

2024年07月19日

大唐发电 (601991.SH)

——大唐集团核心电力平台 电改国改价值重估

增持 (首次覆盖)

投资要点:

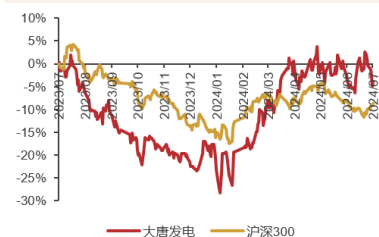
证券分析师

查浩
S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com邓思平
S1350524070003
dengsiping@huayuanstock.com

研究支持

联系人

市场表现:



相关研究

- **公司为大唐集团核心电力上市平台，国企改革与电力体制改革下价值有望重估。**公司控股股东为大唐集团，集团拥有公司合计 53.09% 股权。截至 2023 年底，公司控股装机 7329 万千瓦，其中煤电、气电、风电、光伏、水电分别为 4562、663、746、437、920 万千瓦。在集团旗下四家电力上市平台中，公司在装机规模、资产规模方面均位列第一，且集团承诺公司为集团火电业务最终整合平台。2023 年底公司选举新任董事长，当前大唐发电资产规模占据集团电力上市资产 60% 以上比例，而市值仅占 40% 左右，在新一轮央企改革下，或面临较大考核压力。
- 公司火电机组以北方为主，火电业绩主要受北方坑口煤价以及股权结构影响；2024 年一季度实现归母净利润 13.3 亿元，达到历史新高。我们认为，虽然煤电机组短期业绩仍然受到煤价影响，但是在电力体制改革趋势下，煤电定位逐步调整为调峰电源，在容量电价等政策支持下，煤电企业业绩稳定性预计将有所提升，估值有望重塑。
- **新能源规划新增 30GW，当前已为公司核心利润板块。**双碳战略下大唐集团提出到 2025 年非化石能源装机超过 50%，公司承担主要新增装机责任。根据上证路演信息，公司计划十四五期间新增新能源装机 30GW 以上，2021-2023 年三年完成十四五目标的 19%。根据公司披露的分电源利润总额情况，2021-2023 年新能源利润稳步上涨，2023 年已超过 30 亿元，成为最大的利润贡献电源。
- **控股 9GW 水电并参股宁德核电，贡献稳定业绩与现金流。**公司控股 9.2GW 水电资产，集中在四川、云南、重庆三地，2023 年公司水电板块贡献利润总额约 14 亿元。短期看，根据国家气候中心，西南三地今年来水较去年偏丰，水电业绩预计将有所改善；中长期看，电力市场化叠加西南地区缺电，西南地区水电弃水以及电价有望获得持续改善；我们强调水电资产现金流价值，水电价值有望获得重估。公司参股宁德核电 44% 股权，2023 年获得约 13 亿元投资收益。
- **盈利预测与估值：**预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 43、52、61 亿元（含永续债利息），扣除永续债利息约 13 亿元后，当前股价对应 24-26 年 PE 分别为 18、14、11 倍（扣除永续债利息）。分部估值法下，我们测算公司内在价值为 273（火电）+207（水电）+390（新能源）-300（其他板块、总部费用及永续债利息）=570 亿元。公司章程承诺现金分红比例不低于母公司净利润的 50%，2017-2020 年现金分红比例占归母净利润比例 55%-150%。假设公司 2024 年现金分红占归母净利润的 50%，对应股息率 3.9%。**首次覆盖，给予公司“增持”评级。**
- **风险提示：**煤价上涨超预期、减值超预期、新能源装机不及预期。

股票数据: 2024年7月18日

收盘价(元) 2.99
一年内最高/最低(元) 3.32/2.19
总市值(百万元) 55335
市净率 PB 1.94

基础数据: 2024年3月31日

总股本(百万股) 18507
总资产(百万元) 306198
净资产(百万元) 93552
每股净资产(元) 1.54

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)	116828	122404	120631	125425	130738
同比增长率(%)		4.8%	-1.4%	4.0%	4.2%
归母净利润(百万元)	-408	1365	4296	5169	6108
同比增长率(%)			214.7%	20.3%	18.2%
每股收益(元/股)	-0.10	-0.02	0.16	0.21	0.26
毛利率(%)	7.12%	11.75%	15.54%	16.74%	17.66%
ROE(%)	-0.7%	1.9%	5.7%	6.6%	7.4%
市盈率			18	14	11

投资案件

投资评级与估值

预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 43、52、61 亿元（含永续债利息），扣除永续债利息约 13 亿元后，当前股价对应 24-26 年 PE 分别为 18、14、11 倍（扣除永续债利息）。分部估值法下，我们测算公司内在价值为 273（火电）+207（水电）+390（新能源）-300（其他板块、总部费用及永续债利息）=570 亿元。公司章程承诺现金分红比例不低于母公司净利润的 50%，2017-2020 年现金分红比例占归母净利润比例 55%-150%。假设公司 2024 年现金分红占归母净利润的 50%，对应股息率 3.9%。**首次覆盖，给予公司“增持”评级。**

关键假设

1) 火电：假设 2024-2026 年控股装机量分别为 5426、5626、5726 万千瓦，平均利用小时数维持 4231 小时，上网电价（不含税）分别为 0.4195、0.4145、0.4145 元/千瓦时，单位燃料成本分别同比变化-10.0%、-2.0%、0.0%。

2) 水电：假设 2024-2026 年利用小时数同比变化分别为 300、0、0 小时，上网电价（不含税）同比变化分别为 0.01、0、0 元/千瓦时。

3) 新能源：假设风电机组 2024-2026 年新投产装机容量分别为 200、200、200 万千瓦，光伏新增装机分别为 400、500、600 万千瓦。

投资逻辑要点

公司短期业绩波动仍然以煤电为主导，从机组属性分析，公司扎根京津冀，火电机组主要分布北方，成为其业绩波动核心原因，但短期差异不影响趋势趋同。中长期看，新型电力系统下，煤电机组定位将从传统电量电源逐步调整为调峰电源。市场化与容量电价政策推行下，煤电商业模式迎来变革，有助于煤电业绩稳定，估值有望重估。

新能源已经成为公司核心利润板块，公司十四五规划新增新能源装机 30GW，当前进展不及预期，同时短期看新能源发展面临较大消纳压力，预计随着电力体制改革制度完善，新能源回报率将趋于合理。

核心风险提示

煤价上涨超预期、减值超预期、新能源装机不及预期

目录

1. 大唐集团核心电力平台 央企改革价值重估.....	5
2. 火电机组北方为主 容量电价影响深远.....	6
3. 控股水电参股核电 贡献稳定业绩与现金流.....	8
4. 盈利预测与估值	10

图表目录

图 1：公司 2019-2024Q1 营收及增速.....	6
图 2：公司 2019-2024Q1 归母净利润（亿元）.....	6
图 3：四大火电公司 2020-2024 年一季度 ROE 比较（%）.....	7
图 4：公司 2023 年火电售电量分布.....	7
图 5：2019-2023 年公司参股宁德核电获得投资收益.....	9
图 6：2019-2023 年公司参股宁德核电获得现金股利.....	9
表 1：大唐集团旗下电力公司资产情况（万千瓦，亿元人民币）.....	5
表 2：公司 2021-2023 年分电源利润总额（亿元）.....	6
表 3：2023 年 11 月国家能源局《建立煤电容量电价机制的通知》.....	8
表 4：公司主要水电资产（万千瓦）.....	8
表 5：公司 2024-2026 年关键假设表.....	10
表 6：火电运营商可比公司估值表.....	11
表 7：水电运营商可比公司估值表.....	11
表 8：新能源运营商可比公司估值表.....	11
表 9：公司利润表预测（百万元）.....	13
表 10：公司资产负债表预测（百万元）.....	13
表 11：公司现金流量表预测（百万元）.....	15

1. 大唐集团核心电力平台 央企改革价值重估

大唐集团旗下核心电力上市平台，火电业务整合平台。公司控股股东为大唐集团（五大发电集团之一），截至 2023 年底，集团合计持有公司 53.09% 股权。集团旗下共拥有四家电力上市企业，分别为大唐发电（综合性电源）、大唐新能源（新能源）、桂冠电力（区域水电）以及华银电力（区域火电）。截至 2023 年底，公司控股装机 7329 万千瓦，其中煤电、气电、风电、光伏、水电分别为 4562、663、746、437、920 万千瓦。公司为集团最大、最核心的电力上市平台，也是集团火电业务最终整合平台。

央企改革考虑市值管理，公司 2023 年底更换董事长。2024 年 1 月底，国资委在 2024 年中央企业、地方国资委考核分配工作会议中，明确提出 2024 年各中央企业要推动“一企一策”考核全面实施，全面推开上市公司市值管理考核。

2023 年底，公司审议通过《关于选举公司第十一届董事会董事长的议案》，同意王顺启为公司第十一届董事会董事长。**大唐发电当前资产规模占据集团电力上市资产 60% 以上比例，而市值仅占 40% 左右，或面临较大考核压力。**

表 1：大唐集团旗下电力公司资产情况（万千瓦，亿元人民币）

公司名称	总装机	火电	风电	光伏	水电	总资产	净资产	总市值
大唐发电	7329	5226	746	437	920	3040	885	553
大唐新能源	1542	0	1298	244	0	1015	360	130
桂冠电力	1269	133	77	36	1024	473	211	604
华银电力	652	524	54	60	14	241	18	62

资料来源：ifind，华源证券研究。注：装机及资产数据为 2023 年底数据，市值为 7 月 18 日

十四五期间 30GW 新能源新增装机目标，当前新能源已贡献主要利润。双碳战略下大唐集团提出到 2025 年非化石能源装机超过 50%。公司作为集团最大的电力上市平台，承担主要新增装机责任。根据上证路演信息，公司计划十四五期间新增新能源装机 30GW 以上，2021-2023 年三年合计新增 5.6GW，完成十四五目标的 19%。

根据公司披露的分电源利润总额情况，2021-2023 年新能源利润稳步上涨，2023 年已超过 30 亿元，成为最大的利润贡献电源。

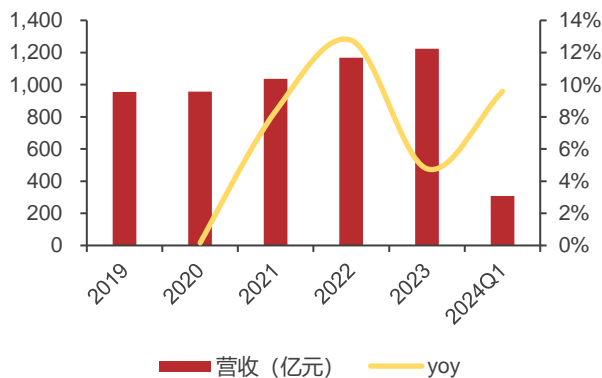
表 2：公司 2021-2023 年分电源利润总额（亿元）

	2021	2022H1	2022	2023H1	2023
煤机（含热）	-159.76	-23.15	-60.53	-8.03	-1.33
燃机	5.25	3.04	-0.91	2.17	3.92
风电	17.58	13.56	22.86	14.70	25.56
光伏	3.55	2.02	4.44	3.41	4.80
水电	17.27	12.69	16.27	0.91	13.83
合计	-116.11	8.16	-17.87	13.16	46.78

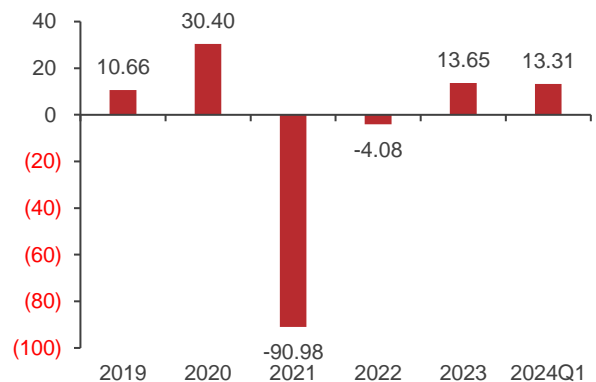
资料来源：公司公告，华源证券研究。注：2021 年数据为调整后数据

2 火电机组北方为主 容量电价影响深远

当前业绩仍受到煤价影响，2024 年煤价回落业绩新高。公司近几年利润波动主要在于煤电板块，2021-2022 年，在高煤价下公司出现亏损，2023-2024 年煤价回落下，业绩持续改善。2024 年一季度公司实现归母净利润 13.3 亿元，达到历史新高。我们测算公司 2024 年一季度煤电度电税前利润约 2 分/千瓦时，同比改善超过 4 分/千瓦时。

图 1：公司 2019-2024Q1 营收及增速


资料来源：ifind，华源证券研究

图 2：公司 2019-2024Q1 归母净利润（亿元）


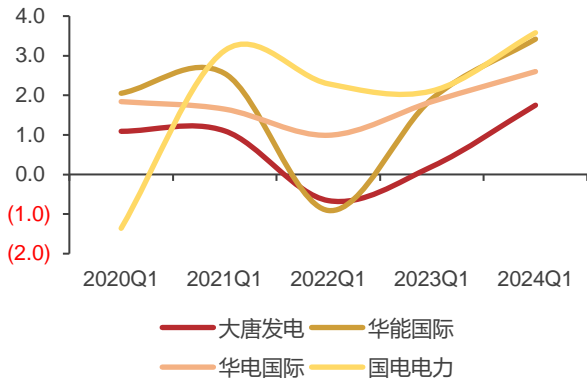
资料来源：ifind，华源证券研究

火电机组北方为主，业绩变动趋势存在差异。公司当前拥有火电控股装机 5226 万千瓦，其中煤电装机 4562 万千瓦，气电装机 663 万千瓦。公司火电装机主要分布在北方以及部分东南沿海城市。从售电量看，京津冀、广东、内蒙古分别占比 22.3%、16.3%、12.6%，

占比超过火电一半。

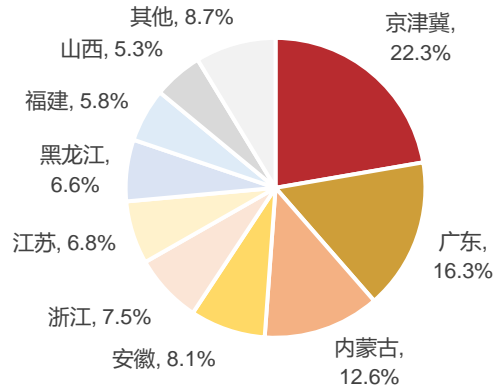
根据找煤网视点，2023 年坑口煤价与港口煤价持续倒挂，即港口煤价下降而坑口煤价不降反升，而 2024 年一季度坑口煤价较港口下滑更多。我们认为这是公司 2022、2023 年一季度火电业绩改善不及其他公司，而 2024 年一季度大幅改善的主要原因。

图 3: 四大火电公司 2020-2024 年一季度 ROE 比较 (%)



资料来源: ifind, 华源证券研究

图 4: 公司 2023 年火电售电量分布



资料来源: 公司公告, 华源证券研究

短期业绩受煤价影响，长期体制改革业绩增强稳定性。 尽管公司短期业绩仍然受到煤价影响较大，但电力体制改革趋势下，煤电定位将逐步转为调峰电源，同时短期不会退出市场。2023 年 11 月国家能源局发布《关于建立煤电容量电价机制的通知》，文件提出容量电价按照回收一定比例固定成本的方式确定，明确由下游用户承担。2024-2025 年多数省份补偿固定成本的 30% (100 元/千瓦·年)，文件格外强调，2026 年起回收固定成本的比例提升至不低于 50% (150 元/千瓦·年)。

新型电力系统建设背景下，容量电价的推出标志着煤电公司的商业模式开始转变。 按照当前各省主流煤电利用小时倒算，30%的容量成本补偿相当于提升 2.2-2.5 分/千瓦时电量电价。虽然在当前补偿力度下，电量电价仍然是决定煤电公司盈利的根本性因素，但是政策指引 2026 年后补偿比例持续提升，有助于煤电业绩稳定。

表 3：2023 年 11 月国家能源局《建立煤电容量电价机制的通知》

要点	内容	点评
应用范围	煤电容量电价机制 适用于合规在运的公用煤电机组	明确是所有在运机组，并非此前有人担忧的增量机组或特定区域机组
电价水平	固定成本实行全国统一标准，为每年每千瓦 330 元；通过容量电价回收的固定成本比例，综合考虑各地电力系统需要、煤电功能转型情况等因素确定， 2024~2025 年多数地方为 30%左右 ，部分煤电功能转型较快的地方适当高一些，为 50%左右。 2026 年起，将各地通过容量电价回收固定成本的比例提升至不低于 50%	起步为 30%，未来几年有明确的增长预期，2026 年后不低于 50%
电费分摊	煤电机组可获得的容量电费，根据当地煤电容量电价和机组申报的最大出力确定。新建煤电机组自投运次月起执行煤电容量电价机制。 各地煤电容量电费纳入系统运行费用，每月由工商业用户按当月用电量比例分摊 ，由电网企业按月发布、滚动清算	明确由下游用户支付，纳入系统运营成本
电费考核	正常在运情况下，煤电机组无法按照调度指令提供申报最大出力的，月内发生两次扣减当月容量电费的 10%，发生三次扣减 50%，发生四次及以上扣减 100%。对自然年内月容量电费全部扣减累计发生三次的煤电机组，取消其获取容量电费的资格	权利与义务对等，需要满足容量支撑

资料来源：国家发改委，华源证券研究

3. 控股水电参股核电 贡献稳定业绩与现金流

公司控股 9.2GW 水电，主要分布在西南地区，短期来水改善，中期缺电价值重估。

公司水电资产主要分布在西南地区，大渡河与乌江流域装机占比 64%。截至 2023 年底，公司水电控股装机容量 920 万千瓦，主要分布四川（3.8GW）、重庆（2.4GW）以及云南（2.1GW）三地，位于大渡河以及乌江流域，2023 年公司水电板块利润总额 14 亿元。

根据国家气象中心，在经历 2021-2023 年三年来水偏枯后，2024 年西南地区降雨将有所改善。同时电力市场化叠加西南地区缺电，西南地区水电弃水以及电价有望获得持续改善，水电价值有望获得重估。

表 4：公司主要水电资产（万千瓦）

区域	公司名	装机结构	装机容量	权益比例	权益装机
四川	四川大唐国际甘孜水电	大渡河长河坝（260）、黄金坪（85）	345	53%	182
	四川金康电力发展有限公司	金康（15）、金平（8.1）、金元（10.8）	34	54%	18
重庆	重庆大唐国际彭水水电	乌江彭水 5*35	175	64%	112
	重庆大唐国际武隆水电	乌江银盘 4*16.125	65	76%	49
云南	云南大唐国际李仙江流域水电	崖羊山（2*6）、石门坎（2*6.5）、龙马（3*9.5）、居甫渡（3*9.5）、戈兰滩（3*15）、	144	97%	140

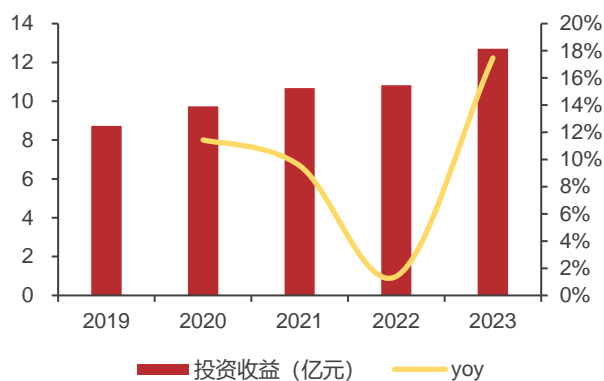
土卡河 (3*5.5)

云南大唐国际文山水电	3*10	30	60%	18
云南大唐国际那兰水电	35	35	51%	18
合计		827	65%	536

资料来源：公司公告，华源证券研究。注：为节约篇幅，未展示小水电情况

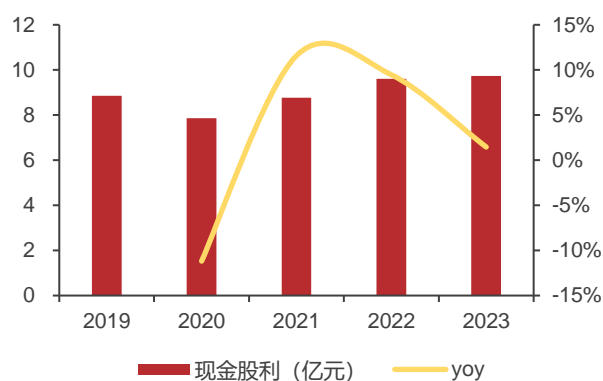
参股宁德核电 44%股权，获取稳定收益与现金流。公司于 2006 年与中国广核集团旗下控股公司以及福能股份共同投资设立福建宁德核电有限公司（简称“宁德核电”），分别持股 44%（公司持股）、46%、10%。宁德核电项目规划总容量为 6 台百万千瓦级机组，目前共有 4 台机组投入商业运行，截至 2023 年底，装机容量 4.356GW；5、6 号机组（单台 121 万千瓦）已于 2023 年获得核准。核电作为稳定出力的清洁能源，能够为公司提供持续稳定的投资收益与现金流。2023 年宁德核电为公司贡献 12.71 亿元投资收益。

图 5：2019-2023 年公司参股宁德核电获得投资收益



资料来源：公司公告，华源证券研究

图 6：2019-2023 年公司参股宁德核电获得现金股利



资料来源：公司公告，华源证券研究

4. 盈利预测与估值

结合公司在建、核准以及十四五装机规划，叠加十四五期间电力及煤炭供需情况，我们假设公司 2024-2026 年经营数据如下：

1) 火电：假设 2024-2026 年控股装机量分别为 5426、5626、5726 万千瓦，平均利用小时数维持 4231 小时，上网电价（不含税）分别为 0.4195、0.4145、0.4145 元/千瓦时，单位燃料成本分别同比变化-10.0%、-2.0%、0.0%。

2) 水电：假设 2024-2026 年利用小时数同比变化分别为 300、0、0 小时，上网电价（不含税）同比变化分别为 0.01、0、0 元/千瓦时。

3) 新能源：假设风电机组 2024-2026 年新投产装机容量分别为 200、200、200 万千瓦，光伏新增装机分别为 400、500、600 万千瓦。

表 5：公司 2024-2026 年关键假设表

电源	细分项	2024E	2025E	2026E
火电	装机 (万千瓦)	5426	5626	5726
	利用小时	4231	4231	4231
	上网电价 (不含税, 元/千瓦时)	0.4195	0.4145	0.4145
	单位燃料成本同比变动	-10.0%	-2.0%	0.0%
水电	利用小时同比变化	300	0	0
	上网电价 (不含税, 元/千瓦时)	0.01	0	0
新能源	风电新增装机 (万千瓦)	200	200	200
	光伏新增装机 (万千瓦)	400	500	600

资料来源：公司公告，华源证券研究

由此，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 1206、1254、1307 亿元，同比增速-1.4%、4.0%、4.2%，归母净利润预测分别为 43、52、61 亿元（含永续债利息），扣除永续债利息约 13 亿元后，当前股价对应 24-26 年 PE 分别为 18、14、11 倍（扣除永续债利息）。我们使用分部估值对公司各板块业务进行估值讨论：

1) 火电板块：预计公司 2024 年火电归母净利润实现 21 亿元左右。选取建投能源、华电国际、内蒙华电为可比公司，参考可比公司 2024 年估值水平，**给予公司火电板块 2024 年 13 倍 PE，对应公司火电板块价值 273 亿元。**

表 6：火电运营商可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价				EPS			PE			PB
		2024-07-18	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E	
000600.SZ	建投能源	5.42	0.39	0.49	0.57	14	11	10				0.96
600027.SH	华电国际	6.08	0.48	0.58	0.63	13	10	10				1.52
600863.SH	内蒙华电	4.49	0.36	0.41	0.46	12	11	10				1.80
平均						13	11	10				1.43

资料来源：ifind，华源证券研究。注：华电国际、内蒙华电盈利预测来自华源证券研究，建投能源盈利预测来自 ifind 一致预期

2) 水电板块：预计公司 2024 年水电板块实现归母净利润约 9 亿元。选取长江电力、华能水电、桂冠电力为可比公司，参考可比公司 2024 年估值水平，**给予公司水电板块 2024 年 23 倍 PE，对应公司水电板块 2024 年价值 207 亿元。**

表 7：水电运营商可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价				EPS			PE			PB
		2024-07-18	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E	
600900.SH	长江电力	31.36	1.39	1.46	1.53	23	21	20				3.73
600025.SH	华能水电	11.86	0.47	0.51	0.53	25	23	22				3.86
600236.SH	桂冠电力	7.66	0.36	0.38	0.39	21	20	20				3.72
平均						23	22	21				3.77

资料来源：ifind，华源证券。注：可比公司盈利预测均来自华源证券研究

3) 新能源板块：预计公司 2024 年新能源板块将实现归母净利润 30 亿元左右。参考三峡能源等可比公司估值水平，**我们给予公司 2024 年新能源板块 13 倍 PE，对应新能源板块价值 390 亿元。**

表 8：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
		2024-07-18	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E	
600905.SH	三峡能源	4.59	0.26	0.28	0.31	18	16	15				1.54
601016.SH	节能风电	2.88	0.24	0.26	0.28	12	11	10				1.10

000591.SZ	太阳能	4.27	0.45	0.49	0.52	9	9	8	0.72
平均						13	12	11	1.12

资料来源：ifind，华源证券。注：三峡能源盈利预测来自华源证券研究，节能风电、太阳能盈利预测来自 ifind 一致预期

公司除火电、水电、新能源三个电源板块，还参股煤炭（塔山煤矿 28%股权）、核电（宁德核电 44%股权）等资产，另外还有大量总部费用、永续债利息约 13 亿元，我们预计上述板块 2024 年合计扣减 30 亿元，10 倍 PE 考虑下扣减 300 亿元市值。

综上，在中性偏保守假设下，我们测算公司内在价值为 **273（火电）+207（水电）+390（新能源）-300（其他板块、总部费用及永续债利息）=570 亿元。**

当前各央国企面临国企改革要求进一步升级，大唐发电为大唐集团最大的电力上市平台。**公司章程承诺现金分红比例不低于母公司净利润的 50%**，2023 年公司母公司可分配利润为 2.7 亿元，在普通股股东净利润（扣除永续债利息）为-2.9 亿元的情况下，公司仍坚持现金分红 1.4 亿元。公司 2017-2020 年现金分红比例占归母净利润比例 55%-150%，**假设公司 2024 年现金分红占归母净利润的 50%，对应股息率 3.9%。**

首次覆盖，给予公司“增持”评级。

风险提示：

1) 煤价上涨超预期。公司存量火电装机超 50GW，若煤价等燃料价格上涨超预期，将给公司燃料成本带来压力，进而影响公司业绩。

2) 减值超预期。公司拥有庞大的电力装机容量，在煤电淘汰小机组、低效机组，以及新能源因环保问题终止项目等因素下，公司或将面临减值的不确定性。同时在会计角度考虑，公司存在较多应收账款（或为新能源补贴拖欠），若是减值超预期，将影响公司业绩。

3) 新能源装机不及预期。从新能源资源与消纳两方面考虑，目前优质新能源项目有限，若公司新能源装机不及预期，将影响公司业绩。

表 9：公司利润表预测（百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	116828	122404	120631	125425	130738
其中：营业收入	116828	122404	120631	125425	130738
营业总成本	120175	119029	113245	116421	120180
其中：营业成本	108512	108025	101886	104430	107646
税金及附加	1270	1222	1205	1253	1306
销售费用	114	124	122	127	133
管理费用	3642	3963	3981	4139	4314
研发费用	25	27	27	28	29
财务费用	6613	5668	6024	6445	6752
加：公允价值变动收益	158	61	0	0	0
投资收益	2961	2948	2300	2500	2700
资产处置收益	0	13	0	0	0
资产减值损失	-414	-1356	0	0	0
信用减值损失	-8	-25	0	0	0
其他收益	470	589	600	700	800
营业利润	-180	5605	10286	12204	14059
利润总额	-20	5571	10286	12204	14059
减：所得税费用	849	2566	3993	4852	5679
净利润	-869	3005	6293	7352	8379
持续经营净利润	-869	3005	6293	7352	8379
归属于母公司所有者的净利润	-408	1365	4296	5169	6108
少数股东损益	-461	1640	1996	2183	2272

资料来源：ifind，华源证券研究

表 10：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	10142	9017	8039	8087	7848
应收票据及应收账款	18137	19638	19638	19638	19638
应收款项融资	521	29	29	29	29
预付款项	5159	2937	2937	2937	2937
其他应收款合计	2248	1327	1327	1327	1327
存货	4283	3635	3635	3635	3635
一年内到期的非流动资产	1	468	468	468	468
其他流动资产	2599	3244	3244	3244	3244
流动资产合计	43089	40295	39317	39365	39126
非流动资产：					
债权投资	1131	638	638	638	638
长期应收款	86	44	44	44	44
长期股权投资	19740	20059	21669	23419	25309

其他权益工具投资	1134	830	830	830	830
其他非流动金融资产	4034	4095	4095	4095	4095
投资性房地产	504	536	536	536	536
固定资产合计	191387	193314	208752	224747	238270
其中：固定资产	191387	193314	208752	224747	238270
固定资产清理	1	--	0	0	0
在建工程合计	24857	26372	26372	26372	26372
使用权资产	1684	2125	2125	2125	2125
无形资产	4460	4453	4453	4453	4453
开发支出	265	240	240	240	240
商誉	763	763	763	763	763
长期待摊费用	606	646	646	646	646
递延所得税资产	4380	2993	2993	2993	2993
其他非流动资产	7012	6595	6595	6595	6595
非流动资产合计	262043	263704	280751	298496	313909
资产总计	305132	303999	320068	337862	353036
流动负债：					
短期借款	37431	29020	29020	29020	29020
应付票据及应付账款	28353	22707	22707	22707	22707
预收款项	0	1	1	1	1
合同负债	1481	1723	1723	1723	1723
应付职工薪酬	153	168	168	168	168
应交税费	1244	1137	1137	1137	1137
其他应付款合计	4277	4576	4576	4576	4576
一年内到期的非流动负债	24189	28942	28942	28942	28942
其他流动负债	5300	2957	2957	2957	2957
流动负债合计	102429	91230	91231	91231	91231
非流动负债：					
长期借款	108722	114959	126879	139639	148939
应付债券	6485	290	290	290	290
租赁负债	1498	1510	1510	1510	1510
长期应付款合计	7105	5036	5036	5036	5036
长期应付职工薪酬	8	7	7	7	7
预计负债	11	7	7	7	7
递延所得税负债	742	775	775	775	775
递延收益-非流动负债	1828	1719	1719	1719	1719
非流动负债合计	126399	124303	136223	148983	158283
负债合计	228828	215533	227454	240214	249514
所有者权益(或股东权益)：					
实收资本(或股本)	18507	18507	18507	18507	18507
资本公积	6112	6137	6137	6137	6137
其他综合收益	-460	-593	-593	-593	-593
其他权益工具	34844	46211	46211	46211	46211
专项储备	499	638	638	638	638

盈余公积	16043	16223	16223	16223	16223
未分配利润	-12936	-13529	-11376	-8525	-4923
归属于母公司所有者权益合计	62609	73594	75747	78598	82200
少数股东权益	13695	14872	16868	19052	21324
所有者权益合计	76304	88466	92616	97650	103524

资料来源：ifind，华源证券研究

表 11：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：					
经营活动现金流入小计	136146	139603	121231	126125	131538
经营活动现金流出小计	115682	118389	96852	98923	101630
经营活动产生的现金流量净额	20464	21214	24379	27202	29909
投资活动产生的现金流量：					
投资活动现金流入小计	2409	4808	690	750	810
投资活动现金流出小计	21826	22491	29800	31900	31000
投资活动产生的现金流量净额	-19417	-17684	-29110	-31150	-30190
筹资活动产生的现金流量：					
筹资活动现金流入小计	170496	142734	11920	12760	9300
筹资活动现金流出小计	173085	147321	8167	8763	9258
筹资活动产生的现金流量净额	-2589	-4588	3753	3997	42
汇率变动对现金及现金等价物的影响	10	-10	0	0	0
现金及现金等价物净增加额	-1532	-1067	-978	49	-239
加：期初现金及现金等价物余额	11065	9533	8466	7487	7536
期末现金及现金等价物余额	9533	8466	7487	7536	7297

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