

新奥股份 (600803.SH)

核心利润稳步提升，综合能源打造第二成长极

买入

核心观点

公司营业收入保持高增速，归母净利润有所下滑。2022年前三季度公司实现营业收入1065.89亿元，同比增长34.17%。前三季度归母净利润为31.59亿元，同比下降11.91%，但归属于上市公司股东的核心利润同比增长38.46%，主要原因是煤炭业务量价齐升，直销天然气利润同比增长较多。

毛利率、净利率均有下滑，财务费用率上升较多。2022年前三季度公司毛利率为7.07%，同比减少11个pct，净利率为6.42%，同比减少3.6个pct。主要是因为中国天然气需求整体受国内疫情拖累而表现低迷。销售费用率、管理费用率、研发费用率均有所减少，财务费用同比增加340%，主要是人民币贬值，公司所属子公司持有的美元债务产生汇兑损失所致。

ROE 环比提升，经营性现金流有所增长。2022年前三季度公司ROE为21.84%，同比下降6.8个pct，但相较于2022年上半年提升11.4个pct。经营性现金流同比增长56.83%，投资性现金流同比减少25.67%，主要因为上年同期出售联营公司，今年子公司结构性存款增加，对合营企业投资增加，融资性现金流较去年同期减少17.63%。

积极布局综合能源业务，氢能打造新成长极。截至2022年三季度末，公司累计投运189个泛能项目，综合能源销售量迅速提升。制氢方面，公司拥有气源成本优势，积极探索多种制氢技术，参与的制氢项目达39个；储运方面，依托天然气管网资产，构建储运氢通道，天然气运营商具备先天优势；应用方面：公司积极投入加氢站建设，打造产储运销一体化服务，力求形成氢能全生命周期服务方案。

风险提示：天然气采购价格持续提升、天然气需求不及预期、综合能源装机不及预期、政策变化。

投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计公司2022-2024年营收分别为1388.9、1581.1、1790.5亿元，归母净利润分别为48.3、58.0、66.1亿元，当前股价对应PE为9.5、7.9、6.9x。对应公司权益市值为608-662亿元，对应19.62-21.36元/股合理价格，较当前价格具有22%-33%的上浮空间。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	88,099	116,031	138,892	158,110	179,049
(+/-%)	550.5%	31.7%	19.7%	13.8%	13.2%
净利润(百万元)	2107	4102	4830.01	5801.55	6613.42
(+/-%)	74.9%	94.7%	17.8%	20.1%	14.0%
每股收益(元)	0.81	1.58	1.70	2.04	2.32
EBIT Margin	12.5%	11.2%	11.2%	11.4%	11.5%
净资产收益率 (ROE)	25.9%	27.7%	25.2%	23.7%	21.7%
市盈率 (PE)	19.9	10.2	9.5	7.9	6.9
EV/EBITDA	8.4	7.6	7.7	7.4	7.2
市净率 (PB)	5.15	2.82	2.39	1.87	1.51

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 · 燃气 II

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(首次覆盖)
合理估值	19.62 - 21.36元
收盘价	16.10元
总市值/流通市值	49894/23522百万元
52周最高价/最低价	22.22/13.76元
近3个月日均成交额	223.97百万元

市场走势



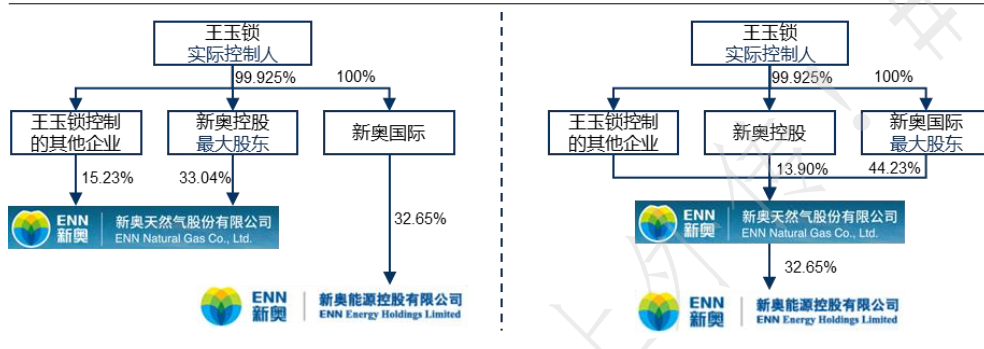
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

背靠新奥集团，贯通清洁能源产业链。新奥股份（600803.SH）隶属于新奥集团，作为中国规模最大的民营能源企业之一，在全国运营 254 个城市燃气项目，LNG 年配送能力超 100 亿方。公司近几年不断剥离边缘业务，聚焦清洁能源产业链。2020 年公司收购新奥能源完成资产重组，形成天然气上下游一体化产业链。公司坚持“天然气产业智能生态运营商”的战略定位，深入推进清洁能源全场景布局，加快数智化产品打造，天然气产业智能生态运营格局逐渐成型。

最大股东为新奥集团国际投资有限公司，实控人为新奥集团董事长王玉锁。新奥集团旗下拥有新奥能源、新奥股份、新智认知、西藏旅游 4 家上市公司，现已形成清洁能源、健康生活、智能互联网等多元布局蓝图，2021 年营业收入达 1160 亿元人民币，实力强劲。截至 2022 年 9 月 30 日，最大股东新奥国际持有公司 13.7 亿股，约占总股本的 44.23%，第二大股东新奥控股持有公司 4.3 亿股，约占总股本的 13.90%，公司实际控制人为王玉锁先生，王玉锁先生及其一致行动人合计控制上市公司 72.40% 股份。

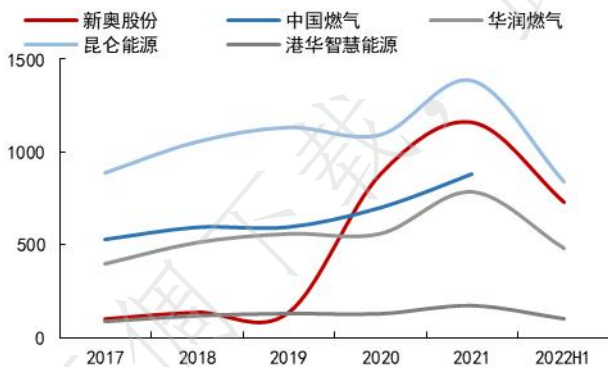
图1：新奥股份重组前后股权结构图（截至 2022 年 9 月 30 日）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

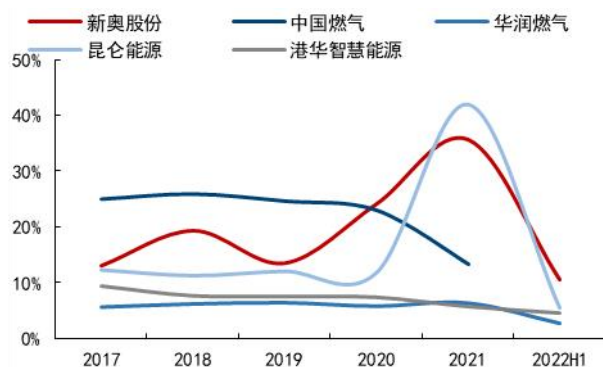
营收规模、ROE 处于行业前列，毛利率、净利率略低于同行公司。资产重组之后，新奥股份营业收入和 ROE 水平大幅提升，凭借子公司新奥能源的市场和客户，上游天然气可以被下游的分销网络迅速消纳，显著拉升公司运营效率。近两年天然气价格上涨，天然气需求整体受国内疫情拖累而表现低迷，各城燃公司毛利率均出现一定程度下滑，但公司净利率保持稳定，维持在 10% 左右，2022 年上半年由于美元债务汇兑损失导致净利率略有下滑。

图2：行业内公司营业收入对比（亿元）



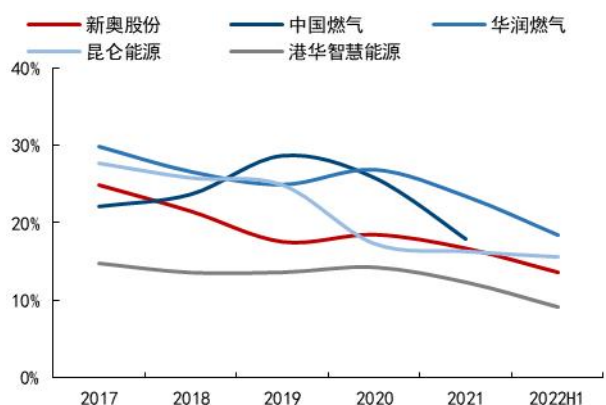
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：行业内公司 ROE 对比



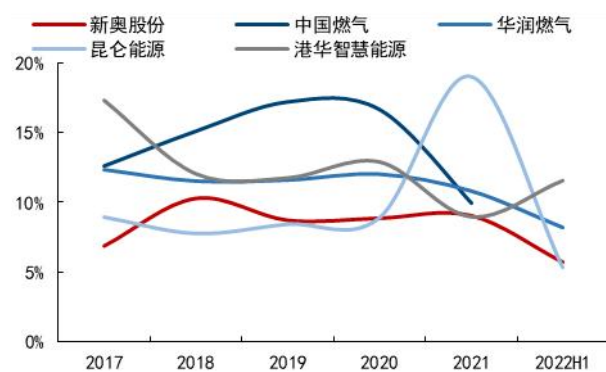
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：行业内公司毛利率对比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

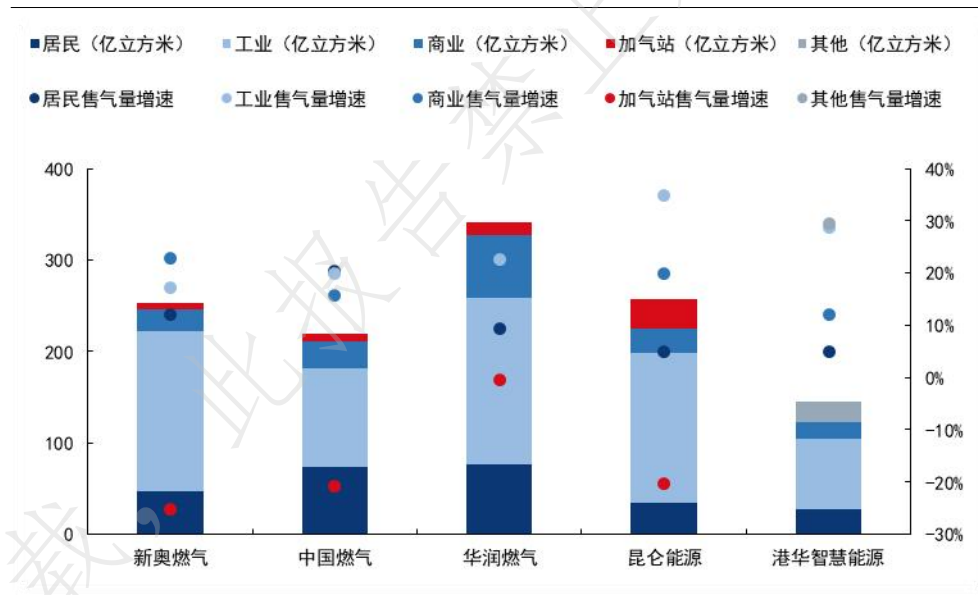
图5：行业内公司净利率对比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

售气结构优质，工商业占比 80%。优质的售气结构和高效的运营能力使公司各维度都基本处于领先地位。目前各城市已经基本建立非居民用气销售价格联动机制，在上游门站价格变动时，公司可依据变动幅度申请非居民用户燃气销售价格上浮，但是居民用户销售价格采取政府定价的方式。公司工商业城燃项目主要位于燃气需求旺盛的浙江、河北、江苏、广东等重点区域，工商业售气量占零售量 80%，工商业售气结构优于行业内其他的龙头竞争对手。同时也由于较高的工商业占比和集团的接收站带来的 LNG 资源，公司盈利能力相对维稳定。

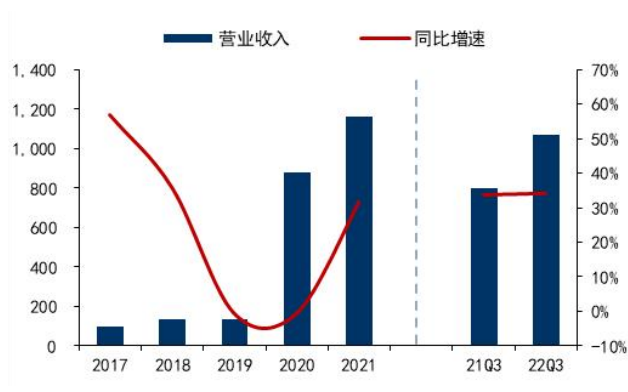
图6：2021 年可比公司天然气销售结构对比



资料来源：各公司年报、国信证券经济研究所整理

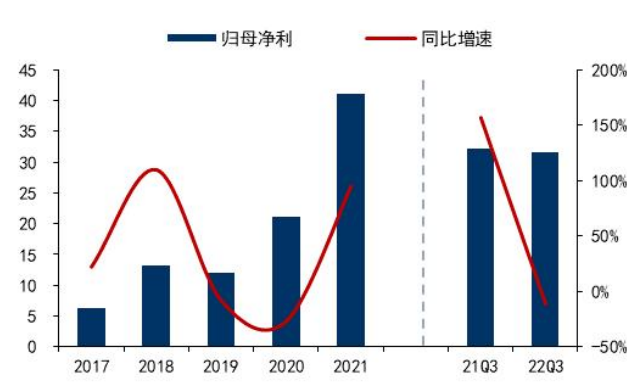
公司营业收入保持高增速，核心利润大幅提升。2022 年前三季度公司实现营业收入 1065.89 亿元，同比增长 34.17%，主要因为子公司批发和零售天然气单价上涨、气量增加，综合能源业务快速增长。归母净利润为 31.59 亿元，同比下降 11.91%，但归属于上市公司股东的净利润同比增长 38.46%，主要原因是煤炭业务销量大幅增加，单价上涨，直销天然气利润同比增长较多。

图7：公司营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

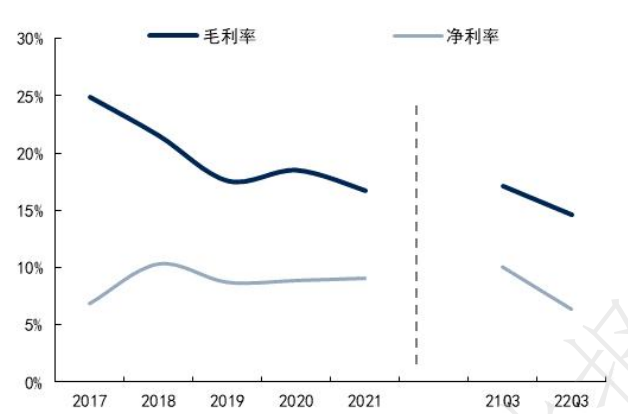
图8：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

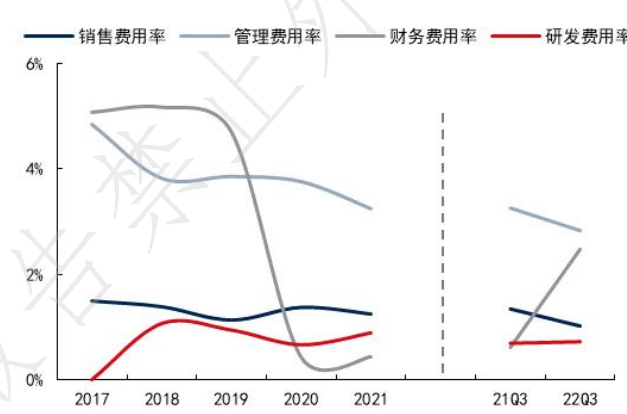
毛利率、净利率均有下滑，财务费用率上升较多。2022 前三季度公司毛利率为 7.07%，同比减少 11 个 pct，净利率为 6.42%，同比减少 3.6 个 pct。主要是因为中国天然气需求整体受国内疫情拖累而表现低迷。销售费用率、管理费用率、研发费用率均有所减少，分别为 1.0%、2.8%、0.7%，财务费用率为 2.5%，财务费用同比增加 340%，主要是人民币贬值，公司所属子公司持有的美元债务产生汇兑损失所致。

图9：公司毛利率、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10：公司期间费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

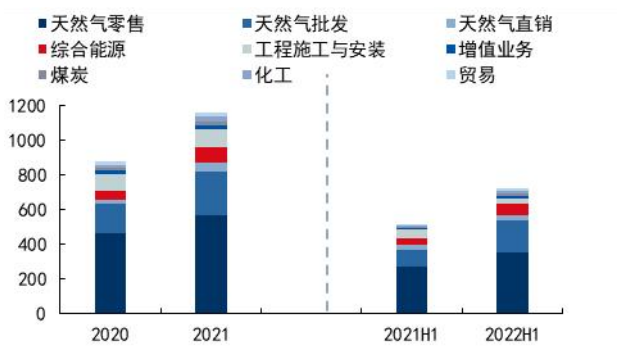
天然气业务收入稳定增长。2022 年前三季度公司总销气量达 266.36 亿方，其中，零售气 188.32 亿方，同比增长 4.4%，直销气量达 27.54 亿方，同比增长 5.2%，已与道达尔、锐进、雪佛龙等公司签署了 714 万吨/年的长期购销协议。公司在全国已拥有 254 个城市燃气项目，覆盖人口数量达 1.28 亿，服务的工商业用户 21.2 万个，家庭用户 2681.4 万户。

综合能源业务快速发展，积极发展氢能项目。2022 年前三季度公司综合能源业务收入 86.42 亿元，同比增长 52.1%，综合能源销量 182.08 亿千瓦时，同比增长 29.5%，已投运综合能源项目达 189 个，在建项目 39 个，全部达产后潜在综合能源销售量约 380 亿千瓦时。工程建造及安装业务方面，公司新签约工程建造总金额达 38 亿元，其中，氢能相关订单达 14 亿元。

增值业务高速增长，煤炭业务维持高毛利。2022 年国内煤炭市场供需状况较去年明显改善，公司商品煤销量 393 万吨，同比增长 46.1%；甲醇销量 108 万吨，同

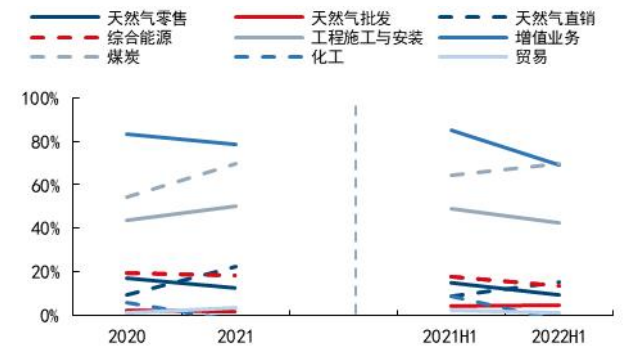
比增长 4.9%。

图 11: 公司分板块营业收入 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 公司分板块毛利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

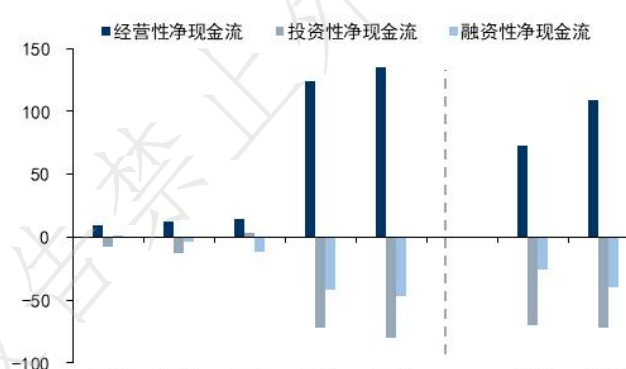
ROE 环比提升，经营性现金流有所增长。2022 年前三季度公司 ROE 为 21.84%，同比下降 6.8 个 pct，但相较于 2022 年上半年提升 11.4 个 pct。经营性现金流同比增长 56.83%，投资性现金流同比减少 25.67%，主要因为上年同期出售联营公司，今年子公司结构性存款增加，对合营企业投资增加，融资性现金流较去年同期减少 17.63%，资产周转率有所提升。

图 13: 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

图 14: 公司现金流情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

天然气全产业链发力，舟山 LNG 接收站贡献增量。上游不断提升资源获取能力，保障天然气供应稳定，与国际多家知名的上游资源方签订长协并陆续执行，国家管网改革，促进上游采购主体多元化发展。中游舟山 LNG 接收站成为支点，储配能力再上台阶，以舟山 LNG 接收站为支点，公司覆盖华北、华东、华南的海上资源进口通道，打通国际资源和国内市场。下游售气量迅速增长，燃气安装稳步推进。随着中国城镇化进程的推进，天然气消费量将进一步提升。新奥能源公司零售气占主体，直销气量迅速增长，批发业务作为补充。煤改气带动需求，工程建造和燃气安装业务稳定发展。

积极布局综合能源业务，氢能打造新成长级。截至 2022 年三季度末，公司累计投运 189 个泛能项目，综合能源销售量迅速提升。制氢方面，公司拥有气源成本优势，积极探索多种制氢技术，参与的制氢项目达 39 个；储运方面，依托天然气管网资产，构建储运氢通道，天然气运营商具备先天优势；应用方面：公司积极投

入加氢站建设，打造产储运销一体化服务，力求形成氢能全生命周期服务方案。

假设前提：

（1）城燃业务方面：随着中国城市化进程和煤改气的推进，已接驳家庭户数仍将持续增长，但新增接驳户数逐渐减少，平均每户用气量逐步增加，我们预计2022-2024年零售天然气量分别为291、331、371亿方；批发天然气作为零售业务的补充，售气量分别为81、83、84亿方，涨幅较小；由于舟山三期的投产，直销天然气量有望保持高增长，售气量分别为53、67、93亿方。

表1：城燃业务关键假设及测算

	2021A	2022E	2023E	2024E
零售天然气量（亿方）	253	291	331	371
批发天然气量（亿方）	78	81	83	84
直销天然气量（亿方）	41	53	67	93
已接驳家庭户数（万户）	2584	2859	3134	3401
零售天然气采购价（元/方）	1.96	2.06	2.06	2.06
零售天然气毛差（元/方）	0.28	0.29	0.30	0.30
天然气批发采购价（元/方）	3.09	3.15	3.15	3.15
天然气批发毛差（元/方）	0.05	0.05	0.05	0.05
零售天然气收入（百万）	56749	68497	77861	87245
零售天然气成本（百万）	49571	59940	67938	76125
批发天然气收入（百万）	24561	25749	26395	26978
批发天然气成本（百万）	24170	25346	25982	26556
直销天然气收入（百万）	5785	8874	11092	15529
直销天然气成本（百万）	4492	7300	9124	12774
工程施工收入（百万）	10409	11323	11732	11854
工程施工成本（百万）	5164	5662	5925	6046
工程建设收入（百万）	1555	1771	1993	2218
工程建设成本（百万）	771	886	1006	1131

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

（2）综合能源业务方面：根据公司披露的绿色行动报告，公司规划2025、2030分别实现光伏装机规模2.2、9.9GW，建设低碳园区和绿色工厂各50、200个，并积极布局氢能，我们预计公司2022-2024年综合能源销售量分别为289、432、549亿千瓦时。

表2：综合能源业务关键假设及测算

	2021A	2022E	2023E	2024E
售电量（亿千瓦时）	191	289	421	549
光伏装机（MW）		380	780	1210
光伏售电价（元/千瓦时）		0.453	0.439	0.426
度电成本（元/千瓦时）	0.37	0.36	0.35	0.34
综合能源项目数	150	228	331	430
氢能产量（吨/年）	1709	12303	15379	19993
加氢站个数	10	12	15	20
氢气售价（元/kg）	43	40	38	36
氢气成本（元/kg）	37	35	33	32
氢气收入（百万）	72.7	497.3	590.6	729.4
综合能源业务总收入（百万）	87.3	134.5	190.8	243.6
综合能源业务总成本（百万）	71.5	107.1	150.4	194.0

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

（3）能源化工业务方面：假设公司近几年不再新增甲醇产能，甲醇产量保持平稳，价格较2021年略有下降；2021年煤价持续上涨，10月份后，随着国家出台相关

政策保障动力煤供应，煤炭价格开始回调，我们预计 2022-2024 年公司煤炭产量分别为 550、561、572 万吨，售价保持平稳。

表 3: 能源化工业务关键假设及测算

	2021A	2022E	2023E	2024E
自产甲醇（万吨）	142	146	145	144
甲醇售价（元/吨）	1971	1873	1873	1873
自产煤炭（万吨）	390	550	561	572
煤炭售价（元/吨）	566	538	511	511
甲醇收入（百万）	2799	2732	2721	2704
甲醇成本（百万）	2871	2820	2788	2773
煤炭收入（百万）	2207	2957	2865	2922
煤炭成本（百万）	672	870	887	900

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

未来三年业绩预测：

表 4: 未来三年业绩预测表（单位：百万元）

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	116031	138892	158110	179049
营业成本	96513	115557	131072	148321
销售费用	1446	1731	1970	2231
管理费用	4359	5177	5983	6840
投资收益	1179	1179	1179	1179
财务费用	505	625	394	177
营业利润	13530	15921	19111	21776
利润总额	13466	15858	19048	21713
归母净利润	4102	4830	5802	6613
EPS（元）	1.58	1.70	2.04	2.32
ROE	27.7%	25.2%	23.7%	21.7%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理和预测

投资建议：

公司业务主要涉及天然气、综合能源、能源化工，业务差异较大，故采取分部估值法对公司进行估值。

天然气方面，我们预计该业务 2023 年可实现归母净利润 46.18 亿元。参考新奥能源和华润燃气，2022 年 PE 分别为 10.8、7.8x，我们给予天然气业务 8-9 倍 PE，对应市值 369-416 亿元。

综合能源方面，我们预计该业务 2023 年可实现归母净利润 6.81 亿元。选择南网能源、天合光能和协鑫能科，2022 年 PE 分别为 36.2、41.3、21.8x，我们给予综合能源业务 30-31 倍 PE，对应市值 204-211 亿元。

能源化工方面，我们预计该业务 2023 年可实现归母净利润 5.03 亿元。参考中国神华和兖矿能源，2022 年 PE 分别为 7.5、5.8x，我们给予能源化工业务 7 倍 PE，对应市值 35 亿元。

我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 1388.9、1581.1、1790.5 亿元，归母净利润分别为 48.3、58.0、66.1 亿元，当前股价对应 PE 为 9.5、7.9、6.9x。对应公司权益市值为 608-662 亿元，对应 19.62-21.36 元/股合理价格，较当前价格具有 22%-33%的上浮空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

表5：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (21A)	PEG (22E)	投资 评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E			
02688.HK	新奥能源	81.75	924	6.86	6.98	7.94	8.84	17.49	10.82	9.50	8.54	21.7%	6.30	无
01139.HK	华润燃气	21.95	508	2.82	2.80	3.14	3.52	15.94	7.83	6.99	6.23	15.5%	5.69	无
003035.SZ	南网能源	5.97	227	0.13	0.17	0.21	0.26	66.26	36.20	28.79	23.02	9.1%	1.12	无
688599.SH	天合光能	70.41	1522	0.84	1.70	3.01	3.97	90.68	41.32	23.35	17.67	11.2%	0.40	无
601088.SH	协鑫能科	13.76	223	0.74	0.63	0.89	1.25	22.17	21.84	15.42	11.04	16.8%	12.38	无
601088.SH	中国神华	29.15	5728	2.53	3.83	3.92	4.00	8.90	7.53	7.36	7.20	13.6%	0.15	无
600188.SH	兖矿能源	41.50	2066	3.34	7.17	7.63	8.10	7.05	5.80	5.47	5.15	26.6%	0.05	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：盈利预测来自Wind一致性预测

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 19.62-21.36 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 2023 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、受疫情影响，天然气需求持续低迷或综合能源业务装机不及预期，同行各公司业绩无法兑现，将会导致公司各项业务估值过高。
- 3、煤炭价格持续高位，国家发改委于 2022 年 2 月发布《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》，给出秦皇岛港下水煤（5500 千卡）中长期交易价格在合理区间 570~770 元/吨（含税），但煤炭市场存在不确定性，有可能出现价格下跌不及预期的情况。

盈利预测的风险

在对公司天然气、综合能源、能源生产业务的未来盈利预测中，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、若光伏组件价格持续维持高位，将会影响公司光伏装机进度，导致装机量无法达到预期。
- 2、氢能业务是公司长期发展的增量，公司前期投资较大，若氢能产业相关政策改变或发展不及预期，将会影响公司业绩增量。
- 3、若城镇化或煤改气进程进一步放缓，将会对公司城燃主业产生不利影响。

经营及其它风险

- 1、上游气源价格居高不下。若天然气价格持续维持高位，将会继续缩小公司天然气业务的毛差，影响公司业绩增长。
- 2、政策风险。天然气属于公用事业，考虑到能源保供因素，若政策限制终端销售价格上浮，将会进一步压缩城燃企业的盈利。

3、综合能源装机不及预期。

4、人民币兑美元汇率波动风险。新奥股份的海外 LNG 气源主要采用美元结算，若人民币汇率剧烈波动，将对公司的美元债务产生更大的汇兑损失。

#五個下載，此報告禁止外傳！#

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	12629	11440	31664	47647	67956	营业收入	88099	116031	138892	158110	179049
应收款项	5800	9189	10072	11994	13283	营业成本	71782	96513	115557	131072	148321
存货净额	1999	3138	3497	4118	4578	营业税金及附加	569	635	760	865	980
其他流动资产	10297	13569	16243	18490	20939	销售费用	1210	1446	1731	1970	2231
流动资产合计	30943	39834	61917	82955	107885	管理费用	3891	4359	5177	5983	6840
固定资产	56635	61908	67253	73416	79232	财务费用	377	505	625	394	177
无形资产及其他	8145	10604	13552	16521	19517	投资收益	404	1179	1179	1179	1179
投资性房地产	8241	9593	9593	9593	9593	资产减值及公允价值变动	(144)	6	7	8	8
长期股权投资	5560	5996	5933	6119	6181	其他收入	56	(229)	(308)	98	89
资产总计	109524	127934	158247	188603	222407	营业利润	10585	13530	15921	19111	21776
短期借款及交易性金融负债	16687	15244	15244	15244	15244	营业外净收支	(150)	(63)	(63)	(63)	(63)
应付款项	10221	13163	16155	18117	20632	利润总额	10435	13466	15858	19048	21713
其他流动负债	24146	26987	32346	36708	41559	所得税费用	2602	2936	3457	4153	4734
流动负债合计	51055	55393	63745	70069	77435	少数股东损益	5726	6429	7570	9093	10366
长期借款及应付债券	15502	15539	21116	27518	33934	归属于母公司净利润	2107	4102	4830	5802	6613
其他长期负债	7695	10836	15999	20151	24808						
长期负债合计	23197	26375	37115	47669	58742	现金流量表 (百万元)					
负债合计	74252	81768	100860	117738	136177	净利润	2107	4102	4830	5802	6613
少数股东权益	27140	31332	38183	46411	55792	资产减值准备	128	(151)	(1)	(1)	(1)
股东权益	8132	14833	19204	24454	30438	折旧摊销	2860	3188	3646	4186	4733
负债和股东权益总计	109524	127934	158247	188603	222407	公允价值变动损失	128	(151)	(1)	(1)	(1)
						财务费用	377	505	625	394	177
关键财务与估值指标						营运资本变动	15844	(2019)	4437	1534	3169
每股收益	0.81	1.58	1.70	2.04	2.32	其它	(8620)	8541	6297	7444	8379
每股红利	0.19	0.15	0.16	0.19	0.22	经营活动现金流	12448	13510	19209	18963	22893
每股净资产	3.13	5.71	6.75	8.59	10.70	资本开支	(6922)	(8423)	(11938)	(13317)	(13545)
ROIC	22.58%	16.41%	19%	22%	24%	其它投资现金流	(218)	(2279)	2056	(265)	(423)
ROE	25.91%	27.65%	25.15%	23.72%	21.73%	投资活动现金流	(7209)	(8041)	(9820)	(13768)	(14030)
毛利率	19%	17%	17%	17%	17%	权益性融资	200	3324	0	0	0
EBIT Margin	13%	11%	11%	11%	11%	负债净变化	2823	980	5577	6402	6416
EBITDA Margin	16%	14%	14%	14%	14%	支付股利、利息	(494)	(390)	(459)	(552)	(629)
收入增长	550%	32%	20%	14%	13%	其它融资现金流	(21101)	(11488)	0	0	0
净利润增长率	75%	95%	18%	20%	14%	融资活动现金流	(4210)	(4701)	10835	10788	11446
资产负债率	93%	88%	88%	87%	86%	现金净变动	10134	(1188)	20223	15983	20309
股息率	1.2%	0.9%	1.1%	1.3%	1.5%	货币资金的期初余额	2495	12629	11440	31664	47647
P/E	19.9	10.2	9.5	7.9	6.9	货币资金的期末余额	12629	11440	31664	47647	67956
P/B	5.1	2.8	2.4	1.9	1.5	企业自由现金流	0	2937	8261	6523	10393
EV/EBITDA	8.4	7.6	7.7	7.4	7.2	权益自由现金流	0	(7570)	13349	12617	16670

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 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 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 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 $\pm 10\%$ 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

#五個下載，此報告禁止外傳！#