

2024年5月12日

国电电力 (600795.SH)

——火水风光协同发展的综合性平台 业绩稳健去周期化

增持 (首次覆盖)

投资要点:

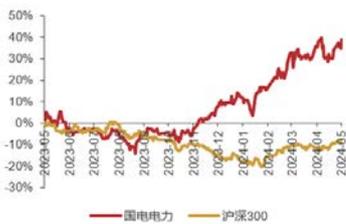
证券分析师

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

- **国家能源集团核心电力平台，火水风光协同发展。** 公司为国家能源集团旗下综合性能源平台，国家能源集团由原神华集团（国内最大的煤炭企业）以及原国电集团（五大发电集团之一）于2017年重整而来，拥有煤电一体化背景。公司作为集团旗下核心电力上市平台，**明确打造集团公司“常规电力能源转型排头兵，新能源发展主力军，世界一流企业建设引领者”**，火水风光协同发展。截至2023年底，公司拥有控股装机10564万千瓦，其中火电、水电、风电、光伏分别为7279、1495、929、860万千瓦。
- 整体来看，我们分析公司最核心的优势是多板块业绩互补，提供业绩更高的稳定性，尤其是大渡河水电的现金流价值和准煤电一体化带来的成本优势，赋予公司更强的抗风险能力，使公司业绩更加“去周期”化。
- **水电：大渡河价值亟待重估，量价齐升成为催化剂。** 从权益装机口径来看，公司实际上是我国第五大水电上市公司，拥有大渡河流域2/3开发权，同时也是我国少有的装机尚有增长的水电公司，我们认为当前股价中并未完全体现水电的高估值。截至2023年底，公司拥有控股在运水电装机1495万千瓦，权益装机口径仅次于长江电力、华能水电、国投电力和川投能源。其中中国能大渡河（持股80%）拥有控股装机1174万千瓦，占公司水电总装机79%。当前国能大渡河净利润水平20亿元量级，我们预计2027年在来水改善、龙头水库电站增发效益双重作用下，国能大渡河盈利能力拥有较大上浮空间。长期来看，我们分析市场对水电资产的绝对低协方差属性并未充分认知，估值重估尚未结束。整个水电板块具备长期配置价值。
- **火电：准煤电联营带来独特优势，容量电价有望带来估值提升。** 公司火电机组几乎全部为煤电，2019年与中国神华重组的资产占公司煤电机组比例超过70%，具备煤电联营属性，煤价成本相对稳定，系公司煤电最主要的特点。此外，公司机组主要集中在华东等电力紧张地区，高参数大机组占比行业领先，亦提供公司相对优势。容量电价改变煤电商业模式，对公司构成实质性利好，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，有助于煤电业绩趋于稳定，还原公用事业属性，带来煤电估值重构。
- **新能源：十四五35GW高规格目标，精选项目，多能互补高质量发展。** 双碳战略下各电力集团绿电转型加速，公司作为集团旗下核心电力平台，规划十四五新增35GW新能源目标。尽管当前新能源行业存在消纳、电价等困境，但随着绿电政策的加速出台，新能源行业或迎来曙光。公司作为国家能源集团旗下新能源发展主力军，有望率先受益于行业政策边际变化。
- **盈利预测与估值：** 结合当前电力市场环境、煤炭供需情况、公司十四五战略规划以及在建项目，我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为75、80、96亿元，当前股价对应2024-2026年PE分别为13、12、10倍。中性偏保守假设下，公司内在价值为440（火电）+480（水电）+420（新能源）-200（其他板块等）=1140亿元，较当前市值仍有20%向上空间。公司高度重视股东回报，为首家执行半年度权益分派的火电央企。在国企改革考核升级下，公司或将承担改革先锋职责。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：** 煤价上涨超预期、减值超预期、新能源装机不及预期。

股票数据: 2024年5月10日

| | |
|-------------|-----------|
| 收盘价(元) | 5.31 |
| 一年内最高/最低(元) | 5.39/3.25 |
| 总市值(百万元) | 94707 |
| 市净率PB | 1.86 |

基础数据: 2024年3月31日

| | |
|----------|--------|
| 总股本(百万股) | 17836 |
| 总资产(百万元) | 468563 |
| 净资产(百万元) | 124326 |
| 每股净资产(元) | 2.85 |

资料来源:公司公告, ifind

盈利预测与估值

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元) | 194674 | 180999 | 184040 | 189017 | 197029 |
| 同比增长率(%) | 15.6% | -7.0% | 1.7% | 2.7% | 4.2% |
| 归母净利润(百万元) | 2821 | 5609 | 7531 | 8017 | 9559 |
| 同比增长率(%) | -262.8% | 98.8% | 34.3% | 6.5% | 19.2% |
| 每股收益(元/股) | 0.16 | 0.31 | 0.42 | 0.45 | 0.54 |
| 毛利率(%) | 6.97% | 8.33% | 8.23% | 8.21% | 9.66% |
| ROE(%) | 6.2% | 11.5% | 14.1% | 13.9% | 15.3% |
| 市盈率 | | | 13 | 12 | 10 |

投资案件

投资评级与估值

结合当前电力市场环境、煤炭供需情况、公司十四五战略规划以及在建项目，我们预计公司 2024-2026 年将实现归母净利润 75、80、96 亿元，当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 13、12、10 倍。中性偏保守假设下，**公司内在价值为 440 (火电) + 480 (水电) + 420 (新能源) - 200 (其他板块等) = 1110 亿元，较当前市值仍有 20% 向上空间。**公司高度重视股东回报，为首家执行半年度权益分派的火电央企。在国企改革考核升级下，公司或将承担改革先锋职责。**首次覆盖，给予“增持”评级。**

关键假设

火电部分：假设公司火电机组 2024-2026 年控股装机分别为 7691、7823、7955 万千瓦，平均利用小时数分别为 5100、5000、5000 小时，单位燃料成本分别同比变化 -2%、0%、0%。

水电部分：假设 2024-2026 年公司水电机组分别为 1495、1688、1836 万千瓦，考虑来水波动以及龙头水库电站增发效益，假设 2024-2026 年平均利用小时数分别为 3805、3925、4075 小时。

新能源部分：假设 2024-2026 年风电机组分别新增 200、200、200 万千瓦，光伏分别新增 600、600、600 万千瓦。

投资逻辑要点

国电电力作为央企改革先锋典范，公司治理重视程度尚未被市场充分认知。公司控股股东国家能源集团于 2019 年被国资委纳入首批“创建世界一流示范企业”央企名录。公司高度重视股东回报，为首家执行半年度权益分派的火电央企。我们认为，在国企改革考核升级下，集团与公司或将承担改革先锋职责，在公司治理上做出实质性改变。

电改推进下优质资产有望全面重估。公司为传统火水龙头企业，双碳战略下提出十四五新增 35GW 新能源的高规格发展目标。我们认为，公司存量资产质量行业领先，增量资产质量把控严格。在电力体制改革推进下，火电板块受益于煤电联营与容量电价，价值有望重估；水电板块受益于四川电力供需格局逆转与龙头水库电站投产，价值有望被发现；新能源行业估值处于历史底部，未来随着产业配套政策出台有望回归合理估值。

核心风险提示

煤价上涨超预期、减值超预期、新能源装机不及预期

目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 1. 背靠国家能源集团 火水风光综合性平台..... | 5 |
| 2. 水电：大渡河价值亟待重估 量价齐升成为催化剂..... | 6 |
| 3. 火电：煤电联营资产优质 容量电价估值重构..... | 9 |
| 4. 新能源：精选项目 多能互补高质量发展..... | 11 |
| 5. 盈利预测与估值..... | 12 |

图表目录

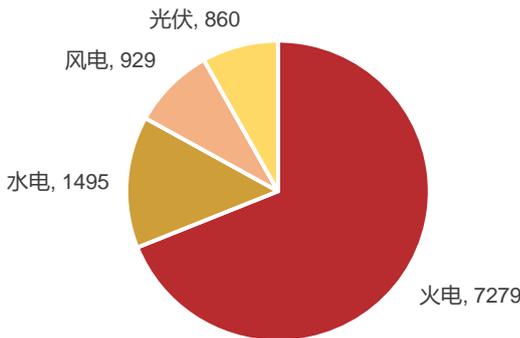
| | |
|---|----|
| 图 1: 公司 2023 年控股装机结构 (万千瓦) | 5 |
| 图 2: 公司权益装机结构 (万千瓦, 2023 年数据) | 5 |
| 图 3: 公司 2018-2023 年归母净利润 (亿元) | 6 |
| 图 4: 公司 2021-2023 年单季度归母净利润情况 (亿元) | 6 |
| 图 5: 2014-2022 年主流水电公司平均 ROE 比较 (%) | 8 |
| 图 6: 2014-2022 年华能水电与国能大渡河电价比较 (元/MWh, 不含税) | 8 |
| 图 7: 2019-2023 年雅砻江水电电价 (元/MWh, 含税) | 8 |
| 图 8: 公司分省火电在运装机 (万千瓦, 2022 年数据) | 10 |
| 图 9: 公司 2023 年风电分省布局 (亿千瓦时) | 12 |
| 图 10: 公司 2023 年光伏分省布局 (亿千瓦时) | 12 |
| | |
| 表 1: 国电电力分部净利润情况 (亿元) | 6 |
| 表 2: 国能大渡河在运机组情况 (万千瓦, 亿千瓦时) | 7 |
| 表 3: 国能大渡河在建、待开发机组情况 (万千瓦、亿千瓦时) | 7 |
| 表 4: 截至目前公司在建、核准火电项目 (万千瓦) | 10 |
| 表 5: 截至 2023 年底国电电力煤矿资源 | 10 |
| 表 6: 2023 年 11 月国家能源局《建立煤电容量电价机制的通知》 | 11 |
| 表 7: 2024-2026 年关键数据假设表 | 12 |
| 表 8: 火电运营商可比公司估值表 | 13 |
| 表 9: 水电运营商可比公司估值表 | 14 |
| 表 10: 新能源运营商可比公司估值表 | 14 |
| 表 11: 公司利润表预测 (百万元) | 16 |
| 表 12: 公司资产负债表预测 (百万元) | 16 |
| 表 13: 公司现金流量表预测 (百万元) | 18 |

1. 背靠国家能源集团 火水风光综合性平台

国家能源集团旗下常规能源发电业务整合平台，准煤电一体化+大渡河水电+新能源协同发展。公司为国家能源集团旗下综合性电力平台（持股 50.68%），控股装机体量在上市公司中位居全国第二，仅次于华能国际。大股东国家能源集团 2017 年由原神华集团（全球最大煤炭企业）与原国电集团重组而成，重组时明确公司为集团常规能源发电业务整合平台。2019 年 1 月，国家能源集团被纳入首批 10 家国资委“创建世界一流示范企业”央企。

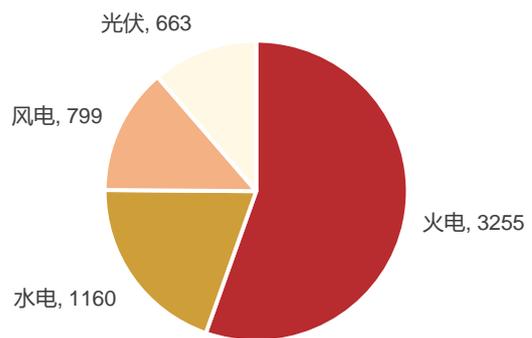
截至 2023 年底，公司控股装机 10564 万千瓦，其中火电、水电、风电、光伏分别为 7279、1495、929、860 万千瓦。2023 年底权益总装机 5877 万千瓦，其中火电、水电、风电、光伏分别为 3255、1160、799、663 万千瓦。双碳背景下，公司提出打造集团公司“常规电力能源转型排头兵，新能源发展主力军，世界一流企业建设引领者”的战略定位，规划十四五新增新能源装机 35GW。

图 1：公司 2023 年控股装机结构（万千瓦）



资料来源：公司公告，华源证券研究

图 2：公司权益装机结构（万千瓦，2023 年数据）



资料来源：公司公告，华源证券研究

分版块来看：准煤电一体化模式大幅提高煤电业绩的稳定性。公司火电资产分为两部分，一部分为公司原有资产，另一部分为与中国神华共同成立的北京国电（2019 年初重组完成，公司持股 57.47%，中国神华持股 42.53%，但是北京国电旗下电站亦有少数股东，使得实际权益比例较低）。北京国电是公司煤电资产盈利能力最强的部分，得益于“准煤电一体化”经营模式，北京国电抵御煤价波动的能力显著高于同业。

按权益装机口径计算，公司为我国第五大水电上市公司。公司水电资产主要为大渡河水电公司，截至 2023 年底，公司拥有控股在运水电装机 1495 万千瓦，权益装机口径仅次于长江电力、华能水电、国投电力和川投能源。公司水电资产主要分布在四川、新疆等地，其中国能大渡河（持股 80%）拥有控股装机 1174 万千瓦，占水电总装机 79%。

稳步发展新能源，业绩贡献持续提升。在确定集团新能源发展主力军后，公司新能源装机迅速提升，2020-2023 年控股装机新增 1135 万千瓦，极大增强公司资产稳定性。

复盘公司 2018-2023 年业绩，火电资产仍占主导地位，但是新能源与水电净利润绝对值持续提升，2023 年合计 47 亿元，占比 39%。2023 年火电资产度电净利润已修复至 2.5 分/kwh 左右，2023 年业绩受察哈素煤矿停产以及来水偏枯影响。

图 3：公司 2018-2023 年归母净利润（亿元）

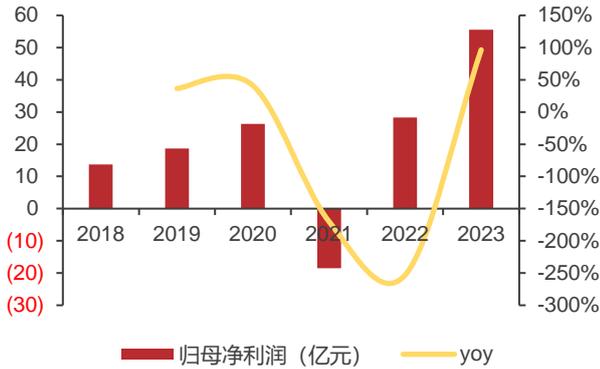
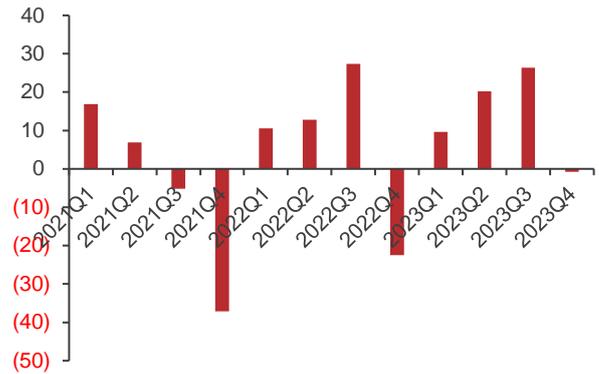


图 4：公司 2021-2023 年单季度归母净利润情况（亿元）



资料来源：ifind，华源证券研究。注：2023 年业绩为业绩预告中值

资料来源：ifind，华源证券研究。注：2023Q4 业绩为业绩预告中值倒算

表 1：国电电力分部净利润情况（亿元）

| | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A |
|-----|--------|--------|--------|--------|
| 煤炭 | 7.27 | 18.20 | -3.79 | -4.67 |
| 火电 | 116.13 | -59.00 | 37.53 | 85.25 |
| 水电 | 23.57 | 25.00 | 18.76 | 24.89 |
| 新能源 | 15.75 | 13.04 | 28.47 | 22.29 |
| 其他 | -61.17 | -31.42 | -12.31 | -8.04 |
| 合计 | 101.55 | -34.18 | 68.66 | 119.72 |

资料来源：公司公告，华源证券研究。注：其他包括其他行业及分部间抵消

2. 水电：大渡河价值亟待重估 量价齐升成为催化剂

从权益装机口径来看，公司实际上是我国第五大水电上市公司，拥有大渡河流域 2/3 开发权，同时也是我国少有的装机尚有增长的水电公司，我们认为当前股价中并未完全体现水电的高估值。截至 2023 年底，公司拥有控股在运水电装机 1495 万千瓦，权益装机口径仅次于长江电力、华能水电、国投电力和川投能源。公司水电资产主要分布在四川、新疆等地，其中国能大渡河（持股 80%）拥有控股装机 1174 万千瓦，占公司水电总装机 79%。

根据国家能源之声，大渡河流域为我国“十三大水电基地”之一，位居第五，规划建设 28 级水电站，其中国能大渡河享有大渡河干流 17 个梯级，总装机容量约 1800 万千瓦，约占大渡河流域总装机 2/3。

表 2：国能大渡河在运机组情况（万千瓦，亿千瓦时）

| 流域 | 电站名称 | 持股比例（%） | 投产时间 | 装机规模 | 机组结构 | 设计发电量 |
|-----------|----------|---------|-----------|-------------|-------------|-------|
| 大渡河上游 | 猴子岩水电站 | 100% | 2018 | 170 | 4*47.5 | 70.3 |
| 大渡河中游 | 大岗山水电站 | 80% | 2015 | 260 | 4*65 | 114.5 |
| | 瀑布沟水电站 | 100% | 2010 | 360 | 6*60 | 145.8 |
| | 深溪沟水电站 | 100% | 2011 | 66 | 4*16.5 | 31.89 |
| 大渡河下游 | 枕头坝一级水电站 | 100% | 2015 | 72 | 4*18 | 32.9 |
| | 沙坪二级水电站 | 100% | 2017-2019 | 34.8 | 6*58 | 16.1 |
| | 龚嘴电站 | 100% | 1978 | 77 | 7*11 | 38.95 |
| | 铜街子水电站 | 100% | 1994 | 60 | 2*15+2*17.5 | 29.56 |
| 合计 | | | | 1100 | | |

资料来源：公司公告、沙坪一级环评报告，华源证券研究。注：1）部分小水电站未列入表内；2）设计发电量均为单独发电量数据，未考虑联合调度发电

国内屈指可数的尚有装机增量的水电公司，流域核心电站投产在即，提升流域调度能力。公司目前在建水电装机 395 万千瓦，为国内屈指可数的尚有装机增量的水电公司。其中，国能大渡河在建 352 万千瓦，预计将在 2025-2026 年集中投产；新疆开都河流域在建 43 万千瓦，2023 年开工。

值得注意的是，在建机组中，**双江口水电站为大渡河流域龙头水库电站**，装机 200 万千瓦，设计调节性库容 19.17 亿立方米，具备年调节能力（类似两河口电站之于雅砻江水电，四川省内径流式电站占比接近 70%，年调节水电占比不足 10%）。投产后预计增加下游电站合计 22 亿千瓦时电量，其中枯水期增发 66 亿千瓦时（丰水期减少 44 亿千瓦时）。

表 3：国能大渡河在建、待开发机组情况（万千瓦、亿千瓦时）

| 流域 | 电站名称 | 持股比例 | 装机规模 | 机组结构 | 开工时间 | 预计投产时间 | 设计电量 |
|-----------|---------------|------------|------------|-------------|----------------|------------------|--------------|
| | 双江口水电站 | 63% | 200 | 4*50 | 2015.07 | 2025-2026 | 73.14 |
| | 金川水电站 | 100% | 86 | 4*21.5 | 2021.08 | 2025-2026 | 32.57 |
| 大渡河上游 | 安宁水电站 | - | 38 | 4*9.5 | - | - | 17.1 |
| | 巴底水电站 | - | 72 | 4*21.5 | - | - | 27.6 |
| | 丹巴水电站 | - | 113 | 4*27.5+30 | - | - | 46.3 |
| 大渡河中游 | 老鹰岩一级水电站 | - | 30 | - | - | - | 9.52 |
| | 老鹰岩二级水电站 | - | 42 | - | - | - | 11.75 |
| | 老鹰岩三级水电站 | - | 16 | - | - | - | 5.95 |
| 大渡河下游 | 枕头坝二级水电站 | 100% | 30 | 5*6 | 2021.10 | 2025-2026 | 11.97 |
| | 沙坪一级水电站 | 100% | 36 | 6*6 | 2021.10 | 2025-2026 | 16.88 |
| 合计 | | | 663 | | | | |

资料来源：公司公告、沙坪一级环评报告，华源证券研究。注：设计发电量均为单独发电量数据，未考虑联合调度发电

低电价、高弃水，加之并非独立水电上市公司，大渡河公司过去关注度较低。长期以来，由于电源开发与产业落地存在周期性错配，四川省内电量供过于求，十三五期间年均弃水达到百亿千瓦时量级。在金沙江、雅砻江及大渡河几大水电基地中，大渡河流域主要为川内消纳，外送工程推进缓慢，是电力供过于求最严重的地区，电价、利用小时同时受到压制，导致大渡河水电业绩长期不佳，ROE 水平低于龙头水电。

图 5：2014-2022 年主流水电公司平均 ROE 比较 (%)



资料来源：公司公告，华源证券研究。注：部分公司未披露 2023 年数据

四川供需格局逆转，大渡河电价有望复制华能水电走势。近年来西南地区电力供需持续趋紧，本质上是资源禀赋的限制，西南地区电源结构高度依赖水电，发电量中水电占比 80%，也是我国最主要的水电输出大省。

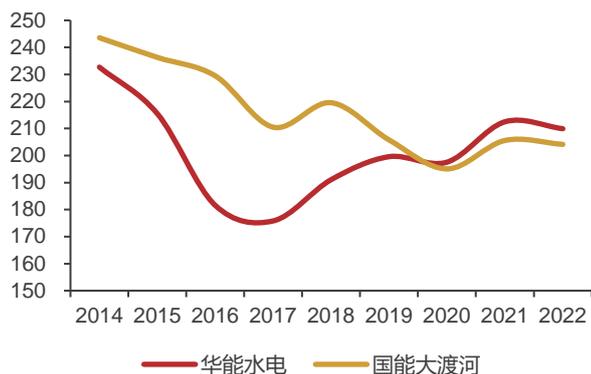
西南地区在“十二五”之前曾经极度缺电，电价保持较高水平，“十三五”前期电力过剩主要系小湾、糯扎渡、瀑布沟、锦官电源组等一系列世界级水电集中投产，叠加 2015 年推动电力市场化改革，电价出现大幅下降。弃水现象吸引大量高耗能产业迁入，但是随着 2020-2022 年最后一轮水电投产高峰结束，未来新增水电规模极为有限。

从潜在电源增量来看，西南地区非水资源禀赋较差，缺乏煤炭资源（制约煤电）、地质不稳定（制约核电），新能源除云南和川西高原有少许资源外，四川盆地是我国风力、光照资源均较差的区域，盆地无风、云雾缭绕，成语“蜀犬吠日”是一个形象的描述。川西高原水风光一体化基地具备较大潜力，但是目前仍处于开发前期，外送通道存在制约。西南地区电力供需已经进入中长期的紧缺周期，对水电基本面形成强有力支撑。

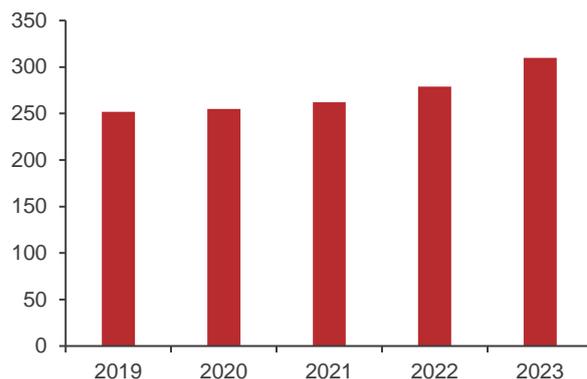
目前云南省电价已经持续多年上涨，我们认为未来四川水电或重复云南水电电价走势。此外，四川省 2021 年至今多次出现严重缺电情形，2023 年以来雅砻江水电电价超预期。

图 6：2014-2022 年华能水电与国能大渡河电价比较 (元/MWh, 不含税)

图 7：2019-2023 年雅砻江水电电价 (元/MWh, 含税)



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

当前国能大渡河净利润水平 20 亿元量级，我们预计 2027 年在来水改善、龙头水库电站增发效益双重作用下，国能大渡河盈利能力拥有较大上浮空间。

长期来看，我们分析市场对水电资产的绝对低协方差属性并未充分认知，估值重估尚未结束。首先，水电公司营业收入的驱动力非常特殊，降雨与宏观经济绝对脱钩；其次，从产品特性来看，水电是终端同质化商品中的少数低成本供给，决定了价格端的低风险；加之商业模式简单，财务报表质量极高，联合调度提高水资源利用效率，水电资产的特性就是“全方位的低协方差”。按照投资组合理论，低协方差资产有望持续重估，整个水电板块具备长期配置价值。

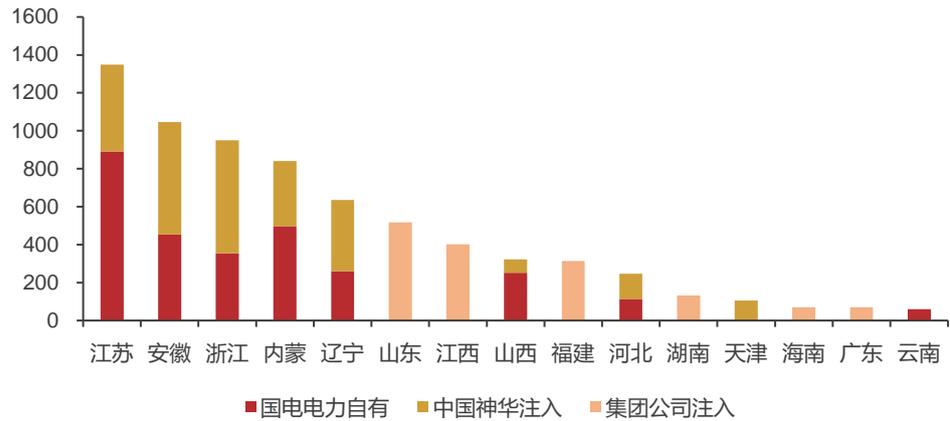
3. 火电：煤电联营资产优质 容量电价估值重构

集团多次资产整合支持，龙头火电机组质量优质。截至 2023 年底，公司拥有控股火电装机 7279 万千瓦，几乎全部为煤电资产。从资产来源分析，公司现有火电资产主要分为三部分：1) 2019 年与中国神华重组资产，占据整体超 70% 装机，具备煤电联营属性；2) 2021 年集团注入山东等省份优质火电资产，占据整体约 20% 装机；3) 近年新增坑口机组。

此外，我们从机组参数、区位电力供需以及煤炭保障三个维度分析公司煤电资产质量。

1) 机组参数：高参数大机组占比行业领先。机组参数决定其煤耗水平，通常机组功率越大，其供电煤耗越低。截至 2023 年底，公司煤电机组中 60 万千瓦及以上占比达到 70%，高于华能国际（55%）、华电国际（50%）。

2) 区域电力供需：机组集中在华东等电力紧张地区。公司煤电机组主要分布在华中地区、大型煤电基地和外送电通道，其中江苏、安徽、浙江三地控股装机占比达到 47%。在建也以华东地区为主，我们分析华东电网在未来几年或将延续供电紧张态势，从利用小时数看，公司煤电机组 2023 年利用小时数为 5163 小时，远高于华能国际（4388 小时）。

图 8：公司分省火电在运装机（万千瓦，2022 年数据）


资料来源：公司公告，华源证券研究。注：公司 2023 年火电装机与 2022 年变动不大

表 4：截至目前公司在建、核准火电项目（万千瓦）

| 状态 | 区域 | 项目 | 权益比例 | 装机 | 装机结构 | 投产时间 |
|-----------|----|----------------------------|------|------------|-------|-----------------|
| 在建 | 福建 | 福州二期热电联产项目 | 51% | 132 | 2*66 | 预计 2026 年前后投产 |
| | 浙江 | 舟山三期项目 | 29% | 132 | 2*66 | 计划于 2024 年下半年投产 |
| | 广东 | 肇庆二期项目 | 70% | 80 | 2*40 | 计划于 2024 年投产 |
| | 山东 | 国家能源博兴 2x1000MW 新建项目 | 61% | 200 | 2*100 | 计划 2024 年投产 |
| | 安徽 | 国能神皖能源池州电厂二期项目 | 29% | 132 | 2*66 | 预计 2026 年前后投产 |
| 合计 | | | | 676 | | |
| 已核准 | 山西 | 湖东电厂“上大压小”项目 | 100% | 200 | 2*100 | |
| | 山东 | 博兴公司二期 2×1000 兆瓦燃煤发电机组扩建工程 | 61% | 200 | 2*100 | |
| 合计 | | | | 400 | | |

资料来源：公司公告，华源证券研究。注：权益比例考虑了多层次持股

3) 煤炭保障：煤电联营+坑口电站，煤炭成本具备优势。截至 2023 年底，国电电力与中国神华煤电联营的电站占比超过 70%，坑口电站占比约为 10%，具备较强煤炭可获得能力。此外，公司参控股三个煤矿，合计 3100 万吨产能。

公司 4 月发布公告，拟以 67.39 亿元转让国电建投（察哈素煤矿）50%全部股权。根据公告，国电建投资产净值 47 亿元，对应股权 23.5 亿元，**交易溢价接近两倍，预计贡献一次性利润 40 亿元量级。**

表 5：截至 2023 年底国电电力煤矿资源

| 地区 | 公司 | 煤矿 | 权益比例 | 产能 (万吨/年) | 权益产能 (万吨) |
|----|--------------------|------|------|-----------|-----------|
| 山西 | 晋能控股煤业集团同忻煤矿山西有限公司 | 同忻煤矿 | 28% | 1600 | 448 |

| | | | | | |
|-----------|------------------|--------|-----|-------------|-------------|
| 内蒙古 | 国电建投内蒙古能源有限公司 | 察哈素煤矿 | 50% | 1000 | 500 |
| 陕西 | 陕西煤业集团黄陵建庄矿业有限公司 | 黄陵建庄煤矿 | 30% | 500 | 150 |
| 合计 | | | | 3100 | 1098 |

资料来源：公司公告、企查查，华源证券研究

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7000千瓦的火电装机对应每年70亿元容量电价，扣除增值税、所得税、少数股东损益后，测算对应归母业绩贡献约为20亿元。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 6：2023 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

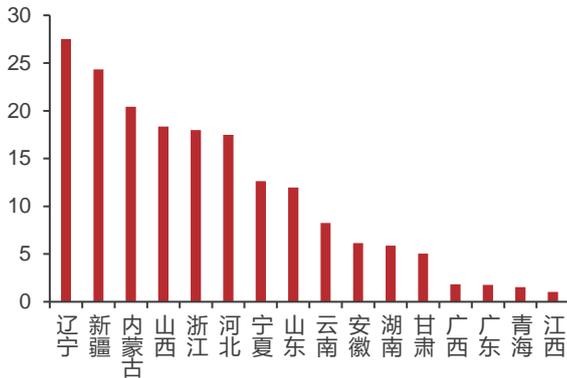
4. 新能源：精选项目 多能互补高质量发展

新能源业务稳步发展，利润稳步提升。双碳战略提出后，国家能源集团于 2021 年 1 月提出十四五新增 70-80GW 新能源装机目标，国电电力 2022 年 4 月提出“加快低碳化

转型”，十四五期间新增新能源装机 35GW，2021-2023 年新能源装机分别实现新增 89、315、724 万千瓦，完成十四五目标的 32%（风电、光伏分别新增 296、833 万千瓦）。

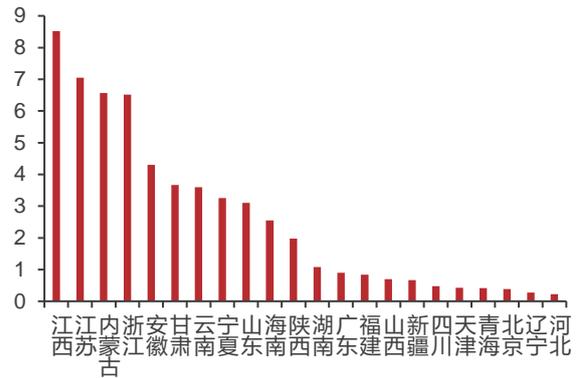
截至 2023 年底，公司新能源装机合计 1789 万千瓦，其中风电、光伏分别为 929、854 万千瓦。其中风电装机主要集中在辽宁、新疆、内蒙古等的三北地区，光伏装机主要集中在江苏、浙江、安徽等电力供给紧张地区。根据公司 2023 年报，新能源分部净利润达到 22.3 亿元，较 2020 年提升 42%。

图 9：公司 2023 年风电分省布局（亿千瓦时）



资料来源：公司公告，华源证券研究。注：上网电量口径

图 10：公司 2023 年光伏分省布局（亿千瓦时）



资料来源：公司公告，华源证券研究。注：上网电量口径

5. 盈利预测与估值

结合当前电力市场环境、煤炭供需情况、公司十四五战略规划以及在建项目，分别对火电、水电、新能源三个部分讨论：

1) 火电部分：假设公司火电机组 2024-2026 年控股装机分别为 7691、7823、7955 万千瓦，平均利用小时数分别为 5100、5000、5000 小时，单位燃料成本分别同比变化-2%、0%、0%。

2) 水电部分：假设 2024-2026 年公司水电机组分别为 1495、1688、1836 万千瓦，考虑来水波动以及龙头水库电站增发效益，假设 2024-2026 年平均利用小时数分别为 3805、3925、4075 小时。

3) 新能源部分：假设 2024-2026 年风电机组分别新增 200、200、200 万千瓦，光伏分别新增 600、600、600 万千瓦。

表 7：2024-2026 年关键数据假设表

| 业务 | 项目 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----|------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 火电 | 控股装机 (万千瓦) | 7740 | 7184 | 7279 | 7691 | 7823 | 7955 |

| | | | | | | | | |
|-----|---------------|------------|-------|-------|-------|-------|------|------|
| | 平均利用小时数 | | 5118 | 5158 | 5163 | 5100 | 5000 | 5000 |
| | 单位燃料成本变动 (%) | | 57.8% | 10.6% | -4.2% | -2.0% | 0.0% | 0.0% |
| 水电 | 控股装机 (万千瓦) | | 1497 | 1496 | 1495 | 1495 | 1688 | 1836 |
| | 平均利用小时数 | | 3934 | 3751 | 3685 | 3805 | 3925 | 4075 |
| 新能源 | 2023 年及之前投产风电 | 控股装机 (万千瓦) | 707 | 746 | 929 | 929 | 929 | 929 |
| | | 平均利用小时数 | 2256 | 2245 | 2296 | 2200 | 2200 | 2200 |
| | 2023 年之后投产风电 | 控股装机 (万千瓦) | | | | 200 | 400 | 600 |
| | | 平均利用小时数 | | | | 2200 | 2200 | 2200 |
| | 2023 年及之前投产光伏 | 控股装机 (万千瓦) | 37 | 313 | 860 | 860 | 860 | 860 |
| | | 平均利用小时数 | 1509 | 1216 | 1161 | 1000 | 1000 | 1000 |
| | 2023 年之后投产光伏 | 控股装机 (万千瓦) | | | | 600 | 1200 | 1800 |
| | | 平均利用小时数 | | | | 1000 | 1000 | 1000 |

资料来源：公司公告，华源证券研究

基于以上假设，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 1840、1890、1970 亿元，分别同比增长 1.7%、2.7%、4.2%；归母净利润分别为 75、80、96 亿元，分别同比增长 34.3%、6.5%、19.2%。当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 13、12、10 倍。

我们按照分部估值法对公司进行估值：

1) 火电板块：公司火电业务资产几乎全部为煤电，一方面，在电力体制机制市场化改革以及与中国神华煤电联营模式下，公司煤电机组盈利稳定性以及盈利能力均在同行中处于领先水平。另一方面，新型电力系统下，煤电机组定位提升为保障性电源，随着容量电价的落实推进，煤电资产公用事业属性逐步提升。

预计公司 2024 年火电归母净利润实现 40 亿元左右。参考华能国际等主流火电企业估值水平，**给予 2024 年 11 倍 PE，对应公司火电板块价值 440 亿元。**

表 8：火电运营商可比公司估值表

| 股票代码 | 公司简称 | 收盘价 | | | EPS | | | PE | | PB |
|-----------|------|-----------|------|------|------|-----------|----------|----------|------|----|
| | | 2024/5/10 | 24E | 25E | 26E | 24E | 25E | 26E | | |
| 600011.SH | 华能国际 | 9.26 | 0.84 | 0.95 | 1.04 | 11 | 10 | 9 | 2.56 | |
| 600027.SH | 华电国际 | 6.89 | 0.64 | 0.72 | 0.78 | 11 | 10 | 9 | 1.72 | |
| 000543.SZ | 皖能电力 | 8.42 | 0.85 | 0.97 | 1.06 | 10 | 9 | 8 | 1.34 | |
| 平均 | | | | | | 11 | 9 | 9 | | |

资料来源：ifind，华源证券研究。注：可比公司盈利预测采用 ifind 一致预期

2) 水电板块：公司拥有 2/3 大渡河流域开发区（持股 80%），2025-2026 年将密集投产约 3.5GW 装机（含龙头水库电站），在四川供电格局紧张、市场化改革推进以及装机提升三重利好下，我们预计公司 2024 年水电分部实现归母净利润约 24 亿元。参考长江电

力等大型水电公司估值水平,考虑到公司新增机组将在 2025-2027 年释放业绩,给予 2024 年 20 倍 PE, 对应公司水电板块价值 480 亿元。

表 9: 水电运营商可比公司估值表

| 股票代码 | 公司简称 | 收盘价 | | EPS | | | PE | | PB |
|-----------|------|-----------|------|------|------|-----------|-----------|-----------|------|
| | | 2024-5-10 | 24E | 25E | 26E | 24E | 25E | 26E | |
| 600900.SH | 长江电力 | 25.48 | 1.38 | 1.47 | 1.54 | 18 | 17 | 17 | 3.03 |
| 600025.SH | 华能水电 | 9.41 | 0.48 | 0.54 | 0.58 | 19 | 18 | 16 | 3.06 |
| 600236.SH | 桂冠电力 | 6.69 | 0.38 | 0.41 | 0.43 | 18 | 16 | 16 | 3.25 |
| 平均 | | | | | | 19 | 17 | 16 | |

资料来源: ifind, 华源证券研究。注: 可比公司盈利预测采用 ifind 一致预期

3) 新能源板块: 我们预计公司 2024 年新能源板块将实现归母净利润 30 亿元左右。参考三峡能源等可比公司估值水平, 我们给予公司 2024 年新能源板块 14 倍 PE, 对应新能源板块价值 420 亿元。

表 10: 新能源运营商可比公司估值表

| 股票代码 | 公司简称 | 收盘价 | | EPS | | | PE | | PB |
|-----------|------|-----------|------|------|------|-----------|-----------|-----------|------|
| | | 2024-5-10 | 24E | 25E | 26E | 24E | 25E | 26E | |
| 600905.SH | 三峡能源 | 4.74 | 0.30 | 0.35 | 0.39 | 16 | 14 | 12 | 1.59 |
| 601016.SH | 节能风电 | 3.25 | 0.24 | 0.26 | 0.28 | 14 | 13 | 12 | 1.25 |
| 000591.SZ | 太阳能 | 5.29 | 0.45 | 0.49 | 0.52 | 12 | 11 | 10 | 0.89 |
| 平均 | | | | | | 14 | 12 | 11 | |

资料来源: ifind, 华源证券研究。注: 可比公司盈利预测采用 ifind 一致预期

以上分电源利润未考虑分部间抵消, 且除火电、水电、新能源三个电源板块, 拥有煤炭、科技环保等资产, 参考公司 2022-2023 年利润水平, 我们预计公司 2024 年分部间抵消以及其他板块亏损 20 亿左右, 10 倍 PE 考虑下扣减 200 亿元市值。需要注意的是, 公司拟转让国电建投 50% 股权, 或获得一次性利润 40 亿量级, 由于目前尚不清楚交割时间, 以上测算未考虑公司出售国电建投带来的现金价值增量。

综上, 我们测算在中性偏保守假设下, 公司内在价值为 440 (火电) + 480 (水电) + 420 (新能源) - 200 (其他板块及内部抵消) = 1140 亿元, 较当前市值仍有 20% 向上空间。

当前各央国企面临国企改革要求进一步升级, 国电电力背靠国家能源集团, 有望成为央企改革典范。公司章程承诺现金分红比例不低于当年可分配利润的 30%。2023 年分红 38%, 若 2024 年按照 40% 分红, 当前股价对应股息率为 3.2%。

首次覆盖, 给予“增持”评级。

风险提示：

1) 煤价上涨超预期。尽管公司煤电机组与中国神华深度绑定，但若是煤价上涨超预期，仍将给公司燃料成本带来压力，进而影响公司业绩。

2) 减值超预期。公司拥有庞大的电力装机容量，在煤电淘汰小机组、低效机组，以及新能源因环保问题终止项目等因素下，公司或将面临减值的不确定性。同时在会计角度考虑，公司存在较多应收账款（或为新能源补贴拖欠），若是减值超预期，将影响公司业绩。

3) 新能源装机不及预期。从新能源资源与消纳两方面考虑，目前优质新能源项目有限，若公司新能源装机不及预期，将影响公司业绩。

表 11：公司利润表预测（百万元）

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业总收入 | 144302 | 168434 | 194674 | 180999 | 184040 | 189017 | 197029 |
| 其中：营业收入 | 144302 | 168434 | 194674 | 180999 | 184040 | 189017 | 197029 |
| 营业总成本 | 129235 | 168620 | 181107 | 165918 | 168897 | 173499 | 178004 |
| 其中：营业成本 | 115461 | 156087 | 168609 | 154540 | 156806 | 160742 | 164762 |
| 税金及附加 | 2130 | 2313 | 2367 | 1870 | 1902 | 1953 | 2036 |
| 销售费用 | 190 | 44 | 34 | 32 | 32 | 33 | 34 |
| 管理费用 | 1685 | 1744 | 1808 | 2025 | 2059 | 2114 | 2204 |
| 研发费用 | 459 | 497 | 738 | 741 | 753 | 774 | 806 |
| 财务费用 | 9309 | 7936 | 7550 | 6711 | 7345 | 7884 | 8162 |
| 其中：利息费用 | 9371 | 8023 | 7635 | 6791 | | | |
| 利息收入 | 137 | 171 | 140 | 155 | | | |
| 投资收益 | 4232 | 3256 | 1441 | 1585 | 2200 | 2300 | 2400 |
| 其中：对联营企业和合营企业的投资 | 1430 | 1291 | 116 | 1550 | 1700 | 1800 | 1900 |
| 收益 | | | | | | | |
| 以摊余成本计量的金融资产终止确认收益 | -227 | -151 | -101 | -67 | | | |
| 资产处置收益 | 198 | 193 | 329 | 68 | | | |
| 资产减值损失 | -1823 | -1842 | -3646 | -1542 | | | |
| 信用减值损失 | -4441 | -3291 | -79 | -492 | | | |
| 其他收益 | 403 | 440 | 628 | 588 | 700 | 700 | 700 |
| 营业利润 | 13635 | -1430 | 12238 | 15289 | 18043 | 18518 | 22125 |
| 加：营业外收入 | 191 | 399 | 479 | 896 | 500 | 500 | 500 |
| 减：营业外支出 | 272 | 338 | 2524 | 515 | 300 | 300 | 300 |
| 利润总额 | 13555 | -1370 | 10194 | 15670 | 18243 | 18718 | 22325 |
| 减：所得税费用 | 3400 | 1895 | 3366 | 3698 | 4136 | 4229 | 5106 |
| 净利润 | 10155 | -3265 | 6828 | 11972 | 14107 | 14488 | 17219 |
| 持续经营净利润 | 10155 | -3265 | 6828 | 11972 | 14107 | 14488 | 17219 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 4354 | -1733 | 2821 | 5609 | 7531 | 8017 | 9559 |
| 少数股东损益 | 5801 | -1532 | 4006 | 6364 | 6576 | 6471 | 7659 |

资料来源：ifind，华源证券研究

表 12：公司资产负债表预测（百万元）

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产： | | | | | | | |
| 货币资金 | 11346 | 11765 | 21638 | 19166 | 18671 | 26255 | 29266 |
| 应收票据及应收账款 | 20327 | 21822 | 21975 | 23451 | 23451 | 23451 | 23451 |
| 其中：应收票据 | 4610 | 1382 | 395 | 1406 | 1406 | 1406 | 1406 |
| 应收账款 | 15717 | 20440 | 21580 | 22045 | 22045 | 22045 | 22045 |
| 应收款项融资 | 224 | 329 | 9 | -- | -- | -- | -- |
| 预付款项 | 2109 | 3914 | 4761 | 3327 | 3327 | 3327 | 3327 |

| | | | | | | | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 其他应收款合计 | 5810 | 3196 | 2816 | 2662 | 2662 | 2662 | 2662 |
| 其中：应收利息 | 0 | 0 | -- | -- | | | |
| 应收股利 | 312 | 1747 | 1164 | 1132 | | | |
| 其他应收款 | 5498 | 1449 | 1652 | -- | | | |
| 合同资产 | -- | -- | 320 | 374 | 374 | 374 | 374 |
| 存货 | 4234 | 7254 | 6134 | 4976 | 4976 | 4976 | 4976 |
| 持有待售资产 | 211 | 211 | 211 | -- | -- | -- | -- |
| 一年内到期的非流动资产 | 28 | 0 | 13 | -- | -- | -- | -- |
| 其他流动资产 | 2044 | 4226 | 2900 | 4727 | 4727 | 4727 | 4727 |
| 流动资产合计 | 46334 | 52719 | 60776 | 58684 | 58188 | 65772 | 68783 |
| 非流动资产： | | | | | | | |
| 可供出售金融资产 | -- | -- | -- | -- | | | |
| 长期应收款 | 236 | 234 | 221 | 148 | 148 | 148 | 148 |
| 长期股权投资 | 21322 | 13601 | 12921 | 15005 | 16855 | 18755 | 20705 |
| 其他权益工具投资 | 2028 | 2441 | 2226 | 2499 | 2499 | 2499 | 2499 |
| 投资性房地产 | 284 | 121 | 102 | 103 | 103 | 103 | 103 |
| 固定资产合计 | 290240 | 266634 | 259735 | 270808 | 307088 | 328924 | 347566 |
| 其中：固定资产 | 290240 | 266634 | 259735 | 270808 | 307088 | 328924 | 347566 |
| 在建工程合计 | 24987 | 45858 | 61282 | 89309 | 89309 | 89309 | 89309 |
| 其中：在建工程 | 21373 | 43941 | 56991 | -- | | | |
| 工程物资 | 3614 | 1917 | 4291 | -- | | | |
| 使用权资产 | -- | 1312 | 1732 | 3355 | 3355 | 3355 | 3355 |
| 无形资产 | 9826 | 9395 | 9697 | 10122 | 10122 | 10122 | 10122 |
| 开发支出 | 268 | 369 | 382 | 679 | 679 | 679 | 679 |
| 商誉 | 1405 | 1358 | 1156 | 838 | 838 | 838 | 838 |
| 长期待摊费用 | 144 | 279 | 1306 | 1398 | 1398 | 1398 | 1398 |
| 递延所得税资产 | 709 | 780 | 725 | 858 | 858 | 858 | 858 |
| 其他非流动资产 | 2775 | 2962 | 2660 | 4093 | 4093 | 4093 | 4093 |
| 非流动资产合计 | 354223 | 345343 | 354143 | 399215 | 437345 | 461081 | 481673 |
| 资产总计 | 400557 | 398062 | 414919 | 457899 | 495533 | 526853 | 550456 |
| 流动负债： | | | | | | | |
| 短期借款 | 36451 | 37798 | 43050 | 48944 | 46944 | 44944 | 42944 |
| 应付票据及应付账款 | 21836 | 28924 | 33142 | 32210 | 32210 | 32210 | 32210 |
| 其中：应付票据 | 3261 | 7087 | 9138 | 6236 | | | |
| 应付账款 | 18576 | 21837 | 24003 | 25974 | | | |
| 预收款项 | 222 | 154 | 7 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 合同负债 | 680 | 681 | 933 | 815 | 815 | 815 | 815 |
| 应付职工薪酬 | 1116 | 1120 | 1110 | 1274 | 1274 | 1274 | 1274 |
| 应交税费 | 2582 | 3124 | 2482 | 2482 | 2482 | 2482 | 2482 |
| 其他应付款合计 | 8599 | 17647 | 11337 | 9740 | 9740 | 9740 | 9740 |
| 其中：应付利息 | -- | -- | -- | -- | | | |
| 应付股利 | 2148 | 1963 | 2882 | 1966 | | | |
| 其他应付款 | 6451 | 15683 | 8455 | -- | | | |
| 一年内到期的非流动负债 | 31272 | 28067 | 24484 | 39531 | 39531 | 39531 | 39531 |
| 其他流动负债 | 9335 | 7716 | 5217 | 8019 | 8019 | 8019 | 8019 |

| | | | | | | | |
|----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 流动负债合计 | 112094 | 125231 | 121762 | 143020 | 141020 | 139020 | 137020 |
| 非流动负债: | | | | | | | |
| 长期借款 | 125098 | 132019 | 149640 | 175138 | 203678 | 226118 | 239282 |
| 应付债券 | 3562 | 8426 | 7628 | 1697 | 1697 | 1697 | 1697 |
| 租赁负债 | -- | 1250 | 1227 | 2197 | 2197 | 2197 | 2197 |
| 长期应付款合计 | 8203 | 5568 | 4999 | 7319 | 7319 | 7319 | 7319 |
| 其中: 长期应付款 | -- | 5376 | 4870 | -- | -- | -- | -- |
| 专项应付款 | -- | 191 | 129 | -- | -- | -- | -- |
| 长期应付职工薪酬 | 144 | 148 | 193 | 250 | 250 | 250 | 250 |
| 预计负债 | 53 | 28 | 3224 | 1054 | 1054 | 1054 | 1054 |
| 递延所得税负债 | 386 | 422 | 509 | 529 | 529 | 529 | 529 |
| 递延收益-非流动负债 | 1239 | 1119 | 1052 | 973 | 973 | 973 | 973 |
| 其他非流动负债 | 10502 | 12524 | 14265 | 6295 | 6295 | 6295 | 6295 |
| 非流动负债合计 | 149187 | 161505 | 182736 | 195453 | 223992 | 246432 | 259596 |
| 负债合计 | 261281 | 286736 | 304498 | 338473 | 365012 | 385452 | 396616 |
| 所有者权益(或股东权益): | | | | | | | |
| 实收资本(或股本) | 19650 | 17836 | 17836 | 17836 | 17836 | 17836 | 17836 |
| 资本公积 | 19327 | 1393 | 684 | 980 | 980 | 980 | 980 |
| 减: 库存股 | 2740 | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 其他综合收益 | 1309 | 1743 | 1300 | 1527 | 1527 | 1527 | 1527 |
| 其他权益工具 | 2983 | 1985 | -- | -- | -- | -- | -- |
| 永续债 | 2983 | 1985 | -- | -- | -- | -- | -- |
| 专项储备 | 35 | 34 | 96 | 293 | 293 | 293 | 293 |
| 盈余公积 | 5181 | 5181 | 5554 | 5743 | 5743 | 5743 | 5743 |
| 未分配利润 | 23787 | 17744 | 19694 | 22384 | 26903 | 31312 | 36092 |
| 归属于母公司所有者权益合计 | 69533 | 45914 | 45163 | 48762 | 53282 | 57691 | 62471 |
| 少数股东权益 | 69743 | 65411 | 65258 | 70664 | 77240 | 83711 | 91370 |
| 所有者权益合计 | 139276 | 111325 | 110422 | 119427 | 130522 | 141402 | 153841 |

资料来源: ifind, 华源证券研究

表 13: 公司现金流量表预测 (百万元)

| | 2020 | 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 | 153562 | 186515 | 220403 | 213868 | 184040 | 189017 | 197029 |
| 收到的税费返还 | 483 | 383 | 3669 | 1204 | | | |
| 收到其他与经营活动有关的现金 | 7253 | 5407 | 6449 | 7433 | 1200 | 1200 | 1200 |
| 经营活动现金流入小计 | 161297 | 192305 | 230521 | 222504 | 185240 | 190217 | 198229 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 87876 | 137395 | 157886 | 132913 | 136006 | 137698 | 139524 |
| 支付给职工以及为职工支付的现金 | 12860 | 13793 | 14720 | 15174 | 2844 | 2921 | 3045 |
| 支付的各项税费 | 12587 | 10666 | 13083 | 13101 | 6038 | 6183 | 7142 |
| 支付其他与经营活动有关的现金 | 5733 | 6328 | 7094 | 18733 | 300 | 300 | 300 |
| 经营活动现金流出小计 | 119056 | 168183 | 192783 | 179921 | 145188 | 147101 | 150010 |
| 经营活动产生的现金流量净额差额(合计平衡项目) | 0 | 0 | 0 | 0 | | | |

| | | | | | | | |
|---------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 42242 | 24122 | 37738 | 42584 | 40053 | 43116 | 48219 |
| 投资活动产生的现金流量: | | | | | | | |
| 收回投资收到的现金 | 400 | 2376 | 3554 | 5673 | | | |
| 取得投资收益收到的现金 | 1768 | 1048 | 955 | 546 | 850 | 900 | 950 |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额 | 132 | 394 | 521 | 161 | | | |
| 处置子公司及其他营业单位收到的现金净额 | 415 | 2436 | 184 | 2 | | | |
| 收到其他与投资活动有关的现金 | 313 | 1714 | 362 | 431 | | | |
| 投资活动现金流入小计 | 3028 | 7968 | 5576 | 6812 | 850 | 900 | 950 |
| 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 | 14980 | 21335 | 35702 | 49769 | 57080 | 44880 | 43880 |
| 投资支付的现金 | 783 | 2487 | 5953 | 2822 | 500 | 500 | 500 |
| 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额 | -- | 4283 | 572 | 525 | | | |
| 支付其他与投资活动有关的现金 | 213 | 333 | 735 | 555 | | | |
| 投资活动现金流出小计 | 15976 | 28438 | 42962 | 53672 | 57580 | 45380 | 44380 |
| 投资活动产生的现金流量净额差额(合计平衡项目) | 0 | 0 | 0 | 0 | | | |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -12948 | -20470 | -37387 | -46860 | -56730 | -44480 | -43430 |
| 筹资活动产生的现金流量: | | | | | | | |
| 吸收投资收到的现金 | 608 | 3884 | 1380 | 1761 | | | |
| 其中: 子公司吸收少数股东投资收到的现金 | 608 | 3332 | 1380 | 1761 | | | |
| 取得借款收到的现金 | 166020 | 183790 | 206650 | 189953 | 26540 | 20440 | 11164 |
| 收到其他与筹资活动有关的现金 | 2849 | 3050 | 3860 | 8741 | | | |
| 筹资活动现金流入小计 | 169478 | 190724 | 211890 | 200456 | 26540 | 20440 | 11164 |
| 偿还债务支付的现金 | 176672 | 174663 | 177479 | 168487 | | | |
| 分配股利、利润或偿付利息支付的现金 | 14587 | 13644 | 12006 | 14548 | 10358 | 11491 | 12942 |
| 其中: 子公司支付给少数股东的股利、利润 | 3859 | 2198 | 3309 | 3935 | | | |
| 支付其他与筹资活动有关的现金 | 8719 | 5317 | 18252 | 12492 | | | |
| 筹资活动现金流出小计 | 199978 | 193624 | 207737 | 195527 | 10358 | 11491 | 12942 |
| 筹资活动产生的现金流量净额差额(合计平衡项目) | 0 | 0 | 0 | 0 | | | |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -30501 | -2899 | 4153 | 4929 | 16182 | 8949 | -1778 |

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