

龙源电力(001289.SZ/00916.HK)

成本上升业绩承压，补贴回收保障规模扩张

核心观点：

- **成本上升业绩阶段承压，公司 H1 归母净利润同比下降 17.4%。**公司 2022H1 实现营业收入 216.72 亿元（调整后同比+11.7%）、归母净利润 43.33 亿元（调整后同比-17.4%）。火电方面，煤价大涨带动火电电价提升，火电售电及煤炭销售业务收入成本均同比增长；风电方面，受风资源偏弱影响，公司 2022H1 风电利用小时数同比下降 124 小时（同比-9.6%），风电装机规模扩张折旧摊销和人工成本增加。2022H1 公司回收补贴款 114.39 亿元，经营现金流同比+88.3%。
- **装机扩张缓解利用小时数下行压力，2022H1 公司发电量同比+9.7%。**2022 年 1 月，公司收购集团旗下 2GW 风电资产，同时 H1 新增自建项目 0.13GW，截至 2022 年 6 月末，公司控股装机容量 28.83GW（同比+15.7%），其中风电装机 25.71GW。装机扩张+二季度电量增速回暖，2022H1 公司实现发电量 363.05 亿千瓦时（同比+9.7%），其中风电发电量同比+10.25%，光伏等其他可再生能源发电量同比+86.0%。
- **储备充裕+现金流改善，保障十四五期间装机高速增长。**2022 年上半年，公司新签开发协议 16.49GW，取得开发指标 3.98GW，分布式光伏备案 1.73GW，项目储备充裕，建设有望提速。根据公司规模，十四五拟新增装机 30GW，此前集团承诺仍有超 20GW 的风电资产有望在未来 3 年内注入。考虑两地上市融资渠道通畅，以及 297 亿元应收账款预期加速回收改善现金流，将为装机增长提供充足资金。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2022~2024 年归母净利润分别为 76.0/92.3/108.3 亿元，按最新收盘价对应 PE 分别为 24.6/20.2/17.2 倍。自建+收购装机预期高成长，补贴回收改善现金流。参考同业估值，给予公司 2022 年 30 倍 PE 估值，对应 27.19 元/股合理价值，参考 AH 股溢价比，对应 H 股 16.31 港币/股合理价值，维持“买入”评级。
- **风险提示。**系统调节费用增加；装机增长不及预期；弃风弃光增加。

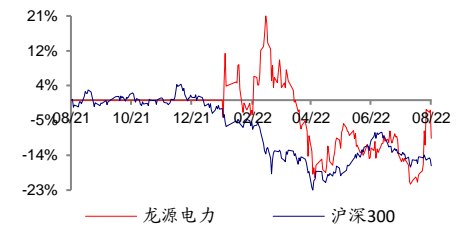
盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	28,807	37,208	42,372	45,551	50,001
增长率（%）	4.5	29.2	13.9	7.5	9.8
EBITDA（百万元）	18,303	20,944	26,010	30,516	34,774
归母净利润（百万元）	4,977	6,404	7,596	9,233	10,826
增长率（%）	10.0	28.7	18.6	21.5	17.3
EPS（元/股）	0.62	0.80	0.91	1.10	1.29
市盈率（x）	-	-	24.57	20.22	17.24
ROE（%）	8.6	10.1	10.4	11.6	12.3
EV/EBITDA（x）	4.08	4.08	10.27	9.14	8.28

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	22.27 元/13.36 港元
合理价值	27.19 元/16.31 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2022-08-24

相对市场表现



分析师：

郭鹏



SAC 执证号：S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

分析师：

陈子坤



SAC 执证号：S0260513080001

010-59136690



chenzikun@gf.com.cn

分析师：

许洁



SAC 执证号：S0260518080004

SFC CE No. BNU965



021-38003625



xujie@gf.com.cn

分析师：

纪成炜



SAC 执证号：S0260518060001

SFC CE No. BOI548



021-38003594



jichengwei@gf.com.cn

请注意，陈子坤并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

龙源电力(001289.SZ/00916.HK):	2022-04-
发电量增速逐月回暖，规模扩张业绩释放可期	29
龙源电力(001289.SZ/00916.HK):	2022-04-
量价齐升，风电龙头强者恒强	03
龙源电力(001289.SZ/00916.HK):	2022-02-
“风”头正劲，成功回 A 规模扩张征途再起	14

目录索引

一、成本上升阶段承压，H1 业绩同比下降 17%.....	4
二、自建+收购，装机扩张缓解利用小时数下行压力	7
三、储备充裕+集团存注入预期，十四五装机高速增长.....	9
四、装机高成长+现金流改善，维持“买入”评级.....	10
五、风险提示	11

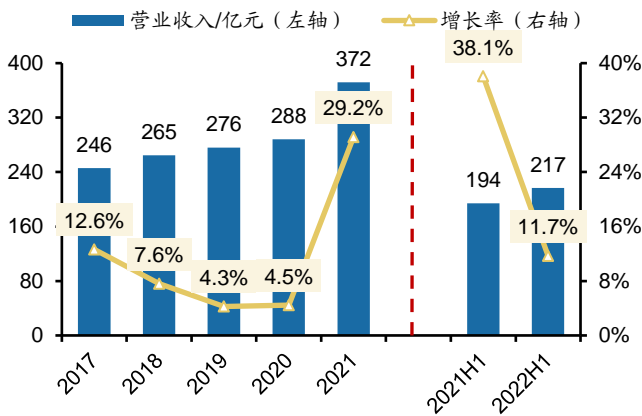
图表索引

图 1: 2022H1 公司营业收入同比+11.7%.....	4
图 2: 2022H1 公司归母净利润同比-17.4%.....	4
图 3: 2022H1 公司财务费用同比降低 9.4%	4
图 4: 2022H1 公司期间费用率降至 9.3%	4
图 5: 2022H1 公司毛、净利率分别为 37.4%、20.0%	5
图 6: 2022H1 公司 ROE 为 6.5%	5
图 7: 2022H1 公司总资产达 2163.6 亿元.....	5
图 8: 2022H1 公司总负债达 1361.5 亿元.....	5
图 9: 2022H1 公司应收账款达 297.36 亿元	6
图 10: 2022H1 公司资产负债率为 62.9%.....	6
图 11: 2022H1 公司经营性现金流净额同比+88.3%	6
图 12: 2022H1 公司投资现金流净额-20 亿元.....	6
图 13: 截至 2022H1 公司控股装机 28.83GW.....	7
图 14: 截至 2022H1 公司风电装机占总装机 89.2%	7
图 15: 2022H1 公司发电量同比+9.7%	7
图 16: 2022H1 公司风电发电量同比增长 10.2%.....	7
图 17: 2022Q1、Q2 公司发电量分别同比+4.8%、15.0%	8
图 18: 2022H1 公司风电利用小时数同比-9.6%	8
图 19: 2022H1 公司风电上网电价同比-1.6%	8
图 20: 2022H1 公司风电业务贡献营收 142.8 亿元	9
图 21: 2022H1 公司风电经营利润同比-10.4%	9
图 22: 2022 年上半年公司参与竞配中标结构(5.71GW).....	9
图 23: 内生+外延公司十四五末预计绿电装机有望超 75GW	10
表 1: 国家能源集团规划十四五新增可再生能源装机 70~80GW	9
表 2: 截至 2021H1 集团未注入风电资产装机达 21.41GW	10
表 3: 龙源电力同业对比 (收盘价日期: 2022/8/24)	11

一、成本上升阶段承压，H1 业绩同比下降 17%

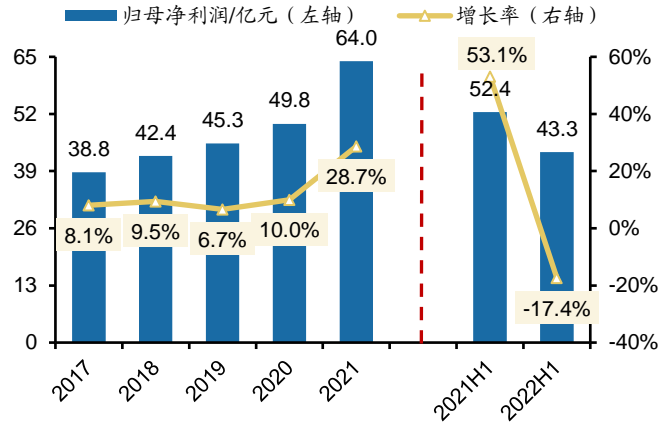
2022H1年公司营收同比增长11.7%，业绩同比降低17.4%。公司发布2022年中报，2022H1实现营收216.72亿元（同比+11.7%），实现归母净利润43.33亿元（同比-17.4%）。公司收入增长主要系煤炭销售收入增长16.84亿元，售电收入增长5.79亿元；业绩下滑主要系成本上升，煤炭销售成本和煤炭发电成本增长20.63亿元，折旧摊销成本增长5.74亿元，人工成本增长5.85亿元。

图 1：2022H1公司营业收入同比+11.7%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

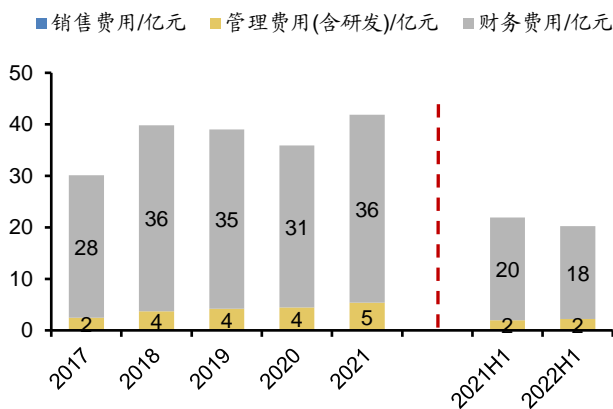
图 2：2022H1公司归母净利润同比-17.4%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

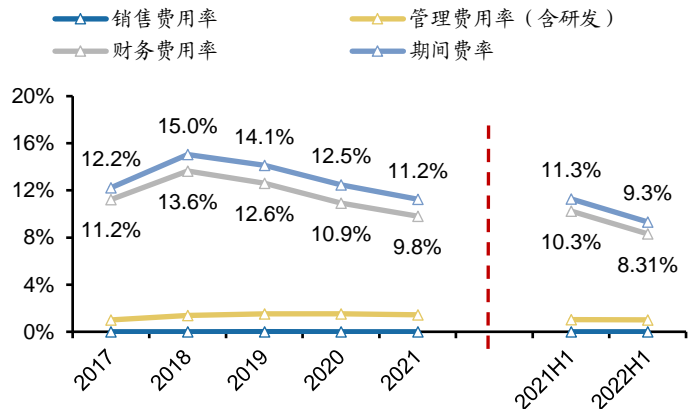
费用管控能力出色，2022H1公司期间费用率下降至9.3%。财务费用作为公司期间费用的主要组成部分，2022H1公司财务费用达18.01亿元，同比降低9.4%，对应费率为8.3%（同比降低1.9pct），主要系资产证券化手续费减少；2022H1管理费用（含研发）为2.2亿元，对应费率为1.0%。公司期间费用率由2018年15.0%下降至2022H1的9.3%，费用管控能力出色。

图 3：2022H1公司财务费用同比降低9.4%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 4：2022H1公司期间费用率降至9.3%

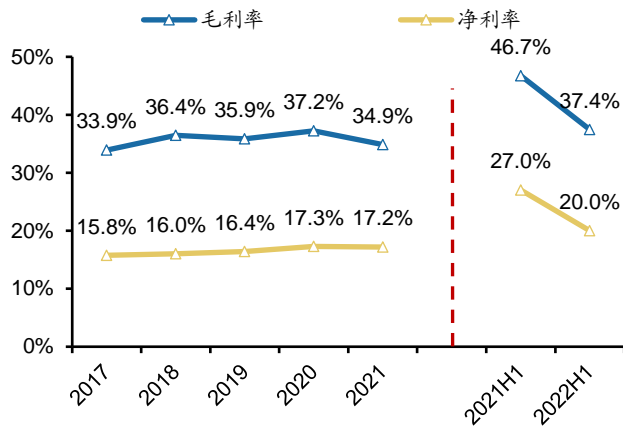


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2022H1公司净利率为20.0%，ROE为6.5%。由于煤价大涨及折旧摊销增加影响，2022H1公司营业成本同比增长31.2%，导致毛利率、净利率同比降低。2022H1公

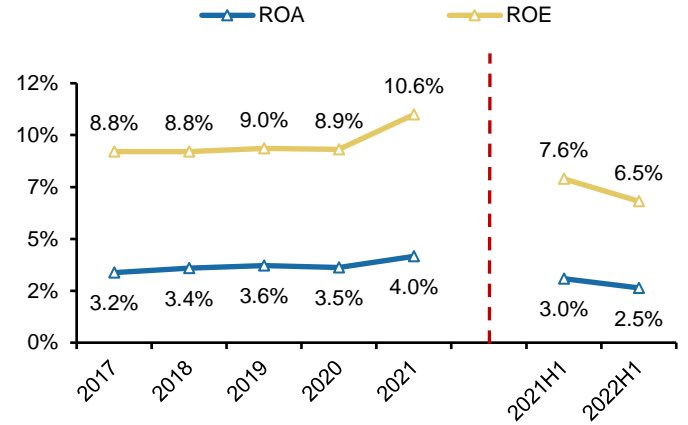
司毛利率同比-9.3pct至37.4%，净利率同比降低7.0pct至20.0%，净利率较毛利率下滑幅度较低，主要系期间费用率下降所致。2022H1公司ROA同比降低0.4pct至2.5%，ROE同比降低1.0pct至6.5%。

图 5: 2022H1公司毛、净利率分别为37.4%、20.0%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 6: 2022H1公司ROE为6.5%

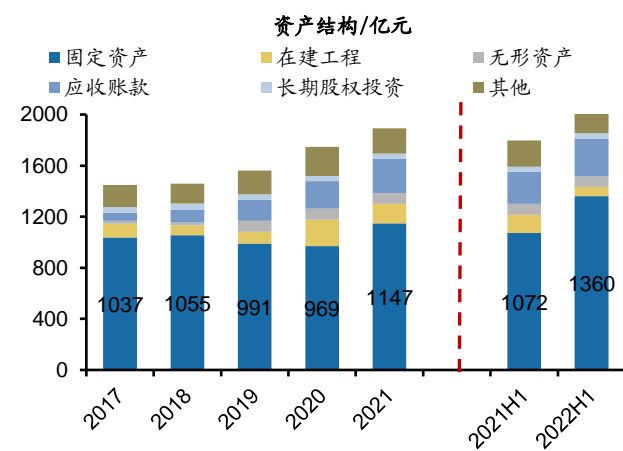


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2022H1公司总资产达2163.60亿元，资产负债率62.9%。2021年以来公司加快项目建设，资产、负债规模增速提高，截至2022H1公司总资产2163.6亿元，其中固定资产+在建工程达1434.61亿元，占比66.3%，总负债达1361.5亿元，2022年上半年，公司长期借款达532.85亿元，相比2021年末增加130.12亿元，主要用于新能源项目建设。公司资产负债率稳定，略有提升至62.9%，保持同业较低水平。

受含补贴项目持续经营影响，公司应收账款逐年提升，截至2022H1应收账款（含应收款项融资，下同）合计297.36亿元，其中主要为电价补贴款。**2022年可再生能源基金补贴加快发放，公司收到可再生能源补贴款114.39亿元，公司应收账款余额相比2022年初降低2.9亿元（2022年初因收购集团子公司，应收账款调整为300.3亿元）。**

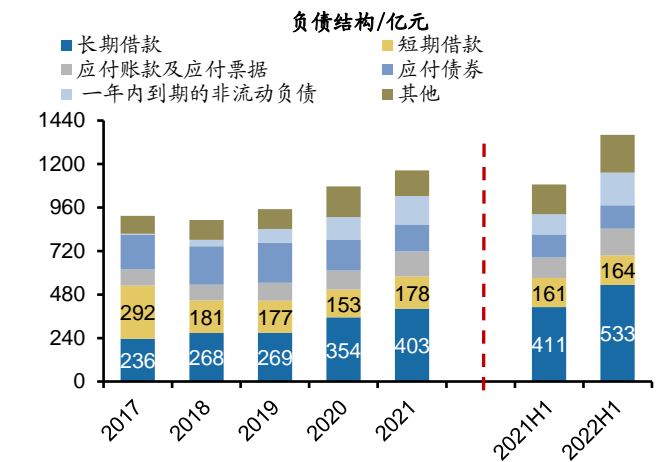
图 7: 2022H1公司总资产达2163.6亿元



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

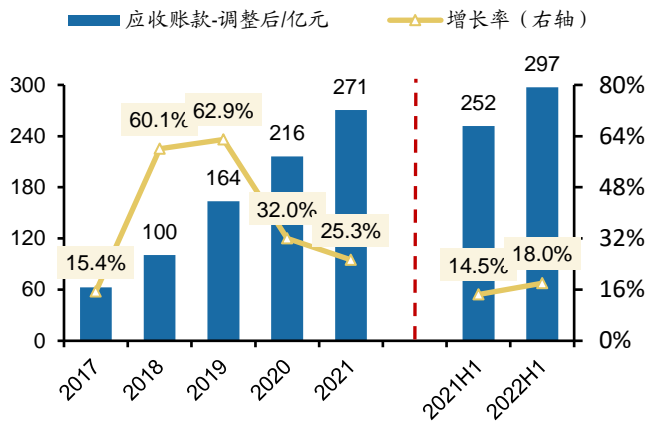
备注: 应收账款包括应收款项融资

图 8: 2022H1公司总负债达1361.5亿元



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

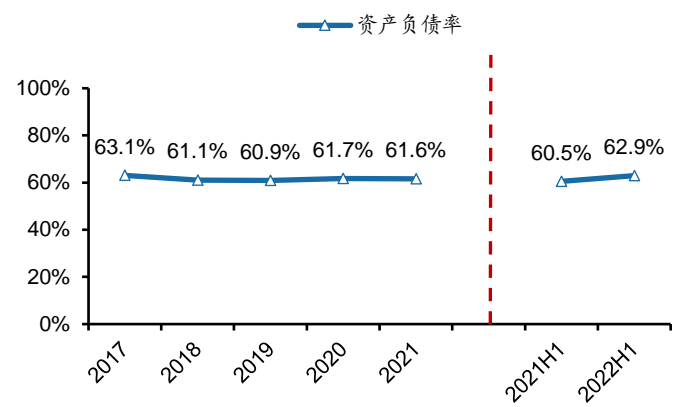
图 9: 2022H1公司应收账款达297.36亿元



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

备注: 应收账款-调整后=应收账款+应收款项融资

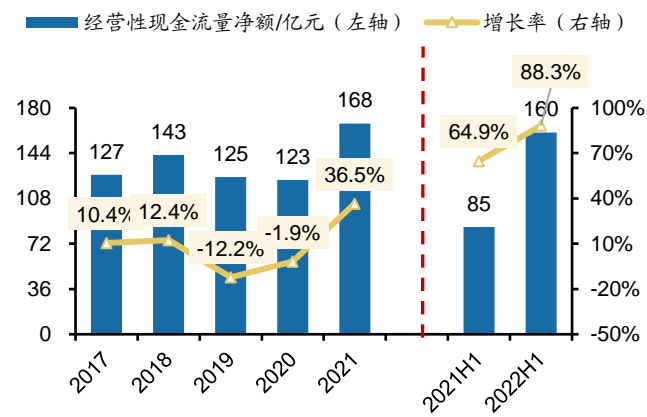
图 10: 2022H1公司资产负债率为62.9%



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

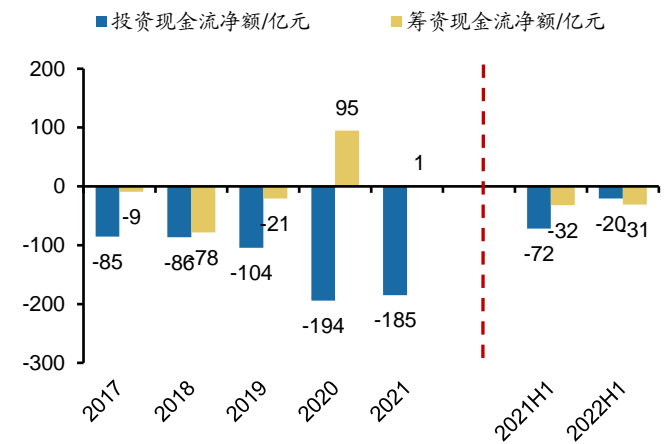
经营性现金流净额同比+88.3%，投资现金流净额-20亿元。由于收到可再生能源补贴114.39亿元，以及收到标杆电费115.95亿元（同比增加14.91亿元），2022H1公司经营性现金流净额同比提高88.3%至160.47亿元。投资活动方面，公司投资现金流净额-20亿元，其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金达64.94亿元，维持较大的资本开支量，同时因换股吸收合并平庄能源投资现金流流入33.3亿元。

图 11: 2022H1公司经营性现金流净额同比+88.3%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 12: 2022H1公司投资现金流净额-20亿元

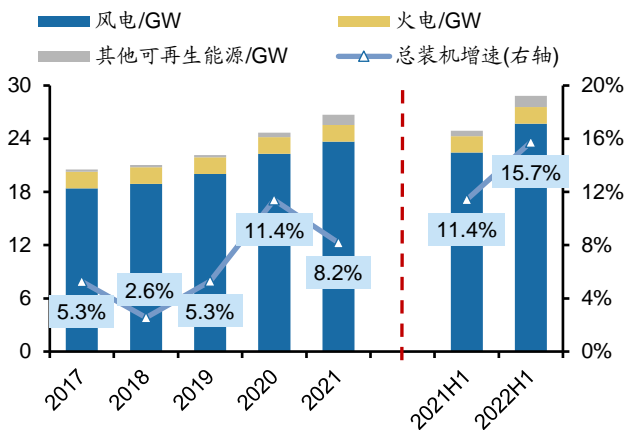


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

二、自建+收购，装机扩张缓解利用小时数下行压力

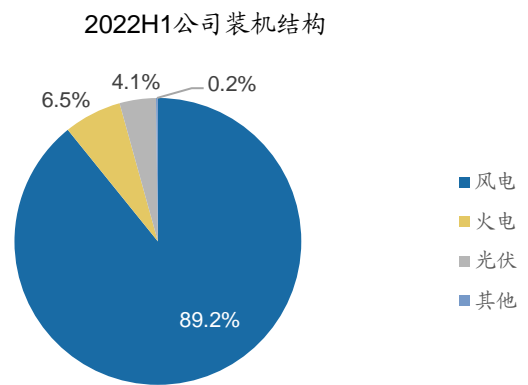
2022年上半年公司新增装机129.75MW，控股装机增至28.83GW。2022年公司新增控股装机容量129.75MW：其中风电项目2个、新增装机容量54MW，光伏项目12个、新增控股装机容量75.75MW。通过资产重组并购新增风电项目36个、控股装机容量1989.60MW，并购光伏项目1个、控股装机容量10MW。截至2022年6月，公司控股装机容量增至28.83GW(同比+15.7%)，其中风电装机25.71GW，火电装机1.88GW，光伏装机1.18GW，生物质等0.06GW，风电装机占总装机比例达89.2%。

图 13: 截至2022H1公司控股装机28.83GW



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

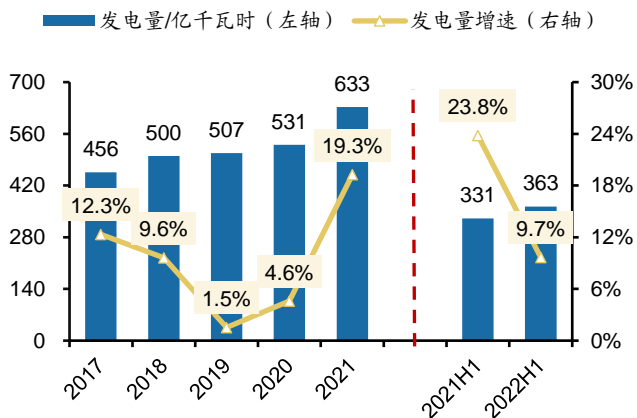
图 14: 截至2022H1公司风电装机占总装机89.2%



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

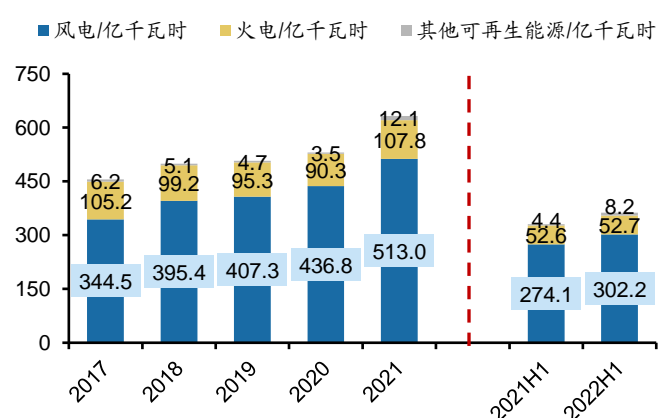
装机提升带动发电量增长，2022H1公司发电量同比增长达9.7%。2022年开年风资源偏弱，2月份起逐渐回暖。2022H1公司实现发电量363.05亿千瓦时，同比增长9.7%，其中Q1发电量同比+4.8%，Q2发电量同比+15.0%。分电源看，2022H1风电发电量302.16亿千瓦时，同比增长10.2%，火电发电量52.71亿千瓦时，同比增长0.2%，其他可再生能源发电量8.19亿千瓦时，同比增长86.0%。

图 15: 2022H1公司发电量同比+9.7%



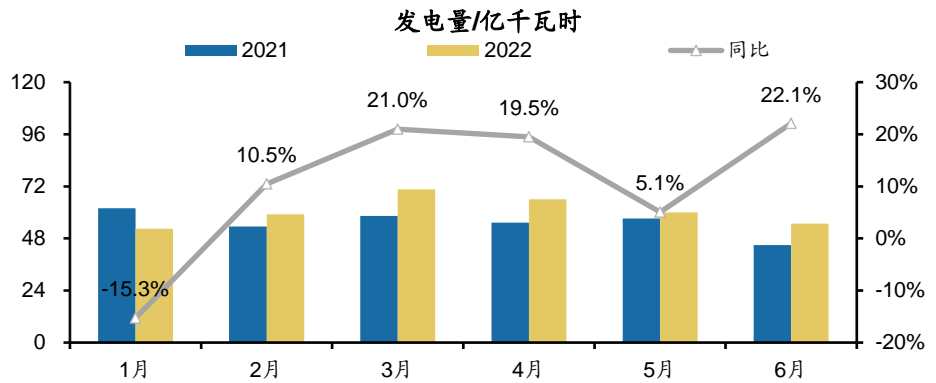
数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

图 16: 2022H1公司风电发电量同比增长10.2%



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

图 17: 2022Q1、Q2公司发电量分别同比+4.8%、15.0%

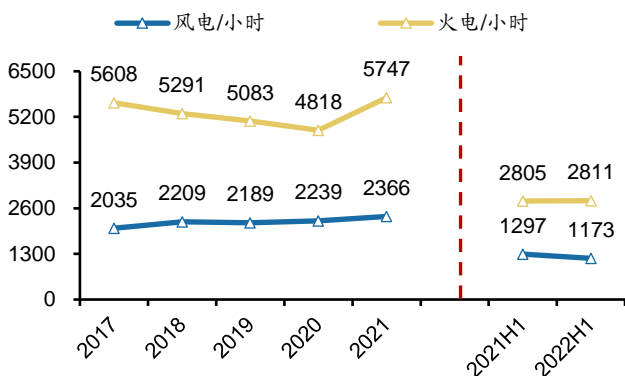


数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

2022H1公司风电利用小时数同比降低9.6%，火电利用小时数持平。2022年上半年，公司风电平均利用小时数为1173小时，比2021年同期减少124小时（同比-9.6%），主要系上半年风资源偏弱，较同期中电联披露全国风电利用小时数1154小时水平高19小时；火电利用小时数达2811小时（同比+0.2%）。

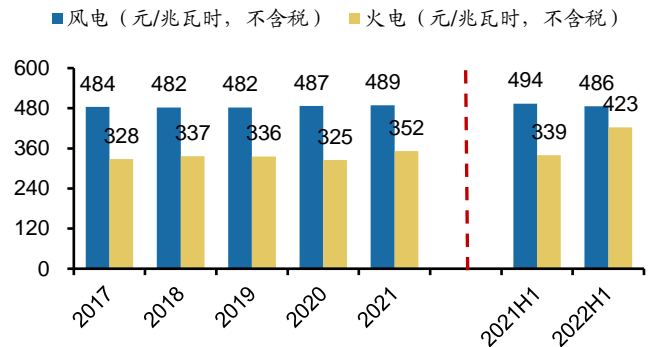
2022H1公司风电上网电价同比-1.6%，火电上网电价同比+24.8%。2022年上半年，公司风电平均上网电价486元/兆瓦时（不含税，下同），同比降低1.6%，主要系不同电价区域占比变动及市场化交易占比提升所致；公司火电平均上网电价423元/兆瓦时，同比提升24.8%，主要系在煤价大涨及煤电电价浮动范围扩大至20%的情况下，火电市场化交易电价提升。

图 18: 2022H1公司风电利用小时数同比-9.6%



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

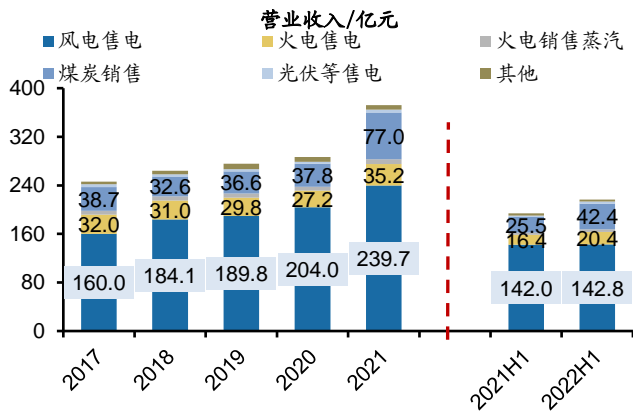
图 19: 2022H1公司风电上网电价同比-1.6%



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

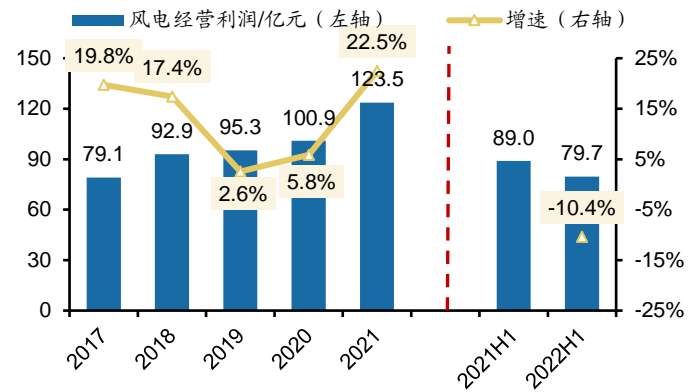
公司风电售电收入同比+0.5%，火电售电收入同比+24.5%。2022H1公司风电业务售电收入达142.78亿元（同比+0.5%），占主营业务收入的65.9%；火电业务售电收入20.4亿元（同比+24.5%），煤炭销售业务收入42.37亿元（同比+66.0%），主要系煤价大涨同时带动火电电价提升。由于风电业务折旧摊销及人工成本增加，2022H1风电业务经营利润同比降低10.4%至79.73亿元。

图 20: 2022H1公司风电业务贡献营收142.8亿元



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 21: 2022H1公司风电经营利润同比-10.4%



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

三、储备充裕+集团存注入预期, 十四五装机高速增长

公司2022年上半年新签订开发协议16.49GW, 取得开发指标容量5.71GW。2022年上半年, 公司累积新签订开发协议16.49GW, 通过竞配及其他方式, 取得开发指标容量3.98GW (其中风电2.65GW、光伏1.33GW), 分布式光伏备案1.73GW, 累计取得开发指标5.71GW。结合当前补贴款有望加速回笼, 历史补贴发放有望优化公司现金流、减缓融资压力, 项目储备充裕+融资松绑保障公司扩张无虞。

图 22: 2022年上半年公司参与竞配中标结构(5.71GW)



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

集团十四五规划新增70~80GW新能源装机, 同时提高光伏发电比例。集团公布十四五发展规划, 预计十四五期间可再生能源新增装机达到70~80GW, 同时印发《国家能源集团关于加快光伏发电产业发展指导意见》, 计划大幅提升光伏装机, 规划十四五期间国家能源集团光伏装机容量需新增25~30GW。作为国家能源集团旗下最重要的新能源平台, 公司将在转型中承担更大的责任。

表 1: 国家能源集团规划十四五新增可再生能源装机70~80GW

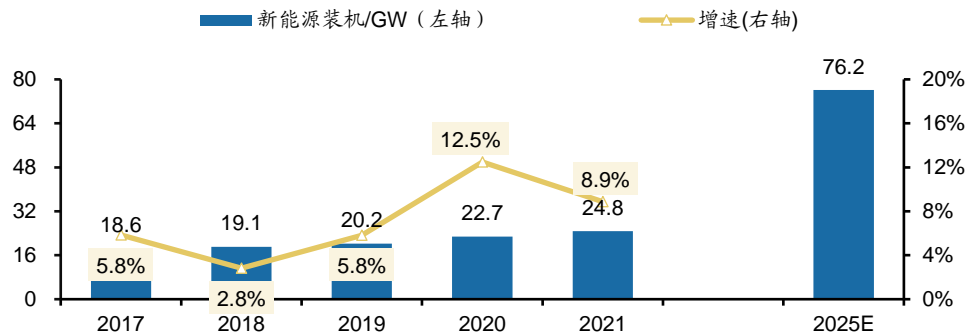
	2021年新能源装机/GW	2021年总装机/GW	十四五规划目标
国家能源集团	58.17	270.86	新增新能源装机 70~80GW, 清洁能源占比达到 40%
华能集团	38.29	205.92	新增新能源装机 80GW 以上, 清洁能源装机占比 50%

国家电投	76.23	195.44	电力总装机达 2.2 亿千瓦，光伏装机达到 80GW 以上，清洁能源装机占比 60%
华电集团	29.44	178.72	新增新能源装机 75GW，非化石能源装机占比 50%
大唐集团	27.85	160.06	非化石能源装机占比 50%

数据来源：各集团官网，广发证券发展研究中心

根据上市承诺，预期国家能源集团超过20GW的风电资产有望在未来3年内注入。2021年11月龙源电力换股吸收合并ST平能时，集团曾承诺为避免同业竞争，在交易完成的3年内将其他存续风力发电业务注入公司（装机容量为21.41GW）。结合公司十四五期间拟新增新能源装机30GW的规划，考虑内生+外延，预期公司十四五末绿电装机超75GW。

图 23：内生+外延公司十四五末预计绿电装机有望超75GW



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

备注：2025年装机预测值=2020年实际装机(22.75GW)+集团预期注入部分(21.41GW)+交易拟购买资产部分(2GW)+十四五新增部分(30GW)

表 2：截至2021H1集团未注入风电资产装机达21.41GW

类型	公司名称	2021H1 风电装机容量 (GW)	占国家能源集团控股风电装机比例
本次交易完成后龙源电力	龙源电力	22.43	48.94%
	本次交易拟购买资产	2.00	4.35%
	小计	24.42	53.29%
本次交易完成后未注入存续	国家能源集团新能源有限责任公司	10.96	23.92%
	其它非上市公司	3.45	7.53%
	其它上市公司	6.99	15.26%
小计	21.41	46.71%	
国家能源集团控股风电装机合计		45.83	100.00%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

四、装机高成长+现金流改善，维持“买入”评级

预计公司2022~2024年归母净利润分别为75.96、92.33、108.26亿元，2022-2024年EPS分别为0.91、1.10和1.29元/股，按最新收盘价对应PE分别为24.57、20.22、17.24倍。公司背靠国家能源集团，自建+收购预计十四五末绿电装机有望超75GW，补贴回收现金流预期改善。参考同业估值水平，给予公司2022年30倍PE估值，对应

27.19元/股合理价值，按照8月24日AH股溢价比，对应H股16.31港币/股合理价值，维持“买入”评级。

表 3：龙源电力同业对比（收盘价日期：2022/8/24）

公司代码	公司名称	市值/亿元	最新收盘价 元/股	单位	PE 倍				归母净利润/亿元			
					2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
001289.SZ	龙源电力	1708.24	22.27	CNY	-	24.57	20.22	17.24	64.04	75.96	92.33	108.26
600905.SH	三峡能源	1734.40	6.27	CNY	38.03	21.47	17.58	14.73	56.42	83.61	102.10	121.85
601016.SH	节能风电	256.64	5.16	CNY	42.52	18.25	15.17	12.55	7.68	14.17	17.05	20.61
600163.SH	中闽能源	136.06	7.19	CNY	25.42	14.30	11.64	10.60	6.56	9.57	11.75	12.91
000591.SZ	太阳能	255.00	8.66	CNY	28.52	20.86	15.55	12.20	11.81	16.23	21.78	27.75
01798.HK	大唐新能源	160.02	2.11	HKD	11.66	8.51	7.31	6.15	18.31	18.04	20.99	24.96
00836.HK	华润电力	803.34	16.06	HKD	78.83	8.19	6.31	5.32	15.93	94.32	122.46	145.10

数据来源：同业对比公司盈利预测来自 Wind 一致预测，广发证券发展研究中心

五、风险提示

系统调节费用增大风险：考虑到电力现货市场、辅助服务市场加速推进，新能源承担的调峰、调频、备用等费用或出现明显上涨，可能致使投资项目不能实现预期收益，进而会对公司盈利能力和经营业绩造成较大影响。

项目建设不及预期风险：公司规划十四五期间新增装机30GW，若规划项目不能按时投产，将对公司未来3年营收、业绩产生较大影响。

弃风弃光增加风险：伴随我国可再生能源大幅并网，若项目所在地消纳能力有限或送出通道受限，将对公司营收、业绩产生不利影响。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	31,356	36,278	49,487	47,023	49,751
货币资金	5,588	3,866	13,322	8,368	7,582
应收及预付	698	757	1,034	1,075	1,164
存货	801	752	943	962	1,026
其他流动资产	24,269	30,903	34,188	36,618	39,979
非流动资产	143,272	153,028	161,547	183,030	202,711
长期股权投资	4,056	4,167	4,167	4,167	4,167
固定资产	96,942	114,695	130,978	151,361	170,424
在建工程	26,709	20,239	12,046	12,768	13,057
无形资产	8,624	8,250	8,529	8,757	8,935
其他长期资产	6,941	5,677	5,827	5,977	6,127
资产总计	174,629	189,306	211,033	230,053	252,462
流动负债	53,862	59,723	62,129	64,556	68,683
短期借款	15,341	17,774	13,602	12,469	11,964
应付及预收	10,460	13,765	15,978	16,315	17,428
其他流动负债	28,062	28,184	32,548	35,771	39,290
非流动负债	53,895	56,864	65,364	73,564	82,064
长期借款	35,402	40,273	50,273	58,273	66,273
应付债券	17,197	14,808	13,308	13,508	14,008
其他非流动负债	1,297	1,783	1,783	1,783	1,783
负债合计	107,757	116,587	127,493	138,121	150,747
股本	8,036	8,036	8,382	8,382	8,382
资本公积	14,201	14,189	17,749	17,749	17,749
留存收益	30,228	35,433	41,009	48,022	56,328
归属母公司股东权益	58,104	63,344	72,825	79,838	88,144
少数股东权益	8,768	9,374	10,715	12,095	13,571
负债和股东权益	174,629	189,306	211,033	230,053	252,462

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	12,273	16,755	27,874	30,123	34,025
净利润	5,748	7,263	8,937	10,612	12,302
折旧摊销	7,729	8,168	12,431	14,467	16,269
营运资金变动	-4,772	-2,400	2,889	1,135	1,183
其它	3,568	3,724	3,616	3,909	4,271
投资活动现金流	-19,441	-18,467	-21,029	-36,023	-36,005
资本支出	-19,262	-17,235	-20,950	-35,955	-35,955
投资变动	-620	-1,367	-150	-150	-150
其他	441	134	71	82	100
筹资活动现金流	9,459	95	2,611	946	1,194
银行借款	85,257	115,257	5,829	6,867	7,495
股权融资	7,026	2,532	3,905	0	0
其他	-82,823	-117,694	-7,123	-5,921	-6,301
现金净增加额	2,318	-1,611	9,456	-4,954	-786
期初现金余额	2,908	5,226	3,866	13,322	8,368
期末现金余额	5,226	3,616	13,322	8,368	7,582

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	4.5%	29.2%	13.9%	7.5%	9.8%
营业利润增长	9.0%	25.6%	23.1%	18.9%	16.0%
归母净利润增长	10.0%	28.7%	18.6%	21.5%	17.3%
获利能力					
毛利率	37.2%	34.9%	34.5%	37.7%	39.4%
净利率	20.0%	19.5%	21.1%	23.3%	24.6%
ROE	8.6%	10.1%	10.4%	11.6%	12.3%
ROIC	5.9%	6.5%	6.4%	6.9%	7.3%
偿债能力					
资产负债率	61.7%	61.6%	60.4%	60.0%	59.7%
净负债比率	161.1%	160.3%	152.6%	150.2%	148.2%
流动比率	0.58	0.61	0.80	0.73	0.72
速动比率	0.56	0.58	0.77	0.70	0.70
营运能力					
总资产周转率	0.16	0.20	0.20	0.20	0.20
应收账款周转率	234.53	290.32	210.90	202.70	195.71
存货周转率	35.95	49.47	44.93	47.33	48.74
每股指标 (元)					
每股收益	0.62	0.80	0.91	1.10	1.29
每股经营现金流	—	2	3	4	4
每股净资产	7.23	7.88	8.69	9.53	10.52
估值比率					
P/E	-	-	24.57	20.22	17.24
P/B	-	-	2.56	2.34	2.12
EV/EBITDA	4.08	4.08	10.27	9.14	8.28

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	28,807	37,208	42,372	45,551	50,001
营业成本	18,085	24,236	27,772	28,358	30,291
营业税金及附加	275	316	381	433	450
销售费用	3	0	4	5	5
管理费用	363	398	466	501	550
研发费用	77	140	169	205	200
财务费用	3,148	3,646	3,630	3,916	4,311
资产减值损失	-925	-256	-150	-150	-150
公允价值变动收益	-77	290	50	50	50
投资净收益	46	-471	21	32	50
营业利润	6,934	8,708	10,718	12,742	14,778
营业外收支	47	44	50	45	45
利润总额	6,981	8,751	10,768	12,787	14,823
所得税	1,233	1,488	1,831	2,175	2,521
净利润	5,748	7,263	8,937	10,612	12,302
少数股东损益	770	859	1,341	1,380	1,476
归属母公司净利润	4,977	6,404	7,596	9,233	10,826
EBITDA	18,303	20,944	26,010	30,516	34,774
EPS (元)	0.62	0.80	0.91	1.10	1.29

广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。
- 许 浩：联席首席分析师，复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 张 淼：资深分析师，武汉大学经济学硕士，武汉大学金融学学士，2018 年加入广发证券发展研究中心。
- 姜 涛：资深分析师，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 龙：高级研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 荣 凌 琪：研究员，帝国理工学院金融科技硕士，同济大学金融学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 许 子 怡：研究员，硕士，毕业于香港城市大学，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 舒 心：研究员，新加坡国立大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 郝 兆 升：研究员，复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北 路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号李 宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。