅州（五华）抽水蓄能电站（二期项目） | 广东 | 梅州  | 120           | 在建   | 2025 年 |
| 惠州中洞抽水蓄能电站         | 广东 | 惠州  | 120           | 已核准  | 2025 年 |
| 茂名电白抽水蓄能电站         | 广东 | 茂名  | 120           | 预可研  | 2027 年 |
| 江门鹤山抽水蓄能电站         | 广东 | 江门  | 60            | 预可研  | 2028 年 |
| 清远清新下坪抽水蓄能电站       | 广东 | 清远  | 120           | 预可研  | 2031 年 |
| 韶关新丰抽水蓄能电站         | 广东 | 韶关  | 120           | 预可研  | 2032 年 |
| 潮州潮安青麻园抽水蓄能电站      | 广东 | 潮州  | 120           | 预可研  | 2032 年 |
| 桂林灌阳抽水蓄能电站         | 广西 | 桂林  | 120           | 可研   | 2028 年 |
| 贵港抽水蓄能电站           | 广西 | 贵港  | 120           | 可研   | 2029 年 |
| 玉林福绵抽水蓄能电站         | 广西 | 玉林  | 120           | 预可研  | 2031 年 |
| 柳州鹿寨抽水蓄能电站         | 广西 | 柳州  | 120           | 项目前期 | 2030 年 |
| 钦州灵山抽水蓄能电站         | 广西 | 钦州  | 120           | 预可研  |        |
| 防城港上思抽水蓄能电站        | 广西 | 防城港 | 120           | 预可研  |        |
| 南宁武鸣抽水蓄能电站         | 广西 | 南宁  | 120           | 预可研  |        |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**资产置换提升10倍以上现金流规模。**2021年调整后的各项现金流规模相较于2020年均扩大了10倍以上。2022年，公司经营活动的现金净流入同比（调整后）减

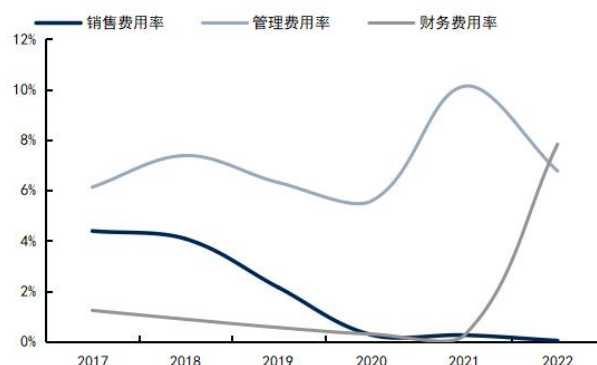
少 14.44%，主要是 2021 年取消资金归集业务，由其他应收款转入货币资金，21 年现金净流入增加约 18 亿元；投资活动的现金净流出同比（调整后）增加 75.92%，主要是暂时闲置的募集资金现金管理所致；重大资产置换和募集配套资金到位导致筹资活动的现金净流入同比（调整后）增加 127.64%。

**资产重组减少销售费用管理费用，项目投产增加财务费用。**2022 年，公司销售费用同比（调整后）减少 35.14%，管理费用同比（调整后）减少 18.58%，主要是原文山电力置出业务仅发生 1-9 月，此部分业务对应的费用同比减少；财务费用同比（调整后）增加 49.15%，主要是梅蓄一期、阳蓄一期全部机组投产，相关借款的利息支出不再计入固定资产建造成本，而是计入财务费用；同时研发活动相关项目增多，研发费用同比增加 78.78%。

图5：公司现金流情况（单位：亿元）



图6：公司费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**两部制电价机制于 2023 年起正式执行，部分抽蓄电站由单一容量电价转变为两部制后，有望打开电量收益天花板。**为规范抽水蓄能电站价格形成机制，促进抽水蓄能电站健康发展，2014 年国家发改委下发《关于完善抽水蓄能电站价格形成机制有关问题的通知》（发改价格〔2014〕1763 号，以下简称“1763 号文”），明确了在电力市场形成前，抽水蓄能电站实行两部制电价。2021 年，国家发改委下发《关于进一步完善抽水蓄能价格形成机制的意见》（发改价格〔2021〕633 号，以下简称“633 号文”），对抽水蓄能电站两部制价格形成机制及回收渠道进一步完善和部署。根据 633 号文，已投运的抽水蓄能电站，将于 2023 年起按照新的规定电价机制执行；633 号文印发之日起新投产的抽水蓄能电站，于发文之日即开始执行。633 号文施行后，电量电价将逐步受市场化因素影响；容量电价将根据 633 号文的要求，重新进行核定，随省级电网输配电价核价周期动态调整并需抵减上一监管周期部分电量电费收益。公司广蓄电站二期、惠蓄电站将由单一容量电价模式变更为两部制电价模式，将新增电量电价部分收入，其他原来就执行两部制电价的抽蓄电站，将有望通过参与电力现货市场进行市场化竞争，电量单价不确定的同时，也将打开收益天花板。

表3：公司已投产的抽蓄电站收益模式变化

| 电站     | 目前定价模式        | 633 号文出台后，2023 年核价后的定价模式变化 |
|--------|---------------|----------------------------|
| 广蓄电站一期 | 协商定价，单一容量电价模式 | 非 633 号文定价范围，不发生变化         |
| 广蓄电站二期 | 政府确定，单一容量电价模式 | 变更为两部制电价，重新核定容量电价，         |

|      |               | 新增电量电价部分收入                       |
|------|---------------|----------------------------------|
| 惠蓄电站 | 政府确定，单一容量电价模式 | 变更为两部制电价，重新核定容量电价，<br>新增电量电价部分收入 |
| 清蓄电站 | 政府确定，两部制电价模式  | 继续维持两部制电价，重新核定容量电价               |
| 深蓄电站 | 政府确定，两部制电价模式  | 继续维持两部制电价，重新核定容量电价               |
| 海蓄电站 | 政府确定，两部制电价模式  | 继续维持两部制电价，重新核定容量电价               |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 盈利预测：

#### （1）抽蓄业务：

表4：抽蓄业务关键假设及测算结果

|             | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E |
|-------------|------|------|-------|-------|
| 装机规模（万千瓦）   | 788  | 1028 | 1028  | 1028  |
| 市场化抽水利用小时数  |      |      | 400   | 450   |
| 抽水电价（元/千瓦时） |      |      | 0.30  | 0.30  |
| 放电电价（元/千瓦时） |      |      | 0.50  | 0.55  |
| 收入（百万）      | 3389 | 4152 | 5965  | 6311  |
| 成本（百万）      | 1785 | 2211 | 3578  | 3714  |
| 毛利润（百万）     | 1604 | 1941 | 2387  | 2596  |
| 净利润（百万）     | 1007 | 1169 | 1961  | 2132  |
| 归母净利润（百万）   | 737  | 899  | 1562  | 1702  |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和测算

#### （2）调峰水电业务：

表5：调峰水电业务关键假设及测算结果

|             | 2021  | 2022  | 2023E | 2024E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 装机规模（万千瓦）   | 203   | 203   | 203   | 203   |
| 单瓦成本（元/瓦）   | 0.338 | 0.338 | 0.338 | 0.338 |
| 利用小时数       | 394   | 560   | 571   | 571   |
| 上网电价（元/千瓦时） | 0.20  | 0.20  | 0.20  | 0.20  |
| 收入（百万）      |       | 2259  | 2304  | 2304  |
| 成本（百万）      |       | 687   | 687   | 687   |
| 毛利润（百万）     |       | 1572  | 1617  | 1617  |
| 净利润（百万）     |       | 895   | 926   | 926   |

|           |     |     |     |
|-----------|-----|-----|-----|
| 归母净利润（百万） | 715 | 832 | 832 |
|-----------|-----|-----|-----|

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和测算

### 投资建议：

维持“买入”评级。维持盈利预测，我们预计 2023-2024 年公司营业收入分别为 82.9、89.1 亿元，净利润分别为 19.4、21.9 亿元。我们测算，抽水蓄能业务 2023-2024 年归母净利润分别为 15.6、17.0 亿元，给予 26-29 倍 PE，2023 年权益市值为 405.6-452.4 亿元，调峰水电业务 2023-2024 年归母净利润分别为 3.8、3.9 亿，给予 20-22 倍 PE，对应 2023 年权益市值为 76.0-85.8 亿元，总体权益市值为 481.6-538.2 亿元，对应合理股价为 15.07-16.84 元/股，较当前股价有 8%-20%的溢价空间，维持“买入”评级。

## 附表：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         | 197         | 3063         | 1139         | 1466         | 1889         | 营业收入              | 2164         | 8261          | 8291          | 8909          | 11445          |
| 应收款项             | 359         | 490          | 977          | 1019         | 1113         | 营业成本              | 1915         | 4269          | 4282          | 4552          | 6037           |
| 存货净额             | 17          | 231          | 293          | 287          | 367          | 营业税金及附加           | 14           | 127           | 128           | 137           | 176            |
| 其他流动资产           | 20          | 417          | 402          | 775          | 572          | 销售费用              | 6            | 4             | 4             | 4             | 5              |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>593</b>  | <b>6490</b>  | <b>6472</b>  | <b>9407</b>  | <b>13315</b> | 管理费用              | 219          | 559           | 497           | 445           | 549            |
| 固定资产             | 2438        | 32487        | 38726        | 44883        | 50919        | 财务费用              | 6            | 647           | 462           | 603           | 755            |
| 无形资产及其他          | 59          | 850          | 816          | 782          | 748          | 投资收益              | 25           | 9             | 12            | 18            | 69             |
|                  |             |              |              |              |              | 资产减值及公允价值变        |              |               |               |               |                |
| 投资性房地产           | 30          | 706          | 706          | 706          | 706          | 动                 | 0            | (5)           | (5)           | (6)           | 8              |
| 长期股权投资           | 75          | 207          | 207          | 207          | 207          | 其他收入              | 10           | (36)          | (41)          | (29)          | (23)           |
| <b>资产总计</b>      | <b>3196</b> | <b>40739</b> | <b>46927</b> | <b>55984</b> | <b>65895</b> | 营业利润              | 38           | 2624          | 2885          | 3151          | 3976           |
| 短期借款及交易性金融       |             |              |              |              |              | 营业外净收支            | (2)          | (15)          | (51)          | 1             | 48             |
| 负债               | 196         | 1147         | 3154         | 7958         | 11443        | 利润总额              | 37           | 2609          | 2834          | 3152          | 4024           |
| 应付款项             | 315         | 1748         | 2335         | 2410         | 3239         | <b>所得税费用</b>      | <b>21</b>    | <b>522</b>    | <b>425</b>    | <b>473</b>    | <b>604</b>     |
| 其他流动负债           | 310         | 411          | 518          | 526          | 701          | 少数股东损益            | 0            | 424           | 465           | 492           | 596            |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>821</b>  | <b>3306</b>  | <b>6007</b>  | <b>10895</b> | <b>15384</b> | 归属于母公司净利润         | 16           | 1663          | 1943          | 2187          | 2824           |
| 长期借款及应付债券        | 78          | 10286        | 10286        | 10286        | 10286        |                   |              |               |               |               |                |
| 其他长期负债           | 160         | 3799         | 5045         | 6706         | 8888         | <b>现金流量表（百万元）</b> | <b>2021</b>  | <b>2022</b>   | <b>2023E</b>  | <b>2024E</b>  | <b>2025E</b>   |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>238</b>  | <b>14086</b> | <b>15331</b> | <b>16993</b> | <b>19174</b> | <b>净利润</b>        | <b>16</b>    | <b>1663</b>   | <b>1943</b>   | <b>2187</b>   | <b>2824</b>    |
| <b>负债合计</b>      | <b>1059</b> | <b>17391</b> | <b>21338</b> | <b>27887</b> | <b>34558</b> | 资产减值准备            | 0            | 5             | 0             | 1             | 1              |
| 少数股东权益           | 0           | 3430         | 3849         | 4292         | 4828         | 折旧摊销              | 240          | 1687          | 748           | 904           | 1103           |
| 股东权益             | 2137        | 19918        | 21740        | 23805        | 26508        | 公允价值变动损失          | 0            | 5             | 0             | 1             | 1              |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>3196</b> | <b>40739</b> | <b>46927</b> | <b>55984</b> | <b>65895</b> | 财务费用              | 6            | 647           | 462           | 603           | 755            |
|                  |             |              |              |              |              | 营运资本变动            | 48           | 790           | 160           | (326)         | 1034           |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2021</b> | <b>2022</b>  | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | 其它                | 40           | 451           | 868           | 1027          | 1222           |
| 每股收益             | 0.03        | 3.47         | 0.61         | 0.68         | 0.88         | <b>经营活动现金流</b>    | <b>344</b>   | <b>4601</b>   | <b>3720</b>   | <b>3793</b>   | <b>6184</b>    |
| 每股红利             | 0.01        | 0.04         | 0.04         | 0.04         | 0.04         | 资本开支              | (383)        | (5001)        | (6954)        | (7028)        | (7106)         |
| 每股净资产            | 4.47        | 41.62        | 6.80         | 7.45         | 8.29         | 其它投资现金流           | 0            | (2289)        | (1373)        | (2197)        | (3515)         |
| ROIC             | 0%          | 15%          | 9%           | 8%           | 9%           | <b>投资活动现金流</b>    | <b>(362)</b> | <b>(6641)</b> | <b>(8327)</b> | <b>(9225)</b> | <b>(10621)</b> |
| ROE              | 1%          | 8%           | 9%           | 9%           | 11%          | 权益性融资             | 0            | 8010          | 0             | 0             | 0              |
| 毛利率              | 11%         | 48%          | 48%          | 49%          | 47%          | 负债净变化             | (2)          | 10209         | 0             | 0             | 0              |
| EBIT Margin      | 1%          | 39%          | 40%          | 42%          | 41%          | 支付股利、利息           | (5)          | (18)          | (121)         | (121)         | (121)          |
| EBITDA Margin    | 12%         | 60%          | 49%          | 52%          | 50%          | 其它融资现金流           | (52)         | (18914)       | 2007          | 4804          | 3485           |
| 收入增长             | 15%         | 282%         | 0%           | 7%           | 28%          | <b>融资活动现金流</b>    | <b>59</b>    | <b>2287</b>   | <b>2682</b>   | <b>5759</b>   | <b>4860</b>    |
| 净利润增长率           | -86%        | 10450%       | 17%          | 13%          | 29%          | <b>现金净变动</b>      | <b>41</b>    | <b>2866</b>   | <b>(1924)</b> | <b>328</b>    | <b>423</b>     |
| 资产负债率            | 33%         | 51%          | 54%          | 57%          | 60%          | 货币资金的期初余额         | 156          | 197           | 3063          | 1139          | 1466           |
| 股息率              | 0.1%        | 0.2%         | 1.6%         | 1.6%         | 1.6%         | 货币资金的期末余额         | 197          | 3063          | 1139          | 1466          | 1889           |
| P/E              | 485.3       | 4.6          | 26.3         | 23.4         | 18.1         |                   |              |               |               |               |                |

|           |      |     |      |      |      |         |       |        |        |        |        |
|-----------|------|-----|------|------|------|---------|-------|--------|--------|--------|--------|
| P/B       | 3.6  | 0.4 | 2.3  | 2.1  | 1.9  | 企业自由现金流 | (90)  | 204    | (3208) | (3285) | (1028) |
| EV/EBITDA | 34.7 | 5.1 | 17.7 | 17.1 | 14.9 | 权益自由现金流 | (145) | (8501) | (1593) | 1007   | 1815   |

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

| 类别         | 级别 | 说明                   |
|------------|----|----------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上     |
|            | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
|            | 中性 | 股价表现介于市场指数±10%之间     |
|            | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上     |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上   |
|            | 中性 | 行业指数表现介于市场指数±10%之间   |
|            | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 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