

2024年04月25日

## 华能国际 (600011.SH)

——全球最大的火电上市公司 静待电改取得突破

增持 (首次覆盖)

## 投资要点:

## 证券分析师

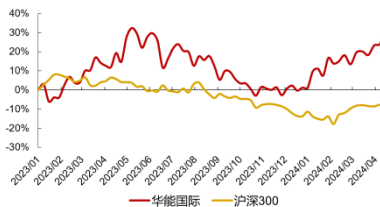
刘晓宁  
S1350523120003  
liuxiaoning@huayuanstock.com

## 研究支持

## 联系人

刘晓宁  
S1350523120003  
liuxiaoning@huayuanstock.com

## 市场表现:



## 相关研究

- **华能集团旗舰上市平台，中国最大的上市发电公司。**公司为华能集团旗舰上市平台，同时也是我国最大的上市发电公司，截至2023年12月底，公司在运控股装机合计1.36亿千瓦，其中煤电9328万千瓦，气电1323万千瓦，风电1551万千瓦、光伏1310万千瓦，传统火电及新能源规模均处于业内第一梯队。公司2021年提出“十四五”期间新增新能源装机4000万千瓦，根据公司经营数据公告，截至2023年12月底，公司新能源装机达到2861万千瓦，2023年下半年新投产新能源装机接近600万千瓦，全年投产接近900万千瓦。
- **从地域分布来看，公司境内电厂分布在全国二十六个省级区域，煤机主要反映东部沿海省份供需格局和盈利能力。**参照2023年发电量数据，公司煤电第一大分布地为山东，2023年煤电发电量占比达到20.25%，江苏、浙江、江西、广东分别达到8.46%、8.13%、7.29%和6.8%，前5大省份占比超过50%；风电、光伏业务基本实现全国性布局，但是相对而言，华北地区占比更高，尤其是风电发电量占比最大的省为江苏，其次是吉林、河南，光伏发电量占比最大的省为山东，其次为河北、山西、江西等。
- **从投资的角度看，煤电板块始终拥有煤价和电价两条博弈主线，公司作为全国性布局的最大煤电公司，受行业整体情况影响较大。**公司的天然体量决定了公司的投资机会以火电行业的beta性机会为主，2023年二季度以来煤价自高位回落，主要火电公司业绩均出现修复，公司的业绩弹性在可比公司中处于领先水平，2023年前三季度实现归母净利润125.64亿元（上年同期归母亏损39.42亿元）。公司2023年全年实现归母净利润84.46亿元，四季度亏损主要计提资产减值损失有关。
- **站在当前时点，由于大量省份2024年度长协电价已定，市场博弈的焦点再次转移到煤价。**按照公司2023年3758亿千瓦时煤电发电量计算，我们测算5500大卡入炉煤价每下降100元/吨，对应归母净利润增厚85亿元。中期来看，区域供需格局依然是决定煤电板块投资价值最核心的因素，公司机组所在省份电力供需整体紧张，机组参数较高，静待供需格局进一步演化。
- **但是长期来看，我们分析公司更大的机会在于火电定位转变，容量电价改变煤电商业模式。**在传统商业模式下，煤电受到经济周期、煤价周期乃至政策周期的三重影响，导致煤电板块周期属性过强、投资体验感不佳。然而，随着全国电源结构低碳转型，煤电利用小时数将处于长期下行通道，传统以赚取点火花差为主的商业模式或难以持续。我们分析未来煤电的定位将以满足全社会用电高峰负荷为主，而非电量支撑，由此带来煤电商业模式的深刻变化，定位转变仍需相关政策支撑。
- **2023年11月国家能源局发文落实容量电价政策，未来力度需要进一步加强。**2023年11月国家能源局发布《关于建立煤电容量电价机制的通知》，宣告市场期盼已久的煤电容量电价机制正式落地。对于公司而言，按照100元/千瓦·年补偿标准计算，约1亿千瓦的火电装机对应每年100亿元容量电价。虽然在当前补偿力度下，电量电价仍然是决定煤电公司盈利的根本性因素，但是政策指引2026年后补偿比例持续提升，有助于煤电定位转变。周期属性的弱化有望降低公司未来现金流的折现率，提升估值水平。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为127.35、145.69和157.21亿元，扣除公司约30亿元永续债利息（估算值），当前股价对应PE 16、13和12倍，公司作为全球最大火电上市公司，有望深度受益于煤电机制理顺，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**煤价波动；电价政策调整。

## 股票数据: 2024年4月24日

收盘价(元)	9.72
一年内最高/最低(元)	10.22/6.90
总市值(亿元)	1526

## 基础数据: 2023年12月31日

总股本(亿股)	157
总资产(亿元)	5412
净资产(亿元)	1714
每股净资产(元)	3.35
市净率PB	2.68

## 盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	246725	254397	249942	251767	255122
同比增长率(%)	20.6%	3.1%	-1.8%	0.7%	1.3%
归母净利润(百万元)	-7387	8446	12735	14569	15721
同比增长率(%)			50.8%	14.4%	7.9%
每股收益(元/股)	-0.61	0.35	0.62	0.74	0.81
毛利率(%)	3.0%	12.1%	14.6%	15.9%	16.7%
ROE(%)	-6.8%	6.4%	9.3%	10.2%	10.5%
市盈率			16	13	12

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 127.35、145.69 和 157.21 亿元，扣除公司约 30 亿元永续债利息（估算值），当前股价对应 PE 16、13 和 12 倍，公司作为全球最大的火电上市公司，有望深度受益于煤电机制理顺，首次覆盖，给予“增持”评级。

### 关键假设

预计公司 2024-2026 综合入炉煤价分别下降 6%、3%和 1%。

### 投资逻辑要点

从投资的角度看，煤电板块始终拥有煤价和电价两条博弈主线，公司作为全国性布局的煤电公司，受行业整体情况影响较大。站在当前时点，由于大量省份 2024 年度长协电价已定，市场博弈的焦点再次转移到煤价。但是长期来看，我们分析公司更大的机会在于火电定位转变，容量电价改变煤电商业模式。公司作为全球最大火电的上市公司，有望深度受益于煤电机制理顺。

### 核心风险提示

煤炭价格上涨；电价政策调整。

## 目录

---

1. 华能集团旗舰平台 全国最大发电公司 .....	5
2. 容量电价影响深远 长期机会在于煤电定位转变 .....	7
3. 盈利预测及估值 .....	9

## 图表目录

图 1：2023 年 6 月底主要电力央企装机及新能源规划情况（单位：万千瓦，部分公司未出年报，故采用 2023H1 口径） .....	5
图 2：公司 2023 年煤电发电量地域分布情况 .....	5
图 3：公司 2023 年天然气发电量地域分布情况 .....	5
图 4：公司 2023 年风电发电量地域分布情况 .....	6
图 5：公司 2023 年光伏发电量地域分布情况 .....	6
图 6：公司过去几年业绩主要由新能源提供（单季利润总额，亿元） .....	7
表 1：2023 年 11 月国家能源局《建立煤电容量电价机制的通知》 .....	8
表 2：公用事业重点公司估值表（元，元/股） .....	9
表 3：公司利润表预测（百万元） .....	10
表 4：公司资产负债表预测（百万元） .....	10
表 5：公司现金流量表预测（百万元） .....	12

## 1. 华能集团旗舰平台 全国最大火电上市公司

**华能集团旗舰上市平台，中国最大的上市发电公司。**公司为华能集团旗舰上市平台，同时也是最大的上市发电公司，境内第一个实现在纽约、香港、上海三地上市的发电公司。

截至 2023 年 12 月底，公司在运控股装机合计 1.36 亿千瓦，其中煤电 9328 万千瓦，气电 1323 万千瓦，风电 1551 万千瓦、光伏 1310 万千瓦。传统火电及新能源规模均处于业内第一梯队。公司 2021 年提出“十四五”期间新增新能源 4000 万千瓦，根据公司经营数据公告，截至 2023 年 12 月底，公司新能源装机达到 2861 万千瓦，由此测算公司 2023 年下半年新投产新能源装机接近 600 万千瓦，全年投产接近 900 万千瓦。

图 1：2023 年 6 月底主要电力央企装机及新能源规划情况（单位：万千瓦，部分公司未出年报，故采用 2023H1 口径）

公司名称	总装机	火电	新能源	风电	光伏	水电	2021年新增	2022年新增	2023H1新增	十四五完成度	十四五规划新增	
华能集团	华能国际	13000	10697	2266	1389	877	37	320	603	276	29.98%	4000
	内蒙华电	1285	1140	145	138	7	0	33	0	0	3.30%	1000
华电集团	华电国际	5728	5482				246	527	784	-	-	依靠华电新能
	黔源电力	402	0	79	0	323	75	1	2	15.60%	500	
国电投集团	中国电力	3294	1156	1574	752	822	545	318	503	134	19.10%	5000
	吉电股份	1287	330	957				132	191	51	-	
	上海电力	2115	1272	842	392	450		182	53	23	-	
大唐集团	大唐发电	7225	5380	925	599	327	920	77	122	105	10.13%	3000
	大唐新能源	1433	0	1433	1278	155		85	112	14	7.03%	3000
国家能源集团	国电电力	10001	7274	1232	767	465	1495	89	315	173	16.49%	3500
	龙源电力	3162	187.5	2975	2632	343		202	440	52	23.13%	3000
三峡集团	三峡能源	2830		2770	1676	1093	20	730	353	149	41.07%	3000
华润集团	华润电力	5499	3602	1869	1668	201	28	420	325	197	23.55%	4000

资料来源：公司公告，华源证券研究

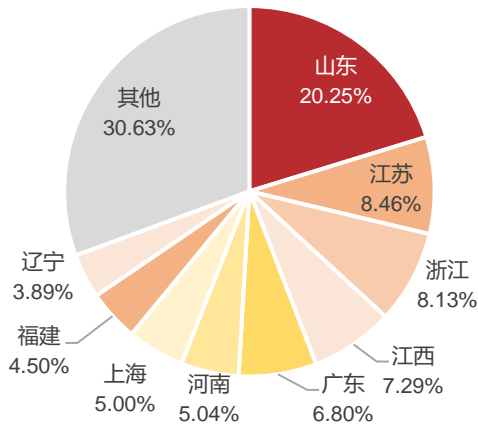
从地域分布来看，公司境内电厂分布在全国二十六个省、自治区和直辖市；同时在新加坡全资拥有大士能源（燃气发电），在巴基斯坦投资一家营运电力公司。

**公司煤机主要反映东部沿海省份供需格局和盈利能力。**参照 2023 年发电量数据，公司煤电第一大分布地为山东，2023 年煤电发电量占比达到 20.25%，江苏、浙江、江西、广东分别达到 8.46%、8.13%、7.29%和 6.8%，前 5 大省份占比超过 50%，其余主要分布地上海、辽宁、福建等也多为沿海省份。

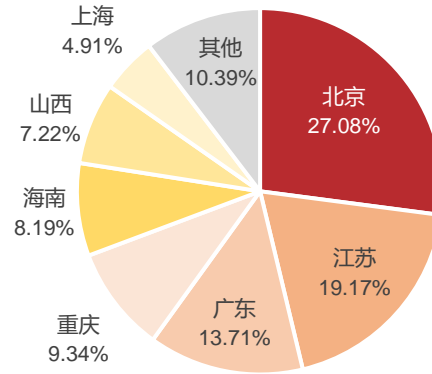
**燃气发电主要分布在北京、江苏、广东等经济发达地区。**2023 年公司燃气发电在北京、江苏、广东的比例分别为 27.08%、19.17%和 13.71%，三者占比达到 60%，较为集中。

图 2：公司 2023 年煤电发电量地域分布情况

图 3：公司 2023 年天然气发电量地域分布情况



资料来源：公司公告，华源证券研究

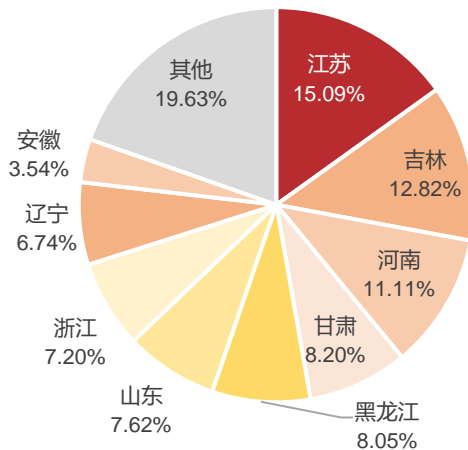


资料来源：公司公告，华源证券研究

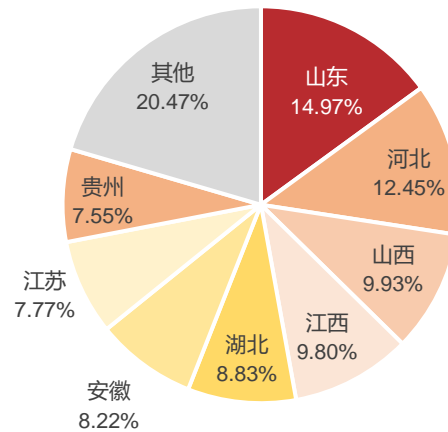
新能源基本实现全国布局，整体上风电华北地区占比较高，光伏“三北地区”占比较低。公司风电、光伏业务基本实现全国性布局，但是相对而言，华北地区占比更高，尤其是风电发电量占比最大的省为江苏，其次是吉林、河南，传统“三北”地区占比有限。光伏发电量占比最大的省为山东，其次为河北、山西、江西等，“三北地区”占比较低。

图 4：公司 2023 年风电发电量地域分布情况

图 5：公司 2023 年光伏发电量地域分布情况



资料来源：公司公告，华源证券研究



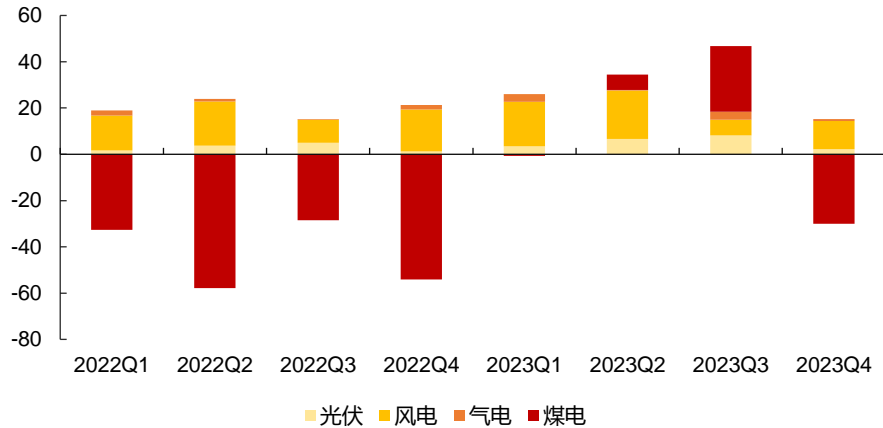
资料来源：公司公告，华源证券研究

由于 2021 年以来煤价持续上行，电价端成本传导受限影响，公司 2021、2022 两年煤电业务录得巨额亏损，但是环比整体逐季改善（除 2023Q4）。从 2022 年四季度开始，受益于煤价下行、电价维持高位，公司煤电盈利能力迎来逐季改善，持续贡献业绩弹性。

新能源方面，集团战略与公司规划共振，新能源装机增长迅速，新能源成为公司主要利润来源。华能集团规划到 2025 年低碳清洁能源占比达到总装机 50%以上，力争每年核

准、开工、投产各 1000 万千瓦以上新能源项目。到 2025 年，发电装机达到 3 亿千瓦左右，其中新增新能源装机 80GW 以上，装机占比达到 50%以上。我们分析随着现货市场机制理顺、上游风机与组件价格持续回落，新能源项目回报率有望回升。

图 6：公司过去几年业绩主要由新能源提供（单季利润总额，亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究

## 2. 容量电价影响深远 长期机会在于煤电定位转变

从投资的角度看，煤电板块始终拥有煤价和电价两条博弈主线，公司作为全国性布局的最大煤电公司，受行业整体情况影响极大，beta 属性明显。公司的天然体量决定了公司的投资机会以火电行业的 beta 性机会为主，2023 年二季度以来煤价自高位回落，主要火电公司业绩均出现修复，公司的业绩弹性在可比公司中处于领先水平，2023 年前三季度实现归母净利润 125.64 亿元（上年同期归母亏损 39.42 亿元）。公司 2023 年全年实现归母净利润 84.46 亿元，主要与四季度计提约 30 亿元资产减值损失有关。

**我们分析 2023 年以来全社会用电需求强劲、煤价回落主要系我国制造业持续高增长、房地产相关产业需求回落影响。**从能源需求的角度看，制造业最主要的用能方式是电力，而电力中煤电占比约为 60%；相比之下，房地产产业链，如钢铁、水泥、玻璃等，往往直接使用煤炭等一次能源，对电力需求的影响小于对煤炭的影响。因此，在 2023 年以来我国制造业持续高增长、房地产相关产业回落背景下，全社会用电需求强劲、煤价持续回落，带动煤电点火价差持续走阔。

从投资节奏来看，由于我国电价中年度长协占比约 80%，年度长协一年一签，而煤价现货随行就市，因此煤电板块往往出现“上半年博弈煤价，下半年博弈电价”的情况。**站在当前时点，由于大量省份 2024 年度长协电价已定，市场博弈的焦点再次转移到煤价。**按照公司 2023 年 3758 亿千瓦时煤电发电量计算，5500 大卡入炉煤价每下降 100 元/吨，对应归母净利润增厚 85 亿元。



对应归母净利润增厚=发电量 3758 亿千瓦时\*发电标煤煤耗 295g/千瓦时\*5500 大卡煤价降幅 100 元\*7000/5500\*(1-25%所得税率)\*80%归母比例=85 亿元。

**但是中长期看，我们分析区域供需格局依然是决定煤电板块投资价值最核心的因素，公司机组所在省份电力供需整体紧张，机组参数较高，静待供需格局进一步演化。**

**容量电价改变煤电商业模式，对公司构成实质性利好。**2023 年 11 月国家能源局发布《关于建立煤电容量电价机制的通知》，宣告市场期盼已久的煤电容量电价机制正式落地。文件提出容量电价按照回收一定比例固定成本的方式确定，明确由下游用户承担。2024-2025 年多数省份补偿固定成本的 30%（100 元/千瓦·年），文件格外强调，2026 年起回收固定成本的比例提升至不低于 50%（150 元/千瓦·年）。

**对于公司而言，按照 100 元/千瓦·年补偿标准计算，约 1 亿千瓦的火电装机对应每年 100 亿元容量电价。**在新型电力系统建设背景下，我们分析容量电价的推出标志着煤电公司的商业模式开始转变。按照当前各省主流煤电利用小时倒算，30%的容量成本补偿相当于提升 2.2-2.5 分/千瓦时电量电价。虽然在当前补偿力度下，电量电价仍然是决定煤电公司盈利的根本性因素，但是政策指引 2026 年后补偿比例持续提升，有助于煤电业绩稳定。

**表 1：2023 年 11 月国家能源局《建立煤电容量电价机制的通知》**

要点	内容	点评
应用范围	煤电容量电价机制 <b>适用于合规在运的公用煤电机组</b>	明确是所有在运机组，并非此前有人担忧的增量机组或特定区域机组
电价水平	固定成本实行全国统一标准，为每年每千瓦 330 元；通过容量电价回收的固定成本比例，综合考虑各地电力系统需要、煤电功能转型情况等因素确定， <b>2024~2025 年多数地方为 30%左右</b> ，部分煤电功能转型较快的地方适当高一些，为 50%左右。 <b>2026 年起，将各地通过容量电价回收固定成本的比例提升至不低于 50%。</b>	起步为 30%，未来几年有明确的增长预期，2026 年后不低于 50%
电费分摊	煤电机组可获得的容量电费，根据当地煤电容量电价和机组申报的最大出力确定。新建煤电机组自投运次月起执行煤电容量电价机制。 <b>各地煤电容量电费纳入系统运行费用，每月由工商业用户按当月用电量比例分摊</b> ，由电网企业按月发布、滚动清算。	明确由下游用户支付，纳入系统运营成本
电费考核	正常在运情况下，煤电机组无法按照调度指令提供申报最大出力的，月内发生两次扣减当月容量电费的 10%，发生三次扣减 50%，发生四次及以上扣减 100%。对自然年内月容量电费全部扣减累计发生三次的煤电机组，取消其获取容量电费的资格	权利与义务对等，需要满足容量支撑

资料来源：国家发改委，华源证券研究

**长期来看，我们分析公司更大的机会在于火电定位转变。**从煤电盈利三要素（煤价、电价和利用小时数）来看，随着全国电源结构低碳转型、新能源电量占比提升，煤电利用小时数将处于长期下行通道，传统以赚取点火价差（上网电价-度电燃料成本）为主的商业模式难以持续。在传统商业模式下，由于煤电占全社会用电量比例较高、成本同样较高（相比水电和核电），煤电必然受到经济周期、煤价周期乃至政策周期的三重影响，导致煤电板块周期属性过强、投资体验感不佳。



我们分析未来煤电的定位将以满足全社会用电高峰负荷为主，而非电量支撑，由此带来煤电商业模式的深刻变化。**定位转变仍需相关政策支撑**，如果未来燃料成本可以更好地传导，容量电价占到煤电收益的主体，公司业绩稳定性将得到大幅提升，周期属性的弱化有望降低公司未来现金流的折现率，进而提升估值水平。

### 3. 盈利预测及估值

我们预计公司 2024-2026 年综合入炉煤价分别下降 6%、3%和 1%，预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 127.35、145.69 和 157.21 亿元，站在母公司普通股股东的角度，需再扣除公司约 30 亿元永续债利息（估算值）。公司作为全球最大的火电上市公司，有望深度受益于煤电机理理顺，首次覆盖，给予“增持”评级。

#### 风险提示：

煤价波动的风险：煤电业务最主要的成本为燃料成本，煤炭价格判断存在一定的不确定性，煤价上涨将吞噬利润；

电价政策调整的风险：作为公用事业公司，电价受政策影响较大，电价政策可能调整。

表 2：公用事业重点公司估值表（元，元/股）

代码	简称	评级	收盘价 2024/4/22	EPS			PE			PB (lf)
				24E	25E	26E	24E	25E	26E	
600027.SH	华电国际		6.82	0.65	0.71	0.8	10	10	9	1.78
600795.SH	国电电力		5.06	0.47	0.53	0.57	11	10	9	1.85
601991.SH	大唐发电		3.02	0.23	0.28	0.32	13	11	9	2.04
000543.SZ	皖能电力	买入	8.80	0.83	0.98	1.06	11	9	8	1.44
600642.SH	申能股份	买入	8.33	0.68	0.75	0.82	12	11	10	1.25
	平均						11	10	9	1.67
600011.SH	华能国际		9.72	0.62	0.74	0.81	16	13	12	2.91

资料来源：ifind，华源证券研究。所有有评级的公司，盈利预测为华源证券研究预测值，没有评级的公司盈利预测为 ifind 机构一致预期

**表 3：公司利润表预测（百万元）**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	204605	246725	254397	249942	251767	255122
营业收入	204605	246725	254397	249942	251767	255122
营业总成本	222629	257575	242297	233407	232355	233903
营业成本	205281	239221	223575	213572	211788	212554
税金及附加	1686	1442	1635	1606	1618	1640
销售费用	193	180	238	234	235	239
管理费用	5594	5637	6448	6335	6381	6466
研发费用	1325	1608	1533	1533	1533	1533
财务费用	8550	9487	8868	10127	10799	11471
其中：利息费用	8798	9962	8938	10634	11306	11978
减：利息收入	288	339	507	507	507	507
加：其他收益	2124	1966	1347	1347	1347	1347
投资净收益	822	1077	2797	1121	1121	1121
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	829	1071	821	821	821	821
公允价值变动净收益				0	0	0
资产减值损失	-89	-2732	-2972			
信用减值损失	-104	-48	-127	0	0	0
资产处置收益	469	177	100	0	0	0
营业利润	-14802	-10411	13246	19003	21880	23687
加：营业外收入	820	952	571	900	900	900
减：营业外支出	295	244	815	200	200	200
利润总额	-14277	-9703	13002	19703	22580	24387
减：所得税	-1604	382	3919	4721	5440	5892
净利润	-12673	-10085	9082	14983	17140	18496
持续经营净利润	-12673	-10085	9082	14983	17140	18496
减：少数股东损益	-2409	-2698	637	2247	2571	2774
归属于母公司所有者的净利润	-10264	-7387	8446	12735	14569	15721

资料来源：ifind，华源证券研究

**表 4：公司资产负债表预测（百万元）**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产：						
货币资金	16350	17176	16850	36423	59253	84947
衍生金融资产	652	45	59	59	59	59
应收票据及应收账款	43600	42654	47141	47141	47141	47141
应收票据	3743	2792	1314			
应收账款	39857	39862	45826			
应收款项融资	278					
预付款项	4436	6611	5854	5854	5854	5854
其他应收款(合计)	3527	2733	3036	3036	3036	3036
应收股利	207	289	341			
应收利息	0	0	0			

其他应收款	3321	2445	2695			
存货	16824	12702	11899	11899	11899	11899
合同资产	67	69	45	45	45	45
一年内到期的非流动资产	551	762	967	967	967	967
其他流动资产	6185	3970	4893	4893	4893	4893
流动资产合计	92471	86722	90744	110317	133147	158841
非流动资产:						
其他权益工具投资	729	709	643	943	1243	1543
长期应收款	9262	8815	8020	8020	8020	8020
长期股权投资	22904	23898	22685	23096	23506	23916
投资性房地产	635	633	626	626	626	626
固定资产(合计)	266133	289312	307867	325725	341384	354842
固定资产	266088	289262	307822			
固定资产清理	45	49	45			
在建工程(合计)	50105	43128	57790	57790	57790	57790
在建工程	47414	40877	54555			
工程物资	2691	2251	3236			
使用权资产	7988	7410	8760	8760	8760	8760
无形资产	14189	14699	15682	15682	15682	15682
商誉	11235	11519	11644	11644	11644	11644
长期待摊费用	268	265	310	310	310	310
递延所得税资产	5504	6322	4402	4402	4402	4402
其他非流动资产	8576	9172	11985	11985	11985	11985
非流动资产差额(特殊报表科目)	70	4	1	1	1	1
非流动资产合计	397597	415884	450415	468984	485352	499521
资产总计	490068	502606	541159	579301	618499	658362
流动负债:						
短期借款	91897	83574	57233	57233	57233	57233
交易性金融负债						
衍生金融负债	41	417	240	240	240	240
应付票据及应付账款	25774	24368	22563	22563	22563	22563
应付票据	3150	3266	3514			
应付账款	22624	21102	19049			
合同负债	3275	3349	3380	3380	3380	3380
应付职工薪酬	1020	1120	1096	1096	1096	1096
应交税费	2053	1647	2363	2363	2363	2363
其他应付款(合计)	28188	29063	36111	36111	36111	36111
一年内到期的非流动负债	25259	20943	34267	34267	34267	34267
其他流动负债	8891	6852	6746	6746	6746	6746
流动负债合计	186398	171333	163999	163999	163999	163999
非流动负债:						
长期借款	136858	151678	162348	193148	223948	254748
应付债券	29397	39062	28038	28038	28038	28038
租赁负债	5793	5258	6158	6158	6158	6158
长期应付款(合计)	1171	1089	1313	1313	1313	1313

长期应付职工薪酬	44	38	27	27	27	27
预计负债	34	45	95	95	95	95
递延所得税负债	901	1087	1284	1284	1284	1284
递延收益-非流动负债	2587	2112	1961	1961	1961	1961
其他非流动负债	2895	4115	4119	4119	4119	4119
非流动负债差额	99	246	455	455	455	455
非流动负债合计	179778	204729	205797	236597	267397	298197
负债合计	366176	376062	369797	400597	431397	462197
所有者权益(或股东权益):						
实收资本(或股本)	15698	15698	15698	15698	15698	15698
其它权益工具	48418	62084	79626	79626	79626	79626
其中: 优先股						
永续债	48418	62084	79626			
资本公积金	17643	16608	16501	16501	16501	16501
其它综合收益	-776	-870	-590	-590	-590	-590
专项储备	73	126	479	479	479	479
盈余公积金	8186	8186	8186	9460	10917	12489
未分配利润	16013	6703	12238	16058	20429	25145
归属于母公司所有者权益合计	105256	108535	132139	137233	143060	149349
少数股东权益	18636	18009	39224	41471	44042	46817
所有者权益合计	123892	126544	171363	178704	187103	196165

资料来源: ifind, 华源证券研究

表 5: 公司现金流量表预测 (百万元)

	2021	2022	2023	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	227096	283598	282470	249942	251767	255122
收到的税费返还	684	5172	1495			
收到其他与经营活动有关的现金	3079	2660	2002	2247	2247	2247
经营活动现金流入(金融类)				507	507	507
经营活动现金流入小计	230858	291430	285967	252697	254521	257876
购买商品、接受劳务支付的现金	196762	231935	209980	187431	183446	182013
支付给职工以及为职工支付的现金	16503	17240	19298	8101	8149	8238
支付的各项税费	8267	7741	9137	6327	7058	7531
支付其他与经营活动有关的现金	3294	1995	2055	200	200	200
经营活动现金流出小计	224826	258911	240470	202059	198854	197981
经营活动产生的现金流量净额	6033	32520	45497	50638	55667	59895
投资活动产生的现金流量:						
收回投资收到的现金	303	7	1420			
取得投资收益收到的现金	802	704	3257	410	410	410
处置固定资产、无形资产和 其他长期资产收回的现金净额	515	449	162			
收到其他与投资活动有关的现金		74	0			
投资活动现金流入小计	1619	1234	4839	410	410	410

购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	43484	40726	59380	44000	44000	44000
投资支付的现金	755	452	632			
支付其他与投资活动有关的现金	38	27	53			
投资活动现金流出小计	44276	41206	60065	44000	44000	44000
投资活动产生的现金流量净额	-42657	-39971	-55226	-43590	-43590	-43590
筹资活动产生的现金流量：						
吸收投资收到的现金	1877	25867	55664			
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	1877	3317	21684			
取得借款收到的现金	201881	224197	155725			
收到其他与筹资活动有关的现金		180	26			
发行债券收到的现金	58880	51100	65000			
筹资活动现金流入小计	262638	301344	276415	0	0	0
偿还债务支付的现金	205146	267510	234995	-30800	-30800	-30800
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	15774	14357	12456	18275	20048	21411
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	674	1344	798			
支付其他与筹资活动有关的现金	1952	2504	2547			
筹资活动现金流出差额		9000	17000			
筹资活动现金流出小计	222871	293371	266998	-12525	-10752	-9389
筹资活动产生的现金流量净额	39767	7973	9417	12525	10752	9389

资料来源：ifind，华源证券研究

## 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