

福能股份 (600483.SH)

煤电盈利回升、海风放量，看好业绩持续增长

核心观点：

- 煤电盈利回升、海风放量等多方面影响，上半年业绩同比提升 22%。**
 2022H1 公司实现营收 53.84 亿元 (同比-6.9%)、归母净利润 11.56 亿元 (同比+21.8%)。营收下降、但业绩同比提升，考虑为 2021 年底并网海风放量、煤电盈利回升以及投资收益达 4.74 亿元等综合影响；晋江气电受替代电量确认较晚影响，亏损 0.95 亿元。2022Q1、Q2 归母净利润分别为 6.44、5.12 亿元，二季度盈利能力环比略有下降、预计为煤价 3 月中旬再次攀高影响。
- 海风放量、业绩逐步兑现，上半年新能源子公司净利润达 9.2 亿元。**
 截至 2022H1 公司风电装机 1.81GW，其中海风 0.9GW。上半年陆风发电量增至 13.75 亿千瓦时，海风发电量大增至 12.52 亿千瓦时 (2021H2 投产、高电价)；福能新能源、福能海峡分别实现净利润 6.54、2.67 亿元，同比共增长 4.78 亿元。此外公司与三峡合资的海峡发电 (参股 35%) 在/拟建海风达 0.9GW。考虑福建海风资源优异，加之与三峡良好的合作开发基础，未来海风装机快速增长可期。
- 热电联产顺价能力强，上半年煤电已实现净利润近 3 亿元。**
 公司火电包括燃煤热电联产 1.3GW / 燃气 1.5GW / 燃煤纯凝 1.3GW。其中热电联产机组供热价格与煤价联动，可一定程度疏导燃煤成本上涨。上半年煤电已实现净利润 2.75 亿元 (不含晋南热电)，考虑动力煤保供稳价政策持续加强等因素，预计今年煤机盈利持续恢复。燃机项目晋江气电本年度替代电量交易周期为 8-12 月。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022~2024 年归母净利润分别为 21.92、24.43、26.93 亿元，按最新收盘价对应 PE 分别为 11.25、10.10、9.16 倍。我们看好公司在福建海上风电的发展前景，而煤电盈利有望继续回升。参考同业估值水平，给予公司 2022 年 15 倍 PE 估值，对应 16.82 元/股合理价值，维持“买入”评级。
- 风险提示。** 煤价持续上行；海风项目新增、建设不及预期等风险。

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	9,557	12,077	13,324	13,728	14,342
增长率 (%)	-3.9	26.4	10.3	3.0	4.5
EBITDA (百万元)	3,122	3,019	4,203	4,644	5,190
归母净利润 (百万元)	1,495	1,268	2,192	2,443	2,693
增长率 (%)	20.2	-15.2	72.9	11.4	10.2
EPS (元/股)	0.85	0.65	1.12	1.25	1.38
市盈率 (x)	9.34	25.09	11.25	10.10	9.16
ROE (%)	9.6	7.2	11.3	11.1	10.9
EV/EBITDA (x)	7.58	15.90	10.01	8.99	8.31

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

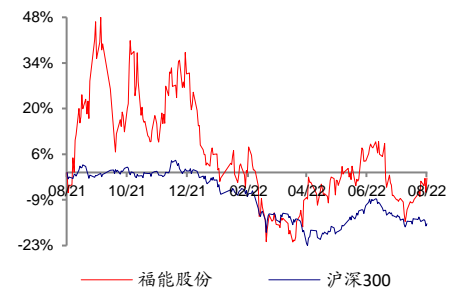
识别风险，发现价值

公司评级

买入

当前价格	12.62 元
合理价值	16.82 元
前次评级	买入
报告日期	2022-08-26

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：

许洁



SAC 执证号：S0260518080004

SFC CE No. BNU965



021-38003625



xujie@gf.com.cn

相关研究：

福能股份 (600483.SH) : 海上风电大发展，燃煤盈利触底回升 2022-07-21

联系人：许子怡 021-38003800

xuziyi@gf.com.cn

目录索引

一、上半年业绩同比大增，投资收益贡献近 5 亿元	4
二、煤电盈利同比提升，海风放量贡献显著	7
三、火电盈利持续改善，看好海上风电发展	9
四、区域电力龙头海风大发展，维持“买入”评级	12
五、风险提示	12

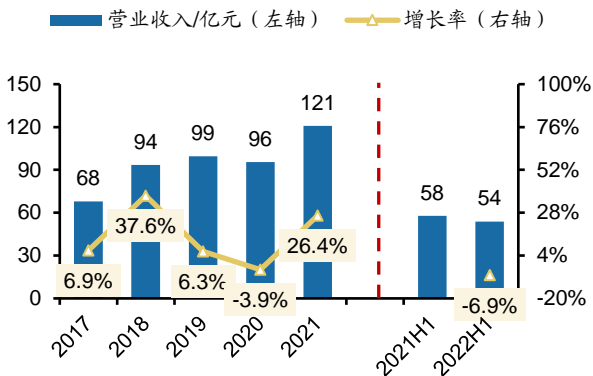
图表索引

图 1: 2022H1 公司营业收入同比-6.9%	4
图 2: 2022H1 年公司归母净利润盈利 11.56 亿元	4
图 3: 2022Q2 公司营业收入为 28.50 亿元	4
图 4: 2022Q2 公司归母净利润为 5.12 亿元	4
图 5: 2022H1 公司毛、净利率分别为 29.4%、21.5%	5
图 6: 2022H1 公司投资收益为 4.74 亿元	5
图 7: 2022H1 公司财务费用达 3.00 亿元	5
图 8: 2022H1 公司期间费用率升至 9.7%	5
图 9: 2022H1 公司经营性现金流净额为 8.77 亿元	6
图 10: 2022H1 投资现金流净流出 10.77 亿元	6
图 11: 2022H1 公司固定资产升至 272 亿元	6
图 12: 2022H1 公司长短期借款达 152 亿元	6
图 13: 2022H1 公司应收账款达 37.86 亿元	6
图 14: 2022H1 公司资产负债率升至 52.4%	6
图 15: 2022H1 公司控股装机为 5.99GW	7
图 16: 2022H1 公司新能源装机占比达 31%	7
图 17: 2022H1 公司发电量同比-1.11%	8
图 18: 2022H1 公司上网电量同比-1.05%	8
图 19: 公司单季分电源上网电量 (亿千瓦时)	8
图 20: 单季风电分电源上网电量 (亿千瓦时)	8
图 21: 电力业务主要控股公司营业收入 (单位: 亿元)	9
图 22: 电力业务主要控股公司净利 (单位: 亿元)	9
图 23: 电力业务主要控股/参股公司净利率	9
图 24: 热电联产供热价格可一定程度疏导燃煤成本	10
图 25: 2022Q1 公司燃煤电价较批复电价溢价 11.5%	10
图 26: 2022Q1 公司标煤单价较 2021 全年下降 6.3%	10
图 27: 公司携手三峡能源, 合作开发福建海风项目	11
表 1: 截至 2022 年 6 月底, 公司在运控股装机达 5.99GW	7
表 2: 公司与三峡能源交叉持股, 合作开发海上风电项目	11
表 3: 2022 年度福建省重点海上风电项目装机达 1.88GW	11
表 4: 福能股份同业对比 (收盘价日期: 2022/8/25)	12

一、上半年业绩同比大增，投资收益贡献近5亿元

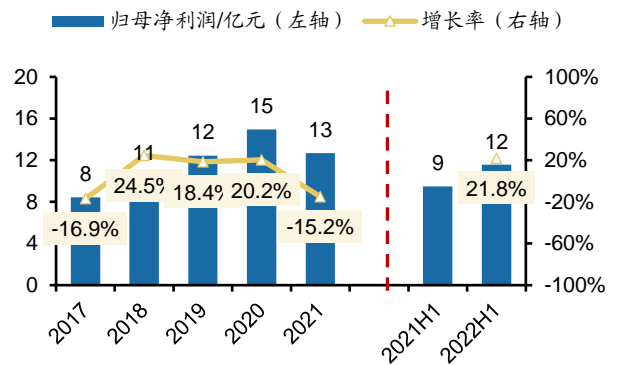
上半年营收同比降低6.9%，业绩实现盈利12亿元。公司发布2022年半年报，上半年实现营收53.84亿元（同比-6.9%），归母净利润盈利11.56亿元（同比+21.8%）。上半年公司营收下降、但业绩同比上升，考虑为2021年底海风放量、煤电盈利回升以及投资收益达4.74亿元等因素综合影响。分单季来看，2022Q1、Q2归母净利润分别为6.44、5.12亿元，二季度盈利能力环比略有下降、预计为煤价3月中旬攀高影响。

图 1：2022H1公司营业收入同比-6.9%



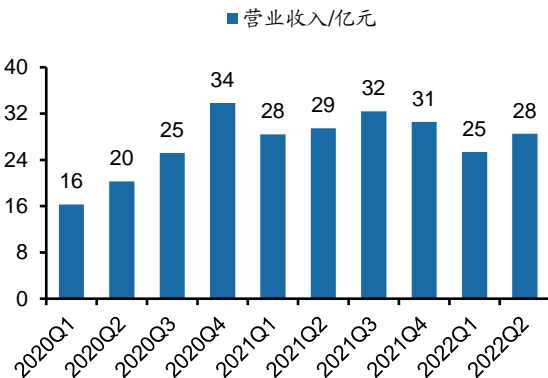
数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

图 2：2022H1年公司归母净利润盈利11.56亿元



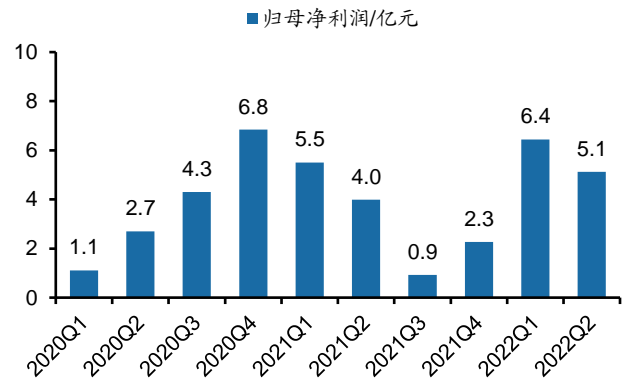
数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

图 3：2022Q2公司营业收入为28.50亿元



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

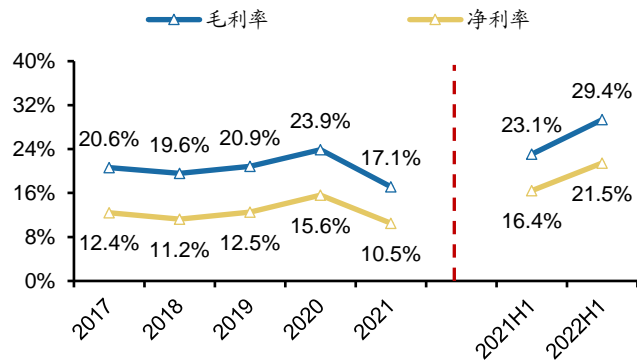
图 4：2022Q2公司归母净利润为5.12亿元



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

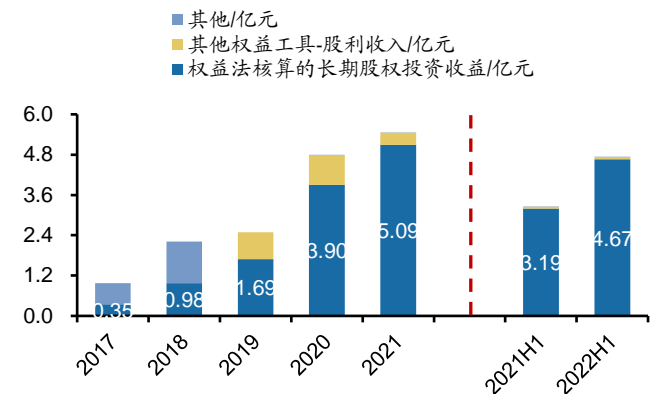
毛利率、净利率同比均大幅提升，分别达29.4%、21.5%。上半年公司毛利率同比升高6.3pct至29.4%，参考2022Q1电力业务毛利率已升至35.48%（2021全年为18.36%）、预计火电盈利改善为主要因素。此外，公司参股华能霞浦、中核霞浦、宁德第二核电、国核福建以及宁德核电5家核电公司，以及由三峡能源控股的海峡发电（负责开发福建省海上风电项目）等多家企业，上半年投资收益达4.74亿元，其中长期股权投资收益达4.67亿元，显著增厚业绩。

图 5: 2022H1公司毛、净利率分别为29.4%、21.5%



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

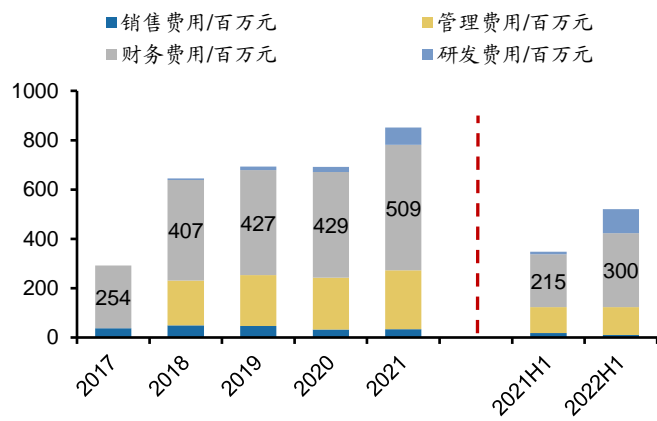
图 6: 2022H1公司投资收益为4.74亿元



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

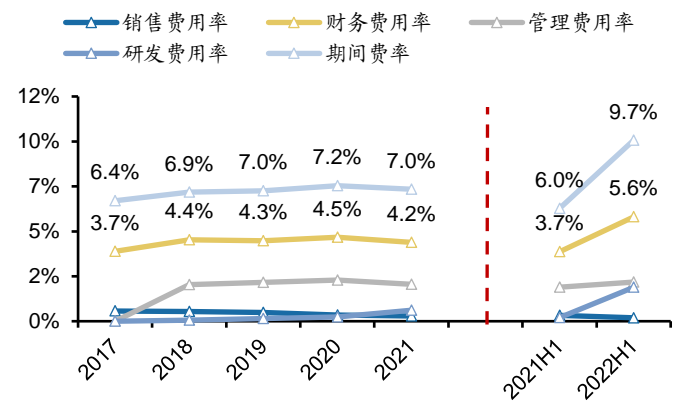
受长短期借款增加影响, 公司财务费率大幅提升。公司长短期借款体量提升显著, 对应利息费用同比增加0.86亿元, 2022H1财务费用升至3.00亿元、对应费用率为5.6% (同比+1.9pct)。此外, 上半年公司研发费用达0.98亿元, 对应费用率为1.81% (同比+1.62pct, 主要系鸿山热电、龙安热电、福能新能源等研发投入增加影响。管理费用、销售费用占比较低、影响较小, 因而公司期间费率升至9.7% (同比+3.6pct)。

图 7: 2022H1公司财务费用达3.00亿元



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

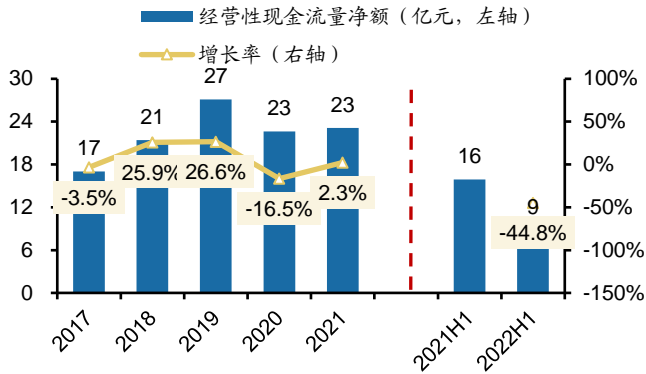
图 8: 2022H1公司期间费用率升至9.7%



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

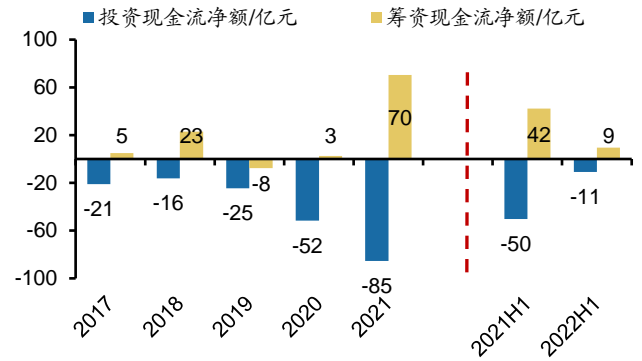
经营性现金流同比下滑, 主要系燃气发电机组替代电量确认较晚影响。上半年公司经营现金流实现净流入8.77亿元 (同比-44.8%), 主要系燃气发电机组替代电量8月确认、业务现金流入同比减少所致。投资现金流实现净流出降低至10.77亿元 (上年同期净流出50.28亿元), 主要系在建项目已陆续投产转固、项目建设及股权投资支付的现金同比减少。

图 9: 2022H1 公司经营性现金流净额为 8.77 亿元



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

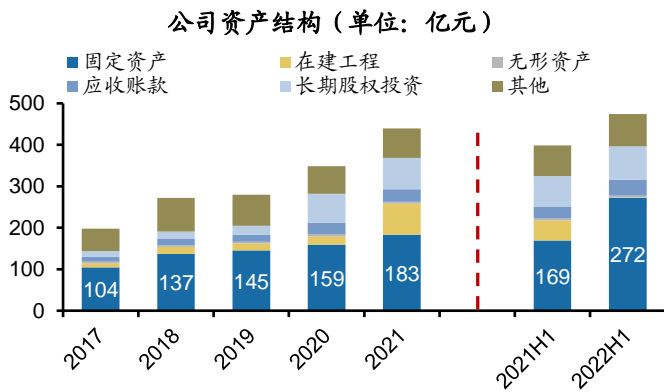
图 10: 2022H1 投资现金流净流出 10.77 亿元



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

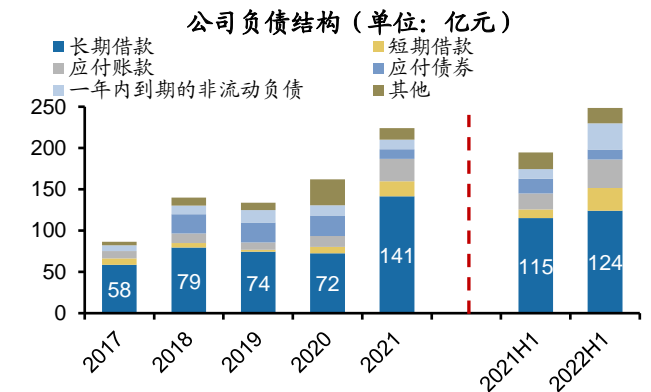
伴随在建项目陆续转固, 上半年固定资产升至 272 亿元。上半年长乐外海海上风电场转固 (2021 年末投产, 未转固), 公司固定资产增至 272.20 亿元、在建工程降至 0.93 亿元; 应收账款达 37.86 亿元 (占营收比例达 70.3%), 其中清洁能源电价补贴款达 27.70 亿元、较 2021 年末增加 6.19 亿元。2022H1 长短期借款增至 152 亿元, 资产负债率同比提升 3.6pct 至 52.4%。

图 11: 2022H1 公司固定资产升至 272 亿元



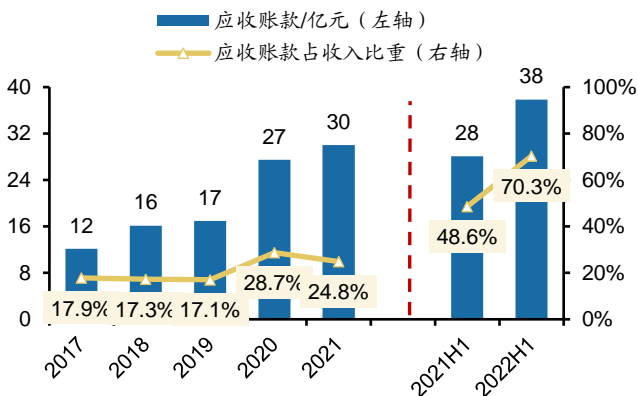
数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 12: 2022H1 公司长短期借款达 152 亿元



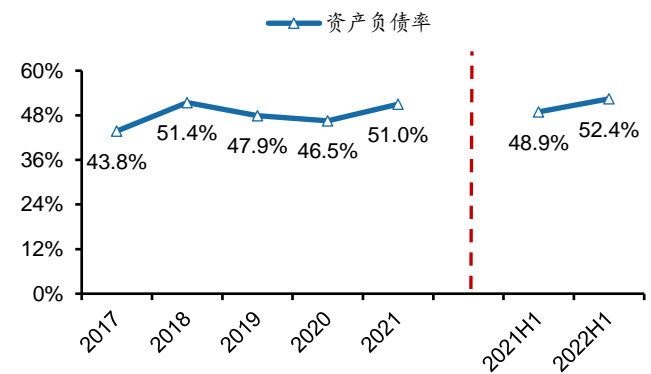
数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 13: 2022H1 公司应收账款达 37.86 亿元



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 14: 2022H1 公司资产负债率升至 52.4%



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

二、煤电盈利同比提升，海风放量贡献显著

2022H1控股装机为5.99GW、保持稳定，清洁能源占比超50%。截至2022年中，公司控股运营总装机规模5.99GW，其中：风力发电1.81GW（其中海风0.90GW）、天然气发电1.53GW、燃煤发电2.62GW（其中热电联产1.30GW、燃煤纯凝发电1.32GW）、光伏发电0.04GW；清洁能源装机占比达56%、新能源装机占比达31%。

图 15: 2022H1公司控股装机为5.99GW

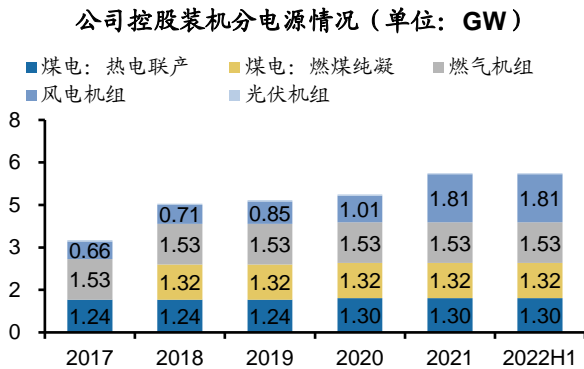
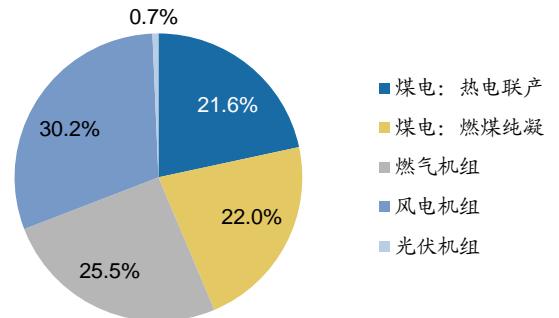


图 16: 2022H1公司新能源装机占比达31%



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

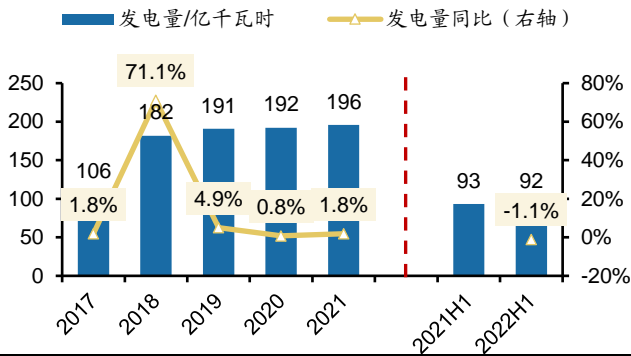
表 1: 截至 2022 年 6 月底, 公司在运控股装机达 5.99GW

序号	类型	项目名称	公司名称	装机容量/GW	持股比例/%	权益装机/GW	投运时间
1	燃煤发电	华润电力六枝电厂	福能贵电	1.32	51%	0.67	2016
2	燃气发电	福建晋江 LNG 项目	晋江气电	1.53	75%	1.15	2010
3	热电联产	鸿山热电热电联产项目	鸿山热电	1.20	100%	1.20	2011
4	热电联产	福鼎热电厂项目 (一期)	龙安热电	0.04	65%	0.02	2018
5	热电联产	福能晋南热电联产项目	晋南热电	0.06	75%	0.05	2020
6	陆上风电	仙游草山等 21 个陆风项目	福能新能源	0.88	100%	0.88	-
7	陆上风电	金井陆上风电项目	晋江气电	0.03	75%	0.02	2017
8	海上风电	平海湾 F 区海上风电项目	三川风电	0.20	65%	0.13	2021
9	海上风电	莆田石城海上风电项目	三川风电	0.20	65%	0.13	2021
10	海上风电	长乐外海海上风电场 C 区项目	福能海峡发电	0.50	68%	0.34	2021
11	光伏发电	云南管粮山农业光伏电站	云南福能新能源	0.03	100%	0.03	2017
12	光伏发电	福能新能源自备光伏电站	福能新能源	0.01	100%	0.01	-
合计				5.99GW		4.63GW	

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

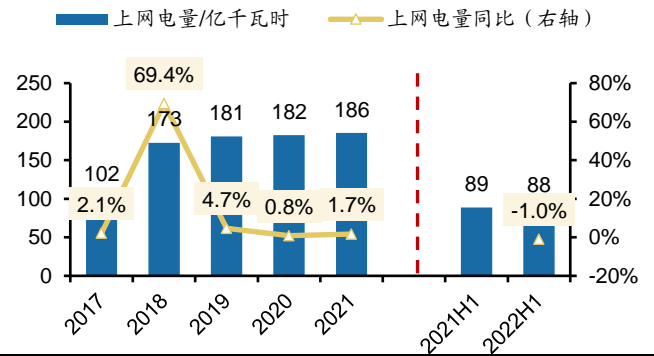
上半年发电量、上网电量小幅下滑，主要为Q2同比下降影响。2022年上半年公司完成发电量92.45亿千瓦，(同比-1.1%)，上网电量87.64亿千瓦时(同比-1.0%)；其中Q1发电量同比+0.18%、上网电量同比+0.33%；Q2发电量同比-2.27%、上网电量同比-2.27%。2021H2投产海风放量，2022H1风电上网电量同比提升78.8%，其中海风同比提升362%。

图 17: 2022H1公司发电量同比-1.11%



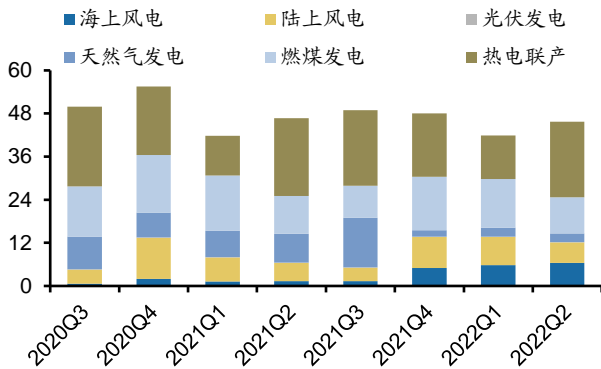
数据来源: 定期经营信息公告, 广发证券发展研究中心

图 18: 2022H1公司上网电量同比-1.05%



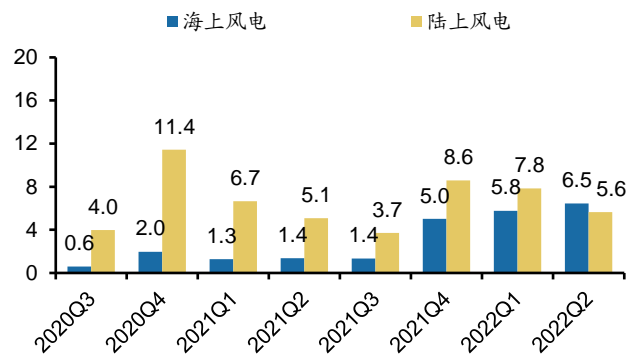
数据来源: 定期经营信息公告, 广发证券发展研究中心

图 19: 公司单季分电源上网电量 (亿千瓦时)



数据来源: 定期经营信息公告, 广发证券发展研究中心

图 20: 单季风电分电源上网电量 (亿千瓦时)



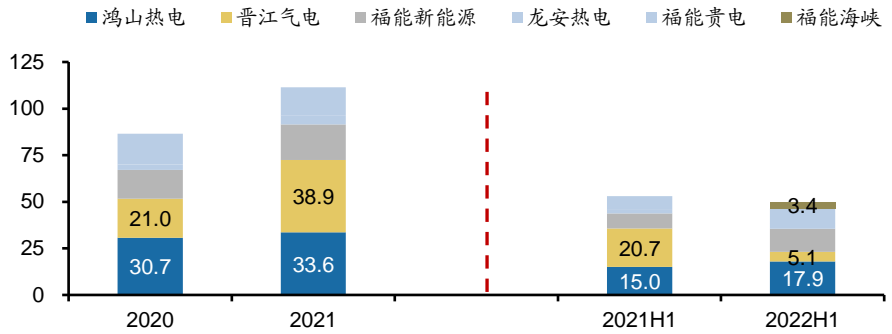
数据来源: 定期经营信息公告, 广发证券发展研究中心

上半年鸿山热电实现盈利3亿元, 新能源发电相关子公司实现盈利9亿元。公司燃煤纯凝发电主要由子公司福能贵电运营(下同, 均为子公司), 燃气发电由晋江气电, 热电联产为鸿山热电及龙安热电, 新能源发电为福能新能源及福能海峡。

火电方面, 2022H1鸿山热电实现营收17.93亿元、净利润2.95亿元、净利率同比提升5.4pct至16.5%; 晋江气电受2022年度替代电量兑现滞后影响, 净利润亏损0.95亿元。

新能源发电方面, 2022H1福能新能源实现营收12.46亿元、净利润6.54亿元、净利率保持在50%以上; 福能海峡运营的长乐外海海风项目于2021年末并网, 上半年实现营收3.45亿元、净利润2.67亿元、净利率达75%以上, 显著增厚公司风电业绩。

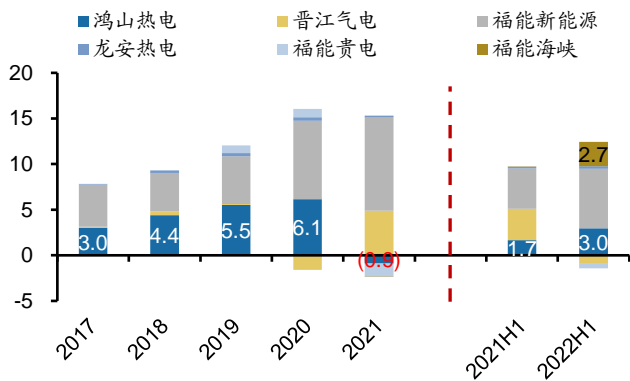
图 21: 电力业务主要控股公司营业收入 (单位: 亿元)



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

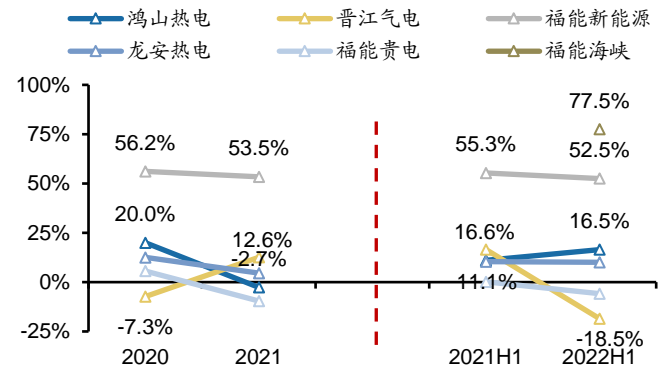
备注: 全资子公司包括鸿山热电、福能新能源, 控股子公司包括晋江气电、龙安热电、福能贵电、福能海峡; 三川风电为福能新能源控股子公司

图 22: 电力业务主要控股公司净利 (单位: 亿元)



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 23: 电力业务主要控股/参股公司净利率

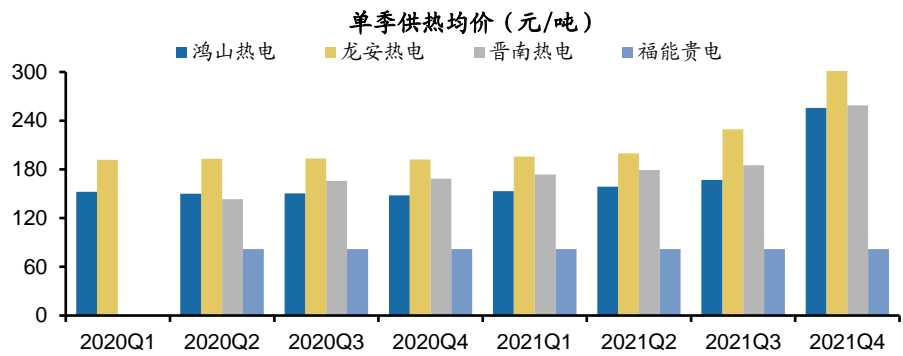


数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

三、火电盈利持续改善, 看好海上风电发展

热电联产机组供热价格与煤炭价格联, 可有效疏导燃煤成本。公司火电板块利润历年主要来自鸿山热电, 2020年贡献净利润6.14亿元, 占公司归母净利润的41%。2021年煤炭价格同比大幅上涨, 燃煤热电联产机组供电、供热成本同比上升, 但鸿山热电净利润亏损不足1亿元 (净利率为-2.66%), 显著优于同业, 主要系供热价格与煤炭价格联动 (2021Q4鸿山热电供热价格同比提升72.80%), 可在一定程度上疏导燃煤成本。

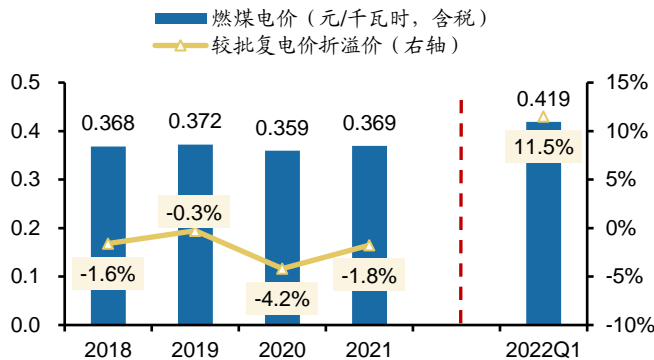
图 24: 热电联产供热价格可一定程度疏导燃煤成本



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

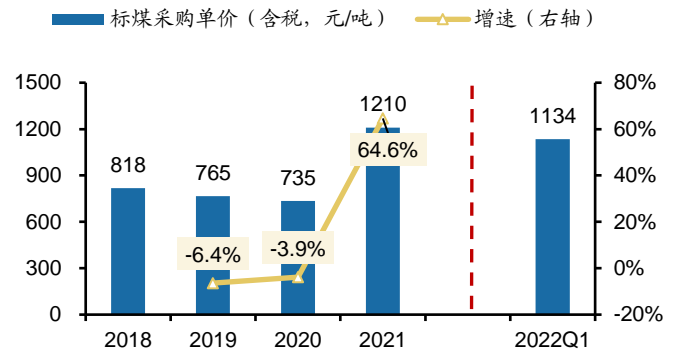
2021年公司燃煤上网电价(纯凝与热电联产上网电价加权平均后口径)涨幅有限,较批复电价折价1.8%。2022年一季度燃煤电价达0.419元/千瓦时,较标杆实现溢价11.5%;同期标煤采购单价为1134元/吨,较2021全年下降6.3%。预计电价上浮全年体现,动力煤保供稳价政策力度持续增强、公司用煤成本同比、环比下降,全年业绩将持续改善。

图 25: 2022Q1公司燃煤电价较批复电价溢价11.5%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

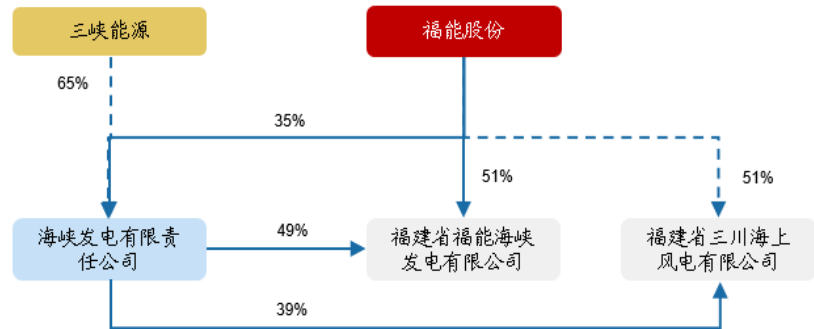
图 26: 2022Q1公司标煤单价较2021全年下降6.3%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

公司携手三峡能源,合作开发福建海风项目。三峡能源作为我国海上风电引领者,截至2021年末海上风电已投产4.58GW,对于海风开发、运营经营丰富。公司与三峡能源通过交叉持股方式,开展省内海风项目开发:三川公司(公司持股65%、三峡能源持股25%)、福能海峡发电(公司持股68%,三峡能源持股32%)、海峡发电(公司持股35%、三峡能源持股65%)。

图 27: 公司携手三峡能源, 合作开发福建海风项目



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 三峡能源通过长江三峡集团福建能源投资持股海峡发电 65% 股份; 福能股份通过福能新能源持股三川风电 51% 股份

表 2: 公司与三峡能源交叉持股, 合作开发海上风电项目

序号	项目名称	所属公司	福能股份 持股/%	三峡能源 持股/%	装机容量 /MW	总投资额 /亿元	单位投资额 (元/千瓦)	并网时间
1	平海湾 F 区海上风电项目	三川风电	65%	25%	200	74.50	18625	2021 年 7 月
2	莆田石城海上风电项目	三川风电	65%	25%	200			
3	长乐外海海上风电场 C 区项目	福能海峡发电	68%	32%	496	104.13	20994	2021 年 12 月
4	漳浦六鳌海上风电场 D 区项目	海峡发电	35%	65%	402	89.70	22312	-
5	福清兴化湾海上风电项目一期	海峡发电	35%	65%	77.40	-	-	2019 年
6	福清兴化湾海上风电项目二期	海峡发电	35%	65%	280	-	-	2020 年
7	长乐外海海上风电场 A 区项目	海峡发电	35%	65%	300	70.52	23507	预计 2022 年

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

福建省2022年重点海风在建项目达1.6GW, 公司携手三峡项目达1.4GW。2022年2月28日, 福建省发改委发布2022年省重点项目名单, 其中包括国家海上风电研究与试验检测基地、漳浦六鳌海上风电二期项目等6个在建海上风电项目(不含基地项目总装机为1.58GW), 另有1个海上风电预备重点项目。重点在建海风项目中, 公司与三峡能源锁定1.40GW。参考十四五期间福建省新增海风4.10GW、光伏3GW, 清洁能源占比提升至58.5%的目标, 公司作为省属电力平台, 携手三峡能源, 未来省内海上风电建设值得期待。

表 3: 2022 年度福建省重点海上风电项目装机达 1.88GW

序号	项目名称	所属公司	装机容量/GW	计划完成时间	备注
1	福建漳浦六鳌海上风电二期项目	海峡发电	0.40	2024 年	2022 年度福建省在建重点项目
2	莆田平海湾 DE 区项目	海峡发电	0.40	-	2022 年度福建省在建重点项目
3	平潭外海海上风电场项目	海峡发电	0.10	-	2022 年度福建省在建重点项目
4	长乐外海海上风电场 C 区项目	福能海峡发电	0.50	-	2022 年度福建省在建重点项目
5	平潭长江澳海上风电场工程项目	大唐发电	0.19	-	2022 年度福建省在建重点项目

6	宁德霞浦海上风电场B区项目	闽东电力	0.30	-	2022年度福建省预备重点项目
合计			1.88		

数据来源：政府官网，广发证券发展研究中心

备注：2022年度福建省在建重点项目之一，国家海上风电研究与试验检测基地未列示上表

四、区域电力龙头海风大发展，维持“买入”评级

预计公司2022~2024年营业收入分别为133.24、137.28、143.42亿元，同期归母净利润分别为21.92、24.43、26.93亿元，按最新收盘价对应PE分别为11.25、10.10、9.16倍。

我们看好公司在福建海上风电的发展前景，煤电盈利有望继续回升。参考同业估值水平，给予公司2022年15倍PE估值，对应16.82元/股合理价值，维持“买入”评级。

表 4：福能股份同业对比（收盘价日期：2022/8/25）

公司代码	公司名称	市值 /亿元	最新收盘价 元/股	PE 倍				归母净利润/亿元			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600483.SH	福能股份	246.67	12.62	25.09	11.25	10.10	9.16	12.68	21.92	24.43	26.93
600163.SH	中闽能源	137.21	7.21	25.42	14.34	11.67	10.62	6.56	9.57	11.75	12.91
603693.SH	江苏新能	131.31	14.73	63.61	16.99	14.37	10.96	3.07	7.73	9.14	11.98
000543.SZ	皖能电力	117.65	5.19	-	25.62	17.36	14.50	-13.37	4.59	6.78	8.11

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

煤价持续上行风险：由于公司火电机组占比仍较高（2021年为69%），盈利水平受动力煤价格影响仍然较大。虽预计未来一段时间内，随着煤炭行业下游需求的放缓和新增产能的增加，我国煤炭市场供求整体形势将相对宽松，煤炭价格将处于平稳态势，但也不排除煤炭价格的再次大幅上涨挤压公司的盈利空间，带来盈利水平波动的风险。

海风项目新增、建设不及预期风险：十四五期间福建省新增海风4.10GW、光伏3GW；若公司海上风电项目新增不及预期，或因台海问题、天气影等多方因素，海上风电项目建设进度不及预期，将对公司未来3年营收、业绩产生较大影响。

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	5,791	7,173	7,269	8,516	8,499	
货币资金	2,101	2,915	2,598	3,683	3,844	
应收及预付	2,899	3,241	3,560	3,740	3,557	
存货	445	529	602	588	577	
其他流动资产	346	488	509	504	521	
非流动资产	29,022	36,812	38,739	41,274	46,100	
长期股权投资	6,986	7,585	7,985	8,585	9,185	
固定资产	15,954	18,324	21,162	23,661	26,883	
在建工程	2,028	7,508	6,305	5,814	6,870	
无形资产	471	471	451	441	431	
其他长期资产	3,583	2,924	2,837	2,774	2,732	
资产总计	34,813	43,985	46,008	49,789	54,599	
流动负债	6,015	6,165	5,363	5,405	5,477	
短期借款	794	1,830	2,130	2,130	2,130	
应付及预收	1,288	2,720	1,569	1,604	1,657	
其他流动负债	3,933	1,616	1,664	1,672	1,690	
非流动负债	10,189	16,255	16,855	17,655	19,155	
长期借款	7,246	14,148	14,748	15,548	17,048	
应付债券	2,510	1,173	1,173	1,173	1,173	
其他非流动负债	433	934	934	934	934	
负债合计	16,204	22,421	22,218	23,061	24,632	
股本	4,001	4,195	4,195	4,195	4,195	
资本公积	4,745	6,247	6,247	6,247	6,247	
留存收益	6,261	7,024	8,806	11,249	13,942	
归属母公司股东权益	15,502	17,689	19,471	21,914	24,607	
少数股东权益	3,107	3,875	4,320	4,815	5,360	
负债和股东权益	34,813	43,985	46,008	49,789	54,599	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业收入	9,557	12,077	13,324	13,728	14,342	
营业成本	7,275	10,008	10,225	10,290	10,574	
营业税金及附加	75	76	87	89	93	
销售费用	32	34	33	34	36	
管理费用	210	238	262	270	283	
研发费用	21	71	67	69	72	
财务费用	429	509	796	835	881	
资产减值损失	-212	-62	-68	-48	-26	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	
投资净收益	479	547	1,066	1,098	1,147	
营业利润	1,858	1,702	3,005	3,347	3,689	
营业外收支	5	-31	-8	-8	-8	
利润总额	1,863	1,672	2,996	3,339	3,680	
所得税	268	146	360	401	442	
净利润	1,596	1,525	2,637	2,938	3,239	
少数股东损益	100	257	444	495	546	
归属母公司净利润	1,495	1,268	2,192	2,443	2,693	
EBITDA	3,122	3,019	4,203	4,644	5,190	
EPS (元)	0.85	0.65	1.12	1.25	1.38	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	2,262	2,313	2,336	4,132	5,010	
净利润	1,596	1,525	2,637	2,938	3,239	
折旧摊销	1,128	1,299	1,419	1,532	1,762	
营运资金变动	-590	-487	-1,521	-124	243	
其它	128	-25	-198	-214	-234	
投资活动现金流	-5,169	-8,536	-2,332	-2,999	-5,449	
资本支出	-4,754	-6,435	-2,988	-3,488	-5,987	
投资变动	-859	-2,801	-410	-609	-609	
其他	444	700	1,066	1,098	1,147	
筹资活动现金流	252	7,038	-321	-48	600	
银行借款	3,681	12,666	900	800	1,500	
股权融资	1,060	564	0	0	0	
其他	-4,488	-6,192	-1,221	-848	-900	
现金净增加额	-2,657	814	-317	1,085	161	
期初现金余额	4,758	2,101	2,915	2,598	3,683	
期末现金余额	2,101	2,915	2,598	3,683	3,844	

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	-3.9%	26.4%	10.3%	3.0%	4.5%
营业利润增长	13.4%	-8.4%	76.5%	11.4%	10.2%
归母净利润增长	20.2%	-15.2%	72.9%	11.4%	10.2%
获利能力					
毛利率	23.9%	17.1%	23.3%	25.0%	26.3%
净利率	16.7%	12.6%	19.8%	21.4%	22.6%
ROE	9.6%	7.2%	11.3%	11.1%	10.9%
ROIC	5.6%	3.9%	5.6%	5.8%	5.8%
偿债能力					
资产负债率	46.5%	51.0%	48.3%	46.3%	45.1%
净负债比率	87.1%	104.0%	93.4%	86.3%	82.2%
流动比率	0.96	1.16	1.36	1.58	1.55
速动比率	0.83	0.98	1.14	1.36	1.34
营运能力					
总资产周转率	0.27	0.27	0.29	0.28	0.26
应收账款周转率	3.48	4.02	3.99	3.90	4.31
存货周转率	21.47	22.83	22.13	23.33	24.88
每股指标 (元)					
每股收益	0.85	0.65	1.12	1.25	1.38
每股经营现金流	1.75	1.28	1.18	1.20	2.11
每股净资产	8.81	9.05	9.38	9.38	9.38
估值比率					
P/E	9.34	25.09	11.25	10.10	9.16
P/B	0.90	1.80	1.35	1.35	1.35
EV/EBITDA	7.58	15.90	10.01	8.99	8.31

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 洁：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。