

网内业务稳定增长，网外业务锦上添花

投资要点

- **业绩总结：**公司 2022 年上半年实现营业收入 163.2 亿元，同比增长 10.3%；实现归母净利润 21.1 亿元，同比增长 14.5%；实现扣非归母净利润 20.6 亿元，同比增长 14.6%；EPS 为 0.32 元。2022 年二季度实现营收 105.7 亿元，同比增长 6.9%；归母净利润 17.3 亿元，同比增长 5.4%。
- **围绕新型电力系统建设布局，公司核心业务多点开花。**2022 年国网计划投资 5012 亿元，首次突破 5000 亿元，同比增长 8.8%。电网行业投资加速带动公司核心业务板块获多项突破。2022 年上半年，公司电网自动化及工业控制业务、电力自动化信息通信业务、继电保护及柔性输电营收分别同比增长 12.6%/7.1%/1.6%。公司新一代的调度技术支持系统已在多地试运行并在江苏正式切主运行，新一代用电信息采集系统已在多地实用化上线。
- **网内外部市场协同发展，业绩稳步提升。**2022H1，公司新签合同 238.9 亿元，同比增长 2.7%。**网内市场**，公司调度、电力市场、配用电、网络安全等相关业务增长明显，中标甘肃等配电站、宁夏等新一代用采等项目，落地南网首套计量云平台及新一代计量自动化主站。**网外市场**，新签合同同比增长 27.8%，中标国能集团新电商平台咨询项目、万家寨引黄入晋工程计算机监控系统等项目。我们认为，公司持续夯实网内市场，拓展网外市场将为业绩的长期增长提供有效支撑。
- **新兴产业发展获突破。**2022H1，公司 4500V IGBT 器件通过可靠性及厂内运行试验；7MW 海上风电变流器在广东阳江应用。公司已成为了少数从器件级别掌握风电变流器核心技术的企业，并在推动电网核心功率器件“卡脖子”的问题上取得了重大突破，未来有望进一步实现 IGBT 的产业化发展。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2022-2024 年营收分别为 471.8 亿元、542.6 亿元、614.4 亿元，未来三年归母净利润将保持 16.1%的复合增长率。公司受益于特高压、抽水蓄能等领域加速发展，加强产品研发能力，积极拓展市场，长期来看经营业绩有望持续向好，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示：**电网投资不及预期的风险；特高压、抽水蓄能项目推进不及预期的风险；IGBT 产业化进程不及预期的风险；汇率波动影响公司海外营收的风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	42411.01	47180.16	54262.15	61441.61
增长率	10.15%	11.25%	15.01%	13.23%
归属母公司净利润（百万元）	5642.45	6521.17	7908.23	8826.99
增长率	16.30%	15.57%	21.27%	11.62%
每股收益 EPS（元）	0.84	0.97	1.18	1.32
净资产收益率 ROE	14.90%	15.05%	15.81%	15.38%
PE	32	28	23	21
PB	4.81	4.21	3.65	3.19

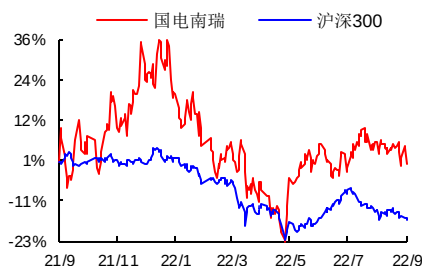
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：韩晨
执业证号：S1250520100002
电话：021-58351923
邮箱：hch@swsc.com.cn

联系人：李昂
电话：021-58351923
邮箱：liang@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

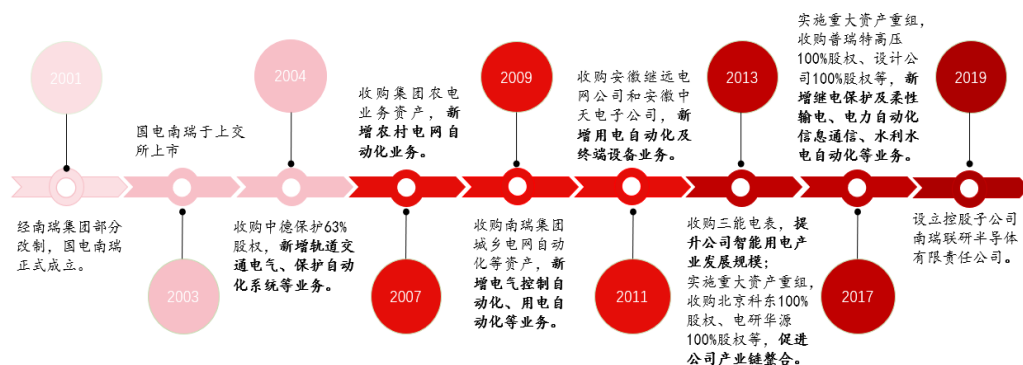
总股本(亿股)	66.95
流通 A 股(亿股)	66.28
52 周内股价区间(元)	25.82-45.37
总市值(亿元)	1,828.30
总资产(亿元)	690.49
每股净资产(元)	6.41

相关研究

1 电网建设龙头企业，全产业链布局加强发展

持续深化外延式合作，优化产业布局。国电南瑞科技股份有限公司（简称“国电南瑞”）成立于 2001 年，由南瑞集团作为主发起人，2003 年 10 月于上交所上市，是国家电网公司系统内的首家上市公司。公司凭借先进的控制技术和信息技术为基础，利用大数据、云计算、区块链等技术，为电网、轨道交通、水利、市政公用等行业和客户提供软硬件产品、整体解决方案及应用服务。公司通过收购多家公司股权，先后增加了轨道交通电气、保护自动化系统、农村电网自动化等业务，且在 2017 年完成重大资产重组后，最终形成了电网自动化及工业控制、继电保护及柔性输电、电力自动化信息通信、发电及水利环保四大业务板块。

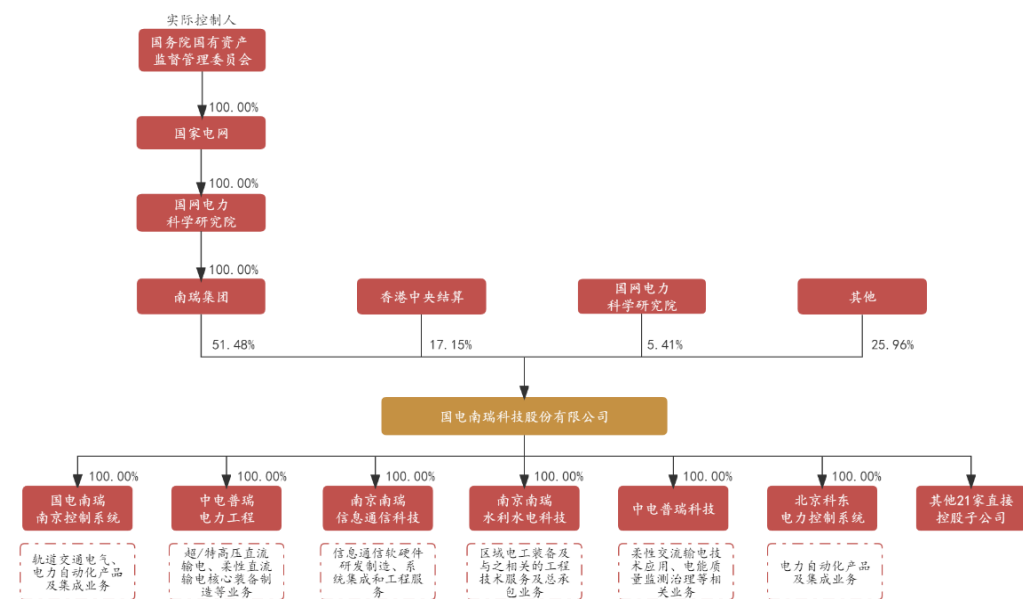
图 1：国电南瑞历史沿革



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会，截止 2022H1，国务院国有资产监督管理委员会通过控股公司第一大股东——南瑞集团，间接持有公司 51.48% 的股权，股权比例集中。公司子公司职能分工明确，其中中电普瑞负责特高压输电，国电南瑞南京控制系统负责轨交及电力自动化，南京南瑞信息通信科技负责信息通信软硬件，提供主要业绩增量。

图 2：公司股权结构及子公司（截止 2022 年上半年）



数据来源：公司公告，西南证券整理

全产业链布局，下游应用广泛。国电南瑞业务覆盖发输变配用的全流程，是目前国内电力系统及其自动化领域唯一能够提供全产业链产品和一体化整体解决方案的供应商。公司产品广泛应用于电力系统、轨道交通、工业控制、智能制造、水利、化工、新能源等众多领域。

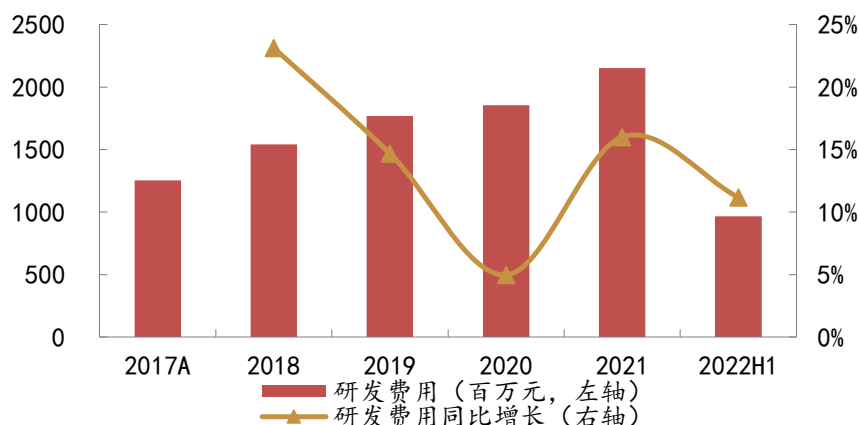
表 1：产品线丰富，应用下游多领域

业务板块	主要产品	应用领域
电网自动化及工业控制	电网安全稳定分析与控制、电网调度自动化、电力市场、源网荷储协同控制、变电站自动化及保护、配电自动化、用电自动化及需求侧管理、电动汽车充换电设施及充换电站运营管理、轨道交通综合监控系统、电气化铁路供电调度自动化系统及牵引变电站综合自动化系统、全厂电气智能调控系统、全厂变电站综合自动化系统等	电力系统输电、调度、变电、配电、用电、综合能源、轨道交通、工业控制、智能制造等
继电保护及柔性输电	电力控制保护、换流阀、直流断路器、固定和可控串联补偿器、可控高压并联电抗器、无功补偿装置（SVC）及静止同步补偿器（STATCOM）、集中式和分布式统一潮流控制器、故障电流限制器等	电厂、电网等
电力自动化信息通信	电网生产管理、调度管理、电力营销、安监基建、网络与信息安全、信息通信综合监管、通信设备及系统、信息通信系统集成及运维、实时数据库、大数据及云服务、量子保密通信、能源工业云网等	发电、水利、通信、石油、化工、新能源等
发电及水利环保	水电厂控制及自动化、发电厂/燃机电厂电气二次系统、流域水电调度一体化、抽水蓄能电站控制及自动化、水利水电工程安全监测、水利水电鱼道生态工程综合管控、清洁能源功率预测与调度管理系统、新能源及储能并网控制和保护、新能源电站综合监控及远程集中监控、海上风电场一体化监控、海上智能升压站等	能源、发电、节能环保、水利水务、市政交通等

数据来源：公司公告，西南证券整理

技术优势领先，研发实力雄厚。公司的多项产品已位于行业前列，在继电保护领域是国内高压电网继电保护技术的开拓者；柔性输电领域的高压大容量换流阀、直流断路器、控制保护系统等关键设备也已达到国际领先水平。公司研发投入持续加大，2017 年-2021 年研发费用的 CAGR 为 14.5%，2022 年上半年的研发费用为 9.7 亿元，同比增长 11.2%。

图 3：公司研发费用逐年增长



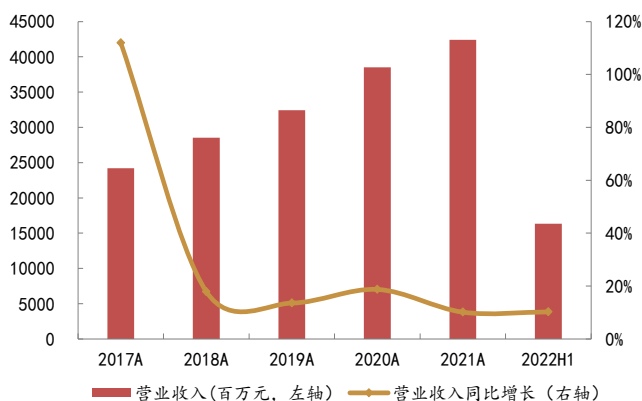
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 乘新型电力系统建设之风，经营业绩稳定增长

电网内外同步发展，公司营收规模持续扩大。2017 年至 2021 年，公司营收从 242 亿元增长至 424.1 亿元，CAGR 为 15.1%。2021 年公司受益于“双碳”背景下新型电力系统建设的加速推进，公司新签合同 556 亿元，同比增长 10%。2022 年上半年公司进行电网内外部市场再拓展，实现营收 163.2 亿元，同比增长 10.3%，其中电网行业收入 109.7 亿元，同比增长 7.7%；其他行业营收 53.2 亿元，同比增长 15.9%。

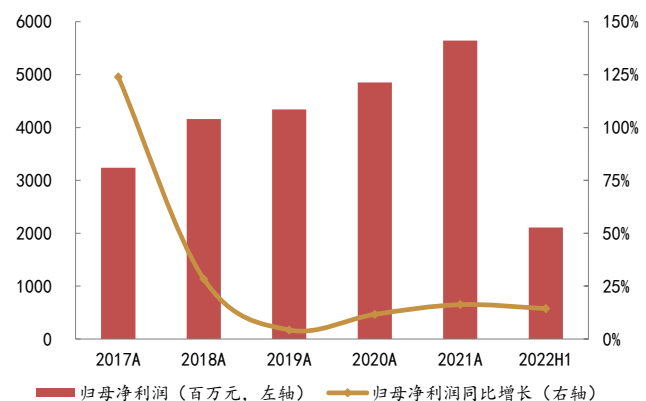
克服宏观经济下行等压力，2022H1 公司净利润同比增长 14.5%。2017 年至 2021 年，公司归母净利润从 32.4 亿元增长至 56.4 亿元，CAGR 为 14.9%。2021 年为“十四五”开元之年，公司抢抓新型电力系统建设、清洁能源大规模并网、数字化转型等机遇，实现归母净利润 56.4 亿元，同比增长 16.3%。2022 年上半年，公司克服经济下行压力及疫情反复爆发等不利因素，实现归母净利润 21.1 亿元，同比增长 14.5%。

图 4：2022H1 公司营收同比增长 10.3%



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：2022H1 公司归母净利润同比增长 14.5%

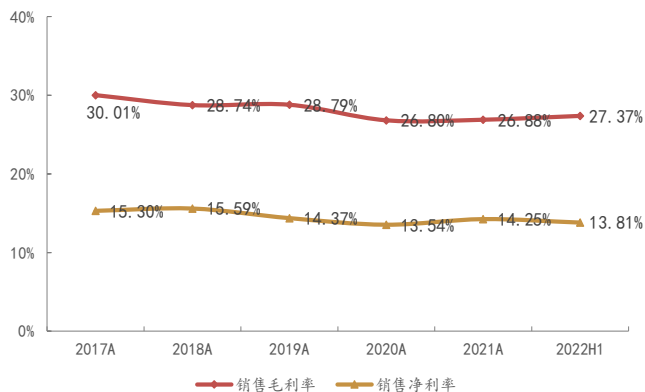


数据来源：公司公告，西南证券整理

盈利能力总体稳定，产品结构有所调整。2022 年上半年，公司销售毛利率为 27.4%，同比下降 0.01pp；销售净利率为 13.8%，同比上升 0.5pp。尽管由于继电保护及柔性输电业务中产品结构变化，该业务的毛利率同比下降 3.8pp，但受益于电力自动化信息通信业务中信息通信运营等业务的占比提升、集成及其他板块中节能租赁业务的收入增长，整体毛利率基本稳定。

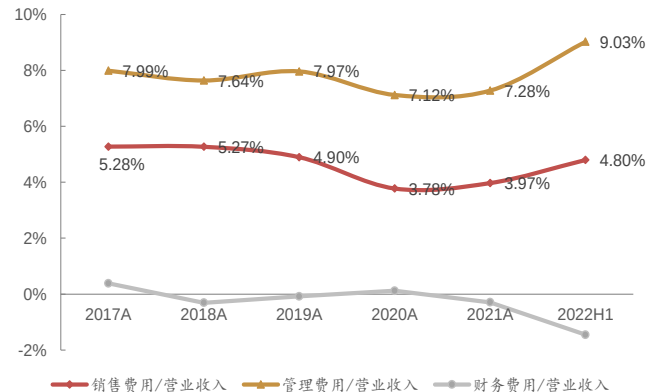
费用率管控较好，2022H1 期间费用率同比下降 1.1pp。具体来看，公司 2022 年上半年销售费用率为 4.8%，同比下降 0.3pp；管理费用率为 9%，同比增加 0.3pp；财务费用率为 -1.5%，同比下降 1pp，主要系外汇波动汇兑收益增长及利息收入增长所致。

图 6：公司盈利水平总体保持稳定



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：公司费用率管控较好



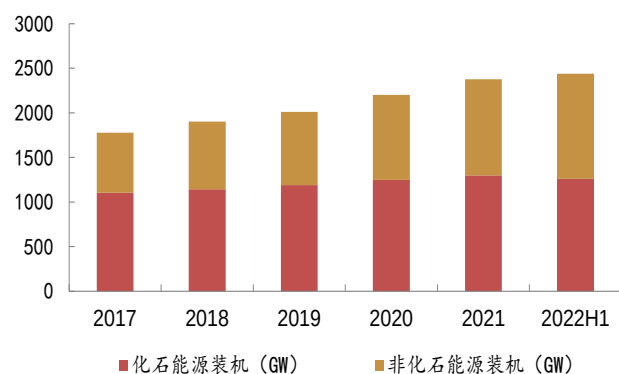
数据来源：公司公告，西南证券整理

供给侧：“双碳”背景下，非化石能源装机占比逐步提升，预计 2022 年首次达 50%。

截至 2022H1，全国非化石能源发电装机容量为 11.8 亿千瓦，占总装机容量比重已达 48.2%，同比提升 2.8pp。据中电联预测，在新能源快速发展的情况下，2022 年基建新增装机规模将达历史新高，全国发电装机容量达 26 亿千瓦，同比增长 9% 左右；非化石能源发电装机达 13 亿千瓦左右，占总装机容量比重将首次上升至 50%。

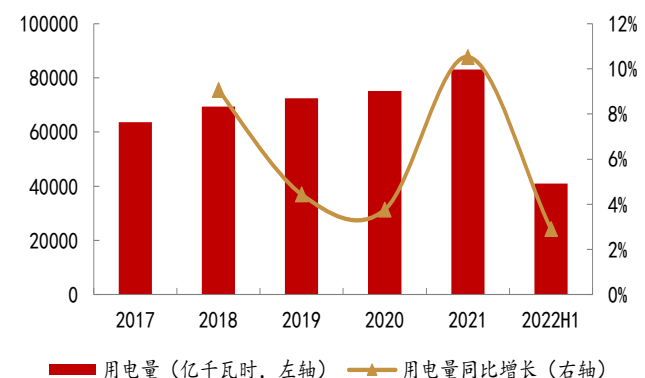
需求侧：我国用电呈刚性、持续增长，且计划于 2025 年电气化率达 30%。 2017-2021 年，总用电量从 6.4 万亿千瓦时增长至 8.3 万亿千瓦时，CAGR 为 6.9%。2022H1 用电量为 4.1 万亿千瓦时，同比增长 2.9%。此外，电气化发展也是实现碳达峰、碳中和的有效途径，在电气化加速情景下，2020 年电能占终端能源消费比重为 26.5%。2022 年 3 月，《关于进一步推进电能替代的指导意见》指出 2025 年电能占终端能源消费比重将达 30% 左右。

图 8：供给侧：非化石能源装机占比逐年提升



数据来源：中电联，西南证券整理

图 9：需求侧：2022H1 年用电量同比增长 2.9%

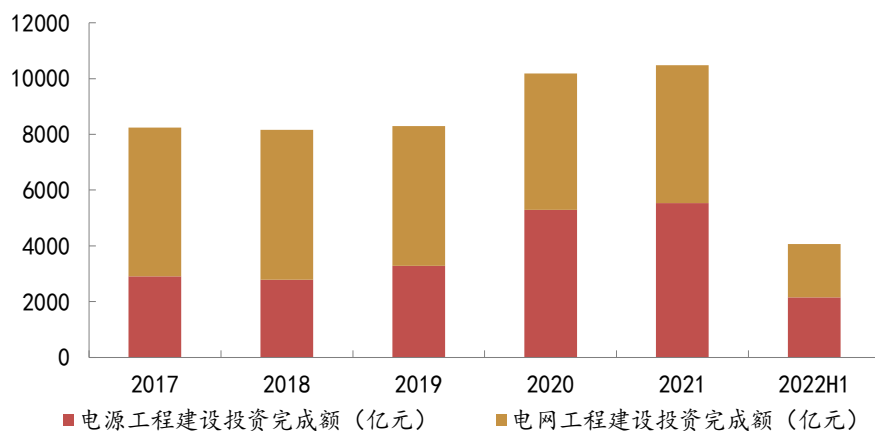


数据来源：中电联，西南证券整理

新型电力系统的建设推动电力工程建设投资规模增长，特高压、抽水蓄能等领域受益。

2022H1，重点调查企业电力完成投资 4063 亿元，同比增长 14%，其中电源、电网分别完成投资 2158、1905 亿元，非化石能源发电投资占电源投资的比重达 84.7%。考虑到我国风光资源分布不均，因此对特高压、抽水蓄能等电力基础设施投资必不可少，从而实现新能源发电跨区域、跨时间的消纳。

图 10：新型电力系统建设拉动投资增长



数据来源：中电联，西南证券整理

公司换流阀等产品支撑特高压工程实施。2021 年至今，公司先后为雅中-江西、南昌-长沙、陕北-湖北、白鹤滩-江苏等特高压工程提供了换流阀、稳控系统等产品。其中国电南瑞普瑞工程/普瑞科技研发的可控恢复效能装置在白鹤滩-江苏项目中得到了首次应用，标志着特高压领域又一项技术成果的诞生。

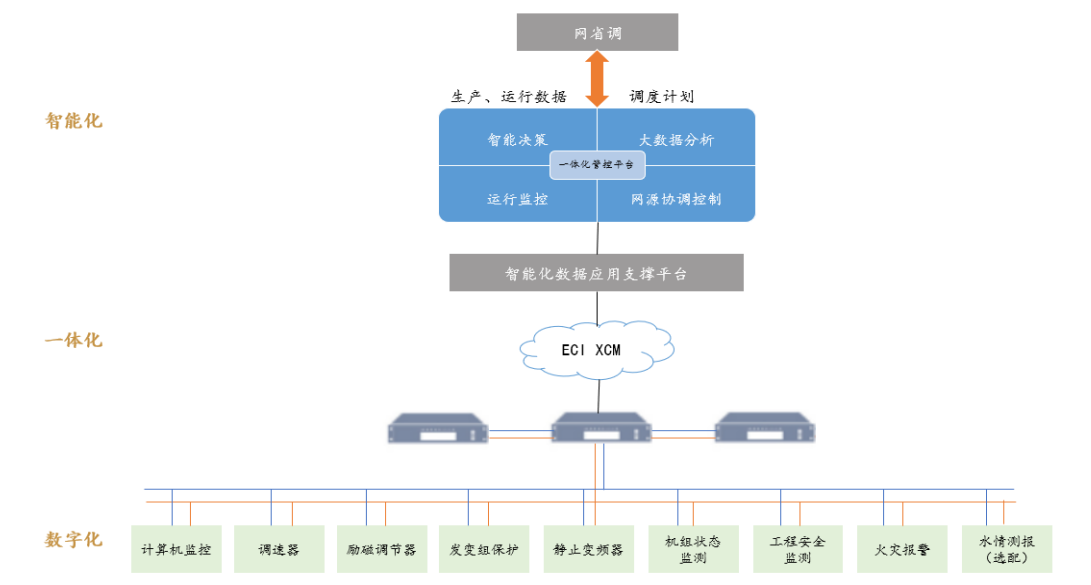
表 2：2021 年至今公司参与的部分特高压工程

投运时间	项目名称	参与公司	产品供应
2021 年 6 月 21 日	雅中-江西±800 千伏特高压直流工程	普瑞工程/普瑞科技	换流阀
2021 年 12 月 24 日	南昌-长沙特高压交流工程	国电南瑞	多电压等级多类型高压保护系统，涵盖 NSR-300 系列 1000kV 新建潇江 I，II 线线路保护、1000kV 主体变保护、1000kV 调压补偿变保护等
2022 年 4 月 16 日	陕北-湖北±800 千伏特高压直流输电工程	普瑞工程/普瑞科技	换流阀
2022 年 7 月 1 日	白鹤滩-江苏±800 千伏特高压直流输电工程	普瑞工程/普瑞科技	可控自恢复消能装置

数据来源：公司官网，西南证券整理

抽水蓄能建设规模将大幅跃升，公司在该领域具备完善的机组控制保护及并网解决方案。《抽水蓄能中长期发展规划(2021-2035 年)》指出，到 2025 年抽水蓄能投产总规模达 62GW 以上，环比 2021 年装机容量增长 70%。2022 年，预计投产规模约为 9GW，总装机容量达 45GW 左右。目前，公司已自主研发适用于抽水蓄能电站的主辅一体化监控系统、调速系统、励磁系统、工程安全监测、水情测报系统等，并成功研制了世界单机装机容量最大的百万千瓦级巨型水电机组励磁系统和保护控制产品，拥有完善的抽水蓄能机组的成套设备、智能化的新能源发电场群集中控制系统等新技术新产品。

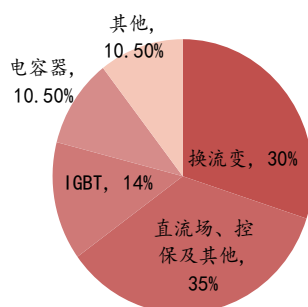
图 11：抽水蓄能电站控制及自动化整体解决方案



数据来源：公司官网，西南证券整理

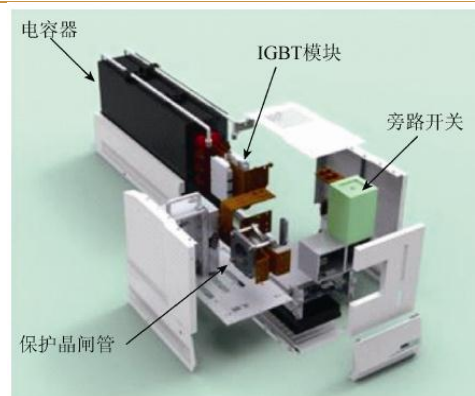
柔性直流输电优势明显，IGBT 换流阀为核心设备。柔性直流输电是继交流输电、常规直流输电后发展起来的一种新型高压直流输电技术。相对于传统直流输电，柔性直流具有独立的有功和无功控制能力、无需补偿装置、响应快、占地小等优势。IGBT 换流阀作为柔性直流输电工程的核心设备，可帮助实现交流和直流能量的相互转换。据全球能源互联网发展合作组织，IGBT 在特高压柔性直流输电技术换流站成本中占比约 14%。

图 12：IGBT 在特高压柔性直流输电技术换流站中占比约 14%



数据来源：全球能源互联网发展合作组织、《特高压输电技术发展与展望》，西南证券整理

图 13：换流阀中子模块示意图



数据来源：《厦门±320kV/1000MW 柔性直流输电换流阀及换流阀控制保护系统设计和工程应用》，西南证券整理

推动新兴产业发展，公司 IGBT 业务取得重要突破。2021 年 5 月 27 日，采用国电南瑞南瑞联研半导体有限责任公司自主研发 IGBT 的风电变流器在湖南梅岗 2.5MW 直驱机组上一次性投运成功，该产品可广泛应用于风电、SVG（静止无功发生器）及高压变频器等领域；2021 年 10 月 28 至 29 日，国电南瑞具有自主知识产权的 3300V/1500A IGBT 器件在厦门鹭岛柔直换流站换流阀顺利完成柔直运行的全部试验项目，正式投入电网使用。以上成果标志着国电南瑞成为了极少数能从器件级别掌握风电变流器核心技术的企业，同时也在推动电网核心功率器件“卡脖子”问题上取得了重大突破。

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设：

假设 1: 公司电网自动化及工业控制产品是其核心业务, 有望维持较为稳定的增长态势。
假设 2022-2024 年公司电网自动化业务占智能电网市场的比重分别为 24.5%/25.5%/26.5%。

假设 2: “十四五”期间国网规划特高压建设工程“24 交 14 直”, 总投资 3800 亿元, 较“十三五”期间增长 35.7%, 公司作为业内龙头公司相应业务有望充分受益。预计 2022-2024 年, 公司特高压业务的市场占比分别增长至 1.2%/1.4%/1.6%。

假设 3: 随着数字化转型加快, 预计 2022-2024 年公司电力自动化通信业务占中国电力信息化市场的比重分别增长至 17.5%/18%/19%。

假设 4: 公司各项业务毛利率保持相对稳定。

基于以上假设, 我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表:

表 3: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
电网自动化及工业控制	收入	23858.6	25922.05	28392.78	31067.07
	增速	10.8%	8.6%	9.5%	9.4%
	毛利率	25.6%	26.0%	26.0%	26.0%
继电保护及柔性输电	收入	6142.3	7194.1	9583.7	11116.8
	增速	2.1%	17.1%	33.2%	16.0%
	毛利率	39.4%	40.0%	40.0%	40.0%
电力自动化信息通信	收入	7611.5	8990.6	10908.0	13528.0
	增速	17.1%	18.1%	21.3%	24.0%
	毛利率	20.9%	22.0%	22.0%	22.0%
发电及水力环保	收入	2522.7	2686.7	2874.7	3104.7
	增速	-1.5%	6.5%	7.0%	8.0%
	毛利率	14.8%	14.5%	15.0%	15.0%
集成及其他	收入	2175.6	2284.4	2398.6	2518.5
	增速	21.3%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	39.2%	45.0%	40.0%	40.0%
其他业务	收入	100.3	102.3	104.4	106.5
	增速	-2.5%	2.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	63.3%	63.0%	63.0%	63.0%
合计	收入	42411.0	47180.2	54262.1	61441.6
	增速	10.2%	11.2%	15.0%	13.2%
	毛利率	27.0%	27.6%	27.8%	27.8%

数据来源: Wind, 西南证券

3.2 相对估值

我们选取电网行业三家可比公司，2022 年-2024 年平均 PE 分别为 27、18、15 倍。公司受益于特高压、抽水蓄能等领域加速发展，加强产品研发能力，积极拓展市场，长期来看经营业绩有望持续向好。预计公司 2022-2024 年营收分别为 471.8 亿元、542.6 亿元、614.4 亿元，未来三年归母净利润将保持 16.1% 的复合增长率，首次覆盖给予“持有”评级。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
002028.SZ	思源电气	40.72	1.56	1.80	2.28	2.69	26.10	22.62	17.86	15.14
600312.SH	平高电气	7.72	0.05	0.22	0.44	0.61	154.40	35.09	17.55	12.66
000400.SZ	许继电气	19.87	0.72	0.84	1.00	1.15	27.60	23.65	19.87	17.28
平均值							69.37	27.12	18.43	14.97

数据来源：Wind，西南证券整理；注：思源电气、许继电气 EPS 为西南证券预测，其余为 Wind 一致预期

4 风险提示

- 1) 电网投资不及预期的风险；
- 2) 特高压、抽水蓄能项目推进不及预期的风险；
- 3) IGBT 产业化进程不及预期的风险；
- 4) 汇率波动影响公司海外业务营收的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	42411.01	47180.16	54262.15	61441.61	净利润	6042.81	6993.24	8479.34	9463.10
营业成本	31011.68	34137.39	39152.27	44349.66	折旧与摊销	1292.25	1485.81	1485.81	1485.81
营业税金及附加	220.70	254.44	288.57	423.95	财务费用	-125.15	0.00	0.00	0.00
销售费用	1684.13	1792.85	1899.18	2150.46	资产减值损失	-93.20	-154.83	-149.36	-141.82
管理费用	933.70	3302.61	3527.04	3993.70	经营营运资本变动	369.12	-783.08	-666.40	-1101.75
财务费用	-125.15	0.00	0.00	0.00	其他	-2815.05	97.80	-168.58	213.43
资产减值损失	-93.20	-154.83	-149.36	-141.82	经营活动现金流净额	4670.77	7638.95	8980.81	9918.77
投资收益	16.55	32.17	29.79	28.75	资本支出	-1147.08	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	15.05	32.00	29.35	27.85	其他	-708.58	1306.14	59.14	56.60
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1855.66	1306.14	59.14	56.60
营业利润	6843.42	7911.88	9603.60	10722.26	短期借款	-1076.12	-87.03	0.00	0.00
其他非经营损益	22.91	36.17	35.79	33.77	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	6866.33	7948.05	9639.38	10756.03	股权融资	70.61	0.00	0.00	0.00
所得税	823.52	954.80	1160.04	1292.93	支付股利	-1940.93	-1128.49	-1304.23	-1581.65
净利润	6042.81	6993.24	8479.34	9463.10	其他	700.17	-16.66	0.00	0.00
少数股东损益	400.36	472.07	571.11	636.11	筹资活动现金流净额	-2246.25	-1232.18	-1304.23	-1581.65
归属母公司股东净利润	5642.45	6521.17	7908.23	8826.99	现金流量净额	531.77	7712.91	7735.71	8393.73
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	12508.96	20221.87	27957.58	36351.31	成长能力				
应收和预付款项	22209.77	25900.39	29256.26	33157.10	销售收入增长率	10.15%	11.25%	15.01%	13.23%
存货	7867.81	8679.24	10251.37	11484.27	营业利润增长率	16.50%	15.61%	21.38%	11.65%
其他流动资产	9126.85	2580.20	2766.48	2955.32	净利润增长率	15.95%	15.73%	21.25%	11.60%
长期股权投资	155.36	155.36	155.36	155.36	EBITDA 增长率	13.55%	17.32%	18.00%	10.09%
投资性房地产	86.34	86.34	86.34	86.34	获利能力				
固定资产和在建工程	12503.81	11201.71	9899.61	8597.51	毛利率	26.88%	27.64%	27.85%	27.82%
无形资产和开发支出	1584.34	1406.08	1227.82	1049.55	三费率	5.88%	10.80%	10.00%	10.00%
其他非流动资产	6689.71	6684.27	6678.82	6673.37	净利率	14.25%	14.82%	15.63%	15.40%
资产总计	72732.95	76915.45	88279.62	100510.12	ROE	14.90%	15.05%	15.81%	15.38%
短期借款	87.03	0.00	0.00	0.00	ROA	8.31%	9.09%	9.61%	9.42%
应付和预收款项	23936.55	26561.18	30428.84	34444.79	ROIC	25.04%	28.94%	35.17%	38.98%
长期借款	200.00	200.00	200.00	200.00	EBITDA/销售收入	18.89%	19.92%	20.44%	19.87%
其他负债	7966.93	3697.48	4018.88	4351.98	营运能力				
负债合计	32190.51	30458.67	34647.72	38996.77	总资产周转率	0.61	0.63	0.66	0.65
股本	5545.44	6694.63	6694.63	6694.63	固定资产周转率	4.56	5.22	7.02	9.56
资本公积	9209.63	8060.44	8060.44	8060.44	应收账款周转率	2.17	2.16	2.16	2.17
留存收益	23515.10	28907.78	35511.78	42757.12	存货周转率	3.81	4.00	4.08	4.06
归属母公司股东权益	37996.90	43439.18	50043.17	57288.52	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.83%	—	—	—
少数股东权益	2545.54	3017.61	3588.72	4224.83	资本结构				
股东权益合计	40542.44	46456.79	53631.90	61513.35	资产负债率	44.26%	39.60%	39.25%	38.80%
负债和股东权益合计	72732.95	76915.45	88279.62	100510.12	带息债务/总负债	4.00%	3.94%	3.46%	3.08%
					流动比率	1.70	2.00	2.13	2.25
					速动比率	1.44	1.69	1.82	1.94
					股利支付率	34.40%	17.31%	16.49%	17.92%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	8010.52	9397.69	11089.41	12208.07	每股收益	0.84	0.97	1.18	1.32
PE	32.40	28.04	23.12	20.71	每股净资产	5.68	6.49	7.48	8.56
PB	4.81	4.21	3.65	3.19	每股经营现金	0.70	1.14	1.34	1.48
PS	4.31	3.88	3.37	2.98	每股股利	0.29	0.17	0.19	0.24
EV/EBITDA	16.49	16.55	13.33	11.42					
股息率	1.06%	0.62%	0.71%	0.87%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrlyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn