

三峡能源 (600905.SH)

上半年业绩同比+37%，新能源运营龙头持续领跑

核心观点:

- **上半年营收、业绩同比大增，业绩贴近预告上限。**公司发布 2022 年中报，实现营收 121 亿元（同比+45.3%），归母净利润 50.4 亿元（同比+36.6%，业绩预告为 47.9~50.9 亿元）。营收、业绩大增，考虑为：（1）上半年新增投产风光装机 2.1GW 及 2021 年末并网装机放量，上网电量同比+46.5%；（2）会计准则调整，试运行收入计入当期，且不计提折旧。具体来看，上半年风电、光伏营收同比分别+49.8%、+28.2%，毛利率分别为 67.3%、58.1%，同比基本持平、彰显优秀盈利能力。
- **新增装机 2GW、在建装机超 15GW，滚动开发格局有序构建。**2022H1 公司新增装机 2.1GW，其中陆风/光伏分别为 0.8/1.3GW；公司控股运营总装机达 25.1GW，其中风电 15.1GW（海风 4.6GW）、光伏 9.7GW、水电及储能 0.3GW。新能源运营龙头优势保持，风电全国市占率达 4.4%（其中海风为 17.2%）、光伏全国市占率达 2.9%；当前风电、光伏在建在运比分别达 0.51、0.79 倍，新增核准/备案装机 7.3GW。
- **积极开展抽水蓄能、储能等业务，风光电厂利用率高于全国。**公司积极开展储能业务，2022H1 新增备案独立储能 0.3GW；5 月青海格尔木 2.4GW 抽蓄电站预可研报告通过内部审查；7 月与内蒙古巴林左旗签署抽蓄合作协议。2022H1 公司风电、光伏电厂利用率分别为 98.4%、99.9%，高于全国水平。预计伴随电源侧新能源装机快速增长，公司积极布局储能可实现新能源“错峰收储”和“移峰填谷”，提升消纳能力。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2022~2024 年归母净利润分别为 86.99、105.45、126.65 亿元，按最新收盘价对应 PE 分别为 19.81、16.34、13.60 倍。公司滚动开发格局有序构建、储备充裕，且积极开展抽水蓄能、储能等业务。参考同业估值水平，给予公司 2022 年 30 倍 PE 估值，对应 9.12 元/股合理价值，维持“买入”评级。
- **风险提示。**装机增长、竞价上网电价不达预期；弃风、弃光率增加。

盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	11,315	15,484	25,006	30,607	35,562
增长率 (%)	26.3	36.8	61.5	22.4	16.2
EBITDA (百万元)	9,821	13,236	18,746	23,134	27,641
归母净利润 (百万元)	3,611	5,642	8,699	10,545	12,665
增长率 (%)	27.2	56.3	54.2	21.2	20.1
EPS (元/股)	0.18	0.20	0.30	0.37	0.44
市盈率 (x)	0.00	38.03	19.81	16.34	13.60
ROE (%)	8.6	8.2	11.3	12.0	12.6
EV/EBITDA (x)	6.62	22.79	15.12	13.17	12.03

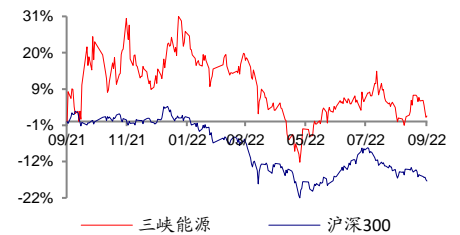
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	6.02 元
合理价值	9.12 元
前次评级	买入
报告日期	2022-09-04

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

jjchengwei@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:

三峡能源 (600905.SH): 业绩同比大幅提升，新能源运营龙头持续领跑	2022-07-16
三峡能源 (600905.SH): 2021 年业绩同比增长 56%，持续卡位优质资源	2022-04-30

目录索引

一、上半年营收、业绩大增，业绩贴近预告上限	4
二、上半年新增装机 2GW，盈利能力同比持平	6
三、滚动开发格局有序构建，在建装机超 15GW	9
四、新能源运营龙头持续领跑，维持“买入”评级	11
五、风险提示	11

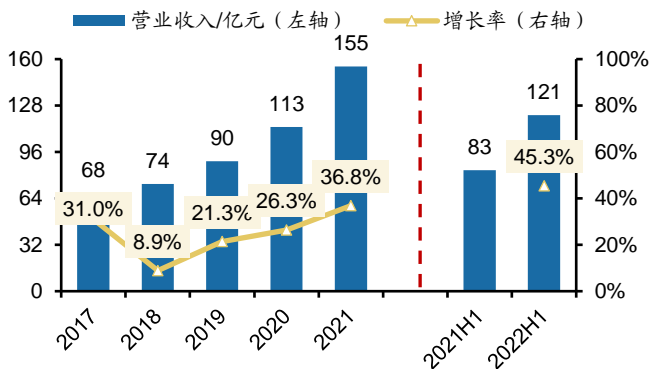
图表索引

图 1: 2022H1 公司营业收入达 121 亿元	4
图 2: 2022H1 公司归母净利润达 50 亿元	4
图 3: 2022H1 公司毛、净利率分别为 65.5%、41.5%	4
图 4: 2022H1 公司投资收益为 7 亿元	4
图 5: 2022H1 公司期间费用为 23 亿元	5
图 6: 2022H1 公司期间费用率降至 19.1%	5
图 7: 2022H1 公司固定资产升至 1222 亿元	5
图 8: 2022H1 公司长期借款达 993 亿元	5
图 9: 2022H1 公司应收账款达 267 亿元	5
图 10: 2022H1 公司资产负债率升至 66.0%	5
图 11: 2022H1 公司经营性现金流净额为 58 亿元	6
图 12: 2022H1 投资现金流净流出 126 亿元	6
图 13: 2022H1 公司控股装机为 25GW	6
图 14: 2022H1 公司风电装机占 6 成	6
图 15: 2022H1 公司风电业务营收达 79 亿元	7
图 16: 2022H1 公司风电营收同比+49.8%	7
图 17: 计算 2022H1 公司平均度电收入同比下滑 2.4%	7
图 18: 2022H1 公司发电量同比+46.7%	8
图 19: 2022H1 公司上网电量同比+46.5%	8
图 20: 2022H1 公司风电利用小时同比下降 119 小时、光伏基本持平	8
图 21: 2022H1 公司风电贡献毛利润 53 亿元	8
图 22: 2022H1 公司风电、光伏毛利率同比基本持平	8
图 23: 公司十四五末计划装机达 50GW, 4 年 CAGR 达 21.6%	9
图 24: 2022H1 公司风电在建/在运达 0.51 倍	9
图 25: 2022H1 公司光伏在建/在运达 0.79 倍	9
图 26: 2022 年 7 月全国风电利用率回升至 97.9%	10
图 27: 2022 年 7 月全国光伏利用率回升至 98.9%	10
表 1: 公司中标部分海上风电项目统计情况	10
表 2: 三峡能源同业对比 (收盘价日期: 2022/9/2)	11

一、上半年营收、业绩大增，业绩贴近预告上限

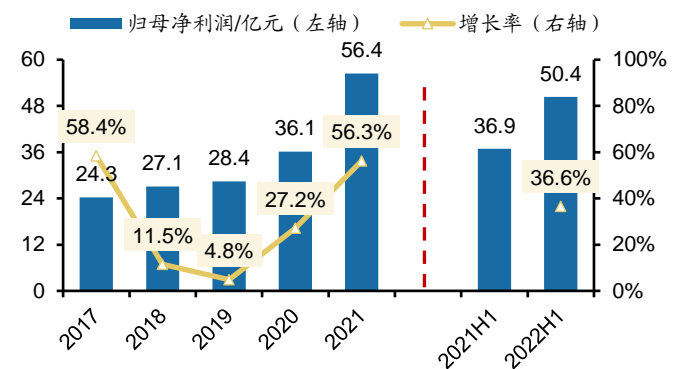
上半年营收、业绩同比大增，业绩贴近预告上限。公司发布2022年中报，上半年实现营收121.29亿元（同比+45.3%），归母净利润50.37亿元（同比+36.6%，业绩预告为47.94~50.94亿元）。营收、业绩大增，考虑为：（1）上半年新增投产风光装机2.10GW及2021年末并网装机放量，上网电量同比+46.5%；（2）应用《企业会计准则解释第15号》试运行收入计入当期，致收入增加，试运行期间不计提折旧，致利润增加。

图 1：2022H1公司营业收入达121亿元



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

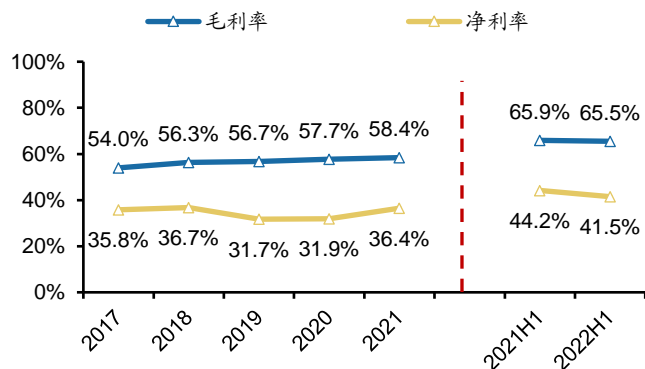
图 2：2022H1公司归母净利润达50亿元



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

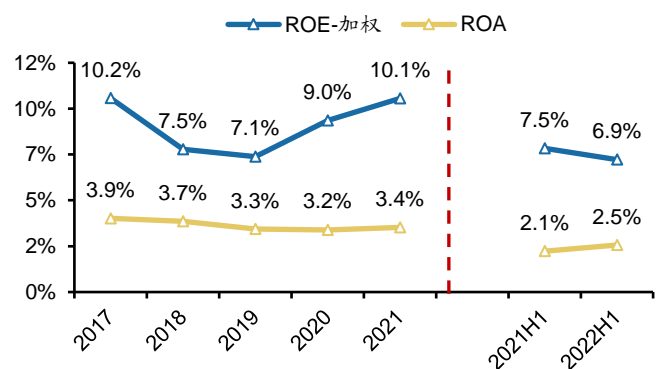
净利率保持在40%以上，加权ROE维持在7%左右。上半年公司保持较高毛利率和净利率，分别为65.5%、41.5%；同期加权ROE为6.9%、同比下降0.6pct，ROA为2.5%、同比提升0.4pct。

图 3：2022H1公司毛、净利率分别为65.5%、41.5%



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

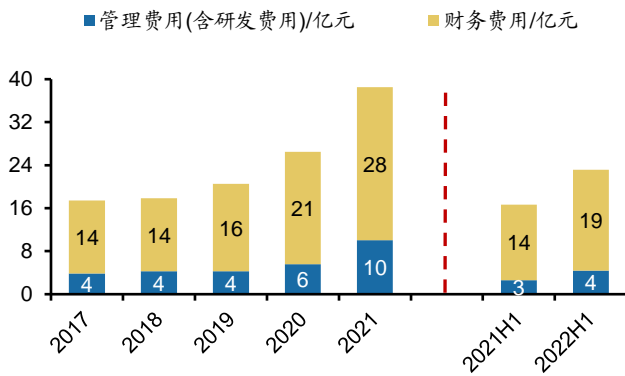
图 4：2022H1公司投资收益为7亿元



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

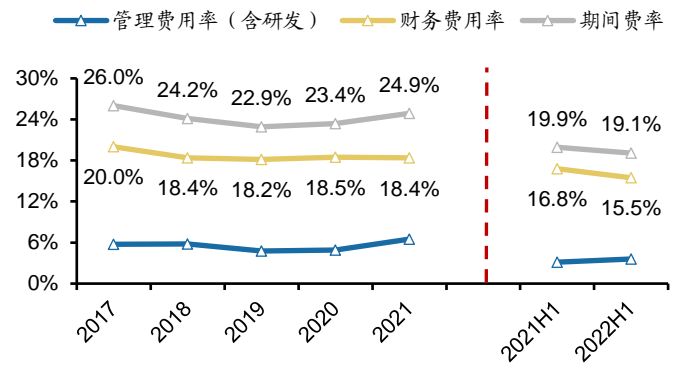
期间费用增至23亿元、而营收大幅增长，期间费率降至19.1%。上半年公司财务费用达18.76亿元（同比+33.7%），主要系新增项目贷款增加，但受营收同比大幅提升45.3%影响、财务费率降至15.5%（同比-1.3pct）。同期管理费用为4.37亿元（同比+67.4%），主要系计入管理费用的职工薪酬、股权激励费用增加影响，管理费率为3.6%（同比+5pct）。财务费用占比较大，因而期间费率降至19.1%（同比-0.8pct）。

图 5: 2022H1公司期间费用为23亿元



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

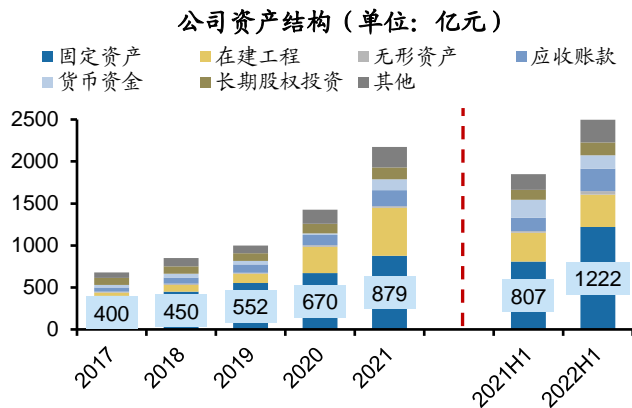
图 6: 2022H1公司期间费用率降至19.1%



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

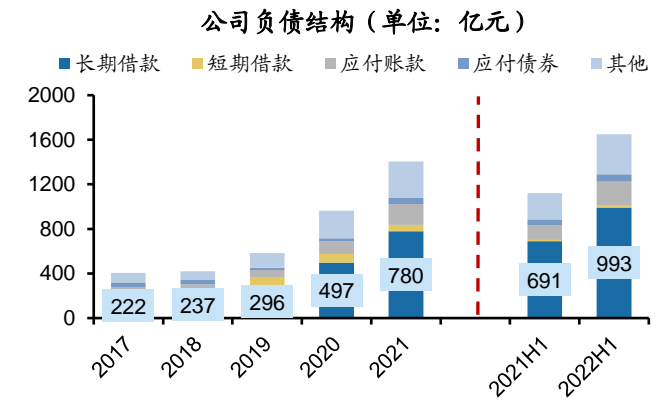
资产端来看, 上半年公司总资产增至 2496 亿元, 其中固定资产升至 1222 亿元, 在建工程达 382 亿元, 应收账款达 267 亿元 (其中新能源补贴款达 256 亿元, 较 2021 年末增加 74 亿元); 负债端来看, 上半年公司总负债增至 1648 亿元, 其中长期借款增至 993 亿元; 资产负债率同比提升 5.4pct 至 66.0%。

图 7: 2022H1公司固定资产升至1222亿元



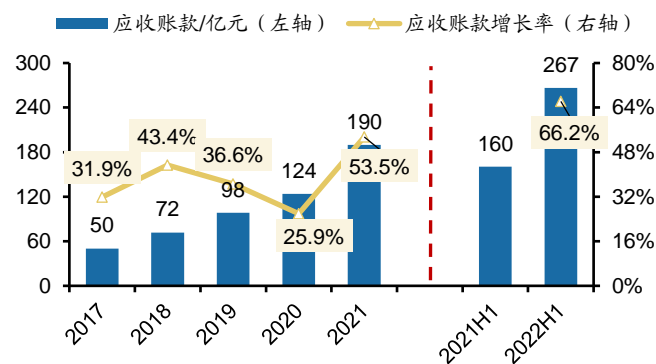
数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 8: 2022H1公司长期借款达993亿元



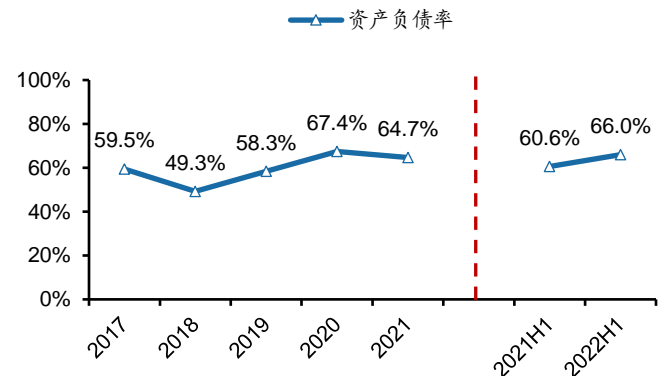
数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 9: 2022H1公司应收账款达267亿元



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

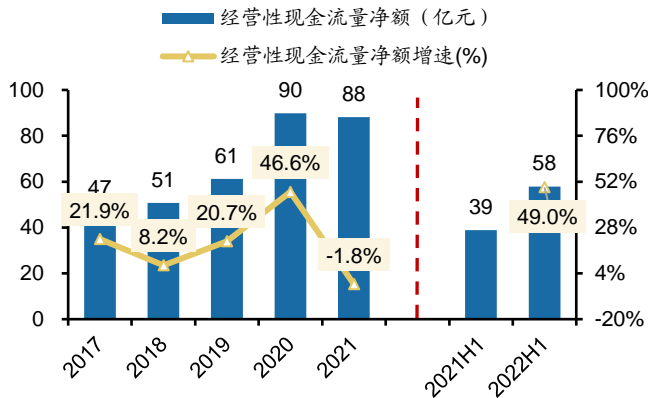
图 10: 2022H1公司资产负债率升至66.0%



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

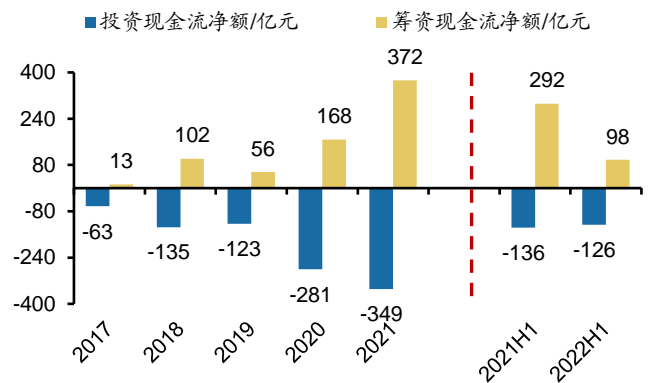
经营性现金流同比改善显著，投资现金流同比基本持平。上半年公司经营现金流实现净流入57.84亿元（同比+49.0%），主要系新投产运营的风电、光伏项目较多，上网电量、售电收入增幅较大所致。筹资现金流实现净流入为97.77亿元（上年同期净流入291.74亿元），主要系公司2021年6月公开发行股票取得的募集资金，用于募投项目投资开发，一定程度上缓解了融资需求。投资现金流实现净流出126.36亿元（上年同期净流出136.13亿元），同比基本持平。

图 11: 2022H1公司经营性现金流净额为58亿元



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

图 12: 2022H1投资现金流净流出126亿元

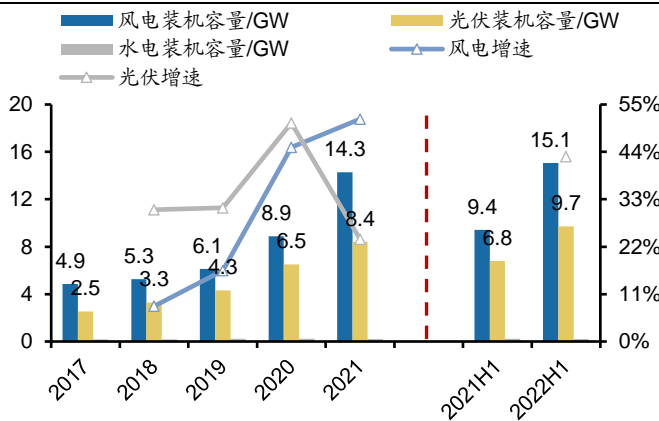


数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

二、上半年新增装机 2GW，盈利能力同比持平

上半年新增装机2.10GW，控股装机增至25.10GW。2022H1公司新增并网装机2.10GW（同比+254%），其中陆风新增0.80GW，光伏新增1.30GW。截至2022年6月底，公司控股运营总装机规模达25.10GW，其中风电15.07GW（其中海风4.6GW）、光伏9.72GW、水电0.22GW、及独立储能0.10GW。公司新能源运营龙头优势保持，风电全国市占率达4.4%（其中海风为17.2%）、光伏全国市占率达2.9%。

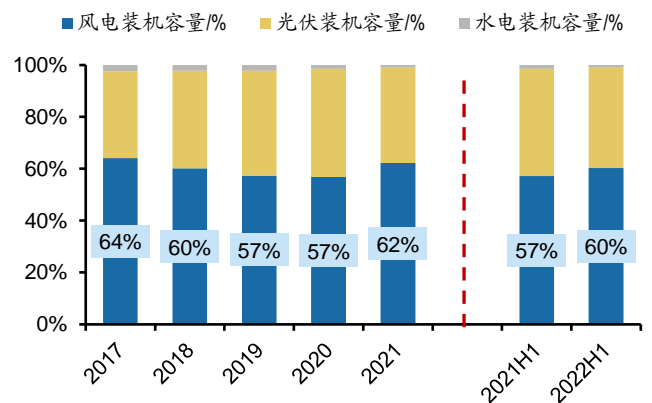
图 13: 2022H1公司控股装机为25GW



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

备注：图中未展示独立储能0.1GW

图 14: 2022H1公司风电装机占6成

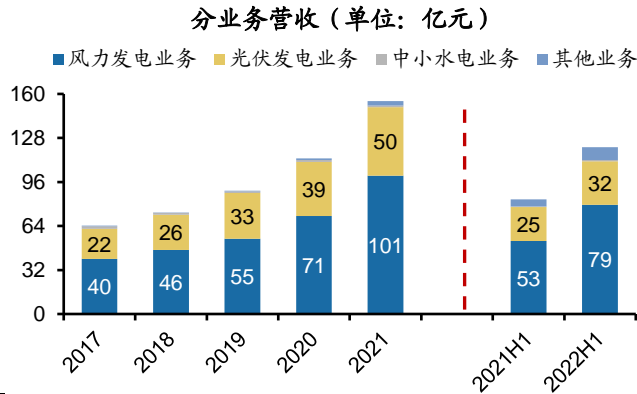


数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

风电、光伏营收同比分别+49.8%、+28.2%，保持高速增长。伴随在建项目陆续投产，2022H1公司风电业务营收达79亿元（同比+49.8%），占总营收的比例保持在65%

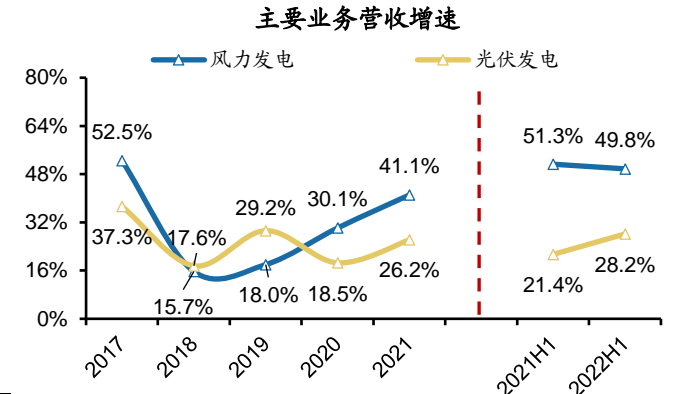
左右；光伏业务营收达32亿元（同比+28.2%），占总营收的26%。从度电收入角度来看（近似上网电价），上半年公司风电、光伏度电收入分别为472、477元/兆瓦时，风电同比提升2.3%、光伏同比下滑12.2%。在装机快速增长、上网电量提升幅度弥补平价项目增多影响下，公司风电、光伏业务整体收入仍保持快速增长。

图 15: 2022H1公司风电业务营收达79亿元



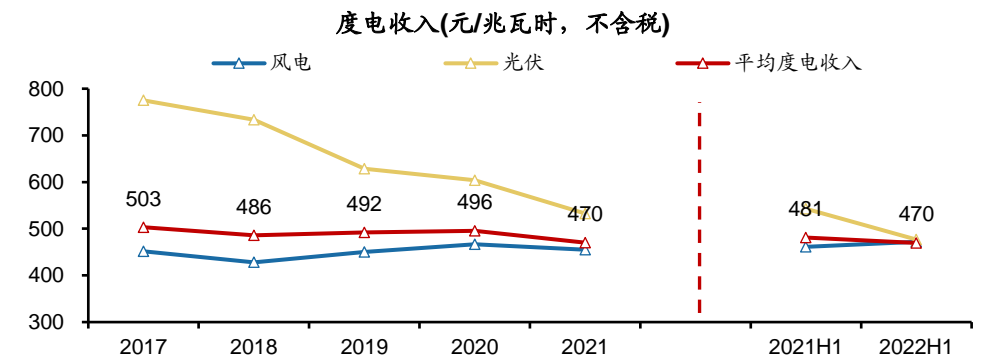
数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 16: 2022H1公司风电营收同比+49.8%



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 17: 计算2022H1公司平均度电收入同比下滑2.4%

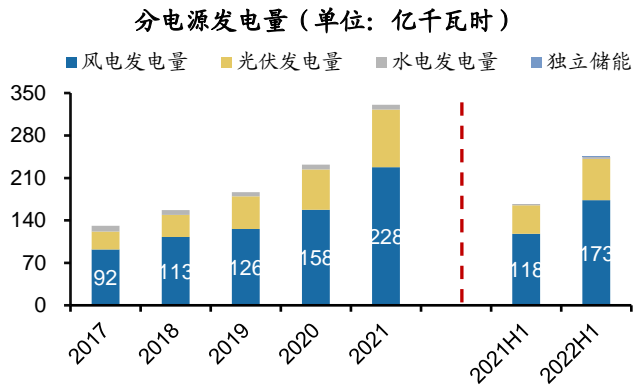


数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

上半年发电量同比增长47%，其中海风大幅增长198%。2022H1公司完成发电量244.88亿千瓦时（同比+46.7%），其中海上风电55.88亿千瓦时（同比+198.0%）、陆上风电117.52亿千瓦时（同比+18.2%）、光伏发电67.86亿千瓦时（同比+45.7%）。同期完成上网电量238.38亿千瓦时，同比增长46.5%。

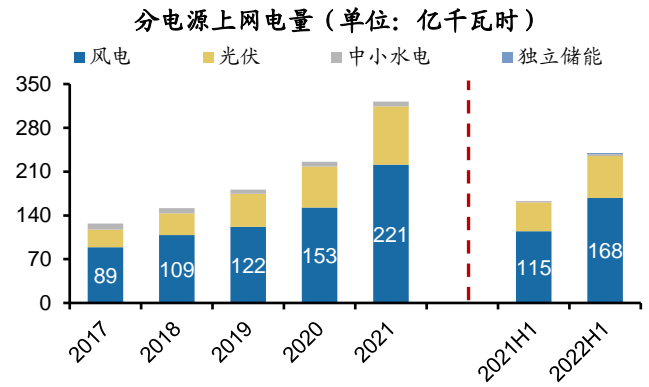
从发电效率角度看，2022H1公司风电平均利用小时为1165小时，较上年减少119小时，其中福建、广东、新疆等区域平均利用小时数有所上升，其他区域均有不同程度的下降，风电可利用率为98.35%。同期太阳能发电平均利用小时为718小时，与上年基本持平，太阳能发电厂利用率99.9%。同期水电利用小时为1614小时，比上年增加607小时。

图 18: 2022H1公司发电量同比+46.7%



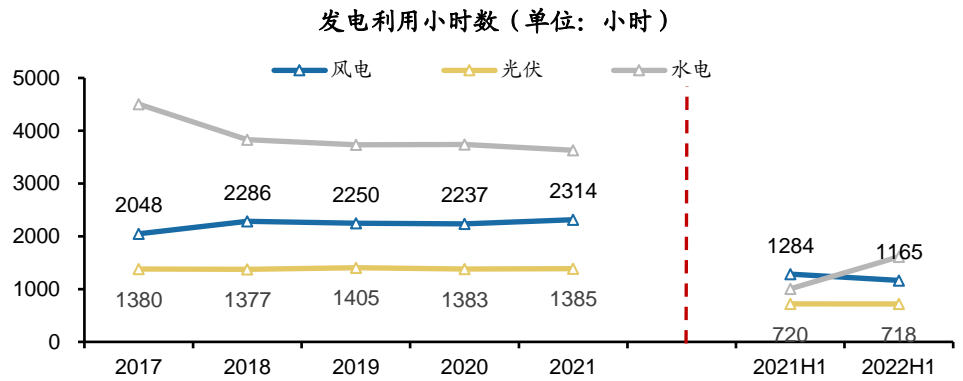
数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 19: 2022H1公司上网电量同比+46.5%



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

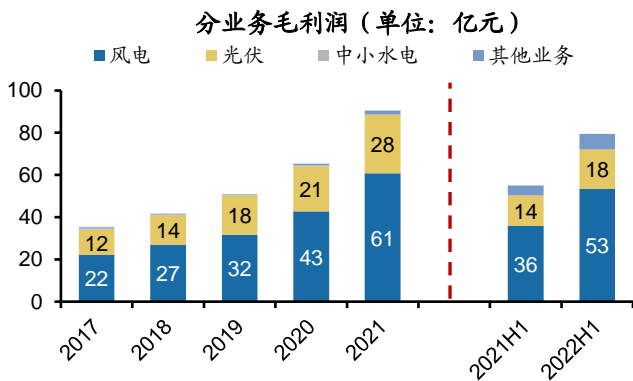
图 20: 2022H1公司风电利用小时同比下降119小时、光伏基本持平



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

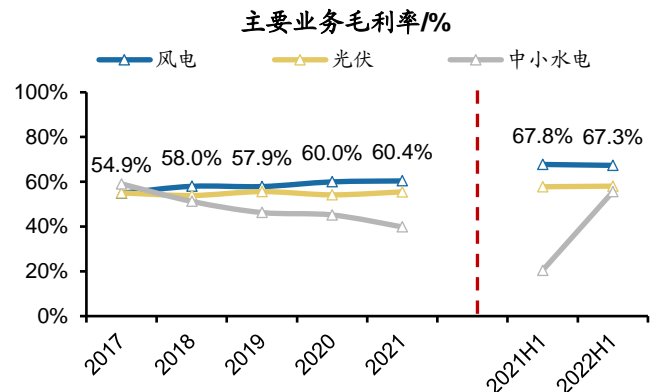
上半年风电、光伏毛利率同比基本持平, 分别为**67.3%**、**58.1%**。分业务来看, 受季节性影响、上半年风电利用小时数较高, 因而同期毛利率显著高于全年平均水平, 2022H1公司风电毛利率达67.3% (同比下降0.5pct), 光伏毛利率为58.1% (同比提升0.3pct), 彰显优秀盈利能力。

图 21: 2022H1公司风电贡献毛利润53亿元



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 22: 2022H1公司风电、光伏毛利率同比基本持平

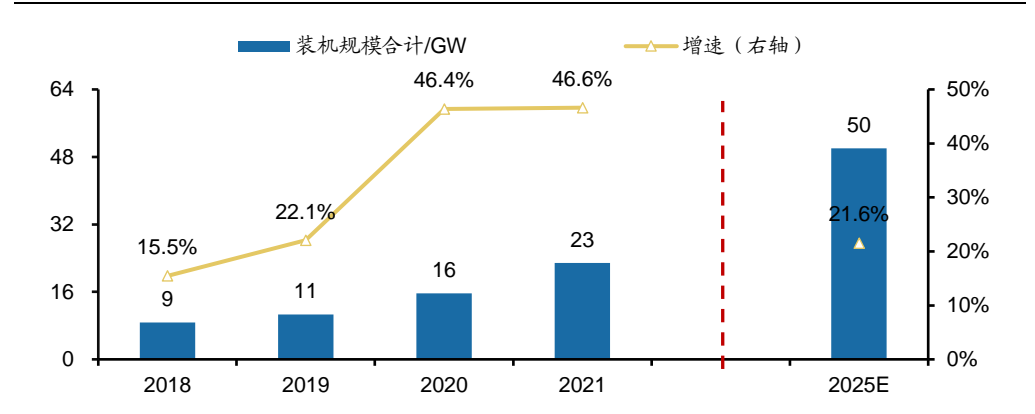


数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

三、滚动开发格局有序构建，在建装机超 15GW

十四五末公司力争总装机规模达到50GW，年均复合增速达21.6%。根据公司的总体规划，预计十四五期间每年新增装机规模保持稳定增长，力争十四五末总装机规模达到50GW，则对应2022~2025年装机CAGR达21.6%，较公司2021年末23GW装机容量，仍存有较大增长空间。

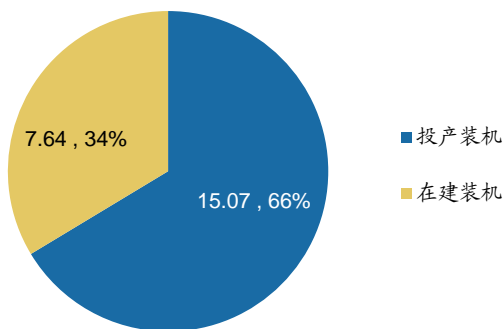
图 23：公司十四五末计划装机达50GW，4年CAGR达21.6%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

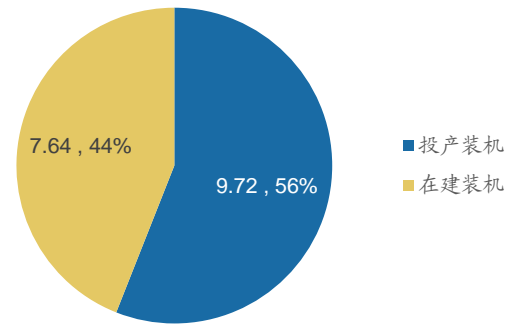
上半年在建装机达15GW、新增核准/备案装机超7GW。2022上半年公司新增获取核准/备案项目容量7.30GW，其中风电2.91GW、光伏4.09GW、独立储能0.30GW；在建项目计划装机容量达15.27GW，其中风电7.64GW（在建/在运达0.51倍）、光伏7.64GW（在建/在运达0.79倍）。

图 24：2022H1公司风电在建/在运达0.51倍



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

图 25：2022H1公司光伏在建/在运达0.79倍



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

青洲3GW海风项目可实现平价上网，预计2024年底前全容量并网。根据公告，公司拟投资411.69亿元（项目资本金合计102.92亿元）建设三峡阳江青洲五、六、七共计3GW海上风电项目。项目所在海域风力资源优渥，年发电利用小时数在3600-3900小时。在公司资源及技术优势、规模化开发以及工程造价下降等多因素叠加下，青洲五、六、七项目可实现平价上网。2022年，公司牵头的联合体在竞争性配置中，中标江苏大丰800MW、上海金山300MW海风项目（为上海首个海风平价项目，项目上网电价为0.302元/千瓦时）、大连庄河海风场址V 250MW项目。预计十四五期间

公司海风将持续发力，巩固龙头地位。

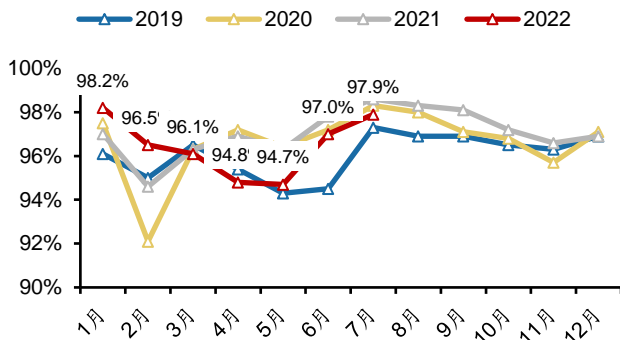
表 1: 公司中标部分海上风电项目统计情况

序号	公布时间	项目名称	核准装机容量 /GW	单位投资/元/千瓦	总投资金额 /亿元	项目资本金/亿元	预计投产时间
1	公司公告 2021-12-21	三峡阳江青洲五 100 万千瓦海上风电项目	1.00	14053	140.53	35.13	计划 2024 年 12 月全容量并网
2	公司公告 2021-12-21	三峡阳江青洲六 100 万千瓦海上风电项目	1.00	13761	137.61	34.40	计划 2024 年 6 月全容量并网
3	公司公告 2021-12-21	三峡阳江青洲七 100 万千瓦海上风电项目	1.00	13356	133.56	33.39	计划 2024 年 12 月全容量并网
4	江苏省发改委 2022-1-18	江苏大丰 80 万千瓦海上风电项目	0.80	-	-	-	-
5	上海发改委 2022-3-22	上海金山海上风电场一期平价项目	0.30	-	-	-	-
6	大连发改委 2022-7-11	大连庄河海上风电场址 V 项目	0.25	-	-	-	-
合计			4.35	-	-	-	-

数据来源: Wind, 政府官网, 广发证券发展研究中心

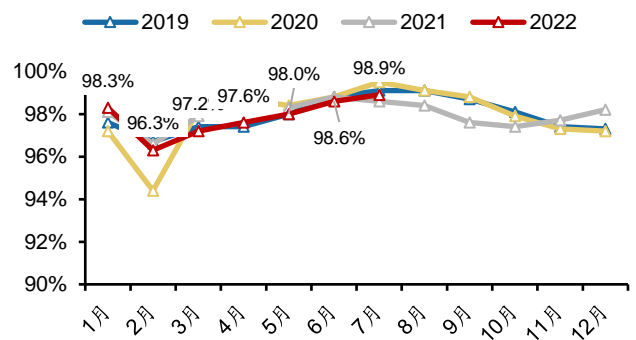
积极开展抽水蓄能、储能等业务，风光电厂利用率高于全国。2021年底公司投产庆云一期0.1GW（首个独立储能项目）；2022上半年新增备案独立储能0.3GW；2022年5月，青海格尔木南山口抽水蓄能电站预可研报告顺利通过内部审查，项目规划装机容量为2.40GW，是国家“十四五”重点规划实施项目，为目前青海省在建容量最大的抽水蓄能电站之一。2022H1公司风电、光伏电厂利用率分别为98.35%、99.9%，高于全国水平。预计伴随电源侧新能源装机快速增长，用户侧负荷的多样性变化，公司积极布局储能可实现新能源“错峰收储”和“移峰填谷”，有效提升消纳能力。

图 26: 2022年7月全国风电利用率回升至97.9%



数据来源: 全国新能源消纳监测预警中心, 广发证券发展研究中心

图 27: 2022年7月全国光伏利用率回升至98.9%



数据来源: 全国新能源消纳监测预警中心, 广发证券发展研究中心

四、新能源运营龙头持续领跑，维持“买入”评级

预计公司2022~2024年归母净利润分别为86.99、105.45、126.65亿元，EPS分别为0.30、0.37和0.44元/股，按最新收盘价对应PE分别为19.81、16.34、13.60倍。公司滚动开发格局有序构建、储备充裕，且积极开展抽水蓄能、储能等业务。参考同业公司估值水平，给予公司2022年30倍PE估值，对应9.12元/股合理价值，维持“买入”评级。

表 2：三峡能源同业对比（收盘价日期：2022/9/2）

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
600905.SH	三峡能源	1,722.95	6.02	38.03	19.81	16.34	13.60	56.42	86.99	105.45	126.65
001289.SZ	龙源电力	1,751.83	20.90	-	23.00	19.21	16.07	64.04	76.18	91.2	109.03
601778.SH	晶科科技	148.77	5.14	68.39	25.86	20.22	16.90	3.61	5.75	7.4	8.80
601016.SH	节能风电	248.12	4.95	42.52	17.12	14.50	12.14	7.68	14.49	17.1	20.45
000591.SZ	太阳能	307.27	7.86	28.52	19.07	14.01	10.99	11.81	16.11	21.9	27.97

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

装机增长不达预期：公司十四五末装机拟达50GW，当前在运装机为25GW、在建装机为15GW。若公司未来绿电项目新增、投产不及预期，或因天气影响等多方因素，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。

竞价上网电价不达预期：自2021年起，国家对新备案集中式光伏电站、工商业分布式光伏业项目和新核准陆上风电项目，中央财政不再补贴，实行平价上网。若竞争性配置下，项目所形成的上网电价远低于预期，将对公司营收、业绩产生不利影响。

弃风弃光率增加：由于风力大小、太阳光照强度存在间歇性和波动性的特点，风力、光伏发电具有一定的随机性。电网需要根据包括风电、光伏在内的各类型发电机组发电量的大小和电网用电量的变化情况，相应调整各类型发电机组的发电量，使得电网总发电量与用电量保持平衡。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。

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	21,044	34,876	48,070	46,278	58,901
货币资金	1,890	13,077	11,950	13,720	12,794
应收及预付	18,179	20,442	33,943	30,121	43,151
存货	79	131	144	202	194
其他流动资产	896	1,225	2,034	2,234	2,761
非流动资产	121,533	182,321	216,915	256,779	295,275
长期股权投资	11,384	14,202	16,202	18,202	20,202
固定资产	67,032	87,864	131,059	172,456	211,055
在建工程	31,230	57,177	46,306	42,784	40,670
无形资产	1,871	1,738	1,708	1,698	1,708
其他长期资产	10,015	21,340	21,640	21,640	21,640
资产总计	142,576	217,196	264,985	303,057	354,175
流动负债	30,244	38,360	55,041	59,397	70,443
短期借款	7,821	5,504	6,504	7,504	8,504
应付及预收	12,508	21,863	34,952	36,617	45,444
其他流动负债	9,915	10,993	13,585	15,275	16,494
非流动负债	65,897	102,241	124,241	146,241	172,241
长期借款	49,705	78,036	98,036	118,036	143,036
应付债券	2,993	5,492	7,492	9,492	10,492
其他非流动负债	13,198	18,713	18,713	18,713	18,713
负债合计	96,141	140,601	179,282	205,638	242,684
股本	20,000	28,571	28,621	28,621	28,621
资本公积	9,475	23,292	23,291	23,291	23,291
留存收益	12,308	16,876	24,968	35,513	48,178
归属母公司股东权益	41,913	68,830	76,970	87,515	100,180
少数股东权益	4,522	7,765	8,732	9,904	11,311
负债和股东权益	142,576	217,196	264,985	303,057	354,175

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	11,315	15,484	25,006	30,607	35,562
营业成本	4,788	6,440	10,646	13,411	15,377
营业税金及附加	105	133	200	245	284
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	555	999	1,500	1,592	1,600
研发费用	1	7	13	15	18
财务费用	2,091	2,844	4,177	5,123	6,167
资产减值损失	0	-2	0	0	0
公允价值变动收益	53	58	0	0	0
投资净收益	508	1,730	1,750	1,989	2,418
营业利润	4,303	6,784	10,348	12,530	15,036
营业外收支	-18	-145	-66	-66	-66
利润总额	4,286	6,640	10,283	12,464	14,971
所得税	344	554	617	748	898
净利润	3,941	6,086	9,666	11,716	14,073
少数股东损益	330	444	967	1,172	1,407
归属母公司净利润	3,611	5,642	8,699	10,545	12,665
EBITDA	9,821	13,236	18,746	23,134	27,641
EPS (元)	0.18	0.20	0.30	0.37	0.44

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	8,976	8,818	19,308	29,054	22,998
净利润	3,941	6,086	9,666	11,716	14,073
折旧摊销	3,988	5,392	5,726	7,176	8,564
营运资金变动	-662	-3,941	1,236	6,763	-3,659
其它	1,710	1,280	2,680	3,399	4,020
投资活动现金流	-28,072	-34,897	-38,634	-45,101	-44,690
资本支出	-25,393	-29,903	-38,384	-45,090	-45,108
投资变动	-2,893	-4,881	-2,000	-2,000	-2,000
其他	214	-113	1,750	1,989	2,418
筹资活动现金流	16,841	37,246	18,198	17,817	20,765
银行借款	44,430	56,166	21,000	21,000	26,000
股权融资	1,175	25,235	48	0	0
其他	-28,764	-44,156	-2,850	-3,183	-5,235
现金净增加额	-2,255	11,170	-1,128	1,770	-927
期初现金余额	4,106	1,851	13,021	11,894	13,664
期末现金余额	1,851	13,021	11,894	13,664	12,737

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	26.3%	36.8%	61.5%	22.4%	16.2%
营业利润增长	27.3%	57.7%	52.5%	21.1%	20.0%
归母净利润增长	27.2%	56.3%	54.2%	21.2%	20.1%
获利能力					
毛利率	57.7%	58.4%	57.4%	56.2%	56.8%
净利率	34.8%	39.3%	38.7%	38.3%	39.6%
ROE	8.6%	8.2%	11.3%	12.0%	12.6%
ROIC	4.7%	4.1%	5.9%	6.2%	6.3%
偿债能力					
资产负债率	67.4%	64.7%	67.7%	67.9%	68.5%
净负债比率	207.0%	183.6%	209.2%	211.1%	217.7%
流动比率	0.70	0.91	0.87	0.78	0.84
速动比率	0.50	0.87	0.83	0.72	0.78
营运能力					
总资产周转率	0.08	0.07	0.09	0.10	0.10
应收账款周转率	0.92	0.82	0.79	1.13	0.90
存货周转率	142.82	118.23	174.00	151.29	182.89
每股指标 (元)					
每股收益	0.18	0.20	0.30	0.37	0.44
每股经营现金流	—	0	1	1	1
每股净资产	2.10	2.41	2.69	3.06	3.50
估值比率					
P/E	0.00	38.03	19.81	16.34	13.60
P/B	0.00	3.12	2.24	1.97	1.72
EV/EBITDA	6.62	22.79	15.12	13.17	12.03

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。