



仅供机构投资者使用  
证券研究报告/公司深度研究报告

# 华能国际深度报告：煤电扭亏为盈，火电龙头业绩可期

---

华西证券环保有色团队：

首席分析师 晏溶

执业证号：S1120519100004

分析师 周志璐

执业证号：S1120522080002

2023年7月27日

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

# 摘要/Abstract

## ■ 公司营收稳步增长，归母净利扭亏为盈

2022年全年，公司实现营业总收入2467.25亿元，同比增长20.31%，但由于2022年煤价仍居高位，且公司煤机装机比例较高，新能源发电盈利未能覆盖煤电亏损等情况影响，全年业绩亏损，归属于母公司股东净利润为人民币-73.87亿元。但受益于公司2022年平均上网结算电价同比上升18.04%，燃煤交易电价478.6元/千千瓦时，较基准价上浮20.28%，归母净利润同比减亏26.17%。2023H1，公司营业收入为1260.32亿元，同比增长7.84%；归母净利润为63.08亿元，同比扭亏为盈。2023H1，公司归母净利润同比扭亏为盈的主要原因系：1、境内燃煤价格同比下降及电量同比增长的综合影响；2、公司之子公司中新电力利润同比大幅增长。

## ■ 煤炭供应有保障，电煤价格下行火电盈利能力持续修复

根据公司公告，截至2022年底，公司可控燃煤发电机组装机容量为9,406万千瓦，占比73.93%，天然气发电机组装机容量为12,73.8万千瓦，占比10.01%，火电装机合计占比83.94%。得益于装机规模占比较高，火电业务贡献公司主要收入，但由于近两年动力煤价格高企，煤电机组发电成本，导致煤机亏损严重。2023年上半年，全国煤炭供应充足，其中国内生产原煤23.0亿吨，同比增长4.4%；进口煤炭2.2亿吨，同比增长93.0%。供应得到保障，动力煤价格也随之下行，煤机盈利能力得到显著修复。截至7月24日，秦皇岛动力末煤（Q5500）价格为875.00元/吨，较去年同期下跌27.08%，较年初下跌25.53%，较2022年高点1664元/吨下跌47.00%。根据公司半年报数据，2023H1，公司累计入炉除税标煤单价1,137.76元/吨，同比下降10.49%。煤价下行减轻煤机发电成本，2023Q2，公司煤电机组扭亏为盈，实现利润总额6.63亿元，2023Q1为-0.70亿元。2023H1，公司煤机实现利润总额5.93亿元，较去年同期-90.61亿元大幅改善。展望全年，在国内稳定增长，进口快速增长的双重作用下，煤炭供应有望得到保障，预计下半年在煤价有望走弱的背景下，火电业绩有望得到持续的修复。

# 摘要 / Abstract

## ■ 电力转型稳步开展，风、光装机规模快速提升

公司作为国能集团常规能源业务最终整合的唯一平台，承担着集团电力转型的任务，积极构建清洁低碳、安全高效的现代能源体系。近年来，公司清洁能源装机比例不断提升，上网电量也稳步增长，能源绿色低碳转型稳步开展。截至2022年底，公司风光装机占比15.64%，较2018年的5.75%增长9.89%，风光装机稳步增长，2023H1，该比重上升至10.17%。根据公司年报披露，2023年计划支出118.36、140亿元在风电及光伏项目上，随着公司能源转型逐步推进，风光装机占比有望进一步提升。2018-2022年，公司风光上网电量及占比逐年提升，风电上网电量从97.75增长至274.1亿千瓦时，CAGR为22.90%，光伏发电上网电量从11.2增长至60.06亿千瓦时，CAGR为39.92%。根据PVInfoLink7月19日数据显示，截至2023年7月19日，光伏硅料主流产品均价66元/千克，较年初下跌124元/千克，跌幅为65.26%。且硅料价格下跌已传导至组件端，组件主流报价为1.310元/瓦，较年初下跌28.00%。此外，2023年上半年多晶硅产量65.17万吨，同比增长91.3%，供给增长快速，过剩格局或难以扭转。光伏电站投资成本中，组件成本占比较高，组件价格的下降将使得电站发电成本得到优化，投资回报率进一步提升。

# 摘要/Abstract

## ■ 投资建议

我们上调2023年盈利预测，新增2024/2025年盈利预测，公司2023年营业收入从1835.71亿元上调至2598.75亿元，同比增长5.3%，2024-2025年营业收入分别为2472.92/2387.46亿元，分别同比增长-4.8%/-3.5%；2023年归母净利润从75.27亿元，上调至131.13亿元，同比增长277.5%，2024-2025年分别实现归母净利润163.71/190.52亿元，分别同比增长24.8%/16.4%，对应EPS分别为0.84/1.04/1.21元。截至7月27日收盘价8.51元，对应PE分别为10.19/8.16/7.01。由于公司目前火电装机占比较高，同时新能源装机快速发展。我们选取与公司业务结构相近的华电国际、大唐发电、浙能电力为可比公司，2023年可比公司平均PE为12.39。华能国际在营收规模和利润规模上都显著高于可比公司平均水平，同时华能国际风、光资源储备丰富，保障了后续可持续增长动力。综上考虑，给予华能国际略微溢价，从“增持”上调至“买入”评级。

## ■ 风险提示：

1) 公司项目建设进度不及预期；2) 动力煤价格下跌不及预期；公司火电机组发电量不及预期。



## 目录

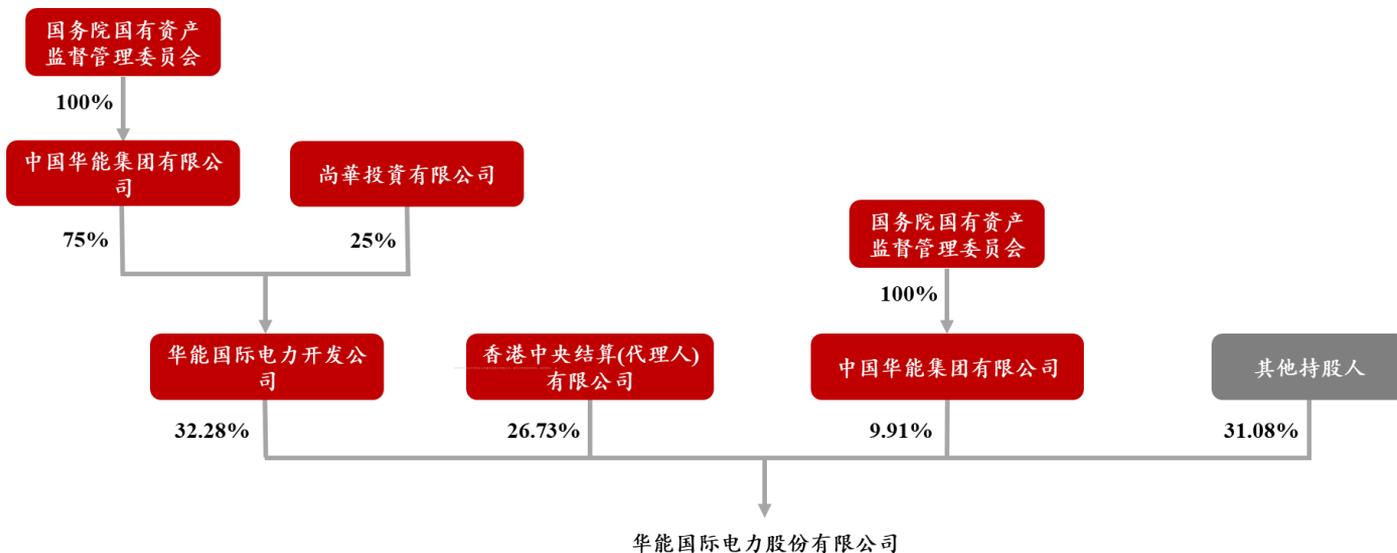
---

- **盈利能力持续修复，财务数据稳中向好**
- **火电业务为公司核心，持续受益于煤价下跌**
- **电力转型稳步开展，风、光装机规模快速提升**
- **盈利预测&投资建议**
- **风险提示**

# H 中国最大的上市发电公司之一，国内首个三地上市的电力企业

- **最终控股股东为华能集团，实际控制人为国资委。**华能国际及其附属公司主要在中国全国范围内开发、建设和经营管理大型发电厂，是中国最大的上市发电公司之一。截至2023H1，公司在中国境内的电厂分布在二十六个省、自治区和直辖市，在新加坡全资拥有一家营运电力公司，在巴基斯坦投资一家营运电力公司。公司还是中国境内第一个实现三地上市的发电公司，先后于1994年、1998年和2001年在纽约、中国香港和上海三地上市，利用境内外资本市场完成了一系列权益和债务融资，为公司经营筹措了大量资金。公司最终控股股东为华能集团，实际控制人为国资委，股权结构较稳定。

图1：公司股权结构

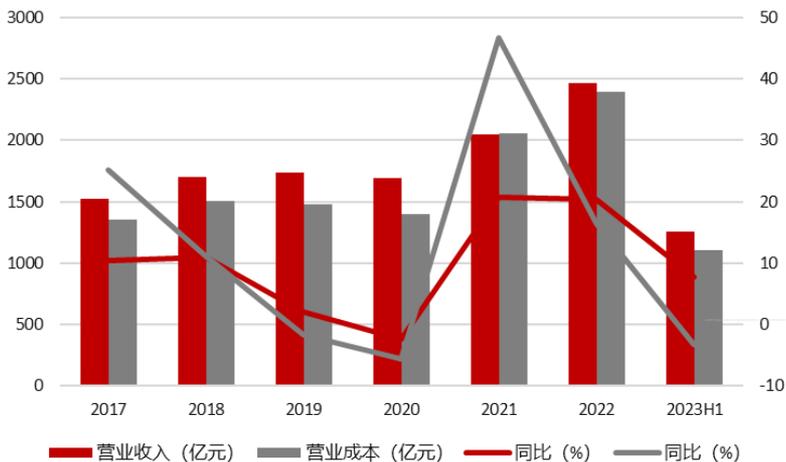


资料来源：iFinD、华西证券研究所

# H 公司盈利能力持续修复

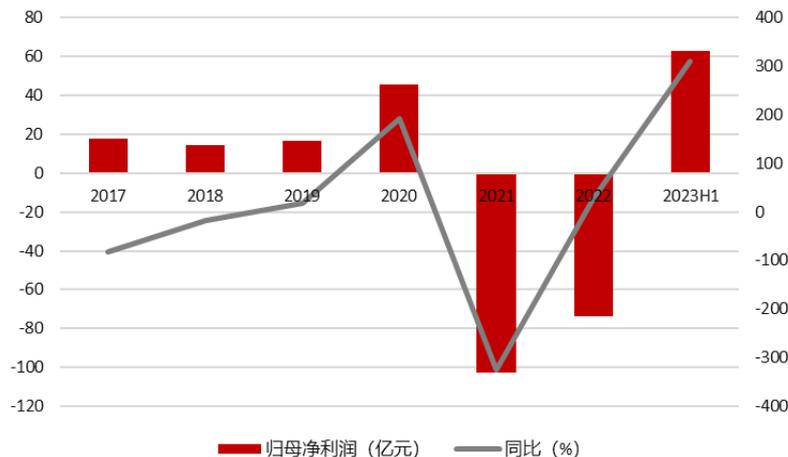
- **公司营收稳步增长，归母净利扭亏为盈。**2022年全年，公司实现营业总收入2467.25亿元，同比增长20.31%，但由于2022年煤价仍居高位，且公司煤机装机比例较高，新能源发电盈利未能覆盖煤电亏损等情况影响，全年业绩亏损，归属于母公司股东净利润为人民币-73.87亿元。但受益于公司2022年平均上网结算电价同比上升18.04%，燃煤交易电价478.6元/千千瓦时，较基准价上浮20.28%，归母净利润同比减亏26.17%。2023H1，公司营业收入为1260.32亿元，同比增长7.84%；归母净利润为63.08亿元，同比扭亏为盈。2023H1，公司归母净利润同比扭亏为盈的主要原因系：1、境内燃煤价格同比下降及电量同比增长的综合影响；2、公司之子公司中新电力利润同比大幅增长。

图2：公司近年营业收入及营业成本情况



资料来源：Wind、华西证券研究所

图3：公司历年归母净利润情况



资料来源：Wind、华西证券研究所



## 公司财务表现稳中向好

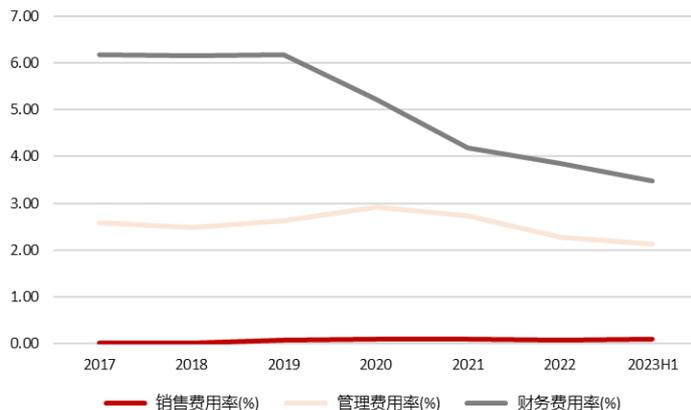
- **成本压力逐步缓解，毛利率由负转正。**2020-2022年公司电力及热力板块毛利率分别为15.58%、-2.79%、1.22%，2021年受燃煤采购价格同比大幅上涨影响，公司煤电燃料成本大幅上涨，压缩盈利空间，导致电力及热力板块毛利率大幅下跌，虽然2022年煤价仍旧高企，但是受益于公司平均上网电价同比上升18.04%，公司电力及热力板块毛利率得到修复，由负转正。公司整体毛利率受电力及热力板块影响较大，走势较为相似，2020-2022年分别17.44%、-0.33%、3.04%。
- **成本管控能力较强，三项费用率稳中有降。**2020-2023H1，公司销售费用率分别为0.09%、0.09%、0.07%、0.09%，较为稳定；公司管理费用率分别为2.92%、2.73%、2.28%、2.13%；公司财务费用率分别为5.22%、4.18%、3.85%、3.49%。2020-2023H1，公司销售费用率较为稳定，管理费用率及财务费用率呈逐年下滑态势，彰显公司在煤价高企的不利背景下强大的成本管控能力，对业绩形成了积极贡献。

图4：公司历年毛利率情况



资料来源：Wind、华西证券研究所

图5：公司历年三费用率情况



资料来源：Wind、华西证券研究所



## 目录

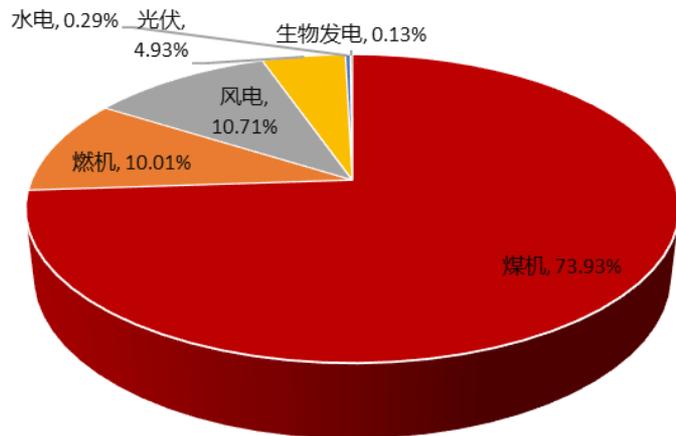
---

- 盈利能力持续修复，财务数据稳中向好
- **火电业务为公司核心，持续受益于煤价下跌**
- 电力转型稳步开展，风、光装机规模快速提升
- 盈利预测&投资建议
- 风险提示

## H 火电机组为公司主要发电来源

- **火电装机占比超80%，燃煤机组发电量贡献率达86%。**根据公司公告，截至2022年底，公司可控发电装机容量为127,22.8万千瓦，低碳清洁能源占比为26.07%，其中燃煤发电机组装机容量为9,406万千瓦，占比73.93%，天然气发电机组装机容量为12,73.8万千瓦，占比10.01%，火电装机合计占比83.94%；风力发电机组装机容量为13,62.8万千瓦，占比10.71%；太阳能发电机组装机容量为6,27.6万千瓦，占比4.93%；水力发电机组装机容量37万千瓦，占比0.29%；生物质发电机组装机容量为16万千瓦，占比0.13%。截至2022年底，公司燃煤机组发电量占比为86.04%，为公司主力发电机组。

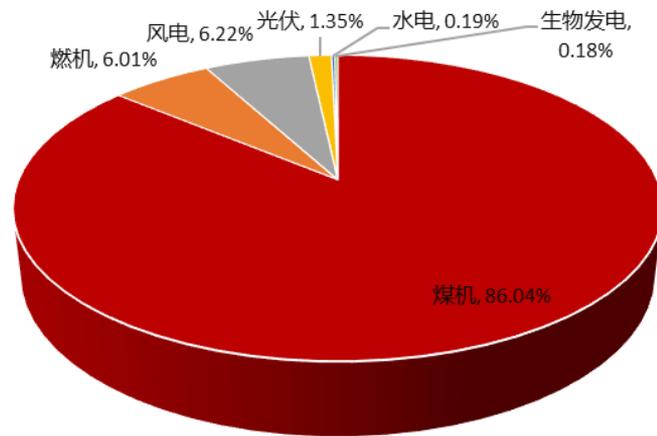
图6：2022年公司各发电类型装机占比情况



■ 煤机 ■ 燃机 ■ 风电 ■ 光伏 ■ 水电 ■ 生物发电

资料来源：公司公告、华西证券研究所

图7：2022年公司各类型发电量占比情况



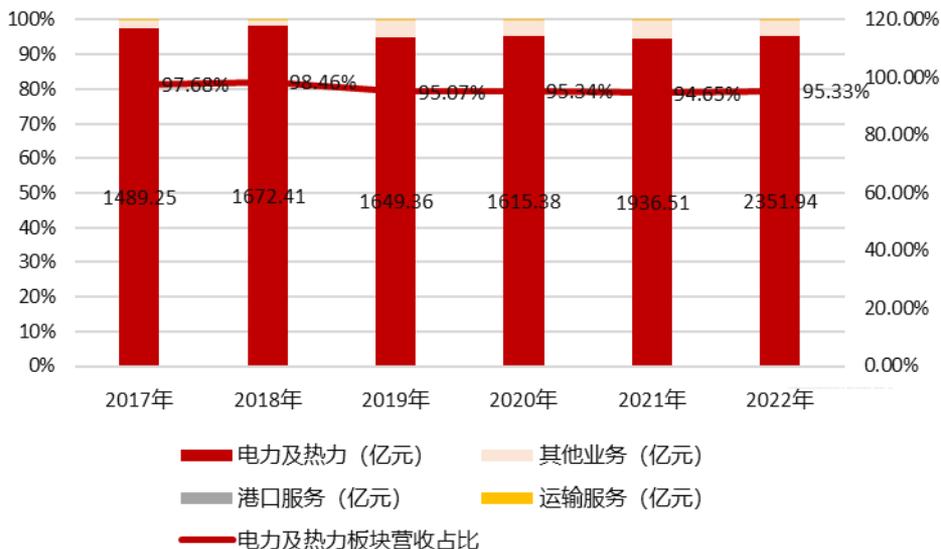
■ 煤机 ■ 燃机 ■ 风电 ■ 光伏 ■ 水电 ■ 生物发电

资料来源：公司公告、华西证券研究所

## H 发电业务占据主导地位，其中火电贡献主要收入

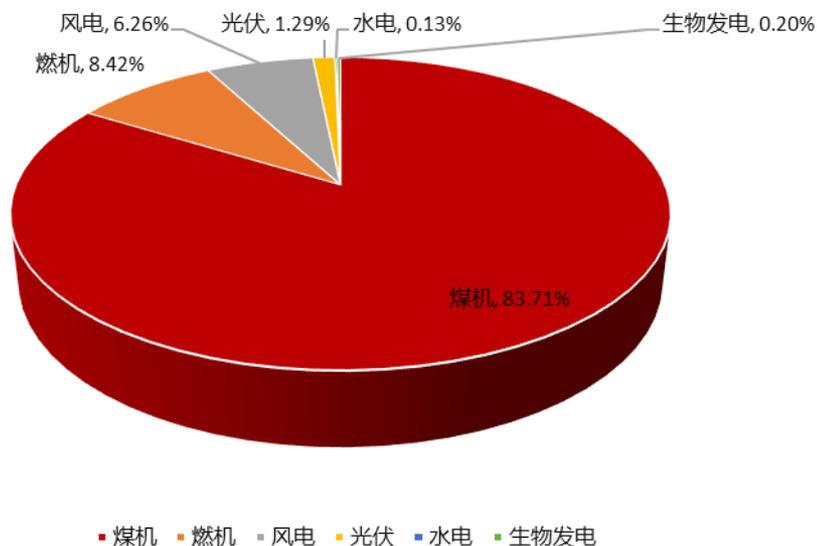
- **公司主营业务收入占比较稳定，其中火电业务贡献主要收入。**2017-2022年，公司主营业务电力及热力板块营收贡献占比均超90%，较为稳定。按照发电类型来分，火电业务为公司发电力及热力业务中的核心板块。截至2022年底，燃煤机组发电收入为1841.49亿元，占发电营收的83.71%；天然气发电机组发电收入为185.21亿元，占发电营收的8.42%，火电机组发电收入合计占发电营收的92.13%；风力发电机组、太阳能发电机组、水力发电机组及生物质发电机组发电收入分别为137.61、28.28、2.79、4.45亿元，分别占发电营收的6.26%、1.29%、0.13%、0.20%。

图8：公司近年营业收入分行业情况



资料来源：iFinD、华西证券研究所

图9：公司2022年各发电类型收入占比情况

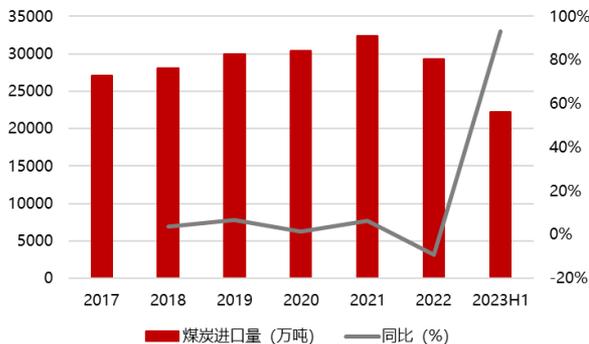


资料来源：公司公告、华西证券研究所

# H 煤炭供给充足价格下行，煤机机组大幅受益

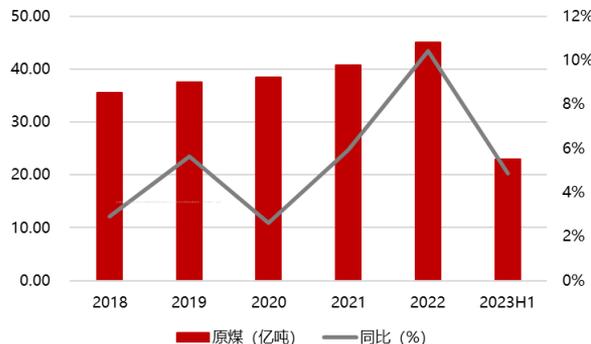
- 煤炭供给充足，电厂库存高企。** 2023年上半年，煤炭供应充足，电厂/港口库存历史高位，保障了夏季用电高峰需求。供应方面，1-6月我国原煤生产稳定增长，进口高位增长。其中国内生产原煤23.0亿吨，同比增长4.4%；进口煤炭2.2亿吨，同比增长93.0%。截至7月27日，环渤海九港煤炭库存合计2574.3万吨，处于历史高位。根据CCTD中国煤炭市场网监测数据显示，截止7月23日，沿海区域动力煤终端用户日耗已较前期高点下降8%，库存较去年同期增长32%；内陆区域动力煤终端用户日耗已较前期高点下降4%，库存较去年同期增长14%。下游煤炭库存水平仍处高位。
- 动力煤价格下行，煤机机组扭亏为盈。** 截至7月27日，秦皇岛动力末煤（Q5500）价格为860.00元/吨，较去年同期下跌25.09%，较年初下跌26.81%，较2022年高点1664元/吨下跌48.32%。根据公司半年报数据，2023H1，公司累计入炉除税标煤单价1,137.76元/吨，同比下降10.49%。煤价下行减轻煤机发电成本，2023Q2，公司煤电机组扭亏为盈，实现利润总额6.63亿元，2023Q1为-0.70亿元。2023H1，公司煤机实现利润总额5.93亿元，较去年同期-90.61亿元大幅改善。

图10：煤炭进口量（万吨）



资料来源：Wind、华西证券研究所

图11：原煤产量（亿吨）



资料来源：Wind、华西证券研究所

表1：公司煤机机组利润总额（亿元）

利润总额 (亿元)	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-4
2021年	--	--	--	--	-202.89
2022年	-32.72	-57.89	-82.64		-173.25
2023年	-0.7	6.63	--	--	--

资料来源：公司公告、华西证券研究所



## 目录

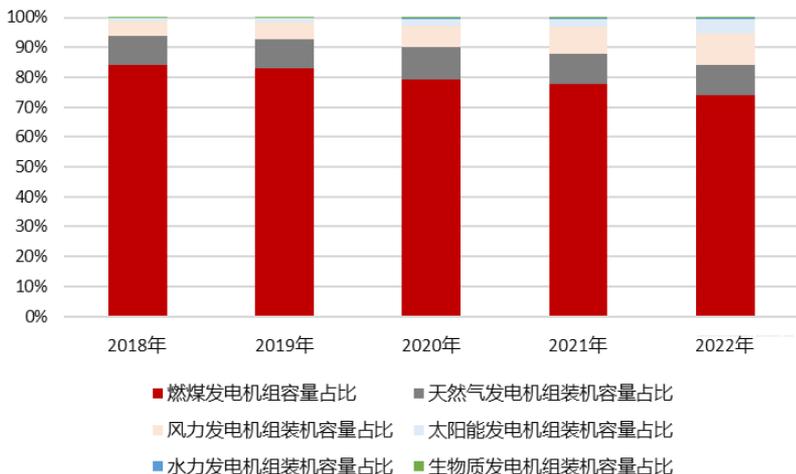
---

- 盈利能力持续修复，财务数据稳中向好
- 火电业务为公司核心，持续受益于煤价下跌
- **电力转型稳步开展，风、光装机规模快速提升**
- 盈利预测&投资建议
- 风险提示

# 风、光为主力的可再生能源装机快速增长

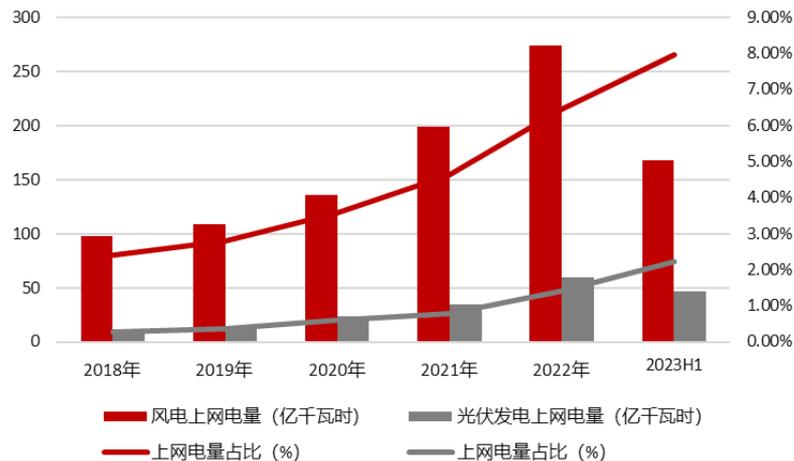
■ **公司电力转型稳步开展，可再生能源装机及售电量逐年提升。**公司作为国能集团常规能源业务最终整合的唯一平台，承担着集团电力转型的任务，积极构建清洁低碳、安全高效的现代能源体系。近年来，公司清洁能源装机比例不断提升，上网电量也稳步增长，能源绿色低碳转型稳步开展。截至2023H1，公司风光装机占比17.43%，较2018年的5.75%增长11.68%，风光装机稳步增长。根据公司年报披露，2023年计划支出118.36、140亿元在风电及光伏项目上，随着公司能源转型逐步推进，风光装机占比有望进一步提升。2018-2022年，公司风光上网电量逐年提升，风电上网电量从97.75增长至274.1亿千瓦时，CAGR为29.40%，光伏发电上网电量从11.2增长至60.06亿千瓦时，CAGR为52.17%；2018-2023H1，风光上网电量占比从2.68%增长至10.17%。

图12：公司历年各类型装机占比情况



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图13：公司历年风光上网电量及占比情况



资料来源：公司公告、华西证券研究所

# H 风、光机组利润总额稳步增长

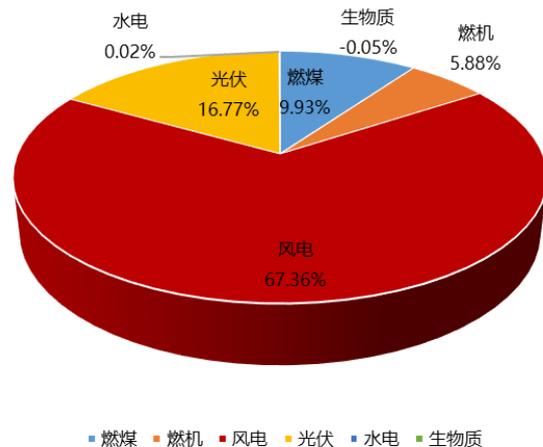
- **2023H1风光机组合计实现利润总额50.26亿元，占比67.43%**。公司积极推进绿色转型，加快提升清洁能源比重，随着风、光装机规模按计划有序增加，发电量不断增长，风、光机组利润总额稳步增长。2023H1，风电板块税前利润汇总金额为40.24亿元，同比增利5.99亿元，同比增长17.50%；太阳能发电板块税前利润汇总金额为10.02亿元，同比增利4.73亿元，同比增长89.55%。未来随着公司风、光装机规模不断增加，风、光业务将持续贡献稳定业绩。

表2：光伏和风电季度利润总额情况（亿元）

风电 利润总额 (亿元)		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-4
	2021年	--	--	--	--	--
2022年	15.15	19.1	28.1			<b>62.35</b>
2023年	19.25	20.99	--	--	--	
光伏 利润总额 (亿元)		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-4
	2021年	--	--	--	--	<b>7.25</b>
2022年	1.59	3.7	6.19			<b>11.48</b>
2023年	3.45	6.57	--	--	--	

资料来源：公司公告、华西证券研究所

图14：2023H1各电力板块利润总额占比情况（%）



资料来源：公司公告、华西证券研究所

## H 光伏投资成本下滑，有望刺激下游装机需求

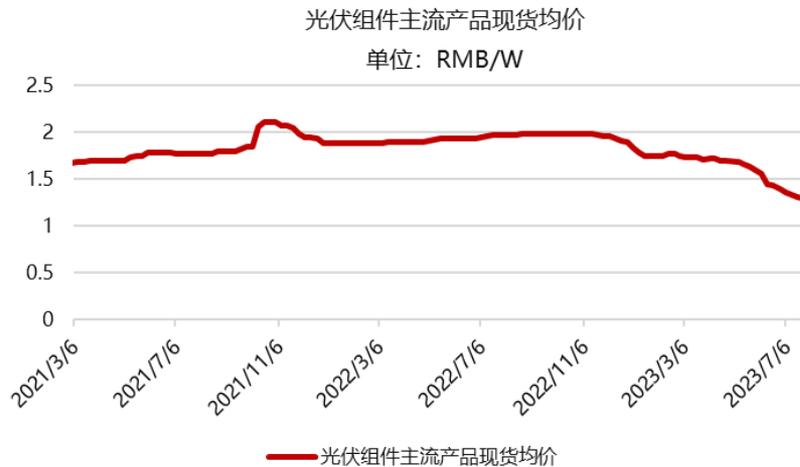
- **硅料价格下跌已传导至产业链，光伏投资成本大幅减少。**根据PVInfoLink7月26日数据显示，截至2023年7月26日，光伏硅料主流产品均价67元/千克，较年初下跌123元/千克，跌幅为64.74%。且硅料价格下跌已传导至组件端，组件主流报价为1.300元/瓦，较年初下跌28.96%。此外，2023年上半年多晶硅产量65.17万吨，同比增长91.3%，供给增长快速，过剩格局或难以扭转。光伏电站投资成本中，组件成本占比较高，组件价格的下降将使得电站发电成本得到优化，投资回报率进一步提升。

图15：光伏硅料主流产品均价



资料来源：PVInfoLink、华西证券研究所

图16：光伏组件主流产品均价



资料来源：PVInfoLink、华西证券研究所



## 目录

---

- 盈利能力持续修复，财务数据稳中向好
- 火电业务为公司核心，持续受益于煤价下跌
- 电力转型稳步开展，风、光装机规模快速提升
- **盈利预测&投资建议**
- 风险提示

## 投资建议

### ■ 主要业务的核心假设：

一、煤电：1) 利用小时数：公司燃煤机组2020-2022年利用小时数分别为4059/4488/4228小时，考虑到火电在十四五期间仍将作为基石能源，预计利用小时数将维持稳定水平，假设2023-2025年煤机利用小时数分别为4300/4300/4300小时。2) 电价：公司2022年煤电电价受益于政策，顶格上浮20%，考虑到动力煤价格快速下行，煤电机组已经开始盈利，预计煤电电价上浮红利将逐步消失。假设2023年煤电电价维持不变，2024年较2023年下滑10%，2025年回归基准电价。即2023-2025年煤电电价分别为491.21/450.28/409.34元每兆瓦时（含税）。3) 动力煤价格：假设2023-2025年，秦皇岛5500大卡动力煤年均价分别为950/850/750元每吨（含税）。

二、气电：1) 利用小时数：公司气电机组2021-2022年利用小时数分别为2667/2610小时，考虑到公司新投产机组在2023年和2024年产能爬坡情况，假设2023-2025年气电机组利用小时数分别为2500/2500/2500小时。2) 电价：假设2023-2025年，气电机组电价较2022年维持不变，即709.43元每兆瓦时（含税）。3) 假设2023-2025年，气电机组毛利率分别为4%/4%/4%。

三、风电：1) 利用小时数：公司风电机组2021-2022年利用小时数分别为2250/2256小时，考虑到公司风电机组所在资源区域的风力资源情况较为稳定，假设2023-2025年风电机组利用小时数分别为2260/2260/2260小时。2) 电价：假设2023-2025年，风电机组电价较2022年维持不变，即564.68元每兆瓦时（含税）。3) 结合2019-2022年风电业务毛利率情况，假设2023-2025年，风电机组毛利率分别为56%/56%/56%。

四、光伏：1) 利用小时数：公司光伏机组2021-2022年利用小时数分别为1286/1284小时，考虑到公司光伏机组所在资源区域的光照资源情况较为稳定，假设2023-2025年光伏机组利用小时数分别为1285/1285/1285小时。2) 电价：假设2023-2025年，光伏机组电价较2022年维持不变，即521.14元每兆瓦时（含税）。3) 结合2019-2022年光伏业务毛利率情况，假设2023-2025年，光伏机组毛利率分别为58%/58%/58%。

■ **公司主营业务业绩预测：**

表3：主营业务业绩预测

		2021	2022	2023E	2024E	2025E
煤电	营收	1357.46	1629.64	1617.35	1510.51	1387.64
	成本	1530.42	1695.94	1444.20	1299.19	1162.18
气电	营收	148.21	163.90	222.85	222.85	222.85
	成本	132.05	154.55	213.94	213.94	213.94
风电	营收	92.40	121.78	148.76	175.60	202.44
	成本	34.94	49.27	65.45	77.26	89.07
光伏	营收	17.88	25.03	43.31	60.16	77.02
	成本	7.18	9.98	18.19	25.27	32.35
水电	营收	2.66	2.47	2.10	2.41	2.62
	成本	1.88	1.60	1.47	1.69	1.84
生物质	营收	3.67	3.94	3.88	3.88	3.88
	成本	3.50	4.41	3.88	3.88	3.88
热力	营收	164.59	132.48	135.00	135.00	135.00
	成本	129.77	147.26	144.00	129.00	114.00
境外电力	营收	154.37	284.43	273.00	260.00	253.50
	成本	150.74	260.20	214.50	214.50	214.50
港口服务	营收	2.41	2.59	2.50	2.50	2.50
	成本	1.54	1.64	1.63	1.63	1.63
其他业务	营收	102.39	101.00	150.00	100.00	100.00
	成本	60.80	67.37	127.50	85.00	85.00
合计	总营收	<b>2046.05</b>	<b>2467.25</b>	<b>2598.75</b>	<b>2472.92</b>	<b>2387.46</b>
	总成本	<b>2052.81</b>	<b>2392.21</b>	<b>2234.76</b>	<b>2051.36</b>	<b>1918.38</b>

资料来源：Wind、华西证券研究所

## ■ 可比公司业绩及估值情况：

我们上调2023年盈利预测，新增2024/2025年盈利预测，公司2023年营业收入从1835.71亿元上调至2598.75亿元，同比增长5.3%，2024-2025年营业收入分别为2472.92/2387.46亿元，分别同比增长-4.8%/-3.5%；2023年归母净利润从75.27亿元，上调至131.13亿元，同比增长277.5%，2024-2025年分别实现归母净利润163.71/190.52亿元，分别同比增长24.8%/16.4%，对应EPS分别为0.84/1.04/1.21元。截至7月27日收盘价8.51元，对应PE分别为10.19/8.16/7.01。由于公司目前火电装机占比较高，同时新能源装机快速发展。我们选取与公司业务结构相近的华电国际、大唐发电、浙能电力为可比公司，2023年可比公司平均PE为12.39。华能国际在营收规模和利润规模上都显著高于可比公司平均水平，同时华能国际风、光资源储备丰富，保障了后续可持续增长动力。综合考虑，给予华能国际略微溢价，从“增持”上调至“买入”评级。

表4：可比公司情况

	总市值(亿元)	营业收入(百万)				归母净利润(百万)				EPS(元/股)				PE
	2023年7月27日	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2023E
华电国际 (600027)	573.77	107,058.54	114,359.59	119,224.90	122,736.65	99.81	5,284.24	6,530.17	7,589.64	0.01	0.52	0.64	0.74	11.15
大唐发电 (601991)	564.45	116,828.04	124,350.54	129,740.74	135,596.82	410.17	3,545.85	5,003.40	6,144.28	0.02	0.19	0.27	0.33	16.13
浙能电力 (600023)	640.94	80,194.58	83,087.12	86,407.13	87,842.61	1,822.45	6,476.91	7,668.66	8,731.88	0.14	0.48	0.57	0.65	9.9
平均值	593.05	101360.39	107265.75	111790.92	115392.03	777.48	5102.33	6400.74	7488.60	0.06	0.40	0.49	0.57	12.39
华能国际 (600011)	1,335.91	246,724.79	259,874.74	247,291.55	238,745.73	-7,387.12	13,113.33	16,370.91	19,051.95	-0.61	0.84	1.04	1.21	10.19

资料来源：Wind、华西证券研究所，可比公司数据来自Wind一致性预测



## 目录

---

- 盈利能力持续修复，财务数据稳中向好
- 火电业务为公司核心，持续受益于煤价下跌
- 电力转型稳步开展，风、光装机规模快速提升
- 盈利预测&投资建议
- **风险提示**

# 风险提示

## ■ 风险提示：

1) 公司项目建设进度不及预期；2) 动力煤价格下跌不及预期；3) 公司火电机组发电量不及预期。



# 三大报表情况

财务报表和主要财务比率									
利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	246,725	259,875	247,292	238,746	净利润	-10,085	16,392	20,464	23,815
YoY (%)	20.3%	5.3%	-4.8%	-3.5%	折旧和摊销	23,913	27,954	30,199	31,987
营业成本	239,221	223,476	205,136	191,838	营运资金变动	7,943	-5,038	-1,565	-103
营业税金及附加	1,442	1,931	1,929	1,958	经营活动现金流	32,520	44,908	54,441	61,290
销售费用	180	214	201	192	资本开支	-40,278	-41,675	-41,415	-41,548
管理费用	5,637	5,977	5,935	6,207	投资	-445	-1,006	-953	-974
财务费用	9,487	9,640	9,805	10,032	投资活动现金流	-39,971	-41,947	-41,215	-41,394
研发费用	1,608	1,559	1,607	1,552	股权募资	25,867	3	0	0
资产减值损失	-2,732	0	0	0	债务募资	7,787	7,890	3,606	1,827
投资收益	1,077	1,299	1,152	1,128	筹资活动现金流	7,973	18,936	-3,563	-5,559
营业利润	-10,411	20,118	25,240	29,456	现金净流量	962	21,618	9,663	14,337
营业外收支	708	500	500	500	<b>主要财务指标</b>				
利润总额	-9,703	20,618	25,740	29,956	<b>成长能力 (%)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	382	4,227	5,277	6,141	营业收入增长率	20.3%	5.3%	-4.8%	-3.5%
净利润	-10,085	16,392	20,464	23,815	净利润增长率	26.2%	277.5%	24.8%	16.4%
归属于母公司净利润	-7,387	13,113	16,371	19,052	<b>盈利能力 (%)</b>				
YoY (%)	26.2%	277.5%	24.8%	16.4%	毛利率	3.0%	14.0%	17.0%	19.6%
每股收益	-0.61	0.84	1.04	1.21	净利率	-3.0%	5.0%	6.6%	8.0%
<b>资产负债表 (百万元)</b>					总资产收益率ROA	-1.5%	2.4%	2.9%	3.2%
货币资金	17,176	38,793	48,456	62,793	净资产收益率ROE	-6.8%	9.4%	10.5%	10.9%
预付款项	6,611	5,110	4,973	4,671	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	12,702	13,788	12,758	11,608	流动比率	0.51	0.64	0.68	0.74
其他流动资产	50,233	59,222	55,476	53,281	速动比率	0.37	0.51	0.55	0.62
流动资产合计	86,722	116,914	121,663	132,354	现金比率	0.10	0.21	0.27	0.35
长期股权投资	23,898	24,882	25,811	26,761	资产负债率	74.8%	70.6%	67.9%	65.1%
固定资产	289,312	303,891	318,251	330,907	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	14,699	15,010	15,352	15,712	总资产周转率	0.50	0.49	0.44	0.41
非流动资产合计	415,884	431,168	444,010	455,212	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	502,606	548,082	565,673	587,566	每股收益	-0.61	0.84	1.04	1.21
短期借款	83,573	87,806	91,412	93,238	每股净资产	6.91	8.89	9.94	11.15
应付账款及票据	24,368	24,924	22,692	20,999	每股经营现金流	2.07	2.86	3.47	3.90
其他流动负债	63,392	70,109	65,862	63,806	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	171,333	182,839	179,966	178,044	<b>估值分析</b>				
长期借款	151,678	151,678	151,678	151,678	PE	-13.95	10.19	8.16	7.01
其他长期负债	53,051	52,654	52,654	52,654	PB	1.10	0.96	0.86	0.76
非流动负债合计	204,729	204,331	204,331	204,331					
负债合计	376,062	387,170	384,297	382,375					
股本	15,698	15,698	15,698	15,698					
少数股东权益	18,009	21,287	25,380	30,143					
股东权益合计	126,544	160,912	181,376	205,191					
负债和股东权益合计	502,606	548,082	565,673	587,566					

# H 免责声明

## 分析师与团队简介

晏溶：2019年加入华西证券，现任环保有色行业首席分析师。华南理工大学环境工程硕士毕业，曾就职于深圳市场监督管理局、广东省环保厅直属单位，曾参与深圳市碳交易系统搭建，6年行业工作经验+1年买方工作经验+5年卖方经验。2022年Wind金牌分析师电力及公用事业第三名，2022年新浪金麒麟最佳分析师公用事业第六名，2022年中国证券业分析师金牛奖环保组第五名；2021年入围新财富最佳分析师评选电力及公用事业行业，2021年新浪金麒麟最佳新锐分析师公用事业行业第二名，2021年Wind金牌分析师电力及公用事业行业第四名；2020年Wind金牌分析师电力及公用事业行业第三名，2020年同花顺iFind环保行业最受欢迎分析师。

周志璐：2020年加入华西证券，澳大利亚昆士兰会计学硕士，三年卖方研究经验。

温佳贝：2022年4月加入华西证券。英国布里斯托大学理学硕士，FRM Holder。

黄舒婷：2022年4月加入华西证券，2年有色金属研究经验，曾就职于招商期货担任有色金属研究员。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

THANK YOU

