

# 新集能源 (601918)

证券研究报告  
2024年07月04日

## 煤电一体化

### 1. 公司简介

中煤新集能源股份有限公司是中煤集团控股、煤电新能源并举的大型能源企业，也是安徽省内四大煤炭企业之一。截止2023年末，公司矿权内资源储量62.14亿吨，生产矿井合计产能2350万吨/年。公司在建和筹建多个电厂，公司参控股总装机将从目前的3290MW，增加到远期的9250MW。

### 2. 安徽能源市场分析

安徽省电力消费呈现出较快增长的态势。2024年1~4月，全省全社会用电量为1096亿千瓦时，同比增长13.6%（显著高于同期全国整体用电量增长9%）。

火电仍占据安徽省能源主导地位，也是未来安徽经济发展用能增长的重要依托。同时随着风电光伏的发展，火电的调峰属性增强。安徽省的火电利用小时数明显高于全国电厂发电设备累计平均利用小时数，如2023年安徽省发电设备平均利用小时数为5090小时，全国平均仅为4466小时）。

### 3. 新集能源优势

**1) 安徽区位优势：**安徽省相比其他主要经济大省，煤价中等偏低，电价中等偏高，利用小时基本各省最高。我们估算，安徽投资煤电的IRR约为7.9%，考虑70%的负债率的ROE水平可达26.5%，相比山东、内蒙、上海等，安徽是煤电投资回报率较高的省份。

**2) 公司煤电一体化优势：**一体化可以熨平煤价周期，使得公司业绩稳定性和远期的分红预期稳定性增强。我们测算，拟在建项目完全达产后，新集能源“电/煤比”从目前的15%左右，远期将达到57%。

### 4. 盈利预测与估值

预计24/25/26年公司归母净利润分别22.2/26.4/34.2亿元，对应EPS分别0.86/1.02/1.32元，当前股价对应PE为11.6/9.7/7.5倍，参考同行煤电一体化的公司，按照2024年的归母净利润给15倍PE给予目标价13元/股，首次给予“买入”评级。

**风险提示：**煤炭价格大幅波动的风险；安徽经济发展放缓或其他因素造成未来电厂投资回报率低于预期的风险；安徽省新能源发展过快造成火电被挤出的风险；测算具有主观性的风险。

### 投资评级

行业	煤炭/煤炭开采
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	9.93元
目标价格	13元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	2,590.54
流通A股股本(百万股)	2,590.54
A股总市值(百万元)	25,724.08
流通A股市值(百万元)	25,724.08
每股净资产(元)	5.47
资产负债率(%)	59.29
一年内最高/最低(元)	10.71/4.15

### 作者

张樨樨 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517120003  
zhangxixi@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

1 《新集能源-首次覆盖报告:量价齐升控成本,煤炭主业利润回归业绩超预期》  
2018-05-04

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,002.86	12,844.79	12,991.22	15,595.47	20,450.20
增长率(%)	(3.89)	7.01	1.14	20.05	31.13
EBITDA(百万元)	5,012.03	5,122.28	5,062.06	5,698.30	6,873.17
归属母公司净利润(百万元)	2,064.31	2,109.36	2,222.10	2,643.56	3,422.01
增长率(%)	(15.19)	2.18	5.34	18.97	29.45
EPS(元/股)	0.80	0.81	0.86	1.02	1.32
市盈率(P/E)	12.46	12.20	11.58	9.73	7.52
市净率(P/B)	2.24	1.90	1.69	1.48	1.28
市销率(P/S)	2.14	2.00	1.98	1.65	1.26
EV/EBITDA	3.55	4.06	5.90	4.68	3.25

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

1. 新集能源公司介绍 .....	3
1.1. 发展历程 .....	3
1.2. 公司股权结构 .....	3
1.3. 公司资源布局和产量情况 .....	3
1.4. 公司电力布局规划 .....	4
2. 安徽能源市场分析 .....	4
2.1. 安徽煤炭供需 .....	4
2.2. 安徽电力供需 .....	5
3. 新集能源优势 .....	6
3.1. 安徽区位优势 .....	6
3.2. 煤电一体化优势 .....	7
4. 公司盈利预测及估值 .....	8
5. 风险提示 .....	9

## 图表目录

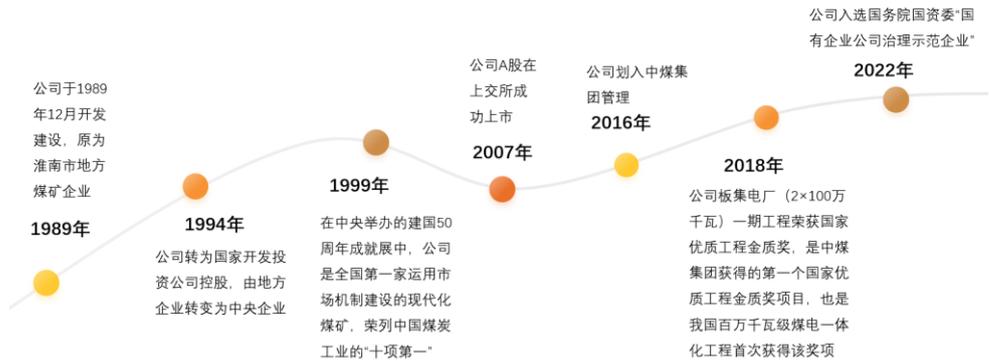
图 1: 公司发展历程 .....	3
图 2: 公司股权结构 (截至 2024 年 6 月 3 日) .....	3
图 3: 安徽省煤炭产量和消费量情况 .....	5
图 4: 安徽省电力生产与消费量情况 .....	5
图 5: 安徽省和全国发电设备平均利用小时情况 .....	5
图 6: 安徽省发电电力结构 .....	6
图 7: 四省模拟电厂盈利测算——成本和毛利 (元/kwh) .....	7
图 8: 四省模拟电厂盈利测算——IRR 和 ROE .....	7
图 9: 主要煤电一体化公司“电/煤比” .....	7
图 10: 煤电一体化, 对公司估值的影响 .....	7
表 1: 截至 2023 年末, 公司 5 对矿井情况 .....	4
表 2: 公司电厂布局规划 .....	4
表 3: 盈利预测模型假设 .....	8
表 4: 与同行公司 PE 估值对比 .....	9

# 1. 新集能源公司介绍

## 1.1. 发展历程

中煤新集能源股份有限公司是中煤集团控股、煤电新能源并举的大型能源企业，也是安徽省内四大煤炭企业之一。公司 1989 年 12 月开发建设，原为淮南市地方煤矿企业，1994 年转由国家开发投资公司控股，从地方企业转变为中央企业。2007 年 12 月，公司 A 股在上交所成功上市。2016 年 9 月，公司划入中煤集团管理。

图 1：公司发展历程

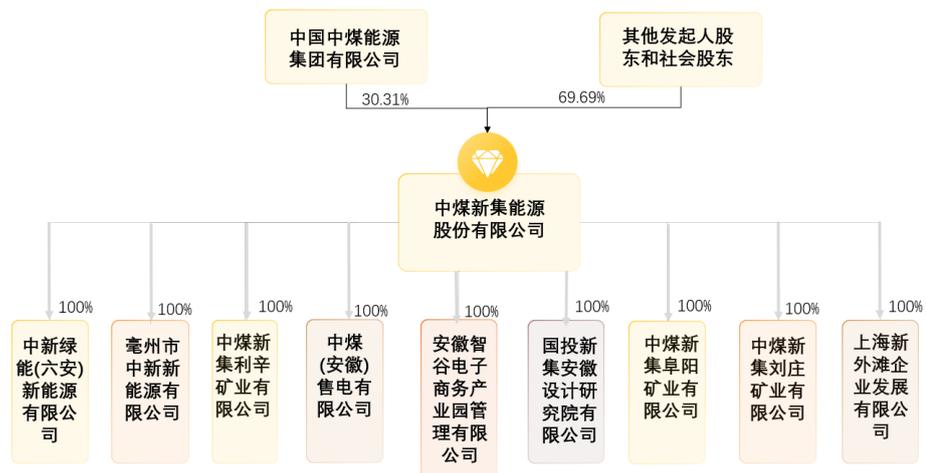


资料来源：新集能源官网、天风证券研究所

## 1.2. 公司股权结构

公司股权结构稳定，中国中煤集团有限公司对其直接持股比例达到 30.31%。公司前三大股东分别是中煤能源集团（30.31%）、国华能源（7.59%）和安徽新集煤电（集团）（7.18%）。

图 2：公司股权结构（截至 2024 年 6 月 3 日）



资料来源：新集能源官网、爱企查、天风证券研究所

## 1.3. 公司资源布局和产量情况

中煤新集能源股份有限公司是中煤集团控股、煤电新能源并举的大型能源企业，公司主要从事煤炭采掘、发电业务，主要产品为煤炭和电力，主营业务集中在安徽地区。

公司矿区总面积约 1,092 平方公里，含煤面积 684 平方公里，资源储量 101.6 亿吨，截止 2023 年末，公司矿权内资源储量 62.14 亿吨，现有矿权向深部延伸资源储量 26.51 亿吨，

共计 88.65 亿吨。

截至 2023 年末，公司拥有现有 5 对生产矿井。生产矿井核定生产能力分别为：新集一矿（180 万吨/年），新集二矿（270 万吨/年），刘庄煤矿（1100 万吨/年），口孜东矿（500 万吨/年），板集煤矿（300 万吨/年），生产矿井合计产能 2350 万吨/年。

表 1：截至 2023 年末，公司 5 对矿井情况

矿区名称	状态	主要煤种	资源量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	证实储量 (亿吨)	核定产能 (万吨/年)
新集一矿	在产	气煤、1/3 焦煤	4.40	1.41	0.25	180
新集二矿	在产	气煤、1/3 焦煤	3.95	1.72	0.67	270
刘庄煤矿	在产	气煤、1/3 焦煤	14.13	6.06	4.49	1100
口孜东矿	在产	气煤、1/3 焦煤	7.32	3.59	2.00	500
板集煤矿	在产	气煤、1/3 焦煤	5.22	1.95	1.47	300
合计						2350

资料来源：公司公告、天风证券研究所

## 1.4. 公司电力布局规划

公司将建设新型煤电一体化基地。除了公司控股的利辛电厂一期（2\*1000MW）和参股的宣城电厂一期二期（1\*660MW,1\*630MW）已投产运行外，公司目前有利辛电厂二期（2\*660MW）项目在建，正筹备建设上饶电厂（2\*1000MW）、滁州电厂（2\*660MW）、六安电厂（2\*660MW）等项目，还拥有新集一矿、二矿两个低热值煤电厂。

公司参控股总装机将从目前的 3290MW，增加到远期的 9250MW。

表 2：公司电厂布局规划

电厂名称	运行状态	机组 (MW)	装机总容量 (MW)
利辛电厂一期	投产运行	2*1000	2000
宣城电厂一期	投产运行	1*660	660
宣城电厂二期	投产运行	1*630	630
运行投产合计	/	/	3290
利辛电厂二期	在建	2*660	1320
上饶电厂	筹备建设	2*1000	2000
滁州电厂	筹备建设	2*660	1320
六安电厂	筹备建设	2*660	1320
在建拟建合计	/	/	5960

资料来源：公司年报、天风证券研究所

## 2. 安徽能源市场分析

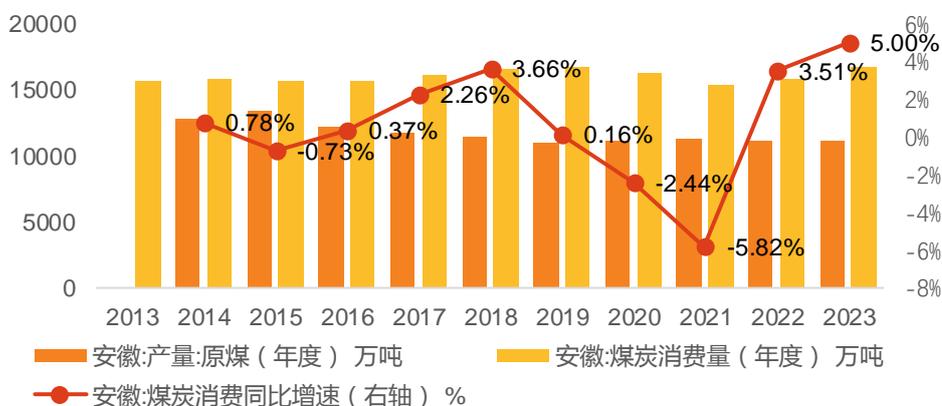
### 2.1. 安徽煤炭供需

安徽省是华东地区煤炭资源最丰富的省份，但安徽省煤炭资源开发历史长，开发强度大，两淮煤田当前可利用资源量为 244.64 亿吨，占保有资源量的 72.3%，正常开采条件下估算保障年限为 94a，资源保障程度较好；未利用矿区保障年限为 21a，可有效接替资源不足。安徽省内 99%以上的煤炭资源集中在皖北的淮北煤田和淮南煤田，省内煤炭资源开发主体主要为淮北矿业集团、淮河能源集团、皖北煤电集团和中煤新集能源四家煤企集团。

2021 年以来，安徽省保持较快的经济增长，全社会煤炭消费量增速加快，安徽省近年来煤炭消费缺口呈现持续扩大态势。

新集能源资源储量大（资源储量约占安徽省四大煤炭企业总资源量的 40%），且后备资源储量丰富，承担着保障安徽省煤炭供给的重要作用，同时丰富的煤炭资源为公司可持续发展奠定坚实的基础。

图 3：安徽省煤炭产量和消费量情况

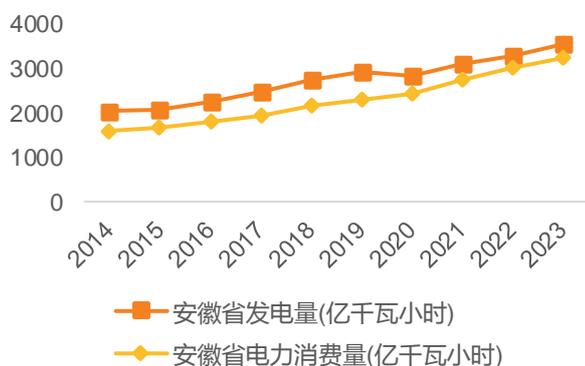


资料来源：wind、天风证券研究所

## 2.2. 安徽电力供需

安徽省电力消费呈现出较快增长的态势。2023 年，全省全社会用电量为 3214 亿千瓦时，同比增长 7.38%（高于 2023 年全国整体用电量增长 6.7%）。2024 年 4 月，全省全社会用电量为 1096 亿千瓦时，同比增长 13.6%（显著高于同期全国整体用电量增长 7%）。

图 4：安徽省电力生产与消费量情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 5：安徽省和全国发电设备平均利用小时情况



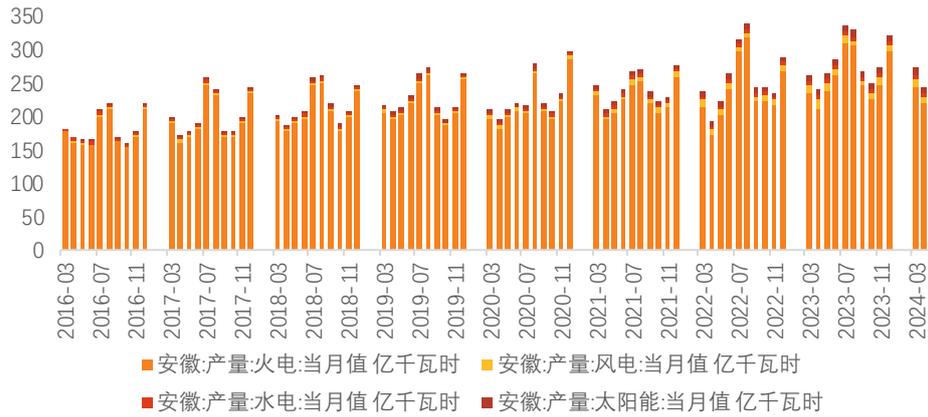
资料来源：Wind、天风证券研究所

截至 2024 年 1 月底，安徽省全社会装机容量达到 10938.59 万千瓦，电力装机容量稳步提升。装机类型包括水电、火电、风电、太阳能和新型储能等。其中，火电装机占 55.52%，水电装机占 5.66%，风电装机占 6.71%，太阳能装机占 30.41%，新型储能装机占 1.69%。

火电仍占据安徽省能源主导地位，也是未来安徽经济发展用能增长的重要依托。2023 年全省全社会发电量 3521.83 亿千瓦时，同比增长 7.7%。从发电结构来看，2023 年安徽省火力、水力、风力及太阳能发电量占比分别为：86%、2.5%、4.0%、7.7%，同比增速分别为：+4.9%、+64.0%、+37.3%、+177.0%。

火电调峰属性增强。以 2023 年为例，火电出力的峰值月份为 7 月，发电量达到 309.9 亿千瓦时；谷值月份为 4 月，发电量为 211 亿千瓦时。峰值月是谷值月的 1.47 倍。

图 6：安徽省发电电力结构

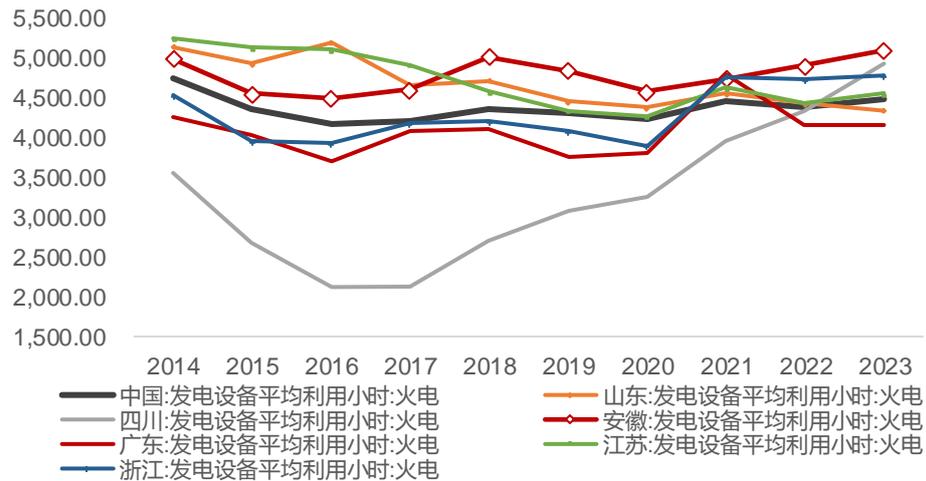


资料来源：Wind、天风证券研究所

安徽省的火电利用小时数明显高于全国电厂发电设备累计平均利用小时数，如 2023 年安徽省发电设备平均利用小时数为 5090 小时，全国平均仅为 4466 小时。

与主要经济大省相比，安徽省的火电利用小时数也显示出显著的优势。安徽省的火电利用小时累计数在 2024 年 4 月达到了 1649 小时，远高于全国平均水平（1448 小时）。

图 7：安徽省和全国及主要经济大省火电利用小时



资料来源：Wind、天风证券研究所

### 3. 新集能源优势

#### 3.1. 安徽区位优势

电厂投资回报率主要取决于三方面因素：1) 电价；2) 煤价；3) 利用小时。

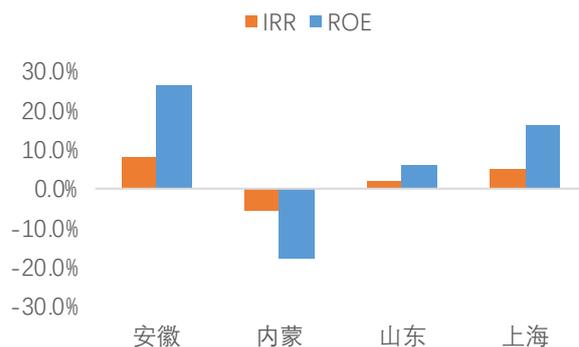
安徽省相比其他主要大省，煤价中等偏低，电价中等偏高，利用小时处于较高水平。我们估算，安徽投资煤电的 IRR 约为 7.9%，考虑 70% 的负债率的 ROE 水平可达 26.5%，相比山东、内蒙、上海等，安徽是煤电投资回报率较高的省份。

图 7：四省模拟电厂盈利测算——成本和毛利（元/kwh）



资料来源：Wind、中国神华 2023 年报、国际电力网等，天风证券研究所

图 8：四省模拟电厂盈利测算——IRR 和 ROE



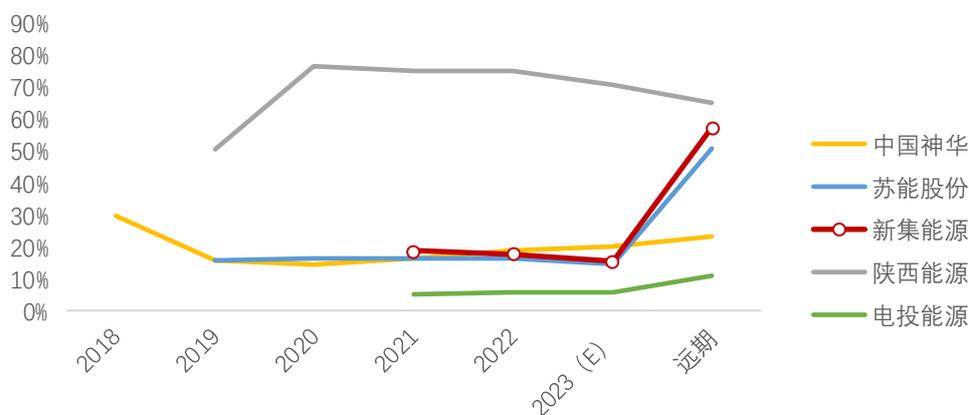
资料来源：Wind、中国神华 2023 年报、国际电力网等，天风证券研究所

### 3.2. 煤电一体化优势

更重要的是，一体化可以熨平煤价周期，使得公司业绩稳定性和远期的分红预期稳定性增强。

截至 2024/5/8，新集能源控股板集电厂（一期 2\*100 万千瓦、二期 2\*66 万千瓦）、上饶电厂（2\*100 万千瓦）、滁州电厂（2\*66 万千瓦）、六安电厂（2\*66 万千瓦），全资新集一电厂、新集二电厂两个低热值电厂，参股宣城电厂（1\*66 万千瓦,1\*63 万千瓦）。公司力争“十四五”末初步实现煤炭-煤电-可再生能源耦合发展的“两个联营+”产业格局。我们测算，前述项目完全达产后，**新集能源“电/煤比”从目前的 15%左右，远期将达到 57%。**

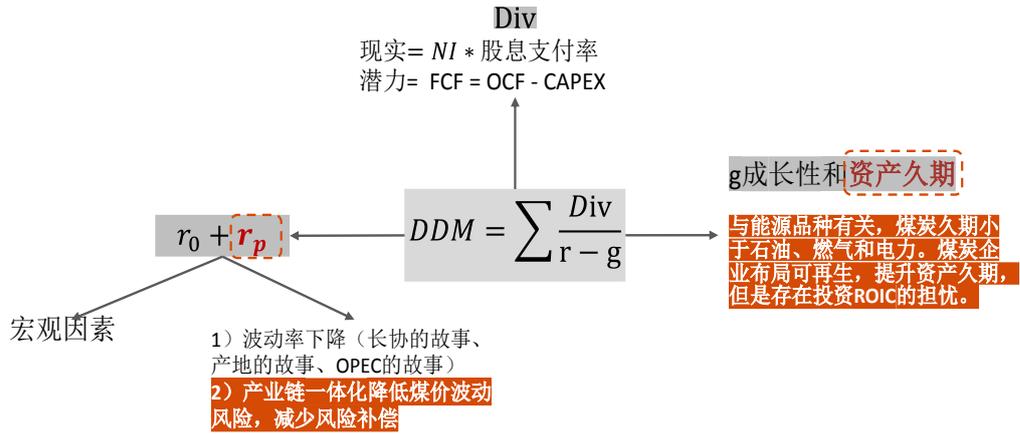
图 9：主要煤电一体化公司“电/煤比”



资料来源：wind，上市公司公告，天风证券研究所

注：“电/煤比”=发电量\*发电耗煤/煤炭产量。发电耗煤使用统计局数据 0.303 克/千瓦时。该计算方法对新能源装机占比较大的公司或不精确。

图 10：煤电一体化，对公司估值的影响



资料来源: 天风证券研究所

## 4. 公司盈利预测及估值

### 假设:

- 1) 煤炭板块: 公司 24-26 年商品煤产量保持稳定, 实现价格 2024 年小幅下降, 25-26 年价格稳定。
- 2) 火电板块: 假设公司电厂利辛二期 2024 年底投产, 2025 年开始贡献; 上饶电厂、滁州电厂、六安电厂 2026 年内投产; 上网电价相比 2024 年平稳。

表 3: 盈利预测模型假设

		单位	2022	2023	2024E	2025E	2026E
煤炭板块	商品煤销量	万吨	1811	1969	1969	1969	1969
	单位售价	元/吨	432	447	439	439	439
	单位成本	元/吨	203	235	235	235	235
火电板块	售电量	亿度	102	99	106	169	287
	单位电价	元/度	0.412	0.411	0.411	0.411	0.411
	单位成本	元/度	0.318	0.317	0.313	0.313	0.313
营业总收入	亿元	120.0	128.4	129.9	156.0	204.5	
煤炭采选业	亿元	78.2	87.9	86.5	86.5	86.5	
电力行业	亿元	41.8	40.6	43.4	69.5	118.0	
营业成本	亿元	69.1	77.5	79.2	99.1	136.0	
煤炭采选业	亿元	36.8	46.2	46.2	46.2	46.2	
电力行业	亿元	32.3	31.3	33.0	52.9	89.8	
毛利	亿元	50.9	50.9	50.7	56.9	68.5	
煤炭采选业	亿元	41.4	41.7	40.3	40.3	40.3	
电力行业	亿元	9.5	9.2	10.4	16.6	28.2	
毛利率	%	42.4	39.7	39.0	36.5	33.5	
煤炭采选业	%	53.0	47.5	46.6	46.6	46.6	
电力行业	%	22.7	22.8	23.9	23.9	23.9	

资料来源: 公司年报、天风证券研究所

### 盈利预测和估值:

预计 24/25/26 年公司归母净利润分别 22.2/26.4/34.2 亿元, 对应 EPS 分别 0.86/1.02/1.32 元, 当前股价对应 PE 为 11.6/9.7/7.5 倍, 参考同行煤电一体化的公司, 按照 2024 年的归母净利润给 15 倍 PE 给予目标价 13 元/股, 首次给予“买入”评级。

表 4：与同行公司 PE 估值对比

公司	2023	2024E	2025E	2026E
中国神华	10.43	14.64	14.39	14.12
苏能股份	15.84	16.18	14.75	13.12
陕西能源	12.55	14.7	13.2	11.39
平均值	12.9	15.2	14.1	12.9
新集能源	12.20	11.58	9.73	7.52

资料来源：Wind、天风证券研究所（时间截至 2024/7/4）

## 5. 风险提示

- 1) 煤炭价格大幅波动的风险：如果在 2026 年公司形成较高程度一体化配套之前，煤价出现较大波动，将影响公司盈利；
- 2) 安徽经济发展放缓或其他因素，造成未来电厂投产后，上网电价低于预期，电厂投资回报率低于预期的风险；
- 3) 安徽省新能源发展过快造成火电被挤出的风险；
- 4) 测算具有主观性的风险，可能存在投产节奏慢于预期，业绩不及预期的风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,405.66	1,635.19	1,039.30	1,592.99	6,419.30
应收票据及应收账款	1,169.39	858.86	1,306.34	1,466.19	2,510.24
预付账款	39.37	28.00	40.47	45.37	72.30
存货	343.67	298.20	393.13	449.14	722.22
其他	266.03	281.65	387.21	409.91	560.55
<b>流动资产合计</b>	<b>3,224.12</b>	<b>3,101.90</b>	<b>3,166.46</b>	<b>3,963.60</b>	<b>10,284.61</b>
长期股权投资	668.17	761.80	761.80	761.80	761.80
固定资产	21,624.32	21,880.37	20,843.89	19,897.40	19,035.92
在建工程	631.94	2,212.39	2,312.39	2,612.39	3,112.39
无形资产	1,758.18	1,920.05	1,879.43	1,838.81	1,798.18
其他	5,705.92	6,382.65	6,340.46	6,247.03	6,179.22
<b>非流动资产合计</b>	<b>30,388.54</b>	<b>33,157.26</b>	<b>32,137.96</b>	<b>31,357.43</b>	<b>30,887.52</b>
<b>资产总计</b>	<b>33,705.93</b>	<b>36,294.53</b>	<b>35,304.42</b>	<b>35,321.03</b>	<b>41,172.12</b>
短期借款	1,480.57	1,551.32	2,432.87	500.00	500.00
应付票据及应付账款	2,540.83	2,293.07	2,993.81	3,399.64	5,525.42
其他	6,674.37	5,869.73	6,663.81	6,748.92	7,387.33
<b>流动负债合计</b>	<b>10,695.77</b>	<b>9,714.12</b>	<b>12,090.49</b>	<b>10,648.56</b>	<b>13,412.75</b>
长期借款	7,825.61	8,961.26	3,944.81	3,000.00	3,000.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2,573.24	2,456.83	2,515.04	2,485.94	2,500.49
<b>非流动负债合计</b>	<b>10,398.85</b>	<b>11,418.10</b>	<b>6,459.85</b>	<b>5,485.94</b>	<b>5,500.49</b>
<b>负债合计</b>	<b>21,295.00</b>	<b>21,469.57</b>	<b>18,550.34</b>	<b>16,134.49</b>	<b>18,913.24</b>
少数股东权益	942.48	1,305.88	1,548.29	1,820.41	2,177.89
股本	2,590.54	2,590.54	2,590.54	2,590.54	2,590.54
资本公积	2,154.69	2,170.65	2,170.65	2,170.65	2,170.65
留存收益	5,965.52	7,818.23	9,595.92	11,710.76	14,448.37
其他	757.71	939.66	848.68	894.17	871.43
<b>股东权益合计</b>	<b>12,410.93</b>	<b>14,824.97</b>	<b>16,754.08</b>	<b>19,186.54</b>	<b>22,258.88</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>33,705.93</b>	<b>36,294.53</b>	<b>35,304.42</b>	<b>35,321.03</b>	<b>41,172.12</b>

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,335.37	2,404.96	2,222.10	2,643.56	3,422.01
折旧摊销	1,149.15	1,233.49	1,177.10	1,187.10	1,202.10
财务费用	649.72	552.25	518.14	532.93	512.58
投资损失	(74.70)	(92.65)	(90.00)	(90.00)	(90.00)
营运资金变动	(2,040.09)	(463.82)	398.08	429.18	1,293.17
其它	987.20	161.71	300.89	341.21	446.32
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,006.65</b>	<b>3,795.94</b>	<b>4,526.31</b>	<b>5,043.98</b>	<b>6,786.19</b>
资本支出	1,176.58	3,372.17	141.80	529.10	785.45
长期投资	77.13	93.63	0.00	0.00	0.00
其他	(3,330.06)	(6,504.40)	(247.54)	(941.23)	(1,494.39)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,076.36)</b>	<b>(3,038.60)</b>	<b>(105.75)</b>	<b>(412.13)</b>	<b>(708.94)</b>
债权融资	(1,081.73)	202.26	(4,420.45)	(3,526.90)	(454.43)
股权融资	(309.22)	(190.67)	(596.00)	(551.25)	(796.52)
其他	124.06	(587.07)	(0.00)	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,266.89)</b>	<b>(575.47)</b>	<b>(5,016.45)</b>	<b>(4,078.15)</b>	<b>(1,250.95)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(336.60)</b>	<b>181.87</b>	<b>(595.89)</b>	<b>553.70</b>	<b>4,826.30</b>

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>12,002.86</b>	<b>12,844.79</b>	<b>12,991.22</b>	<b>15,595.47</b>	<b>20,450.20</b>
营业成本	6,913.22	7,750.06	7,924.10	9,905.30	13,598.57
营业税金及附加	418.63	420.75	420.01	420.01	420.01
销售费用	59.49	58.40	60.00	60.00	60.00
管理费用	789.62	778.74	780.02	780.02	780.02
研发费用	0.00	7.98	10.00	10.00	10.00
财务费用	644.03	538.97	518.14	532.93	512.58
资产/信用减值损失	(30.71)	(16.70)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.66	5.05	(2.13)	1.06	(0.53)
投资净收益	74.70	92.65	90.00	90.00	90.00
其他	(112.90)	(180.44)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
<b>营业利润</b>	<b>3,246.14</b>	<b>3,389.33</b>	<b>3,366.83</b>	<b>3,978.27</b>	<b>5,158.49</b>
营业外收入	19.05	80.72	0.00	0.00	0.00
营业外支出	27.47	32.48	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>3,237.72</b>	<b>3,437.57</b>	<b>3,366.83</b>	<b>3,978.27</b>	<b>5,158.49</b>
所得税	902.34	1,032.61	841.71	994.57	1,289.62
<b>净利润</b>	<b>2,335.37</b>	<b>2,404.96</b>	<b>2,525.12</b>	<b>2,983.70</b>	<b>3,868.86</b>
少数股东损益	271.07	295.60	303.01	340.14	446.85
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,064.31</b>	<b>2,109.36</b>	<b>2,222.10</b>	<b>2,643.56</b>	<b>3,422.01</b>
每股收益(元)	0.80	0.81	0.86	1.02	1.32

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-3.89%	7.01%	1.14%	20.05%	31.13%
营业利润	-2.26%	4.41%	-0.66%	18.16%	29.67%
归属于母公司净利润	-15.19%	2.18%	5.34%	18.97%	29.45%
<b>获利能力</b>					
毛利率	42.40%	39.66%	39.00%	36.49%	33.50%
净利率	17.20%	16.42%	17.10%	16.95%	16.73%
ROE	18.00%	15.60%	14.61%	15.22%	17.04%
ROIC	15.63%	14.93%	14.10%	17.51%	23.24%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	63.18%	59.15%	52.54%	45.68%	45.94%
净负债率	94.54%	82.60%	53.35%	28.10%	2.80%
流动比率	0.30	0.31	0.26	0.37	0.77
速动比率	0.27	0.28	0.23	0.33	0.71
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	13.72	12.67	12.00	11.25	10.29
存货周转率	37.88	40.02	37.58	37.03	34.92
总资产周转率	0.37	0.37	0.36	0.44	0.53
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.80	0.81	0.86	1.02	1.32
每股经营现金流	1.16	1.47	1.75	1.95	2.62
每股净资产	4.43	5.22	5.87	6.70	7.75
<b>估值比率</b>					
市盈率	12.46	12.20	11.58	9.73	7.52
市净率	2.24	1.90	1.69	1.48	1.28
EV/EBITDA	3.55	4.06	5.90	4.68	3.25
EV/EBIT	4.55	5.25	7.68	5.91	3.94

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com