

2024年04月25日

华电国际 (600027.SH)

——华电集团火电平台 山东湖北供需格局指向标的

增持 (首次覆盖)

投资要点:

- **华电集团旗舰上市平台，控股装机聚焦火电，通过参股华电新能参与新能源业务。**公司为华能集团旗舰上市平台，截至2023年12月底，公司拥有控股装机5845万千瓦，其中煤电4689万千瓦，气电909万千瓦，水电246万千瓦，为五大发电集团主要平台中唯一一个装机均为传统电源的公司。公司通过参股华电新能参与新能源业务，目前持股31.03%。截至2022年底，华电新能控股装机3491万千瓦，其中风电2209万千瓦，光伏1282万千瓦，如果IPO成功将成为我国最大的新能源上市公司。
- **公司的发展历史为公司打上深刻的“山东烙印”，目前山东装机占比仍超过40%。**与五大发电集团其他平台相比，公司虽然也属于全国性火电龙头，但是控股装机分布集中度极高，与公司发展历史关系密切。山东至今仍然是公司煤电最主要的经营区域，装机占比达到43.65%；湖北成为公司第二大经营区域，装机占比达到15.38%；安徽、湖南、河南三个中部省份合计占比达到25%。
- **华电新能规模快速扩张，2023年业绩体量超过龙源电力与三峡能源；同时参股多家煤矿公司，煤矿投资收益与公司煤电业务形成一定对冲。**华电新能2022-2023年分别实现净利润90.3、101.1亿元，利润体量超过龙源电力与三峡能源，中性预期华电新能业绩稳步增长，按照31.03%股权计算，公司2023年从华电新能获得的权益法核算投资收益可达30亿元量级。除电力资产外，公司还参控股多家煤炭企业，权益产能超过1200万吨/年。
- **投资收益仍然贡献主要业绩，控股资产盈利能力逐步回升。**自2021年剥离新能源资产开始，叠加当时双碳战略下全球一次能源价格飙升，公司控股资产（煤电为主）持续亏损，投资收益（新能源+煤矿）贡献主要业绩。但是进入2023年后，受益电价顶格上浮以及煤炭价格逐步回落，公司控股资产实现扭亏，前三季度盈利能力逐季上升。公司2023年全年实现归母净利润45.22亿元，由此计算四季度基本盈亏平衡，主要与煤电资产计提减值损失有关。
- **从投资的角度看，煤电始终拥有煤价和电价两条博弈主线，公司作为控股口径“较为纯粹”的煤电公司，以行业Beta性机会为主，同时受到山东、湖北供需格局影响。**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。按照公司每年2000亿千瓦时量级煤电发电量计算，5500大卡入炉煤价每下降100元/吨，对应归母净利润增厚50.68亿元。受益于2023年较低的煤电盈利基数，如果2024年煤价回落，公司有望释放较大盈利弹性，潜在alpha性机会取决于山东、湖北供需格局演变。
- **长期来看，公司大级别投资机会仍在于煤电商业模式转变，山东新能源快速发展，对煤电定位提出新的要求。**在新型电力系统下，随着新能源的快速发展，尤其山东发展进度全国领先，煤电定位正在从基础电源向调节性电源过渡，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。角色转变需要底层制度支持，目前全国新一轮电改整体基调已经确立，密切关注相关政策落地情况。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为58.77、68.90、73.82亿元，扣除公司约10亿元永续债利息（估算值），从普通股股东的角度看，当前股价对应PE 14、12、11倍，公司作为五大发电集团之一的华电集团火电平台，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。

证券分析师

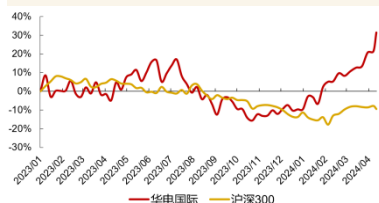
刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

研究支持

联系人

刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

市场表现:



相关研究

股票数据: 2024年4月24日

收盘价(元)	6.82
一年内最高/最低(元)	7.67/4.61
总市值(亿元)	697.5

基础数据: 2023年12月31日

总股本(亿股)	102
总资产(亿元)	2230
净资产(亿元)	834
每股净资产(元)	3.96
市净率PB	1.72

盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	107059	117176	110746	109474	108564
同比增长率(%)	2.5%	9.5%	-5.5%	-1.1%	-0.8%
归母净利润(百万元)	100	4522	5877	6890	7382
同比增长率(%)	-102.0%	4430.7%	30.0%	17.2%	7.1%
每股收益(元/股)	0.01	0.44	0.48	0.58	0.63
毛利率(%)	0.4%	6.4%	6.9%	7.7%	8.3%
ROE(%)	0.2%	6.5%	8.1%	9.2%	9.5%
市盈率			14	12	11

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 58.77、68.90、73.82 亿元，扣除公司约 10 亿元永续债利息（估算值），从普通股东的角度看，当前股价对应 PE 14、12、11 倍，公司作为五大发电集团之一的华电集团火电平台，有望深度受益于煤电机理理顺，首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设

预计公司 2024-2026 年综合入炉煤价分别下降 8%、3%和 2%。

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，公司作为华电集团火电上市平台，受山东、华北供需格局影响较大。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，受益于 2023 年较低的煤电盈利基数，如果 2024 年煤价回落，公司有望释放较大盈利弹性。

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。公司作为全国性火电龙头，有望持续受益于煤电机理理顺。

核心风险提示

煤炭价格上涨；电价政策调整。

目录

1. 华电集团旗舰平台 山东湖北供需格局指向标的.....	5
2. 短期有望受益煤价回落 长期机会在于定位转变	7
3. 盈利预测及估值	8

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（装机单位：万千瓦，表格右边 5 列为新能源装机）	5
图 2：公司 2023 年底煤电装机容量分布情况	5
图 3：公司 2023 年底气电装机容量分布情况	5
图 4：公司近年来归母净利润逐季分解（亿元）	6
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. 华电集团旗舰平台 山东湖北供需格局指向标的

华电集团旗舰上市平台，控股装机聚焦火电，通过参股华电新能参与新能源业务。 公司为华能集团旗舰上市平台，截至 2023 年 12 月底，公司拥有控股装机 5845 万千瓦，其中煤电 4689 万千瓦，气电 909 万千瓦，水电 246 万千瓦，为五大发电集团主要平台中唯一一个装机均为传统电源的公司。

公司通过参股华电新能源参与新能源业务，截至 2023 年 12 月底持股 31.03%。根据华电新能招股书数据，截至 2022 年底，华电新能拥控股装机 3491 万千瓦，其中风电装机 2209 万千瓦，光伏装机 1282 万千瓦，如果 IPO 成功将成为我国最大的新能源上市公司。

图 1：2023 年 6 月底主要电力央企装机及新能源规划情况（装机单位：万千瓦，表格右边 5 列为新能源装机）

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	
华电集团	华电国际	5728	5482	79	0	323	246	527	784	-	-	依靠华电新能
	黔源电力	402	0	79	0	323	75	1	2	15.60%	500	
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
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

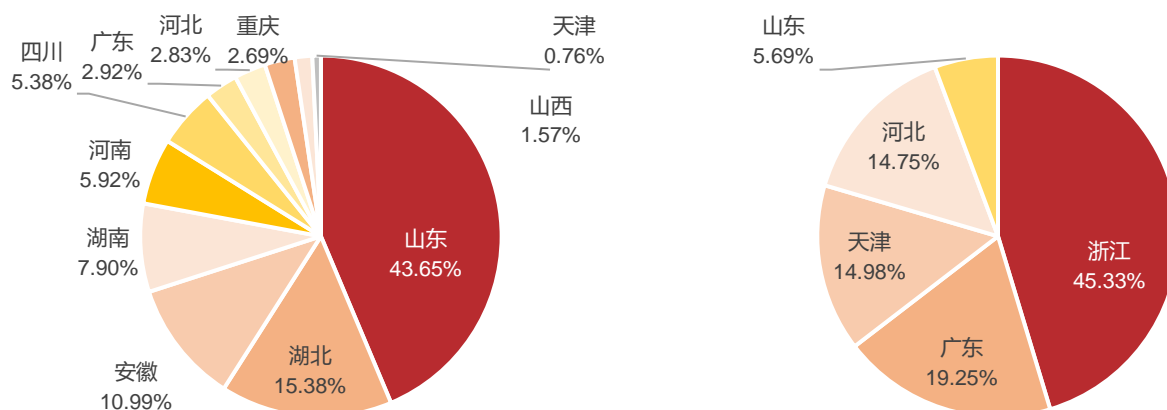
公司的发展历史为公司打上深刻的“山东烙印”，目前山东装机占比仍超过 40%。与五大发电集团其他平台相比，公司虽然也属于全国性火电龙头，但是装机分布集中度极高，与公司发展历史关系密切。公司前身为 1994 年成立的山东国际电源开发股份有限公司，2003 年经过股权整合后更名为华电国际，由此导致山东至今仍然是公司最主要的经营区域，煤电装机占比达到 43.65%。

此外，2015 年起华电集团陆续向公司注入湖北、湖南区域合计 1001 万千瓦火电资产，使得湖北成为公司第二大经营区域，煤电装机占比达到 15.38%。山东和湖北两地煤电占比即接近 60%；安徽、湖南、河南三个中部省份占比达到 25%。

公司气电集中在长三角、珠三角和京津冀三个发达区域，浙江占比达到 45.3%。公司气电装机分布同样集中，浙江是最主要的分布区域，装机占比达到 45.3%；广东位列其二，达到 19.25%；天津与河北合计接近 20%。

图 2：公司 2023 年底煤电装机容量分布情况

图 3：公司 2023 年底气电装机容量分布情况



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

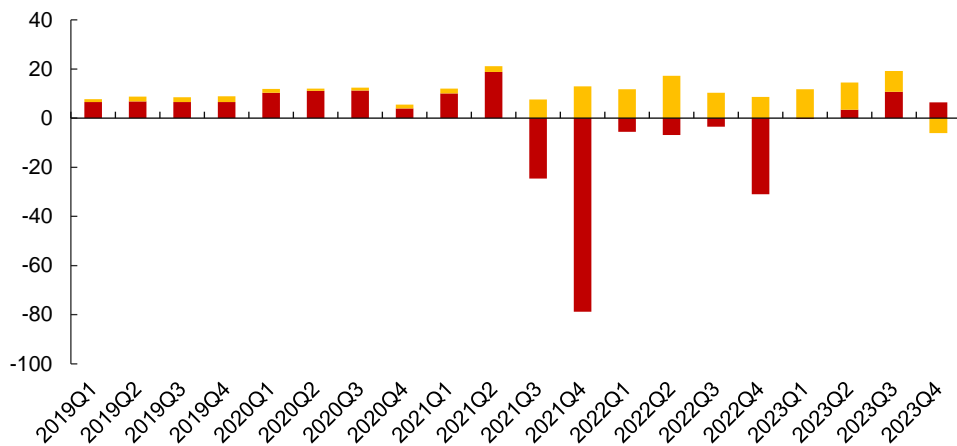
华电新能规模快速扩张，目前装机、净利润利润体量均超过龙源电力、三峡能源。公司此前曾控股发展新能源业务，2021 年集团重新修订战略目标，并进行集团内部资产整合，将华电福新、华电国际及集团旗下部分新能源资产注入华电新能，确立华电新能为集团唯一新能源整合平台。整合后公司最先持有华电福新 37.19% 股权，后经引入战略投资者稀释后，公司持有比例降至 31.03%。

华电新能 2022-2023 年分别实现净利润 90.3、101.1 亿元，2023 年业绩体量超过龙源电力与三峡能源。中性预期华电新能业绩稳步增长，按照 31.03% 股权计算，**公司 2023 年从华电新能获得的权益法核算投资收益可达 30 亿元量级。**

投资收益仍然贡献主要业绩，控股资产盈利能力逐步回升。自 2021 年剥离新能源资产开始，叠加当时双碳战略下全球一次能源价格飙升，公司控股资产（煤电为主）持续亏损，投资收益（新能源+煤矿）贡献主要业绩。但是进入 2023 年后，受益电价顶格上浮以及煤炭价格逐步回落，公司控股资产实现扭亏，前三季度盈利能力逐季上升。

公司 2023 年全年实现归母净利润 45.22 亿元，四季度基本盈亏平衡，主要与煤电资产计提减值损失有关。

图 4：公司近年来归母净利润逐季分解（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究

2. 短期有望受益煤价回落 长期机会在于定位转变

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，公司作为控股装机口径“较为纯粹”的煤电公司，以行业 Beta 性机会为主，同时受到山东、湖北供需格局影响。

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。按照公司每年 2000 亿千瓦时量级煤电发电量计算，5500 大卡入炉煤价每下降 100 元/吨，对应归母净利润增厚 50.68 亿元。受益于 2023 年较低的煤电盈利基数，如果 2024 年煤价回落，公司有望释放较大盈利弹性。

归母净利润增厚=发电量 2000 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)*90%归母比例=50.68 亿元。

长期来看，公司大级别投资机会仍在于煤电商业模式转变，山东新能源快速发展，对煤电定位提出新的要求。在新型电力系统下，随着新能源的快速发展，尤其山东发展进度全国领先，煤电定位正在从基础电源向调节性电源过渡，角色转变需要底层制度支持。

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 5000 万千瓦的煤电装机对应每年 50 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厂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厂盈利的根本性因素,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 适用于合规在运的公用煤电机组	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, 2024~2025 年多数地方为 30%左右 ,部分煤电功能转型较快的地方适当高一些,为 50%左右。 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%。	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。 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 ,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

在能源转型的大背景下,预计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。随着制度的完善,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,**密切关注政策落地情况。**

3. 盈利预测及估值

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 58.77、68.90、73.82 亿元,归属于普通股东的净利润需要扣除公司约 10 亿元永续债利息(估算值)。公司作为五大发电集团之一的华电集团火电平台,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 2024/4/24	EPS			PE			PB (lf)
				24E	25E	26E	24E	25E	26E	
600011.SH	华能国际	增持	9.72	0.62	0.74	0.81	16	13	12	2.91
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						12	11	10	1.90
600027.SH	华电国际	增持	6.82	0.48	0.58	0.63	14	12	11	1.78

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	104422	107059	117176	110746	109474	108564
营业收入	104422	107059	117176	110746	109474	108564
营业总成本	117969	113166	115901	108792	106379	105131
营业成本	110857	106599	109646	103082	100999	99554
税金及附加	1024	880	983	929	918	911
销售费用				0	0	0
管理费用	1807	1639	1668	1577	1559	2063
研发费用	3			0	0	0
财务费用	4279	4047	3604	3204	2904	2604
其中：利息费用				3204	2904	2604
减：利息收入				0	0	0
加：其他收益	938	934	871	871	871	871
投资净收益	7242	4805	3776	4336	4606	4899
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	2471	4797	3759	4318	4589	4881
公允价值变动净收益	-37	10	-19	0	0	0
资产减值损失	-2934	-1015	-527			
信用减值损失	-471	-45	221	0	0	0
资产处置收益	260	82	105	0	0	0
营业利润	-8549	-1336	5703	7160	8571	9202
加：营业外收入	471	275	296	296	296	296
减：营业外支出	348	89	189	189	189	189
利润总额	-8426	-1150	5810	7267	8678	9309
减：所得税	-1672	-512	1002	737	1022	1107
净利润	-6754	-638	4808	6530	7656	8202
持续经营净利润	-6754	-638	4808	6530	7656	8202
减：少数股东损益	-1789	-738	286	653	766	820
归属于母公司所有者的净利润	-4965	100	4522	5877	6890	7382

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	6091	6282	5455	6521	8469	10523
应收票据及应收账款	9053	11968	12183	12183	12183	12183
应收票据	4	30	15			
应收账款	9049	11938	12169			
应收款项融资	755	749	365	365	365	365
预付款项	2067	3729	3185	3185	3185	3185
其他应收款(合计)	2142	831	1178	1178	1178	1178
应收股利	592	353	729			
其他应收款	1550	478	449			
存货	6116	3937	4501	4501	4501	4501

一年内到期的非流动资产	74	97	173	173	173	173
其他流动资产	3282	1637	1542	1542	1542	1542
流动资产合计	29579	29230	28582	29648	31596	33650
非流动资产:						
债权投资	254	231	155	155	155	155
其他非流动金融资产	330	370	351	369	387	405
长期股权投资	37250	41033	43791	45950	48244	50685
投资性房地产	62	71	71	71	71	71
固定资产(合计)	123026	125748	131660	126421	120682	114943
固定资产	123026	125748	131660			
在建工程(合计)	15862	14843	7353	7353	7353	7353
在建工程	14474	14843	6423			
工程物资	241		930			
使用权资产	1002	638	77	77	77	77
无形资产	7217	7272	7273	7273	7273	7273
开发支出			2	2	2	2
商誉	441	374	374	374	374	374
长期待摊费用			522	522	522	522
递延所得税资产	2329	2859	2510	2510	2510	2510
其他非流动资产	1509	593	314	314	314	314
非流动资产合计	189282	194032	194455	191392	187965	184685
资产总计	218860	223262	223036	221040	219561	218334
流动负债:						
短期借款	27645	27985	18968	18968	18968	18968
应付票据及应付账款	14803	16614	11288	11288	11288	11288
应付票据	2412	3235	842			
应付账款	12392	13379	10446			
预收款项			9	9	9	9
合同负债	1876	2029	2158	2158	2158	2158
应付手续费及佣金						
应付职工薪酬	223	215	216	216	216	216
应交税费	1585	1203	849	849	849	849
其他应付款(合计)	2837	2629	2424	2424	2424	2424
应付股利	552	360	523			
其他应付款	2285	2269	1901			
一年内到期的非流动负债	14536	12323	27184	27184	27184	27184
其他流动负债	2159	94	101	101	101	101
流动负债合计	65663	63092	63197	63197	63197	63197
非流动负债:						
长期借款	56682	59740	61601	56601	51601	46601
应付债券	17512	25034	9794	9794	9794	9794
租赁负债	328	61	47	47	47	47
长期应付款(合计)	117	70	28	28	28	28
长期应付职工薪酬	15	10	8	8	8	8
预计负债	64	60	147	147	147	147

递延所得税负债	1059	915	1021	1021	1021	1021
递延收益-非流动负债	3855	3832	3813	3813	3813	3813
非流动负债合计	79631	89721	76460	71460	66460	61460
负债合计	145294	152813	139657	134657	129657	124657
所有者权益(或股东权益):						
实收资本(或股本)	9870	9870	10228	10228	10228	10228
其它权益工具	22515	23547	30656	30656	30656	30656
其中: 优先股						
永续债	22473	23506	30656			
资本公积金	13106	12949	14358	14358	14358	14358
其它综合收益	67	94	175	175	175	175
专项储备	206	273	113	113	113	113
盈余公积金	4323	4655	5041	5629	6318	7056
一般风险准备						
未分配利润	11744	8126	9186	10949	13016	15231
归属于母公司所有者权益合计	61830	59514	69756	72107	74863	77816
少数股东权益	11736	10935	13624	14276	15042	15862
所有者权益合计	73566	70449	83380	86383	89905	93678

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	114915	119654	130578	110746	109474	108564
收到的税费返还	213	3258	626			
收到其他与经营活动有关的现金	4538	3992	3748	1166	1166	1166
经营活动现金流入小计	119666	126905	134951	111912	110640	109730
购买商品、接受劳务支付的现金	108316	100271	103930	92843	90260	88815
支付给职工以及为职工支付的现金	7142	7340	8162	1577	1559	2063
支付的各项税费	4638	4469	4848	1666	1941	2018
支付其他与经营活动有关的现金	5921	5170	4759	189	189	189
经营活动现金流出小计	126017	117250	121700	96275	93948	93085
经营活动产生的现金流量净额	-6351	9655	13252	15637	16692	16646
投资活动产生的现金流量:						
收回投资收到的现金	5792	170	96			
取得投资收益收到的现金	1916	1106	858	2159	2294	2441
处置固定资产、无形资产和其 他长期资产收回的现金净额	131	76	134			
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	6684		4			
收到其他与投资活动有关的现金	779	1082	658			
投资活动现金流入小计	15301	2433	1750	2159	2294	2441
购建固定资产、无形资产和其他 长期资产支付的现金	13301	10423	10488	5000	5000	5000
投资支付的现金	8040	200	367			

取得子公司及其他营业单位支付的现金净额				17		
支付其他与投资活动有关的现金	356	320	170			
投资活动现金流出小计	21697	10942	11042	5000	5000	5000
投资活动产生的现金流量净额	-6395	-8509	-9292	-2841	-2706	-2559
筹资活动产生的现金流量：						
吸收投资收到的现金	4918	7514	22289			
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	418	14	2789			
取得借款收到的现金	106131	100318	92324			
收到其他与筹资活动有关的现金	250		2			
筹资活动现金流入小计	111299	107831	114614	0	0	0
偿还债务支付的现金	81431	101001	112226	5000	5000	5000
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	8934	7833	6919	6730	7038	7033
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	1163	290	276			
支付其他与筹资活动有关的现金	9012	180	167			
筹资活动现金流出小计	99377	109014	119312	11730	12038	12033
筹资活动产生的现金流量净额	11922	-1183	-4697	-11730	-12038	-12033

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