

2022年03月20日

新奥股份 (600803.SH)

股份回购彰显信心，资产注入构建天然气全产业链

■事件：公司发布 2021 年年报，全年实现营业收入 1160.31 亿元，同比增长 31.71%，归母净利润 41.02 亿元，同比增长 94.67%；扣非归母净利润 35.31 亿元，同比增长 170.53%。同时，公司公布股份回购计划，拟斥资人民币 1-2 亿元以集合竞价方式在不超过 25 元/股价格以下回购公司股份用于实施股权激励。

■高气价下城燃主业稳健增长，掘金数十年积累的客户资源，从燃气向新能源拓展：新奥股份持有港股新奥能源 (2688.HK) 32.68% 股权，新奥能源为全国城燃龙头，据其 2021 年年度业绩公告披露，全年营业收入 941.9 亿元，同比增长 30.93%；归母净利润 77.55 亿元，同比增长 23.5%；核心利润 71.54 亿元，同比增长 14.6%。在高气价下，新奥能源天然气零售业务毛差从 2020 年的 0.6 元/方下降到 2021 年的 0.51 元/方，但是依靠综合能源、增值服务以及新用户拓展带来的接驳业务的增长，业绩依然稳步提升。未来新奥能源有望深挖数十年积累的优质客户资源，从燃气向新能源拓展，特别是综合能源业务大有可为。综合能源业务亦可简单理解为“燃气+新能源”，新奥能源以工商业燃气业务为基础，数十年来积累大量优质工业客户。据公司公告，截至 2021 年底，工商业客户累计达到 20.2 万户。未来，新奥能源将大力拓展低碳工厂、低碳园区、低碳建筑、低碳交通领域的综合能源服务，积极发展工商业屋顶光伏，据公司年报，年内已签约分布式光伏项目规模达 380MW。根据 2021 年公开业绩交流会资料，新奥能源 2022 年目标实现核心利润增长 12-15%，有望对新奥股份业绩产生积极贡献。

■接收站资产注入在即，构建天然气全产业链：公司于 10 月 27 日发布公告，将以发行股份及支付现金的方式购买新奥舟山 90% 的股权，此前公司仅拥有接收站运营权，在资产重组后，公司将向天然气全产业链覆盖格局更进一步：上游拥有多元化天然气供应主体与渠道；中游 LNG 接收站充分发挥接收、储运能力；下游进一步扩张城燃运营版图。据公司公告，目前舟山 LNG 接收站一期、二期已投运，处理能力有望达 800 万吨/年，在三期建成后处理能力有望达 1000 万吨/年，接收站资产注入将进一步增强公司核心竞争力。根据公告披露，舟山接收站 2020 年和 2021 年上半年 LNG 处理量分别为 254.92 万吨和 177.89 万吨，对应净利润 3.36 亿元和 2.58 亿元。依托接收站的直销气业务 2021 年直销气量达 41 亿方，净利润约 6.79 亿元。舟山 LNG 接收站注入之后，其码头仓储物流业务与直销气业务将成为公司业绩的又一重要支撑。

■新老能源共振，煤炭板块业绩亮眼：除天然气主业外，公司还拥有煤炭开采、煤化工和能源工程三大其他业务板块。2021 年，受益于煤价上涨，煤炭板块业绩亮眼，新能矿业实现净利润 11.2 亿元，考虑到 2021 年自产煤炭销售量比上年减少 38.39%，若 2022 年产量恢复正常则煤炭板块业绩有望进一步提升；煤化工业务受制于高煤价，实现净利润-4.8 亿元；能源工程业务实现净利润 4.4 亿元。

■股份回购彰显信心，定增价格与当前股价已经大幅倒挂：公司公布股份回购计划，拟斥资人民币 1-2 亿元以集合竞价方式在不超过 25 元/股价格以下回购公司股份用于实施股权激励，彰显公司对于未来业务发展的信心。公司拟向控股股东以发行股份和支付现金相结合方式购买其持有的新奥舟山 90% 股权的预案中，确定的股份发行价格为 17.22 元/股，目前股价已经与发行价格大幅倒挂。

公司快报

证券研究报告

燃气

投资评级 买入-A

维持评级

6 个月目标价： 25.00 元
股价 (2022-03-18) 15.06 元

交易数据

总市值 (百万元)	42,858.56
流通市值 (百万元)	21,570.43
总股本 (百万股)	2,845.85
流通股本 (百万股)	1,432.30
12 个月价格区间	14.13/21.85 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-9.09	-7.12	-4.91
绝对收益	-15.96	-17.61	-9.42

邵琳琳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513080002
shaoll@essence.com.cn
021-35082107

周喆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521060003
zhouzhe@essence.com.cn
021-35082029

朱心怡

报告联系人

zhuxy@essence.com.cn

相关报告

- 新奥股份：比财报业绩更亮眼的是天然气全产业链构建的护城河/邵琳琳 2021-10-29
- 新奥股份：新奥舟山接收站有望如期注入，上下游产业链协同效应进一步增强/邵琳琳 2021-10-27
- 新奥股份：“城燃主业+直销气业务”双驱动，中报业绩实现高速增长/邵琳琳 2021-08-24
- 新奥股份：城燃主业稳扎稳打，新兴业务多点开花 2021-08-19

■**投资建议：**我们预计公司 2022 年-2024 年的营业收入分别为 1259.37 亿元、1375.40 亿元、1525.03 亿元，增速分别为 8.5%、9.2%、10.9%，归母净利润分别为 44.90 亿元、50.87 亿元、60.65 亿元，增速分别为 9.5%、13.3%、19.2%，成长性突出；维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 25.0 元。

■**风险提示：**天然气需求不及预期风险、海外 LNG 价格持续提升风险、煤价下跌风险、政策推动不及预期风险

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	88,098.8	116,031.0	125,937.4	137,540.1	152,503.2
净利润	2,107.0	4,101.7	4,490.4	5,087.4	6,064.8
每股收益(元)	0.74	1.44	1.43	1.62	1.93
每股净资产(元)	2.86	5.21	5.90	7.29	9.03

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	20.3	10.4	10.6	9.3	7.8
市净率(倍)	5.3	2.9	2.6	2.1	1.7
净利润率	2.4%	3.5%	3.6%	3.7%	4.0%
净资产收益率	25.9%	27.7%	24.2%	22.2%	21.3%
股息收益率	1.3%	0.0%	1.5%	1.5%	1.3%
ROIC	51.7%	23.7%	19.3%	20.6%	20.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 2021 年年报业绩亮眼	4
2. 展望 2022，接收站资产注入和新能源拓展贡献成长动力	4
2.1. 高气价下城燃主业稳健增长，掘金数十年积累的客户资源，从燃气向新能源拓展	4
2.2. 接收站资产注入在即，构建天然气全产业链	6
2.3. 新老能源共振，煤炭板块业绩亮眼	7
3. 股份回购彰显信心，定增价格与当前股价已经大幅倒挂	7
4. 投资建议	7
5. 风险提示	8

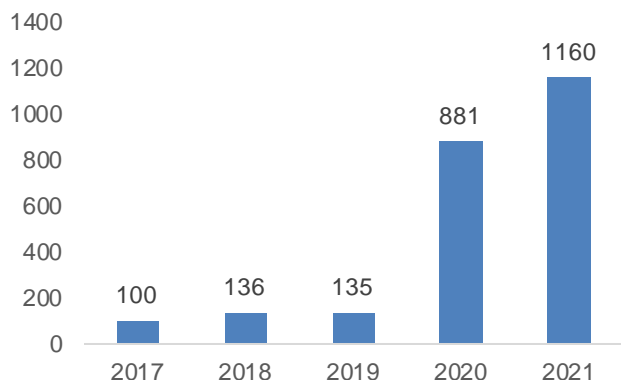
图表目录

图 1：公司历年营业收入（亿元）	4
图 2：公司历年归母净利润（亿元）	4
图 3：全国 LNG 价格走势（元/吨）	4
图 4：新奥能源天然气零售气量（亿方）	5
图 5：公司自产煤炭销量（万吨）	7
图 6：公司自产甲醇销量（万吨）	7
表 1：新奥能源零售气价格和毛差（元/方）	5
表 2：新奥能源综合能源业务核心指标	6
表 3：新奥能源不同业务毛利贡献（亿元）	6
表 4：我国 LNG 接收站概况	6

1. 2021 年年报业绩亮眼

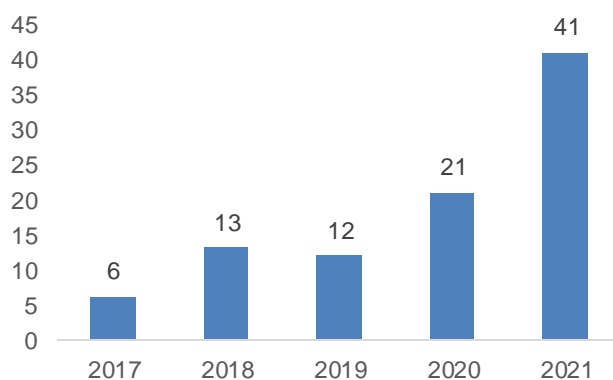
公司发布 2021 年年报，全年实现营业收入 1160.31 亿元，同比增长 31.71%，归母净利润 41.02 亿元，同比增长 94.67%；扣非归母净利润 35.31 亿元，同比增长 170.53%。2021 年公司年报业绩亮眼，业绩贡献主要来自于三方面：1) 子公司新奥能源 (2688.HK) 业绩稳健增长；2) 直销气业务快速增长；3) 煤炭业务受益于煤价上涨。同时，归母净利润还受益于政府补贴、衍生金融工具公允价值变动和股权处置等非经常性损益项的影响。自 2020 年完成重大资产重组以来，公司业务布局逐渐清晰，营业收入和净利润水平逐年快速提升。

图 1：公司历年营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 2：公司历年归母净利润（亿元）



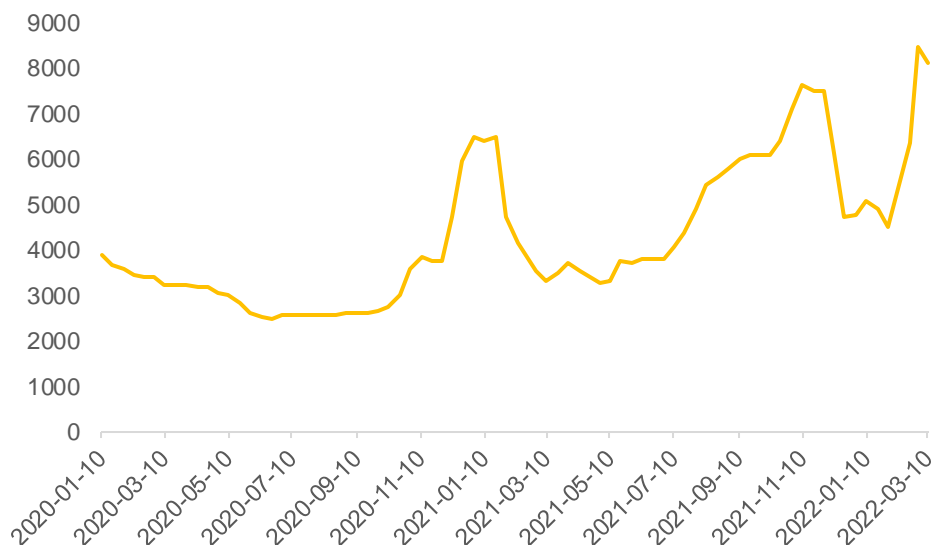
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 展望 2022，接收站资产注入和新能源拓展贡献成长动力

2.1. 高气价下城燃主业稳健增长，掘金数十年积累的客户资源，从燃气向新能源拓展

新奥股份持有港股新奥能源 (2688.HK) 32.68% 股权，新奥能源为全国城燃龙头，据其 2021 年年度业绩公告披露，全年实现营业收入 941.9 亿元，同比增长 30.93%；归母净利润 77.55 亿元，同比增长 23.5%；核心利润 71.54 亿元，同比增长 14.6%。根据股权比例，新奥能源对新奥股份在核心利润上的贡献达到 23.38 亿元，为公司业绩最重要的来源之一。

图 3：全国 LNG 价格走势（元/吨）

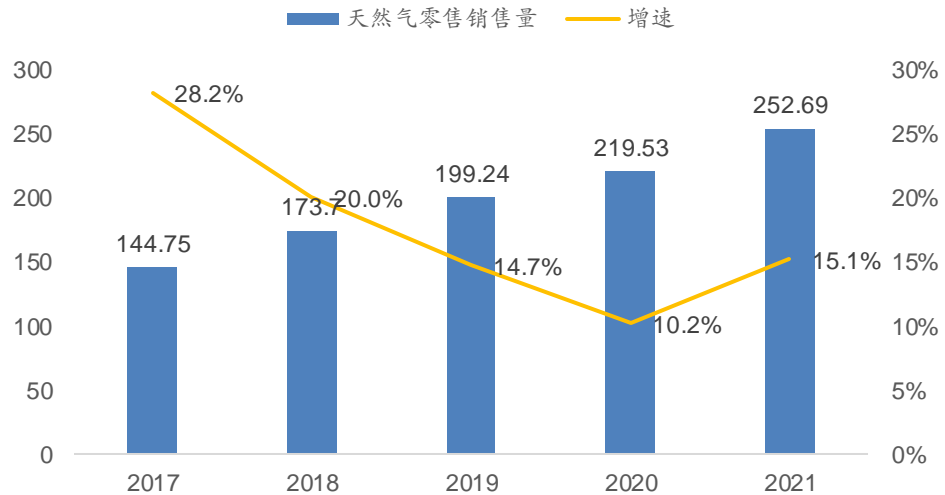


资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

2021年，在“双碳”目标的推动下，天然气的消费量大幅提升，据统计局数据，全国天然气表观消费量3726亿立方米，同比增长12.7%。2021年下半年以来，全球能源供应紧缺，天然气价格持续上涨，全年平均价格远高于往年，2022年初以来继续维持高位运行。

2021年，新奥能源天然气零售气量大幅增长，达到252.69亿方。但在高气价之下，天然气零售毛差从2020年的0.6元/方下降到2021年的0.51元/方，天然气零售业务毛利率承压，毛利同比下滑5%。

图4：新奥能源天然气零售气量（亿方）



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

表1：新奥能源零售气价格和毛差（元/方）

	2017	2018	2019	2020	2021
售价					
民生	2.66	2.67	2.88	2.81	2.93
工商业用户	2.92	3.08	3.14	2.76	3.17
汽车加气站	3.54	3.95	3.93	3.41	4.04
平均售价	2.94	3.08	3.14	2.79	3.15
平均采购价	2.24	2.41	2.5	2.14	2.6
价差(不含税)	0.63	0.61	0.59	0.6	0.51

资料来源：业绩发布会资料，安信证券研究中心

在天然气零售业务毛利下滑的背景下，依靠综合能源、增值服务以及新用户拓展带来的接驳业务的增长，新奥能源业绩依然稳步提升。其中，综合能源业务最具发展潜力，据公司公告，截至2021年底，公司累计投运综合能源项目150个，能源销售量达到190.65亿千瓦时，同比增长58%。未来新奥能源有望深挖数十年积累的优质客户资源，从燃气向新能源拓展，特别是综合能源业务大有可为。综合能源业务亦可简单理解为“燃气+新能源”，新奥能源以工商业燃气业务为基础，数十年来积累大量优质工业客户。据公司公告，截至2021年底，工商业客户累计达到20.2万户。未来，新奥能源将大力拓展低碳工厂、低碳园区、低碳建筑、低碳交通领域的综合能源服务，积极发展工商业屋顶光伏，据公司年报，年内已签约分布式光伏项目规模达380MW。我们认为新奥能源在新能源方面的拓展大有可为，有望成为新的增长点。

根据2021年公开业绩交流会资料，新奥能源2022年目标实现泛能业务收入增长50%，增值业务毛利增长30%，天然气零售量增长12-15%，价差维持在0.5元/方左右，核心利润增长12-15%，体现出稳健的成长性，有望对新奥股份业绩产生较好的贡献。

表 2：新奥能源综合能源业务核心指标

	单位	2017	2018	2019	2020	2021
累计投运	个	31	62	98	119	150
在建项目	个		35	22	24	42
能源销售量	亿千瓦时	11	28.86	68.47	120.42	190.65

资料来源：业绩发布会资料，安信证券研究中心

表 3：新奥能源不同业务毛利贡献（亿元）

	2017	2018	2019	2020	2021
天然气零售	42.15	51.35	56.71	64.91	61.64
综合能源	0.15	1.43	4.73	9.03	13.65
燃气批发	2.17	2.28	1.66	3.62	3.58
工程安装	37.35	34.56	37.19	32.64	44.46
增值业务	1.57	5.5	12.36	13.12	17.23
合计	83.39	95.12	112.65	123.32	140.56

资料来源：公司年报，安信证券研究中心

2.2. 接收站资产注入在即，构建天然气全产业链

新奥股份于 2021 年 10 月 27 日发布公告，将以发行股份及支付现金的方式购买新奥舟山 90% 的股权，此前公司仅拥有接收站运营权，在资产重组后，公司将向天然气全产业链覆盖格局更进一步：上游拥有多元化天然气供应主体与渠道；中游 LNG 接收站充分发挥接收、储运能力；下游进一步扩张城燃运营版图。据公司公告，目前舟山 LNG 接收站一期、二期已投运，处理能力有望达 800 万吨/年，在三期建成后处理能力有望达 1000 万吨/年，接收站资产注入将进一步增强公司核心竞争力。根据公司公告披露，舟山接收站 2020 年和 2021 年上半年 LNG 处理量分别为 254.92 万吨和 177.89 万吨，对应净利润 3.36 亿元和 2.58 亿元。公司依托接收站的直销气业务 2021 年直销气量达 41 亿方，净利润约 6.79 亿元。若舟山 LNG 接收站年内完成注入，其码头仓储物流业务与直销气业务将成为公司业绩的又一重要支撑，成为 2022 年业绩的重要贡献点。

表 4：我国 LNG 接收站概况

序号	项目名称	业主	接收能力（万吨/年）
1	广东大鹏 LNG 接收站	中国海油	680
2	福建莆田 LNG 接收站	中国海油	630
3	上海洋山港 LNG 接收站	申能	600
4	上海五号沟 LNG 接收站	申能	150
5	江苏如东 LNG 接收站	中国石油	1000
6	大连 LNG 接收站	国家管网	600
7	浙江宁波 LNG 接收站	中国海油	400
8	广东东莞九丰 LNG 接收站	九丰	700
9	天津 LNG 接收站	国家管网	600
10	珠海金湾 LNG 接收站	中国海油	350
11	唐山曹妃甸 LNG 接收站	中国石油	650
12	海南洋浦 LNG 接收站	国家管网	300
13	青岛董家口 LNG 接收站	中国石化	700
14	海南中油深南 LNG 储备库	中国石油	60
15	广西北海 LNG 接收站	国家管网	600
16	粤东 LNG 接收站	国家管网	200
17	江苏启东 LNG 接收站	新疆广汇	300
18	中石化天津 LNG 接收站	中国石化	600
19	深圳迭福 LNG 接收站	国家管网	400

20	浙江舟山 LNG 接收站	新奥	800
21	广西防城港 LNG 接收站	国家管网	60
22	深圳华安 LNG 接收站	深圳燃气	80

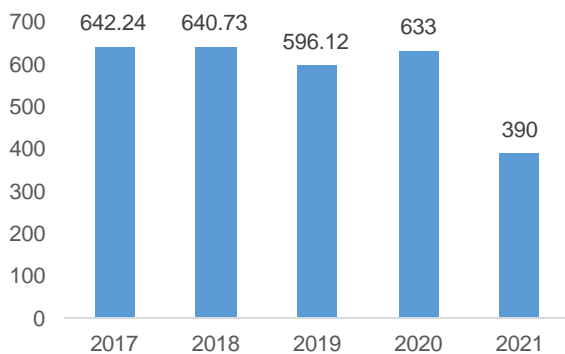
资料来源：《中国天然气及 LNG 产业的发展现状及展望》（周守为等），安信证券研究中心

2.3. 新老能源共振，煤炭板块业绩亮眼

除天然气主业外，新奥股份还拥有煤炭开采、煤化工和能源工程三大其他业务板块。2021 年，受益于煤价上涨，煤炭板块业绩亮眼，子公司新能源矿业实现营业收入 22 亿元，净利润 11.2 亿元。2 月 24 日、2 月 28 日，国家发展改革委分别印发《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》、《关于做好 2022 年煤炭中长期合同监管工作的通知》，进一步完善煤炭长协定价机制。新定价机制由基准价及浮动价的均价形成：其中基准价上调至 675 元/吨；浮动价参考全国煤炭交易中心综合价格指数、环渤海动力煤综合价格指数以及秦皇岛动力煤综合价格指数三大指数。此外，《通知》中提到发电企业用煤除进口煤以外 100% 签订长协，供需企业要每月线上报送合同履行情况，保证单笔合同月度履约率不低于 80%、季度和年度履约率不低于 90%。由于煤炭长协基准价相比之前的 535 元/吨显著上调，预计 2022 年煤炭业务利润率水平有望维持。

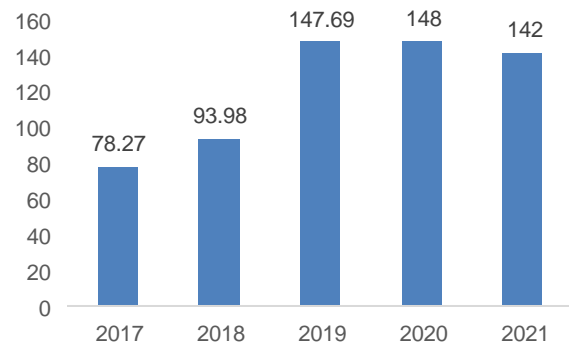
2021 年，公司自产煤炭销售量比上年减少 38.39%，主要由于井下夹矸层变厚，矸石率增加，商品煤转化率降低；年初公司委托的第三方承包商发生井下事故，煤矿停产整顿。若 2022 年煤炭产销量较 2021 年有所提升，则公司煤炭业务板块业绩有望进一步增长。

图 5：公司自产煤炭销量（万吨）



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图 6：公司自产甲醇销量（万吨）



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

此外，公司煤化工业务受制于高煤价，实现净利润-4.8 亿元；能源工程业务实现净利润 4.4 亿元。

3. 股份回购彰显信心，定增价格与当前股价已经大幅倒挂

公司于 3 月 19 日公布股份回购计划，拟斥资人民币 1-2 亿元，以不超过人民币 25 元/股价格，回购公司股份用于股权激励，该举措彰显公司管理层对于未来业务发展的信心。

此外，公司于 10 月 27 日发布的拟向控股股东以发行股份和支付现金相结合方式购买其持有的新奥舟山 90% 股权的预案中，确定的股份发行价格为 17.22 元/股，目前股价已经与发行价格大幅倒挂。

4. 投资建议

我们预计公司 2022 年-2024 年的营业收入分别为 1259.37 亿元、1375.40 亿元、1525.03 亿元，增速分别为 8.5%、9.2%、10.9%，归母净利润分别为 44.90 亿元、50.87 亿元、60.65

亿元，增速分别为 9.5%、13.3%、19.2%，成长性突出；维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 25.0 元。

5. 风险提示

1) 天然气需求不及预期风险

公司主营业务为城市燃气，下游销气规模对公司业绩影响较大。若天然气需求不及预期，可能对公司业绩造成较大影响。

2) 海外 LNG 采购价格持续提升风险

公司部分气源为通过 LNG 接收站采购的海外气源，对海外 LNG 采购价格较为敏感，若价格持续提升，则将对公司业绩造成较大影响。

3) 煤价下跌风险

公司有部分煤炭业务，若煤炭价格下跌，将影响该板块业绩。

4) 政策推动不及预期风险

碳中和下天然气业务受政策推动，若政策推动不及预期，可能影响行业景气度及公司整体业绩。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	88,098.8	116,031.0	125,937.4	137,540.1	152,503.2	成长性					
减:营业成本	71,782.4	96,513.0	104,389.0	113,468.9	125,177.5	营业收入增长率	550.5%	31.7%	8.5%	9.2%	10.9%
营业税费	569.4	634.8	755.6	1,237.9	1,372.5	营业利润增长率	738.8%	27.8%	1.9%	7.7%	17.0%
销售费用	1,210.2	1,445.9	1,889.1	2,063.1	2,287.5	净利润增长率	74.9%	94.7%	9.5%	13.3%	19.2%
管理费用	3,309.4	3,763.6	4,155.9	5,501.6	6,100.1	EBITDA 增长率	474.3%	29.3%	-3.3%	3.3%	12.3%
研发费用	585.1	1,035.3	1,259.4	1,375.4	1,525.0	EBIT 增长率	483.9%	33.5%	-3.0%	3.9%	14.7%
财务费用	377.1	505.0	500.0	3.5	-331.7	NOPLAT 增长率	411.4%	33.4%	-2.4%	6.7%	13.2%
资产减值损失	-63.2	-450.2	-176.5	-229.9	-285.5	投资资本增长率	191.3%	20.1%	0.0%	12.2%	-41.1%
加:公允价值变动收益	-81.0	456.5	-80.1	25.0	10.0	净资产增长率	248.3%	30.9%	20.5%	19.1%	18.9%
投资和汇兑收益	404.4	1,178.9	700.0	700.0	700.0						
营业利润	10,584.9	13,529.6	13,784.9	14,844.7	17,367.7	利润率					
加:营业外净收支	-150.2	-63.1	-115.4	-162.6	-144.5	毛利率	18.5%	16.8%	17.1%	17.5%	17.9%
利润总额	10,434.7	13,466.5	13,669.4	14,682.1	17,223.2	营业利润率	12.0%	11.7%	10.9%	10.8%	11.4%
减:所得税	2,601.6	2,936.0	3,417.4	3,376.9	4,133.6	净利润率	2.4%	3.5%	3.6%	3.7%	4.0%
净利润	2,107.0	4,101.7	4,490.4	5,087.4	6,064.8	EBITDA/营业收入	15.6%	15.3%	13.7%	12.9%	13.1%
						EBIT/营业收入	12.5%	12.7%	11.3%	10.8%	11.2%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	114	163	159	139	120
						流动营业资本周转天数	-34	-44	-37	-20	-31
货币资金	12,628.7	11,440.2	10,075.0	11,803.9	49,529.0	流动资产周转天数	78	110	118	110	143
交易性金融资产	70.0	155.1	75.0	100.0	110.1	应收帐款周转天数	15	22	27	21	23
应收帐款	5,470.3	8,863.7	10,031.6	6,207.0	13,701.6	存货周转天数	8	8	21	28	14
应收票据	330.0	325.4	1,936.2	721.0	1,012.0	总资产周转天数	274	368	361	323	329
预付帐款	3,403.4	4,011.3	2,599.1	4,669.5	3,851.3	投资资本周转天数	127	158	159	154	117
存货	1,998.6	3,138.4	11,826.1	9,455.1	2,224.3						
其他流动资产	7,041.6	11,899.7	6,427.0	8,456.1	8,927.6	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	25.9%	27.7%	24.2%	22.2%	21.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.2%	8.2%	8.2%	9.3%	8.4%
长期股权投资	5,559.7	5,995.5	5,995.5	5,995.5	5,995.5	ROIC	51.7%	23.7%	19.3%	20.6%	20.8%
投资性房地产	260.9	288.1	288.1	288.1	288.1	费用率					
固定资产	48,207.0	56,833.3	54,453.8	52,074.3	49,694.8	销售费用率	1.4%	1.2%	1.5%	1.5%	1.5%
在建工程	7,551.7	4,195.5	4,195.5	4,195.5	4,195.5	管理费用率	3.8%	3.2%	3.3%	4.0%	4.0%
无形资产	8,148.3	10,618.4	10,066.2	9,513.9	8,961.6	研发费用率	0.7%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
其他非流动资产	8,853.6	10,158.5	6,774.4	8,421.8	8,238.6	财务费用率	0.4%	0.4%	0.4%	0.0%	-0.2%
资产总额	109,523.9	127,933.9	124,747.1	121,906.4	156,736.3	四费/营业收入	6.2%	5.8%	6.2%	6.5%	6.3%
短期债务	9,605.1	7,972.3	3,368.5	-	-	偿债能力					
应付帐款	12,993.9	14,025.3	24,597.5	8,764.0	30,623.4	资产负债率	67.8%	63.9%	55.4%	45.6%	49.8%
应付票据	975.4	1,261.1	1,052.7	1,224.5	1,504.6	负债权益比	210.5%	177.1%	124.2%	84.0%	99.0%
其他流动负债	27,480.4	32,134.4	25,644.2	27,797.9	28,197.1	流动比率	0.61	0.72	0.79	1.10	1.32
长期借款	4,718.0	5,698.3	-	-	-	速动比率	0.57	0.66	0.57	0.85	1.28
其他非流动负债	18,479.2	20,677.0	14,433.3	17,863.1	17,657.8	利息保障倍数	29.25	29.15	28.57	4,204.10	-51.37
负债总额	74,252.1	81,768.4	69,096.1	55,649.6	77,982.9	分红指标					
少数股东权益	27,139.5	31,332.3	37,094.0	43,311.9	50,336.7	DPS(元)	0.19	-	0.22	0.22	0.19
股本	2,600.0	2,845.9	3,145.9	3,145.9	3,145.9	分红比率	25.7%	0.0%	15.6%	13.7%	9.8%
留存收益	5,351.5	11,620.7	15,411.1	19,799.1	25,270.9	股息收益率	1.3%	0.0%	1.5%	1.5%	1.3%
股东权益	35,271.8	46,165.5	55,651.0	66,256.8	78,753.4						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.74	1.44	1.43	1.62	1.93
净利润	7,833.1	10,530.5	4,490.4	5,087.4	6,064.8	BVPS(元)	2.86	5.21	5.90	7.29	9.03
加:折旧和摊销	2,860.3	3,187.6	2,931.8	2,931.8	2,931.8	PE(X)	20.3	10.4	10.6	9.3	7.8
资产减值准备	63.2	450.2	-	-	-	PB(X)	5.3	2.9	2.6	2.1	1.7
公允价值变动损失	81.0	-456.5	-80.1	25.0	10.0	P/FCF	-8.7	-6.5	-4.8	-22.7	1.5
财务费用	136.7	541.1	500.0	3.5	-331.7	P/S	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
投资损失	-404.4	-1,178.9	-700.0	-700.0	-700.0	EV/EBITDA	5.3	5.2	4.9	4.9	2.8
少数股东损益	5,726.1	6,428.8	5,761.7	6,217.9	7,024.8	CAGR(%)	13.0%	7.5%	105.4%	13.0%	7.5%
营运资金的变动	14,443.0	971.3	570.9	-11,368.1	22,898.2	PEG	1.6	1.4	0.1	0.7	1.0
经营活动产生现金流量	12,447.7	13,510.4	13,474.7	2,197.5	37,898.0	ROIC/WACC	5.7	2.6	2.1	2.3	2.3
投资活动产生现金流量	-7,209.1	-8,041.1	898.5	618.9	687.9	REP	0.3	0.6	0.7	0.6	0.7
融资活动产生现金流量	-4,209.7	-4,701.4	-15,738.4	-1,087.5	-860.8						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034