

2024年05月17日

银星能源 (000862.SZ)

——中铝旗下唯一绿电上市平台 老旧风场改造换新机

增持 (首次覆盖)

投资要点:

证券分析师

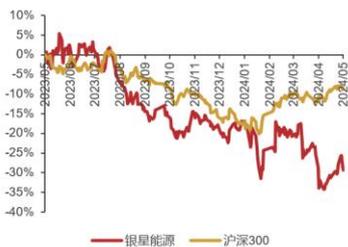
刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

研究支持

联系人

刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

市场表现:



相关研究

- **中铝集团旗下唯一绿电上市平台，立足宁夏走向全国。**公司控股股东为中铝宁夏能源集团，实控人为中铝集团。截至2024年3月底，宁夏能源拥有公司41.23%控股权，同时银星能源为中铝集团唯一新能源上市平台。截至2023年底，公司控股装机192万千瓦，均为新能源装机，其中风电161万千瓦，分布宁夏、内蒙古、陕西三地，在宁夏的风电装机占宁夏全省风电10%；拥有控股光伏31万千瓦，均在宁夏。
- **除新能源资产，公司控股股东宁夏能源还拥有较多煤矿与火电资产。**根据中铝宁夏能源官微，截至2021年底，宁夏能源煤炭产能1600万吨/年，火电控股装机264万千瓦，总权益装机486万千瓦。
- **宁夏老牌风电运营商，优质风电场以大代小创新新动能。**宁夏为我国最早开发风电的省份之一，当前待开发优质风电场已所剩无几，老旧风电场改造迫切。2021年宁夏发改委发布以大代小试点通知，明确到2025年更新规模200万千瓦以上，增容200万千瓦以上。公司为宁夏首家风电运营商，占据风资源丰富地区，以大代小项目占存量风电装机约70%比例，根据公司2023年3月发布的定增预案，预计老旧风场改造项目内部收益率（税后）约10%，远高于公司当前ROE水平。
- **背靠中铝集团，源网荷储空间广阔。**中铝集团作为全球最大的电解铝公司，在双碳战略下降碳需求迫切，计划依托“源网荷储一体化”开展新能源项目建设。我们强调，源网荷储具备安全与效率两大优势，国家自2021年起频繁发文鼓励发展。考虑到电解铝生产及耗电特性，中铝集团发展源网荷储具备极强负荷端优势。公司作为集团旗下唯一的新能源上市平台，或将承担主要责任。2023年10月，银星能源成立多家分公司布局分布式光伏，与集团电解铝厂协同合作。我们分析，本次业务协同逐步明确银星能源在集团内新能源核心平台地位，公司发展也从宁夏走向全国。
- **盈利预测与估值：**结合宁夏电力市场，公司在建项目以及以大代小项目审批情况，我们预计公司2024-2026年将实现归母净利润2.51、3.12、3.88亿元，对应2024-2026年PE分别为19、16、13倍。选取三峡能源、南网能源、嘉泽新能作为可比公司，2024年可比公司平均PE 21倍。首次覆盖，给予银星能源“增持”评级。
- **风险提示：**以大代小项目进展不及预期、新增装机不及预期、新能源入市电价波动。

股票数据: 2024年5月16日

收盘价(元)	5.31
一年内最高/最低(元)	8.17/4.9
总市值(百万元)	4874
市净率PB	1.16

基础数据: 2024年3月31日

总股本(百万股)	918
总资产(百万元)	9474
净资产(百万元)	4283
每股净资产(元)	4.58

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)	1342	1309	1542	1819	2339
同比增长率(%)		-2.4%	17.8%	18.0%	28.5%
归母净利润(百万元)	204	160	251	312	388
同比增长率(%)		-21.3%	56.5%	24.2%	24.6%
每股收益(元/股)	0.18	0.20	0.27	0.34	0.42
毛利率(%)	30.38%	32.59%	37.29%	39.21%	41.67%
ROE(%)	7.1%	3.9%	5.7%	6.7%	7.9%
市盈率			19	16	13

投资案件

投资评级与估值

结合宁夏电力市场，公司在建项目以及以大代小项目审批情况，我们预计公司 2024-2026 年将实现归母净利润 2.51、3.12、3.88 亿元，对应 2024-2026 年 PE 分别为 19、16、13 倍。选取三峡能源、南网能源、嘉泽新能作为可比公司，2024 年可比公司平均 PE 21 倍。首次覆盖，给予银星能源“增持”评级。

关键假设

1) 风电：假设存量装机利用小时数随着以大代小更新替换而提升，预计 2024-2026 年利用小时数分别为 1800、2000、2100 小时；上网电价（含税）均为 0.5044 元/千瓦时。假设 2024-2026 年新增风电机组分别为 0、0、50 万千瓦，2026 年新增装机利用小时为 2200，含税电价为 0.26 元/千瓦时。

2) 光伏：结合公司光伏项目储备，假设公司 2024-2026 年光伏增量装机为 20、50、100 万千瓦，利用小时数均为 1600 小时；含税电价均为 0.3 元/千瓦时。

投资逻辑要点

银星能源为中铝集团旗下绿电上市平台这一事实尚未被市场充分认知。中铝集团作为全球最大的电解铝生产商，其核心产品电解铝使其在双碳下面临严重的能耗管控压力；同时由于其主要产能分布在云南等地，2021 年至今缺电限电下严重影响生产。同时欧盟碳关税将于 2026 年正式实施，CBAM 当前征收范围包括铝。

中铝集团已在 2022-2023 年多次表态新能源战略转型目标，我们判断电源已经成为中铝集团发展掣肘，以新能源为主的源网荷储一体化或将打破集团发展僵局，打造第二成长曲线的途径。银星能源作为中铝集团旗下唯一新能源发展平台及上市平台，有望受益于中铝集团绿电转型战略。

核心风险提示

以大代小项目进展不及预期、新增装机不及预期、新能源入市电价波动

目录

1. 中铝旗下唯一绿电上市平台 立足宁夏走向全国.....	5
2. 宁夏老旧风场以大代小 中铝源网荷储星辰大海.....	7
2.1 内生：占据宁夏优质风电场 以大代小创造新动能.....	7
2.2 外延：背靠中铝集团 源网荷储空间巨大.....	8
3. 盈利预测及估值	10

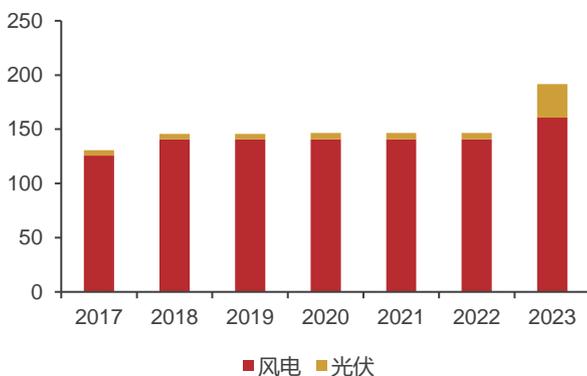
图表目录

图 1：公司 2012-2023 年装机结构（万千瓦）	5
图 2：公司风电机组布局（截至 2023 年底）	5
图 3：公司 2019-2024Q1 营收及增速.....	6
图 4：公司 2019-2024Q1 归母净利润及增速	6
图 5：公司风电项目年度并网装机（万千瓦）	8
图 6：源网荷储的必要性：安全角度与效率角度	9
表 1：2022 年 3 月 2 日宁夏能源对银星能源的避免同业竞争的承诺函	6
表 2：宁夏地区可再生能源装机情况（万千瓦，按照 2025 年可再生能源装机达到 5000 万千瓦测算）	7
表 3：宁夏回族自治区发展改革委关于开展宁夏老旧风电场“以大代小”更新试点的通知	7
表 4：公司盈利预测关键假设	10
表 5：新能源运营商可比公司估值表	11
表 6：公司利润表预测（百万元）	12
表 7：公司资产负债表预测（百万元）	12
表 8：公司现金流量表预测（百万元）	14

1. 中铝旗下唯一绿电上市平台 立足宁夏走向全国

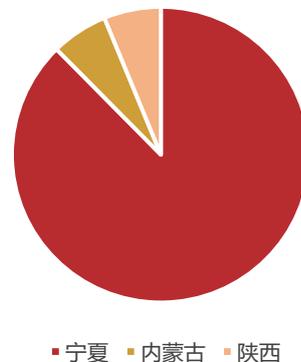
中铝旗下唯一新能源上市平台，宁夏老牌风电运营商。截至 2024 年 3 月底，公司控股股东为中铝宁夏能源集团有限公司（以下简称“宁夏能源”），持股 41.23%，实际控制人为中铝集团（宁夏能源为中铝旗下控股子公司）。公司为宁夏首家从事风力发电的企业，首台风机于 2003 年投运。公司新能源资产以风电为主，并主要布局在宁夏当地。截至 2023 年底，公司控股装机 192 万千瓦，均为新能源装机，其中风电 161 万千瓦，光伏 31 万千瓦。2023 年宁夏风电装机 1464 万千瓦，公司风电占宁夏整体风电装机比重约 10%。

图 1：公司 2012-2023 年装机结构（万千瓦）



资料来源：公司公告，华源证券研究

图 2：公司风电机组布局（截至 2023 年底）



资料来源：公司公告，华源证券研究

同业竞争承诺保障公司新能源主体地位，双碳下背靠中铝集团走向全国。公司控股股东宁夏能源于 2015 年出具《关于避免同业竞争的承诺函》（最新为 2022 年 3 月版本），承诺将宁夏能源风电、光伏等新能源资产注入银星能源体内。2015 年至今，公司分别于 2018 年、2023 年执行两次资产收购，持续履行同业竞争承诺。

根据中铝宁夏能源官微，截至 2021 年底，宁夏能源煤炭产能 1600 万吨/年，火电控股装机 264 万千瓦（总权益装机 486 万千瓦），新能源装机 182 万千瓦（风电 161、光伏 21），光伏在建 25 万千瓦（已于 2023 年 5 月全部并网）。

截至目前，宁夏能源所有风电资产均在银星能源体内，部分光伏资产仍待注入，但银星能源享有经营管理权。中铝集团作为全球最大的电解铝公司，在双碳战略下降碳需求迫切，计划依托“源网荷储一体化”开展新能源项目建设。公司作为集团旗下唯一的新能源上市平台，或将承担主要责任。

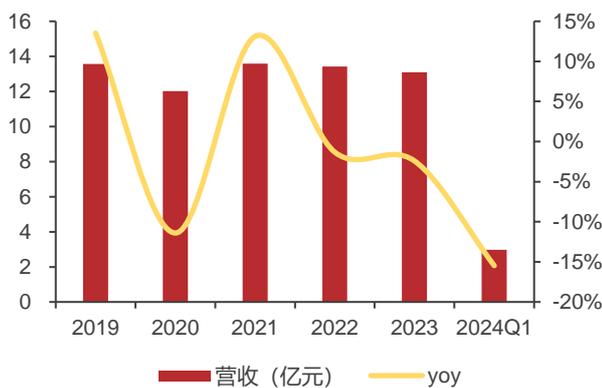
表 1：2022 年 3 月 2 日宁夏能源对银星能源的避免同业竞争的承诺函

类型	内容
风电资产注入	自本承诺函出具后 12 个月内，宁夏能源将按照评估确定的公允价格将阿拉善左旗贺兰山 200MW 风电项目注入银星能源；如本次交易方案通过银星能源股东大会以及证券监管部门批复同意，则完成注入的承诺时间自动延长至相关工商手续办理完成之日
股权注入	自本承诺函出具后 36 个月内，宁夏能源将按照评估确定的公允价格将陕西省地方电力定边能源有限公司 49% 股权注入银星能源
光伏资产注入	公司于 2020 年 3 月 20 日承诺：本承诺函出具后的 60 个月内，宁夏能源按照评估确定的公允价格将光伏发电及相关产品生产相关资产和业务注入银星能源的承诺内容不变

资料来源：公司公告，华源证券研究

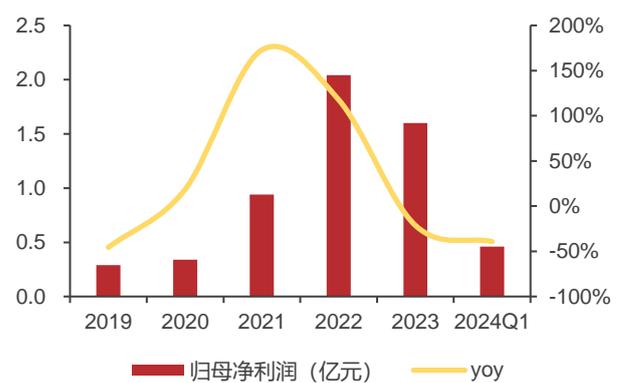
风况欠佳与市场化交易电价下滑，2023 年及 2024Q1 业绩承压。公司 2023 年实现归母净利润 1.6 亿元，同比下滑 21%，业绩不及市场预期主要系公司位于内蒙古与宁夏的存量机组大量参与市场化交易导致电价下滑，2023 年公司完成新能源交易电量 26.49 亿千瓦时，占当年总上网电量的 92.91%，较 2022 年 62.66% 增加 30.25 个百分点；2023 年上网电价（含税）0.5144 元/千瓦时，同比下滑 6.73 分/千瓦时。2024 年一季度实现归母净利润 0.46 亿元，同比下降 39%，或主要系一季度风况欠佳影响。

图 3：公司 2019-2024Q1 营收及增速



资料来源：ifind，华源证券研究

图 4：公司 2019-2024Q1 归母净利润及增速



资料来源：ifind，华源证券研究

2. 宁夏老旧风场以大代小 中铝源网荷储星辰大海

2.1 内生：占据宁夏优质风电场 以大代小创造新动能

宁夏风光资源丰富，我国风光大基地主要省份。宁夏地区太阳能与风能资源丰富，为我国风光大基地主要省份，根据《宁夏回族自治区可再生能源发展“十四五”规划》，明确到 2025 年，宁夏地区可再生能源装机规模超过 5000 万千瓦，力争达到 5500 万千瓦，可再生能源发电装机和发电占比分别提高到 55%和 30%以上。截至 2023 年底，宁夏可再生能源装机 3643 万千瓦，占总装机 52.4%。按照 2025 年可再生能源装机达到 5000 万千瓦测算，预计 2024、2025 年将新增新能源装机超 13GW。

表 2：宁夏地区可再生能源装机情况（万千瓦，按照 2025 年可再生能源装机达到 5000 万千瓦测算）

	2020	2021	2022	2023	2025E	2023-2025 年新增
火电	3326	3333	3304	3313	4091	787
水电	43	43	43	43	43	0
风电	1377	1455	1457	1464	4957	1356
光伏	1197	1384	1584	2137		
合计	5943	6214	6474	6956	9091	2135
可再生能源装机	2617	2881	3170	3643	5000	1357
可再生能源占比	44.0%	46.4%	49.0%	52.4%	55.0%	63.6%

资料来源：中电联、宁夏回族自治区发改委，华源证券研究

但作为我国最早开发风电的省份之一，宁夏待开发优质风电场已所剩无几，老旧风电场改造迫切。2021 年 8 月宁夏自治区发改委印发《关于开展宁夏老旧风电场“以大代小”更新试点的通知》（以下简称“通知”），宁夏为全国首个明确出台的老旧风场“以大代小”更新政策的省份。

通知要求风电企业开展老旧风电场更新试点工作，主要针对全区并网运行时间较长、单机容量在 1.5 兆瓦及以下、连续多年利用小时数低下、存在安全隐患的项目。通知明确通过“等容更新”和“等容更新+增容”两种模式开展老旧风场更新改造。到 2025 年更新规模 200 万千瓦以上，增容 200 万千瓦以上。

表 3：宁夏回族自治区发展改革委关于开展宁夏老旧风电场“以大代小”更新试点的通知

分类	内容
政策延续	老旧风电场更新须在项目原场址范围内进行且容量不得突破原核准容量，完成更新后补贴等沿用原项目相关政策。延续原项目电价补贴政策执行到期，到期后按新增并网项目执行电价。
以大代小	老旧风电场更新时应选择单机容量大（原则 3.0 兆瓦及以上）、技术先进的行业主流机型替代原有小容量风电机组，力争实现老旧风电场土地、风能资源利用最大化。

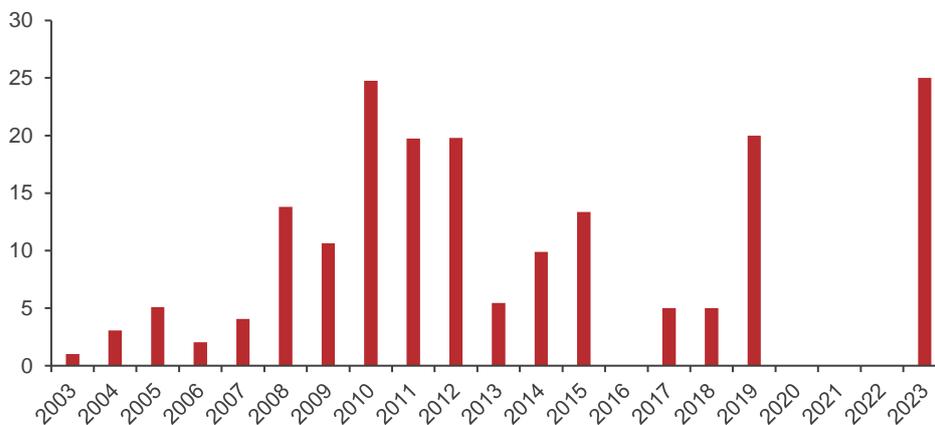
有保有增	支持企业完成老旧风电场更新后充分挖掘剩余土地、风能资源价值，在原场址范围内开展项目增容，增容按照新增风电项目管理。
其他要素	更新项目储能配置比例不低于 10%、连续储能时长 2 小时以上；原则上增容项目须在老旧风电场完成更新后一年内建成投运。
效益目标	更新及增容风电场单机容量达到 3.0 兆瓦及以上， 年等效利用小时数达到 2000 小时以上。

资料来源：宁夏回族自治区发改委，华源证券研究

公司占据风资源丰富地区，以大代小项目占存量比重约 70%。公司存量风电装机绝大部分为早期建设风电场，占据较好的风资源和地理位置条件，通过开展老旧风机的技改、安装大功率先进风机，将极大提升公司风电装机规模和机组利用效率。据我们统计，公司运行 15 年以上（2008 年及之前投产）风机容量约 29 万千瓦，约占总风机容量的 18%；运行 10 年以上（2013 年及之前投产）的风机容量约 109 万千瓦，约占总风机容量的 68%。

2021 年 12 月，宁夏发布《宁夏老旧风电场“以大代小”试点项目名单》，公司 27 个项目上榜，合计更新超过 100 万千瓦，其中 22 个项目为“等容+增容”类型，根据公司 2023 年 3 月发布的定增预案，预计老旧风场改造项目内部收益率（税后）约 10%，远高于公司当前 ROE 水平，公司老旧风电场改造值得期待。

图 5：公司风电项目年度并网装机（万千瓦）



资料来源：公司公告，华源证券研究

2.2 外延：背靠中铝集团 源网荷储空间广阔

中铝集团为全球电解铝龙头，双碳下降本、降碳需求迫切。电解铝为典型高耗能、高排放产业，国内单吨电解铝标杆能耗水平约 13000 千瓦时。在国内碳市场推进，国外欧盟碳关税双重压力下，中铝集团面临较为强烈的降碳需求。同时，在电力体系市场化推进以及传统能源价格中枢提升背景下，中铝集团作为典型的高耗能行业，短期或面临较为严重的电力成本压力。中铝集团作为中央企业，于 2021 年明确提出计划 2025 年实现碳达峰，

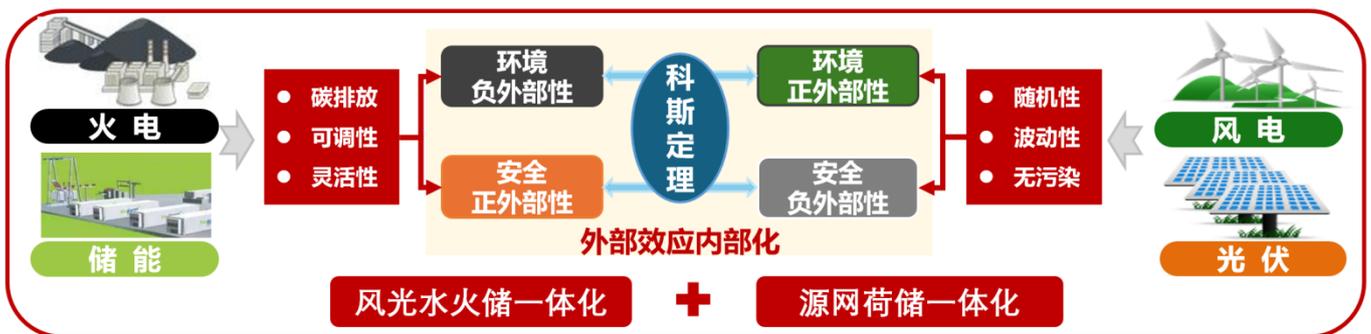
2035 年实现降碳 40%目标。并于 2022 年下半年明确将新能源发展打造为集团竞争力，计划依托“源网荷储一体化”建设新能源项目。

源网荷储具备安全与效率两大优势，国家多次发文鼓励发展。以“源、网、荷、储”为整体规划的新型电力运行模式，通过充分调动各项资源，实现内部电力供给尽量自给，在自身电力生产过剩或不足时向电网输送或汲取电力，与主网互为支撑。从安全角度看，源网荷储能够“分解”电力系统降低复杂度；从效率角度看，源网荷储实现产权重组，外部成本内部化，提高运行效率。2024 年 2 月，国家发改委、国家能源局联合发布《关于新形势下配电网高质量发展的指导意见》，多次提及配电网与源网荷储协同发展。

中铝集团发展源网荷储具备极强负荷端优势。中铝集团作为大工业高耗能用户，单用户耗能量大且耗能稳定，使得企业内部自备电厂利用小时数较高。大工业用户理论上输配电度电成本较低，过去源网荷储优势受同网同价问题制约，第三监管周期省级输配电价改制后，高电压等级用户容（需）量电价下降，网源荷储项目经济性有望有所提升。

2024 年 1 月，中国有色金属工业协会党委书记、副会长兼新闻发言人表示，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，待研究完成后，适时将电解铝纳入全国碳市场。欧盟碳关税将于 2026 年正式实施，CBAM 当前征收范围包括铝。

图 6：源网荷储的必要性：安全角度与效率角度



资料来源：华源证券研究

成立多家分公司布局分布式光伏，集团定位逐步明晰，从宁夏走向全国。2023 年 10 月，公司发布九届五次董事会决议公告，拟在云南驰宏资源综合利用有限公司曲靖市麒麟区厂区、云南金鼎锌业有限公司怒江市兰坪县哨上尾矿库、遵义铝业股份有限公司遵义市播州区厂区、抚顺铝业有限公司抚顺市望花区抚铝厂区分别设立宁夏银星能源股份有限公司曲靖分公司、兰坪分公司、遵义分公司和抚顺分公司四家分公司。

根据企查查，以上四家铝业公司均为中铝集团控股公司，我们分析，本次业务协同逐步明确银星能源在集团内新能源核心平台地位，未来集团内新能源项目或将主要由银星能源承接，模式上看，分布式光伏自发自用模式或率先跑通。

3. 盈利预测及估值

结合宁夏电力市场，公司在建项目以及以大代小项目审批情况，我们预计公司 2024-2026 年经营数据如下：

1) 风电：假设存量装机利用小时数随着以大代小更新替换而提升，预计 2024-2026 年利用小时数分别为 1800、2000、2100 小时；上网电价（含税）均为 0.5044 元/千瓦时。假设 2024-2026 年新增风电机组分别为 0、0、50 万千瓦，2026 年新增装机利用小时为 2200，含税电价为 0.26 元/千瓦时。

2) 光伏：结合公司光伏项目储备，假设公司 2024-2026 年光伏增量装机为 20、50、100 万千瓦，利用小时数均为 1600 小时；含税电价均为 0.3 元/千瓦时。

表 4：公司盈利预测关键假设

	2024E	2025E	2026E
2023 年及之前投产的风电装机（万千瓦）	160.68	160.68	160.68
利用小时数	1800	2000	2100
上网电价（元/千瓦时，含税）	0.5044	0.5044	0.5044
新增投产的风电装机（万千瓦）	0	0	50
利用小时数	-	-	2200
上网电价（元/千瓦时，含税）	-	-	0.26
2023 年及之前投产的光伏装机（万千瓦）	31	31	31
利用小时数	1400	1400	1400
上网电价（元/千瓦时，含税）	0.5044	0.5044	0.5044
新增投产的光伏装机（万千瓦）	20	50	100
利用小时数	1600	1600	1600
上网电价（元/千瓦时，含税）	0.3	0.3	0.3

资料来源：ifind，华源证券研究

根据上述假设，我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 15.42、18.19、23.39 亿元，分别同比增长 18%、18%、29%；实现归母净利润 2.51、3.12、3.88 亿元，分别同比增长 57%、24%、25%。当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 19、16、13 倍。选取三峡能源、南网能源、嘉泽新能作为可比公司，2024 年可比公司平均 PE 21 倍。

公司背靠中铝集团，存量资产享受宁夏老旧风场以大代小改造，增量资产依托集团发展源网荷储项目，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

表 5：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
		2024-05-16	24E	25E	26E	24E	25E	26E	
600905.SH	三峡能源	4.63	0.30	0.34	0.38	15	13	12	1.6
003035.SZ	南网能源	5.03	0.13	0.18	0.23	38	27	22	2.8
601619.SH	嘉泽新能	3.61	0.42	0.55	0.63	9	7	6	1.3
平均						21	16	13	
000862.SZ	银星能源	5.31	0.27	0.34	0.42	19	16	13	1.2

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

风险提示：

1) 以大代小项目进展不及预期。虽然公司绝大多数存量风电项目均在宁夏以大代小试点项目名单中，但考虑到机组拆除带来的当期损失以及施工建设的不确定性，公司以大代小项目进展可能不及预期，从而影响短期业绩。

2) 新增装机不及预期。公司未来短期新增项目以分布式光伏为主，并与集团公司协同。考虑到参与主体的多样性，开发规模及进展存在不确定性。

3) 新能源入市电价波动。在电力体系市场化改革趋势下，新能源项目进入市场化交易将增加上网电价的不确定性。

表 6：公司利润表预测（百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1342	1309	1542	1819	2339
其中：营业收入	1342	1309	1542	1819	2339
营业总成本	1155	1135	1261	1477	1886
其中：营业成本	869	882	967	1106	1364
税金及附加	14	15	18	21	28
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	57	56	66	76	94
研发费用	1	0	0	0	0
财务费用	213	181	209	272	401
其中：利息费用	213	183	212	275	403
利息收入	1	3	3	3	3
投资收益	9	6	6	6	6
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	5	6	6	6	6
资产处置收益	--	--			
资产减值损失	--	-54	-50	-50	-50
信用减值损失	3	4			
其他收益	53	50	50	50	50
营业利润	252	179	286	349	458
加：营业外收入	2	12			
减：营业外支出	8	11			
利润总额	247	179	286	349	458
减：所得税费用	11	11	17	21	27
净利润	236	169	270	328	431
持续经营净利润	231	169	270	328	431
终止经营净利润	5	--			
归属于母公司所有者的净利润	204	160	251	312	388
少数股东损益	32	9	18	16	43

资料来源：ifind，华源证券研究

表 7：公司资产负债表预测（百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产：					
货币资金	159	311	512	407	211
应收票据及应收账款	1403	2175	2175	2175	2175
其中：应收票据	19	--			
应收账款	1384	2175	2175	2175	2175
应收款项融资	--	6	6	6	6
预付款项	7	2	2	2	2
其他应收款合计	9	11	11	11	11

应收股利	2	--			
其他应收款	7	11			
存货	53	46	46	46	46
其他流动资产	27	83	83	83	83
流动资产合计	1659	2634	2835	2730	2534
非流动资产：					
长期股权投资	69	75	79	83	87
其他权益工具投资	20	18	18	18	18
投资性房地产	41	54	54	54	54
固定资产合计	5394	6423	7291	9421	13595
其中：固定资产	5394	6417	7291	9421	13595
在建工程合计	192	111	111	111	111
其中：在建工程	192	111			
使用权资产	2	17	17	17	17
无形资产	80	80	80	80	80
长期待摊费用	2	1	1	1	1
递延所得税资产	52	55	55	55	55
其他非流动资产	40	67	67	67	67
非流动资产合计	5892	6902	7775	9908	14086
资产总计	7551	9536	10609	12638	16620
流动负债：					
短期借款	20	725	725	725	725
应付票据及应付账款	163	282	282	282	282
其中：应付票据	--	141			
应付账款	163	141			
预收款项	--	--			
合同负债	0	0	0	0	0
应付职工薪酬	4	4	4	4	4
应交税费	31	24	24	24	24
其他应付款合计	1711	1343	1343	1343	1343
其中：应付利息	--	--			
应付股利	3	3			
其他应付款	1708	1340			
一年内到期的非流动负债	689	749	749	749	749
其他流动负债	6	--			
流动负债合计	2623	3127	3127	3127	3127
非流动负债：					
长期借款	1931	2135	2945	4739	8407
租赁负债	2	2	2	2	2
长期应付款合计	23	17	17	17	17
其中：长期应付款	6	--			
专项应付款	18	17			
长期应付职工薪酬	--	--			

预计负债	--	--			
递延所得税负债	--	--			
递延收益-非流动负债	25	22	22	22	22
非流动负债合计	1981	2177	2987	4781	8449
负债合计	4604	5303	6113	7907	11575
所有者权益(或股东权益):					
实收资本(或股本)	706	918	918	918	918
资本公积	2679	3428	3428	3428	3428
其他综合收益	0	-1	-1	-1	-1
专项储备	--	1	1	1	1
盈余公积	24	25	25	25	25
未分配利润	-532	-215	36	255	526
归属于母公司所有者权益合计	2878	4155	4406	4625	4896
少数股东权益	69	78	96	112	155
所有者权益合计	2947	4233	4502	4737	5051

资料来源: ifind, 华源证券研究

表 8: 公司现金流量表预测 (百万元)

	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	841	996	1542	1819	2339
收到的税费返还	60	43			
收到其他与经营活动有关的现金	18	9	50	50	50
经营活动现金流入小计	919	1048	1592	1869	2389
购买商品、接受劳务支付的现金	235	129	272	296	348
支付给职工以及为职工支付的现金	106	109	67	77	94
支付的各项税费	131	139	35	42	55
支付其他与经营活动有关的现金	60	39	0	0	0
经营活动现金流出小计	532	415	373	414	497
经营活动产生的现金流量净额	387	633	1218	1455	1892
投资活动产生的现金流量:					
取得投资收益收到的现金	2	2	2	2	2
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	2	--			
收到其他与投资活动有关的现金	--	--			
投资活动现金流入小计	3	2	2	2	2
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	184	659	1620	2990	5240
投资支付的现金	--	325	0	0	0
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0	--			
投资活动现金流出小计	184	984	1620	2990	5240
投资活动产生的现金流量净额	-181	-982	-1618	-2988	-5238
筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	--	1363			

取得借款收到的现金	20	868	810	1794	3668
收到其他与筹资活动有关的现金	1368	--			
筹资活动现金流入小计	1388	2231	810	1794	3668
偿还债务支付的现金	1319	755			
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	177	231	209	366	517
支付其他与筹资活动有关的现金	0	823			
筹资活动现金流出小计	1496	1809	209	366	517
筹资活动产生的现金流量净额	-107	422	601	1428	3151
汇率变动对现金及现金等价物的影响	--	--			
现金及现金等价物净增加额	98	73	201	-105	-195
加：期初现金及现金等价物余额	61	238	311	512	407
期末现金及现金等价物余额	159	311	512	407	211

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