2023年 08月 24日 证券研究报告•2023年半年报点评 内蒙华电(600863)公用事业 买入 (维持)

当前价: 3.39 元

目标价: ——元(6个月)



# 电价下滑压缩火电盈利空间, 新能源转型步伐加快

### 投资要点

- **事件:**公司发布 2023 年半年报,实现营收 111 亿元,同比增长 1.2%;实现归母净利润 14.8 亿元,同比增长 26.7%; 23Q2 实现归母净利润 6.2 亿元,环比下降 28.2%。
- 平均电价下滑 3%, 压缩盈利空间。截至 2023H1, 公司已投运装机容量 13GW, 其中煤电装机容量为 11.4GW, 在内蒙古电力市场份额较高,规模优势进一步凸显; 2023H1, 公司电力产品销售实现收入 95.1 亿元,实现发电量 286 亿千瓦时,蒙东/蒙西/华北发电量同比分别-8%/+1%/-6%; 平均上网电价为 0.359 元/千瓦时,同比下降 3%,标煤单价 601元/吨,同比下降 6%,电量电价下滑压缩利润空间。据中电联预测,下半年国民经济恢复向好叠加今年夏季全国大部地区气温接近常年到偏高,预计电力供需总体紧平衡,公司将是内蒙古自治区重要的电源支撑点。另外,公司上都发电厂"点对网"直送华北电源项目和蒙西至天津南特高压输变电工程外送项目具有跨区域送电的市场优势。
- 煤电协同优势突出,强力推进煤炭增产保供。2023H1,煤炭销售实现收入13.0亿元,同比增长88.9%。2023年6月,魏家峁煤矿取得国家矿山安全监察局批复,煤矿生产能力由1200万吨/年核增至1500万吨/年,其中部分煤炭自用和公司合并范围内销售,其余全部外销,煤电协同效应进一步增强。2023H1魏家峁实现产量677万吨,同比增长88.4%,其中对外销量312万吨,同比增长119%,平均销售价格为415元/吨,同比下滑14%。魏家峁产能核增释放增厚公司业绩,亦能减少成本端上行风险,增加公司自用/外销灵活度。
- 新能源转型步伐加快,项目储备丰富。公司顺应绿色低碳转型,不断推进新能源产业发展。截至2023H1,公司在运新能源装机容量为1.5GW,占已投运机组装机容量的11.3%,其中风电/光伏装机容量分别为1.4/0.1GW,在建光伏项目0.4GW,已获得备案或核准的新能源项目1.1GW;受益于内蒙地区新能源政策陆续出台,公司新能源转型步伐不断加快。
- 降本增效拓市场,大力开展效益调电。公司进一步突出营销龙头作用,全力增发抢发效益电。2023H1公司市场化交易电量256亿千瓦时,占上网电量比例为96.5%;蒙西地区火电利用小时2549小时,较去年同期增加27个小时;魏家峁公司利用小时2305小时,高于蒙西地区特高压外送平均利用小时。同时,公司积极落实财税优惠政策,财务费用同比减少1.0亿元(-31.7%),公司争取到3年期能源保供专项贷款5000万元,利率1.75%,较同期LPR利率下浮190个基点,再创融资利率水平新优。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 23-25 年归母净利润分别为 32 亿元/36 亿元/42 亿元,对应 23-25 年 PE 分别为 7.0/6.2/5.3 倍,维持"买入"评级。
- 风险提示: 煤价电价波动风险, 新能源发展或不及预期等。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	23065.58	24012.59	25020.85	26925.49
增长率	21.82%	4.11%	4.20%	7.61%
归属母公司净利润(百万元)	1762.01	3179.74	3553.27	4193.86
增长率	289.61%	80.46%	11.75%	18.03%
毎股收益EPS(元)	0.27	0.49	0.54	0.64
净资产收益率 ROE	9.78%	15.15% 5.	13%	15.88%
PE	12.6	7.0	6.2	5.3
PB	1.07	0.95	0.85	0.75

数据来源: Wind, 西南证券

#### 西南证券研究发展中心

分析师: 池天惠

执业证号: S1250522100001

电话: 13003109597 邮箱: cth@swsc.com.cn

分析师: 刘洋

执业证号: S1250523070005

电话: 18019200867 邮箱: ly21@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)	65.27
流通 A股(亿股)	65.27
52 周内股价区间(元)	3.25-4.41
总市值(亿元)	221.26
总资产(亿元)	411.07
每股净资产(元)	2.31

#### 相关研究

- 内蒙华电(600863):煤炭产能释放加快, 营收利润持续增长 (2023-05-05)
- 2. 内蒙华电 (600863): 煤炭产能逐步释 放, 营收利润持续增长 (2022-10-28)



# 盈利预测

#### 关键假设:

假设 1: 对于火电机组, 2023-2025 年装机量保持稳定, 利用小时数分别为5000/4800/4700 小时, 售电均价分别为每千瓦时 0.34/0.32/0.30 元。2023-2025 年入炉标煤价格分别为每吨 605/615/630 元。

假设 2: 对于风电机组,根据公司十四五规划,2025 年新能源装机比例达 50%,2023-2025年装机量分别为304/484/600万千瓦,得益于海风投产和新能源消纳问题的改善,利用小时数逐年增加,分别为 2580/2600/2700 小时,售电均价分别为每千瓦时0.39/0.38/0.38 元。

假设 3: 对于光伏机组, 2023-2025 年装机量分别为 127/247/369 万千瓦, 得益于新能源消纳问题的改善, 利用小时数逐年增加, 分别为 1750/1760/1770 小时, 由于平价项目占比提升, 售电均价逐年下降, 分别为每千瓦时 0.75/0.73/0.72 元。

基于以上假设,我们预测公司2023-2025年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位:百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
	营业收入	20767	21369	22068	23695
电力业务	增速	26.9%	2.9%	3.3%	7.4%
	毛利率	15.4%	22.1%	22.8%	25.6%
	收入	1748	2011	2272	2499
煤炭销售	增速	-12.4%	15.0%	13.0%	10.0%
	毛利率	62.5%	60.0%	60.0%	60.0%
	收入	494	568	614	663
热力业务	增速	8.0%	15.0%	8.0%	8.0%
	毛利率	-53.6%	-30.0%	-10.0%	-10.0%
	收入	56	65	67	69
其他业务	增速	-50.5%	15.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	66.0%	30.0%	30.0%	30.0%
	收入	23066	24013	25021	26925
合计	增速	21.8%	4.1%	4.2%	7.6%
	毛利率	17.6%	24.1%	25.4%	27.9%

数据来源: Wind, 西南证券



附表: 财务预测与估值

学业成本 2006-58 24012-59 85020-85 28026-49		, ,								
等速成金	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
常上磁を采用地 700.72 720.38 750.63 807.76   対手を削 586.64 569.25 545.23 585.93 情傷を則 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00   対子を持た 14.00 43.98   対子を対する 14.00 43.00 43.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.0	营业收入	23065.58	24012.59	25020.85	26925.49	净利润	2014.90	3533.05	3948.08	4659.84
解音度 司 0.00 0.00 0.00 0.00 以 20 以 2 に 241.25 で 245.25 で 275.37 は 1155.69 1481.68 115.79 271.43 おきか	营业成本	19007.88	18233.46	18658.78	19413.02	折旧与摊销	2963.70	3160.74	3271.07	3421.23
安理書   39.18   38.78   44.1.0   43.98   技術を設置   56.604   56925   545.23   585.93   大変に対しています。	营业税金及附加	700.72	720.38	750.63	807.76	财务费用	586.64	569.25	545.23	585.93
# 持骨門   586.64   569.25   546.23   585.93   天徳   1158.16   -14.28   114.80   131.28   万元(成長   138.11   147.69   150.30   133.51   投資收益   0.00   0.0	销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	-413.45	-189.21	-247.42	-241.25
接产減値線失 - 413.45 - 189.21 - 247.42 - 241.25 投資報益 - 180.13 147.66 150.30 133.51 投資報益 - 180.13 147.66 150.30 133.51 接来	管理费用	39.18	38.78	41.10	43.98	经营营运资本变动	-1155.69	-481.68	-115.79	-271.43
接音検益 180.13 147.69 150.30 133.51 公 た他性の機能 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.	财务费用	586.64	569.25	545.23	585.93	其他	1158.16	-14.28	114.80	131.28
公売信貸票頭組   0.00   0.00   0.00   0.00   2.	资产减值损失	-413.45	-189.21	-247.42	-241.25	经营活动现金流净额	5154.27	6577.86	7515.97	8285.61
実施経管療経   2.000   0.00   0.00   0.00   0.00   2.09   2.4409.20   4.928.00   5.967.05   4.562.60   2.673.12   0.00   0.00   0.00   0.00   4.562.60   3.61.41   8.32.6   987.02   1314.31   2.54股前   2.52.89   3.53.30   3.94.81   4.65.98   2.52.89   3.53.30   3.94.81   4.65.98   4.562.60   3.079.74   3.053.27   4.193.86   4.562.60   3.079.74   3.053.27   4.193.86   4.562.60   3.079.74   3.053.27   4.193.86   4.562.60   3.079.74   3.053.27   4.193.86   4.562.60   3.079.74   3.053.27   4.193.86   4.562.60   3.079.74   3.053.27   4.193.86   4.562.60   4.079.8   4.179.4   4.079.8   4.179.4   4.1	投资收益	180.13	147.69	150.30	133.51	资本支出	2721.37	-3100.00	-4100.00	-4100.00
書坐利渕  2369.21 4409.20 4928.00 5967.05   短期情報	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-3822.08	-249.57	-247.10	-264.01
京化森 日本	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1100.70	-3349.57	-4347.10	-4364.01
解释経 361.41 4918.31 4935.10 5974.16 解释経 361.41 983.26 997.02 1314.31 少教殿赤横盛 252.89 353.30 394.81 465.98 神馬舟小頭赤神涧 1762.01 3179.74 3553.27 4193.86 資産金 974.37 1868.32 3846.74 6177.55 虚放和預付款項 4472.98 4959.38 5157.31 5538.54 寿育 522.58 544.61 542.68 570.44 未他達动青产 678.92 630.70 658.19 721.97 长新殿紋投資 1881.85	营业利润	2369.21	4409.20	4928.00	5967.05	短期借款	-524.02	-1673.12	0.00	0.00
所得税 361.41 883.26 987.02 1314.31	其他非经营损益	7.11	7.11	7.11	7.11	长期借款	-1440.04	500.00	500.00	500.00
持分詞	利润总额	2376.31	4416.31	4935.10	5974.16	股权融资	-8.96	0.00	0.00	0.00
少数股东領益 252.89 353.30 394.81 465.98 表音が現金流戸類 76.87 893.95 1978.42 2330.81 現金水型原料剤 76.87 893.95 1978.42 2330.81 現金流量神額 76.87 893.95 1978.42 2330.81 第一条 2022A 2023E 2024E 2025E 資币資金 974.37 1868.32 3846.74 6177.55 点	所得税	361.41	883.26	987.02	1314.31	支付股利	-652.69	-801.23	-1175.93	-1414.63
四島舟公司殿庁寺師  1762.01 3179.74 3553.27 4193.86   現金流量・朝 76.87 893.95 1978.42 2330.81	净利润	2014.90	3533.05	3948.08	4659.84	其他	-1351.00	-359.99	-514.53	-676.15
養产資味を (あ万元)     2022A     2023E     2024E     2025E       資币青金     974.37     1868.32     3846.74     6177.55     成来和付献项     4472.98     4599.38     5157.31     5538.54     678.92     630.70     658.19     721.97     付售收入增水率     21.82%     4.11%     4.20%     7.61%     有等表色、522.58     544.61     542.68     570.44     有等表色、678.92     630.70     658.19     721.97     日本日本日本日本日本日本日本日本日本日本日本日本日本日本日本日本日本日本日本	少数股东损益	252.89	353.30	394.81	465.98	筹资活动现金流净额	-3976.70	-2334.34	-1190.46	-1590.78
度市資金 974.37 1868.32 3846.74 6177.55 庭	归属母公司股东净利润	1762.01	3179.74	3553.27	4193.86	现金流量净额	76.87	893.95	1978.42	2330.81
度市資金 974.37 1868.32 3846.74 6177.55 庭										
度散和預付款項 4472.98 4959.38 5157.31 5538.54 存貨 522.58 544.61 542.68 570.44 共他流动資产 678.92 630.70 658.19 721.97 4月洞境长率 426.14% 86.10% 11.77% 21.08% 禁止流动資产 54.80 52.06 49.46 46.98 固定資产和在建工程 24926.91 24934.42 25831.60 26578.62 長形产和東支出 共他非流动资产 2181.96 2506.24 2830.52 3154.80 54.80 1673.12 0.00 0.00 0.00 点价 4154.24 41844.92 45273.16 41978.46 11978.46 11978.46 11978.46 11978.46 11978.46 11976.04 1157.230 1572.30 1572.30 1572.30 1572.30 1572.30 1572.30 1572.30 1572.30 1572.30 1572.30 日本企业组 2059.375 23325.57 26097.72 29342.93 資產和基本公司股市本设置 730.98 3553.20 3948.01 4413.99 股东权益合计 20593.75 23325.57 26097.72 29342.93 債命服床权益合计 20593.75 23325.57 26097.72 29342.93 度价和股床权益合计 20593.75 23325.57 26097.72 29342.93 度价和股床权益 20593.75 23325.57 26097.7	资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
存货 522.58 544.61 542.68 570.44 共 6	货币资金	974.37	1868.32	3846.74	6177.55	成长能力				
其他流动資产 678.92 630.70 658.19 721.97	应收和预付款项	4472.98	4959.38	5157.31	5538.54	销售收入增长率	21.82%	4.11%	4.20%	7.61%
日報報収投資	存货	522.58	544.61	542.68	570.44	营业利润增长率	426.14%	86.10%	11.77%	21.08%
接資性房地产 54.80 52.06 49.46 46.98 固定資产和在建工程 24926.91 24934.42 25831.60 26578.62 元形資产和开发立出 4459.87 4467.34 4474.81 4482.28 其他非流动资产 2181.96 2506.24 2830.52 3154.80 極声を 1673.12 0.00 0.00 0.00 0.00 应付和预收款项 3192.83 3215.97 3311.18 3482.54 共用债益 10478.46 10978.46 11478.46 11978.46 持機会 1050.49 18519.36 19175.44 19810.11 黄本公积 1572.30	其他流动资产	678.92	630.70	658.19	721.97	净利润增长率	1608.05%	75.35%	11.75%	18.03%
固定資产和在建工程 24926.91 24934.42 25831.60 26578.62	长期股权投资	1881.85	1881.85	1881.85	1881.85	EBITDA 增长率	48.47%	37.50%	7.43%	14.07%
元形資产和开发支出 4459.87 4467.34 4474.81 4482.28 其他非流动資产 2181.96 2506.24 2830.52 3154.80 黄产基计 40154.24 41844.92 45273.16 49153.04 庭付和預收款項 3192.83 3215.97 3311.18 3482.54 其他負債 4216.07 4324.92 4385.80 4349.10 <b>債債合计</b> 19560.49 18519.36 19175.44 19810.11 股本 6526.89 6526.89 6526.89 6526.89 6526.89 資产收益 1572.30 1572.30 1572.30 1572.30 1572.30 留房存收益 17393.86 19772.37 22149.71 24928.94 財馬專公司服示权益 17393.86 19772.37 22149.71 24928.94 財馬本政益合计 20593.75 23325.57 26097.72 29342.93 負債和服示权益 20593.75 23325.57 26097.72 29342.93 負債和服示权益 5919.55 8139.20 8744.29 9974.22 <b>BBITDA</b> 5919.55 8139.20 8744.29 9974.22 <b>PB</b> 1.07 0.95 0.85 0.75 PS 0.96 0.92 0.88 0.82 EV/EBITDA 5.79 3.94 3.45 2.80	投资性房地产	54.80	52.06	49.46	46.98	获利能力				
其他非流动资产 資产总计   2181.96   2506.24   2830.52   3154.80   净利率   8.74%   14.71%   15.78%   17.31%     黄产总计   40154.24   41844.92   45273.16   49153.04   每月6   月月2   日月3.00   0.00	固定资产和在建工程	24926.91	24934.42	25831.60	26578.62	毛利率	17.59%	24.07%	25.43%	27.90%
黄产总计   40154.24   41844.92   45273.16   49153.04   ROE   9.78%   15.15%   15.13%   15.88%     短期借款   1673.12   0.00	无形资产和开发支出	4459.87	4467.34	4474.81	4482.28	三费率	2.71%	2.53%	2.34%	2.34%
短期借款 1673.12 0.00 0.00 0.00	其他非流动资产	2181.96	2506.24	2830.52	3154.80	净利率	8.74%	14.71%	15.78%	17.31%
应付和預收款項 3192.83 3215.97 3311.18 3482.54 长期借款 10478.46 10978.46 11478.46 11978.46 其他负债 4216.07 4324.92 4385.80 4349.10 <b>賃債合计</b> 19560.49 18519.36 19175.44 19810.11 股本 6526.89	资产总计	40154.24	41844.92	45273.16	49153.04	ROE	9.78%	15.15%	15.13%	15.88%
接期債款 10478.46 10978.46 11478.46 11978.46 其他負債 4216.07 4324.92 4385.80 4349.10 負債合計 19560.49 18519.36 19175.44 19810.11 股本 6526.89 6526.89 6526.89 6526.89 6526.89 1572.30 日房母收益 5734.80 8113.31 10490.66 13269.88 中局馬中公司股东权益 17393.86 19772.37 22149.71 24928.94 少數股东权益 3199.89 3553.20 3948.01 4413.99 股东权益合计 20593.75 23325.57 26097.72 29342.93 負債和股东权益合计 40154.24 41844.92 45273.16 49153.04 日房田DA 5919.55 8139.20 8744.29 9974.22 PE 12.56 6.96 6.23 5.28 PB 1.07 0.95 0.85 0.75 PS 0.96 0.92 0.88 0.82 EV/EBITDA 5.79 3.94 3.45 2.80 日房田DA 5.79 3.94 3.45 2.80 日房田DA 52.66% 33.90% 34.95% 37.04% 普运能力 25.66% 33.90% 34.95% 37.04% 第运能力 25.66% 33.90% 34.95% 37.04% 第运能力 25.66% 33.90% 34.95% 37.04% 第运能力 25.66% 33.90% 34.95% 37.04% 32.66% 52.689 自定资产周转率 0.90 1.01 1.09 1.17	短期借款	1673.12	0.00	0.00	0.00	ROA	5.02%	8.44%	8.72%	9.48%
其他负债   4216.07   4324.92   4385.80   4349.10   费债合计   19560.49   18519.36   19175.44   19810.11     股本   6526.89   6326.88   6126.98   6126.98   6126.98   6126.98   6126.93   6	应付和预收款项	3192.83	3215.97	3311.18	3482.54	ROIC	7.70%	12.37%	13.26%	15.00%
負債合計   19560.49   18519.36   19175.44   19810.11   送資产周转率   0.57   0.59   0.57   0.57     股本   6526.89   6326.88   4413.99   4413.99   4413.99   4413.99   4413.99   4413.99   4413.99   4413.99   4413.99   442.26%   42.35%   40.30%   42.35%   40.30%   42.35%   40.30%   66.47%   62.12%   59.28%   59.28%   59.28%   59.28%   59.28%   59.28%   5	长期借款	10478.46	10978.46	11478.46	11978.46	EBITDA/销售收入	25.66%	33.90%	34.95%	37.04%
股本   6526.89   6526.97   62.29   62.29   62.29   62.29   62.29   62.2	其他负债	4216.07	4324.92	4385.80	4349.10	营运能力				
资本公积   1572.30   1572.30   1572.30   1572.30   1572.30   1572.30   反收账款周转率   5.65   5.23   5.10   5.18     留存收益   5734.80   8113.31   10490.66   13269.88   点货周转率   33.24   33.21   33.38   33.94     少数股东权益   17393.86   19772.37   22149.71   24928.94   增售高級條券兼規則營營收入   105.92%   —   —   —   —     股东权益合计   20593.75   23325.57   26097.72   29342.93   資产負債率   48.71%   44.26%   42.35%   40.30%     負債和股东权益合计   40154.24   41844.92   45273.16   49153.04   常息債务总負債   62.12%   59.28%   59.86%   60.47%     連動和依住指标   2022A   2023E   2024E   2025E   速动比率   0.69   1.02   1.30   1.64     EBITDA   5919.55   8139.20   8744.29   9974.22   股利支付率   37.04%   25.20%   33.09%   33.73%     PB   1.07   0.95   0.85   0.75   長股報标   每股收益   0.27   0.49   0.54   0.64     PS   0.96 <th< td=""><td>负债合计</td><td>19560.49</td><td>18519.36</td><td>19175.44</td><td>19810.11</td><td>总资产周转率</td><td>0.57</td><td>0.59</td><td>0.57</td><td>0.57</td></th<>	负债合计	19560.49	18519.36	19175.44	19810.11	总资产周转率	0.57	0.59	0.57	0.57
留存收益 5734.80 8113.31 10490.66 13269.88 坦馬母公司股东权益 17393.86 19772.37 22149.71 24928.94 少数股东权益 3199.89 3553.20 3948.01 4413.99 股东权益合计 20593.75 23325.57 26097.72 29342.93 负債和股东权益合计 40154.24 41844.92 45273.16 49153.04 単独 105.92%	股本	6526.89	6526.89	6526.89	6526.89	固定资产周转率	0.90	1.01	1.09	1.17
中属母公司股东权益	资本公积	1572.30	1572.30	1572.30	1572.30	应收账款周转率	5.65	5.23	5.10	5.18
少数股东权益   3199.89   3553.20   3948.01   4413.99   養本结构   資产負債率   48.71%   44.26%   42.35%   40.30%     股东权益合计   20593.75   23325.57   26097.72   29342.93   常产负债率   48.71%   44.26%   42.35%   40.30%     负债和股东权益合计   40154.24   41844.92   45273.16   49153.04   带息债务/总负债   62.12%   59.28%   59.86%   60.47%     业绩和估值指标   2022A   2023E   2024E   2025E   速动比率   0.69   1.02   1.30   1.64     EBITDA   5919.55   8139.20   8744.29   9974.22   股利支付率   37.04%   25.20%   33.09%   33.73%     PE   12.56   6.96   6.23   5.28   每股指标   9   0.27   0.49   0.54   0.64     PS   0.96   0.92   0.88   0.82   每股净资产   3.16   3.57   4.00   4.50     EV/EBITDA   5.79   3.94   3.45   2.80   每股经营现金   0.79   1.01   1.15   1.27	留存收益	5734.80	8113.31	10490.66	13269.88	存货周转率	33.24	33.21	33.38	33.94
股东权益合计   20593.75   23325.57   26097.72   29342.93   資产负债率   48.71%   44.26%   42.35%   40.30%     负债和股东权益合计   40154.24   41844.92   45273.16   49153.04   常息债务/总负债   62.12%   59.28%   59.86%   60.47%     业绩和估值指标   2022A   2023E   2024E   2025E   建动比率   0.69   1.02   1.30   1.64     EBITDA   5919.55   8139.20   8744.29   9974.22   股利支付率   37.04%   25.20%   33.09%   33.73%     PE   12.56   6.96   6.23   5.28     PB   1.07   0.95   0.85   0.75   每股收益   0.27   0.49   0.54   0.64     PS   0.96   0.92   0.88   0.82   每股净资产   3.16   3.57   4.00   4.50     EV/EBITDA   5.79   3.94   3.45   2.80   每股经营现金   0.79   1.01   1.15   1.27	归属母公司股东权益	17393.86	19772.37	22149.71	24928.94	销售商品提供劳务收到现金营业收入	105.92%	_	_	_
数字	少数股东权益	3199.89	3553.20	3948.01	4413.99	资本结构				
业绩和估值指标 2022A 2023E 2024E 2025E   EBITDA 5919.55 8139.20 8744.29 9974.22   PE 12.56 6.96 6.23 5.28   PB 1.07 0.95 0.85 0.75   PS 0.96 0.92 0.88 0.82   EV/EBITDA 5.79 3.94 3.45 2.80     流动比率 0.75 1.10 1.37 1.72   速动比率 0.69 1.02 1.30 1.64   B及村本 37.04% 25.20% 33.09% 33.73%   每股指标 9股收益 0.27 0.49 0.54 0.64   每股净资产 3.16 3.57 4.00 4.50   每股经营现金 0.79 1.01 1.15 1.72	股东权益合计	20593.75	23325.57	26097.72	29342.93	资产负债率	48.71%	44.26%	42.35%	40.30%
业绩和估值指标 2022A 2023E 2024E 2025E   EBITDA 5919.55 8139.20 8744.29 9974.22   PE 12.56 6.96 6.23 5.28   PB 1.07 0.95 0.85 0.75   PS 0.96 0.92 0.88 0.82   EV/EBITDA 5.79 3.94 3.45 2.80   i建动比率 0.69 1.02 1.30 1.64   股利支付率 37.04% 25.20% 33.09% 33.73%   每股推析 9 0.27 0.49 0.54 0.64   每股净资产 3.16 3.57 4.00 4.50   每股營營现金 0.79 1.01 1.15 1.27	负债和股东权益合计	40154.24	41844.92	45273.16	49153.04	带息债务/总负债	62.12%	59.28%	59.86%	60.47%
EBITDA   5919.55   8139.20   8744.29   9974.22   股利支付率   37.04%   25.20%   33.09%   33.73%     PE   12.56   6.96   6.23   5.28   每股指标   每股收益   0.27   0.49   0.54   0.64     PS   0.96   0.92   0.88   0.82   每股净资产   3.16   3.57   4.00   4.50     EV/EBITDA   5.79   3.94   3.45   2.80   每股经营现金   0.79   1.01   1.15   1.27						流动比率	0.75	1.10	1.37	1.72
PE   12.56   6.96   6.23   5.28   每股指标   日本   日本 <td>业绩和估值指标</td> <td>2022A</td> <td>2023E</td> <td>2024E</td> <td>2025E</td> <td>速动比率</td> <td>0.69</td> <td>1.02</td> <td>1.30</td> <td>1.64</td>	业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	速动比率	0.69	1.02	1.30	1.64
PB 1.07 0.95 0.85 0.75 每股收益 0.27 0.49 0.54 0.64   PS 0.96 0.92 0.88 0.82 每股净资产 3.16 3.57 4.00 4.50   EV/EBITDA 5.79 3.94 3.45 2.80 每股经营现金 0.79 1.01 1.15 1.27	EBITDA	5919.55	8139.20	8744.29	9974.22	股利支付率	37.04%	25.20%	33.09%	33.73%
PS 0.96 0.92 0.88 0.82 每股净资产 3.16 3.57 4.00 4.50   EV/EBITDA 5.79 3.94 3.45 2.80 每股经营现金 0.79 1.01 1.15 1.27	PE	12.56	6.96	6.23	5.28	<b>每股指标</b>				
EV/EBITDA 5.79 3.94 3.45 2.80 每股经营现金 0.79 1.01 1.15 1.27	PB	1.07	0.95	0.85	0.75	每股收益	0.27	0.49	0.54	0.64
	PS	0.96	0.92	0.88	0.82	每股净资产	3.16	3.57	4.00	4.50
股息率 2.95% 3.62% 5.31% 6.39% 每股股利 0.10 0.12 0.18 0.22	EV/EBITDA	5.79	3.94	3.45	2.80	每股经营现金	0.79	1.01	1.15	1.27
	股息率	2.95%	3.62%	5.31%	6.39%	每股股利	0.10	0.12	0.18	0.22

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现,即:以报告发布日后 6 个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中:A股市场以沪深 300 指数为基准,新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

买入:未来6个月内,个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上

持有: 未来6个月内, 个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间

公司评级 中性:未来6个月内,个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间

回避: 未来6个月内, 个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间

卖出: 未来6个月内, 个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

强于大市:未来6个月内,行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上

**行业评级** 跟随大市:未来6个月内,行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间

弱于大市:未来6个月内,行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-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 21 世纪大厦 10 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:深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编: 518038

重庆

地址: 重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
L ነቴ	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
上海	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.c
北京	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cr
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com



	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龑	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn