

上海综合能源企业，资产优质弹性高

投资要点

- **事件：**公司发布2023年半年报，实现营收139亿元，同比增长8.9%；实现归母净利润18.5亿元，同比增长127%。
- **量价齐升双驱动，归母净利润同比增长127%**。报告期内公司实现营收139亿元，同比增长8.9%。分业务看，其中煤电/气电/煤炭/风电/油气管输/光伏分别实现营业收入61.7/25.5/17.3/14.7/12.6/4.4亿元，同比分别+5.4%/+69.0%/-30.9%/+5.8%/+21.4%；公司实现归母净利润18.5亿元，同比增长127%。截至报告期末，公司控股装机容量达1617万千瓦，同比增长3.8%，其中煤电/气电/风电/光伏装机容量分别为840/343/231/192万千瓦。报告期内公司实现发电量259亿千瓦时，同比增长11.9%，其中煤电/气电/风电/光伏及分布式分别完成191/28.2/28.3/11.2亿千瓦时，同比分别+5.4%/+89.2%/+8.8%/23.5%，完成上网电量248亿千瓦时，同比增长12.2%，平均上网电价0.527元/千瓦时，同比增长4.6%。
- **煤炭价格中枢下行，煤电盈利有望持续改善。**报告期内公司煤电业务实现营业收入61.7亿元，同比增长5.4%，占营业总收入的44.4%；煤电实现发电量191亿千瓦时，同比增长5.4%，主要系上海用电需求增长，此外公司通过2023年长协合同较好锁定上浮电价；煤电业务实现毛利润3.64亿元，较2022年0.05亿元上升3.59亿元，盈利水平提升明显。受益于成本改善叠加量价齐升双驱动，下半年煤电盈利或将持续改善。
- **加快新能源转型，油气储量有望持续增加。**公司加快新能源发展，截至报告期末清洁能源装机容量达434万千瓦，占总装机容量比重为26.9%。23Q2公司新增湖北天门光伏项目以及5个分布式项目，共计装机容量5.41万千瓦，另外，公司牵头联合体成功获得奉贤四期（20万千瓦）、东海大桥三期项目指标（15万千瓦）。油气方面，东海平湖完成PH19井完钻井深5206m，实现西湖气入沪试生产，南海恩平完成协议签署，新疆柯坪南完成一阶段勘探，公司天然气及原有储量有望进一步增长。
- **盈利预测与投资建议。**预计2023-2025年公司归母净利润分别33.8亿元/38.9亿元/41.9亿元，对应2023-2025年EPS分别为0.69/0.79/0.85元。基于火电基本面转好，我们给予公司2024年11倍PE，对应目标价8.69元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**煤炭价格上行风险，新能源项目投产或不及预期，电价下行风险等。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	28193.12	29486.49	30993.86	32458.65
增长率	11.38%	4.59%	5.11%	4.73%
归属母公司净利润（百万元）	1082.47	3381.98	3885.00	4190.02
增长率	-34.08%	212.43%	14.87%	7.85%
每股收益EPS（元）	0.22	0.69	0.79	0.85
净资产收益率ROE	2.75%	9.55%	10.22%	10.34%
PE	29.5	9.4	8.2	7.6
PB	0.84	0.77	0.71	0.67

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)	49.09
流通A股(亿股)	48.65
52周内股价区间(元)	5.26-7.29
总市值(亿元)	319.11
总资产(亿元)	905.29
每股净资产(元)	6.52

相关研究

目 录

1 上海综合能源企业，低碳转型步伐加快	1
2 煤电机组质量高，盈利有望持续修复.....	3
3 持续加快能源转型，油气储量有望增加	5
4 盈利预测与估值.....	7
4.1 盈利预测.....	7
4.2 相对估值.....	8
5 风险提示	8

图 目 录

图 1：公司发展历程.....	1
图 2：公司股权架构示意图	1
图 3：2023H1 公司实现营收 139 亿元（+8.9%）	2
图 4：2023H1 公司实现归母净利润 18.5 亿元（+127%）	2
图 5：2018-2023H1 主营业务营收结构整体稳定.....	2
图 6：2023H1 火电实现营收 61.7 亿元（同比+5.4%）	2
图 7：2023H1 煤电毛利占比增至 16.4%.....	3
图 8：2023H1 风电/光伏业务分别实现毛利率 56.8%/52.7%.....	3
图 9：2023H1 公司期间费用率降至 6.8%.....	3
图 10：2023H1 公司管理费用为 3.7 亿元（-2.1%）	3
图 11：2018-2023H1 公司装机规模及增速.....	4
图 12：2023H1 公司装机结构示意图.....	4
图 13：申能安徽平山电厂二期 1350MW 超超临界燃煤机组	4
图 14：秦皇岛动力煤 Q5500 平仓价走势.....	5
图 15：防城港印尼煤 Q5500 场地价走势.....	5
图 16：2018-2022 年煤电发电量及利用小时数	5
图 17：2018-2022 年火电平均上网电价及增速	5
图 18：2018-2023H1 风电装机容量及增速.....	6
图 19：2018-2023H1 光伏装机容量及增速.....	6
图 20：2018-2023H1 新能源营收及增速.....	6
图 21：2018-2023H1 新能源毛利润占比情况	6
图 22：东海平湖油气田项目示意图.....	7

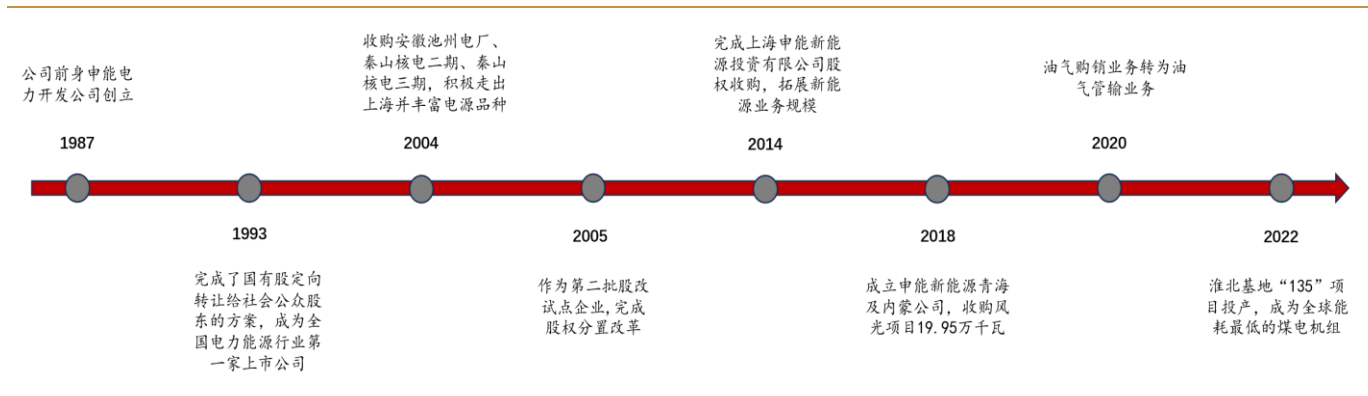
表 目 录

表 1：分业务收入及毛利率	7
表 2：可比公司估值.....	8
附表：财务预测与估值	9

1 上海综合能源企业，低碳转型步伐加快

公司是立足上海面向全国的综合性能源供应商，前身为 1987 年成立的申能电力开发公司，于 1993 年在上交所上市，成为全国电力能源行业第一家上市公司。自成立以来，公司业务持续拓展，涉及燃煤发电、天然气发电、抽水蓄能、核电、风电及光伏发电等领域。近年来，不断践行绿色低碳发展路线，在新能源产业与新兴能源产业开拓方面取得了显著成效。2018 年成立申能新能源青海有限公司以及申能新能源内蒙古有限公司和新能源福建筹建处，形成“3+1”多区域布局，绿色低碳转型步伐不断加快。2020 年管网公司经营业务调整，转为开展专业化的油气管输业务。

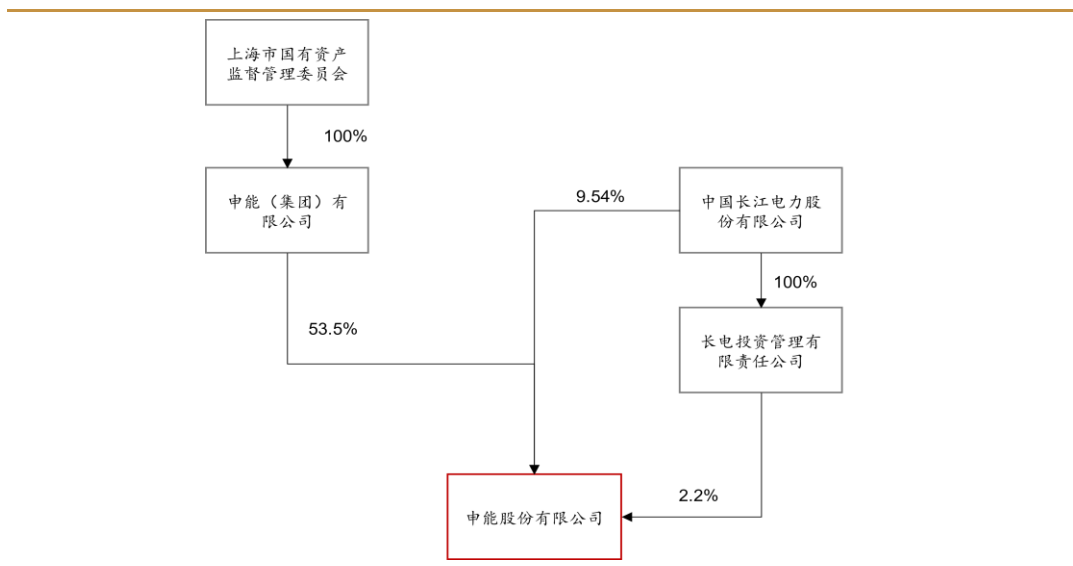
图 1：公司发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

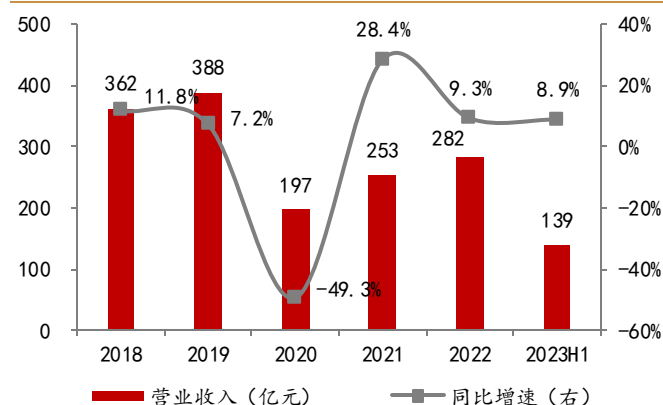
申能集团旗下地方国有企业，上海市国资委为实际控制人。公司股权结构稳定，截至 2023 年 8 月 30 日，申能（集团）有限公司持有公司 53.5% 的股份，为公司控股股东。中国长江电力股份有限公司持有公司 9.54% 的股份，通过长电投资管理有限责任公司间接控股 2.2%，合计控股比例达 11.74%，为公司第二大股东。上海市国有资产监督管理委员会持有申能（集团）有限公司 100%，为公司实际控制人。

图 2：公司股权架构示意图

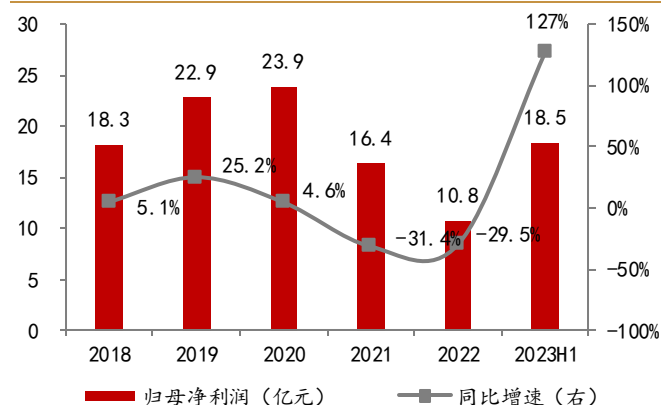


数据来源：Wind，西南证券整理（截至 2023 年 9 月 1 日，仅列示持股 2% 以上股东）

营收规模稳步增长，归母净利润大幅提升。2020 年公司实现营收 197 亿元，同比大幅减少 49.3%，主要系 2020 年管网公司经营模式调整为向上海燃气提供管输服务。近年来，公司营收实现稳步增长，2022 年实现营收 282 亿元，同比增长 9.3%。2023H1 实现营收 139 亿元，同比增加 8.9%，实现归母净利润 18.5 亿元，同比大幅增加 127%。公司盈利水平大幅提高主要系 2023 年以来煤炭价格不断下跌，在全社会用电量不断增长背景下，公司新能源装机容量增长，发电量实现同比增加。

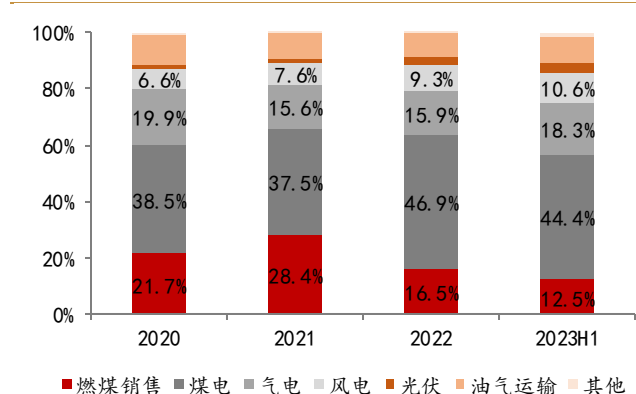
图 3：2023H1 公司实现营收 139 亿元（+8.9%）


数据来源：iFinD，西南证券整理

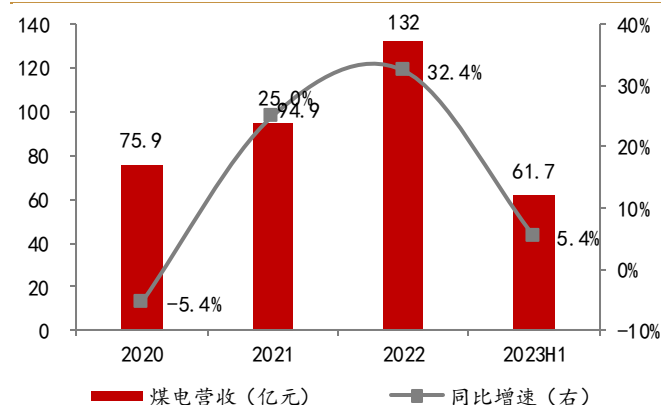
图 4：2023H1 公司实现归母净利润 18.5 亿元（+127%）


数据来源：iFinD，西南证券整理

营收结构整体稳定，风光占比有所增加。燃煤发电为公司发电业务主要组成部分，煤电营收占比从 2020 年的 38.5% 增至 2023H1 的 44.4%，主要系近年来全社会用电量增加以及淮北设能新增机组建成投产，煤电发电量同比增加。2023H1 煤电业务实现营收 61.7 亿元，同比增加 5.4%，主要受上海用电需求增长影响。受益于低碳转型步伐加快，近年来公司新能源装机不断提升，2023H1 风电/光伏分别实现营收 14.2/4.4 亿元，同比分别增加 11.6%/21.4%，占比分别提升至 10.6%/3.2%。

图 5：2018-2023H1 主营业务营收结构整体稳定


数据来源：iFinD，西南证券整理

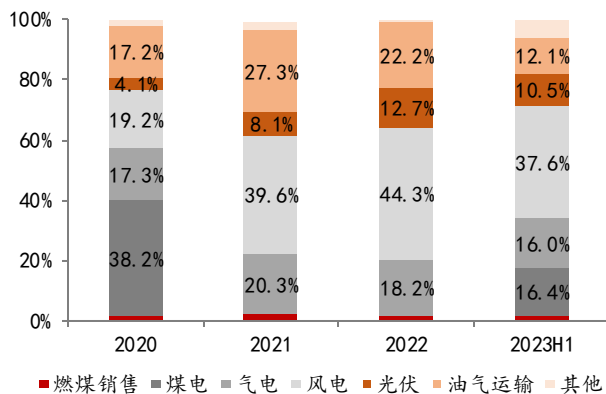
图 6：2023H1 火电实现营收 61.7 亿元（同比+5.4%）


数据来源：iFinD，西南证券整理

燃煤发电有所改善，风光盈利维持较高水平。受 2021-2022 年煤炭价格大幅上涨影响，公司煤电毛利润由 2020 年的 14.7 亿元降至 2022 年的 0.05 亿元，毛利率降至 0.1%。2023 年以来煤炭价格持续下行，公司煤电业绩迎来改善，2023H1 煤电业务实现毛利润 3.6 亿元，同比增加 59.1%；公司新能源装机步伐加快，毛利占比逐步加大，风电由 2020 年的 19.2%

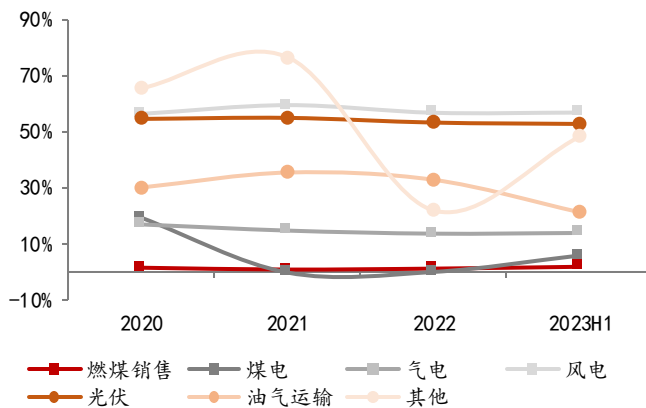
增至 2023H1 的 37.6%，光伏由 2020 年的 4.1% 增至 2023H1 的 10.5%，合计毛利贡献达 48.1%。2023H1 风电/光伏业务分别实现毛利润 8.4/2.3 亿元，毛利率分别为 56.8%/52.7%，居于较高水平。

图 7：2023H1 煤电毛利占比增至 16.4%



数据来源：iFinD，西南证券整理

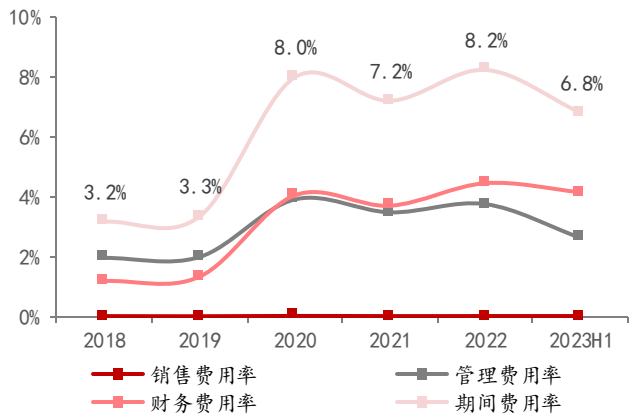
图 8：2023H1 风电/光伏业务分别实现毛利率 56.8%/52.7%



数据来源：iFinD，西南证券整理

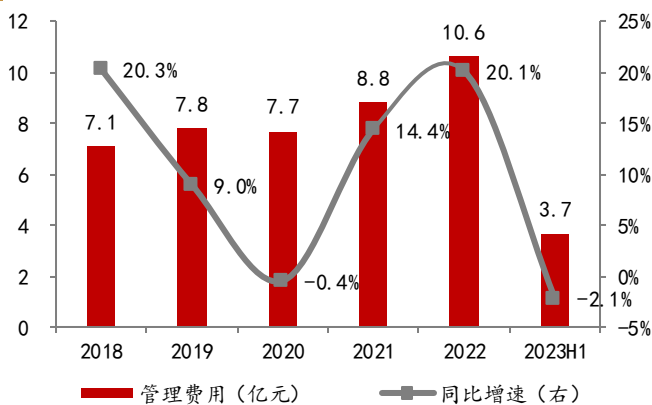
期间费用率略有改善，研发增速实现转正。2018-2022 年公司期间费用率由 3.2% 增至 8.2%，主要系 2020 年公司油气业务调整，导致营收规模大幅下降。2023H1 期间费用率为 6.8%，较 22 年下降 1.4pp，期间费用略有改善。2023H1 管理费用为 3.7 亿元，同比减少 2.1%。

图 9：2023H1 公司期间费用率降至 6.8%



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 10：2023H1 公司管理费用为 3.7 亿元 (-2.1%)

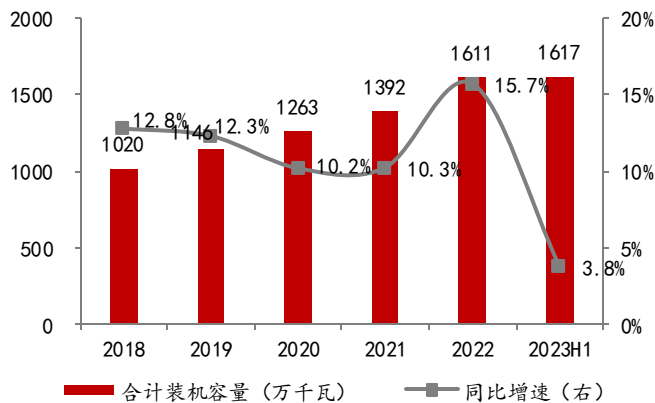


数据来源：iFinD，西南证券整理

2 煤电机组质量高，盈利有望持续修复

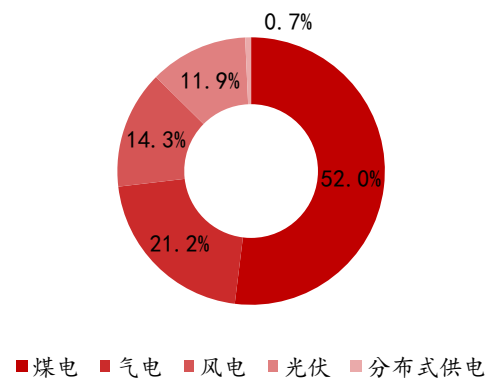
装机规模不断扩大，煤电仍为电力装机主要构成。2018-2022 年公司装机容量实现稳步扩张，由 1020 万千瓦增至 1617 万千瓦。截至 2023H1 公司总装机容量达 1617 万千瓦，同比增加 3.8%，其中煤电/气电/风电/光伏/分布式供电装机容量占比分别为 52.0%/21.2%/14.3%/11.9%/0.7%，煤电装机容量为 840 万千瓦，仍为公司主要电力装机构成。

图 11：2018-2023H1 公司装机规模及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：2023H1 公司装机结构示意图



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司煤电机组质量高，能耗指标优势突出。公司煤电机组均为大功率高效新进机组，外高桥三发电的两台 100 万千瓦机组及外高桥二发电的两台 90 万千瓦机组煤耗水平全国领先。“平山二期”国家示范项目 135 万千瓦机组相关参数指标达到全球领先水平，供电煤耗仅为 249.31g/kWh，为全球最低煤耗的煤电机组。

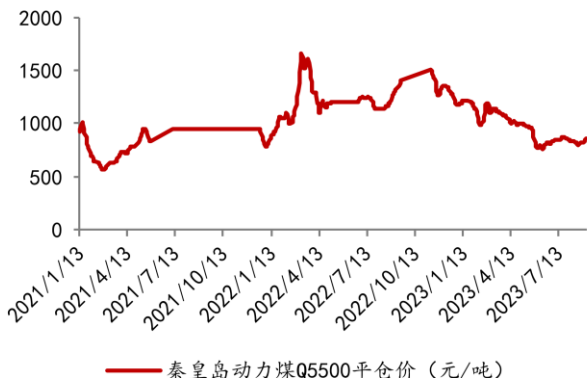
图 13：申能安徽平山电厂二期 1350MW 超超临界燃煤机组



数据来源：中国能源产业发展网，西南证券整理

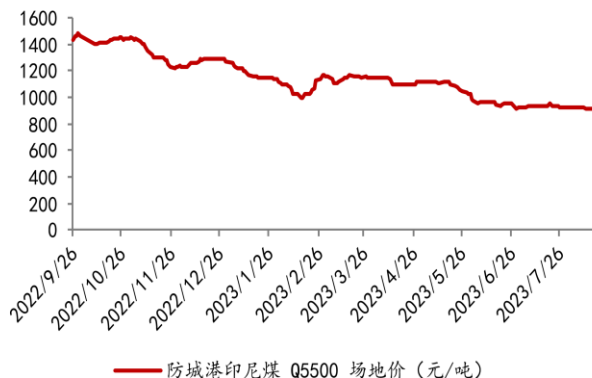
煤炭价格持续下行，成本端受益改善。截至 2023 年 9 月 1 日，秦皇岛动力煤 Q5500 平仓价为 845 元/吨，较年初 1175 元/吨下降 30.0%。9 月 1 日，防城港印尼煤 Q5500 场地价为 900 元/吨，较年初 1075 元/吨下降 16.3%。公司成本端受煤价下降影响改善显著，2023H1 系统采购标煤价同比下降 50 元/吨。目前国内煤炭产量相对充足，下半年煤炭供需或延续相对宽松形式，煤炭价格有望继续下探，公司火电盈利将实现进一步修复。

图 14: 秦皇岛动力煤 Q5500 平仓价走势



数据来源: Wind, 西南证券整理

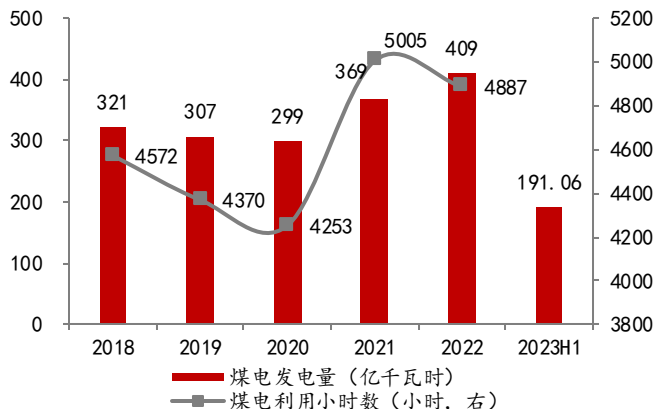
图 15: 防城港印尼煤 Q5500 场地价走势



数据来源: Wind, 西南证券整理

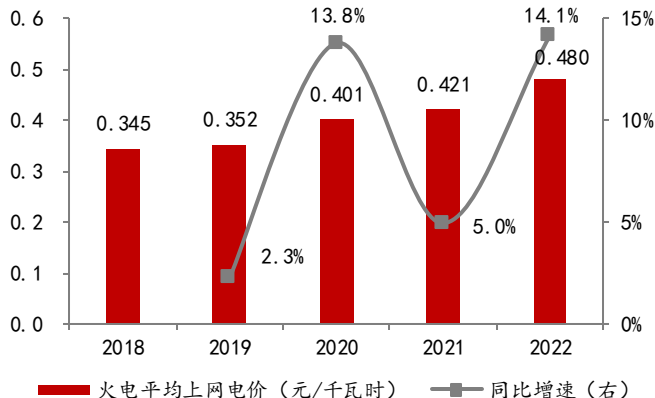
电量电价齐升，火电盈利有望持续修复。从发电量看，2018-2022 年煤电发电量增至 409 亿千瓦时，2022 年火电利用小时数为 4887 小时，发电量占比达到上海本地发电量的 1/3，2023H1 公司煤电发电量达 191 亿千瓦时，同比增长 5.4%。从电价看，2022 年公司火电平均上网电价达 0.480 元/千瓦时，同比增加 14.1%。近年来火电整体呈电量电价双升态势，叠加成本端不断改善，盈利水平有望持续修复。

图 16: 2018-2022 年煤电发电量及利用小时数



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

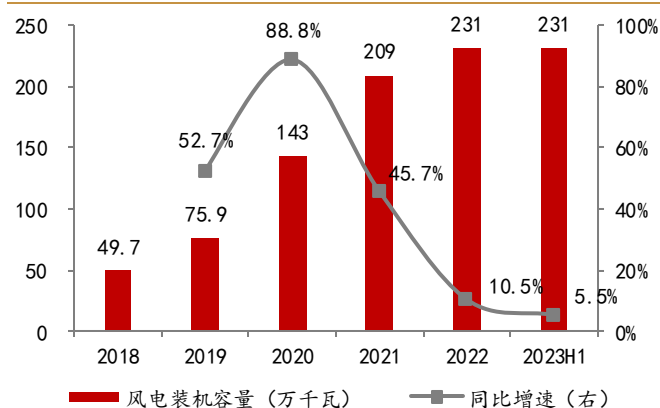
图 17: 2018-2022 年火电平均上网电价及增速



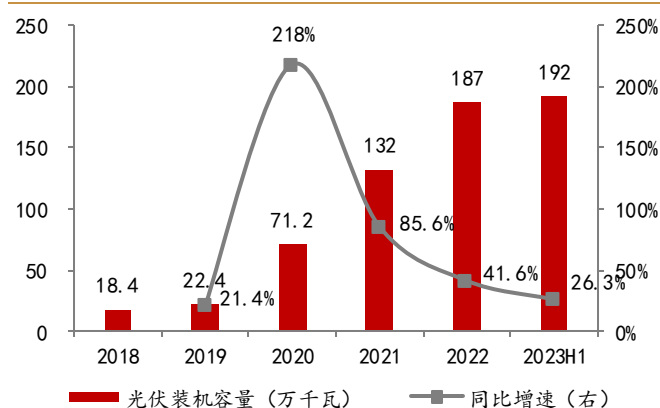
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3 持续加快能源转型，油气储量有望增加

集中式与分布式并举，加快新能源转型发展。2023H1 公司新增光伏与分布式供电装机容量合计 5.4 万千瓦。此外公司成功获得奉贤四期 (20 万千瓦)、东海大桥三期项目指标 (15 万千瓦)。截至 2023 年 6 月底，公司风电装机容量达 231 万千瓦，同比增加 5.5%；光伏装机容量达 192 万千瓦，同比增加 26.3%；分布式供电装机容量达 11.5 万千瓦，同比增加 171%；合计新能源装机占比达到 26.9%。

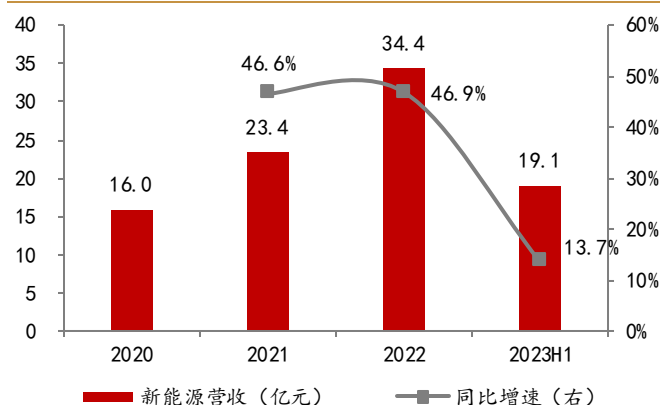
图 18：2018-2023H1 风电装机容量及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

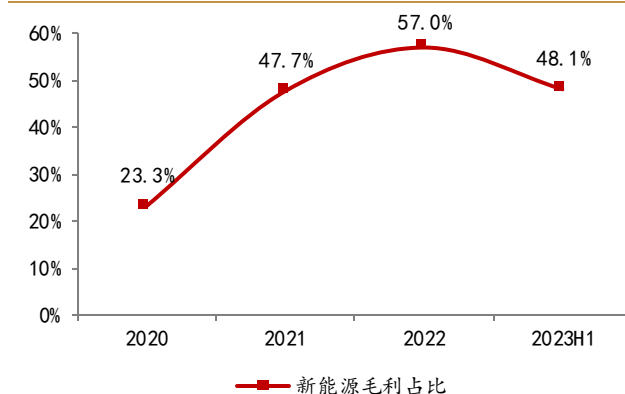
图 19：2018-2023H1 光伏装机容量及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

新能源业绩贡献逐渐体现。随着公司新能源装机规模的不断增加，新能源业务开始逐渐体现经济效益，营收规模稳步增长，2023H1 实现营收 19.1 亿元，同比增加 13.7%。2022 年公司新能源合计毛利润占比已超过一半，达 57.0%，2023H1 达 48.1%，已成为公司业绩增长新动能。

图 20：2018-2023H1 新能源营收及增速


数据来源：iFinD，西南证券整理

图 21：2018-2023H1 新能源毛利润占比情况


数据来源：iFinD，西南证券整理

全力实施油气勘探，储量有望持续增加。公司投资的天然气管网公司负责上海地区唯一的天然气高压主干管网系统的建设运营，累计高压管道长度超过 760 公里。截至 2022 年底，累计生产原油达 469 万吨、天然气 73.7 亿 m³。公司拥有东海平湖油气田项目建设经营权，2023H1 完成 PH19 钻井 5206 米，探明了新增天然气及原油储量。西湖气项目方面实现入沪试产，同时成立申能深圳油气公司开展南海恩平项目前期工作。此外，新疆塔里木盆地柯坪南 2566 平方公里油气区块完成一阶段勘探总结。随着公司油气项目勘探的陆续推进，未来油气储量有望持续增加。

图 22：东海平湖油气田项目示意图



数据来源：公司官网，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

对于煤电、气电业务，我们结合过往运营数据，对分部收入及成本进行了以下关键假设：

煤电业务：

假设：我们预测 2023-2025 年煤机利用小时数分别为 4328/4265/4215 小时；2023-2025 年含税电价分别为 0.450/0.465/0.475 元/千瓦时。

气电业务：

假设：我们预测 2023-2025 年风电利用小时数为 2236/2236/2236 小时；2023-2025 年含税电价分别为 0.5442/0.5442/0.5442 元/千瓦时。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
煤电业务	收入	13214	13375	13620	13750
	增速	39.2%	1.2%	1.8%	1.0%
气电业务	收入	4492	4624	4933	5213
	增速	13.5%	2.9%	6.7%	5.7%
煤炭业务	收入	4649	5347	6149	7071
	增速	-35.3%	15.0%	15.0%	15.0%
风电业务	收入	2632	2773	2802	2802
	增速	37.4%	5.4%	1.1%	0.0%

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
油气管输	收入	2283	2397	2516	2642
	增速	3.1%	5.0%	5.0%	5.0%
光伏发电	收入	806	847	844	844
	增速	89.1%	5.1%	-0.4%	0.0%
其他业务	收入	118	123	130	136
	增速	-0.5%	5.0%	5.0%	5.0%
合计	收入	28193	29486	30994	32459
	增速	11.4%	4.6%	5.1%	4.7%
	毛利率	12.0%	22.2%	24.9%	25.7%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

预计 2023-2025 年公司归母净利润分别 33.8 亿元/38.9 亿元/41.9 亿元。我们选取 5 家同行业企业作为可比公司，可比公司 2024 年平均 PE 为 9.6 倍，基于火电基本面转好，给予公司 2024 年 11 倍 PE，对应目标价 8.69 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
600023.SH	浙能电力	4.38	-0.14	0.48	0.55	0.61	-25.6	9.2	7.9	7.2
000539.SZ	粤电力 A	6.36	-0.57	0.40	0.58	0.74	-9.7	15.7	11.0	8.5
000543.SZ	皖能电力	6.04	0.19	0.55	0.67	0.76	23.9	11.0	9.1	8.0
600021.SH	上海电力	8.99	0.11	0.66	0.92	1.13	87.9	13.7	9.7	8.0
601991.SH	大唐发电	2.73	-0.02	0.19	0.27	0.33	-125.9	14.3	10.2	8.3
平均值							-9.9	12.8	9.6	8.0
600642.SH	申能股份	6.46	0.22	0.69	0.79	0.85	24.9	9.4	8.2	7.6

数据来源：Wind，西南证券整理(Wind 一致预测截至 9 月 1 日)

5 风险提示

- （1）煤炭价格上行风险：煤炭价格上行可能会引起煤电业务毛利率下降风险。
- （2）新能源项目投产不及预期：风电投产不及预期有可能会影响风电、光伏业务收入。
- （3）电价下行风险：电价下行可能会引起电力收入下降风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	28193.12	29486.49	30993.86	32458.65	净利润	1049.25	3978.81	4570.59	4929.44
营业成本	24820.04	22928.27	23272.29	24108.41	折旧与摊销	2928.46	4423.14	4732.93	5060.87
营业税金及附加	214.35	224.18	235.64	246.78	财务费用	1257.07	1012.27	1005.76	962.51
销售费用	5.79	6.13	6.41	6.73	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	1060.22	1081.90	1146.65	1197.55	经营营运资本变动	-645.81	-3388.55	-714.53	29.09
财务费用	1257.07	1012.27	1005.76	962.51	其他	203.06	-1152.55	-1149.26	-1056.99
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	4792.04	4873.12	8445.48	9924.91
投资收益	272.02	800.00	800.00	800.00	资本支出	-1202.05	-5000.00	-5000.00	-5000.00
公允价值变动损益	219.08	247.93	378.90	281.97	其他	-1014.48	1047.93	1178.90	1081.97
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2216.53	-3952.07	-3821.10	-3918.03
营业利润	1405.84	5281.67	6506.01	7018.65	短期借款	794.65	-1313.02	-1831.40	-2821.42
其他非经营损益	23.41	23.41	23.41	23.41	长期借款	2336.60	500.00	0.00	0.00
利润总额	1429.25	5305.07	6529.41	7042.06	股权融资	7.63	0.00	0.00	0.00
所得税	380.00	1326.27	1958.82	2112.62	支付股利	-972.99	-487.11	-1521.89	-1942.50
净利润	1049.25	3978.81	4570.59	4929.44	其他	-3207.17	-1629.42	-818.88	-803.53
少数股东损益	-33.21	596.82	685.59	739.42	筹资活动现金流净额	-1041.28	-2929.55	-4172.17	-5567.44
归属母公司股东净利润	1082.47	3381.98	3885.00	4190.02	现金流量净额	1534.51	-2008.50	452.21	439.44
资产负债表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	10854.45	8845.95	9298.16	9737.59	成长能力				
应收和预付款项	8683.35	8588.52	9092.19	9552.34	销售收入增长率	11.38%	4.59%	5.11%	4.73%
存货	1480.13	1222.44	1281.03	1334.10	营业利润增长率	-41.75%	275.69%	23.18%	7.88%
其他流动资产	1467.30	3573.38	3672.60	3512.75	净利润增长率	-40.92%	279.20%	14.87%	7.85%
长期股权投资	8599.80	8599.80	8599.80	8599.80	EBITDA 增长率	-5.91%	91.67%	14.25%	6.51%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	43951.55	44547.77	44834.21	44792.71	毛利率	11.96%	22.24%	24.91%	25.73%
无形资产和开发支出	405.34	394.53	383.73	372.92	三费率	8.24%	7.12%	6.97%	6.68%
其他非流动资产	14457.74	14449.18	14440.62	14432.05	净利率	3.72%	13.49%	14.75%	15.19%
资产总计	89899.67	90221.57	91602.33	92334.27	ROE	2.75%	9.55%	10.22%	10.34%
短期借款	7721.50	6408.48	4577.08	1755.66	ROA	1.17%	4.41%	4.99%	5.34%
应付和预收款项	6770.41	6878.94	6793.60	7050.53	ROIC	4.99%	10.80%	11.27%	11.75%
长期借款	16307.01	16807.01	16807.01	16807.01	EBITDA/销售收入	19.83%	36.35%	39.51%	40.18%
其他负债	20939.86	18474.56	18723.36	19032.85	营运能力				
负债合计	51738.78	48568.99	46901.05	44646.04	总资产周转率	0.31	0.33	0.34	0.35
股本	4909.43	4909.43	4909.43	4909.43	固定资产周转率	0.76	0.74	0.77	0.80
资本公积	4721.38	4721.38	4721.38	4721.38	应收账款周转率	3.82	3.61	3.72	3.68
留存收益	21014.21	23909.09	26272.20	28519.72	存货周转率	17.62	15.46	17.28	17.06
归属母公司股东权益	30859.43	33754.31	36117.41	38364.94	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.63%	—	—	—
少数股东权益	7301.46	7898.28	8583.87	9323.28	资本结构				
股东权益合计	38160.89	41652.59	44701.28	47688.22	资产负债率	57.55%	53.83%	51.20%	48.35%
负债和股东权益合计	89899.67	90221.57	91602.33	92334.27	带息债务/总负债	52.43%	54.39%	52.63%	49.19%
					流动比率	1.02	1.22	1.42	1.71
					速动比率	0.95	1.15	1.34	1.61
					股利支付率	89.89%	14.40%	39.17%	46.36%
					每股指标				
					每股收益	0.22	0.69	0.79	0.85
					每股净资产	7.77	8.48	9.11	9.71
					每股经营现金	0.98	0.99	1.72	2.02
					每股股利	0.20	0.10	0.31	0.40
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	5591.37	10717.08	12244.69	13042.03					
PE	29.48	9.44	8.21	7.62					
PB	0.84	0.77	0.71	0.67					
PS	1.13	1.08	1.03	0.98					
EV/EBITDA	6.33	3.35	2.77	2.36					
股息率	3.05%	1.53%	4.77%	6.09%					

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。

公司评级	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
	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
行业评级	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
	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

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
上海	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	cyrty@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfly@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
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	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
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	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