

2024年2月22日

国投电力 (600886.SH)

——装机水火互济 雅砻江水电有望实现量价齐升

投资要点:

- **国投集团旗舰上市平台,“立足国内并积极拓展海外市场的电力上市公司”。**公司为国投集团旗舰上市平台,立足国内并积极拓展海外市场。公司装机结构水火共济,2023年底控股水电装机量达2128万千瓦,占比56.3%,为国内第三大水电装机规模的上市公司;公司持股52%的雅砻江水电是雅砻江流域唯一水电开发主体,该流域可开发装机容量约3000万千瓦,在我国13大水电基地排名第3,目前已投产装机1,920万千瓦,在建及核准装机342万千瓦。
- **公司持续优化火电装机结构,存量资产以百万千瓦机组为主。**公司2019-2020年陆续转让一批盈利性较差的火电机组,火电装机量由2018年的1575.6万千瓦降至2022年的1188.1万千瓦,包括8台百万千瓦机组。2022年公司水电实现营收237.7亿元,占比49.7%,火电实现营收202.3亿元,占比42.3%,二者合计占比92%,其余为风光等其他业务贡献。
- **随着四川电力供需持续趋紧,雅砻江水电量价有望进一步攀升。**近年来西南地区电力供需持续趋紧,本质上是资源禀赋限制。西南地区电源结构高度依赖水电,“十三五”前期电力过剩主要系一系列世界级水电集中投产,叠加2015年推动电力市场化改革,电价出现大幅下降。弃水现象吸引大量高耗能产业迁入,但是随着2020-2022年最后一轮水电投产高峰结束,未来新增水电规模极为有限,供需趋紧带动电价回升。雅砻江水电2023年平均电价同比上涨11.11%,显著超过市场预期(2020-2022年分别同比增长1.33%、2.75%、6.61%)。
- **现金流充裕,分红存在提升空间。**近年来公司每年经营活动产生的净现金流基本维持在180亿元以上,2022年公司经营性净现金流高达219.6亿元。充足的现金流可以很好地支撑公司降低负债率和财务费用,并支持未来几年水电及新能源项目的投资建设。2015年以来分红率保持在35%以上,近两年股利支付率提升至50%,未来存在进一步上升空间。
- **我们认为在当前背景下,市场对水电资产的绝对低协方差属性并没有充分认知。**首先,水电公司营业收入的驱动力非常特殊,降雨与宏观经济绝对脱钩;其次,从产品特性来看,水电是终端同质化商品中的少数低成本供给,决定了价格端的低风险;加之商业模式简单,财务报表质量极高,联合调度提高水资源利用效率,水电资产的特性就是“全方位的低协方差”。按照投资组合理论,低协方差资产有望持续重估,公司乃至整个水电板块具备长期配置价值。
- **盈利预测与估值:**结合公司经营数据公告以及2023年业绩预告,我们预计雅砻江水电2023-2025年归母净利润分别达到85.2、97.7和102亿元;火电电价保持平稳,预计公司2023-2025年归母净利润分别为63.42、75.42、85.03亿元,当前股价对应PE分别为17、14、13倍,低于水电平均水平,我们认为水电板块具备长期配置价值,以“四水两核”为代表的低协方差板块重估尚未结束,首次覆盖,给予“买入”评级。
- **风险提示:**来水波动,煤价上涨,电价政策调整。

盈利预测与估值

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 43,682 | 50,489 | 55,643 | 60,370 | 63,320 |
| 同比增长率(%) | 11.09% | 15.58% | 10.21% | 8.49% | 4.89% |
| 归母净利润(百万元) | 2437 | 4079 | 6342 | 7542 | 8503 |
| 同比增长率(%) | -55.82% | 67.40% | 55.47% | 18.91% | 12.75% |
| 每股收益(元/股) | 0.33 | 0.55 | 0.85 | 1.01 | 1.14 |
| 毛利率(%) | 29.26% | 32.04% | 37.31% | 39.51% | 40.99% |
| ROE(%) | 4.74% | 7.48% | 10.99% | 12.27% | 13.11% |
| 市盈率 | | | 17 | 14 | 13 |

投资案件

投资评级与估值

预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 63.42、75.42、85.03 亿元，当前股价对应 PE 分别为 17、14、13 倍，我们认为水电板块具备长期配置价值，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

结合公司经营数据公告以及 2023 年业绩预告，我们预计雅砻江水电 2023-2025 年归母净利润分别达到 85.2、97.7 和 102 亿元；火电毛利率保持平稳。

投资逻辑要点

我们认为在当前背景下，市场对水电资产的绝对低协方差属性并没有充分认知。首先，水电公司营业收入的驱动力非常特殊，降雨与宏观经济绝对脱钩；其次，从产品特性来看，水电是终端同质化商品中的少数低成本供给，决定了价格端的低风险；加之商业模式简单，财务报表质量极高，杜绝了大部分管理层风险，联合调度提高水资源利用效率，水电资产的特性就是“全方位的低协方差”。按照投资组合理论，低协方差资产有望持续重估，公司乃至整个水电板块具备长期配置价值。

核心风险提示

来水波动，煤价上涨，电价政策调整。

目录

| | |
|----------------------------|---|
| 1. 国投集团上市平台 水火并济风光互补..... | 5 |
| 2. 四川电力供需趋紧 雅砻江有望量价齐升..... | 7 |
| 3. 盈利预测及估值..... | 8 |

图表目录

| | |
|---------------------------------|----|
| 图 1: 公司经营活动产生的现金流量 (亿元) | 6 |
| 图 2: 公司分红情况 (亿元) | 6 |
| 图 3: 公司资产负债率 (%) | 7 |
| 图 4: 公司财务费用情况 (亿元) | 7 |
| | |
| 表 1: 公司控股资产收入毛利情况 (亿元) | 5 |
| 表 2: 国投电力旗下在运水电站情况 | 6 |
| 表 3: 国投电力火电资产情况 (万千瓦) | 6 |
| 表 4: 公用事业重点公司估值表 (元, 元/股) | 8 |
| 表 5: 公司利润表预测 (百万元) | 9 |
| 表 6: 公司资产负债表预测 (百万元) | 9 |
| 表 7: 公司现金流量表预测 (百万元) | 11 |

1. 国投集团上市平台 水火并济风光互补

国投集团旗舰上市平台，“立足国内并积极拓展海外市场的电力上市公司”。公司为国投集团旗舰上市平台，截至 2023 年 9 月底，国投集团持股 51.32%，位列第一大股东，长江电力持股 13.99%，长电投资有限公司 3.48%

公司立足国内并积极拓展海外市场，境内业务主要分布于四川、云南、甘肃、天津、福建、广西、贵州、青海、宁夏、新疆等十多个省、自治区和直辖市。境外业务主要分布在英国、印尼和泰国等。

水电火电为公司营收主要来源，风光营收贡献逐年提升。公司营收的主要来源为水电及火电业务，2022 年公司水电实现营收 237.7 亿元，占比 49.7%，火电实现营收 202.3 亿元，占比 42.3%，二者合计占比 92%，其余为风光等其他业务贡献。

表 1：公司控股资产收入毛利情况（亿元）

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 316.43 | 410.11 | 424.33 | 393.20 | 437.66 | 504.89 |
| 电力 | 311.58 | 403.65 | 416.70 | 387.46 | 426.53 | 478.40 |
| 火电 | 126.66 | 195.23 | 212.18 | 166.9 | 190.58 | 202.27 |
| 水电 | 177.43 | 196.61 | 185.4 | 194.35 | 198.24 | 237.67 |
| 风电 | 5.53 | 8.35 | 11.61 | 14.74 | 21.86 | 23.54 |
| 光伏 | 1.96 | 3.46 | 6.9 | 10.06 | 12.86 | 12.65 |
| 其他 | 2.64 | 3.77 | 5.06 | 4.21 | 5.50 | 22.45 |
| 煤炭销售 | | | | | | |
| 其他业务 | | | | 1.54 | 4.79 | 4.04 |
| 合计 | 314.23 | 407.41 | 421.76 | 393.20 | 436.82 | 504.89 |
| 毛利 | 128.40 | 165.71 | 165.82 | 176.41 | 128.17 | 161.78 |
| 电力 | 128.75 | 165.88 | 166.28 | 176.56 | 129.40 | 164.00 |
| 其他 | (1.75) | (1.94) | (2.48) | (1.33) | (4.56) | (4.40) |
| 煤炭销售 | | | | | | |
| 其他业务 | | | | 1.18 | 2.96 | 2.17 |
| 合计 | 127.00 | 163.95 | 163.80 | 176.41 | 127.80 | 161.78 |

资料来源：公司公告，华源证券研究

公司装机结构以水电为主，火电资产结构优化，清洁能源装机占比逐渐提升。公司装机以水电为主，2022 年水电装机量达 2128 万千瓦，占比 56.3%，为国内第三大水电装机规模的上市公司；公司持股 52% 的雅砻江水电是雅砻江流域唯一水电开发主体，该流域可开发装机容量约 3,000 万千瓦，在我国 13 大水电基地排名第 3，目前已投产装机 1,920 万千瓦，在建及核准装机 342 万千瓦。

表 2：国投电力旗下在运水电站情况

| 地区 | 项目 | 持股比例 | 装机 (万千瓦) | 投产年份 |
|------|---------------|--------|----------|-----------|
| 四川 | 雅砻江水电 | 52% | 1920 | |
| | 四川攀枝花 二滩 | 52% | 330 | 1998-2000 |
| | 四川攀枝花 桐子林 | 52% | 60 | 2015-2016 |
| | 四川凉山 官地 | 52% | 240 | 2012-2013 |
| | 四川凉山 锦屏一级 | 52% | 360 | 2013-2014 |
| | 四川凉山 锦屏二级 | 52% | 480 | 2012-2014 |
| | 四川甘孜州 两河口 | 52% | 300 | 2021-2022 |
| | 四川凉山 杨房沟 | 52% | 150 | 2021-2022 |
| | 四川凉山 卡拉 (在建) | 52% | 102 | 预计 2029 |
| | 四川凉山 孟底沟 (在建) | 52% | 204 | 预计 2031 |
| 甘肃 | 黄河小三峡 | 60.45% | 67 | |
| 甘肃白银 | 大峡 | 60.45% | 30 | 1998 |
| 甘肃皋兰 | 小峡 | 60.45% | 23 | 2005 |
| 甘肃白银 | 乌金峡 | 60.45% | 14 | 2009 |
| 云南临沧 | 澜沧江大朝山 | 50% | 135 | 2001 |

资料来源：公司公告，华源证券研究

火电方面，公司持续优化火电装机结构，2019-2020 年陆续转让一批盈利性较差的火电机组，火电装机量由 2018 年的 1575.6 万千瓦降至 2022 年的 1188.1 万千瓦，包括 8 台百万千瓦机组。2017 年以来公司风电、光伏装机量增长加速。

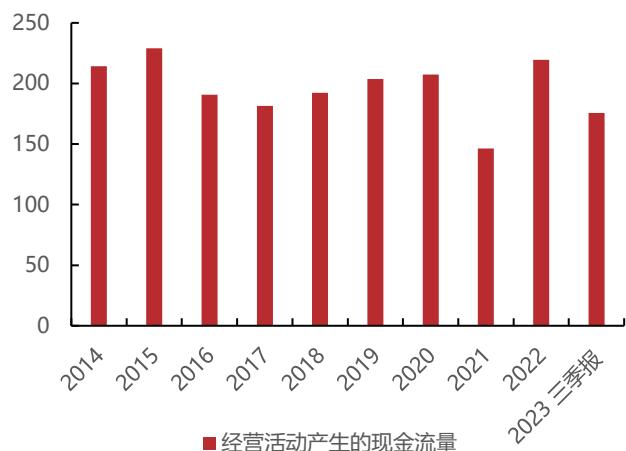
表 3：国投电力火电资产情况 (万千瓦)

| 火电资产 | 地点 | 持股比例 | 装机容量 | 机组构成 | 投产时间 |
|--------|-------|------|------|------------|------------------------------------|
| 国投北疆 | 天津 | 64% | 400 | 4*100 | 一期 2009 年 9 月、二期 2018 年 6 月投 |
| 国投钦州发电 | 广西钦州 | 61% | 326 | 2*63+2*100 | 一期 2007 年、二期 2016 年 |
| 华夏电力 | 福建厦门 | 56% | 120 | 4*30 | 一期 1999 年、二期 2006 年 |
| 湄洲湾一期 | 福建莆田 | 51% | 79 | 2*39.3 | 2000 年 |
| 湄洲湾二期 | 福建莆田 | 51% | 200 | 2*100 | 2017 年 7 月、2017 年 9 月 |
| 国投盘江 | 贵州六盘水 | 55% | 63 | 30+33 | 1 号机组 2013 年 7 月，2 号机组 2014 年 12 月 |

资料来源：公司公告，华源证券研究

现金流充裕，分红稳定。近年来公司每年经营活动产生的净现金流基本维持在 180 亿元以上，2022 年公司经营性净现金流高达 219.6 亿元。充足的现金流可以很好地支撑公司降低负债率和财务费用，并支持未来几年水电及新能源项目的投资建设。2015 年以来分红率保持在 35% 以上，近两年股利支付率提升至 50%。

图 1：公司经营活动产生的现金流量 (亿元)
图 2：公司分红情况 (亿元)

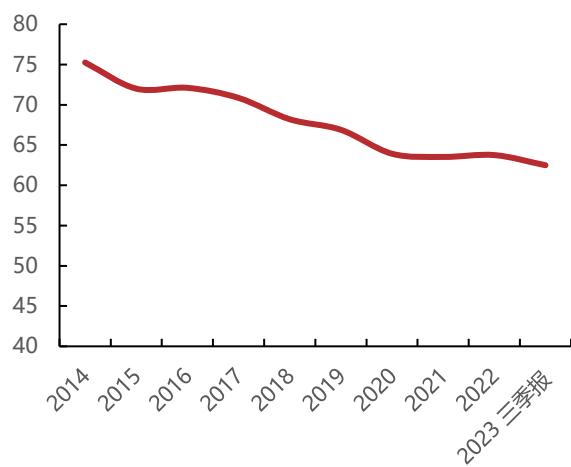


资料来源：公司公告，华源证券研究

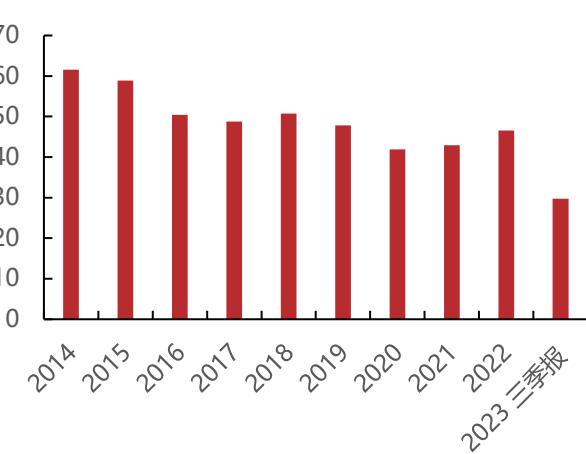


资料来源：公司公告，华源证券研究

负债率和财务费用稳步下降。公司的资产负债率已经由 2014 年的 75.25% 降至 2023 年 9 月底的 62.49%，同时财务费用也呈下降趋势，从 2014 年的 61.56 亿元 2022 年的 46.55 亿元。

图3：公司资产负债率 (%)


资料来源：公司公告，华源证券研究

图4：公司财务费用情况 (亿元)


资料来源：公司公告，华源证券研究

2. 四川电力供需趋紧 雅砻江有望量价齐升

我们分析随着四川电力供需持续趋紧，雅砻江水电水电量价有望进一步攀升。

首先从供需趋势上看，西南电力供需格局趋紧态势难以解决，高电价将成为常态。近年来西南地区电力供需趋紧持续趋紧，本质上是资源禀赋的限制，西南地区电源结构高度依赖水电，发电量中水电占比 80%，也是我国最主要的水电输出大省。

西南地区在“十二五”之前曾经极度缺电，电价保持较高水平，“十三五”前期电力过剩主要系小湾、糯扎渡、瀑布沟、锦官电源组等一系列世界级水电集中投产，叠加2015年推动电力市场化改革，电价出现大幅下降。弃水现象吸引大量高耗能产业迁入，但是随着2020-2022年最后一轮水电投产高峰结束，未来新增水电规模极为有限。

从潜在电源增量来看，西南地区非水资源禀赋较差，缺乏煤炭资源（制约煤电）、地质不稳定（制约核电），新能源除云南和川西高原有少许资源外，四川盆地、贵州是我国风力、光照资源同时缺乏的区域，盆地无风、云雾缭绕，成语“蜀犬吠日”是一个形象的描述。川西高原水风光一体化基地具备较大潜力，但是目前仍处于开发前期，外送通道存在制约。西南地区电力供需已经进入中长期的紧缺周期，对水电基本面形成强有力支撑。

以雅砻江水电为例：根据公司公告，雅砻江水电2023年平均电价同比上涨11.11%，显著超过市场预期（2020-2022年分别同比增长1.33%、2.75%、6.61%）。

预计超预期的原因主要来自四川本地电价上涨。由于2022年迎峰度夏期间华东地区与四川地区同时出现电力供需紧张，2022年7月江苏省将锦官电源组送苏电价形成机制完善为“基准落地电价+浮动电价”机制，其中基准落地电价为江苏省燃煤发电基准电价0.391元/千瓦时，浮动电价参照江苏省煤电市场交易结果，上浮空间由送、受双方按照1:1比例分享。从2022年8月1日起，锦官电源组送江苏上网电价提升至0.3195元/千瓦时。

但是2023年雅砻江水电整体电价达到0.31元/千瓦时，与锦官电源组送江苏上网电价基本相当，由此推算雅砻江水电留四川部分电价涨幅甚至超过外送电量。我们分析来自两方面因素，一方面是西南地区电力供需格局不可逆上涨，另一方面是新投产的两河口、杨房沟核定电价超过市场预期，其中两河口电站平水期过渡电价高达0.3766元/千瓦时。

3. 盈利预测及估值

结合公司经营数据公告以及2023年业绩预告，我们预计雅砻江水电2023-2025年归母净利润分别达到85.2、97.7和102亿元；火电电价保持平稳，预计公司2023-2025年归母净利润分别为63.42、75.42、85.03亿元，当前股价对应PE分别为17、14、13倍。

公司业绩主要为水电贡献，我们认为水电板块具备长期配置价值，以“四水两核”（长江电力、华能水电、国投电力、川投能源、中国核电、中国广核）为代表的低协方差资产重估尚未结束，折现率下降有望带动该类资产价格持续上升。

公司PE、PB均低于行业平均水平，雅砻江水电是目前国内少有的尚有装机增长的公司，且持续受益于云南省电力供需格局持续趋紧，首次覆盖，给予“买入”评级。

表4：公用事业重点公司估值表（元，元/股）

| 板块 | 代码 | 简称 | 收盘价 2024/2/21 | EPS | | | PE | | PB (If) |
|----|----|----|------------------|-----|-----|-----|-----|-----|---------|
| | | | | 23E | 24E | 25E | 23E | 24E | |
| | | | | | | | | | |

| | | | | | | | | | | |
|----|-----------|------|-------|------|------|------|----|----|----|------|
| | 600900.SH | 长江电力 | 25.39 | 1.12 | 1.39 | 1.46 | 23 | 18 | 17 | 3.06 |
| | 600025.SH | 华能水电 | 9.22 | 0.42 | 0.47 | 0.51 | 22 | 20 | 18 | 3.10 |
| 水电 | 600674.SH | 川投能源 | 15.95 | 0.96 | 1.11 | 1.18 | 17 | 14 | 14 | 2.00 |
| | 002039.SZ | 黔源电力 | 15.03 | 0.58 | 1.17 | 1.26 | 26 | 13 | 12 | 1.67 |
| | 600236.SH | 桂冠电力 | 5.83 | 0.15 | 0.36 | 0.38 | 39 | 16 | 15 | 2.79 |
| | 平均值 | | | | | | 25 | 16 | 15 | 2.53 |
| | 600886.SH | 国投电力 | 14.51 | 0.85 | 1.01 | 1.14 | 17 | 14 | 13 | 2.04 |

资料来源: Wind, 华源证券。华能水电来自 wind 一致预期, 其余为华源证券预测

风险提示: 来水波动, 煤价上涨, 电价政策调整。

表5: 公司利润表预测 (百万元)

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 39320 | 43682 | 50489 | 55643 | 60370 | 63320 | 72100 |
| 营业收入 | 39320 | 43682 | 50489 | 55643 | 60370 | 63320 | 72100 |
| 营业总成本 | 28581 | 37502 | 41494 | 42018 | 43776 | 44685 | 48884 |
| 营业成本 | 21679 | 30901 | 34311 | 34885 | 36519 | 37367 | 41195 |
| 税金及附加 | 947 | 942 | 971 | 1070 | 1161 | 1218 | 1387 |
| 销售费用 | 28 | 29 | 37 | 41 | 45 | 47 | 53 |
| 管理费用 | 1695 | 1307 | 1480 | 1631 | 1751 | 1773 | 2019 |
| 研发费用 | 38 | 31 | 40 | 40 | 50 | 50 | 50 |
| 财务费用 | 4194 | 4291 | 4655 | 4351 | 4251 | 4231 | 4181 |
| 其中: 利息费用 | 4220 | 4396 | 5087 | 4496 | 4396 | 4376 | 4326 |
| 减: 利息收入 | 96 | 145 | 457 | 145 | 145 | 145 | 145 |
| 加: 其他收益 | 94 | 434 | 165 | 165 | 165 | 165 | 165 |
| 投资净收益 | 1349 | 102 | 273 | 273 | 273 | 334 | 334 |
| 其中: 对联营企业和合营企业的投资收益 | 716 | 46 | 239 | 239 | 239 | 300 | 300 |
| 公允价值变动净收益 | 1 | 119 | 22 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | -500 | -321 | -184 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 信用减值损失 | -78 | -119 | 121 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产处置收益 | 1 | 19 | 20 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 11606 | 6414 | 9412 | 14063 | 17032 | 19133 | 23714 |
| 加: 营业外收入 | 186 | 167 | 80 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减: 营业外支出 | 82 | 32 | 59 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 11710 | 6549 | 9433 | 14063 | 17032 | 19133 | 23714 |
| 减: 所得税 | 1933 | 1374 | 1753 | 2531 | 3066 | 3444 | 4269 |
| 净利润 | 9776 | 5176 | 7680 | 11532 | 13966 | 15689 | 19446 |
| 减: 少数股东损益 | 4261 | 2739 | 3601 | 5189 | 6424 | 7186 | 8906 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 5516 | 2437 | 4079 | 6342 | 7542 | 8503 | 10540 |

资料来源: Wind, 华源证券

表6: 公司资产负债表预测 (百万元)

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 流动资产: | | | | | | | |
| 货币资金 | 9690 | 8887 | 11639 | 21192 | 31281 | 40870 | 54822 |
| 交易性金融资产 | 1040 | 111 | 131 | 131 | 131 | 131 | 131 |
| 衍生金融资产 | | | 78 | 78 | 78 | 78 | 78 |
| 应收票据及应收账款 | 7345 | 9668 | 9016 | 9516 | 10016 | 10516 | 11016 |
| 应收款项融资 | 121 | 198 | 99 | 99 | 99 | 99 | 99 |
| 预付款项 | 106 | 424 | 187 | 187 | 187 | 187 | 187 |
| 其他应收款 | 540 | 371 | 700 | 700 | 700 | 700 | 700 |
| 存货 | 955 | 1270 | 1217 | 1217 | 1217 | 1217 | 1217 |
| 合同资产 | | 1 | | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 1034 | 767 | 256 | 256 | 256 | 256 | 256 |
| 流动资产合计 | 20831 | 21697 | 23322 | 33375 | 43964 | 54053 | 68505 |
| 非流动资产: | | | | | | | |
| 其他权益工具投资 | 138 | 359 | 278 | 278 | 278 | 278 | 278 |
| 长期应收款 | 1135 | 3350 | 4956 | 4956 | 4956 | 4956 | 4956 |
| 长期股权投资 | 9937 | 9338 | 9760 | 9880 | 10000 | 10150 | 10300 |
| 投资性房地产 | 90 | 110 | 115 | 115 | 115 | 115 | 115 |
| 固定资产 | 134140 | 184275 | 194485 | 192573 | 191959 | 192207 | 190627 |
| 在建工程 | 55436 | 11225 | 12333 | 12333 | 12333 | 12333 | 12333 |
| 使用权资产 | | 416 | 677 | 677 | 677 | 677 | 677 |
| 无形资产 | 4734 | 5588 | 5665 | 5665 | 5665 | 5665 | 5665 |
| 开发支出 | 25 | 28 | 13 | 13 | 13 | 13 | 13 |
| 商誉 | | 109 | 108 | 108 | 108 | 108 | 108 |
| 长期待摊费用 | 183 | 143 | 142 | 142 | 142 | 142 | 142 |
| 递延所得税资产 | 618 | 946 | 1010 | 1010 | 1010 | 1010 | 1010 |
| 其他非流动资产 | 1643 | 3786 | 5390 | 5390 | 5390 | 5390 | 5390 |
| 非流动资产合计 | 208079 | 219673 | 234933 | 233140 | 232646 | 233044 | 231614 |
| 资产总计 | 228909 | 241370 | 258254 | 266515 | 276610 | 287097 | 300119 |
| 流动负债: | | | | | | | |
| 短期借款 | 7234 | 8591 | 11299 | 11299 | 11299 | 11299 | 11299 |
| 衍生金融负债 | 63 | 17 | | | | | |
| 应付票据及应付账款 | 3288 | 4732 | 4548 | 4548 | 4548 | 4548 | 4548 |
| 应付票据 | 215 | 1127 | 461 | | | | |
| 应付账款 | 3073 | 3605 | 4087 | | | | |
| 预收款项 | 15 | 7 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 合同负债 | | 5 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 应付职工薪酬 | 92 | 104 | 146 | 146 | 146 | 146 | 146 |
| 应交税费 | 856 | 1040 | 1346 | 1346 | 1346 | 1346 | 1346 |
| 其他应付款 | 6440 | 10046 | 16965 | 16965 | 16965 | 16965 | 16965 |
| 一年内到期的非流动负债 | 15559 | 9931 | 10450 | 10450 | 10450 | 10450 | 10450 |
| 其他流动负债 | 2507 | 3514 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 流动负债合计 | 36053 | 37987 | 44762 | 44762 | 44762 | 44762 | 44762 |
| 非流动负债: | | | | | | | |
| 长期借款 | 103441 | 104016 | 106364 | 106264 | 106164 | 106064 | 105964 |

| | | | | | | | |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 应付债券 | 5322 | 8991 | 10989 | 10989 | 10989 | 10989 | 10989 |
| 租赁负债 | | 346 | 466 | 466 | 466 | 466 | 466 |
| 长期应付款(合计) | 496 | 588 | 338 | 338 | 338 | 338 | 338 |
| 长期应付款 | 496 | 588 | 338 | | | | |
| 专项应付款 | 0 | 0 | 0 | | | | |
| 长期应付职工薪酬 | 465 | 479 | 486 | 486 | 486 | 486 | 486 |
| 预计负债 | 191 | 181 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 |
| 递延所得税负债 | 134 | 401 | 475 | 475 | 475 | 475 | 475 |
| 递延收益-非流动负债 | 222 | 160 | 153 | 153 | 153 | 153 | 153 |
| 其他非流动负债 | | 160 | 573 | 573 | 573 | 573 | 573 |
| 非流动负债合计 | 110271 | 115322 | 119868 | 119768 | 119668 | 119568 | 119468 |
| 负债合计 | 146324 | 153309 | 164630 | 164530 | 164430 | 164330 | 164230 |
| 所有者权益(或股东权益): | | | | | | | |
| 实收资本(或股本) | 6966 | 7454 | 7454 | 7454 | 7454 | 7454 | 7454 |
| 其它权益工具 | 5699 | 5700 | 5699 | 5699 | 5699 | 5699 | 5699 |
| 资本公积金 | 7762 | 10950 | 10948 | 10948 | 10948 | 10948 | 10948 |
| 其它综合收益 | -109 | 133 | 486 | 486 | 486 | 486 | 486 |
| 专项储备 | | | 24 | 24 | 24 | 24 | 24 |
| 盈余公积金 | 2478 | 2815 | 3085 | 3085 | 3085 | 3085 | 3085 |
| 未分配利润 | 24431 | 24404 | 26820 | 29991 | 33762 | 37164 | 41380 |
| 归属于母公司所有者权益合计 | 47227 | 51456 | 54517 | 57688 | 61459 | 64860 | 69076 |
| 少数股东权益 | 35359 | 36604 | 39108 | 44297 | 50721 | 57907 | 66813 |
| 所有者权益合计 | 82585 | 88060 | 93624 | 101985 | 112180 | 122767 | 135889 |

资料来源: Wind, 华源证券

表 7: 公司现金流量表预测 (百万元)

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动产生的现金流量: | | | | | | | |
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 43379 | 45824 | 55207 | 55143 | 59870 | 62820 | 71600 |
| 收到的税费返还 | 73 | 349 | 810 | | | | |
| 收到其他与经营活动有关的现金 | 624 | 943 | 713 | 165 | 165 | 165 | 165 |
| 经营活动现金流入(金融类) | | | | 145 | 145 | 145 | 145 |
| 经营活动现金流入小计 | 44075 | 47116 | 56730 | 55454 | 60180 | 63130 | 71910 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 13328 | 22566 | 24071 | 22973 | 23905 | 23615 | 23615 |
| 支付给职工以及为职工支付的现金 | 2475 | 2797 | 3259 | 1712 | 1845 | 1870 | 2122 |
| 支付的各项税费 | 6761 | 6010 | 6651 | 3601 | 4227 | 4662 | 5655 |
| 支付其他与经营活动有关的现金 | 768 | 1112 | 786 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 经营活动现金流出小计 | 23332 | 32484 | 34767 | 28286 | 29977 | 30147 | 31392 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 20743 | 14631 | 21964 | 27167 | 30203 | 32984 | 40518 |
| 投资活动产生的现金流量: | | | | | | | |
| 收回投资收到的现金 | 1290 | 1199 | 77 | | | | |
| 取得投资收益收到的现金 | 789 | 798 | 490 | 153 | 153 | 184 | 184 |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额 | 2 | 35 | 29 | | | | |

| | | | | | | | |
|-------------------------|--------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 处置子公司及其他营业单位收到的现金净额 | 1001 | | | | | | |
| 收到其他与投资活动有关的现金 | | 22 | 148 | | | | |
| 投资活动现金流入小计 | 3083 | 2055 | 745 | 153 | 153 | 184 | 184 |
| 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 | 10190 | 9277 | 15206 | 10000 | 12000 | 14000 | 16000 |
| 投资支付的现金 | 1295 | 1000 | 680 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额 | 1839 | 846 | 377 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 支付其他与投资活动有关的现金 | 1 | 20 | 171 | | | | |
| 投资活动现金流出小计 | 13325 | 11143 | 16434 | 10000 | 12000 | 14000 | 16000 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -10242 | -9088 | -15689 | -9847 | -11847 | -13816 | -15816 |
| 筹资活动产生的现金流量： | | | | | | | |
| 吸收投资收到的现金 | 4020 | 8691 | 2530 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金 | 870 | 1060 | 1232 | | | | |
| 取得借款收到的现金 | 31985 | 45070 | 48824 | -100 | -100 | -100 | -100 |
| 收到其他与筹资活动有关的现金 | 34 | 45 | 22 | | | | |
| 筹资活动现金流入小计 | 36038 | 53806 | 51375 | -100 | -100 | -100 | -100 |
| 偿还债务支付的现金 | 34641 | 49180 | 45654 | | | | |
| 分配股利、利润或偿付利息支付的现金 | 10665 | 11000 | 9129 | 7667 | 8167 | 9478 | 10650 |
| 其中：子公司支付给少数股东的股利、利润 | 3162 | 3365 | 2534 | | | | |
| 支付其他与筹资活动有关的现金 | 42 | 27 | 167 | | | | |
| 筹资活动现金流出小计 | 45349 | 60206 | 54949 | 7667 | 8167 | 9478 | 10650 |
| 筹资活动产生的现金流量净额差额 | | | | | | | |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -9310 | -6401 | -3574 | -7767 | -8267 | -9578 | -10750 |

资料来源：Wind，华源证券

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何方式侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 liruixue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|-------------------|---------------------------|
| 买入 (Buy) | ：相对强于市场表现 20%以上； |
| 增持 (Outperform) | ：相对强于市场表现 5% ~ 20%； |
| 中性 (Neutral) | ：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5%以下。 |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight) | ：行业超越整体市场表现； |
| 中性 (Neutral) | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。 |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数