

2024 年 3 月 7 日

买入（首次覆盖）

证券分析师
刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

联系人
刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com



相关研究

| 股票数据： | 2024 年 3 月 6 日 |
|-------------|-----------------|
| 收盘价（元） | 3.36 |
| 一年内最高/最低（元） | 4.97/2.79 |
| 总市值（亿元） | 82 |
| 基础数据： | 2023 年 9 月 30 日 |
| 总股本（亿股） | 24.34 |
| 总资产（亿元） | 190.9 |
| 净资产（亿元） | 62.9 |
| 每股净资产（元） | 2.6 |
| 市净率 PB | 1.29 |

嘉泽新能（601619.SH）

——小而美风电运营商 在手项目指标充沛

投资要点：

- **宁夏新能源上市民企，2019 年从宁夏走向全国，2021 年转型轻资产。**公司 2010 年成立以来专注于风电、光伏的建设和运营，成立初期主要在宁夏地区开展风电项目，2019 年开始，公司向华北地区开始拓展项目，截至 2023 年 6 月底，公司拥有并网装机容量 198.9 万千瓦，其中风电 185.3 万千瓦，光伏 13 万千瓦，智能微电网 0.6 万千瓦。2021 年起公司转型轻资产，业务范围向新能源电站出售、新能源发电资产管理、新能源产业基金等业务形态拓展，通过产业基金引导投资从而获取新能源项目，同时卖旧建新，提高存量资金运营效率，围绕新能源运营延伸价值链，实现四大业务的协同发展。
- **基于产业基金拉动投资的稀缺模式，公司获取新能源指标的能力极强。**公司通过产业基金或股权基金引导产业落地，从而获取大量项目指标，截至 2022 年底公司获取项目指标约 10GW。**1) 风电：总规模 7.54GW**，其中已核准项目 158 万千瓦，列入地方规模开发计划（例如十四五规划）124 万千瓦，与政府签订开发协议 472 万千瓦；**2) 光伏：总规模 0.8GW**，其中集中式光伏 20 万千瓦，分布式光伏 59.1 万千瓦；**3) 储能：总规模 1.5GW**，其中抽水蓄能 120 万千瓦，电化学储能 30 万千瓦。**值得强调的是**，由于公司通过落地产业投资的方式开发项目，且前期黑龙江和柳州的前期产业园投资持续兑现，预估公司储备项目的落地可靠性较强。
- **风机价格持续下降，为电价下降奠定较高安全垫。**从 2021 年开始陆上风机（含塔筒）中标价格从 3400 元/千瓦附近下滑至 2023 年年底的最低 1500 元/千瓦，区间跌幅超过 56%，风机价格的下降有望使得产业链利润向运营商聚集。而从市场普遍担心的电价角度来看，公司现有项目储备主要位于黑龙江、广西等地，燃煤标杆电价分别为 0.374 和 0.4207 元/千瓦时，一方面，这两个省份对于新能源参与市场化交易的政策较为友好，市场化交易比例较低；另一方面，当前较低的风机价格为电价下降提供较高的安全垫。据我们测算，在当前 5500 元/千瓦的风电造价假设下，12%/10%的资本金 IRR 要求分别对应 0.28/0.264 元/千瓦时的上网电价，两个电价低于目前绝大部分省份的煤电基准电价以及实际成交价，更显著低于公司指标大省的燃煤标杆电价，而且黑龙江风资源较好，风电利用小时数接近 3000，电价安全垫实际更高。
- **公司电站出售业务利润可观，单瓦净利 0.8-1.2 元。**以过去三年公司出售电站获得的投资收益进行测算，公司电站出售单瓦净利维持在 0.8-1.2 元，主要原因在于公司风电项目平均资本金回报率 15%左右，高于当前一般国企所要求的项目收益率 6%-8%，公司出售存量电站能够获得回报率差额对应的利润空间。未来假设公司年均出售 15-20 万千瓦的存量带补贴电站，公司将持续获取 1-2 亿元的投资收益，除出售电站外，公司还申报发行全国首单民企 REITS 盘活存量资产，2024 年公司 REITS 有望成功发行，给公司带来十足利润弹性。
- **盈利预测与估值：**我们预计 2023-2025 年公司分别实现营业收入 20.68、24.08、29.34 亿元，同比增长率分别为 12.3%、16.5%、21.8%，实现归母净利润分别为 7.89、9.91、11.74 亿元，同比增长率分别为 47.5%、25.7%、18.4%，当前股价对应的 PE 分别为 10、8、7 倍。我们选取三峡能源、龙源电力、节能风电作为可比公司进行估值，公司当前估值远低于可比公司估值。参考公司 2022 年分红率，假设 2023-2025 年公司分红率维持 36%，公司 2023-2025 年的股息率分别为 3.5%、4.4%、5.2%，公司当前估值水平低于行业平均 30%以上，成长性强，首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险提示：**电价下降幅度超预期，新能源新增装机不及预期，电站出售规模不及预期

盈利预测与估值

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业总收入（百万元） | 1423 | 1841 | 2068 | 2408 | 2934 |
| 同比增长率（%） | 19.30% | 29.4% | 12.3% | 16.5% | 21.8% |
| 归母净利润（百万元） | 752 | 535 | 789 | 991 | 1174 |
| 同比增长率（%） | 34.10% | -28.9% | 47.5% | 25.7% | 18.4% |
| 每股收益（元/股） | 0.34 | 0.22 | 0.32 | 0.41 | 0.48 |
| 毛利率（%） | 59.6% | 61.9% | 61.3% | 58.7% | 54.0% |
| ROE（%） | 14.3% | 9.4% | 12.6% | 14.2% | 15.1% |
| 市盈率 | 10.9 | 15.3 | 10.4 | 8.3 | 7.0 |

投资案件

投资评级与估值

我们预计 2023-2025 年公司分别实现营业收入 20.68、24.08、29.34 亿元，同比增长率分别为 12.3%、16.5%、21.8%，实现归母净利润分别为 7.89、9.91、11.74 亿元，同比增长率分别为 47.5%、25.7%、18.4%，当前股价对应的 PE 分别为 10、8、7 倍。我们选取三峡能源、龙源电力、节能风电作为可比公司进行估值，公司当前估值远低于可比公司估值。参考公司 2022 年分红率，假设 2023-2025 年公司分红率维持 36%，公司 2023-2025 年的股息率分别为 3.5%、4.4%、5.2%，公司当前估值水平低于行业平均 30%以上，成长性高，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设

- 1) 2023-2025 年，风电新增装机分别为 18.6、85、100 万千瓦，分布式光伏新增装机分别为 19、15、15 万千瓦，风电新增项目上网电价 0.32 元/千瓦时（不含税），光伏新增项目上网电价 0.62 元/千瓦时（不含税）
- 2) 2023-2025 年，公司存量电站出售规模分别为 5、15、20 万千瓦
- 3) 2023-2025 年，公司发电资产管理（运维）业务收入增速分别为 60%、60%、40%

投资逻辑要点

公司是风电运营商中少有的民营企业，兼具市场化的灵活机制和强劲的项目获取能力。近年来，地方政府在审批新能源项目时多将配套产业投资作为打分项，公司通过产业基金或者设立私募股权基金引导投资，满足配套产业要求，促使被投资的制造型企业在重点区域落地产能，从而带动公司在当地的新能源项目开发。基于这一模式，公司已经在黑龙江、广西等地获取近 10GW 的项目指标，预计这些项目指标有望陆续兑现，保障公司装机规模持续、稳定增长。

核心风险提示

电价下降幅度超预期，新能源新增装机不及预期，电站出售规模不及预期

目录

| | |
|-------------------------------------|---|
| 1. 宁夏风电运营商 转型轻资产更为灵活 | 5 |
| 2. 在手指标充足 盘活资金助力公司持续增长 | 6 |
| 2.1 产业基金稀缺模式获取项目 公司在手指标约 10GW | 6 |
| 2.2 出售存量电站回笼现金 有望发行首单民企 REITS | 8 |
| 3. 盈利预测及估值 | 8 |

图表目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 图 | |
| 图 1：公司业务分布图 | 5 |
| 图 2：公司 2015-2023H1 装机情况 | 5 |
| 图 3：公司现有业务相互协同示意图 | 5 |
| 表 1：截至 2023 年底公司公告的地区产业投资情况 | 6 |
| 表 2：截至 2022 年底公司项目储备（单位：万千瓦） | 7 |
| 表 3：公司核心假设 | 8 |
| 表 4：可比公司估值（单位：亿元） | 9 |
| 表 5：公司预测利润表（单位：亿元） | 9 |
| 表 6：公司预测资产负债表（单位：亿元） | 10 |
| 表 7：公司预测现金流量表（单位：亿元） | 12 |

1. 宁夏风电运营商 转型轻资产更为灵活

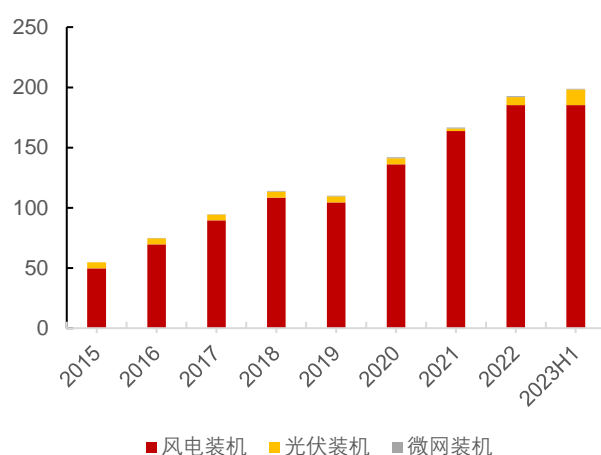
民营风电运营商，宁夏起家走向全国。公司是宁夏地区新能源上市公司，第一大股东及实控人为董事长陈波，持股 31.53%，第二大股东为 GLP，持股 10.34%。公司自 2010 年成立以来专注于风电、光伏的建设和运营，成立初期主要在宁夏地区开展风电项目的建设 and 运营，2019 年开始，公司向华北地区开始拓展项目，截至 2023 年 6 月底，公司拥有并网装机容量 198.9 万千瓦，其中风电 185.3 万千瓦，光伏 13 万千瓦，智能微电网 0.6 万千瓦。

图 1：公司业务分布图



资料来源：公司官网，华源证券

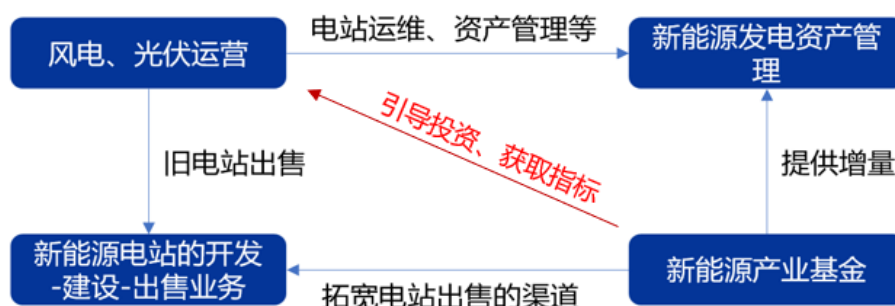
图 2：公司 2015-2023H1 装机情况



资料来源：公司公告，华源证券

除了持续拓展新能源装机外，公司 2021 年起转型轻资产，业务范围向新能源电站出售、新能源发电资产管理、新能源产业基金等业务形态拓展，围绕新能源延伸价值链。一方面存量补贴电站的出售能够提高资金周转效率，为新电站的开发提供资金，另一方面，电站投产后的运维、发电资产管理等也为公司盈利提供重要增量。更重要的是，产业基金与公司现有业务协同作用显著，公司既可以利用基金引导投资从而获取新能源项目指标，也可以将新能源电站出售给基金回笼资金。

图 3：公司现有业务相互协同示意图



资料来源：公司公告，华源证券

2. 在手指标充足 盘活资金助力公司持续增长

2.1 产业基金稀缺模式获取项目 公司在手指标约 10GW

基于产业基金拉动投资的稀缺模式，公司获取新能源指标的能力极强。产业基金模式简单来说就是，公司与合作方共同发起设立基金（或设立私募股权投资基金），整合各方的资源和资金，通过基金投资风机主机、储能电池等新能源上下游相关的制造业，促使被投资的制造型企业重点在重点区域落地产能，从而带动公司在当地的新能源项目开发。近年来，地方政府在审批新能源项目时多将配套产业投资作为打分项，公司通过产业基金或者设立私募股权基金引导投资，满足配套产业要求。这样一方面能拉动当地产业投资以获取大量项目指标，另一方面与其他产业资本合作能降低投资成本，合作共赢。

表 1：截至 2023 年底公司公告的地区产业投资情况

| 地区 | 地区风电规划 | 合作产业资本 | 产业投资情况 | 当前公司获取指标 |
|--------|--|--------|---|--------------------------|
| 黑龙江鸡西市 | 黑龙江“十四五”新增风电、光伏发电、生物质发电等新能源及可再生能源装机 3000 万千瓦以上 2021 年鸡西市政府在黑龙江省东部高比例可再生资源外送基地的规划下，提出百万千瓦级基地建设方案 | 中车集团 | 中车·嘉泽装备制造基地，以风机、叶片、塔筒等的生产制造为主营业务 | 已核准 1.1GW，预期后续会获得更多指标 |
| 广西省柳州市 | 十四五期间广西省将新增陆上风电并网装机规模不低于 1500 万千瓦，同时加快柳州、钦州、南宁、百色等设区市陆上风电基地化发展 | 金风科技 | 柳州市北部生态新区零碳新能源智慧装备产业园，总投资 11 亿元，主要布局建设智能风力发电机组总装厂、风机塔筒制造厂和储能总装厂，完全投产后具备年产 300 万 kW 风力发电设备、10 万吨风电塔筒设备及 2.5GWh 储能设备的生产能力 | 已核准 15 万千瓦，预期后续会获得较大规模指标 |

资料来源：公司公告，华源证券

根据公司公告，截至 2022 年底公司获取项目指标约 10GW。1) **风电：总规模 7.54GW**，其中已核准项目 158 万千瓦，列入地方规模开发计划（例如十四五规划）124 万千瓦，与政府签订开发协议 472 万千瓦；2) **光伏：总规模 0.8GW**，其中集中式光伏 20 万千瓦，分布式光伏 59.1 万千瓦；3) **储能：总规模 1.5GW**，其中抽水蓄能 120 万千瓦，电化学储能 30 万千瓦。值得强调的是，由于公司通过落地产业投资的方式开发项目，且前期黑龙江和柳州的前期产业园投资持续兑现，预估公司储备项目的落地可靠性较强。

从开工进度来看，截至 2023 年 6 月底，公司拥有在建及待建风电项目 168 万千瓦，由于黑龙江地区施工期较短，2023 年公司整体项目投产有限，预计多数在建项目将在 2024

年投产，2024 年有望投产 0.8-1GW 风电项目。同时，基于公司在手项目指标，公司预计公司年均新增开工平价风电项目 1GW，保障公司装机规模持续、稳定增长。

表 2：截至 2022 年底公司项目储备（单位：万千瓦）

| 项目类型 | 已核准项目 | 已备案项目 | 储备开发项目 (列入地方 规模开发计划) | 资源储备 (签订开发协议) |
|------------|------------|-------------|-------------------------|---------------|
| 风电 | 158 | | 124.2 | 471.8 |
| 集中式光伏 | | | | 20 |
| 工商业屋顶分布式光伏 | | 19.1 | | 40 |
| 储能电站 | | 30 | | |
| 抽水蓄能 | | | 120 | |
| 合计 | 158 | 49.1 | 244.2 | 531.8 |

资料来源：公司公告，华源证券

风机价格持续下降,为电价下降奠定较高安全垫。从 2021 年开始,风机价格一路走低,陆上风机（含塔筒）中标价格从 2021 年处 3400 元/千瓦附近一路下滑至 2023 年年底的最低 1500 元/千瓦附近，区间跌幅超过 56%，风机价格的下降为运营商的盈利表现奠定基础。从电价角度来看，公司现有项目储备主要位于黑龙江、广西等地，燃煤标杆电价水平较高，分别为 0.374 元/千瓦时和 0.4207 元/千瓦时，一方面，这两个省份对于新能源参与市场化交易的政策较为友好，市场化交易比例较低；另一方面，当前较低的风机价格为电价下降提供较高的安全垫。

按照我们的模型测算，在年利用小时数 2400 小时，单位装机总投资成本 5500 元/千瓦、贷款利率 3.8%、资本金比例 30%、20 年测算年限的假设下（实际一般可以使用 25-30 年），在 12%资本金 IRR 要求下，上网电价可以降低至 0.28 元/千瓦时；10%资本金 IRR 要求下，上网电价可以降低至 0.264 元/千瓦时。两个电价低于目前绝大部分省份的煤电基准电价以及实际成交价，更显著低于公司指标大省的燃煤标杆电价，而且黑龙江风资源较好，风电利用小时数接近 3000，电价安全垫实际更高。因此**整体来看，公司电价下行风电整体可控，在当前融资利率下降的背景下，项目收益率预计较高。**

表 3：黑龙江和广西 2024 年新能源参与市场化交易方案

| 省份 | 文件 | 新能源参与市场化交易规则 | 备注 |
|-----|------------------------|---|--|
| 黑龙江 | 《黑龙江 2024 年电力市场交易工作通知》 | 平价（含低价）的风电、光伏发电保障性小时数暂分别按 1950 小时、1300 小时确定，剩余电量全部进入市场交易，其他风电、光伏发电全部进入市场交易 | 保障利用小时数较高 |
| 广西 | 《2024 年广西电力市场交易实施方案》 | 集中式风电、光伏发电企业超过等效上网电量的电量参与市场化交易（风电利用小时数 2300，光伏利用小时数 1200 计算），交易电价 0.38 元/千瓦时。 | 保障利用小时数以内的部分标杆电价 0.4207，保障利用小时数以外的部分 0.38，平均下来风电电价 0.3942 含税，光伏电价 0.397 含税。等同于固定电价 |

资料来源：政府官网，华源证券

2.2 出售存量电站回笼现金 有望发行首单民企 REITS

受可再生能源补贴发放延迟影响，公司十三五期间经营现金流水平仅维持在 5-8 亿元左右，严重限制公司进一步增长。为了回笼资金，提高资金周转率，公司从 2021 年开始出售存量高补贴电站，2021 年公司出售 49.5 万千瓦带补贴电站，实现投资收益 3.93 亿元，2023 年公司出售 5 万千瓦带补贴电站，实现投资收益 0.6 亿元。

按照上述交易测算，公司电站出售业务利润可观，对应单瓦净利 0.8-1.2 元。分析其原因，一方面带补贴的项目电价水平更高，另一方面公司市场化的管理和更为灵活的项目机制使得公司项目回报率较高，历史平均来看公司风电资本金回报率 15%左右，好于当前一般国企所要求的项目收益率 6%-8%，在此背景下，公司出售存量电站能够获取回报率差额对应的利润空间。公司计划年均出售 15-20 万千瓦的存量电站，“以旧换新”置换电站，利用回笼现金流在平价时期投资电站，实现可持续发展。

除出售电站外，公司还申报发行全国首单民企 REITS 盘活存量资产，2024 年公司 REITS 有望成功发行，给公司带来十足利润弹性。2023 年 11 月公司公告计划以宁夏 15 万千瓦的风电项目作为基础资产发行 REITS，当前市场上已发行能源类基础设施项目的折现率较低，预估转让对价较高，若公司完成 REITS 的发行并出表，预计将带来可观的税后利润，给公司 2024 年带来较高的盈利弹性。

3. 盈利预测及估值

根据项目储备和开工进度，我们对公司未来几年经营核心假设如下：

- 1) 2023-2025 年，风电新增装机分别为 18.6、85、100 万千瓦，分布式光伏新增装机分别为 19、15、15 万千瓦，风电新增项目上网电价 0.32 元/千瓦时（不含税），光伏新增项目上网电价 0.62 元/千瓦时（不含税）
- 2) 2023-2025 年，公司存量电站出售规模分别为 5、15、20 万千瓦
- 3) 2023-2025 年，公司发电资产管理（运维）业务收入增速分别为 60%、60%、40%

表 3：公司核心假设

| | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------------------|-------|-------|-------|
| 风电新增装机（万千瓦） | 18.6 | 85 | 100 |
| 分布式光伏新增装机（万千瓦） | 19 | 15 | 15 |
| 风电新增项目上网电价（元/千瓦时，不含税） | 0.32 | 0.32 | 0.32 |
| 分布式光伏新增项目上网电价（元/千瓦时，不含税） | 0.62 | 0.62 | 0.62 |
| 存量电站出售规模（万千瓦） | 5 | 15 | 20 |
| 发电资产管理收入增速 | 60% | 60% | 40% |

资料来源：华源证券

在上述假设下，我们预计 2023-2025 年公司分别实现营业收入 20.68、24.08、29.34 亿元，同比增长率分别为 12.3%、16.5%、21.8%，实现归母净利润分别为 7.89、9.91、11.74 亿元，同比增长率分别为 47.5%、25.7%、18.4%，当前股价对应的 PE 分别为 10、8、7 倍。我们选取三峡能源、龙源电力、节能风电作为可比公司进行估值，公司当前估值远低于可比公司估值。参考公司 2022 年分红率，假设 2023-2025 年公司分红率维持 36%，公司 2023-2025 年的股息率分别为 3.5%、4.4%、5.2%，公司当前估值水平低于行业平均 30%以上，成长性高，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值（单位：亿元）

| 证券 | 当前市值 | 归母净利润 | | | PE | | |
|------|------------|-------|-------|--------|-------------|-------------|-------------|
| | 2024/3/6 | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E |
| 三峡能源 | 1373.90 | 73.46 | 91.94 | 106.50 | 18.7 | 14.9 | 12.9 |
| 龙源电力 | 1642.86 | 77.96 | 93.29 | 107.18 | 21.1 | 17.6 | 15.3 |
| 节能风电 | 198.13 | 15.81 | 18.20 | 19.86 | 12.5 | 10.9 | 10.0 |
| | 平均值 | | | | 17.4 | 14.5 | 12.7 |
| 嘉泽新能 | 81.79 | 7.89 | 9.91 | 11.74 | 10.4 | 8.3 | 7.0 |

资料来源：wind，华源证券

注：可比公司估值均来源于 wind 一致预期

风险提示：

- 1) **电价下降幅度超预期。**各省陆续要求新能源逐步参与市场化交易，虽然当前黑龙江、广西等区域参与市场化交易电价风险可控，但未来若参与市场化交易比例进一步提升，电价可能出现下跌，影响项目收益率。
- 2) **新能源新增装机不及预期。**公司现在在建、拟建新能源装机约 2GW，但装机投产时间存在不确定性，尤其是三北地区施工期较短，可能导致新能源新增装机不及预期。
- 3) **资产出售规模不及预期，REITs 项目的相关申报工作仍存在较多不确定性。**

表 5：公司预测利润表（单位：亿元）

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 11.16 | 10.12 | 14.23 | 18.41 | 20.68 | 24.08 | 29.34 |
| 营业收入 | 11.16 | 10.12 | 14.23 | 18.41 | 20.68 | 24.08 | 29.34 |
| 营业总成本 | 8.08 | 8.02 | 10.51 | 13.00 | 13 | 15 | 19 |
| 营业成本 | 4.78 | 4.84 | 5.75 | 7.01 | 8.01 | 9.94 | 13.51 |
| 税金及附加 | 0.03 | 0.04 | 0.07 | 0.09 | 0.10 | 0.12 | 0.14 |
| 管理费用 | 0.34 | 0.34 | 1.33 | 1.78 | 1.41 | 1.44 | 1.32 |
| 财务费用 | 2.92 | 2.79 | 3.35 | 4.13 | 3.86 | 3.85 | 4.18 |
| 其中：利息费用 | 2.93 | 2.80 | 3.36 | 4.47 | 3.87 | 3.86 | 4.19 |
| 减：利息收入 | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.33 | 0.01 | 0.01 | 0.01 |
| 加：其他收益 | 0.04 | 0.11 | 0.14 | 0.24 | 0.24 | 0.24 | 0.24 |

| | | | | | | |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|------|-------|
| 投资净收益 | 0.06 | 4.77 | -0.16 | 0.56 | 1.69 | 2.25 |
| 其中：对联营企业和合营企业的投资收益 | | 0.80 | -0.17 | | | |
| 公允价值变动净收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | | | | | 0 | 0 |
| 信用减值损失 | -0.05 | -0.05 | -0.12 | -0.10 | 0 | 0 |
| 资产处置收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 3.07 | 2.22 | 8.50 | 5.39 | 8.10 | 10.65 |
| 加：营业外收入 | 0.03 | 0.02 | 0.02 | 0.42 | 0.42 | 0.42 |
| 减：营业外支出 | 0.00 | 0.09 | 0.01 | 0.06 | 0.06 | 0.06 |
| 其中：非流动资产处置净损失 | | | | | | |
| 利润总额 | 3.10 | 2.15 | 8.51 | 5.74 | 8.46 | 11.01 |
| 减：所得税 | 0.17 | 0.16 | 0.99 | 0.39 | 0.58 | 1.10 |
| 净利润 | 2.93 | 1.98 | 7.52 | 5.36 | 7.89 | 9.91 |
| 持续经营净利润 | 2.93 | 1.98 | 7.52 | 5.36 | 7.89 | 9.91 |
| 终止经营净利润 | | | | | | |
| 减：少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0 | 0 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 2.93 | 1.98 | 7.52 | 5.35 | 7.89 | 9.91 |

资料来源：wind，华源证券

表 6：公司预测资产负债表（单位：亿元）

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 流动资产： | | | | | | | |
| 货币资金 | 2.22 | 3.09 | 6.34 | 8.33 | 13.2 | 8.4 | 5.1 |
| 应收票据及应收账款 | 14.96 | 16.66 | 14.96 | 25.09 | 25.09 | 25.09 | 25.09 |
| 应收票据 | 0.19 | | | 0.00 | | | |
| 应收账款 | 14.77 | 16.66 | 14.96 | 25.09 | | | |
| 应收款项融资 | | 0.08 | 0.07 | | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 预付款项 | 0.00 | 1.01 | 1.84 | 0.05 | 0.05 | 0.05 | 0.05 |
| 其他应收款(合计) | 0.20 | 0.30 | 2.15 | 1.55 | 1.55 | 1.55 | 1.55 |
| 其他应收款 | 0.20 | 0.30 | 2.15 | 1.55 | 1.55 | 1.55 | 1.55 |
| 存货 | 0.00 | 0.00 | | | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他流动资产 | 0.99 | 0.94 | 1.16 | 1.86 | 2 | 2 | 2 |
| 流动资产合计 | 18.37 | 22.09 | 26.54 | 36.88 | 41.74 | 36.95 | 33.62 |
| 非流动资产： | | | | | | | |
| 可供出售金融资产 | | | | | | | |
| 其他非流动金融资产 | 0.20 | 0.04 | 0.08 | 0.08 | 0.08 | 0.08 | 0.08 |
| 长期应收款 | 0.47 | 0.56 | 0.46 | 0.31 | 0.31 | 0.31 | 0.31 |
| 长期股权投资 | | 6.70 | 22.12 | 2.12 | 2.12 | 2.12 | 2.12 |
| 固定资产(合计) | 64.59 | 64.24 | 49.02 | 70.36 | 78.70 | 115.04 | 154.04 |
| 固定资产 | 64.59 | 64.24 | 49.02 | 70.36 | | | |
| 在建工程(合计) | 2.65 | 25.68 | 14.19 | 14.81 | 14.81 | 14.81 | 14.81 |
| 在建工程 | 2.65 | 25.68 | 14.19 | 14.81 | | | |
| 使用权资产 | | | 4.37 | 43.12 | 43.12 | 43.12 | 43.12 |
| 无形资产 | 0.92 | 1.02 | 0.82 | 16.05 | 16.05 | 16.05 | 16.05 |

| | | | | | | | |
|-----------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 长期待摊费用 | 0.13 | 0.17 | 0.02 | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.01 |
| 递延所得税资产 | 0.03 | 0.03 | 0.25 | 1.35 | 1.35 | 1.35 | 1.35 |
| 其他非流动资产 | 3.94 | 1.76 | 2.43 | 4.58 | 4.58 | 4.58 | 4.58 |
| 非流动资产差额(合计平衡项目) | | | | | | | |
| 非流动资产合计 | 72.91 | 100.20 | 93.77 | 152.78 | 161 | 197 | 236 |
| 资产总计 | 91.28 | 122.29 | 120.31 | 189.67 | 203 | 234 | 270 |
| 流动负债: | | | | | | | |
| 短期借款 | | | | | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付票据及应付账款 | 3.29 | 7.99 | 6.49 | 12.47 | 12.47 | 12.47 | 12.47 |
| 应付票据 | | | | | | | |
| 应付账款 | 3.29 | 7.99 | 6.49 | 12.47 | | 0 | 0 |
| 预收款项 | | | | | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 合同负债 | | 0.25 | 0.24 | 0.23 | 0.23 | 0.23 | 0.23 |
| 应付职工薪酬 | 0.07 | 0.09 | 0.15 | 0.18 | 0.18 | 0.18 | 0.18 |
| 应交税费 | 0.66 | 0.65 | 0.92 | 1.02 | 1.02 | 1.02 | 1.02 |
| 其他应付款(合计) | 0.39 | 0.04 | 1.63 | 1.41 | 1.41 | 1.41 | 1.41 |
| 应付利息 | 0.07 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | |
| 应付股利 | 0.13 | 0.00 | 0.00 | 0.29 | | | |
| 其他应付款 | 0.19 | 0.04 | 1.62 | 1.12 | | | |
| 一年内到期的非流动负债 | 4.87 | 5.50 | 5.57 | 26.05 | 26.05 | 26.05 | 26.05 |
| 其他流动负债 | | | | | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 流动负债合计 | 9.28 | 14.51 | 14.98 | 41.36 | 41.36 | 41.36 | 41.36 |
| 非流动负债: | | | | | | | |
| 长期借款 | 39.39 | 39.60 | 22.72 | 25.37 | 33 | 58 | 85 |
| 应付债券 | | 10.76 | 2.49 | 2.58 | 2.58 | 2.58 | 2.58 |
| 租赁负债 | | | 9.03 | 22.12 | 22.12 | 22.12 | 22.12 |
| 长期应付款(合计) | 9.37 | 20.77 | 18.60 | 37.85 | 37.85 | 37.85 | 37.85 |
| 长期应付款 | 9.37 | 20.77 | 18.60 | 37.85 | | | |
| 递延所得税负债 | | 0.00 | 0.00 | 3.14 | 3.14 | 3.14 | 3.14 |
| 其他非流动负债 | | | | | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 非流动负债合计 | 48.76 | 71.13 | 52.84 | 91.06 | 98.74 | 123.35 | 150.80 |
| 负债合计 | 58.05 | 85.65 | 67.83 | 132.42 | 140.10 | 164.71 | 192.16 |
| 所有者权益(或股东权益): | | | | | | | |
| 实收资本(或股本) | 20.74 | 20.74 | 24.34 | 24.34 | 24.34 | 24.34 | 24.34 |
| 其它权益工具 | | 2.31 | 0.51 | 0.51 | 0.51 | 0.51 | 0.51 |
| 资本公积金 | 5.17 | 5.17 | 13.92 | 15.21 | 15.21 | 15.21 | 15.21 |
| 减: 库存股 | | | 1.06 | 0.66 | 0.66 | 0.66 | 0.66 |
| 专项储备 | | | | 0.03 | 0.03 | 0.03 | 0.03 |
| 盈余公积金 | 0.32 | 0.52 | 2.13 | 2.26 | 2.26 | 2.26 | 2.26 |
| 未分配利润 | 7.00 | 7.89 | 12.50 | 16.42 | 21.94 | 28.88 | 37.10 |
| 归属于母公司所有者权益合计 | 33.24 | 36.64 | 52.35 | 58.12 | 63.6 | 70.6 | 78.8 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.13 | -0.88 | -0.9 | -0.9 | -0.9 |
| 所有者权益合计 | 33.24 | 36.64 | 52.48 | 57.24 | 62.8 | 69.7 | 77.9 |

资料来源: wind, 华源证券

表 7：公司预测现金流量表（单位：亿元）

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 经营活动产生的现金流量： | | | | | | | |
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 7.56 | 8.05 | 6.96 | 15.51 | 20.68 | 24.08 | 29.34 |
| 收到的税费返还 | 0.03 | 0.08 | 0.18 | 0.22 | | | |
| 收到其他与经营活动有关的现金 | 0.04 | 0.04 | 0.21 | 0.22 | 0.66 | 0.66 | 0.66 |
| 经营活动现金流入小计 | 7.63 | 8.17 | 7.35 | 15.95 | 21.34 | 24.74 | 30.00 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 0.26 | 0.60 | 0.68 | 1.85 | 3.05 | 3.76 | 4.75 |
| 支付给职工以及为职工支付的现金 | 0.21 | 0.22 | 0.28 | 0.47 | 1.41 | 1.44 | 1.32 |
| 支付的各项税费 | 0.25 | 0.53 | 0.62 | 1.54 | 0.68 | 1.22 | 1.45 |
| 支付其他与经营活动有关的现金 | 0.29 | 0.33 | 0.39 | 0.52 | 0.06 | 0.06 | 0.06 |
| 经营活动现金流出小计 | 1.02 | 1.68 | 1.96 | 4.38 | 5.20 | 6.48 | 7.58 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 6.61 | 6.49 | 5.40 | 11.57 | 16.14 | 18.26 | 22.42 |
| 投资活动产生的现金流量： | | | | | | | |
| 收回投资收到的现金 | 0.01 | | | 1.00 | | | |
| 取得投资收益收到的现金 | | 0.04 | 0.38 | 0.02 | 0.56 | 1.69 | 2.25 |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | |
| 处置子公司及其他营业单位收到的现金净额 | | | 17.67 | | | | |
| 收到其他与投资活动有关的现金 | 0.00 | | | 0.13 | | | |
| 投资活动现金流入小计 | 0.01 | 0.04 | 18.05 | 1.15 | 0.56 | 1.69 | 2.25 |
| 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 | 4.21 | 5.91 | 3.23 | 9.37 | 13.30 | 42.52 | 47.76 |
| 投资支付的现金 | 0.07 | 7.53 | 15.46 | 2.01 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额 | | | | 1.11 | | | |
| 支付其他与投资活动有关的现金 | | | | 0.11 | | | |
| 投资活动现金流出小计 | 4.28 | 13.44 | 18.69 | 12.60 | 13.30 | 42.52 | 47.76 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | (4.27) | (13.4) | (0.64) | (11.5) | (12.74) | (40.83) | (45.51) |
| 筹资活动产生的现金流量： | | | | | | | |
| 吸收投资收到的现金 | 4.84 | 12.91 | 1.22 | 1.50 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金 | | | | | | | |
| 取得借款收到的现金 | | 4.79 | 7.08 | 1.00 | 7.7 | 24.6 | 27.5 |
| 收到其他与筹资活动有关的现金 | 2.24 | 1.84 | 11.75 | 28.61 | | | |
| 筹资活动现金流入小计 | 7.08 | 19.54 | 20.05 | 31.11 | 7.7 | 24.6 | 27.5 |
| 偿还债务支付的现金 | 4.04 | 4.19 | 12.37 | 9.24 | | | |
| 分配股利、利润或偿付利息支付的现金 | 3.15 | 3.49 | 3.27 | 3.88 | 6.2 | 6.8 | 7.7 |
| 支付其他与筹资活动有关的现金 | 3.67 | 4.12 | 5.97 | 15.85 | | | |
| 筹资活动现金流出小计 | 10.85 | 11.80 | 21.62 | 28.97 | 6.2 | 6.8 | 7.7 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | (3.77) | 7.74 | (1.57) | 2.14 | 1.5 | 17.8 | 19.8 |

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 lirui xue@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