

2024年06月04日

## 大唐新能源 (1798.HK)

买入 (首次覆盖)

——老牌绿电龙头 股价处于深度价值区间

## 证券分析师

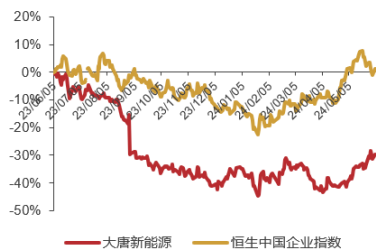
刘晓宁  
S1350523120003  
liuxiaoning@huayuanstock.com

## 研究支持

## 联系人

刘晓宁  
S1350523120003  
liuxiaoning@huayuanstock.com

## 市场表现:



## 相关研究

## 投资要点:

- **大唐集团旗下新能源旗舰平台，国内老牌绿电龙头运营商。** 公司为大唐集团旗下核心绿电平台，当前集团持有公司 65.61% 股权，并承诺大唐新能源拥有集团境内新能源业务的优先选择权与购买权。公司前身为大唐赤峰赛罕坝风力发电有限公司，国内最早从事新能源开发的电力企业之一。截至 2023 年底，公司控股装机 1542 万千瓦，其中风电 1298 万千瓦、光伏 244 万千瓦。公司当前新能源装机规模位居 A+H 股上市公司第七位，风电资产集中于三北地区，占比超过 80%。
- **占据三北老旧风场，风资源极为优质但早期机组存在性能症结。** 从历史发展看，公司早期着力耕耘三北风资源优异地区，在当下优质风场稀缺情况下资源禀赋凸显。但从风机效率看，作为我国老牌风电运营商，公司机组集中在 2007-2011 年投产，占公司当前风电 40% 左右，老旧机组存在风能利用率较低、维修费用较高以及单位固定成本较高等特性。
- **国务院印发大规模设备更新方案，以大换小或迎新机。** 2024 年 3 月，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》的通知，再次提及完善风力发电机、光伏设备及产品升级与退役等标准。2024 年 5 月，中国大唐集团召开大规模设备更新改造推进会，安排部署集团公司推进大规模设备更新工作。公司 2010 年及之前风电装机 402.8 万千瓦，由于 2010 年之前单台机组功率普遍在 1.5MW 以下，而目前 4MW 已成为主流，1.5MW 以下老旧风场风机“以大代小”改造政策或将使得公司摆脱老旧存量机组桎梏，经营效率焕然一新。
- **盈利预测与估值：** 我们预计公司 2024-2026 年归属于母公司所有者的净利润分别为 29.38、31.82、35.05 亿元。剔除永续债利息约 5 亿元后，当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 5.8、5.3、4.7 倍。我们选取同行业港股新能源运营商龙源电力、中广核新能源以及协合新能源为可比公司，可比公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 6.5、6.0、5.6 倍，公司估值低于可比公司均值，具备较高安全边际。公司 2023 年现金派息每股 0.07 元（含税），对应股息率 4.0%。当前时点绿电板块利空现实存在，但是反应较为充分。公司当前估值处于历史低位，股价位于深度价值区间。**首次覆盖，给予“买入”评级。**
- **风险提示：** 历史补贴减值风险，新增装机不及预期，新能源入市电价波动。

## 股票数据: 2024年6月3日

收盘价(港元)	1.94
一年内最高/最低(港元)	3.00/1.48
总市值(百万港元)	14111
市净率 PB	0.40

## 基础数据: 2024年3月31日

总股本(百万股)	7274
总资产(百万元)	104900
净资产(百万元)	38245
每股净资产(元)	4.70

资料来源:公司公告, ifind

## 盈利预测与估值(人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	12,499	12,802	12,880	14,028	15,331
同比增长率(%)	7.5%	2.4%	0.6%	8.9%	9.3%
归母净利润(百万元)	3,485	2,753	2,938	3,182	3,505
同比增长率(%)	90.3%	-21.0%	6.7%	8.3%	10.2%
每股收益(元/股)	0.40	0.31	0.34	0.37	0.41
ROE(%)	11.54%	8.59%	8.67%	8.87%	9.20%
市盈率			5.8	5.3	4.7

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计公司 2024-2026 年归属于母公司所有者的净利润分别为 29.38、31.82、35.05 亿元。剔除永续债利息约 5 亿元后，当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 5.8、5.3、4.7 倍。我们选取同行业港股新能源运营商龙源电力、中广核新能源以及协合新能源为可比公司，可比公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 6.5、6.0、5.6 倍，公司估值低于可比公司均值，具备较高安全边际。公司 2023 年现金派息每股 0.07 元（含税），对应股息率 4.0%。当前时点绿电板块利空现实存在，但是反应较为充分。公司当前估值处于历史低位，股价位于深度价值区间。

首次覆盖，给予“买入”评级。

### 关键假设

结合公司新能源项目在建及储备情况，假设公司 2024-2026 年每年新增风电机组 60、100、100 万千瓦，新增光伏机组 140、150、150 万千瓦；结合全国风况以及电力供需格局，假设公司 2022-2024 年风电机组利用小时数分别为 2200、2200、2200 小时，光伏机组利用小时数分别为 1400、1400、1400 小时。

### 投资逻辑要点

公司为国内老牌绿电龙头，占据三北地区优质风场资源，但早期风机资产质量效率较为落后，导致公司盈利能力不及同行，市场对其关注度并不算高。

双碳目标下，公司新能源发展谨慎，追求效益，2021-2023 年三年合计新增 3.2GW 新能源装机。当前股价位置具备较高安全边际，同时在国务院《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》下，老旧风场风机“以大代小”改造政策或将使得公司摆脱老旧存量机组桎梏，经营效率焕然一新。

### 核心风险提示

历史补贴减值风险，新增装机不及预期，新能源入市电价波动。

## 目录

---

1. 大唐集团绿电旗舰平台 深耕三北走向全国.....	5
2. 老旧风场改造或迎新机 静待绿电机制理顺 .....	6
3. 盈利预测与估值 .....	9

## 图表目录

图 1: 公司 2010 年至 2024Q1 营收情况 (亿元) .....	6
图 2: 公司 2010 年至 2024Q1 归母净利润情况 (亿元) .....	6
图 3: 公司风电装机布局 (万千瓦, 截至 2023 年底) .....	6
图 4: 公司与内蒙古风电限电率情况 (%) .....	6
图 5: 公司 2005 年至今每年新增风电装机情况 (万千瓦) .....	7
图 6: 公司资产负债率与财务费用率 .....	8
图 7: 公司近年融资成本 (%) .....	8
图 8: 公司 2014 年至今 PB-Band (MRQ) .....	错误!未定义书签。
表 1: 2023 年底主要电力央企装机及新能源规划情况 (装机单位: 万千瓦, 右边 5 列为新 能源装机) .....	5
表 2: 国家能源局关于印发《风电场改造升级和退役管理办法》的通知 .....	7
表 3: 公司 2024-2026 年主营业务关键假设表 .....	9
表 4: 新能源运营商可比公司估值表 (收盘价为港元) .....	9
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) .....	12

## 1. 大唐集团绿电旗舰平台 深耕三北走向全国

**大唐集团旗下新能源旗舰上市平台，国内老牌绿电龙头运营商。**公司控股股东为五大发电集团之一的大唐集团，实际控制人为国资委。截至 2023 年底，大唐集团合计持有公司 65.61% 股份。公司为大唐集团旗下唯一的新能源上市平台，2010 年大唐集团出具同业竞争承诺，承诺大唐新能源拥有集团旗下境内新能源业务的优先选择权与购买权，奠定大唐新能源在集团中新能源业务的核心地位。

大唐新能源前身为大唐赤峰赛罕坝风力发电有限公司，为国内最早从事新能源开发的电力企业之一。截至 2023 年底，公司控股装机 1542 万千瓦，其中风电 1298 万千瓦、光伏 244 万千瓦。**公司当前新能源装机规模位居 A+H 股上市公司第七位，在运装机覆盖全国 20 余个省份，风电资产集中于三北地区，占比超过 80%。**

表 1：2023 年底主要电力央企装机及新能源规划情况（装机单位：万千瓦，右边 5 列为新能源装机）

公司名称	总装机	火电	新能源	风电	光伏	水电	新能源新增装机			十四五完成度	十四五规划	
							2021	2022	2023			
大唐集团	大唐发电	7329	5226	1183	746	437	920	77	122	365	19%	3000
	大唐新能源	1542	0	1542	1298	244	0	85	112	123	11%	2800
	桂冠电力	1302	133	146	79	66	1024	50	17	46	-	
	华银电力	652	482	156	54	102	14	5	41	64	-	
华能集团	华能国际	13566	10667	2861	1551	1310	37	320	606	871	45%	4000
	内蒙华电	1323	1140	183	176	7	0	0	0	38	4%	1000
华电集团	华电国际	5845	5598	-	-	-	246	-	-	-	-	-
	黔源电力	403	0	79	0	79	323	75	1	3	-	
国电投集团	中国电力	4502	1159	2717	1202	1515	595	504	481	1277	45%	5000
	吉电股份	1342	330	1012	-	-	-	132	192	106	-	-
	上海电力	2245	1346	898	387	511	0	182	53	78	-	-
国家能源集团	国电电力	10564	7279	1789	929	860	1495	89	315	730	32%	3500
	龙源电力	3559	188	3372	2775	596	-	210	441	451	37%	3000
三峡集团	长江电力	7180	0	0	0	0	7180	0	0	0	0%	1500
	三峡能源	4004	0	3924	1942	1982	20	730	353	1354	81%	3000
	湖北能源	1567	663	438	121	317	466	109	72	126	35%	868
华润集团	华润电力	5976	3717	2206	1862	344	54	254	156	534	24%	4000

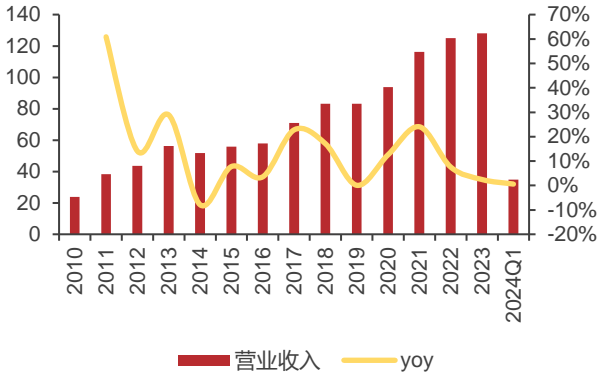
资料来源：公司公告，华源证券研究。注：1) 华电国际新能源机组已全部注入华电新能源，持有华电新能源 31.03% 股权，华电新能源 2023 年底装机 48.5GW，拟独立 IPO；2) 华润集团装机数据为权益装机，其他均为控股装机

**早期业绩受制于资产质量与弃风限电。**公司上市以来营收、利润整体稳步增长，但十二五期间装机增长、营收进入平台期、利润大幅下滑，我们分析，**公司十二五期间业绩“反常”主要与其资产属性相关**：1) 公司资产几乎均为风电，2) 风电资产集中在三北地区，其中八大严重限电区域占比超过 60%，内蒙古为主要区域。从弃风角度看，公司风电弃电率与内蒙古风电弃电率走势几乎一致。3) 老机组度电成本高，弃电对其业绩影响更重。

**2023 年与 2024 年一季度业绩下滑与资产减值、电价下滑相关。**2023 年归母净利润 27.53 亿元，同比下降 21%，下降 7.3 亿元。公司于 2024 年 3 月 7 日发布计提资产减值准备的公告，预计影响 2023 年归母净利润 2.1 亿元。另外公司 2023 年平均上网电价（含税）较同期下滑 3.31 分/千瓦时。2024 年一季度公司实现归母净利润 10.68 亿元（含永续

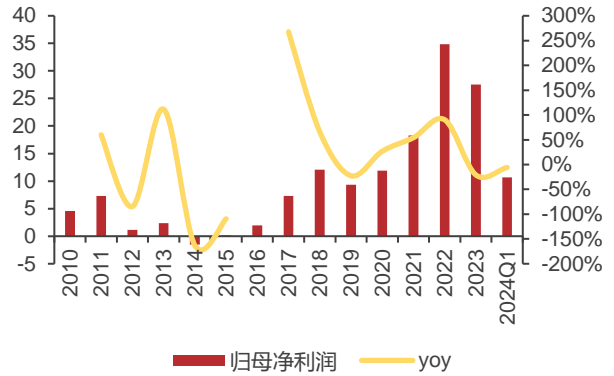
债利息)，同比下降 6%，我们推测业绩下滑与一季度限电率提升以及新能源入市电价受到影响有关。根据全国新能源消纳监测预警中心，2024 年 1-3 月，全国风电、光伏的利用率分别为 96.1%、96%，分别较去年同期下降 0.7pct、2pct。

图 1：公司 2010 年至 2024Q1 营收情况（亿元）



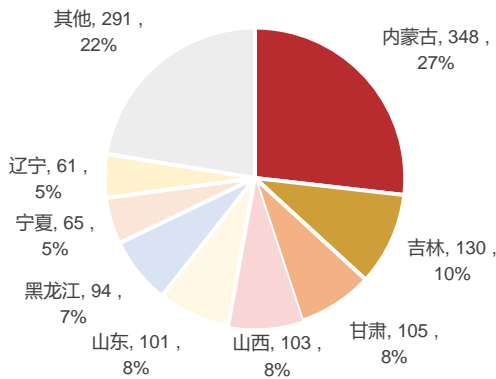
资料来源：ifind，华源证券研究

图 2：公司 2010 年至 2024Q1 归母净利润情况（亿元）



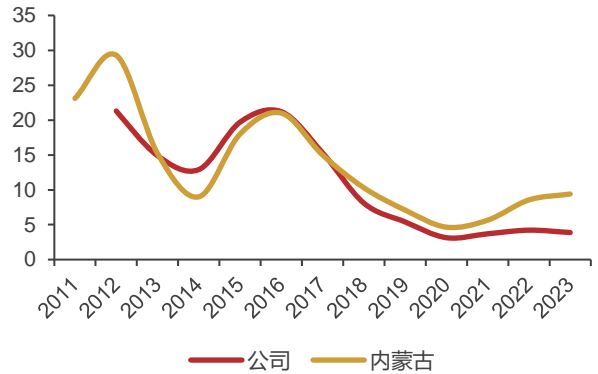
资料来源：ifind，华源证券研究。注：2016 年同比数值为 1314% 过大，故不予显示

图 3：公司风电装机布局（万千瓦，截至 2023 年底）



资料来源：公司公告，华源证券研究

图 4：公司与内蒙古风电限电率情况 (%)



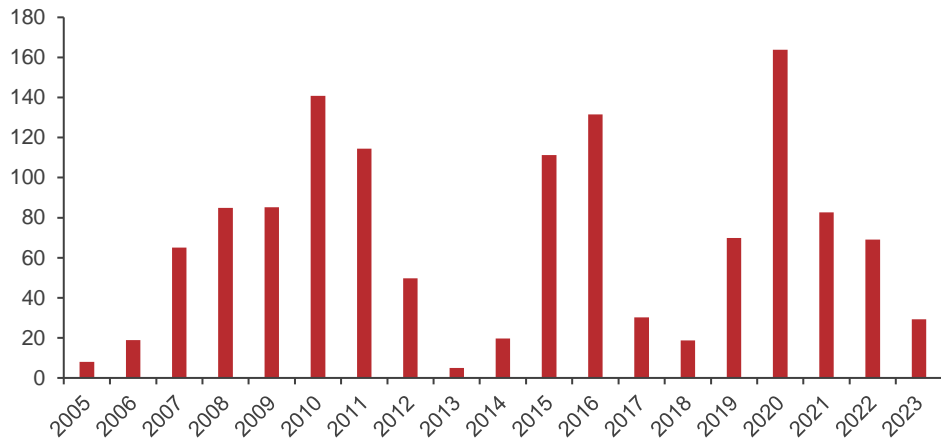
资料来源：公司公告、全国新能源消纳监测预警中心，华源证券研究

## 2. 老旧风场改造或迎新机 静待绿电机制理顺

占据三北地区老旧风场，风资源极为优质但早期机组存在性能症结。公司起于内蒙古，并深耕内蒙古，当前内蒙古风电装机占比 27%。从历史发展看，公司早期着力耕耘三北风资源优异地区，在当下优质风场稀缺情况下资源禀赋凸显。但从风机效率看，作为我国老牌风电运营商，公司机组集中在 2007-2011 年投产，占公司当前风电 40%左右，而老旧机组存在风能利用率较低、维修费用较高以及单位固定成本较高等特性。



图 5：公司 2005 年至今每年新增风电装机情况（万千瓦）



资料来源：公司公告，华源证券研究

**国务院印发大规模设备更新方案，以大换小或迎新机。**2024 年 3 月，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》的通知，再次提及完善风力发电机、光伏设备及产品升级与退役等标准。此前 2023 年 6 月，国家能源局印发《风电场改造升级和退役管理办法》的通知，鼓励并网运行超过 15 年或单台机组容量小于 1.5 兆瓦的风电场开展改造升级，并简化土地审批、明确补贴标准。2024 年 5 月 22 日，中国大唐集团召开大规模设备更新改造推进会，安排部署集团公司推进大规模设备更新工作。

公司 2010 年及之前风电装机 402.8 万千瓦，由于 2010 年之前单台机组功率普遍在 1.5MW 以下，而目前 4MW 已成为主流，国内 1.5MW 以下老旧风场风机“以大代小”改造政策或将使得公司摆脱老旧存量机组桎梏，经营效率焕然一新。根据公司 2023 年公开业绩交流会，目前符合以大代小改造的项目约 1.96GW。

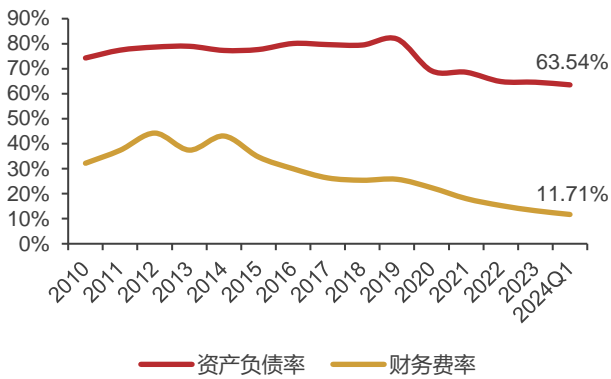
表 2：国家能源局关于印发《风电场改造升级和退役管理办法》的通知

类别	具体内容
改造范围	鼓励并网运行 <b>超过 15 年或单台机组容量小于 1.5 兆瓦</b> 的风电场开展改造升级，并网运行达到设计使用年限的风电场应当退役
消纳方式	<b>风电场改造升级原并网容量不占用新增消纳空间，鼓励新增并网容量通过市场化方式并网</b>
土地审批	鼓励采用节地技术和节地模式，提高土地使用效率，对不改变风电机组位置且改造后用地面积总和不大於改造前面积的改造升级项目，符合国土空间规划的， <b>不需要重新办理用地预审与选址意见书</b>
补贴电价	并网运行未滿 20 年且累计发电量未超过全生命周期补贴电量的风电场改造升级项目，改造升级工期计入项目全生命周期补贴年限。改造升级完成后，由电网企业及时变更补贴清单， <b>每年补贴电量按实际发电量执行且不超过改造前项目全生命周期补贴电量的 5%</b>

资料来源：国家能源局，华源证券研究

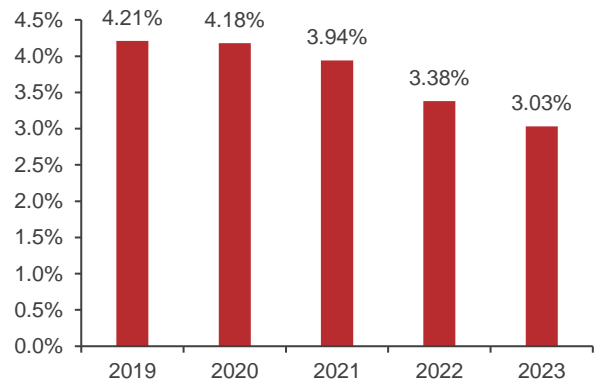
**财务结构持续优化，补贴发放享受较大弹性。**公司历史上具有负债率、财务费用率双高，在十三五以来弃风限电改善、新项目投产释放业绩以及风电设备降本，公司财务费用规模有所缩减；同时公司通过优化债务结构，以低贷款利率新债替换高贷款利率旧债，截至 2023 年底，公司平均融资成本 3.03%，较 2019 年下降 118 个基点。另外，截至 2023 年底，公司应收账款 178 亿元，其中可再生能源电价补贴 168 亿元。2022 年以来，新能源电价补贴拖欠成为压制整个绿电板块的关键因素之一，若补贴发放，将为公司注入现金流，并解除部分估值压制。

图 6：公司资产负债率与财务费用率



资料来源：公司公告，华源证券研究

图 7：公司近年融资成本 (%)



资料来源：公司公告，华源证券研究

**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，节能降碳行动方案多次提及绿电需求侧机制。**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。当前正处于行业变革关键期，国务院 2024 年 5 月 29 日发布《2024—2025 年节能降碳行动方案》，文件对新能源行业最重要的亮点是涉及绿电需求侧机制，主要包括完善能耗双控制度、制定重点行业非化石能源消费比例以及加快绿证与碳市场衔接三方面，有望解决当前绿证市场有价无市问题。

2023 年我国新能源发电量占比已经达到 15.8%，在绿证核发全覆盖要求下，我国当前并不缺乏绿证供给，而是由于需求侧缺乏强制要求，碳市场建设滞后，绿电内生需求不足，进而导致绿电的环境属性难以变现，新能源利润率承压。



### 3. 盈利预测与估值

结合公司新能源项目在建及储备情况,假设公司 2024-2026 年每年新增风电机组 60、100、100 万千瓦,新增光伏机组 140、150、150 万千瓦;结合全国风况以及电力供需格局,假设公司 2022-2024 年风电机组利用小时数分别为 2200、2200、2200 小时,光伏机组利用小时数分别为 1400、1400、1400 小时。

**表 3: 公司 2024-2026 年主营业务关键假设表**

	2023	2024E	2025E	2026E
风电新增控股装机 (万千瓦)	29	60	100	100
风电平均利用小时数	2269	2200	2200	2200
光伏新增控股装机 (万千瓦)	94	140	150	150
光伏平均利用小时数	1537	1400	1400	1400

资料来源:公司公告,华源证券研究

根据以上假设,我们预计公司 2024-2026 年归属于母公司所有者的净利润分别为 29.38、31.82、35.05 亿元,分别同比增长 6.7%、8.3%、10.2%。公司当前永续债规模约 143 亿元,加权平均利率为 3.5%,**剔除永续债利息约 5 亿元后,当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 5.8、5.3、4.7 倍。**从可比公司估值看,我们选取同行业港股新能源运营商龙源电力、中广核新能源以及协合新能源为可比公司,可比公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 6.5、6.0、5.6 倍,公司估值低于可比公司均值,具备较高安全边际。

根据公司年报,2024 年为国企改革深化提升行动落地实施的关键年,国务院国资委将全面实施国资国企“一企一策”考核,并将全面推开上市公司市值管理考核。**公司 2023 年每股派息 0.07 元(含税),占归母净利润(扣除永续债利息) 23%,较 2022 年提升 10 个百分点,对应股息率为 4.0%。**

首次覆盖,给予“买入”评级。

**表 4: 新能源运营商可比公司估值表(收盘价为港元)**

股票代码	公司简称	收盘价				EPS			PE		PB
		2024-6-3	24E	25E	26E	24E	25E	26E			
0916.HK	龙源电力	7.25	0.81	0.89	0.97	9.0	8.1	7.5	0.77		
1811.HK	中广核新能源	2.65	0.45	0.48	0.50	5.9	5.5	5.3	0.93		
0182.HK	协合新能源	0.65	0.14	0.15	0.16	4.6	4.3	4.1	0.56		
<b>平均</b>						<b>6.5</b>	<b>6.0</b>	<b>5.6</b>	<b>0.75</b>		
1798.HK	大唐新能源	1.94	0.34	0.37	0.41	5.8	5.3	4.7	0.69		

资料来源:wind、ifind,华源证券研究。注:龙源电力、中广核新能源盈利预测来自华源证券研究,协合新能源盈利预测来自 ifind 一致预期,pb 来自 wind

**风险提示：**

**1) 历史补贴减值风险。**尽管我们认为电力央企项目审查严格，项目合规性有保障，公司补贴被大面积取消的风险较低。但在最终结果公布之前，仍存在不确定性。公司老旧带补贴机组较多，存在补贴减值风险。

**2) 新增装机不及预期。**公司新能源装机态度较为谨慎，但考虑到新能源建设存在土地、环保等繁琐缓解，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 5：公司利润表预测（百万元）**

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	9,372	11,625	12,499	12,802	12,880	14,028	15,331
材料成本	-66	-149	-62	-71	-71	-78	-85
维修及保养费用	-304	-507	-326	-247	-279	-319	-359
折旧及摊销	-3,839	-4,445	-4,999	-5,296	-5,613	-6,054	-6,540
职工薪酬	-768	-1,021	-1,092	-1,249	-1,411	-1,613	-1,816
特许经营权建造成本							
其他支出-经营	-774	-1,212	-451	-1,037	-946	-1,081	-1,217
营业支出	-5750	-7334	-6930	-7900	-8320	-9146	-10017
其他收入-经营	300	280	637	405	500	500	500
营业利润	3,922	4,571	6,207	5,307	5,060	5,383	5,813
财务费用	-2,100	-2,099	-1,910	-1,692	-1,243	-1,245	-1,250
应占联营公司损益	57	-9	47	9	50	50	50
除税前溢利	1,879	2,462	4,343	3,623	3,867	4,187	4,613
所得税	-327	-376	-452	-530	-565	-612	-674
净利润(含少数股东权益)	1,553	2,086	3,891	3,094	3,302	3,575	3,939
净利润(不含少数股东权益)	1,187	1,831	3,485	2,753	2,938	3,182	3,505
少数股东损益	366	254	406	341	363	394	434

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）**

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产：							
现金及现金等价物	3,053	3,120	2,441	3,056	3,043	2,518	2,846
交易性金融资产							
其他短期投资	0	0	0	17	17	17	17
应收款项合计	12,406	16,471	16,324	19,278	18,278	18,278	18,278
应收账款及票据	12,406	16,471	14,468	17,792	16,792	16,792	16,792
其他应收款	0	0	1,855	1,486	1,486	1,486	1,486
存货	222	124	123	111	111	111	111
其他流动资产	1,535	1,682	25	47	47	47	47
流动资产合计	17,215	21,397	18,913	22,508	21,496	20,971	21,299
非流动资产：							
固定资产净值	64,704	70,274	71,979	72,066	74,253	78,049	81,109
权益性投资	990	929	989	973	973	973	973
持有至到期投资							
可供出售投资	78	114	66	67	67	67	67
其他长期投资	20	19	18	17	17	17	17
商誉及无形资产	364	383	405	412	412	412	412
土地使用权	3,569	3,651	3,019	292	292	292	292
其他非流动资产	2,968	2,160	2,160	5,210	5,210	5,210	5,210
非流动资产合计	72,694	77,699	78,635	79,037	81,224	85,020	88,080

总资产	89,909	99,097	97,548	101,545	102,720	105,991	109,379
流动负债:							
应付账款及票据	283	370	279	198	198	198	198
应交税金							
交易性金融负债							
短期借贷及长期借贷当期到期部分	14,286	12,567	8,823	11,090	11,090	11,090	11,090
其他流动负债	7,169	9,402	8,022	7,757	7,757	7,757	7,757
流动负债合计	21,737	22,339	17,124	19,045	19,045	19,045	19,045
非流动负债:							
长期借贷	40,172	45,414	45,945	46,328	45,288	46,183	46,903
其他非流动负债	267	203	209	214	214	214	214
非流动负债合计	40,439	45,618	46,154	46,542	45,502	46,397	47,117
总负债	62,176	67,957	63,278	65,587	64,547	65,442	66,162
股东权益:							
优先股							
普通股股本	7,274	7,274	7,274	7,274	7,274	7,274	7,274
股本溢价	2,081	2,081	2,081	2,081	2,081	2,081	2,081
永续票据及债券	12,250	14,294	14,311	14,280	14,280	14,280	14,280
其他储备	-1,239	-1,107	-765	-454	-454	-454	-454
留存收益	3,666	4,666	7,287	8,858	10,709	12,691	14,926
普通股权益总额	11,782	12,914	15,876	17,759	19,610	21,592	23,826
归属母公司股东权益	24,032	27,208	30,187	32,039	33,890	35,872	38,106
少数股东权益	3,700	3,932	4,083	3,919	4,282	4,676	5,109
股东权益合计	27,733	31,140	34,270	35,958	38,172	40,548	43,216

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)

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
将净利润调整为经营活动的现金流量:							
净利润	1,187	1,831	3,485	2,753	2,938	3,182	3,505
加: 折旧与摊销	3,839	4,445	4,999	5,296	5,613	6,054	6,540
营运资本变动	-2,264	-3,325	2,442	-3,069	1,000	0	0
其他非现金调整	2,728	3,050	2,305	2,160	1,557	1,589	1,634
经营活动产生的现金流量净额	5,490	6,002	13,231	7,140	11,108	10,824	11,679
投资活动:							
出售固定资产收到的现金	2	21	4	1			
减: 资本性支出	9,238	8,212	6,975	6,515	7,800	9,850	9,600
投资减少	372	5	136	0	0	0	0
减: 投资增加	150	10	15	57	0	0	0
其他投资活动产生的现金流量净额	27	0	0	52	50	50	50
投资活动产生的现金流量净额	-8,988	-8,197	-6,849	-6,519	-7,750	-9,800	-9,550
筹资活动:							
债务增加	41,293	26,979	27,349	31,168	5,460	6,895	6,720

减：债务减少	46,709	37,761	37,117	29,128	6,500	6,000	6,000
股本增加	0	0					
减：股本减少	0	0	0				
支付的股利合计	218	218	218	364	588	700	771
其他筹资活动产生的现金流量净额	8,674	13,263	2,920	-1,682	-1,743	-1,745	-1,750
其中：支付的永续债股利					500	500	500
筹资活动产生的现金流量净额	3,039	2,263	-7,067	-6	-3,371	-1,550	-1,801
现金净流量：							
汇率变动影响	-5	0	5	0	0	0	0
其他现金流量调整							
现金及现金等价物净增加额	-464	67	-679	615	-13	-526	328
现金及现金等价物期初余额	3,517	3,053	3,120	2,441	3,056	3,043	2,518
现金及现金等价物期末余额	3,053	3,120	2,441	3,056	3,043	2,518	2,846

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)