

公司研究

火电短暂亏损，新能源转型成效显著

——申能股份（600642.SH）首次覆盖报告

要点

公司高效大机组优势凸显：公司控股的外高桥电厂由数台 90 万、100 万千瓦火电机组成，是目前我国火电行业能效水平最高的电厂之一。在历年来的煤炭价格波动中，高效大机组因发、供电煤耗极低，其盈利能力和抵御煤炭价格冲击的能力亦明显高于火电行业平均水平，这在煤炭价格中枢持续高位的现阶段，尤为重要。

新能源发电量增速显著，利润贡献量同比大涨：从公司各类电源结构横向对比来看，新能源发电量增速最快。前三季度风电完成发电量 30.02 亿千瓦时，同比增长 58.33%；光伏发电完成发电量 8.95 亿千瓦时，同比增长 147.92%；煤电完成发电量 282.78 亿千瓦时，同比增加 34.24%；天然气发电完成 46.83 亿千瓦时，同比减少 9.23%。21 年前三季度新能源发电贡献权益利润 6.39 亿元，同比增幅达 67%，为公司在煤价高企阶段熨平业绩波动贡献了较大力量。

顺势而为，非化石类装机规模继续扩张：我国碳达峰方案设定 2025 年非化石能源消费比重达 20% 左右，顺应“双碳”趋势，公司近年来大力发展风电、光伏等新能源发电项目，推动公司新能源装机绝对量及装机占比持续提高。公司 2021 年三季度末风电及光伏装机容量分别同比增长 33.6% 及 59%。

牵手高校探索 CCUS（二氧化碳捕集、封存与利用）：公司联合华东理工共建碳中和联合实验室并启动外三发电烟气 CO₂ 制 30 万吨甲醇工艺包项目。此次合作聚焦碳中和领域核心技术，整合并充分发挥各自优势，开拓火力发电厂碳捕集利用创新模式。石油领域具有 CCUS 天然优势属性（生产石油时释放二氧化碳，并可通过 EOR 技术注入二氧化碳提高石油产能），并已有多项成功项目；公司成为电力领域 CCUS 开拓者，并成为火电行业绿色低碳转型引领示范，侧面再次验证其转型清洁能源供应商的魄力。

盈利预测、估值与评级：预测公司 2021-2023 年归母净利润分别为 22.7、27.0 及 29.2 亿元，EPS 分别为 0.46、0.55、0.59 元。当前股价对应 PE 分别为 14、11、11 倍。可比公司 2021、2022 年 PE 均值分别为 24、13 倍；公司当期 PE 低于可比公司平均值。从业务发展来看，公司正加速从传统火电运营商向清洁能源运营商积极转型（新能源装机量增速、开拓 CCUS 已侧面验证），基于清洁能源毛利率远高于传统火电，我们看好公司未来盈利能力的提升空间。**首次给予“增持”评级。**

风险提示：动力煤价格超预期上涨，电力需求超预期下滑，电价改革进展低于预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	38,841	19,709	21,909	22,744	23,346
营业收入增长率	7.2%	-49.3%	11.2%	3.8%	2.6%
净利润（百万元）	2,286	2,393	2,267	2,700	2,919
净利润增长率	25.2%	4.6%	-5.2%	19.1%	8.1%
EPS（元）	0.47	0.49	0.46	0.55	0.59
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.7%	7.8%	7.1%	8.1%	8.4%
P/E	13.4	12.9	13.6	11.4	10.5
P/B	1.04	1.00	0.97	0.92	0.88

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-11-03

增持（首次）

当前价：6.26 元

作者

分析师：王威

执业证书编号：S0930517030001

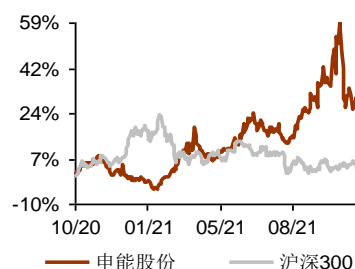
021-52523339

wangwei2016@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	49.12
总市值(亿元)	307.49
一年最低/最高(元)	4.69/8.30
近 3 月换手率	50.12%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-18.15	12.23	17.07
绝对	-20.36	9.06	22.80

资料来源：Wind

1、立足长三角，面向全国的综合能源提供商

公司主要从事电力、石油天然气的开发建设和经营管理，作为能源项目开发主体，公司提供电力、石油、天然气项目的勘探开发、投资建设、运营维护以及节能环保技术等多种服务。其中主营业务为发电业务，2021年上半年发电业务营收占总体营收 67%；燃煤销售业务及油气管输业务同期占比分别为 23%及 10%。发电类型涉及火电、风电及光伏。

表 1：公司控股发电企业数据（部分），截止至 2021Q3

电源类型	企业项目名称	公司持股比例 (%)	装机容量 (万千瓦)
煤电	上海外高桥第三发电有限责任公司	40	2×100
	上海外高桥第二发电有限责任公司 (共同控股)	40	2×90
	上海吴泾第二发电有限责任公司	51	63+60
气电	淮北申皖发电有限公司	51	2×66
	上海申能临港燃机发电有限公司	65	2×40.3+2×42.3
	上海申能崇明发电有限公司	100	2×42.42
	上海申能临港燃机发电有限公司	65	2×40.3+2×42.3
风电	上海临港海上风电有限公司	96	21.28
	上海申欣风力发电有限公司	55	1.37
	上海华港风力发电有限公司	100	6.75
	上海申能长兴风力发电有限公司	100	2
	青海乌兰县华扬晟源新能源有限公司	100	20
	青海海南州鑫源新能源有限公司	100	5
光伏	河北尚义海润光伏发电有限公司	100	2
	河北平泉市仁辉光伏发电有限公司	100	2
	江苏灌云永贯新能源科技有限公司	100	9.8
	贵州关岭卓阳新能源科技有限公司	95	20
	贵州关岭卓申新能源科技有限公司	95	4

资料来源：公司公告，光大证券研究所

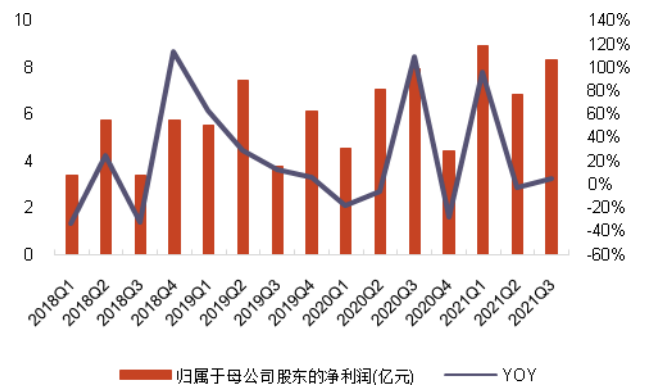
2020 年公司剥离低毛利率天然气购销业务导致整体营收有所下滑，但归母净利润仍处增长区间。

图 1：2018Q1-2021Q3 公司营收



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：2018Q1-2021Q3 公司归母净利润



资料来源：Wind，光大证券研究所

2、营业成本激增致使盈利能力下降

公司 21Q3 单季度营业成本同比增长 63.5%，营收同比增长 40.31%，Q3 单季度毛利率下滑至 4.27%。三季度煤炭市场价格大涨导致公司营业成本上升，这是火电行业全行业共同面对的“非常”状态。Q3 单季度实现归母净利润 8.32 亿元（含非经常性损益 9.03 亿元），同比增长 4.63%；扣非归母净利润-0.71 亿。非经常性损益主要由公司 Q3 转让上海上国投资产管理有限公司 5% 股权产生的收益及其他非经常损益构成。

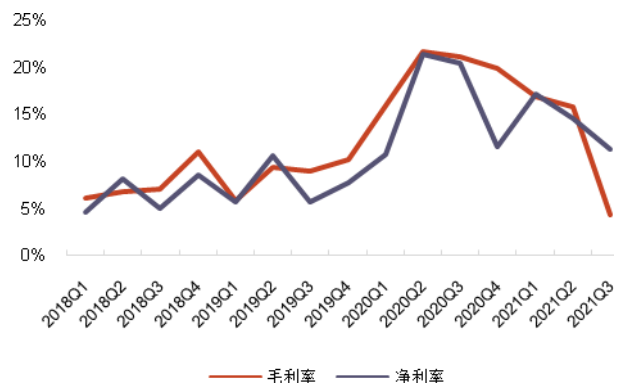
从盈利指标看，Q3 单季度净利率与毛利率分别为 11.37% 及 4.27%。我们认为公司盈利能力下滑属于短期情况：1) 煤炭价格大幅波动为短期扰动；2) 公司加大清洁能源发电降低对煤炭等原材料依赖。

图 3：2018Q1-2021Q3 公司营业成本



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：2018Q1-2021Q3 公司毛利率与净利率



资料来源：Wind，光大证券研究所

3、公司高效大机组优势凸显

公司控股的外高桥电厂由数台 90 万、100 万千瓦火电机组构成，是目前我国火电行业能效水平最高的电厂之一。在历年来的煤炭价格波动中，高效大机组因发、供电煤耗极低，其盈利能力和抵御煤炭价格冲击的能力亦明显高于火电行业平均水平，这在煤炭价格中枢持续高位的现阶段，尤为重要。

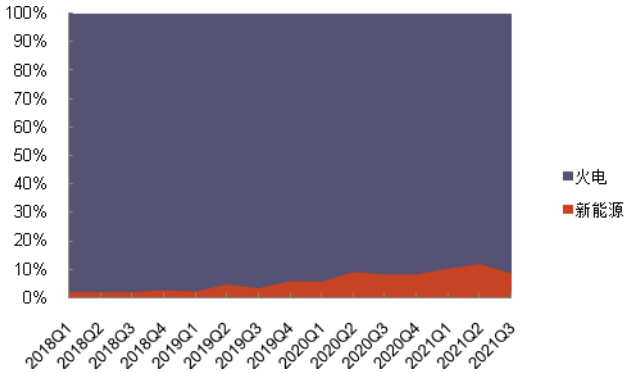
公司目前重点项目—平山二期 1*135 万千瓦机组已完成并网并处于调试阶段，为国家示范工程，参数指标将达到国际领先水平。我们预计平山二期项目将于 2022 年投产，公司煤电资产成长性有望显现。

4、新能源发电量增速显著，利润贡献量同比大增

从公司各类电源结构横向对比来看，新能源发电量增速最快。21 年前三季度风电完成发电量 30.02 亿千瓦时，同比增长 58.33%；光伏发电完成发电量 8.95 亿千瓦时，同比增长 147.92%；煤电完成发电量 282.78 亿千瓦时，同比增加 34.24%；天然气发电完成 46.83 亿千瓦时，同比减少 9.23%。21 年前三季度新能源发电贡献权益利润 6.39 亿元，同比增幅达 67%，为公司在煤价高企阶段熨平业绩波动贡献了较大力量。

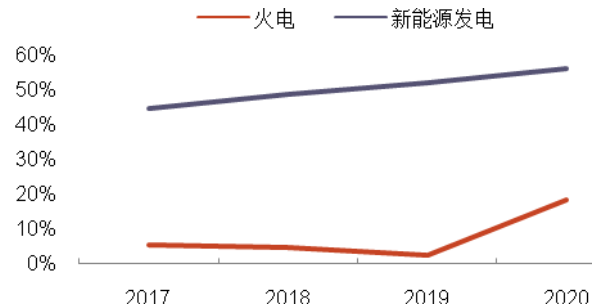
我们预计未来新能源发电量权益利润贡献量继续攀升，基于：1) 新能源发电毛利率较高，2) 公司逐渐向清洁能源运营商转型，新能源发电量占比逐年提升。

图 5：2018Q1-2021Q3 公司火电、新能源发电量占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 6：公司火电、新能源发电毛利率对比

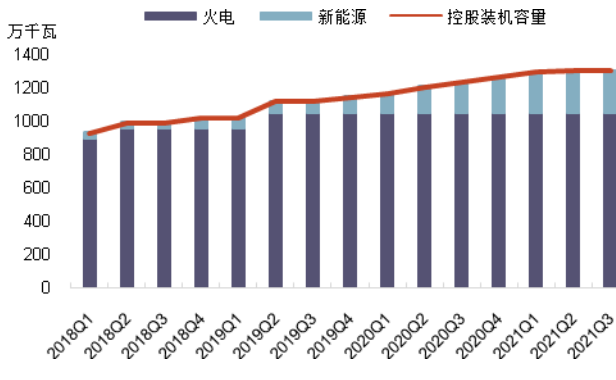


资料来源：公司公告，光大证券研究所

5、顺势而为，非化石类装机规模继续扩张

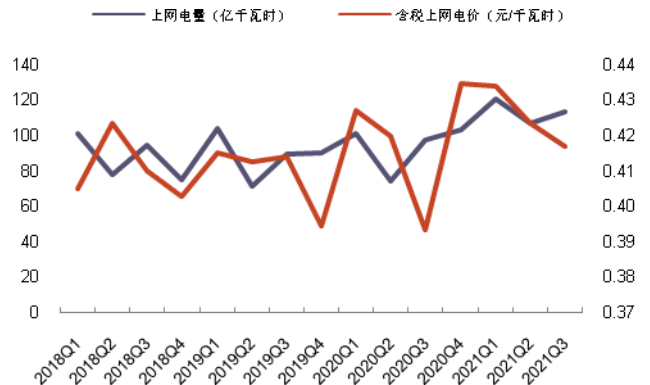
我国碳达峰方案设定 2025 年非化石能源消费比重达 20%左右，顺应“双碳”趋势，公司近年来大力发展风电、光伏等新能源发电项目，推动公司新能源装机绝对量及装机占比持续提高。公司 2021 年三季度末风电及光伏装机容量分别同比增长 33.6%及 59%。

图 7：2018Q1-2021Q3 公司累计控股装机容量



资料来源：Wind，光大证券研究所

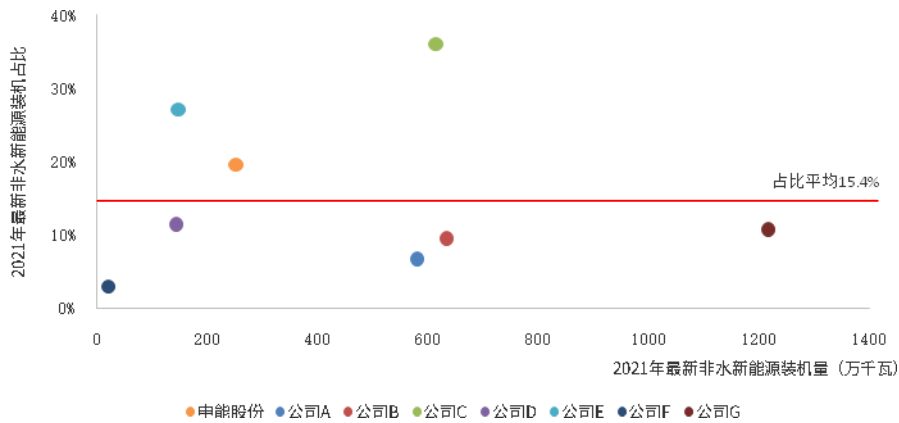
图 8：2018Q1-2021Q3 公司当季上网电价及电量



资料来源：Wind，光大证券研究所 备注：左轴为上网电量、右轴为含税上网电价

目前公司新能源装机占比高于行业平均，根据公司今年 1 月发布的股权激励中对于未来新能源新增装机量的指引（其中对新能源控股装机容量增长做出明确禁要求：2022-2024 年间风电、光伏控股装机总量增长较上一年度增长不低于 80 万千瓦），我们认为公司未来仍将以新能源发电为重要营收增长点，并维持新能源装机占比在行业中的优势。

图 9：非水新能源装机量对比



资料来源：Wind，光大证券研究所

备注：部分公司 2021 年最新新能源装机占比为 2021 中报数据

纵向来看，公司 2018、2019、2020 及 2021Q3 风电可控装机量分别为 49.7、75.9、143.3 及 165.3 万千瓦，2018Q3（当季度为 34.75 万千瓦）-2021Q3CAGR 为 68.2%；同期光伏可控装机量为 18.4、22.4、71.2 及 89.5 万千瓦，2018Q3（当季度为 3.42 万千瓦）-2021Q3CAGR 为 196.9%。我们认为公司具备从传统能源供应商向清洁能源供应商转型的决心和潜力，未来非水电可再生能源的装机占比将持续提升。

表 2：公司新能源可控装机量（万千瓦）

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
风电	34.75	34.75	34.75	49.70	49.70	50.90	50.90	75.90	95.90	125.5	128.5	143.28	165.27	165.27	165.27
光伏	3.42	3.42	3.42	18.42	18.42	18.37	18.37	22.37	22.37	32.16	56.16	71.16	79.17	89.46	89.46
新能源	38.17	38.17	38.17	68.12	68.12	69.27	69.27	98.27	118.27	157.66	184.66	214.44	244.44	254.73	254.73

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

6、牵手高校探索 CCUS（二氧化碳捕集、封存与利用）

公司联合华东理工共建碳中和联合实验室并启动外三发电烟气 CO₂ 制 30 万吨甲醇工艺包项目。此次合作聚焦碳中和领域核心技术，整合并充分发挥各自优势，开拓火力发电厂碳捕集利用创新模式。

石油领域具有 CCUS 天然优势属性（生产石油时释放二氧化碳，并可通过 EOR 技术注入二氧化碳提高石油产能），并已有多项成功项目；公司成为电力领域 CCUS 开拓者，并成为火电行业绿色低碳转型引领示范，侧面再次验证其转型清洁能源供应商的魄力。

7、盈利预测与投资评级

7.1、盈利预测

关键假设：

电力业务：1) 未来装机量变化假设：双碳背景下，我们假设未来火电装机量、营收稳定；公司转型清洁能源运营商趋势确定。我们假设：2021-2023 年风电装机量分别为 165.27（公司 2021Q3 发电量完成情况公告数据）、223.11、274.43 万千瓦，同比增长 15.3%（较上年增长 22 万千瓦）、35%（58 万千瓦）、23%（51 万千瓦）；同期光伏装机量分别为 89.46（公司 2021Q3 发电量完成情况公告数据）、120.77、150.96 万千瓦，同比增长 25.7%（18 万千瓦）、35%（30 万千瓦）、25%（30 万千瓦）。

2) 影响电力业务营收主要变量的假设：预计公司 2021-2023 年的发电量分别为 348.6、380.0、396.7 亿千瓦时，同比增速分别为 11.0%、9.0%、4.4%。在燃煤发电上网电价市场化改革背景下，我们假设 2022 年上网电价因煤炭均价下滑而对应下调，2021-2023 年除税上网电价分别为 0.471、0.460、0.457 元/千瓦时，同比+7.6%、-2.5%、-0.6%。按类型看，**1.火电上网价：**我们预计煤炭均价经历 2021 年大涨后 2022 年开始下滑并在未来维持该水平，我们假设 2021-2023 年标煤单价为 1238、1176、1176 元/吨；同时基于煤电上网市场化趋势，上游成本端价格变化有效通过产业链传导，我们假设 2021-2023 年煤电上网价格分别为 0.461、0.443、0.443 元/千瓦时，同比+8.3%、-3.9%、0%。**2.新能源上网价：**新能源上网电价补贴逐渐收口，但考虑到落地有一定时间滞后，假设 2022 年维持上网电价，2023 年上网电价逐渐下降，对应 2021-2023 年风电上网价 0.515、0.515、0.490 元/千瓦时，同期光伏发电上网价格分别为 0.626、0.626、0.594 元/千瓦时。

综上，电力业务营收分别为 155.96、165.67、171.69 亿，同比增长 17.7%、6.2%、3.6%。

表 3：公司发电量（亿千瓦时）

	2020	2021	2022	2023
总发电量	314.18	348.60	380.03	396.74
YOY	7.6%	11.0%	9.0%	4.4%
-火电	282.49	300.40	308.45	308.45
YOY	2.4%	6.3%	2.7%	0.0%
-风电	26.63	39.93	59.30	72.94
YOY	101.4%	50.0%	48.5%	23.0%
-光伏	5.06	8.27	12.28	15.35
YOY	79.2%	63.4%	48.5%	25.0%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

备注：发电量不含共同控股的外二机组数据

3) 影响电力业务营业成本主要变量的假设：2021 年煤炭价格大涨导致公司盈利能力受限；近期发改委关于煤炭价格发布相关文件，旨在研究依法对煤炭价格实行干预措施，促进煤炭价格回归合理区间，我们预计此“非常”状态到 2022 年有所缓解，假设 2022 年煤炭均价较今年下降 5%并在政策加持下未来趋于平稳。风机大型化趋势确定，假设 2021-2023 年风电每千瓦营业成本为 200、170、170 元，同比下降 50%、15%、0%；2021 年光伏每千瓦发电成本较去年小幅下降 12%，为 160 元/千瓦，并在未来维持该水平。

表 4：分类型电价、营业成本及标准煤炭均价假设

	2020	2021	2022	2023
--	------	------	------	------

电力业务总营业成本 (亿元)	100.85	131.43	128.03	129.39
YOY	7.65%	30.33%	-2.59%	1.06%
-火电 (亿元)	93.83	126.70	122.31	122.31
YOY	4.74%	35.03%	-3.46%	0.00%
其中: 标煤单价 (元/吨)	854	1,238	1,176	1,176
YOY	0.2%	45.0%	-5.0%	0.0%
-新能源发电 (亿元)	7.02	4.74	5.73	7.08
YOY	71.22%	-32.52%	20.87%	23.68%
其中: 风电 (亿元)	5.72	3.31	3.79	4.67
YOY	79.31%	-42.21%	14.75%	23.00%
光伏 (亿元)	1.30	1.43	1.93	2.42
YOY	42.86%	10.10%	35.00%	25.00%
除税上网价格 (元/千瓦时)				
-火电	0.426	0.461	0.443	0.443
	20.7%	8.3%	-3.9%	0.0%
-风电	0.531	0.515	0.515	0.490
	-12.9%	-3.0%	0.0%	-5.0%
-光伏	0.645	0.626	0.626	0.594
	-15.8%	-3.0%	0.0%	-5.0%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

备注: 光伏/风电营业成本= 控股装机量*单位装机营业成本;

火电营业成本=控股装机量*单位装机折旧成本+ (供电煤耗*标煤单价)*上网电量

油气管输业务: 公司控股天然气管网公司负责投资建设和经营管理上海地区唯一的天然气高压主干管网系统, 鉴于当下上海天然气管道系统铺设完善, 天然气油气管输业务增速放缓, 我们预计公司 2021-2023 年该业务营收分别为 22.56、23.23、23.23 亿, 同比增长 3%、3%、0%。

煤炭销售业务: 近期发改委加强对煤炭价格干预以保障煤炭价格稳定, 预计公司煤炭销售业务收入今年有小幅下滑, 预计 2021-2023 年该业务营收分别为 40.57、38.55、38.55 亿, 同比下降 5%、5%、0%。

综上, 我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 219、227、233 亿元, 同比增长 11.2%、3.8%、2.6%; 综合毛利率分别为 14.4%、19.7%、20.1%。预计公司 2021-2023 年的归母净利润分别为 22.7、27.0、29.2 亿元, 同比增速分别为 -5.2%、19.1%、8.1%; EPS 分别为 0.46、0.55、0.59 元。由于 2021 年煤炭均价增长, 我们谨慎预计公司 2021 年归母净利润稍有下滑; 其中, 21 年包含出售股权产生的投资收益 11.87 亿元。

表 5: 公司主营业务预测

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总体营收 (亿元)	388.41	197.09	219.09	227.44	233.46
YOY (%)	7.2%	-49.3%	11.2%	3.8%	2.6%
电力	121.76	132.48	155.96	165.67	171.69
-火电	92.07	115.19	132.41	130.69	130.69
-新能源发电	8.52	15.97	23.55	34.97	40.99
其中: 风电	6.55	13.10	19.01	28.23	32.99
光伏	1.97	2.87	4.54	6.74	8.00
油气管输	225.33	21.90	22.56	23.23	23.23

煤炭销售	41.32	42.71	40.57	38.55	38.55
总体毛利率 (%)	8.4%	19.5%	14.4%	19.7%	20.1%
电力	19.6%	23.5%	15.4%	22.4%	24.4%
-火电	2.7%	18.5%	4.3%	6.4%	6.4%
-新能源发电	51.9%	56.0%	79.9%	83.6%	82.7%
其中：风电	51.3%	56.3%	82.6%	86.6%	85.9%
光伏	53.8%	54.7%	68.5%	71.3%	69.8%
油气管输	3.2%	30.1%	30.1%	30.1%	20.0%
煤炭销售	3.7%	1.5%	1.5%	1.5%	1.0%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

7.2、估值与投资评级

公司作为综合发电商，主营收入来自火电。我们选取火电公司华能国际、国电电力、上海电力、浙能电力为可比公司。可比公司 2021、2022 年 PE 均值分别为 24、13 倍；公司当期 PE 低于可比公司平均值。从业务发展来看，公司正加速从传统火电运营商向清洁能源运营商积极转型（新能源装机量增速、开拓 CCUS 已侧面验证），基于清洁能源毛利率远高于传统火电，我们看好公司未来盈利能力的提升空间。首次给予“增持”评级。

表 6：可比公司估值表

代码	公司	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)				PE			
				2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
600011.SH	华能国际	7.18	1127	0.29	-0.08	0.44	0.59	15	N.A	16	12
600795.SH	国电电力	2.61	466	0.13	0.19	0.26	0.28	17	14	10	9
600021.SH	上海电力	10.16	266	0.34	0.22	0.71	0.78	21	45	14	13
600023.SH	浙能电力	3.77	513	0.45	0.3	0.37	0.38	8	12	10	10
	平均值							15	24	13	11
600642.SH	申能股份	6.26	307	0.49	0.46	0.55	0.59	13	14	11	11

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测（注：股价和市值对应日期为 2021 年 11 月 3 日，除申能股份外其余公司盈利预测为 Wind 一致预期；2021 年平均值来自国电电力、上海电力、浙能电力 PE 数值）

8、风险分析

动力煤价格超预期上涨：动力煤价格大幅上行可能导致公司煤电发电成本增长，毛利率低预期。

电力需求超预期下滑：电力需求下滑可能导致公司整体新增装机量节奏放慢，同时利用小时数水平同步下调。

电价改革进展低于预期：深化燃煤发电上网电价市场化改革，有利于更好的发挥市场机制作用，发电企业营业成本上涨也能通过电价有效疏通到下游用电企业端，在一定程度上缓解燃煤发电企业经营困难。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	38,841	19,709	21,909	22,744	23,346
营业成本	35,585	15,867	18,761	18,269	18,660
折旧和摊销	2,289	2,583	3,088	3,374	3,443
税金及附加	165	131	145	151	155
销售费用	6	5	5	6	6
管理费用	775	772	833	864	887
研发费用	17	17	18	19	20
财务费用	520	799	538	540	445
投资收益	1,101	1,425	1,200	1,200	1,200
营业利润	3,249	3,457	3,304	3,940	4,262
利润总额	3,288	3,488	3,335	3,971	4,293
所得税	462	448	500	596	644
净利润	2,826	3,040	2,834	3,376	3,649
少数股东损益	539	647	567	675	730
归属母公司净利润	2,286	2,393	2,267	2,700	2,919
EPS(按最新股本计)	0.47	0.49	0.46	0.55	0.59

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	5,051	4,845	5,593	5,745	6,309
净利润	2,286	2,393	2,267	2,700	2,919
折旧摊销	2,289	2,583	3,088	3,374	3,443
净营运资金增加	-2,921	-2,561	217	554	178
其他	3,396	2,430	20	-884	-231
投资活动产生现金流	-5,302	-5,462	-2,280	-280	-280
净资本支出	-3,675	-4,436	-3,000	-1,000	-1,000
长期投资变化	7,836	9,204	-480	-480	-480
其他资产变化	-9,464	-10,231	1,200	1,200	1,200
融资活动现金流	3,020	-766	-6,603	-5,256	-2,969
股本变化	360	0	0	0	0
债务净变化	1,551	1,531	-4,690	-3,582	-1,174
无息负债变化	3,147	5,753	1,075	-158	152
净现金流	2,768	-1,384	-3,290	209	3,060

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	8.4%	19.5%	14.4%	19.7%	20.1%
EBITDA 率	12.2%	28.8%	23.9%	29.9%	30.2%
EBIT 率	6.3%	15.7%	9.8%	15.1%	15.5%
税前净利润率	8.5%	17.7%	15.2%	17.5%	18.4%
归母净利润率	5.9%	12.1%	10.3%	11.9%	12.5%
ROA	4.2%	4.0%	3.8%	4.6%	4.9%
ROE (摊薄)	7.7%	7.8%	7.1%	8.1%	8.4%
经营性 ROIC	4.9%	6.6%	4.4%	7.4%	8.3%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	44%	49%	46%	41%	39%
流动比率	0.98	1.00	1.04	1.35	1.66
速动比率	0.93	0.96	0.99	1.28	1.59
归母权益/有息债务	1.56	1.50	2.00	2.72	3.15
有形资产/有息债务	3.55	3.68	4.64	5.88	6.61

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	67,944	76,298	74,142	72,644	73,920
货币资金	10,152	8,768	5,477	5,686	8,746
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	3,442	4,734	5,263	5,463	5,608
应收票据	152	318	353	367	376
其他应收款 (合计)	97	74	80	82	83
存货	935	620	733	714	730
其他流动资产	1,232	1,626	1,626	1,626	1,626
流动资产合计	16,260	16,484	13,936	14,332	17,571
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	7,836	9,204	9,684	10,164	10,644
固定资产	29,175	33,798	40,673	38,824	36,680
在建工程	5,011	9,397	2,299	1,740	1,404
无形资产	277	306	291	277	263
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	33	14	14	14	14
非流动资产合计	51,684	59,814	60,206	58,312	56,349
总负债	30,080	37,363	33,748	30,008	28,985
短期借款	6,442	6,946	2,756	174	0
应付账款	4,476	5,563	6,577	6,405	6,542
应付票据	34	0	0	0	0
预收账款	148	0	0	0	0
其他流动负债	3,245	1,399	1,399	1,399	1,399
流动负债合计	16,551	16,488	13,372	10,632	10,610
长期借款	11,917	12,897	12,397	11,397	10,397
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	782	797	797	797	797
非流动负债合计	13,529	20,876	20,376	19,376	18,376
股东权益	37,865	38,935	40,394	42,636	44,935
股本	4,912	4,912	4,912	4,912	4,912
公积金	19,180	19,529	19,529	19,529	19,529
未分配利润	5,092	6,055	6,947	8,514	10,083
归属母公司权益	29,604	30,849	31,741	33,307	34,876
少数股东权益	8,261	8,087	8,653	9,329	10,058

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	0.01%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%
管理费用率	2.00%	3.92%	3.80%	3.80%	3.80%
财务费用率	1.34%	4.05%	2.45%	2.38%	1.90%
研发费用率	0.04%	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%
所得税率	14%	13%	15%	15%	15%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.22	0.28	0.23	0.27	0.30
每股经营现金流	1.03	0.99	1.14	1.17	1.28
每股净资产	6.03	6.28	6.46	6.78	7.10
每股销售收入	7.91	4.01	4.46	4.63	4.75

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	13	13	14	11	11
PB	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	12.3	9.6	10.4	7.6	6.9
股息率	3.5%	4.5%	3.7%	4.4%	4.7%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE