

2024年05月16日

## 三峡能源 (600905.SH)

——三峡集团旗下新能源平台 静待绿电机理理顺

增持 (首次覆盖)

## 投资要点:

## 证券分析师

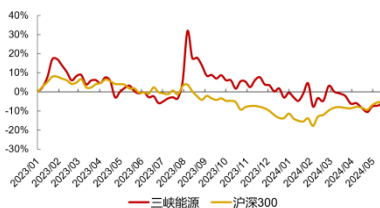
刘晓宁  
S1350523120003  
liuxiaoning@huayuanstock.com

## 研究支持

## 联系人

刘晓宁  
S1350523120003  
liuxiaoning@huayuanstock.com

## 市场表现:



## 相关研究

- **三峡集团旗舰上市平台，“三峡集团新能源业务的战略实施主体”。**公司为三峡集团旗舰上市平台，截至2024年3月，三峡集团直接持股28.11%，通过长江三峡投资管理有限公司间接持股20.96%。除三峡能源外，三峡集团上市公司还包括长江电力、湖北能源以及三峡水利（综合能源业务），公司业务定位为“三峡集团新能源业务的战略实施主体”。
- **新能源装机规模超过龙源电力，大力发展海风为公司特色。**从体量上看，公司新能源在运规模已经超过龙源电力，位居A+H股首位。截至2023年12月底，公司风电累计装机容量达到1942万千瓦，占全国市场份额的4.4%，其中海上风电累计装机容量549万千瓦，占全国市场份额的14.73%，为全国在运海风规模最大的上市公司；光伏装机容量达到1982万千瓦，占全国市场份额的3.25%，光伏绝对体量也处于A+H股首位。
- **应收账款仍然是制约公司估值扩张的核心因素，期待存量带补贴项目回款改善。**公司乃至整个绿电板块2022年以来表现不甚理想，补贴款项回收滞后仍然是主要因素。受补贴拖欠影响，公司近年来存量应收账款（含应收票据，下同）规模激增，截至2023年12月底已达367.2亿元。从公司历年净利润与应收账款增加值对比来看，两者几乎处于同一量级，市场对补贴款项回收节奏的担忧持续压制公司估值。但是从估值的角度，我们分析当前市场对补贴款回收滞后的反应已经较为充分，建议密切关注补贴款项回收情况，相关政策性利好有望成为公司趋势性行情的催化剂。
- **除应收账款外，我们分析制约绿电股价的另一重要因素是市场对新项目收益率的担忧，背后是新能源不稳定的劣势过早暴露，电力系统消纳压力超预期。**从机制建设来看，2023年7月新一轮电改顶层文件过会，构建适应新能源发展的多层次统一电力市场体系。但是目前现货市场建设进度领先其他机制，碳市场建设严重滞后，新能源的环境价值难以体现，消纳不足带来现货市场电价下行压力。我们分析双碳战略进一步发展需要相关配套机制保驾护航，尤其是碳市场、绿电交易以及相关的碳-电协同机制，机制理顺将成为绿电板块趋势性机会的底层驱动力。
- **整体而言，站在当前时点，收益率承压客观存在，我们分析未来两年新能源行业的三个观察指标：新增装机增速、碳市场进展、非技术成本缓解。**新能源行业最大的底牌为双碳战略的硬约束，目前国家态度依然坚定，长期需求量值得期待。我们认为随着时间消化，绿电投资终将回归理性，在乱象整治/需求回升/产业链上游降价等多重利好下，在整个产业链中，运营端回报率有望向稳定类公用事业的收益率靠拢。相关政策性利好有望成为公司趋势性行情的催化剂。
- **盈利预测与估值：**结合公司经营情况和装机规划，我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为75.68、80.43和87.76亿元，当前股价对应PE 18、17、15倍。选取龙源电力、中闽能源、嘉泽新能、晶科科技作为可比公司，公司具备明显规模优势，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**现货市场落地后的电价风险；弃风弃光率超预期；辅助服务分摊超预期。

## 股票数据: 2024年5月15日

收盘价(元)	4.67
一年内最高/最低(元)	5.50/4.08
总市值(亿元)	1337
基础数据: 2024年3月31日	
总股本(亿股)	286
总资产(亿元)	3249
净资产(亿元)	996
每股净资产(元)	2.97
市净率PB	1.57

## 盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	23812	26485	34950	37002	41320
同比增长率(%)	53.8%	11.2%	32.0%	5.9%	11.7%
归母净利润(百万元)	7155	7181	7568	8043	8768
同比增长率(%)	26.8%	0.4%	5.4%	6.3%	9.0%
每股收益(元/股)	0.25	0.25	0.26	0.28	0.31
毛利率(%)	58.4%	55.1%	47.6%	47.2%	47.0%
ROE(%)	9.3%	8.7%	8.6%	8.6%	8.8%
市盈率			18	17	15

## 投资案件

### 投资评级与估值

结合公司经营情况和装机规划，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 75.68、80.43 和 87.76 亿元，当前股价对应 PE 18、17、15 倍。公司为绿电板块标杆性公司，首次覆盖，给予“增持”评级。

### 关键假设

预测公司 2024-2026 年每年投产风电装机 250、300、300 万千瓦，新增光伏装机 800、800、800 万千瓦。

### 投资逻辑要点

公司为绿电板块标杆性公司，股价走势与整个行业的发展密切相关。目前绿电板块面临补贴拖欠、消纳压力、现货市场电价风险等诸多利空。

但是我们认为站在当前时点，绿电板块利空现实存在，但是股价反应较为充分，利好正在逐步积累，行业长坡厚雪逻辑并未改变。新能源行业最大的底牌为双碳战略的硬约束，目前国家态度依然坚定，长期需求量值得期待。

我们认为随着时间消化，绿电投资终将回归理性，在乱象整治/需求回升/产业链上游降价等多重利好下，在整个产业链中，运营端回报率有望向稳定类公用事业的收益率靠拢。相关政策性利好有望成为公司趋势性行情的催化剂。

### 核心风险提示

现货市场落地后的电价风险；弃风弃光率超预期；辅助服务分摊超预期。

## 目录

---

1. 三峡集团新能源运营平台 风光协同海陆共进.....	5
2. 新能源运营行业进入下半场 静待机制理顺.....	7
3. 盈利预测及估值.....	10

## 图表目录

图 1：公司营业收入情况（亿元） .....	6
图 2：公司归母净利润情况（亿元） .....	6
图 3：公司应收账款存量规模（亿元） .....	6
图 4：公司历年净利润与应收账款增加值对比（亿元） .....	6
表 1：2023 年 12 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）	5
表 2：2023 年以来国资委规范央企开发新能源项目 .....	7
表 3：2024 年 1-3 月我国新能源消纳情况 .....	8
表 4：可比公司估值表（元，元/股） .....	10
表 5：公司利润表预测（百万元） .....	11
表 6：公司资产负债表预测（百万元） .....	11
表 7：公司现金流量表预测（百万元） .....	13

## 1. 三峡集团新能源运营平台 风光协同海陆共进

三峡集团旗舰上市平台，“三峡集团新能源业务的战略实施主体”。公司为三峡集团旗舰上市平台，截至 2024 年 3 月底，三峡集团直接持股 28.11%，通过长江三峡投资管理有限公司间接持股 20.96%。除三峡能源外，三峡集团上市公司还包括长江电力（全球最大水电公司）、湖北能源（湖北地区综合性电力平台）以及三峡水利（综合能源业务）。公司业务定位为“三峡集团新能源业务的战略实施主体”。

新能源装机规模超过龙源电力，大力发展海风为公司特色。从体量上看，公司新能源在运规模已经超过龙源电力，位居 A+H 股首位。截至 2023 年 12 月底，公司风电累计装机容量达到 1942 万千瓦，占全国市场份额的 4.4%，其中海上风电累计装机容量 549 万千瓦，占全国市场份额的 14.73%，为全国在运海风规模最大的上市公司；光伏装机容量达到 1982 万千瓦，占全国市场份额的 3.25%，光伏绝对体量也处于 A+H 股首位。

根据公司公告，公司 2023 年新增风电核准备案装机 724.18 万千瓦，新增光伏核准备案装机 1492.56 万千瓦，新增抽水蓄能核准备案装机 260 万千瓦。

表 1：2023 年 12 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）

公司名称	总装机	火电	新能源	风电	光伏	水电	核电	数据时间	新能源新增装机				
									2021	2022	2023	十四五完成度	十四五规划
三峡集团	三峡能源	4004		3924	1942	1982	20	2023.12	730	353	1354	81%	3000
华能集团	华能国际	13566	10668	2861	1551	1310	37	2023.12	323	603	886	45%	4000
	内蒙华电	1323	1140	145	176	7	0	2023.12	33	0	10	4%	1000
华电集团	华电国际	5845	5845				246	2023.12					
	黔源电力	402	0	79	0	79	323	2023.12	75	1	2	16%	500
国电投集团	中国电力	4502	1190	2717	1202	1515	595	2023.12	318	503	134	19%	5000
	吉电股份	1342	330	1012			0	2023.12	132	191	105	-	-
华润集团	上海电力	2245	1347	898	387	511	0	2023.12	182	53	90	-	-
	华润电力	5979	3717	2206	1862	344	54	2023.12	420	325	646	35%	4000
大唐集团	大唐新能源	1542		1542	1298	244		2023.12	85	112	109	11%	2800
	大唐发电	7329	5225	1183	746	437	920	2023.12	77	122	365	19%	3000
国家能源集团	国电电力	10558	7246	1783	929	854	1495	2023.12	89	315	724	32%	3500
	龙源电力	3559	188	3371	2775	596		2023.12	202	440	611	42%	3000

资料来源：公司公告，华源证券研究

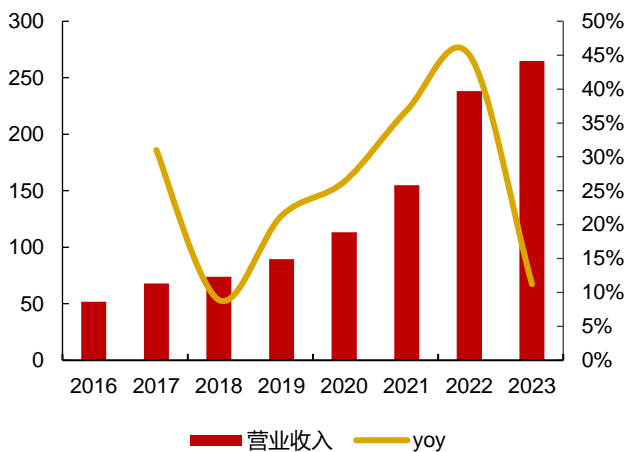
上市以来利润体量整体稳步增长，受会计准则变化影响，2023 年业绩有所承压。公司近年来业绩稳步增长，2021 年上市后凭借融资优势以及海风集中投产，2021 年实现归母净利润 56.42 亿元，同比增长 56.26%；2022 年实现归母净利润 71.55 亿元，调整口径同比增长 11.07%。公司 2023 年实现归母净利润 71.81 亿元，调整口径同比上涨 0.94%，略低于市场预期。我们分析除新增项目收益率承压外，会计准则调整也有一定影响：

根据我国 2022 年 1 月 1 日开始实行的新版《企业会计准则解释第 15 号》，固定资产转固前的试生产阶段，试生产产品正常计算营业收入，但是不计提折旧，由此容易导致固定资产转固前的利润率畸高。相比之下，按照 2021 年及之前会计规则，试生产产品根据售价和直接成本的差额冲抵在建工程，不影响利润表。

对于公司而言，由于我国海风补贴要求是 2021 年底全容量并网，因此公司在 2021 年底进行了大量抢装。但是我国对全容量并网的定义是，在达到同地区同类型机组年平均利用小时 50%的月份，向前追溯 12 个月，视为全容量并网时间。因此，实际上，大量 2021 年底抢装的海风在 2022 年上半年仍处于调试期，即会计规则定义的“试生产阶段”。

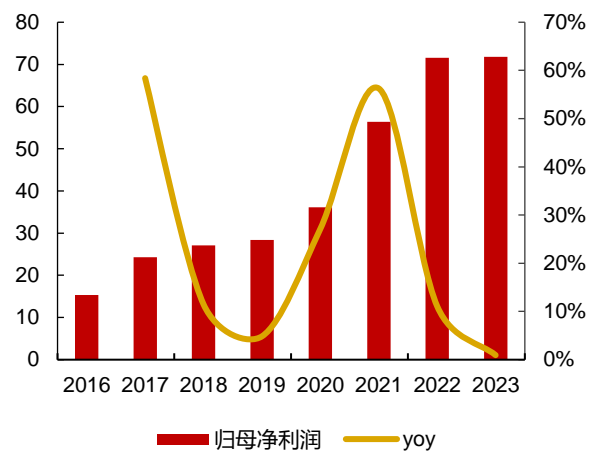
对于新能源而言，试生产阶段只有收入、没有折旧，毛利率接近 100%，而且 2022 年上半年由于海风集中并网，调试期比正常水平略长，因此一定程度增加了上年同期的利润。

图 1：公司营业收入情况（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究

图 2：公司归母净利润情况（亿元）



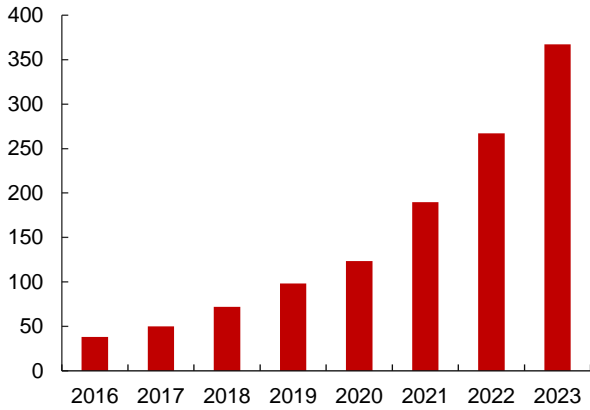
资料来源：公司公告，华源证券研究

**应收账款仍然是制约公司估值扩张的核心因素，期待存量带补贴项目回款改善。**公司乃至整个绿电板块 2022 年以来表现不甚理想，补贴款项回收滞后仍然是主要因素。受补贴拖欠影响，公司近年来存量应收账款规模激增，截至 2023 年 12 月底已达 366.7 亿元，2024 年 3 月底达到 401 亿元。从公司历年净利润与应收账款增加值对比来看，两者几乎处于同一量级，市场对补贴款项回收节奏的担忧持续压制公司估值。

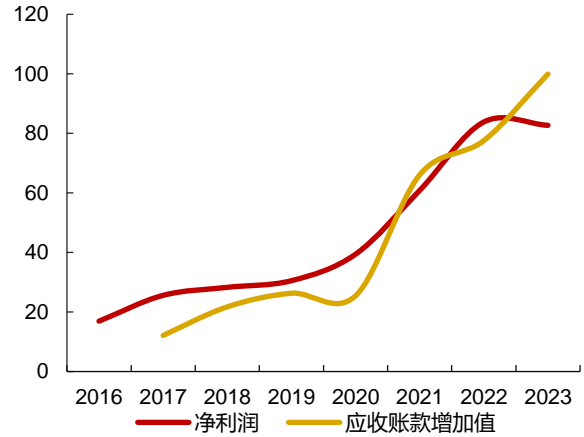
但是从估值的角度，我们分析当前市场对补贴款回收滞后的反应已经较为充分，建议密切关注补贴款项回收情况，相关政策性利好有望成为公司趋势性行情的催化剂。

图 3：公司应收账款存量规模（亿元）

图 4：公司历年净利润与应收账款增加值对比（亿元）



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

## 2. 新能源运营行业进入下半场 静待机制理顺

除应收账款外，我们分析制约绿电股价的另一重要因素是市场对新项目收益率的担忧，背后是新能源不稳定的劣势过早暴露，电力系统消纳压力超预期。从机制建设来看，2023年7月新一轮电改顶层文件过会，构建适应新能源发展的多层次统一电力市场体系。但是目前现货市场建设进度领先其他机制，碳市场建设严重滞后，新能源的环境价值难以体现。

从新型电力系统机制框架来看，电力的价值=能量价值+时间价值+环境价值，在过去新能源占比较低时，新能源既没有承担负的时间价值，也没有获得正的环境价值，国家根据准许收益率核定能量价值，使得新能源收益率相对稳定。

然而，随着现货市场快速推进，新能源发电时段与用电需求错位的劣势被纳入定价范畴，实践表明，考虑到时间价值后，新能源平价尚未到来。机制建设不同步导致新能源现货市场价格骤降，对收益率的担忧是压制新能源板块的核心因素。

但是与此同时，在新格局下，国资委呼吁“央企新能源发展从规模扩张向专业化、集约化发展转变，未来新能源业务将逐步向新能源主业企业和优势企业集中”，新能源运营进入高质量发展下半场，行业龙头公司有望受益。

表 2：2023 年以来国资委规范央企开发新能源项目

主体与来源	要点
2023 年 1 月中央企业新能源智慧运维服务合作项目集中签约仪式上， <b>国资委党委委员、副主任翁杰明讲话</b>	中央企业新能源专业化整合从单个协调向整体推动转变，新能源管理从分散式向精益化转变，新能源运营从单兵突进向共享共赢转变， <b>新能源发展从规模扩张向专业化、集约化转变</b> <b>央企新能源产业发展要形成“一盘棋”</b> 。有关中央企业要综合考虑项目所在区域、投资收益和资产质量，有序开展新能源投资运营，在新能源数智转型、专业运作、协同发展等方面加强合作， <b>有效避免“一哄而上”、过度竞争</b> <b>未来新能源业务将逐步向新能源主业企业和优势企业集中</b> ，对于专业运作水平高、集约化管



理能力强、经营效益好的项目可以独立运行。对于偏离主业、运营成本较高、缺乏管理能力的项目应通过共享服务、委托代管、重组整合等方式开展更大范围、更宽领域、更深层次的专业化运营与合作

2023年2月国务院国资委《关于做好2023年中央企业投资管理进一步扩大有效投资有关事项的通知》

要求**中央企业进一步聚焦主责主业**、发展实体经济，提高有效投资质量

资料来源：政府官网，华源证券研究

长期来看，新能源行业最大的底牌为双碳战略的硬约束，目前国家态度已然坚定，长期需求量毋庸置疑。短期消纳问题以及收益率承压客观存在，**我们分析未来两年新能源行业的三个观察指标：新增装机增速、碳市场进展、非技术成本缓解。**

1) 新增装机增速：顶层设计看，国资委再提新能源高质量发展，遏制盲目投资，但是弃风弃光率考核可能放宽，激发新能源装机热情，电价及利用小时数可能有一定下行压力。

**表 3：2024 年 1-3 月我国新能源消纳情况**

	风电利用率			光伏利用率		
	2024年1月	2024年2月	2024年3月	2024年1月	2024年2月	2024年3月
<b>全国</b>	<b>98.30%</b>	<b>93.70%</b>	<b>96.30%</b>	<b>98.00%</b>	<b>93.40%</b>	<b>98.20%</b>
北京	100.00%	94.90%	96.40%	100.00%	98.60%	100.00%
天津	100.00%	95.30%	99.80%	100.00%	93.60%	100.00%
河北	97.10%	84.00%	94.80%	97.80%	87.40%	96.40%
山西	99.70%	95.90%	97.90%	96.30%	94.40%	99.40%
山东	98.60%	90.10%	96.10%	99.40%	90.80%	99.60%
蒙西	97.10%	90.30%	94.20%	96.40%	88.60%	94.70%
蒙东	96.80%	87.80%	94.20%	99.10%	97.80%	98.10%
辽宁	97.30%	91.00%	95.60%	98.70%	94.10%	99.50%
吉林	96.20%	82.90%	93.90%	95.00%	94.70%	96.80%
黑龙江	99.80%	91.20%	95.40%	99.70%	91.50%	98.20%
上海	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
江苏	100.00%	99.50%	100.00%	100.00%	98.60%	100.00%
浙江	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
安徽	100.00%	99.40%	100.00%	100.00%	98.60%	100.00%
福建	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
江西	100.00%	97.90%	99.90%	100.00%	87.50%	100.00%
河南	98.10%	89.10%	93.40%	97.70%	95.10%	97.20%
湖北	100.00%	97.10%	98.70%	99.30%	88.30%	100.00%
湖南	100.00%	93.90%	99.40%	100.00%	99.50%	100.00%
重庆	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
四川	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
陕西	97.60%	94.20%	94.60%	97.70%	89.70%	97.40%



甘肃	91.90%	91.20%	91.10%	92.90%	93.20%	97.00%
青海	94.50%	92.40%	92.40%	93.10%	89.70%	95.00%
宁夏	98.90%	97.70%	96.90%	98.70%	92.20%	97.60%
新疆	97.40%	95.90%	93.50%	97.90%	95.10%	98.30%
西藏	100.00%	100.00%	97.40%	74.10%	70.90%	73.10%
广东	100.00%	99.60%	99.60%	99.50%	99.80%	100.00%
广西	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
海南	100.00%	100.00%	99.50%	99.20%	97.80%	100.00%
贵州	100.00%	98.90%	99.50%	99.40%	97.40%	99.40%
云南	99.90%	97.80%	99.50%	98.90%	94.20%	99.90%

资料来源：全国新能源消纳预警中心，华源证券研究

2) 碳市场进展：生态环境部 2023 年 10 月将化工、建材等行业纳入温室气体核查范围；中国有色金属工业协会党委书记、副会长 2024 年 1 月表示，目前生态环境部正组织相关单位对碳排放市场扩容关键核心问题进行研究；三部委联合发文《关于加强绿色电力证书与节能降碳政策衔接大力促进非化石能源消费的通知》，有望提升绿电环境价值。

3) 非技术成本缓解：2023 年 10 月国家能源局发文重点整治新能源及抽水蓄能开发领域不当市场干预行为，要求按照“谁提出、谁负责”的原则进行整改，希望终止“资源换产业”模式，保障新能源开发主体的利益。

**国家能源局 4 月 26 日印发《可再生能源绿色电力证书核发和交易规则(征求意见稿)》，明确证电可以分离，为后续进一步提升绿证交易效率奠定基础，但是反转仍需要相关机制理顺。**我们分析此次国家能源局文件对绿电行业发展具备积极意义，但是更多仍然是理顺供给侧机制，而目前对绿电行业发展更重要的是需求侧机制。

适当扩大高耗能行业碳排放监测范围、收紧免费碳配额、通过绿证作为消纳可再生能源的凭证，建立绿证对碳排放的抵扣机制，即打通碳-电循环，是促进绿电行业发展、助力能源转型的胜负手，也是下一步政策的看点。

**海风项目取得实质性进展，未来审批进入常态化，海风有望率先走出低谷。**海风进入平价时代后，部分海风项目受军事、航道、政策等问题影响推进缓慢，导致十四五前期海风增长低于预期，2023 年底江苏省 2.7GW 海风项目陆续获得核准，广东青洲项目发布导管架招标公告，意味着过去压制海风审批的几大因素均得到基本解决。随之而来 2023 年底广东省 23GW 海风竞配落地，预计 2024 年上半年江苏省竞配开始，广西、福建等省也将加快审批项目，考虑到远海更大规模规划，未来海风审批有望进入常态化。

从产业链角度来看，东部沿海省份电力供需格局相对紧张，消纳问题显著低于“三北”省份，多数省份海风平价上网，意味着制造端价格下降带来的利润将留存在运营商体内。最新海上风机（含塔筒）中标价格为 3680 元/kW，较 2021 年最高价几乎减半，在平价上网的背景下，海风项目运营利润较为可观，我们测算资本金 IRR 维持在 12%-15%。

### 3. 盈利预测及估值

结合公司经营情况和装机规划，我们预测公司 2024-2026 年每年投产风电装机 250、300、300 万千瓦，新增光伏装机 800、800、800 万千瓦。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 75.68、80.43 和 87.76 亿元，当前股价对应 PE 18、17、15 倍。公司为绿电板块标杆性公司，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 4：可比公司估值表（元，元/股）

板块	代码	简称	评级	收盘价 2024/5/15	EPS				PE				PB (lf)
					23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	
新能源	001289.SZ	龙源电力		16.40	0.75	0.96	1.09	1.16	22	17	15	14	2.1
	600163.SH	中闽能源	增持	4.79	0.36	0.36	0.37	0.40	13	13	13	12	1.4
	601619.SH	嘉泽新能	买入	3.62	0.33	0.41	0.48	0.57	11	9	8	6	1.3
	601778.SH	晶科科技		2.97	0.11	0.21	0.26	0.30	28	14	12	10	0.7
		平均							18	13	12	11	1.4
	600905.SH	三峡能源		4.67	0.25	0.26	0.28	0.31	19	18	17	15	1.57

资料来源：ifind，华源证券研究。注：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

风险提示：

- 1) 现货市场落地后的电价风险，目前新能源区域性、时段性过剩现象仍然存在，现货市场机制落地后，电价可能存在下行风险。
- 2) 弃风弃光率超预期，在新能源高速建设期间，部分地区消纳问题严峻，弃风弃光可能提升。
- 3) 辅助服务分摊超预期。

**表 5：公司利润表预测（百万元）**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	15484	23812	26485	34950	37002	41320
营业收入	15484	23812	26485	34950	37002	41320
营业总成本	10424	15469	17998	26836	28392	31782
营业成本	6440	9906	11885	18328	19523	21898
税金及附加	133	170	200	264	280	312
销售费用				0	0	0
管理费用	999	1391	1940	2621	2775	3099
研发费用	7	14	17	20	20	20
财务费用	2844	3987	3955	5602	5794	6452
其中：利息费用	2832	4074	4024	5767	5994	6652
减：利息收入	175	223	164	164	200	200
加：其他收益	199	241	284	284	284	284
投资净收益	1730	1347	715	1267	1367	1367
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	1150	1289	648	1200	1300	1300
公允价值变动净收益	58	36	9	0	0	0
资产减值损失	-2	-486		0	0	0
信用减值损失	-260	-275	-553	0	0	0
资产处置收益	-1	11	47	0	0	0
营业利润	6784	9217	8991	9665	10260	11189
加：营业外收入	119	85	140	0	0	0
减：营业外支出	264	233	114	114	114	114
利润总额	6640	9069	9018	9551	10147	11075
减：所得税	554	686	748	835	885	978
净利润	6086	8383	8270	8716	9262	10098
持续经营净利润	6086	8383	8270	8716	9262	10098
减：少数股东损益	444	1227	1089	1148	1219	1330
归属于母公司所有者的净利润	5642	7155	7181	7568	8043	8768

资料来源：公司公告，华源证券研究

**表 6：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	13077	10566	5100	2040	1052	1677
应收票据及应收账款	18970	27007	36718	41718	46718	51718
应收票据		279	44			
应收账款	18970	26728	36674			
应收款项融资	372	0				
预付款项	1472	3359	3810	3810	3810	3810
其他应收款(合计)	825	1443	980	980	980	980
应收股利	4	11		0	0	0
应收利息	5	0		0	0	0
其他应收款	816	1432	980	980	980	980

买入返售金融资产						
存货	131	222	353	353	353	353
其他流动资产	28	207	513	513	513	513
流动资产合计	34876	42804	47473	49413	53426	59051
非流动资产:						
债权投资	157	135	111	111	111	111
其他权益工具投资	375	473	461	461	461	461
其他非流动金融资产	1074	1110	1119	1119	1119	1119
长期股权投资	14202	16481	17400	19000	20650	22300
投资性房地产	1684	1619	2499	2499	2499	2499
固定资产(合计)	87864	136735	160375	197156	233743	268055
固定资产	87864	136729	160370			
固定资产清理		5	5			
在建工程(合计)	57177	35491	52988	52988	52988	52988
在建工程	57177	35491	52988			
使用权资产	5287	10280	8135	8135	8135	8135
无形资产	1738	4955	5328	5328	5328	5328
开发支出		16	68	68	68	68
商誉	1545	1667	1717	1717	1717	1717
长期待摊费用	155	185	288	288	288	288
递延所得税资产	473	570	790	790	790	790
其他非流动资产	10589	9608	12955	12955	12955	12955
非流动资产合计	182321	219323	264234	302615	340852	376814
资产总计	217196	262127	311708	352028	394277	435864
流动负债:						
短期借款	5504	4340	592	1592	2592	3592
应付票据及应付账款	21862	24916	26465	26465	26465	26465
应付票据	3015	2180	1560			
应付账款	18847	22736	24905			
预收款项	1	1	26	26	26	26
合同负债	2	69	219	219	219	219
应付手续费及佣金						
应付职工薪酬	72	94	114	114	114	114
应交税费	270	335	414	414	414	414
其他应付款(合计)	3633	3107	2824	2824	2824	2824
应付利息	266	0	0			
应付股利	3	2	58			
其他应付款	3364	3105	2765			
一年内到期的非流动负债	7016	14293	14069	14069	14069	14069
其他流动负债	0		2018	2018	2018	2018
流动负债合计	38360	47155	46741	47741	48741	49741
非流动负债:						
长期借款	78036	99456	133670	166545	200945	234065
应付债券	5492	6635	5082	5082	5082	5082
租赁负债	4090	6438	5562	5562	5562	5562

长期应付款(合计)	13321	12922	23572	23572	23572	23572
长期应付款	13321	12922	23572			
专项应付款		0	0			
长期应付职工薪酬	11	12	12	12	12	12
预计负债				0	0	0
递延所得税负债	1174	1239	1244	1244	1244	1244
递延收益-非流动负债	64	66	65	65	65	65
其他非流动负债	54	245	274	274	274	274
非流动负债合计	102241	127013	169482	202357	236757	269877
负债合计	140601	174168	216223	250098	285498	319618
所有者权益(或股东权益):						
实收资本(或股本)	28571	28620	28623	28623	28623	28623
资本公积金	23292	23602	23788	23788	23788	23788
减: 库存股		163	168	168	168	168
其它综合收益	90	189	277	277	277	277
专项储备		24	229	229	229	229
盈余公积金	528	652	798	798	798	798
未分配利润	16348	24128	28982	34280	39909	46047
归属于母公司所有者权益合计	68830	77051	82529	87827	93457	99595
少数股东权益	7765	10908	12956	14103	15323	16652
所有者权益合计	76595	87959	95485	101930	108780	116247

资料来源: 公司公告, 华源证券研究

**表 7: 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	12090	20326	21101	29950	32002	36320
收到的税费返还	175	2111	748			
收到其他与经营活动有关的现金	1222	3057	1204	284	284	284
经营活动现金流入(金融类)				164	200	200
经营活动现金流入小计	13487	25494	23053	30399	32486	36804
购买商品、接受劳务支付的现金	666	1101	1631	3858	4110	4610
支付给职工以及为职工支付的现金	1151	1743	2042	2641	2795	3119
支付的各项税费	1155	2463	2235	1099	1164	1290
支付其他与经营活动有关的现金	1699	3315	2728	114	114	114
经营活动现金流出小计	4670	8623	8636	7713	8183	9133
经营活动产生的现金流量净额	8818	16871	14417	22686	24303	27671
投资活动产生的现金流量:						
收回投资收到的现金	1819	35	46			
取得投资收益收到的现金	319	303	425	667	717	717
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	3	16	504			
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额		1	43			
收到其他与投资活动有关的现金	126	399	31			
投资活动现金流入小计	2266	753	1050	667	717	717
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	29906	27731	41112	51250	52000	51600

投资支付的现金	4448	1060	658	1000	1000	1000
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	2251	1608	226	0	0	0
支付其他与投资活动有关的现金	558	145	59			
投资活动现金流出小计	37164	30544	42055	52250	53000	52600
投资活动产生的现金流量净额	-34897	-29790	-41005	-51583	-52283	-51883
筹资活动产生的现金流量：						
吸收投资收到的现金	25235	2090	1238	0	0	0
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	2721	1921	1223			
取得借款收到的现金	56166	55767	74458	33875	35400	34120
收到其他与筹资活动有关的现金	698	445	768			
筹资活动现金流入小计	82100	58302	76464	33875	35400	34120
偿还债务支付的现金	29522	34922	45457			
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	4973	4922	6446	8037	8407	9283
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	551	104	226			
支付其他与筹资活动有关的现金	10359	8185	3574			
筹资活动现金流出小计	44854	48029	55476	8037	8407	9283
筹资活动产生的现金流量净额	37246	10273	20988	25838	26993	24837

资料来源：公司公告，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