

# 宝新能源覆盖报告：火电业务盈利修复弹性 渐显，新金融业务贡献稳定营收

---

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8月22日

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

# 摘要/Abstract

## ■ 煤价下跌业绩得以修复，成本管控得当财务数据持续向好

2020-2022年，公司营业收入分别为71.6亿元、94.11亿元、94.15亿元，同比分别增长27.24%、31.44%、0.05%；归母净利润分别为18.18亿元、8.24亿元、1.83亿元，同比分别增长105.83%、-54.65%、-77.78%。2021及2022年公司归母净利润同比负增长的主要原因系煤价上涨，火电燃料成本大幅攀升导致公司营业成本大幅增加，业绩亏损。2023H1公司实现营业收入49.97亿元，同比增长32.63%，主要系发电量增加所致；归属于上市公司股东的净利润3.14亿元，同比增长3,359.40%，煤价回落，公司业绩得到修复。三费率逐年下滑，成本管控颇有成效。2020年-2022年，公司销售费用率分别为0.14%、0.1%、0.05%；管理费用率分别为5.01%、4.38%、1.99%；财务费用率分别为4.15%、2.22%、1.74%。公司三费率逐年下滑，表明公司成本管控得当，降本增效颇有成效。为公司在电煤价格高企的不利背景下提供保障。2023H1，公司销售费用率、管理费用率及财务费用率分别为0.08%、1.92%、0.77%，销售费用率较去年年均水平略微上涨，管理费用率及财务费用率较去年年均水平均有所下滑，表明2023上半年，公司降本增效颇有成效。

## ■ 新金融业务稳步发展，贡献稳定营收

公司持有梅州客商银行30%的股份。2017-2022年，梅州客商银行总资产稳步提升，从66.22亿元增长至302.05亿元，涨幅为356.12%，CAGR为35.46%，营业收入逐年增长从0.69亿元增长至5.02亿元，涨幅为622.95%，CAGR为48.53%；净利润从1225.83万元增长至17000万元，涨幅为1286.82%，CAGR为69.20%。2022年，梅州客商银行业务规模实现大幅增长、利润再上新台阶，其中资产总额同比增长21.46%；营业收入同比增长74.91%；净利润同比增长155.73%，为2022年因电煤价格大幅上涨而导致火电行业发展暂临困局之时提供了保障性利润来源。截止2023年6月末，梅州客商银行资产总额340.27亿元，较年初增加38.22亿元，增幅12.65%；2023H1实现营业收入3.15亿元，同比增长41.43%；实现净利润0.81亿元，同比增长1.57%，形成了业务规模增长、营收利润稳定的发展态势。

# 摘要/Abstract

## ■ 广东省电力偏紧，煤电仍是主力电源

近年来，广东省内电力供需形势紧张，发用电缺口并无明显好转。2022年，广东省发电缺口1767.8亿千瓦时，较去年同期同比增长0.91%。根据广东省电力交易中心数据，2022年，广东省全省发受电量合计7616亿千瓦时，其中省内煤电发电量3157亿千瓦时，占比41.40%；外受电量1772亿千瓦时，占比23.30%。燃煤发电仍旧是广东省内电源主力。根据广东省电力交易中心数据，2018-2022年广东省外受电量占比均在30%左右，占比较高，2020-2022年占比有所下降，但也均超23%。根据昆明电力交易中心数据显示，2022年，云南省外送广东省电量为1221.2亿千瓦时，占广东外受电量的68.92%。广东外受电量主要为云南省，云南省为水电大省，但2023年上半年大部分时间全省主要地区来水偏枯，这导致云南水电出力不足，叠加云南省自身高耗能企业用电需求旺盛，即使6月来水大幅好转，2023年上半年云南外送电量同比大跌38.87%，与年度计划偏差86.64亿千瓦时。其中主要系送广东电量大幅减少。根据昆明电力交易中心数据，6月云南省送广东电量合计125.42亿千瓦时，环比增长70%，但是同比仍减少35.95%，与年度计划偏差-8.66亿千瓦时。1-6月，云南累计送广东电量332.89亿千瓦时，同比减少40.58%，与年度计划偏差79.74亿千瓦时。云南外送电量同比大幅减少，或对广东电力供需造成影响，广东煤电作为主力电源，或将承担较多的电量支撑作用。

## ■ 火电业务为公司核心，有望受益于电煤价格下跌

2020-2022年，公司电力行业营业收入分别为71.31、92.45、91.52亿元，占比均超过95%，为公司主要业务。其中，火电贡献占比均超99%，为公司核心板块。动力煤供应方面，2023年1-7月份，国内生产原煤26.7亿吨，同比增长3.6%；1-7月份进口2.6亿吨，同比增长88.6%。截至目前，2023年煤炭供应呈现增长态势，进口煤炭供给增幅明显，国内供给稳步增长。根据CCTD中国煤炭市场网监测数据显示，截至8月15日，沿海区域动力煤终端用户库存较去年同期增长26%；内陆区域动力煤终端用户库存较去年同期增长12%。终端用户库存去化进程或将较为缓慢。末伏已过半，但沿海和内陆动力煤终端用户日耗却不及预期，终端企业库存高位运行。且8月下旬，华北东部和南部、江南东部、华南、四川盆地、云南西部和南部等地大部地区降水量较常年同期偏多2-5成，局地偏多6成至1倍，预计后期水力发电将逐步恢复，火电压力将减轻。截至8月18日，秦皇岛动力末煤（Q5500）价格为802.00元/吨，较去年同期下跌30.56%，较年初下跌31.74%。我们预计在电力供需偏紧的2023年，公司燃煤交易电价或将顶格上浮。此外，考虑到煤电或将仍旧承担广东省电源主力，我们预测公司火电发电小时数或将维持高位。煤炭价格下跌，有利于缓解煤电成本压力，叠加煤电电价上浮，助力公司业绩持续修复。

# 摘要/Abstract

## ■ 投资建议

我们预测公司2023-2025年营业收入分别为95.33/94.51/109.16亿元，分别同比增长1.3%/-0.9%/15.5%；2023-2025年归母净利润分别为12.56/12.94/17.66亿元，分别同比增长585.6%/3.0%/36.5%，对应EPS分别为0.58/0.59/0.81元。截至8月18日收盘价6.43元，对应PE分别为11.14/10.81/7.92。由于公司目前火电装机占比较高，且贡献主要收入，我们选取与公司业务结构相近的华电国际、大唐发电、华能国际为可比公司，2023年可比公司平均PE为12.69。宝新能源目前在营收规模和利润规模上与可比公司平均水平存在差距，但未来三年归母净利润维持增长。综合考虑，首次覆盖，给予宝新能源“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；3) 公司火电机组发电量不及预期。



## 目录

---

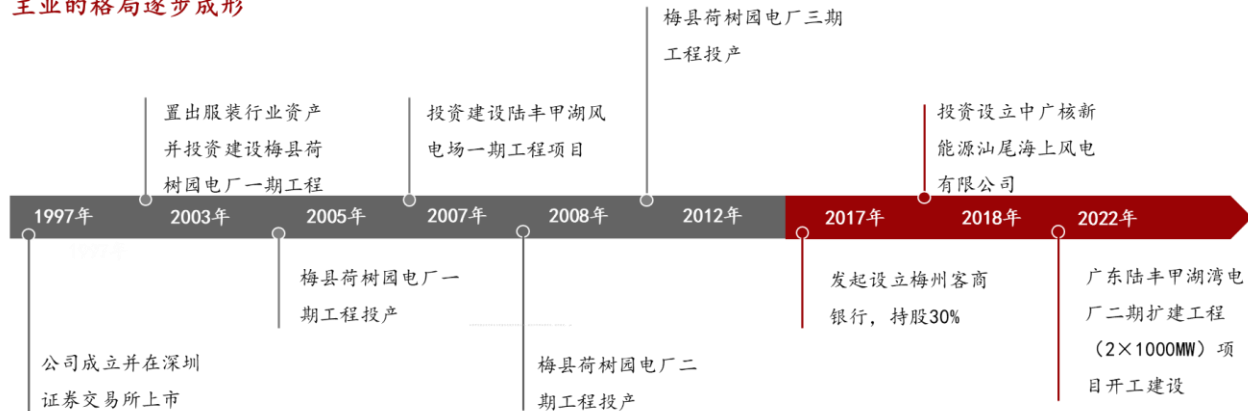
- **煤价下跌，公司业绩得到修复**
- **新金融业务稳步发展，业绩贡献稳中有升**
- **火电业务为公司核心，有望受益于电煤价格下跌**
- **盈利预测&投资建议**
- **风险提示**

# H 以“新能源电力+新金融投资”为双核心业务

- **逐步聚焦电力行业，布局新金融行业。**1996年，公司成立，并于1997年在深圳证券交易所上市。2003年，置出服装行业资产并投资建设梅县荷树园电厂一期工程，开始转型进军电力行业。2017年，发起设立梅州客商银行，持股30%，开始布局新金融行业，并全力打造“新能源电力+新金融投资”为双核心业务。

图1：公司发展历程

1997-2012年：转型进军电力行业，以电力为核心主业的格局逐步形成



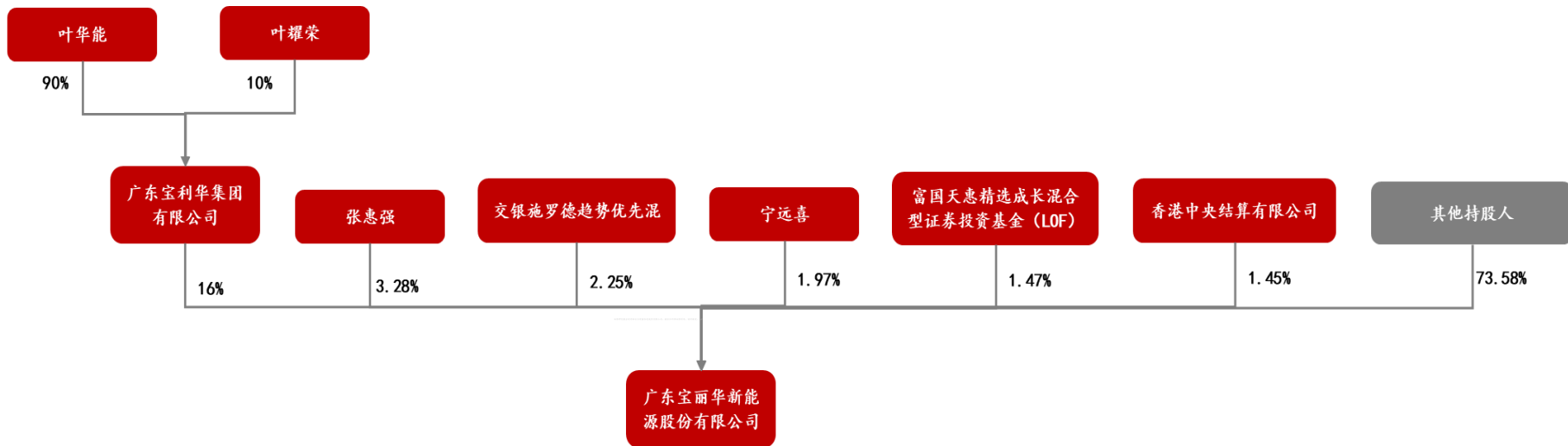
资料来源：公司公告、华西证券研究所

2017-2022年：布局新金融行业，以“新能源电力+新金融投资”为双核心业务

## H 股权结构稳定多元，实控人为叶华能先生

- 控股股东为宝丽华集团，实控人为叶华能先生。广东宝丽华集团为公司控股股东，持股16%，叶华能先生通过持有宝丽华集团90%股权，成为公司实际控制人，公司股权结构较为稳定多元。

图2：公司股权结构

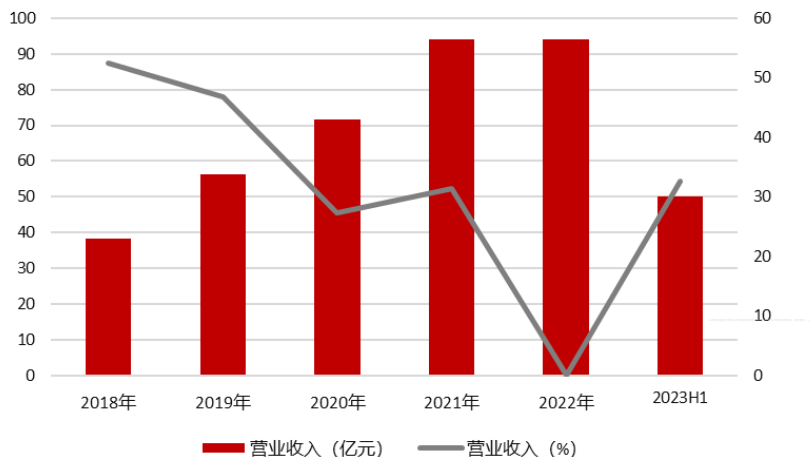


资料来源：公司公告、华西证券研究所

## H 煤价回落，公司业绩得到修复

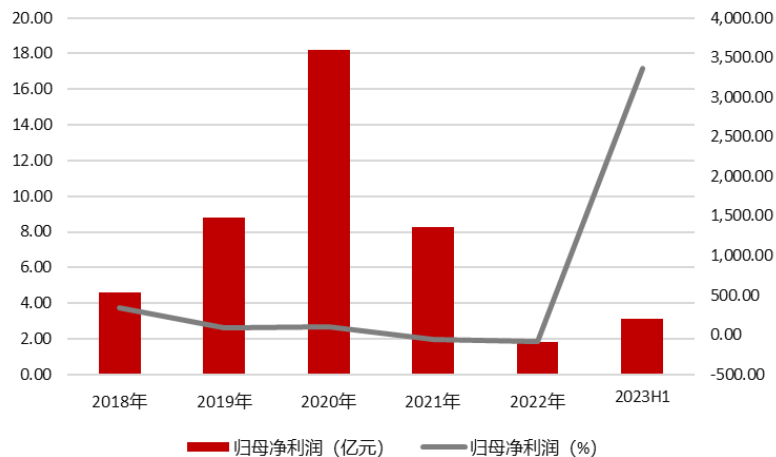
- **公司营收稳步增长，归母净利同比下滑。**2020-2022年，公司营业收入分别为71.6亿元、94.11亿元、94.15亿元，同比分别增长27.24%、31.44%、0.05%；归母净利润分别为18.18亿元、8.24亿元、1.83亿元，同比分别增长105.83%、-54.65%、-77.78%。2021及2022年公司归母净利同比负增长的主要原因系煤价上涨，火电燃料成本大幅攀升导致公司营业成本大幅增加，业绩亏损。2023H1公司实现营业收入49.97亿元，同比增长32.63%，主要系发电量增加所致；归属于上市公司股东的净利润3.14亿元，同比增长3,359.40%，煤价回落，公司业绩得到修复。

图3：公司历年营业收入及同比情况



资料来源：iFinD、华西证券研究所

图4：公司历年归母净利润及同比情况



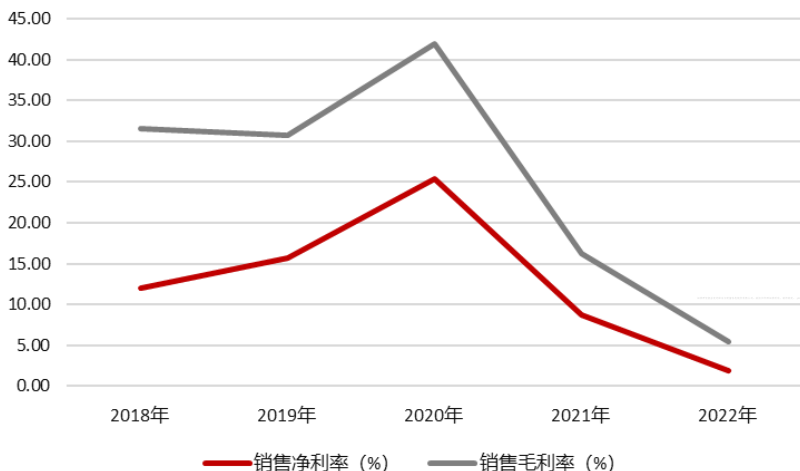
资料来源：iFinD、华西证券研究所



## H 毛利率较去年均值回升，费用率逐年下降

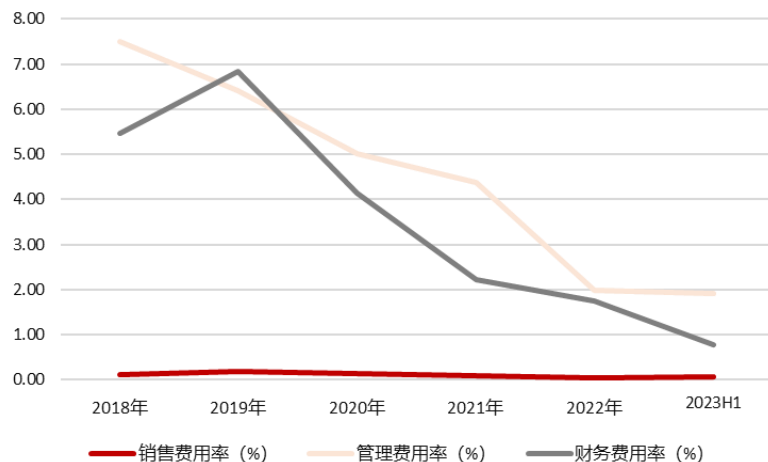
- **销售净利率及毛利率较去年平均水平回升。**2020年-2022年，公司销售净利率分别为25.39%、8.76%、1.95%；销售毛利率分别为41.99%、16.26%、5.42%。公司销售净利率及毛利率均连续两年下滑，均由电煤价格上涨，火电成本大幅增加所致。2023H1，由于煤价同比有所下降，公司销售净利率及毛利率较去年平均水平均有所回升，分别为6.28%、9.09%，表明公司盈利能力得到修复。
- **三费率逐年下滑，成本管控颇有成效。**2020年-2022年，公司销售费用率分别为0.14%、0.1%、0.05%；管理费用率分别为5.01%、4.38%、1.99%；财务费用率分别为4.15%、2.22%、1.74%。公司三费率逐年下滑，表明公司成本管控得当，降本增效颇有成效。为公司在电煤价格高企的不利背景下提供保障。2023H1，公司销售费用率、管理费用率及财务费用率分别为0.08%、1.92%、0.77%，销售费用率较去年年均水平略微上涨，管理费用率及财务费用率较去年年均水平均有所下滑，表明2023上半年，公司降本增效颇有成效。

图5：公司历年销售毛利率及销售净利率情况



资料来源：iFinD、华西证券研究所

图6：公司历年三费率情况



资料来源：iFinD、华西证券研究所



## 目录

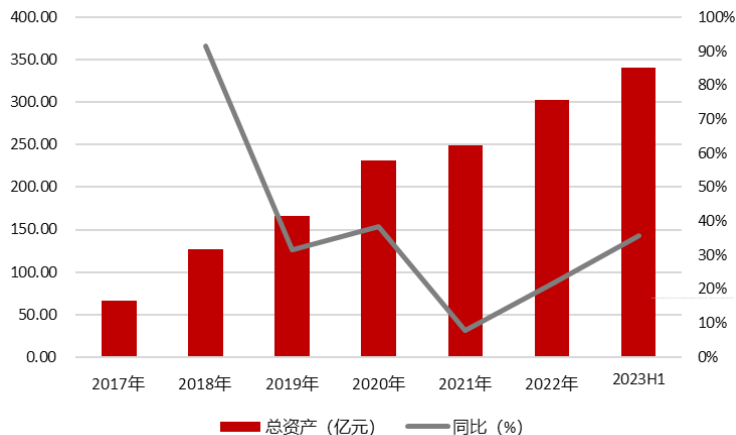
---

- 煤价下跌，公司业绩得到修复
- **新金融业务稳步发展，业绩贡献稳中有升**
- 火电业务为公司核心，有望受益于电煤价格下跌
- 盈利预测&投资建议
- 风险提示

## H 新金融业务稳步发展，业绩贡献稳中有升

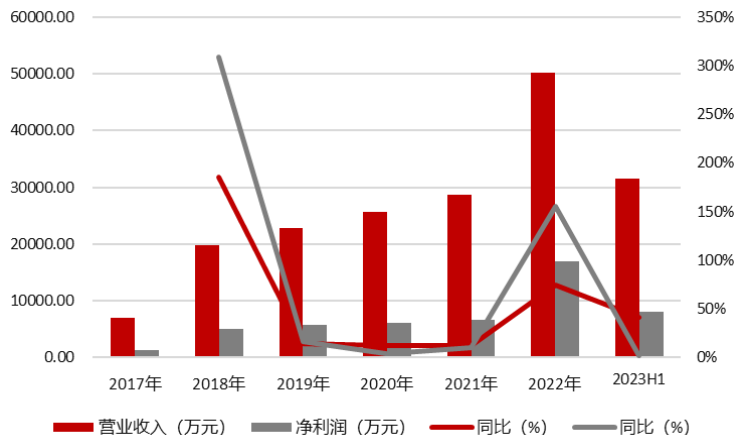
- **梅州客商银行总资产稳步提升，营业收入逐年上升。**公司持有梅州客商银行30%的股份。2017-2022年，梅州客商银行总资产稳步提升，从66.22亿元增长至302.05亿元，涨幅为356.12%，CAGR为35.46%，营业收入逐年增长从0.69亿元增长至5.02亿元，涨幅为622.95%，CAGR为48.53%；净利润从1225.83万元增长至17000万元，涨幅为1286.82%，CAGR为69.20%。2022年，梅州客商银行业务规模实现大幅增长、利润再上新台阶，其中资产总额同比增长21.46%；营业收入同比增长74.91%；净利润同比增长155.73%，为2022年因电煤价格大幅上涨而导致火电行业发展暂临困局之时提供了保障性利润来源。截止2023年6月末，梅州客商银行资产总额340.27亿元，较年初增加38.22亿元，增幅12.65%；2023H1实现营业收入3.15亿元，同比增长41.43%；实现净利润0.81亿元，同比增长1.57%，形成了业务规模增长、营收利润稳定的发展态势。

图7：梅州客商银行历年总资产规模



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图8：梅州客商银行历年营收及净利润情况

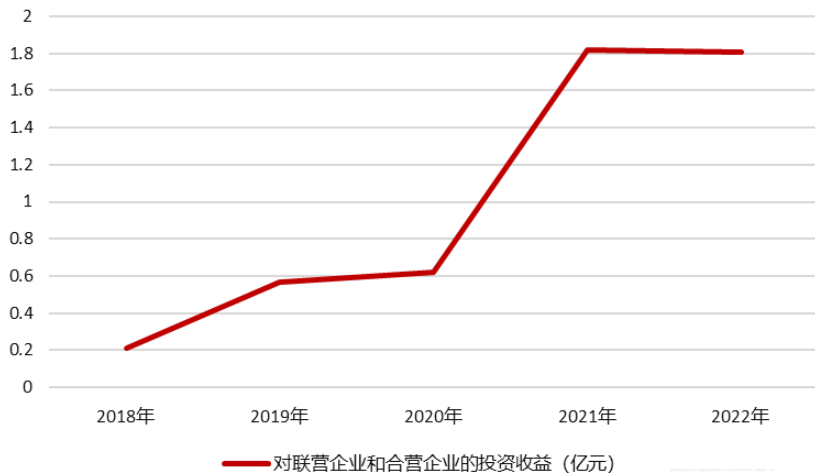


资料来源：公司公告、华西证券研究所

## H 投资收益兜底，贡献稳定现金流

- **对联营、合营企业的投资收益稳步较快增长，补充公司现金流。** 2018-2022年公司对联营企业和合营企业的投资收益从0.21亿元增长至1.81亿元，增长幅度为761.90%，CAGR为71.34%，保持较快增长趋势，为公司业绩提供兜底作用，提供较快增长的现金流。

图9：公司历年对联营企业和合营企业的投资收益情况



资料来源：公司公告、华西证券研究所

表1：2022年主要股权投资情况

合营企业或联营企业名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例
梅州客商银行股份有限公司	梅州市	梅州市	金融服务	30.00%
深圳市东方富海投资管理股份有限公司	深圳市	深圳市	投资管理	27.78%
中广核新能源海上风电（汕尾）有限公司	汕尾市	汕尾市	电力生产及销售	8.09%

资料来源：公司公告、华西证券研究所



## 目录

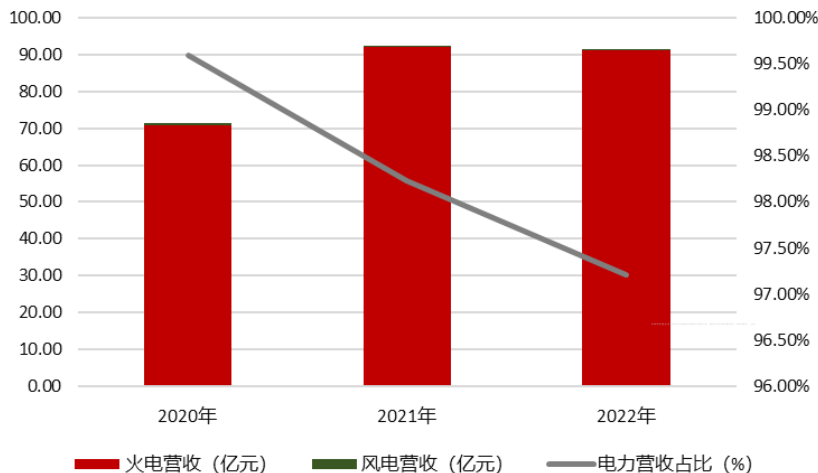
---

- 煤价下跌，公司业绩得到修复
- 新金融业务稳步发展，业绩贡献稳中有升
- **火电业务为公司核心，有望受益于电煤价格下跌**
- 盈利预测&投资建议
- 风险提示

## H 火电业务为公司核心，储备项目有序推进

- **火电业务为核心板块，储备火电项目较为充沛。**2020-2022年，公司电力行业营业收入分别为71.31、92.45、91.52亿元，占比均超过95%，2023H1，该比重为95.44%，电力板块为公司主要业务。其中，火电贡献占比均超99%，为公司核心板块。截至2022年底，公司火电业务总装机合计347万千瓦，风电业务合计装机4.8万千瓦。2022年，公司广东陆丰甲湖湾电厂二期扩建工程（2×1000MW）项目获广东省发改委核准批复，于2022年11月26日正式开工建设。此外，公司加快推进梅县荷树园电厂7、8号2×1000MW资源综合利用发电机组扩建工程、广东陆丰甲湖湾电厂5-8号机组扩建工程（4×1000MW）的立项核准申报工作，火电资产较为充沛。

图10：公司近年电力营业收入情况



资料来源：公司公告、华西证券研究所

表2：公司2022年装机情况

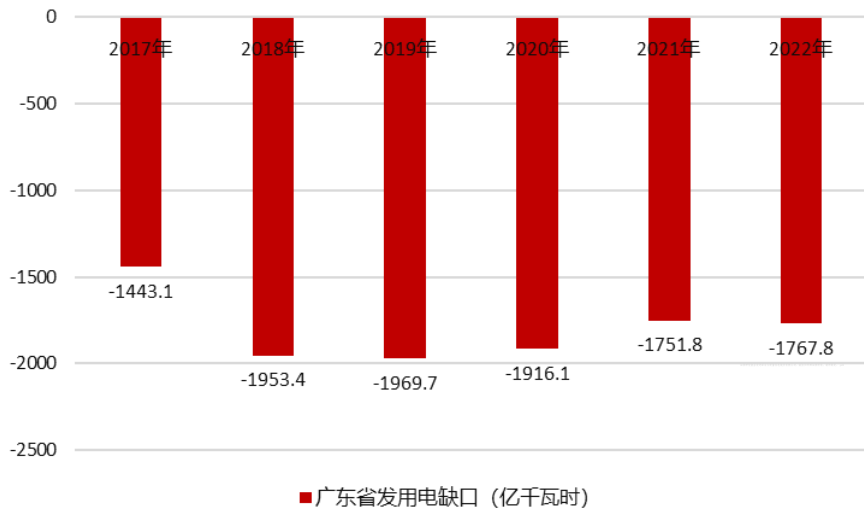
项目	装机容量 (万千瓦)
<b>在运营火电项目</b>	<b>347</b>
梅县荷树园电厂一期	27
梅县荷树园电厂二期	60
梅县荷树园电厂三期	60
陆丰甲湖湾电厂一期	200
<b>在运营风电项目</b>	<b>4.8</b>
陆丰甲湖湾陆上风电一期	4.8
<b>在建火电项目</b>	<b>200</b>
陆丰甲湖湾电厂3号	100
陆丰甲湖湾电厂4号	100

资料来源：公司公告、华西证券研究所

## H 广东省电力偏紧，煤电仍是主力电源

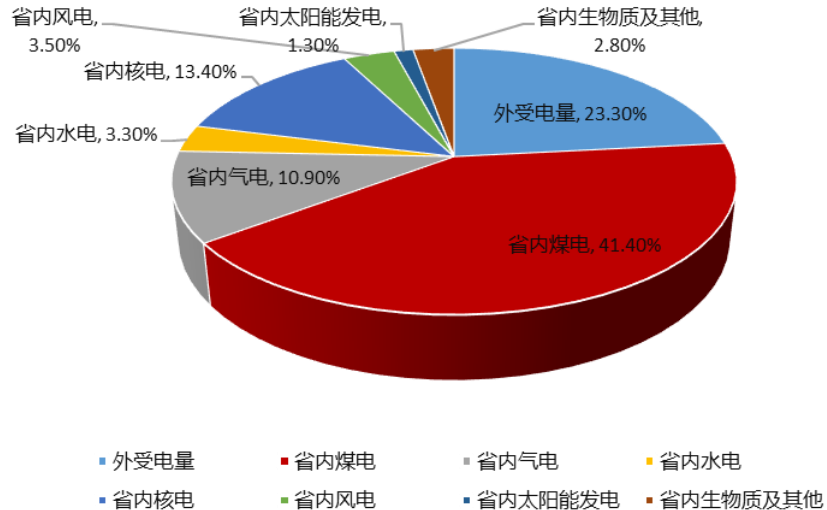
- **2022年，广东省发电缺口1767.8亿千瓦时，电力偏紧。**近年来，广东省内电力供需形势紧张，发用电缺口并无明显好转。2022年，广东省发电缺口1767.8亿千瓦时，较去年同期同比增长0.91%。根据广东省电力交易中心数据，2022年，广东省全省发受电量合计7616亿千瓦时，其中省内煤电发电量3157亿千瓦时，占比41.40%；外受电量1772亿千瓦时，占比23.30%，燃煤发电仍旧是广东省内电源主力。

图11：广东省历年发用电缺口情况



资料来源：Wind、华西证券研究所

图12：2022年广东省各类型发电量占比情况

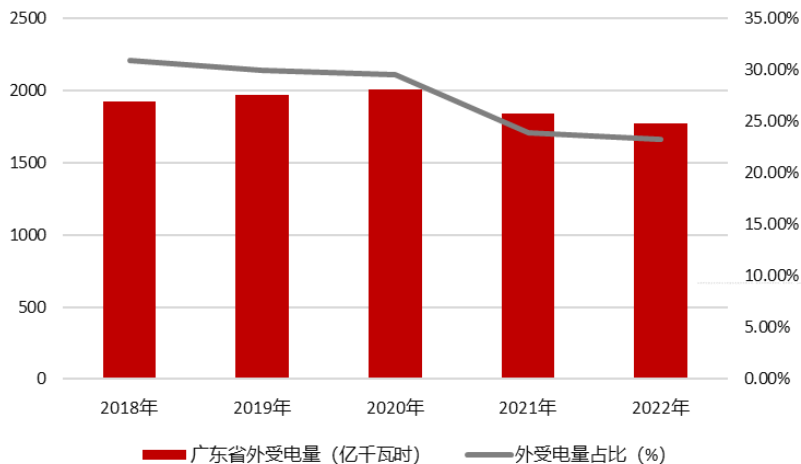


资料来源：广东电力交易中心、华西证券研究所

## H 广东省外受电量占比较高，受气候因素影响较大

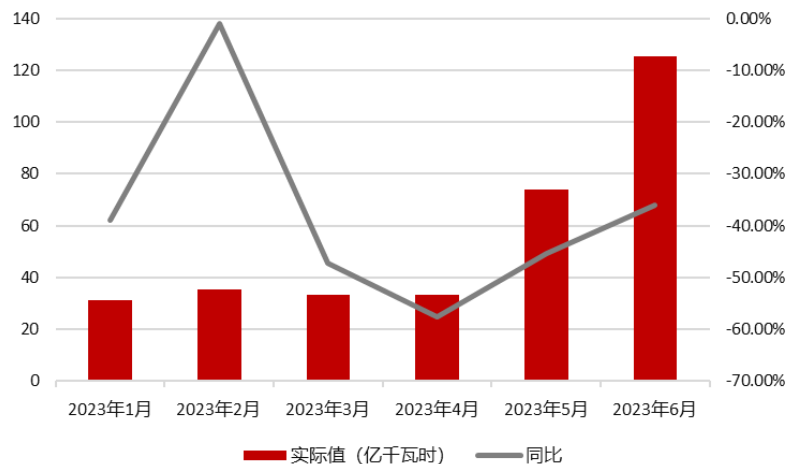
- **云南为广东省主要外受电量来源，2023年云南外送广东电量同比下滑40.58%。**根据广东省电力交易中心数据，2018-2022年广东省外受电量占比均在30%左右，占比较高，2020-2022年占比有所下降，但也均超23%。根据昆明电力交易中心数据显示，2022年，云南省外送广东省电量为1221.2亿千瓦时，占广东外受电量的68.92%。广东外受电量主要为云南省，云南省为水电大省，但2023年上半年大部分时间全省主要地区来水偏枯，这导致云南水电出力不足，叠加云南省自身高耗能企业用电需求旺盛，即使6月来水大幅好转，2023年上半年云南外送电量同比大跌38.87%，与年度计划偏差86.64亿千瓦时。其中主要系送广东电量大幅减少。根据昆明电力交易中心数据，6月云南省送广东电量合计125.42亿千瓦时，环比增长70%，但是同比仍减少35.95%，与年度计划偏差-8.66亿千瓦时。1-6月，云南累计送广东电量332.89亿千瓦时，同比减少40.58%，与年度计划偏差79.74亿千瓦时。云南外送电量同比大幅减少，或对广东电力供需造成影响，广东煤电作为主力电源，或将承担较多的电量支撑作用。

图13：公司历年外受电量及占比情况



资料来源：广东电力交易中心、华西证券研究所

图14：2023年云南省外送广东省电量情况



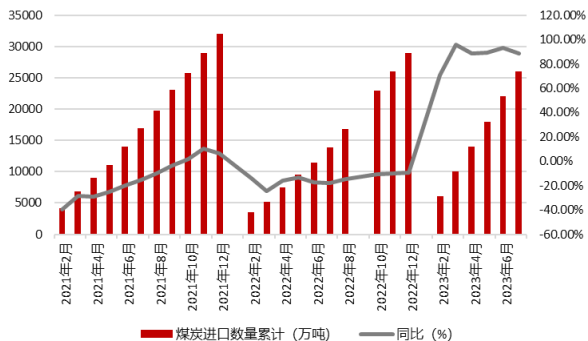
资料来源：昆明电力交易中心、华西证券研究所



# H 煤炭供给充足价格下行，煤机机组有望大幅受益

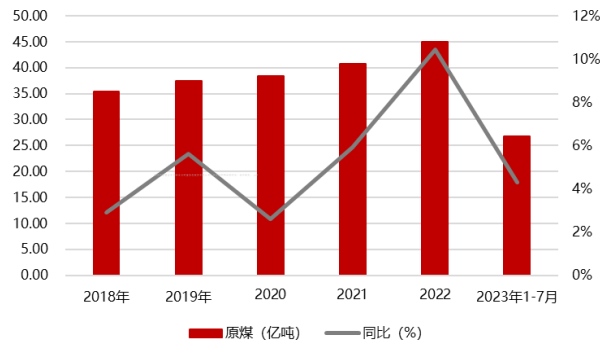
- **电厂库存高企，水电预期好转。**动力煤供应方面，2023年1-7月份，国内生产原煤26.7亿吨，同比增长3.6%；1-7月份进口2.6亿吨，同比增长88.6%。截至目前，2023年煤炭供应呈现增长态势，进口煤炭供给增幅明显，国内供给稳步增长。根据CCTD中国煤炭市场网监测数据显示，截至8月15日，沿海区域动力煤终端用户库存较去年同期增长26%；内陆区域动力煤终端用户库存较去年同期增长12%。终端用户库存去化进程或将较为缓慢。未伏已过半，但沿海和内陆动力煤终端用户日耗却不及预期，终端企业库存高位运行。且8月下旬，华北东部和南部、江南东部、华南、四川盆地、云南西部和南部等地大部地区降水量较常年同期偏多2-5成，局地偏多6成至1倍，预计后期水力发电将逐步恢复，火电压力将减轻。
- **动力煤价格下行，煤机机组盈利能力提升。**截至8月18日，秦皇岛动力末煤（Q5500）价格为802.00元/吨，较去年同期下跌30.56%，较年初下跌31.74%，较2022年高点1664元/吨下跌51.8%。我们预计在电力供需偏紧的2023年，公司燃煤交易电价或将顶格上浮。此外，考虑到煤电或将仍旧承担广东省电源主力，我们预测公司火电发电小时数或将维持高位。煤炭价格下跌，有利于缓解煤电成本压力，叠加煤电电价上浮，助力公司业绩持续修复。

图15：煤炭进口量（万吨）



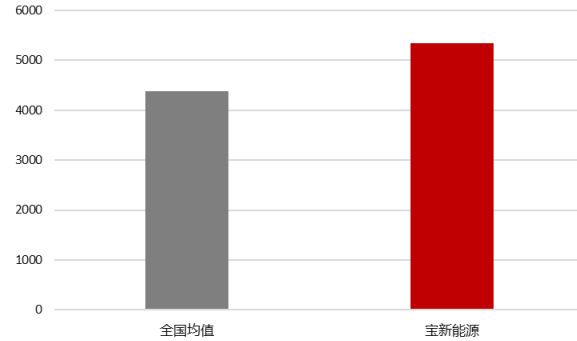
资料来源：Wind、华西证券研究所

图16：原煤产量（亿吨）



资料来源：Wind、华西证券研究所

图17：2022年火电利用小时数情况



资料来源：公司公告、华西证券研究所



## 目录

---

- 煤价下跌，公司业绩得到改善
- 新金融业务稳步发展，业绩贡献稳中有升
- 火电业务为公司核心，有望受益于电煤价格下跌
- **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、火电：1) 利用小时数：公司火电机组2021-2022年利用小时数分别为3833/5305/5335小时，考虑到火电在广东仍将作为基石能源，预计利用小时数将维持稳定水平，假设2023-2025年火电利用小时数分别为5350/5350/5350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减少。假设2023年煤电电价维持不变，2024年较2023年下滑10%，2025年较2023年下滑20%。即2023-2025年煤电电价分别为0.59/0.54/0.49元每千瓦时（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、风电：1) 利用小时数：公司风电机组2020-2022年利用小时数分别为1375/979/1042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1050/1050/1050小时。2) 电价：假设2023-2025年，风电机组电价较2022年维持不变，即0.69元每千瓦时（含税）。

## ■ 公司主营业务业绩预测：

表3：主营业务业绩预测（百万元）

		2021	2022	2023E	2024E	2025E
火电	营收	9216.96	9121.84	9152.63	8920.04	10385.68
	成本	7728.40	8686.84	7259.73	6995.73	7633.34
风电	营收	27.95	30.34	30.76	30.76	30.76
	成本	33.79	37.54	32.50	32.04	32.43
其他业务	营收	166.00	263.00	350.00	500.00	500.00
	成本	119.00	180.00	250.00	300.00	350.00
合计	<b>总营收</b>	<b>9410.90</b>	<b>9415.18</b>	<b>9533.39</b>	<b>9450.80</b>	<b>10916.44</b>
	<b>总成本</b>	<b>7881.20</b>	<b>8904.38</b>	<b>7542.23</b>	<b>7327.77</b>	<b>8015.77</b>

资料来源：Wind、华西证券研究所

## ■ 可比公司业绩及估值情况：

我们预测公司2023-2025年营业收入分别为95.33/94.51/109.16亿元，分别同比增长1.3%/-0.9%/15.5%；2023-2025年归母净利润分别为12.56/12.94/17.66亿元，分别同比增长585.6%/3.0%/36.5%，对应EPS分别为0.58/0.59/0.81元。截至8月18日收盘价6.43元，对应PE分别为11.14/10.81/7.92。由于公司目前火电装机占比较高，且贡献主要收入，我们选取与公司业务结构相近的华电国际、大唐发电、华能国际为可比公司，2023年可比公司平均PE为12.69。宝新能源目前在营收规模和利润规模上与可比公司平均水平存在差距，但未来三年归母净利润维持增长。综合考虑，首次覆盖，给予宝新能源“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8月3日	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2023E
华电国际 (600027)	571	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)	544	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
华能国际 (600011)	1407	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	10.8
平均值	841	156870.46	166194.96	165419.06	165693.07	-2292.38	7314.47	9301.49	10928.62	-0.19	0.52	0.65	0.76	12.69
宝新能源 (000690)	140.00	9415.00	9533.39	9450.80	10916.44	183.17	1255.81	1293.82	1766.11	0.08	0.58	0.59	0.81	11.14

资料来源：Wind、华西证券研究所，华能国际数据来自华西证券研究所预测，其余可比公司数据来自Wind一致性预测



## 目录

---

- 煤价下跌，公司业绩得到改善
- 新金融业务稳步发展，业绩贡献稳中有升
- 火电业务为公司核心，有望受益于电煤价格下跌
- 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	9,415	9,533	9,451	10,916	净利润	183	1,256	1,294	1,766
YoY (%)	0.0%	1.3%	-0.9%	15.5%	折旧和摊销	760	749	836	875
营业成本	8,904	7,542	7,328	8,016	营运资金变动	25	453	-195	-78
营业税金及附加	46	71	76	93	经营活动现金流	1,196	2,596	2,118	2,841
销售费用	5	10	10	11	资本开支	-251	-954	-874	-980
管理费用	188	322	351	422	投资	25	-105	-89	-74
财务费用	164	181	233	287	投资活动现金流	-103	-1,271	-813	-950
研发费用	0	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-226	0	0	0	债务募资	590	810	904	847
投资收益	245	148	149	104	筹资活动现金流	204	460	566	460
营业利润	158	1,565	1,612	2,203	现金净流量	1,294	1,797	1,870	2,352
营业外收支	9	5	5	5	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
利润总额	167	1,570	1,617	2,208	<b>成长能力 (%)</b>				
所得税	-16	314	323	442	营业收入增长率	0.0%	1.3%	-0.9%	15.5%
净利润	183	1,256	1,294	1,766	净利润增长率	-77.8%	585.6%	3.0%	36.5%
归属于母公司净利润	183	1,256	1,294	1,766	<b>盈利能力 (%)</b>				
YoY (%)	-77.8%	585.6%	3.0%	36.5%	毛利率	5.4%	20.9%	22.5%	26.6%
每股收益	0.08	0.58	0.59	0.81	净利率	1.9%	13.2%	13.7%	16.2%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率ROA	0.9%	5.6%	5.3%	6.5%
货币资金	5,934	7,730	9,601	11,952	净资产收益率ROE	1.6%	10.0%	9.4%	11.4%
预付款项	0	0	0	0	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	521	388	386	427	流动比率	1.96	1.89	2.04	2.16
其他流动资产	1,380	1,425	1,420	1,590	速动比率	1.79	1.78	1.94	2.07
流动资产合计	7,834	9,543	11,406	13,969	现金比率	1.48	1.53	1.71	1.85
长期股权投资	2,500	2,606	2,695	2,769	资产负债率	43.8%	44.4%	43.7%	42.8%
固定资产	7,756	7,924	7,927	8,001	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	633	637	638	637	总资产周转率	0.47	0.45	0.40	0.42
非流动资产合计	12,262	12,935	13,067	13,250	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	20,096	22,478	24,473	27,219	每股收益	0.08	0.58	0.59	0.81
短期借款	2,050	2,773	3,525	4,270	每股净资产	5.19	5.74	6.34	7.15
应付账款及票据	610	694	641	688	每股经营现金流	0.55	1.19	0.97	1.31
其他流动负债	1,339	1,583	1,434	1,520	每股股利	0.03	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	3,999	5,051	5,600	6,478	<b>估值分析</b>				
长期借款	4,767	4,890	5,042	5,144	PE	80.38	11.14	10.81	7.92
其他长期负债	42	41	41	41	PB	1.25	1.12	1.01	0.90
非流动负债合计	4,809	4,931	5,083	5,185					
负债合计	8,808	9,981	10,683	11,662					
股本	2,176	2,176	2,176	2,176					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	11,288	12,497	13,790	15,557					
负债和股东权益合计	20,096	22,478	24,473	27,219					

资料来源: Wind、华西证券研究所



# 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，FRMHolder。

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。

THANKYOU

