

2024年2月7日

皖能电力 (000543.SZ)

买入 (首次覆盖)

——安徽省火电龙头 兼具确定性与成长性

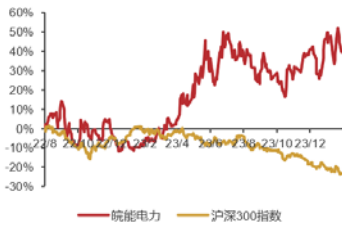
证券分析师

刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

联系人

刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

市场表现:



相关研究

投资要点:

- **皖能集团唯一电力上市平台,安徽省火电龙头企业。**公司控股股东为皖能集团(省属能源集团),持股 56.74%,实控人为安徽省国资委。2012 年皖能集团承诺皖能电力为其旗下唯一发电类平台,集团已逐步将火电资产注入皖能电力,另拥有新能源指标超 500 万千瓦。公司自成立以来一直以火电为绝对核心,截至 2022 年底,公司控股装机 892 万千瓦,其中火电 887 万千瓦、光伏 5 万千瓦,控股火电占安徽省省调机组约 1/4。同时公司高比例参股省内优质火电机组,火电权益装机达到 12GW,资产聚焦安徽,与安徽省内电力市场环境密切相关。
- **安徽省十四五电力供需格局延续紧张,省内电价韧性十足,兼具煤价弹性。**依托于国家中部崛起战略、长三角区域一体化发展、“八横八纵”高铁网络建设,以及安徽省政府对于十大新兴产业的持续支持,安徽省 GDP 及用电量连续 20 年高增,而受省内资源限制以及双碳战略约束,省内电力缺口或持续紧张,国网安徽电力预计 2025 年全省电力缺口超过 2000 万千瓦。结合 2021 年以来电力市场化改革推进,省内电价维持高位,2022-2023 年顶格上浮,2024 年综合电价下滑不足 4 厘钱,较高的长协电价为省内火电机组提供较强煤价弹性保障,2023 年在煤价回落趋势下,公司前三季度业绩逐季修复,预计全年度电利润修复已至 4 分,未来现货市场的推进或为公司火电机组提供超额收益。
- **十四五期间火电确定高质量增长,多元化拓展清洁能源。**根据公司火电在建情况,预计公司 2024 年火电控股、权益装机分别达到 13、16GW,较 2022 年底分别增长约 50%、15%,其中新增控股火电机组为新疆坑口电站,外送华东电网(新疆昌吉至安徽古泉);新增参股火电机组为省内煤电联营机组,均具备煤炭保障。同时,作为省能源集团唯一电力平台,公司承担安徽省能源转型重要责任,2023 年承接集团环保、抽水蓄能等资产,规划十四五期间新能源装机达到 400 万千瓦,省内优选资源结合省外配套火电机组展开。
- **盈利预测与估值:**安徽省 2024 年中长期电价已经落地,结合 1-2 月代理购电价情况以及安徽省内持续偏紧的电力供需形势,预计安徽省电价或将在较长期维持韧性,同时公司火电电站或受益于长协比例提升及煤价回落弹性,预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 13.87、18.86、23.5 亿元,当前股价对应 2024-2025 年 PE 分别 8、7 倍。公司已发布 2023 年业绩预告,预计实现归母净利润 13.1-15 亿元。首次覆盖,给予“买入”评级。
- **风险提示:**电价政策波动、煤价上涨超预期。

股票数据: 2024年2月6日

收盘价(元)	6.95
一年内最高/最低(元)	7.79/4.33
总市值(百万元)	15755
市净率 PB	1.12

基础数据: 2023年9月30日

总股本(百万股)	2267
总资产(百万元)	59823
净资产(百万元)	20379
每股净资产(元)	6.20

资料来源:公司公告,wind

盈利预测与估值

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	21032	24276	24915	26773	29491
同比增长率(%)		15.4%	2.6%	7.5%	10.2%
归母净利润(百万元)	-1337	425	1387	1886	2350
同比增长率(%)		-131.8%	226.1%	36.1%	24.6%
每股收益(元/股)			0.61	0.83	1.04
毛利率(%)	-4.59%	0.90%	7.95%	10.00%	12.07%
ROE(%)	-10.7%	3.4%	10.3%	12.8%	14.5%
市盈率			11	8	7

投资案件

投资评级与估值

安徽省 2024 年中长期电价已经落地，结合 1-2 月代理购电价情况以及安徽省内持续偏紧的电力供需形势，预计安徽省电价或将在较长期维持韧性，同时公司火电电站或受益于长协比例提升及煤价回落弹性，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 13.87、18.86、23.5 亿元，当前股价对应 2024-2025 年 PE 分别 8、7 倍。公司已发布 2023 年业绩预告，预计实现归母净利润 13.1-15 亿元。

首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

结合公司火电在建情况、安徽省电力供需格局以及新能源规划，我们预计公司 2023-2025 年火电分别新增装机 198、222、0 万千瓦，风电分别新增装机 0、30、70 万千瓦，光伏分别新增装机 15、80、100 万千瓦。入炉标煤单价分别同比变动-5.3%、-5.4%、0%。

投资逻辑要点

站在当前时点，皖能电力仍然为攻守兼具，小而美的区域火电企业。我们强调在电力市场化改革下，应当关注区域电力供需格局（电价层面、利用小时数层面）、政府对电价的友好程度（电价层面）、机组质量（煤耗成本层面）以及公司资产负债率四个角度选股，皖能电力在前两个角度占优，业绩向下空间相对较小。同时公司 2023 年投产以及 2024 年在建火电机组占 2022 年装机 50%左右，在火电盈利能力改善环境下具备较大且确定的业绩增量。

核心风险提示

电价政策波动风险。公司电价面临两方面风险，其一为容量电价收取风险，由于煤电机组面临较强考核要求，公司煤电机组存在不能全额收取容量电价的风险；其二为新投产的新疆江布电厂电价波动风险。

煤价上涨风险。考虑到公司目前仍然以煤电装机为绝对占比，煤价波动对公司盈利能力带来较强影响，而电价基本由长协电价锁定，若煤价大幅上涨将带来公司业绩较强波动。

目录

1. 安徽省火电龙头 享电价韧性与煤价弹性.....	5
2. 火绿兼具成长 确定性与成长性并存.....	7
3. 盈利预测与估值.....	9

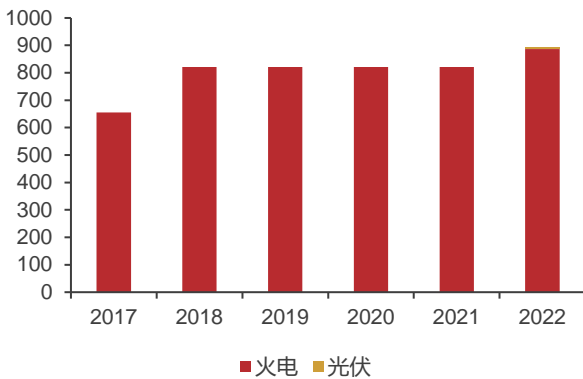
图表目录

图 1：公司 2017-2022 年控股装机结构（万千瓦）	5
图 2：安徽省 2022 年火电装机结构	5
图 3：公司 2017-2023 年归母净利润（亿元）	6
图 4：公司 2022-2023Q3 单季度归母净利润（亿元）	6
图 5：安徽省 2000-2023 年用电量增速与 GDP 增速情况	7
图 6：公司 2017-2022 年上网电价及较燃煤标杆电价浮动比例	7
表 1：截至 2023 年底公司主要控股在运火电装机（万千瓦）	5
表 2：截至 2023 年底公司主要参股火电机组情况（万千瓦）	6
表 3：公司在建火电机组情况（万千瓦）	8
表 4：2023 年初现金购买资产情况（万千瓦，亿元）	8
表 5：公司控股电源 2023-2025 年关键数据假设表	9
表 6：可比公司估值表	9
表 7：公司利润表预测（百万元）	11
表 8：公司资产负债表预测（百万元）	11
表 9：公司现金流量表预测（百万元）	13

1. 安徽省火电龙头 享电价韧性及煤价弹性

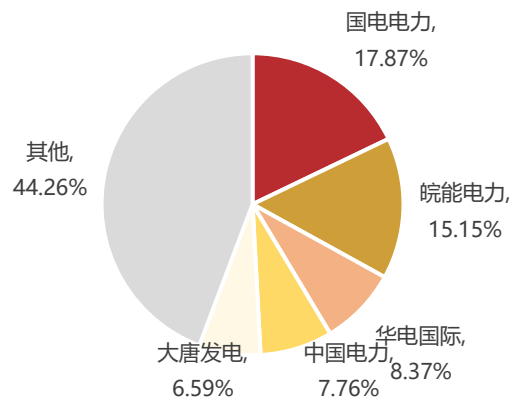
皖能集团唯一电力上市平台，安徽省火电龙头企业。公司控股股东为安徽省能源集团有限公司（简称“皖能集团”），截至2023年9月底持股56.74%；实际控制人为安徽省国资委（100%持有皖能集团）。皖能集团承诺，**皖能电力为皖能集团旗下发电类资产（火电、水电、环保、新能源）整合的唯一上市平台和资本运作平台。**截至2022年底，皖能电力控股装机892万千瓦，其中火电887万千瓦，光伏5万千瓦。其中，公司省调火电机组占全省省调机组成约1/4，位居第一；公司火电机组占省内全部火电装机15%左右。

图 1：公司 2017-2022 年控股装机结构（万千瓦）



资料来源：公司公告，华源证券

图 2：安徽省 2022 年火电装机结构



资料来源：各公司公告，华源证券。注：“其他部分”包括集团非上市资产、地方性电厂以及自备电厂，包括非统调电厂，统调电厂口径集中度更高

参控股省内优质火电机组，做强做优火电基本盘。公司存量控股机组几乎均为火电，同时大比例参股省内优质火电。截至2022年，公司权益装机1228万千瓦，其中火电权益装机1204万千瓦，占比达98%。公司参股控股火电合计装机超过20GW，超过省内火电装机1/3，且参股火电多为煤电联营机组，高煤价下具备煤价优势，盈利较为稳定。

表 1：截至 2023 年底公司主要控股在运火电装机（万千瓦）

电厂名称	区域	总装机	机组结构	权益比例	权益装机
皖能合肥	安徽	126	63*2	51.00%	64.3
皖能马鞍山	安徽	132	66*2	51.00%	67.3
皖能铜陵	安徽	237	32+105+100	51.00%	120.9
临涣中利	安徽	64	32*2	51.00%	32.6
淮北国安*	安徽	64	32*2	40.00%	25.6
钱营孜	安徽	70	35*2	50.00%	35.0
阜阳华润一期	安徽	128	64*2	56.36%	72.1
阜阳华润二期	安徽	132	66*2	56.36%	74.4

新疆皖能江布电厂	新疆	132	2*66	53.00%	70.0
合计		1085		52%	562.2

资料来源：公司公告，华源证券。注：1) 公司持有淮北国安 52.5%表决权，其中 12.5%代集团管理；2) 新疆皖能江布电厂于 2023 年 9 月投产

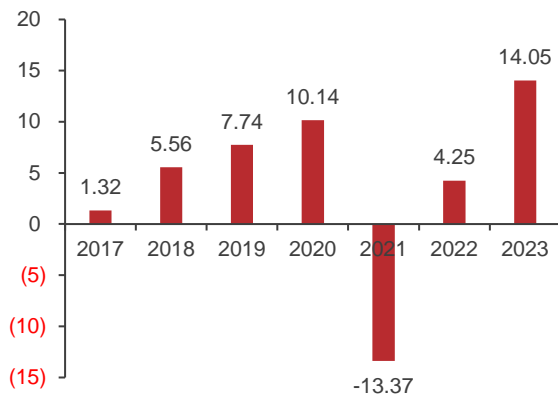
表 2：截至 2023 年底公司主要参股火电机组情况（万千瓦）

电厂名称	区域	总装机	机组结构	权益比例	权益装机	备注
神皖能源	安徽	592	2*66+4*33+4*32+2*100	49.0%	290.08	与北京国电合作
淮北涣城	安徽	60	30*2	49.0%	29.4	与临涣中利为同一主体
淮南洛能	安徽	190	32*2+63*2	46.0%	87.4	坑口电站
新集利辛	安徽	200	100*2	45.0%	90	与中煤能源合作
淮北申皖	安徽	132	66*2	24.5%	32.34	申能股份控股
山西潞光	山西	132	66*2	35.0%	46.2	2021 年收购
合计		1306		44.1%	575.42	

资料来源：公司公告，华源证券

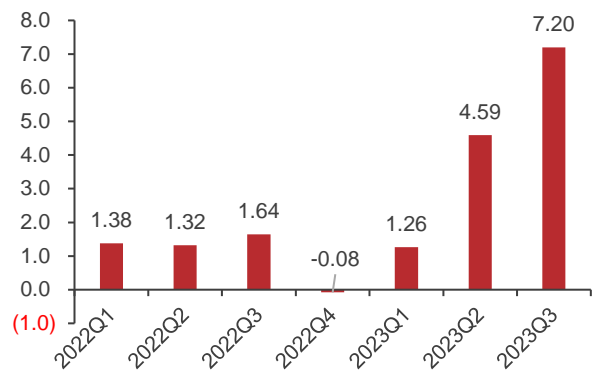
2023 年前三季度业绩逐季修复，长协比例提升叠加市场煤回落享受煤价弹性。根据公司公告，公司 2023 年第一季度、第二季度、第三季度公司入炉煤价分别为略低于 1100 元/吨、1000-1050 元/吨、1000 元/吨以下。煤价逐季度下滑或主要受益于长协煤比例提升、市场煤价回落以及三季度新疆坑口电站投产。在中长期电价保证下，入炉煤价下滑带来公司 2023 年前三季度业绩逐季度持续回升，2023 年业绩达到近十年峰值，预计 2023 年全年实现归母净利润 14 亿元（业绩预告中值），营业利润 16.5 亿元，度电利润修复至 4 分。

图 3：公司 2017-2023 年归母净利润（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券。注：2023 年业绩为业绩预告中值

图 4：公司 2022-2023Q3 单季度归母净利润（亿元）



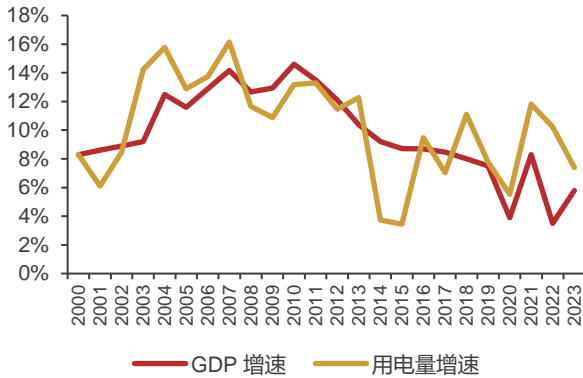
资料来源：公司公告，华源证券。注：由于四季度涉及减值、费用等问题，暂未展示 2023Q4 情况

安徽省十四五电力供需格局或偏紧，省内电价韧性十足。依托于国家中部崛起战略（2004 年提出）、长三角区域一体化发展（2019 年提出）、“八横八纵”高铁网络建

设，以及安徽省政府对于十大新兴产业的持续支持，安徽省 GDP2000-2022 年持续高增，复合年均增速达到 12.9%。根据国网安徽电力披露，**预计到 2025 年全省电力缺口将超过 2000 万千瓦。**

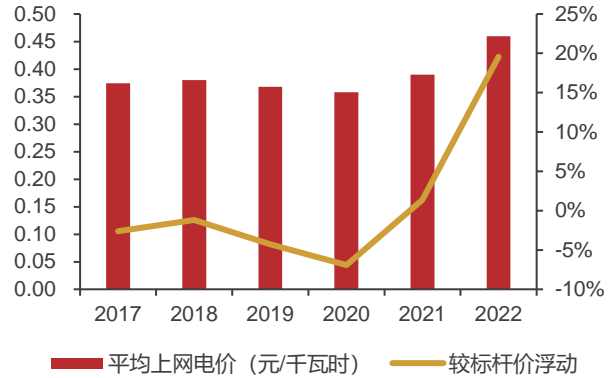
2021 年以来电力市场化改革全国性深化，安徽省也在 2023 年底启动现货长周期结算试运行，考虑到**现货市场作为电力供需的温度计，安徽省电价或维持韧性。**根据国网安徽电力披露的代理购电价数据，2021 年 11 月至 2023 年 12 月月度上网电价均为 461.28 元/兆瓦时，较安徽省燃煤标杆电价顶格上浮。2024 年 1-2 月省内代理购电价分别为 436.38、436.75 元/兆瓦时，另外分别收取容量电费 21、20.5 元/兆瓦时，火电发电侧综合平均价约 457.32 元/兆瓦时，较 2022 年中长期电价下滑约 3.9 元/兆瓦时。

图 5: 安徽省 2000-2023 年用电量增速与 GDP 增速情况



资料来源: wind、安徽省统计局, 华源证券

图 6: 公司 2017-2022 年上网电价及较燃煤标杆电价浮动比例



资料来源: 公司公告, 华源证券

2. 火绿兼具成长 确定性与成长性并存

十四五火绿兼具成长，集团承诺享优质资产注入。根据公司公告，公司计划 2025 年实现在役在建火电装机 1500 万千瓦，新能源装机不少于 400 万千瓦。皖能集团自 2012 年承诺皖能电力将作为集团旗下唯一发电类平台，2012-2023 年，先后向皖能电力注入临涣中利发电 50%股权、核电秦山联营 2%股权、淮南洛能发电 46%股权、神皖能源 49%股权、皖能环保 51%股权等，注入火电资产均为优质资产（多为煤电联营），2022 年皖能电力联合营投资收益 7.54 亿元，控股火电亏损超过 6 亿。

根据集团公告，截至 2023 年 10 月，集团旗下参股控股火电几乎都在皖能电力体内¹，另有新能源建成、在建及取得的指标合计超过 500 万千瓦。

¹ 根据皖能电力 2023 年 8 月 12 日公告，目前集团旗下参股的安徽省合肥联合发电有限公司（持股 16%）未满足注入条件，同业竞争承诺延期至 2026 年 8 月

高质量新增火电机组，2024-2025 年确定性成长。公司控股的江布电厂 2×66 万千瓦机组已于 2023 年 9 月正式投产，该电站为新疆坑口电站，外送吉泉线²，为公司 2024 年贡献增量业绩。此外，新疆英格玛电厂（西黑山电厂）与参股火电（均为煤电联营）等合计权益装机超过 150 万千瓦预计于 2024 年投产，为 2024、2025 年贡献增量业绩。

表 3：公司在建火电机组情况（万千瓦）

类型	电厂	区域	总装机	机组结构	持股比例	权益装机	投产时间
控股	皖能合肥燃气	安徽	90	2*45	100%	90	预计 2023 年年底投产
控股	新疆英格玛电厂（准东特高压）	新疆	132	2*66	70%	92.4	预计 2024 年投产
参股	钱营孜二期	安徽	100	1*100	50%	50	预计 2024 年年底投产
参股	板集电厂二期	安徽	132	2*66	45%	59.4	预计 2024 年年底投产

资料来源：公司公告，华源证券。注：皖能合肥燃气已于 2023 年底投产、2024 年 1 月并网

多元化电源结构，积极拓展清洁能源。公司在双碳背景下提出进一步做强做优火电，并加速清洁能源转型，十四五新能源装机计划达到 400 万千瓦，十四五末、十五五初期清洁能源与新能源装机达到 50% 占比的目标。考虑到安徽省地理条件限制，公司发展新能源主要围绕省内以及外省火电机组配套电源展开。根据公司公告，目前已获得新疆 80 万千瓦光伏、安徽宿州 30 万千瓦风电以及阜阳 6 万千瓦光伏。

作为集团旗下唯一电力平台，公司于 2023 年通过 22.1 亿现金购买皖能集团旗下皖能环保发电 51% 股权以及响水涧、响洪甸、琅琊山和天荒坪四个抽水蓄能项目，注入稳定优质资产，增厚 EPS。并于 2023 年 6 月提出将皖能环保发电股份制改制，筹划新三板挂牌，并于 2023 年 8 月底完成股份制改制。

表 4：2023 年初现金购买资产情况（万千瓦，亿元）

电厂名称	控股/参股	总装机	机组结构	权益比例	2021 年净利润	对应投资收益
安徽皖能环保发电	参股	29.5	-	0.51	1.85	0.95
安徽响水涧抽水蓄能	参股	100	4*25	0.024	0.92	0.02
安徽省响洪甸蓄能	参股	12	4*2+4*1	0.45	0.11	0.05
华东琅琊山抽水蓄能	参股	60	4*15	0.3	0.6	0.18
华东天荒坪抽水蓄能	参股	180	6*30	0.056	4.26	0.24
合计						1.44

资料来源：公司公告，华源证券

² 江布电厂为疆电送华东特高压线路吉泉线的配套电源，输送电量执行“基准+浮动”价格机制，其中基准参照疆内基准电价，浮动比例按照受端省份直接交易电价上涨幅度均值

3. 盈利预测与估值

皖能电力作为安徽省能源集团旗下唯一的电力平台，长期以火电为核心业务，承担省内保供重要责任，并分享安徽省经济成长。结合公司火电在建情况、安徽省电力供需格局以及新能源规划，我们预计公司 2023-2025 年火电分别新增装机 198、222、0 万千瓦，风电分别新增装机 0、30、70 万千瓦，光伏分别新增装机 15、80、100 万千瓦。

安徽省 2024 年中长期电价已经落地，结合 1-2 月代理购电价情况以及安徽省内持续偏紧的电力供需形势，预计安徽省电价或将在较长期维持韧性，同时公司沿江电站享受煤价弹性，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 13.87、18.86、23.5 亿元，当前股价对应 2024-2025 年 PE 分别为 8、7 倍。公司已发布 2023 年业绩预告，预计实现归母净利润 13.1-15 亿元。

表 5：公司控股电源 2023-2025 年关键数据假设表

项目	2023E	2024E	2025E
装机新增 (万千瓦)			
安徽	0	90	0
新疆	198	132	0
利用小时数 (小时)			
安徽	4820	4750	4700
新疆	5000	5000	5000
上网电价 (元/千瓦时, 含税)			
安徽	0.4613	0.4533	0.4533
新疆	0.2850	0.2634	0.2545
入炉标煤单价同比变动 (%)			
	-5.3%	-5.4%	0.0%
风电 装机新增 (万千瓦)	0	30	50
光伏 装机新增 (万千瓦)	15	80	50

资料来源：华源证券。注：2024 年安徽火电上网电价考虑拿到 80%容量电费

考虑到公司火电机组区域分布以及区域经济发展特征，我们选取长三角地区火电公司申能股份（上海区域火电龙头）、浙能电力（浙江区域火电龙头）以及国电电力（安徽省第一大火电公司，全国性火电龙头）为可比公司，则可比公司 2024-2025 年平均 PE 分别为 9、8 倍。从区域电力供需格局、政府对电价的友好程度、装机增长以及机组质量多个维度考虑，首次覆盖，给予皖能电力“买入”评级。

表 6：可比公司估值表（元，元/股）

股票代码	公司简称	收盘价				EPS			PE			PB
		2024-2-6	23E	24E	25E	23E	24E	25E				
600642.SH	申能股份	7.43	0.69	0.75	0.83	11	10	9	1.11			
600023.SH	浙能电力	5.45	0.50	0.61	0.67	11	9	8	1.09			

600795.SH	国电电力	4.47	0.31	0.48	0.55	14	9	8	1.63
平均			0.50	0.61	0.68	12	9	8	1.28
000543.SZ	皖能电力	6.95	0.61	0.83	1.04	11	8	7	1.12

资料来源：wind，华源证券。注：盈利预测为wind一致预期，2023年均已发布业绩预告，业绩选取预告中值

风险提示：

电价政策波动风险。公司电价面临两方面风险，其一为容量电价收取风险，由于煤电机组面临较强考核要求，公司煤电机组存在不能全额收取容量电价的风险；其二为新投产的新疆江布电厂电价波动风险。

煤价上涨风险。考虑到公司目前仍然以煤电装机为绝对占比，煤价波动对公司盈利能力带来较强影响，而电价基本由长协电价锁定，若煤价大幅上涨将带来公司业绩较强波动。

表 7：公司利润表预测（百万元）

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	16092	16752	21032	24276	24915	26773	29491
营业收入	16092	16752	21032	24276	24915	26773	29491
营业总成本	15367	15960	23072	25042	24225	25656	27695
营业成本	14696	15284	21998	24058	22934	24095	25932
税金及附加	122	122	90	101	104	111	123
销售费用	4	4	4	13	25	27	29
管理费用	50	56	66	95	117	105	147
研发费用		87	482	208	213	229	295
财务费用	495	406	432	568	833	1089	1168
其中：利息费用	503	418	449	583	850	1106	1185
减：利息收入	12	13	20	17	17	17	17
加：其他收益	22	33	26	61	61	61	61
投资净收益	520	738	-413	868	1225	1345	1515
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	423	600	-509	754	1225	1345	1515
公允价值变动净收益	0	0	9	-2	0	0	0
资产减值损失	-5	-3	-92	-34	-350	0	0
信用减值损失	0	-5	1	-8	0	0	0
资产处置收益	2	1	-4	-4	0	0	0
营业利润	1265	1557	-2513	115	1626	2522	3372
加：营业外收入	26	13	98	9	0	0	80
减：营业外支出	4	9	163	4	70	0	0
利润总额	1286	1561	-2578	120	1556	2522	3452
减：所得税	227	232	-383	-62	50	235	484
净利润	1059	1329	-2195	182	1506	2287	2968
持续经营净利润	1059	1329	-2195	182	1506	2287	2968
减：少数股东损益	285	315	-858	-243	120	401	618
归属于母公司所有者的净利润	774	1014	-1337	425	1387	1886	2350

资料来源：wind，华源证券

表 8：公司资产负债表预测（百万元）

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产：							
货币资金	1210	1024	1206	1582	1830	2460	4340
应收票据及应收账款	1783	1921	1856	2274	2274	2274	2274
应收票据	214	210	120	3			
应收账款	1569	1711	1736	2270			
预付款项	39	314	356	568	568	568	568
其他应收款(合计)	42	424	131	240	240	240	240
应收股利	22	85	85	97			
应收利息	0	1	0	0			
其他应收款	20	338	47	143			
存货	342	277	797	720	720	720	720

其他流动资产	202	189	626	281	281	281	281
流动资产合计	3669	4149	5105	5666	5913	6543	8423
非流动资产:							
债权投资							
可供出售金融资产							
其他权益工具投资	4035	4325	3842	3192	3192	3192	3192
其他非流动金融资产							
长期股权投资	7674	8165	10519	11229	12586	14028	15588
投资性房地产	12	12	11	11	11	11	11
固定资产(合计)	16517	15294	14632	15880	22408	29410	30669
固定资产	16207	15090	14628	15894			
固定资产清理	311	204	4	-14			
在建工程(合计)	192	226	2838	6145	6145	6145	6145
在建工程	192	226	2838	6145			
工程物资		0					
使用权资产			9	45	45	45	45
无形资产	740	767	751	752	752	752	752
开发支出							
商誉	16	16	536	536	536	536	536
长期待摊费用	17	14	11	13	13	13	13
递延所得税资产	25	24	484	571	571	571	571
其他非流动资产	3	700	1837	1152	1152	1152	1152
非流动资产合计	29231	29543	35472	39525	47410	55854	58674
资产总计	32899	33692	40576	45191	53323	62397	67097
流动负债:							
短期借款	4611	4332	1608	603	1803	2803	2803
交易性金融负债							
应付票据及应付账款	1099	1686	3202	5527	5527	5527	5527
应付票据	75	719	1848	2877			
应付账款	1024	967	1353	2650			
预收款项	48	1	0		0	0	0
合同负债		169	240	168	168	168	168
应付职工薪酬	49	49	56	60	60	60	60
应交税费	264	318	106	135	135	135	135
其他应付款(合计)	943	561	778	433	433	433	433
应付利息		0	0	0			
应付股利	5	5	55	8			
其他应付款	938	556	722	425			
一年内到期的非流动负债	693	556	1990	2415	2415	2415	2415
其他流动负债	131	691	2002	22	22	22	22
流动负债合计	7837	8363	9981	9363	10563	11563	11563
非流动负债:							
长期借款	4744	2881	10400	16505	22417	28864	31419
应付债券	1016	2033	2630	1613	1613	1613	1613
租赁负债			7	34	34	34	34

长期应付款(合计)	43	33	22	11	11	11	11
长期应付款	43	33	22	11	0	0	0
预计负债					0	0	0
递延所得税负债	836	862	681	526	526	526	526
递延收益-非流动负债	183	167	179	164	164	164	164
非流动负债合计	6823	5976	13920	18852	24764	31211	33766
负债合计	14660	14339	23901	28215	35327	42774	45329
所有者权益(或股东权益):							
实收资本(或股本)	2267	2267	2267	2267	2267	2267	2267
资本公积金	3817	3817	3817	3818	3818	3818	3818
其它综合收益	1975	2053	1523	1102	1102	1102	1102
盈余公积金	1197	1311	1311	1397	1397	1397	1397
未分配利润	4224	5038	3529	4009	4910	6136	7664
归属于母公司所有者权益							
合计	13485	14490	12452	12599	13501	14727	16254
少数股东权益	4754	4863	4224	4376	4495	4896	5514
所有者权益合计	18239	19353	16676	16975	17996	19623	21768

资料来源: wind, 华源证券

表 9: 公司现金流量表预测 (百万元)

	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	17683	19125	24467	26027	24915	26773	29491
收到的税费返还	7	13	10	684	13	0	0
收到其他与经营活动有关的现金	557	122	319	314	61	61	141
经营活动现金流入(金融类)					17	17	17
经营活动现金流入小计	18247	19260	24796	27025	25006	26851	29649
购买商品、接受劳务支付的现金	13882	14517	23911	22347	21366	21887	23542
支付给职工以及为职工支付的现金	743	770	825	881	355	360	472
支付的各项税费	771	775	545	439	153	347	607
支付其他与经营活动有关的现金	184	247	572	489	70	0	0
经营活动现金流出小计	15580	16310	25853	24156	21945	22595	24621
经营活动产生的现金流量净额	2667	2950	-1056	2869	3061	4256	5028
投资活动产生的现金流量:							
收回投资收到的现金	1	420	0	262	0	0	0
取得投资收益收到的现金	249	479	563	415	368	404	455
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	104	1	5	20	0	0	0
收到其他与投资活动有关的现金		0	83	154	0	0	0
投资活动现金流入小计	354	901	651	850	368	404	455
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	593	1064	2689	4650	8445	9210	3650
投资支付的现金	2022	1093	3406	276	500	500	500
取得子公司及其他营业单位支付的现			781		0	0	0

金净额

支付其他与投资活动有关的现金	315	13	0	0	0	0
投资活动现金流出小计	2614	2472	6889	4926	8945	4150
投资活动产生的现金流量净额	-2261	-1571	-6238	-4075	-8578	-3696
筹资活动产生的现金流量：						
吸收投资收到的现金	59	79	187	0	0	0
其中：子公司吸收少数股东投资收到的	59	79	187	0	0	0
现金						
取得借款收到的现金	6675	7447	18010	11677	7112	2555
收到其他与筹资活动有关的现金	1340	400	400	0	0	0
筹资活动现金流入小计	8015	7906	18490	11865	7112	2555
偿还债务支付的现金	6428	8119	9493	9032	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	692	971	820	908	1335	1766
其中：子公司支付给少数股东的股利、	131	266	182	97	0	0
利润						
支付其他与筹资活动有关的现金	1605	413	688	320	0	0
筹资活动现金流出小计	8725	9503	11001	10260	1335	1766
筹资活动产生的现金流量净额	-710	-1597	7489	1605	5776	547

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