

2024年05月18日

龙源电力 (0916.HK)

——A+H 两地上市新能源平台 静待绿电机制理顺

增持 (首次覆盖)

投资要点:

证券分析师

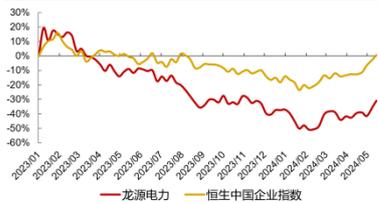
刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

研究支持

联系人

刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

市场表现:



相关研究

- **我国新能源发展探路者，A+H 股两地上市。** 公司为我国首家 A+H 两地上市新能源平台，在我国风电发展历史中，公司很大程度上承担了探路者的角色，2009 年底登陆港交所，2022 年初发布资产重组实施情况报告书，吸收合并 ST 平能登陆上交所，实现 A+H 两地上市。截至 2023 年 12 月底，公司控股装机容量达到 3559 万千瓦，其中风电装机 2775 万千瓦，光伏 596 万千瓦，火电 187.5 万千瓦。近年来公司装机规模扩张较为谨慎，2023 年新能源总装机规模被三峡能源超过，目前位列上市公司第二位。
- **公司规划“十四五”期间新增新能源装机 3000 万千瓦（不包括集团注入部分），集团承诺三年内将存续风电资产注入公司。** 公司 2021 年提出“十四五”期间新增新能源装机 3000 万千瓦，但是受此前疫情以及光伏组件价格高企影响，公司新增装机开发进度较为谨慎。国家能源集团 2022 年初与公司签订《避免同业竞争协议》，承诺将通过资产注入、组建合资公司、资产置换等方式，切实推进下属其他风电资产合计 2140.67 万千瓦注入龙源电力。未来完成注入后，公司装机将在现有体量上大幅增长。注入承诺实际上是确认了公司在国家能源集团新能源战略中的核心地位。
- **我们分析应收账款是制约绿电公司估值扩张的核心因素（尤其是港股），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，尤其是更加重视现金流的港股市场。受补贴拖欠影响，公司近年来存量应收账款规模快速增长（含应收款项融资），截至 2023 年 12 月底达到 357 亿元。但是相比之下，公司应收款项回收情况好于同行，从公司历年净利润与应收账款增加值对比来看，公司 2017 年之前基本不存在款项回收问题，2022 年回收情况亦大幅改善。
- **公司较好的补贴回收情况与公司项目较早有关，2018-2020 年机组占比非常有限。** 从历年新增风电装机容量来看，公司绝大部分装机投产于 2017 年及之前，而 2017 年之前我国可再生能源补贴基金缺口较小，加之当时抢装现象不明显，项目较为规范，公司项目“确权”比例较高。而抢装最明显的 2018-2020 年，公司受集团战略等问题影响，新增装机规模较少；2021 年后新增的项目均为平价项目。**由此可以推断，公司现有项目中的“问题项目”比例非常有限，新一轮补贴资金到位有望成为公司股价启动的催化剂。**
- **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。但是整体而言，我们站在分析当前时点，绿电板块利空现实存在，但是反应较为充分，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。
- **盈利预测与估值：** 结合公司装机规划，我们预测 2024-2026 年归属于母公司普通股东的净利润（扣除永续债利息）分别为 67.30、74.39、80.89 亿元，当前股价对应 PE 8、7、6 倍。与三峡能源、嘉泽新能、大唐新能源、中广核新能源等公司对比，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，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17日

收盘价 (港元)	6.87
一年内最高/最低 (港元)	9.11/4.37
总市值 (亿港元)	574
基础数据: 2024年3月31日	
总股本 (亿股)	83.6
总资产 (亿元人民币)	2371
净资产 (亿元人民币)	853
每股净资产 (元人民币)	8.55
市净率 PB	0.74

盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	39863	37642	40753	43117	45481
同比增长率 (%)	7.13%	-5.57%	8.27%	5.80%	5.48%
归母净利润 (百万元)	5112	6249	6730	7439	8089
同比增长率 (%)	-20.17%	22.24%	7.69%	10.53%	8.74%
每股收益 (元/股)	0.61	0.75	0.81	0.89	0.97
毛利率 (%)	23.0%	24.8%	23.8%	24.7%	25.3%
ROE (%)	7.4%	8.8%	8.9%	9.2%	9.4%
市盈率			8	7	6

投资案件

投资评级与估值

结合公司经营情况，我们预测 2024-2026 年归属于母公司普通股东的净利润（扣除永续债利息）分别为 67.30、74.39、80.89 亿元，当前港股股价对应 PE 8、7、6 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设

预计公司 2024-2026 年分别投产风电装机 200、200、200 万千瓦，新增光伏装机 300、300、300 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. 我国新能源发展探路者 A+H 股两地上市.....	5
2. 长坡厚雪赛道无疑 静待相关机制理顺.....	8
3. 盈利预测及估值	9

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 PB band	6
图 4：龙源电力历年净利润与应收款项增量对比（亿元）	7
图 5：三峡能源历年净利润与应收款项增量对比（亿元）	7
图 6：公司历年新增风电装机容量（万千瓦）	7
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	8
表 3：公用事业重点公司估值表（元，元/股，来自 ifind 一致预期）	9
表 4：公司利润表预测（百万元）	10
表 5：公司资产负债表预测（百万元）	10
表 6：公司现金流量表预测（百万元）	12

1. 我国新能源发展探路者 A+H 股两地上市

我国新能源发展探路者，A+H 股两地上市。 公司为我国首家 A+H 两地上市的新能源平台，在我国风电发展历史中，公司很大程度上承担了探路者的角色，1999 年进入风电运营行业，在 2002 年第一轮电力体制改革中，公司股权划归国电集团（后重组为国家能源集团），并接收了原国家电力公司的全部风电资产；2009 年底登陆港交所，2022 年初发布资产重组实施情况报告书，吸收合并 ST 平能登陆上交所，实现 A+H 两地上市。

截至 2023 年 12 月底，公司控股装机容量达到 3559 万千瓦，其中风电装机 2775 万千瓦，光伏 596 万千瓦，火电 187.5 万千瓦，近年来公司装机规模扩张较为谨慎，2023 年新能源总装机规模被三峡能源超过，目前位列上市公司第二位。地域分布来看，公司在运装机呈现“省份广泛，大区集中”的特点，“三北地区”（东北、西北、华北）占比接近 60%。

公司规划“十四五”期间新增新能源装机 3000 万千瓦（不包括集团注入部分）。 公司 2021 年提出“十四五”期间新增新能源装机 3000 万千瓦，但是受此前疫情以及光伏组件价格高企影响，公司新增装机开发进度较为谨慎。

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）

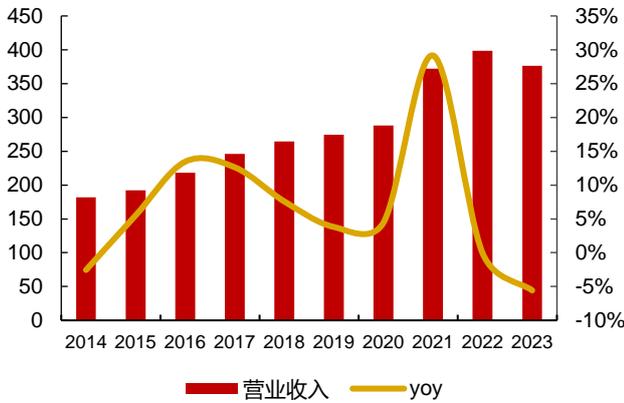
公司名称	总装机	火电	新能源	风电	光伏	水电	核电	数据时间	新能源新增装机				
									2021	2022	2023	十四五完成度	十四五规划
国家能源集团	龙源电力	3559	188	3371	2775	596		2023.12	202	440	611	42%	3000
	国电电力	10558	7246	1783	929	854	1495	2023.12	89	315	724	32%	3500
三峡集团	三峡能源	4004		3924	1942	1982	20	2023.12	730	353	1354	81%	3000
华能集团	华能国际	13566	10668	2861	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	-	-
	上海电力	2245	1347	898	387	511	0	2023.12	182	53	90	-	-
华润集团	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

资料来源：公司公告，华源证券研究

集团提出将推动存续风电资产注入公司，确立了公司在集团新能源战略中的核心地位。 国家能源集团 2022 年初与公司签订的《避免同业竞争协议》，集团承诺将通过资产注入、组建合资公司、资产置换等方式，切实推进**下属其他风电资产合计 2140.67 万千瓦注入龙源电力**。未来完成注入后，公司装机将在现有体量上增加约 60%。注入承诺实际上是确认了公司在国家能源集团新能源战略中的核心地位。

上市以来利润体量整体稳步增长，2022 年业绩承压主要系减值损失影响，2023 年归母净利润同比增长 22.27%。 公司近年来业绩稳健，2021 年实现归母净利润 64.04 亿元（A 股会计准则，下同），同比增长 28.67%；2022 年实现归母净利润 51.12 亿元，同比首次出现下滑，主要系公司计提了 20.03 亿元资产减值损失。公司 2023 年重回增长轨道，在计提 20.86 亿元资产减值损失的情况下，实现归母净利润 62.49 亿元，同比增长 22.27%。

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

A 股估值整体稳定，港股估值处于历史最低区间。公司 2022 年底登陆 A 股后，估值水平整体稳定，PB 始终保持在 2 倍以上。港股股价在 2020 年下半年-2021 年年迎来显著行情后，2022 年以来持续回调，从 PB 估值来看，目前仅有 0.65 倍，处于历史最低区间。

图 3：公司 PB band

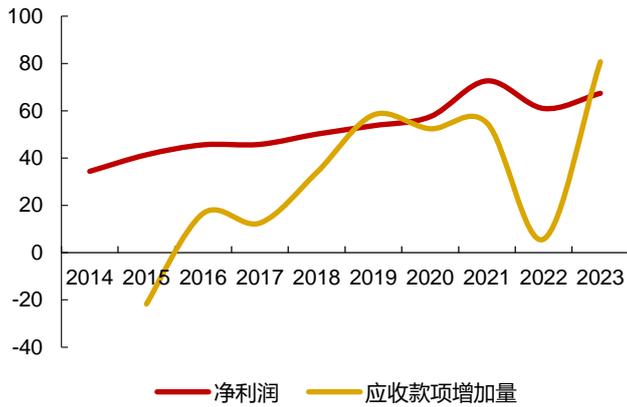


资料来源：ifind，华源证券研究

我们分析应收账款是制约公司估值扩张的核心因素（尤其是港股），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，尤其是更加重视现金流的港股市场。受补贴拖欠影响，公司近年来存量应收账款规模快速增长（含应收款项融资），截至 2023 年 12 月达到 357 亿元。

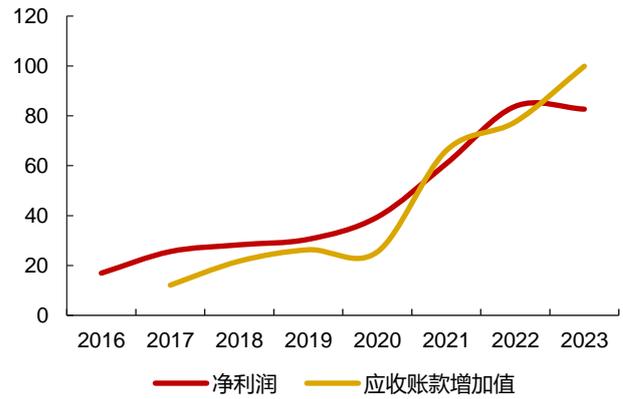
但是相比之下，公司应收款项回收情况好于同行，从公司历年净利润与应收账款增加值对比来看，公司 2017 年之前基本不存在款项回收问题，2022 年回收情况亦大幅改善。

图 4：龙源电力历年净利润与应收款项增量对比（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究

图 5：三峡能源历年净利润与应收款项增量对比（亿元）

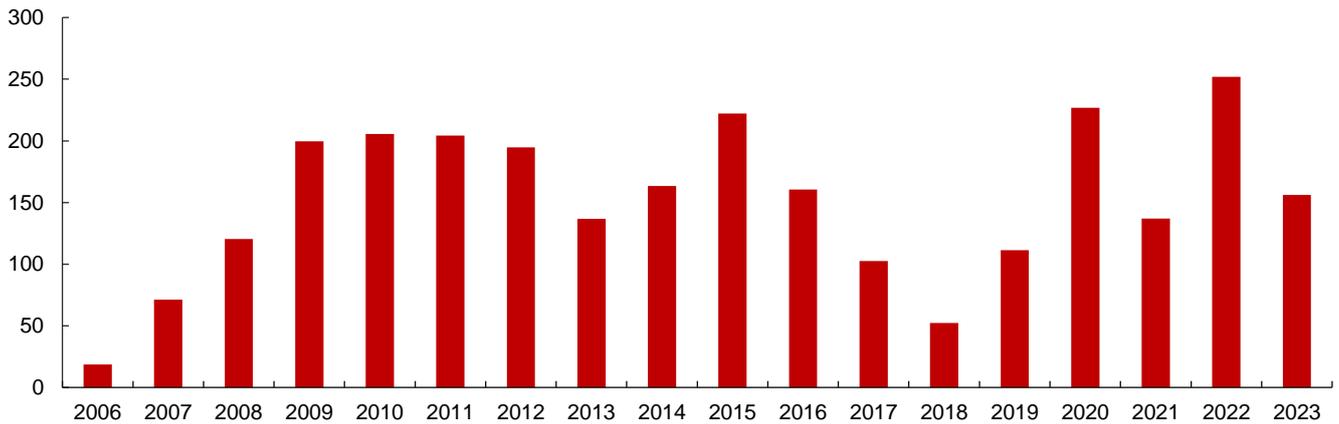


资料来源：公司公告，华源证券研究

公司较好的补贴回收情况与公司项目较早有关，2018-2020 年机组占比非常有限。从历年新增风电装机容量来看，公司绝大部分装机投产于 2017 年及之前，而 2017 年之前我国可再生能源补贴基金缺口较小，加之当时抢装现象不明显，项目较为规范，公司项目“确权”比例较高。而抢装最明显的 2018-2020 年，公司受集团战略等问题影响（国电集团与神华集团合并），新增装机规模较少；2021 年后新增的项目均为平价项目。

由此可以推断，公司现有项目中的“问题项目”比例非常有限，新一轮补贴资金到位有望成为公司股价启动的催化剂。

图 6：公司历年新增风电装机容量（万千瓦）



资料来源：公司公告，华源证券研究

2. 长坡厚雪赛道无疑 静待相关机制理顺

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， 国资委党委委员、副主任翁杰明讲话	央企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， 新能源发展从规模扩张向专业化、集约化转变 央企新能源产业发展要形成“一盘棋” 。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， 有效避免“一哄而上”、过度竞争 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 ，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。

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。

3. 盈利预测及估值

结合公司经营情况，我们预计公司 2024-2026 年分别投产风电装机 200、200、200 万千瓦，新增光伏装机 300、300、300 万千瓦，预测 2024-2026 年归属于母公司普通股股东的净利润（扣除永续债利息）分别为 67.30、74.39、80.89 亿元，当前港股股价对应 PE 8、7、6 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 3：公用事业重点公司估值表（元，元/股，来自 ifind 一致预期）

板块	代码	简称	评级	收盘价 2024/5/17	EPS				PE				PB (lf)
					23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	
新能源	1798.HK	大唐新能源		1.66	0.31	0.36	0.39	0.42	5	5	4	4	0.4
	1811.HK	中广核新能源	买入	2.35	0.44	0.45	0.48	0.50	5	5	5	5	0.9
	600905.SH	三峡能源		4.66	0.26	0.30	0.35	0.39	18	15	13	12	1.6
	600163.SH	中闽能源	增持	4.99	0.36	0.36	0.37	0.40	14	14	13	12	1.5
	601619.SH	嘉泽新能	买入	3.65	0.33	0.41	0.48	0.57	11	9	8	6	1.3
	601778.SH	晶科科技		2.92	0.11	0.21	0.26	0.30	27	14	11	10	0.7
		平均								10	9	8	1.1
	0916.HK	龙源电力		6.25	0.75	0.81	0.89	0.97	8	7	6	0.7	

资料来源：ifind，华源证券研究。注：均为采用人民币，人民币/港币汇率取值为 1.1；（2）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 4：公司利润表预测（百万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	37208	39863	37642	40753	43117	45481
营业收入	37208	39863	37642	40753	43117	45481
营业总成本	28736	30705	28312	31050	32488	33969
营业成本	24236	26139	23956	25749	26876	28046
税金及附加	316	362	356	385	408	430
销售费用		0	0	0	0	0
管理费用	398	301	451	488	516	545
研发费用	140	97	145	145	145	145
财务费用	3646	3806	3403	4283	4543	4803
其中：利息费用	3081	3503	3406	4483	4743	5003
减：利息收入	33	183	232	200	200	200
加：其他收益	881	980	1028	1028	1028	1028
投资净收益	-471	-407	19	19	50	50
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-580	-419	19	19	50	50
公允价值变动净收益	290	-4	-51	0	0	0
资产减值损失	-256	-2003	-2086	-1500	-1500	-1500
信用减值损失	-224	-37	-101	0	0	0
资产处置收益	16	0	18	0	0	0
汇兑净收益			0			
营业利润	8708	7686	8158	9251	10207	11091
加：营业外收入	165	86	188	0	0	0
减：营业外支出	122	135	107	107	107	107
利润总额	8751	7638	8239	9144	10101	10984
减：所得税	1488	1542	1501	1666	1835	1997
净利润	7263	6096	6738	7478	8265	8987
持续经营净利润	7263	6152	6738	7478	8265	8987
终止经营净利润		-56	0			
减：少数股东损益	859	983	489	748	827	899
归属于母公司所有者的净利润	6404	5112	6249	6730	7439	8089

资料来源：公司公告，华源证券研究

表 5：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	3866	20493	4879	8584	13417	19363
交易性金融资产	742	449	459	459	459	459
应收票据及应收账款	128	543	393	8393	16393	24393
应收票据		202	36			
应收账款	128	341	357			
应收款项融资	26942	27100	35330	35330	35330	35330
预付款项	628	793	603	603	603	603

其他应收款(合计)	962	877	1293	1293	1293	1293
应收股利	296	58	28	28	28	28
应收利息	0	0	0	0	0	0
其他应收款	665	819	1265	1265	1265	1265
存货	752	750	727	727	727	727
其他流动资产	2257	2282	2027	2027	2027	2027
流动资产合计	36278	53286	45713	57416	70249	84195
非流动资产:						
债权投资	51	49	43	45	45	45
其他权益工具投资	674	263	234	234	234	234
长期股权投资	4167	3797	5995	6014	6064	6114
投资性房地产	20	19	0	0	0	0
固定资产(合计)	114695	134643	141361	151476	161006	169951
固定资产	114695	134641	141360			
固定资产清理		1	1			
在建工程(合计)	20239	17727	20997	20997	20997	20997
在建工程	15341	14737	16974			
工程物资	4898	2990	4022			
使用权资产	752	849	2279	2279	2279	2279
无形资产	8250	7708	6779	6779	6779	6779
开发支出	25	26	100	100	100	100
商誉	61	196	196	196	196	196
长期待摊费用	23	32	46	46	46	46
递延所得税资产	239	506	848	848	848	848
其他非流动资产	3831	3796	4665	4665	4665	4665
非流动资产差额(特殊报表科目)						
非流动资产合计	153028	169609	183543	193679	203259	212254
资产总计	189306	222895	229256	251095	273508	296449
流动负债:						
短期借款	17774	18524	26691	26691	26691	26691
交易性金融负债	125	23	24	24	24	24
应付票据及应付账款	13765	12769	17324	17324	17324	17324
应付票据	3008	1669	6175			
应付账款	10758	11100	11149			
合同负债	159	180	143	143	143	143
应付职工薪酬	256	240	269	269	269	269
应交税费	606	795	830	830	830	830
其他应付款(合计)	4037	6860	3056	3056	3056	3056
应付利息	0	0	0			
应付股利	600	733	674			
其他应付款	3437	6127	2382			
一年内到期的非流动负债	15834	20296	16647	16647	16647	16647
其他流动负债	7166	15023	7182	7182	7182	7182
流动负债合计	59723	74711	72165	72166	72166	72166
非流动负债:						

长期借款	40273	55548	68688	85068	101448	117828
应付债券	14808	11091	4092	4092	4092	4092
租赁负债	653	307	718	718	718	718
长期应付款(合计)	433	457	563	563	563	563
长期应付款	428	414	530			
专项应付款	6	42	32			
长期应付职工薪酬	139	125	111	111	111	111
预计负债	88	94	104	104	104	104
递延所得税负债	190	265	283	283	283	283
递延收益-非流动负债	224	218	205	205	205	205
其他非流动负债	56	0	0	0	0	0
非流动负债合计	56864	68105	74764	91144	107524	123904
负债合计	116587	142816	146929	163310	179690	196070
所有者权益(或股东权益):						
实收资本(或股本)	8036	8382	8382	8382	8382	8382
其它权益工具	6062	5056	2023	2023	2023	2023
其中: 优先股		0	0			
永续债	6062	5056	2023			
资本公积金	14189	14419	14414	14414	14414	14414
减: 库存股		0	57	57	57	57
其它综合收益	-376	-518	-514	-514	-514	-514
专项储备		20	109	109	109	109
盈余公积金	2637	2823	3378	3378	3378	3378
未分配利润	32796	38625	43182	47893	53100	58762
归属于母公司所有者权益合计	63344	68807	70918	75628	80835	86497
少数股东权益	9374	11272	11409	12157	12983	13882
所有者权益合计	72719	80079	82327	87785	93818	100379

资料来源: 公司公告, 华源证券研究

表 6: 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	34875	47545	36362	32753	35117	37481
收到的税费返还	866	1389	1031			
收到其他与经营活动有关的现金	9051	3566	2681	1028	1028	1028
经营活动现金流入(金融类)			0	200	200	200
经营活动现金流入小计	44793	52500	40075	33982	36346	38709
购买商品、接受劳务支付的现金	14981	12859	10889	13964	14506	15091
支付给职工以及为职工支付的现金	3206	3702	3881	633	662	690
支付的各项税费	3959	4579	4594	2052	2243	2427
支付其他与经营活动有关的现金	5891	1754	6826	107	107	107
经营活动现金流出小计	28038	22894	26190	16756	17518	18314
经营活动产生的现金流量净额	16755	29606	13884	17226	18828	20395
投资活动产生的现金流量:						

收回投资收到的现金	611	4825	2372			
取得投资收益收到的现金	146	630	190	0	0	0
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	482	19	24			
投资活动现金流入小计	1239	5474	2586	0	0	0
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	17717	22255	18930	23400	23400	23400
投资支付的现金	1726	2193	5090	0	0	0
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	252	34	0	0	0	0
支付其他与投资活动有关的现金	11	0	0			
投资活动现金流出小计	19706	24483	24020	23400	23400	23400
投资活动产生的现金流量净额	-18467	-19009	-21434	-23400	-23400	-23400
筹资活动产生的现金流量：						
吸收投资收到的现金	2532	791	202	0	0	0
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	532	791	202			
取得借款收到的现金	115257	169537	151639	16380	16380	16380
筹资活动现金流入小计	117789	170328	151841	16380	16380	16380
偿还债务支付的现金	110260	153802	149047			
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	4892	5198	5456	6502	6974	7430
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	495	433	718			
支付其他与筹资活动有关的现金	2543	7489	3603			
筹资活动现金流出小计	117694	166489	158106	6502	6974	7430
筹资活动产生的现金流量净额	95	3839	-6265	9878	9406	8950

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 : 恒生中国企业指数 (HSCEI)