

# 内蒙华电 (600863.SH)

## 煤电一体稳定盈利，持续分红股息突出

### 核心观点：

- **23 年业绩持续改善，一季度盈利超预期。**公司发布 2023 年报，全年实现营收 225 亿元(同比-2.3%)，归母净利润 20 亿元(同比+13.4%)，Q1-4 分别为 8.63、6.20、7.00、-1.79 亿元，业绩大幅改善主要为煤炭产能释放及火电燃料成本下降(标煤为 595 元/吨，同比-11.6%)影响，Q4 环比转亏主要为计提减值 6 亿元、影响业绩 4.9 亿元。2024Q1 实现营收 55.72 亿元(同比-7.4%)，归母净利润 8.9 亿元(同比+3.0%)；成本管控抵消 Q1 电价同比-7.4%、煤炭收入同比-3.5%不利影响。
- **全年上网电量基本持平，煤炭产量 1326 万吨。**电力方面，2023 年完成上网电量 563 亿千瓦时(同比-0.6%)，电价 0.344 元/度(同比-6.2%)；24Q1 分别为 134 亿千瓦时(同比-1.1%)、0.351 元/度(同比-7.4%)。煤炭方面，2023 年产量 1326 万吨(同比+52.1%，2023 年 6 月魏家峁煤矿由 1200 万吨核增至 1500 万吨)，公司电厂供应煤炭 415 万吨(同比+99%)，外销 623 万吨(同比+64%)，煤炭售价 402 元/吨(同比-12.8%)。2024Q1 煤炭产销量同比基本持平，期待后续产能释放。
- **煤电一体化稳定盈利，持续分红股息价值突出。**公司煤炭业务为魏家峁煤电一体化项目，测算当魏家峁煤炭自用比例 35%，5500 大卡现货煤价 430-530 元/吨时，火电+煤炭总利润上下波动 5%以内。2023 年度拟分红 12.07 亿元(0.185 元/股)，占可供分配利润的 70%，对应 2023 年末股息率为 4.74%，对应最新收盘价股息率为 4.23%。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2024~2026 年归母净利润分别为 25.04、27.46、29.64 亿元，按最新收盘价对应 PE 分别为 11.39、10.39、9.62 倍。公司煤电一体化优势显著，近年股息率基本保持在 4%+，股东增持彰显发展信心。参考同业估值水平，给予公司 2024 年 13 倍 PE 估值，对应 4.99 元/股合理价值，维持“买入”评级。
- **风险提示。**火电量价下行；煤炭销售下行、利用小时不及预期等。

### 盈利预测：

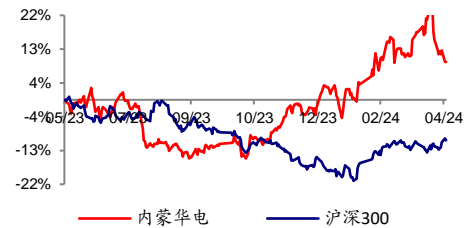
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	23066	22525	23272	23152	23162
增长率(%)	21.4%	-2.3%	3.3%	-0.5%	0.0%
EBITDA(百万元)	6187	6756	7670	7746	8051
归母净利润(百万元)	1767	2005	2504	2746	2964
增长率(%)	255.6%	13.4%	24.9%	9.7%	8.0%
EPS(元/股)	0.27	0.31	0.38	0.42	0.45
市盈率(P/E)	12.89	12.70	11.39	10.39	9.62
ROE(%)	10.1%	10.9%	12.6%	13.1%	13.4%
EV/EBITDA	5.90	5.33	4.63	4.16	3.74

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	4.37 元
合理价值	4.99 元
前次评级	买入
报告日期	2024-05-05

### 相对市场表现



### 分析师：



郭鹏

SAC 执证号：S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

### 分析师：



姜涛

SAC 执证号：S0260521070002



021-38003624



shjiangtao@gf.com.cn

### 分析师：



许子怡

SAC 执证号：S0260524010002



021-38003618



xuziyi@gf.com.cn

请注意，姜涛、许子怡并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

内蒙华电(600863.SH):Q3 2023-10-27

归母净利环比增长 13%，高

股息属性突出

内蒙华电(600863.SH):Q2 2023-08-27

受电价等影响业绩承压，低

估值高股息属性突出

内蒙华电(600863.SH):魏 2023-06-14

家峁煤炭产能核增至 1500 万

吨/年，煤电一体优势不断增

强

请务必阅读末页的免责声明

## 目录索引

一、2023 年业绩盈利 20 亿元，24Q1 业绩同比持续增长 .....	4
二、2023 年新能源装机提升，发电及售煤毛利率同比均提升 .....	7
三、煤电一体化稳定盈利，持续分红股息价值突出 .....	10
四、区域龙头煤电一体优势显著，维持“买入”评级 .....	11
五、风险提示 .....	12

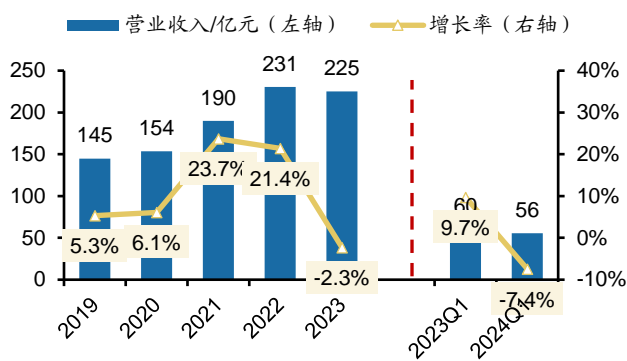
## 图表索引

图 1: 2023 年公司营业收入同比-2.3%	4
图 2: 2023 年公司归母净利润盈利 20 亿元	4
图 3: 2024Q1 公司营业收入实现 56 亿元	4
图 4: 2024Q1 公司归母净利润盈利 8.9 亿元	4
图 5: 2023 年公司财务费用降至 3.9 亿元	5
图 6: 2023 年公司期间费用率降至 2.1%	5
图 7: 2024Q1 公司投资收益同比+6.1%	5
图 8: 2023 年公司长期股权投资收益为 1.2 亿元	5
图 9: 2023 年公司经营性现金流净额达 53 亿元	6
图 10: 2023 年公司投资现金流净流出 24 亿元	6
图 11: 2024Q1 公司长、短期借款降至 96 亿元	6
图 12: 2024Q1 公司固定资产为 239 亿元	6
图 13: 2024Q1 公司考虑永续债的资产负债率降至 45.9%	7
图 14: 2023 年公司毛、净利率分别升至 21%、9%	7
图 15: 2023 年公司加权 ROE 达 12.6%	7
图 16: 2023 年公司控股装机 13.23GW	8
图 17: 2023 年公司发电业务营收为 194 亿元	8
图 18: 2023 年公司煤炭营收同比增加 43%	8
图 19: 2023 年公司完成售电量 563 亿千瓦时	9
图 20: 2023 年公司售电单价同比-6.2%	9
图 21: 2023 年公司煤炭销售量大幅提升至 623 万吨	9
图 22: 2023 年公司煤炭产量大幅提升至 1326 万吨	9
图 23: 2023 年公司煤炭外销比例升至 47%	10
图 24: 2023 年公司标煤单价同比-11.6%	10
图 25: 2023 年公司煤炭业务毛利润达 17 亿元	10
图 26: 2023 年公司电力、煤炭毛利率同比均提升	10
图 27: 上市以来公司持续高分红, 累计分红超 90 亿元	11
表 1: 公司投资收益主要构成	5
表 2: 公司控股电厂所发电量按照送出情况包括蒙西、蒙东和华北地区	8
表 3: 公司火电及煤炭毛利润综合考虑敏感性测算 (亿元)	10
表 4: 内蒙华电同业对比 (收盘价日期: 2024/4/30)	11

## 一、2023 年业绩盈利 20 亿元，24Q1 业绩同比持续增长

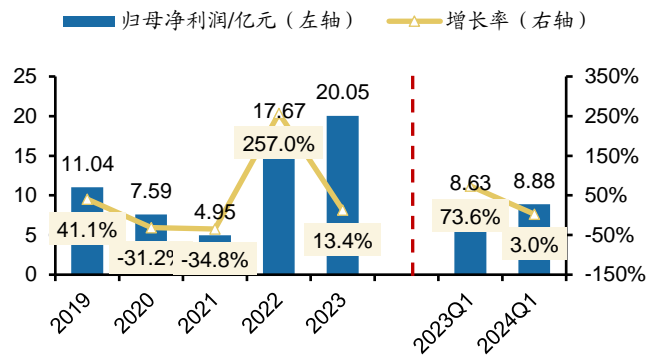
23全年营收同比基本持平、业绩大幅改善，2024Q1业绩同比上升。公司发布2023年报，全年实现营收225.25亿元（同比-2.3%），归母净利润盈利20.05亿元，同比增长13.4%；业绩改善主要为火电盈利持续修复影响（标煤单价同比下降11.6%）。2024Q1公司实现营收55.72亿元（同比-7.4%）、归母净利润盈利8.88亿元（同比+3.0%）。一季度营收下滑但业绩提升，考虑主要为公司售电单价同比下降28.12元/千千瓦时（同比-7.4%）导致售电收入减少、但燃料采购价格同比降低及财务费用同比下降抵消不利影响。

图 1：2023 年公司营业收入同比-2.3%



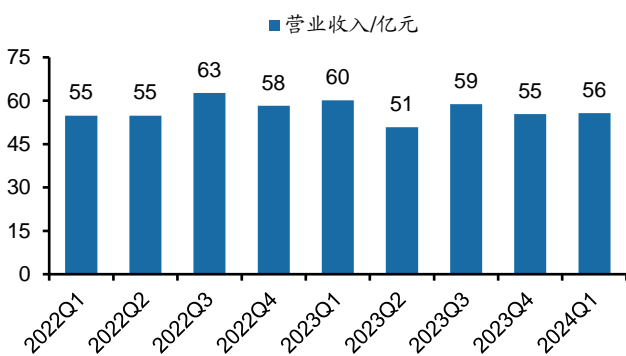
数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

图 2：2023 年公司归母净利润盈利 20 亿元



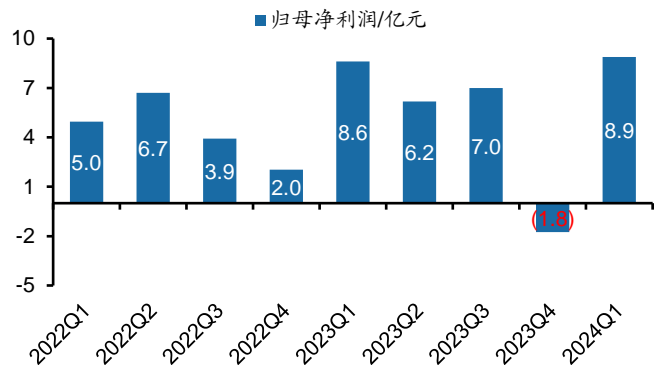
数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

图 3：2024Q1 公司营业收入实现 56 亿元



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

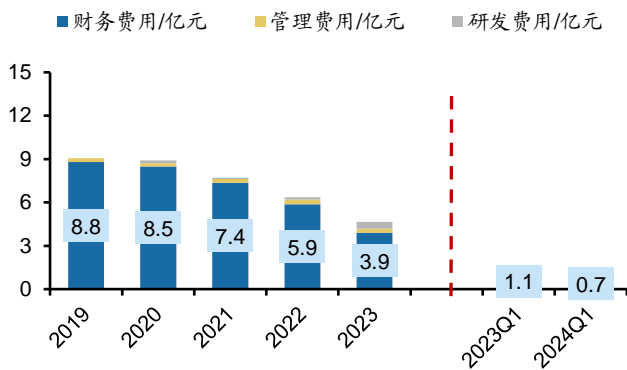
图 4：2024Q1 公司归母净利润盈利 8.9 亿元



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

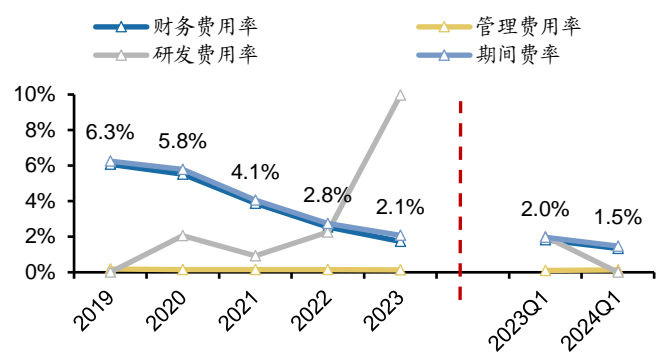
公司积极管控财务费用支出，融资利率水平创新低。根据公司财报，2023年公司以全资子公司聚达发电公司2×600兆瓦发电机组作为基础设施项目成功发行了20.01亿元类REITs（票面利率3.5%）；通过创新永续期公司债发行策略，成功发行15亿元永续期公司债，发行利率再次刷新了公司历次发行中长期债券的最优票面利率水平（一期5亿元利率为3.1%，二期10亿元为3.23%），2023年综合融资成本率同比降低61BP，综合影响下全年财务费用为3.9亿元，对应费用率为1.7%（同比降低0.8pct）；2023年期间费用率降至2.07%，同比降低0.68pct。

图 5: 2023年公司财务费用降至3.9亿元



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

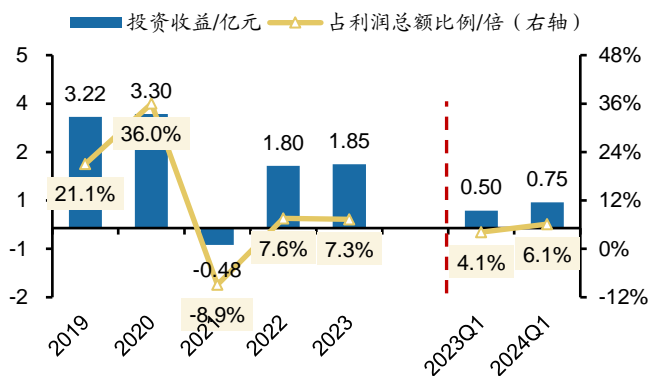
图 6: 2023年公司期间费用率降至2.1%



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

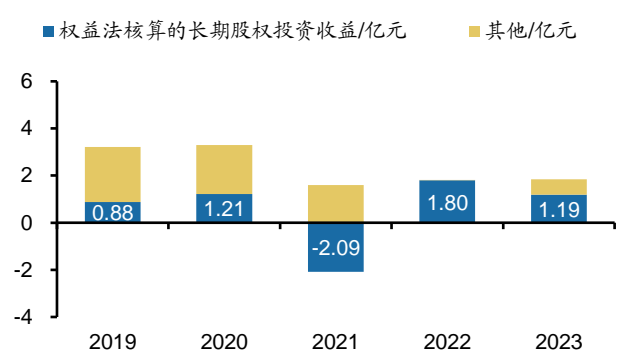
受参股电厂多为内蒙古内火电影响, 上网电价下滑致投资收益同比下降。根据公司财报, 公司长期股权投资企业主要包括岱海发电(京能电力持股51%)、国华准格尔发电(神华国电持股65%)、包头东华热电(华电集团持股75%)等; 其他权益工具投资主要包括大唐托克托发电、大唐托克托二电等, 内蒙古内火电占绝大部分。2023年受蒙西电力市场交易情况影响, 电价有所下滑, 投资收益为1.19亿元(同比-34.0%)。此外, 2023年计提资产减值6.2亿元, 转回0.1亿元, 减少利润总额6.08亿元, 减少归母净利润4.87亿元。

图 7: 2024Q1公司投资收益同比+6.1%



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 8: 2023年公司长期股权投资收益为1.2亿元



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

备注: 其他中主要为其他权益工具投资的股利收入

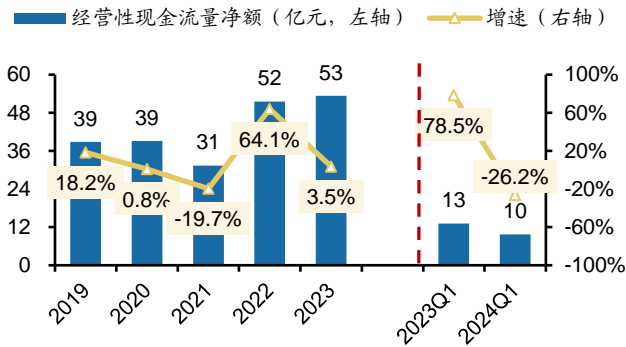
表 1: 公司投资收益主要构成

长期股权投资收益/亿元	2018	2019	2020	2021	2022	2023
岱海发电公司	-0.58	0.42	0.91	-2.84	0.49	0.53
国华准格尔发电公司	0.002	0.11	0.08	1.22	1.18	0.50
东华热电有限公司	0.13	0.31	0.16	-0.58	1.04	0.09
其他	0.02	0.04	0.05	0.11	0.09	0.07
小计	-0.43	0.88	1.21	-2.09	1.80	1.19

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

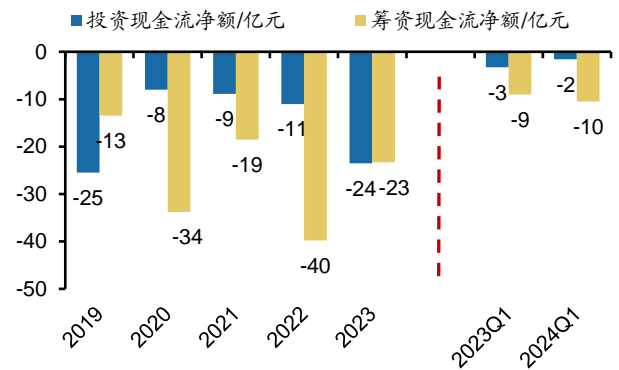
经营现金流净额稳步增长，投资现金流体量小幅提升。根据公司财报，2023年经营现金流净额为53亿元（同比+3.5%），主要由于燃料费支出下降的影响，标煤单价同比下降77.92元/吨（同比下降11.59%）。全年公司投资现金流流出24亿元（同比+114%），主要为聚达灵改项目380MW光伏开工建设；同期公司筹资现金流净流出23亿元，主要系公司为优化债务结构（通过发行资产支持票据募集资金20.01亿元）影响。

图 9：2023年公司经营性现金流净额达53亿元



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

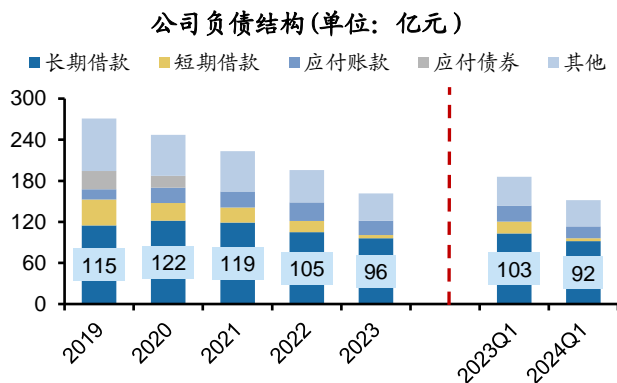
图 10：2023年公司投资现金流净流出24亿元



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

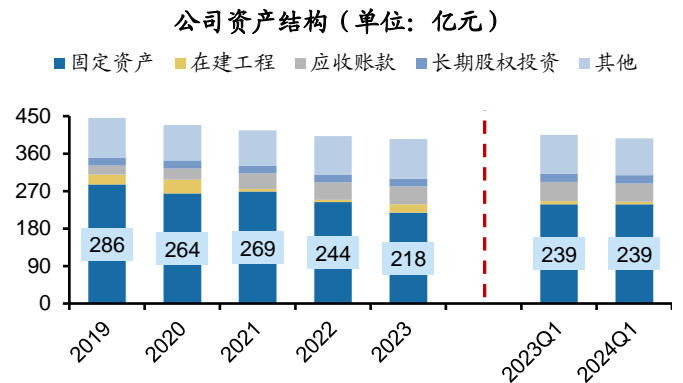
资产规模保持稳定，考虑永续债的资产负债率降至45.9%。公司资产以固定资产为主，2020年末乌达莱风电全容量并网，而后公司在建工程规模大幅降低，2023年11月内蒙古聚达发电有限责任公司灵活性改造促进市场化消纳38万千瓦新能源项目实现全容量并网发电，公司在建工程再度下降。根据公司财报，2024Q1公司固定资产、在建工程分别为239、6亿元；同期长、短期借款规模均略有下降，为96.01亿元（同比-20.28%）；资产负债率降至38.3%（同比降低7.6pct），若考虑永续债则为45.9%（同比降低7.5pct），财务杠杆处于行业较低水平。

图 11：2024Q1公司长、短期借款降至96亿元



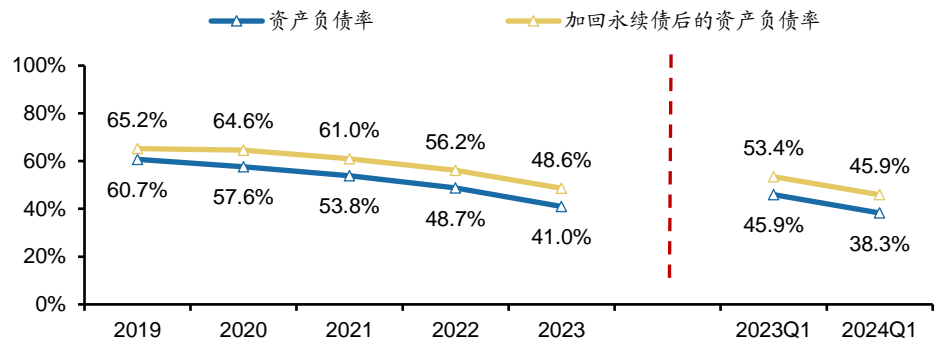
数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

图 12：2024Q1公司固定资产为239亿元



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

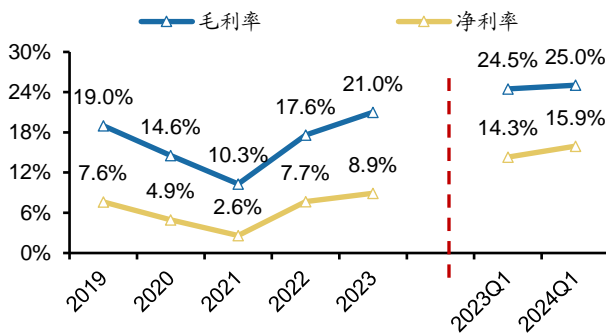
图 13: 2024Q1公司考虑永续债的资产负债率降至45.9%



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

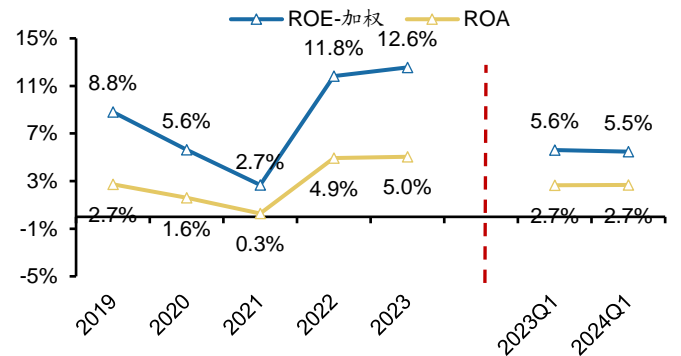
盈利能力同比持续恢复, 全年加权ROE升至13%。受益于煤炭产能释放带动煤炭板块收入高增及标煤单价下降压降火电主业成本, 2023年公司毛利率同比提升3.4pct至21.0%, 净利率同比提升1.2pct至8.9%; 2024Q1公司毛利率、净利率维持高位, 分别为25.0%、15.9%; 2023年加权平均净资产收益率稳步提升, 同比增加0.8pct至12.6%, ROA升至5.0%。

图 14: 2023公司毛、净利率分别升至21%、9%



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 15: 2023年公司加权ROE达12.6%

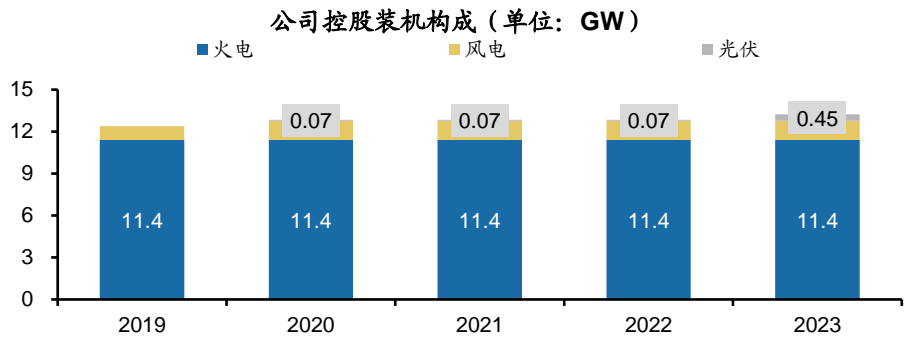


数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

## 二、2023年新能源装机提升, 发电及售煤毛利率同比均提升

近年装机保持相对稳定, 2023年新能源装机投产, 控股装机达13.23GW。截至2023年末, 已投运发电厂共计18家, 控股装机达13.23GW (大部分为100%持股), 其中燃煤发电11.40GW, 占86.19%; 因2023年11月公司投资建设的内蒙古聚达发电有限责任公司灵活性改造促进市场化消纳38万千瓦新能源项目实现全容量并网发电, 公司新能源装机达到1.83GW, 装机占比提高至13.81%。公司煤电、新能源、煤炭三足鼎立协同互补的产业格局已经初步形成。发电资产遍布自治区八个盟市, 主要向蒙西、蒙东、华北三地区供电。

图 16: 2023年公司控股装机13.23GW



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

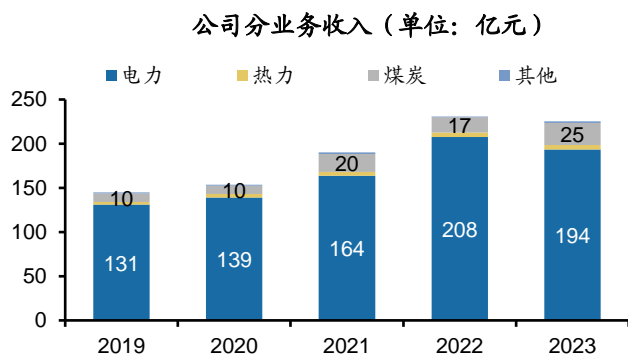
表 2: 公司控股电厂所发电量按照送出情况包括蒙西、蒙东和华北地区

单位: GW	2018	2019	2020	2021	2022	2023
控股装机	11.01	12.38	12.85	12.85	12.85	13.23
蒙东	0.099	0.099	0.099	0.099	0.099	0.099
蒙西	5.87	7.24	7.24	7.23	7.23	7.61
华北	5.04	5.04	5.52	5.52	5.52	5.52

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

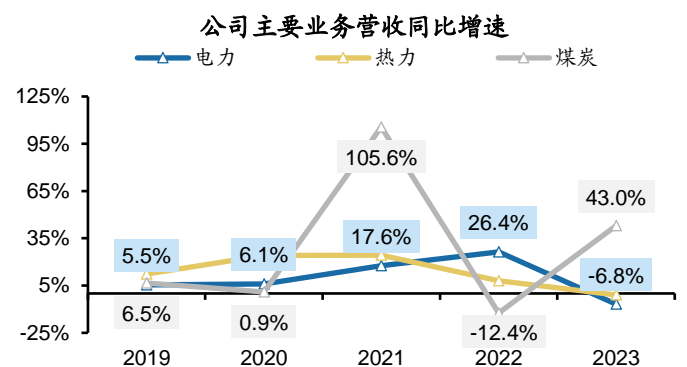
**2023年发电业务量、价均下滑, 致营收同比小幅下降。**2023年公司实现电力营收194亿元(同比-4.9%), 完成售电量563亿千瓦时(同比-0.6%)、售电单价为344元/兆瓦时(同比-6.2%), 电力业务量、价下滑为营收下降主要原因。根据内蒙古电力行业协会统计, 2023年, 内蒙古自治区全区全社会用电量4823亿千瓦时, 同比增长12.40%, 预计风光电量大幅提升致火电电量空间有限。公司不断优化中长期、现货交易策略, 电力板块经营业绩稳定有序。2023年市场化交易电量546.44亿千瓦时, 占上网电量比例提升0.8pct至97.11%。

图 17: 2023年公司发电业务营收为194亿元



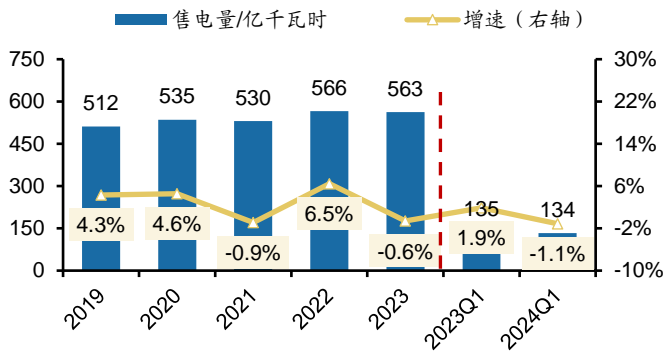
数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 18: 2023年公司煤炭营收同比增加43%



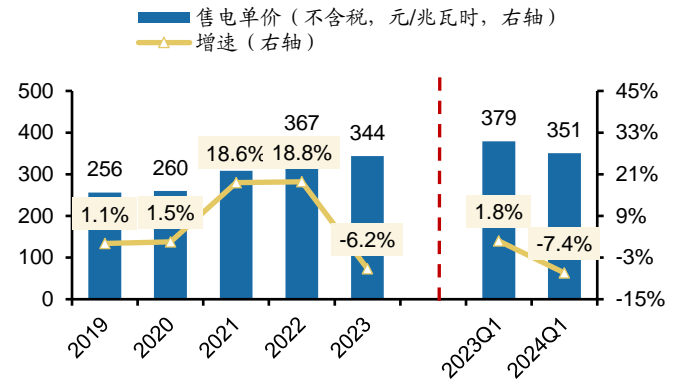
数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 19: 2023年公司完成售电量563亿千瓦时



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

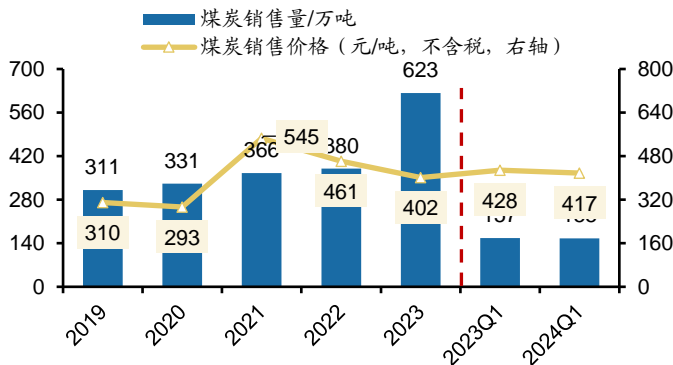
图 20: 2023年公司售电单价同比-6.2%



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

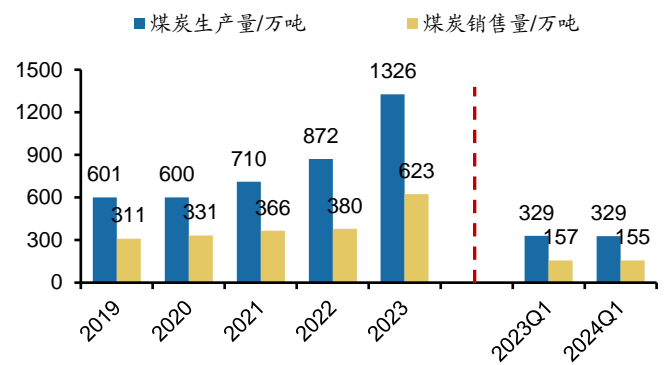
受益于产能核增, 产量销量齐升带动2023年煤炭营收同比增加43%。公司煤炭业务为魏家峁煤电一体化项目, 部分煤炭用于电厂自用和公司合并范围内销售, 其余全部外销。根据《关于所属全资子公司北方魏家峁煤电有限责任公司露天煤矿生产能力核定的公告》, 2023年6月, 魏家峁煤矿由1200万吨核增至1500万吨, 2023全年实现煤炭产量1326万吨 (同比+52.09%), 公司电厂供应煤炭量415万吨 (同比+98.96%), 占产量的31% (2022年为24%); 同期煤炭销售价格为402元/吨 (同比-12.8%), 销售量提升至623万吨 (上年同期仅为380万吨), 一定程度弥补售价下行的不利影响。综合影响下, 公司煤炭业务实现营收25.01亿元 (同比+43.0%)。

图 21: 2023年公司煤炭销售量大幅提升至623万吨



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

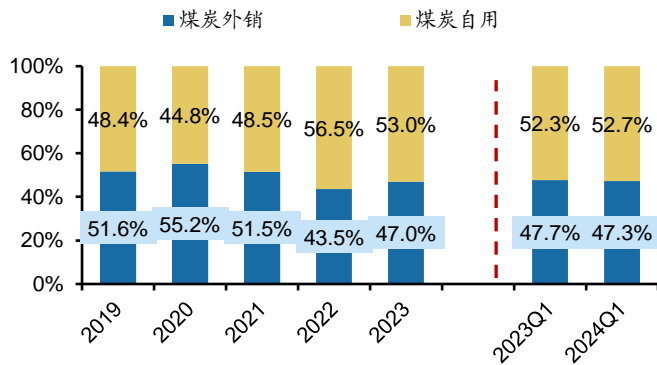
图 22: 2023年公司煤炭产量大幅提升至1326万吨



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

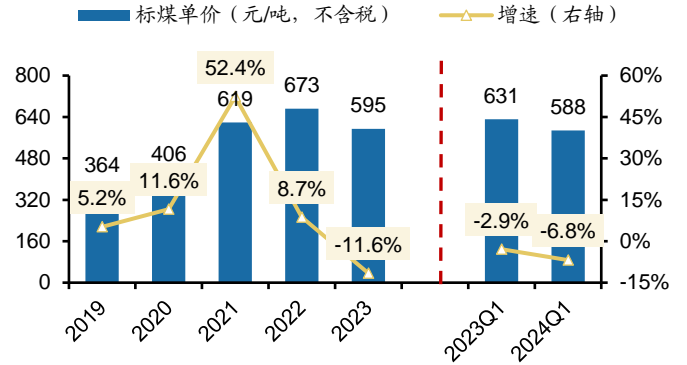
得益于煤电一体化优势增强, 2023年公司电力、煤炭毛利率同比均提升。进入2023年以来, 国内动力煤市场整体价格持续下行。根据公司财报, 2023年公司坚持“长协+自产+市场”采购模式, 标煤单价已降至595元/吨 (同比-11.6%)、煤炭自用比例小幅降至53.0%、外销比例提升至47.0%, 在售电单价同比下降22.87元/千瓦时的情况下, 度电边际贡献同比增加2.52%。分板块来看, 2023年公司电力业务实现毛利润31.63亿元、对应毛利率达16.3%; 供热业务亏损2.52亿元、对应毛利率为-51.4%; 煤炭业务盈利16.53亿元 (上年同期仅为10.93亿元)、对应毛利率达66.1% (同比提升3.6pct)。

图 23: 2023年公司煤炭外销比例升至47%



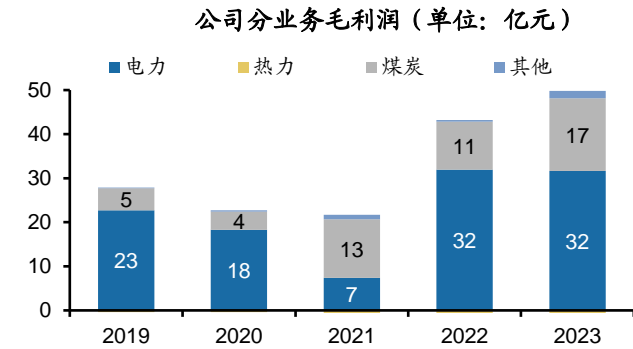
数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 24: 2023年公司标煤单价同比-11.6%



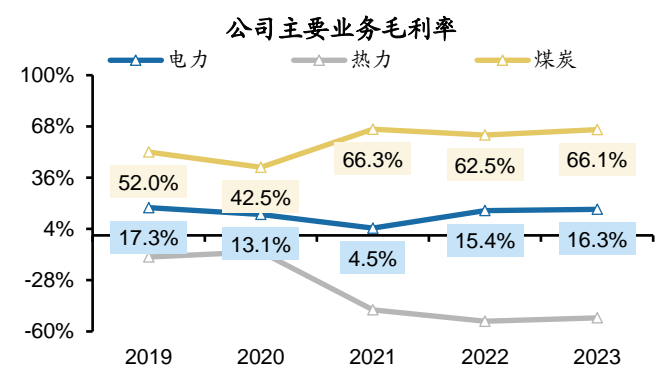
数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 25: 2023年公司煤炭业务毛利润达17亿元



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 26: 2023年公司电力、煤炭毛利率同比均提升



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

### 三、煤电一体化稳定盈利, 持续分红股息价值突出

公司为煤电一体化模式, 综合考虑火电及煤炭业务利润整体进行敏感性测算。基于公司一年570亿千瓦时火电发电量、煤耗306克/千瓦时, 计算年均所需煤炭约1745万吨。假设公司煤炭自用比例保持35% (对应525万吨, 约占全部所需煤炭30%), 设定长协煤炭占比90% (对应外采长协煤174万吨)、市场煤价480元/吨、长协煤价460元/吨为基准情景, 则当市场煤价跌破380元/吨时 (蒙西地区 (5500千卡) 煤炭中长期交易价格合理区间为260-460元/吨), 公司火电+煤炭总利润下降幅度超过10%。

表 3: 公司火电及煤炭毛利润综合考虑敏感性测算 (亿元)

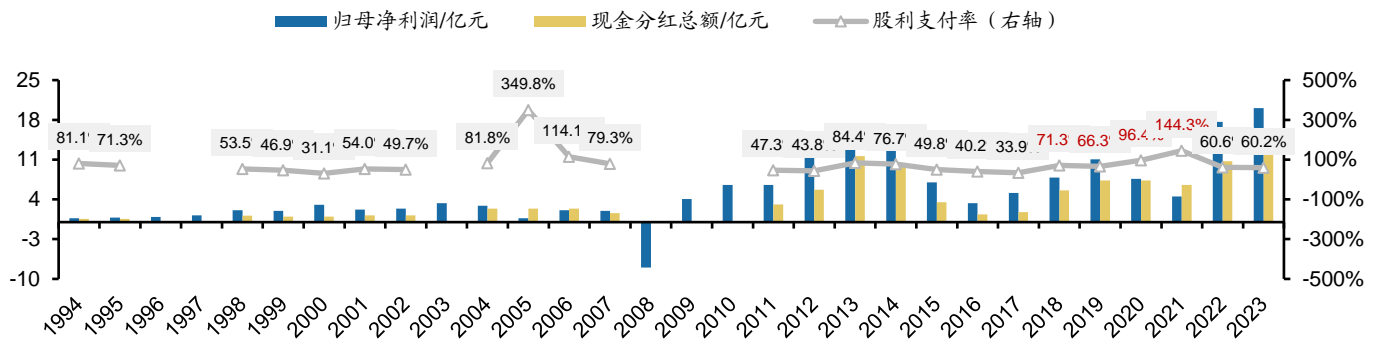
市场煤价(元/吨)	长协煤比例				
	60%	70%	80%	90%	100%
680	73.01	77.90	82.78	<b>87.67</b>	92.55
630	72.58	76.35	80.13	<b>83.90</b>	87.68
580	72.15	74.81	77.47	<b>80.14</b>	82.80
530	71.71	73.27	74.82	<b>76.37</b>	77.93
<b>480</b>	<b>71.28</b>	<b>71.72</b>	<b>72.17</b>	<b>72.61</b>	<b>73.05</b>
430	70.84	70.18	69.51	<b>68.85</b>	68.18

380	70.41	68.63	66.86	<b>65.08</b>	63.30
330	69.98	67.09	64.20	<b>61.32</b>	58.43
280	69.54	65.55	61.55	<b>57.55</b>	53.55

数据来源：广发证券发展研究中心

近年分红率保持在60%以上，股息率基本保持在4%以上。公司重视回馈投资者，持续高分红。自1994年上市以来，共实施23次现金分红，累计现金分红超90亿元，平均分红率为53.28%。公司历年现金流稳定且充裕，近5年分红率保持在60%以上，2023年度公司预计向全体股东每10股派发现金红利1.85元（含税），合计派发现金红利12.07亿元，占归母净利润的60%，占可分配利润70%（扣除1.7亿元法定盈余公积，1.1亿元永续债利息），对应2023年末股息率为4.74%，对应4月30日收盘价股息率为4.23%。

图 27：上市以来公司持续高分红，累计分红超90亿元



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

#### 四、区域龙头煤电一体优势显著，维持“买入”评级

预计公司2024~2026年归母净利润分别为25.04、27.46、29.64亿元，按最新收盘价对应PE分别为11.39、10.39、9.62倍。公司煤电一体化优势显著，近年股息率基本保持在4%+，股东增持彰显发展信心。参考同业估值水平，给予公司2024年13倍PE估值，对应4.99元/股合理价值，维持“买入”评级。

表 4：内蒙华电同业对比（收盘价日期：2024/4/30）

公司代码	公司名称	市值/亿元	最新收盘价/元/股	PE 倍				归母净利润/亿元			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600011.SH	华能国际	1,469.34	9.36	14.31	11.19	10.01	8.91	84.46	131.24	146.73	164.97
600027.SH	华电国际	691.38	6.76	11.62	10.51	9.37	8.39	45.22	65.76	73.81	82.40
600021.SH	上海电力	258.86	9.19	14.96	15.39	12.04	11.25	15.93	16.82	21.49	23.00
000543.SZ	皖能电力	188.83	8.33	9.93	9.89	8.37	7.75	14.30	19.09	22.57	24.36

数据来源：同业对比公司盈利预测来自 Wind 一致预测，广发证券发展研究中心

## 五、风险提示

**火电量价下行风险：**2024年预计全社会用电量同比增长6%左右，新能源保持快速发展，火电从主体电源逐渐转变为支撑性和调节性电源，存量火电市场空间进一步缩减，公司火电板块存在电量下降的风险。电力现货全面推开，煤电容量电价机制正式执行，市场竞争更加激烈。可靠性能低、发电煤耗高的煤电机组，市场竞争能力不强、容量电费无法全额获取，煤电电价存在下降风险。

**煤炭销售下行风险：**2024年以来，用煤企业特别是煤电企业在中长协电煤和进口煤的支撑下，库存保持高位，采购积极性较低。市场交易氛围冷清，煤炭价格波动偏弱运行情势较为明显。将对公司未来煤炭板块营收、业绩带来水平波动的风险。

**利用小时不及预期风险：**为实现“碳达峰、碳中和”战略目标，国家推动构建以新能源为主体的新型电力系统。目前公司火电装机占比仍然较高，随着风电、光伏发电等清洁能源项目的密集投产对火电厂利用小时数造成较大冲击，公司火电业务盈利能力有降低的风险。

**资产负债表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>6,681</b>	<b>6,990</b>	<b>8,144</b>	<b>8,501</b>	<b>8,106</b>
货币资金	974	1,595	2,611	2,922	2,569
应收及预付	4,251	4,468	4,591	4,651	4,606
存货	523	304	484	489	472
其他流动资产	932	623	458	439	458
<b>非流动资产</b>	<b>33,506</b>	<b>32,489</b>	<b>31,487</b>	<b>30,314</b>	<b>29,272</b>
长期股权投资	1,882	1,897	2,017	2,017	2,017
固定资产	24,431	21,869	21,359	20,548	19,744
在建工程	578	1,954	1,477	1,238	1,119
无形资产	4,384	4,298	4,192	4,078	3,967
其他长期资产	2,231	2,471	2,442	2,433	2,424
<b>资产总计</b>	<b>40,187</b>	<b>39,479</b>	<b>39,631</b>	<b>38,815</b>	<b>37,378</b>
<b>流动负债</b>	<b>8,829</b>	<b>6,168</b>	<b>6,673</b>	<b>7,049</b>	<b>6,261</b>
短期借款	1,673	475	475	475	475
应付及预收	2,681	2,069	1,868	2,523	1,745
其他流动负债	4,476	3,624	4,330	4,051	4,041
<b>非流动负债</b>	<b>10,731</b>	<b>10,006</b>	<b>7,506</b>	<b>4,506</b>	<b>2,006</b>
长期借款	10,478	9,612	7,112	4,112	1,612
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	253	394	394	394	394
<b>负债合计</b>	<b>19,560</b>	<b>16,174</b>	<b>14,179</b>	<b>11,555</b>	<b>8,267</b>
股本	6,527	6,527	6,527	6,527	6,527
资本公积	1,572	1,574	1,574	1,574	1,574
留存收益	5,767	6,589	8,110	9,232	10,341
归属母公司股东权益	17,426	18,322	19,844	20,966	22,075
少数股东权益	3,200	4,982	5,608	6,295	7,036
<b>负债和股东权益</b>	<b>40,187</b>	<b>39,479</b>	<b>39,631</b>	<b>38,815</b>	<b>37,378</b>

**利润表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>23066</b>	<b>22525</b>	<b>23272</b>	<b>23152</b>	<b>23162</b>
营业成本	19008	17797	17731	17516	17313
营业税金及附加	701	900	698	695	695
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	34	30	47	69	46
研发费用	14	46	12	12	12
财务费用	587	389	318	204	96
资产减值损失	-413	-618	-667	-396	-445
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	180	185	186	185	185
<b>营业利润</b>	<b>2374</b>	<b>3016</b>	<b>4064</b>	<b>4442</b>	<b>4783</b>
营业外收支	7	-490	-152	-152	-152
<b>利润总额</b>	<b>2381</b>	<b>2526</b>	<b>3912</b>	<b>4290</b>	<b>4632</b>
所得税	361	515	782	858	926
<b>净利润</b>	<b>2020</b>	<b>2011</b>	<b>3130</b>	<b>3432</b>	<b>3705</b>
少数股东损益	253	6	626	686	741
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1767</b>	<b>2005</b>	<b>2504</b>	<b>2746</b>	<b>2964</b>
EBITDA	6187	6756	7670	7746	8051
EPS (元)	0.27	0.31	0.38	0.42	0.45

**现金流量表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>5,154</b>	<b>5,332</b>	<b>7,512</b>	<b>7,238</b>	<b>6,402</b>
净利润	2,020	2,011	3,130	3,432	3,705
折旧摊销	2,984	2,984	2,812	2,883	2,952
营运资金变动	-844	-496	612	327	-749
其它	993	834	959	596	494
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,101</b>	<b>-2,355</b>	<b>-1,864</b>	<b>-1,777</b>	<b>-1,930</b>
资本支出	-1,145	-2,387	-1,950	-1,962	-2,115
投资变动	-2	-154	-180	0	0
其他	47	186	266	185	185
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-3,977</b>	<b>-2,329</b>	<b>-4,384</b>	<b>-5,150</b>	<b>-4,825</b>
银行借款	4,926	6,729	-2,500	-3,000	-2,500
股权融资	0	3,500	0	0	0
其他	-8,903	-12,557	-1,884	-2,150	-2,325
<b>现金净增加额</b>	<b>77</b>	<b>648</b>	<b>1,263</b>	<b>311</b>	<b>-354</b>
期初现金余额	622	699	1,347	2,611	2,922
期末现金余额	699	1,347	2,611	2,922	2,569

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	21.4%	-2.3%	3.3%	-0.5%	0.0%
营业利润	358.7%	27.0%	34.7%	9.3%	7.7%
归母净利润	255.6%	13.4%	24.9%	9.7%	8.0%
<b>获利能力</b>					
毛利率	17.6%	21.0%	23.8%	24.3%	25.3%
净利率	8.8%	8.9%	13.4%	14.8%	16.0%
ROE	10.1%	10.9%	12.6%	13.1%	13.4%
ROIC	7.7%	8.5%	11.1%	11.5%	12.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	48.7%	41.0%	35.8%	29.8%	22.1%
净负债比率	94.8%	69.4%	55.7%	42.4%	28.4%
流动比率	0.76	1.13	1.22	1.21	1.29
速动比率	0.62	1.03	1.13	1.12	1.20
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.57	0.57	0.59	0.60	0.62
应收账款周转率	5.52	5.22	5.20	5.12	5.17
存货周转率	44.14	74.02	48.11	47.30	49.03
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.27	0.31	0.38	0.42	0.45
每股经营现金流	0.79	0.82	1.15	1.11	0.98
每股净资产	2.67	2.81	3.04	3.21	3.38
<b>估值比率</b>					
P/E	12.89	12.70	11.39	10.39	9.62
P/B	1.31	1.39	1.44	1.36	1.29
EV/EBITDA	5.90	5.33	4.63	4.16	3.74

## 广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。
- 姜 涛：资深分析师，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 龙：资深分析师，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 荣 凌 琪：高级分析师，帝国理工学院金融科技硕士，同济大学金融学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 许 子 怡：高级分析师，硕士，毕业于香港城市大学，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 舒 心：高级分析师，新加坡国立大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 郝 兆 升：高级研究员，复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。