



长江电力 (600900.SH)

乌白注入调六库，抽水蓄能开新篇

买入 (首次评级)

当前价格: 29.90 元

投资要点:

六库联调强化水电核心，抽水蓄能开展新篇章。

公司此前在溪、向、三、葛四库时期即已是全球最大的水电公司。2023年收购乌东德和白鹤滩水电站，通过六库联调实现“4+2≥6”，进一步增强了水电基本盘。国际业务方面，公司在2023年取得显著成绩，净利润达14.5亿元，海外项目如巴基斯坦卡洛特水电站等平稳推进。新能源领域，公司成功运营“水风光储”一体化基地，2023年光伏、储能规模均突破1GW，绿电绿证交易规模稳步扩大。托管长龙山、开工张掖&菜籽坝、拿下休宁，10GW+的抽水蓄能宏图初展。

稳健经营与高分红：债务优化助力业绩平滑。

近年公司经营性现金流净额稳健增长，现金流充裕，确保维持稳定的高分红比例，增强股东回报。根据公司22-24年的股东分红回报规划，2016年至2020年每股现金分红不低于0.65元，2021年至2025年分红比例不低于当年净利润的70%，彰显了对股东利益的重视和财务稳健性。截至2023年，公司有息负债总额达到2887亿元人民币，资产负债率上升至62.9%，主要是由于乌、白水电站的收购。2024Q1，公司财务费用同比减少2.96亿元人民币，减轻了财务负担，同时有效平滑了业绩波动性。

水电行业春风得意，抽水蓄能蓄势待发

1Q24，全国水电发电量同比增长2.2%，A股水电板块营收、归母净利润同比增长5.6%、18.4%，净利率提升7.85pct，行业在春风中逐步回暖。2014年起，国家发改委调整水电上网电价，形成独立电价、省内标杆电价和跨省跨区协商电价三种模式，为水电行业市场化奠定基础。2022年，江苏省按照联动机制给雅砻江送苏电量涨价，大水电作为低价、清洁、可控的优质电源，外送电价有望迎来涨价窗口期。面对大型水电开发的后期，抽水蓄能成为转型方向之一，公司利用水电领域经验积极布局，有望创造下一个增长极。

盈利预测与投资建议

我们预测24-26年公司营收分别为875.81、880.59和885.59亿元，归母净利润分别为350.12、364.53和378.41亿元，EPS分别为1.43/1.49/1.55元，对应8月5日收盘价PE分别为20.9/20.1/19.3倍。首次覆盖给予“买入”评级。

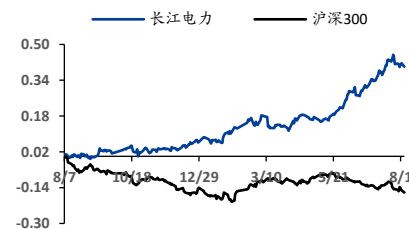
风险提示

水库流域来水偏枯；需求下降导致电力销售受阻；电价市场波动性增加。

基本数据

总股本/流通股(百万股)	24,468.22/24,007.26
流通A股市值(百万元)	717,816.97
每股净资产(元)	8.40
资产负债率(%)	61.89
一年内最高/最低价(元)	31.44/21.52

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 严家源(S0210524050013)
yjy30561@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	52,060	78,112	87,581	88,059	88,559
增长率	-6%	50%	12%	1%	1%
净利润(百万元)	21,309	27,239	35,012	36,453	37,841
增长率	-19%	28%	29%	4%	4%
EPS(元/股)	0.87	1.11	1.43	1.49	1.55
市盈率(P/E)	34.3	26.9	20.9	20.1	19.3
市净率(P/B)	3.9	3.6	3.4	3.2	3.0

数据来源:公司公告、华福证券研究所



正文目录

1	三峡核心，三次阶跃性发展六水电站在握	3
1.1	三峡核心地位凸显，占据集团主导地位	3
2	业绩稳定+高分红政策，24年全年趋势明朗	6
2.1	业绩稳定+高分红政策下，外送水电涨价带来盈利增量	6
3	水电行业乘风破浪，抽水蓄能蓄势待发	7
3.1	1Q24来水&业绩如期改善	7
3.2	水电外送效益提升，展望行业光明前景	8
3.3	国策助推，抽水蓄能行业蓄势待飞	9
4	盈利预测与投资建议	10
4.1	盈利预测	10
4.2	估值分析	11
4.3	投资建议	12
5	风险提示	12

图表目录

图表 1:	三峡集团业务体系	3
图表 2:	2019-1Q24 长江电力水电站发电量情况	4
图表 3:	2004-2023 年长江电力装机量经历三次阶跃性发展	4
图表 4:	2011-2023 年，长江电力在集团总营收占比均值达 52.1%	4
图表 5:	2011-2023 年，长江电力在集团总净利润占比均值达 61.6%	4
图表 6:	2018-2023 长江电力境外业务净利润	5
图表 7:	秘鲁 Arrow 光伏电站项目	5
图表 8:	甘肃张掖抽水蓄能电站项目投资	5
图表 9:	国内抽水蓄能规模规划	5
图表 10:	金沙江下游“风光水储一体化”基地首个新能源项目	6
图表 11:	2018-2023 长江电力经营性现金流情况	6
图表 12:	2018-2023 年长江电力分红情况	6
图表 13:	2018-1Q24 长江电力有息负债情况	7
图表 14:	2018-1Q24 长江电力财务费用情况	7
图表 15:	1Q24 水电发电量同比增长 2.2%	7
图表 16:	2024 年 4 月水电发电量同比增长 21%	7
图表 17:	1Q24 水电板块营业收入同比增长 5.6%	8
图表 18:	1Q24 水电板块营业成本同比增长 3.3%	8
图表 19:	1Q24 水电板块归母净利润同比增长 19.8%	8
图表 20:	1Q24 水电板块毛利率、净利率分别同比增长 1.29pct、3.56pct	8
图表 21:	2010-2023 年水电及抽水蓄能装机容量	10
图表 22:	2010-2023 年新增抽水蓄能装机容量	10
图表 23:	公司水电业务业绩拆分预测表	10
图表 24:	公司业绩拆分预测表	11
图表 25:	可比公司估值表	11
图表 26:	长江电力近三年 PE-Band	12
图表 27:	财务预测摘要	13

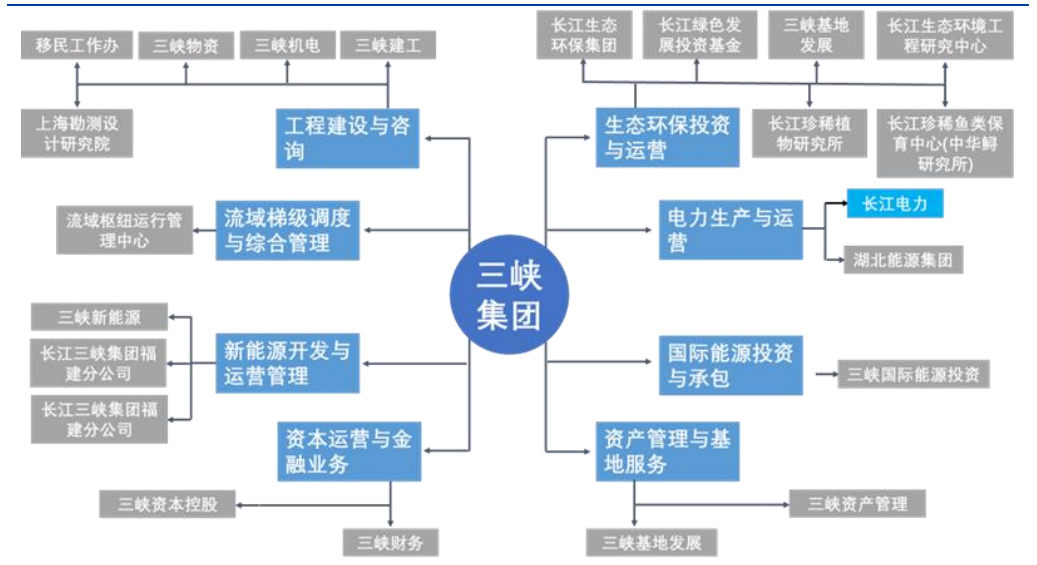


1 三峡核心，三次阶跃性发展六水电站在握

1.1 三峡核心地位凸显，占据集团主导地位

全球最大水电公司，高水平巩固大水电基本盘。2002年9月，公司由中国长江三峡集团有限公司作为主发起人设立，2003年11月在上交所首发上市。公司掌握着全中国流量最稳定的长江水力资源，旗下运行管理长江干流六座梯级电站，形成世界最大“清洁能源走廊”，总装机7170万千瓦，其中5座规模位居世界前十。2023年，公司市值首次突破5800亿元，稳居国内电力上市公司首位；梯级电站全年累计发电2762.63亿千瓦时，同比增加5.34%，其中三峡水库电站全年节水增发发电量121.3亿千瓦时，乌东德水库首次实现按期蓄满，水电基本盘挖潜增效扎实推进。

图表1：三峡集团业务体系

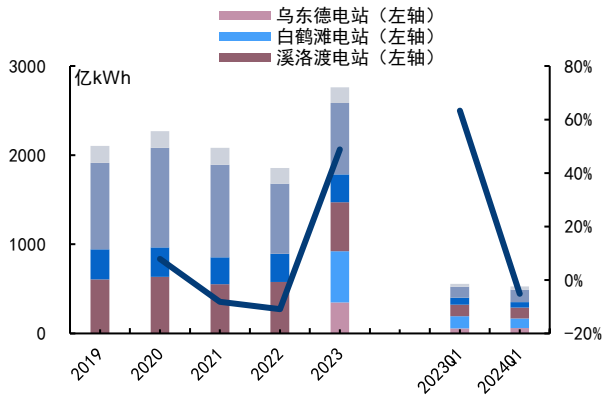


数据来源：三峡集团官网，华福证券研究所

水电站建设&运营为立身之本，乌、白注入迎来六库联调。公司作为三峡的水电运营平台，是集团经营发展的核心发动机。2011-2022年，公司在三峡集团总装机容量和总发电量中的占比均值分别达到了61.5%和70.2%。2023年，公司收购的乌东德、白鹤滩两座水电站重组完成，正式拥有长江干流6座梯级水电站的全部发电资产，实现“六库联调”，全年公司六座梯级电站总发电量约2762.6亿千瓦时，同比+5.34%。2004年至2024年，公司旗下装机量经历三次阶跃性发展，净利润和每股收益逐步增厚，资产质量和盈利能力进一步增强。

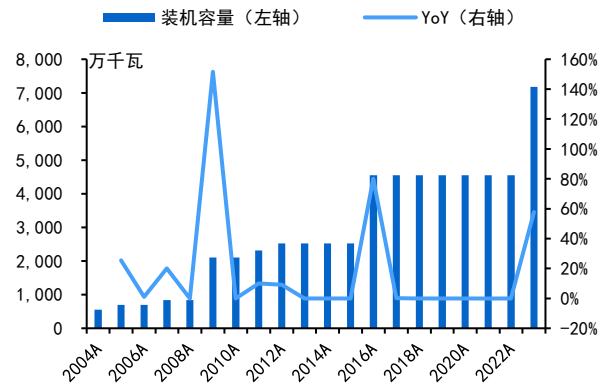


图表2: 2019-1Q24 长江电力水电站发电量情况



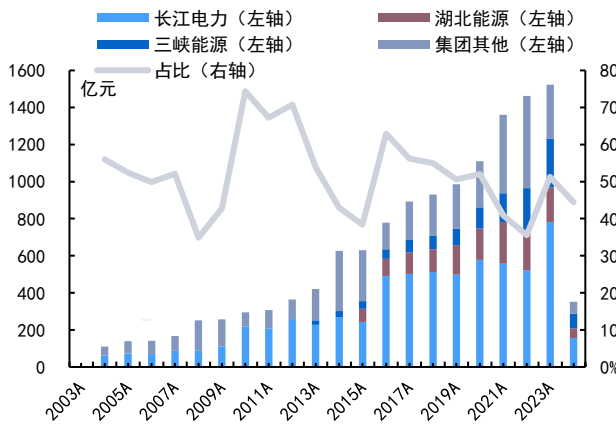
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表3: 2004-2023 年长江电力装机量经历三次飞跃性发展



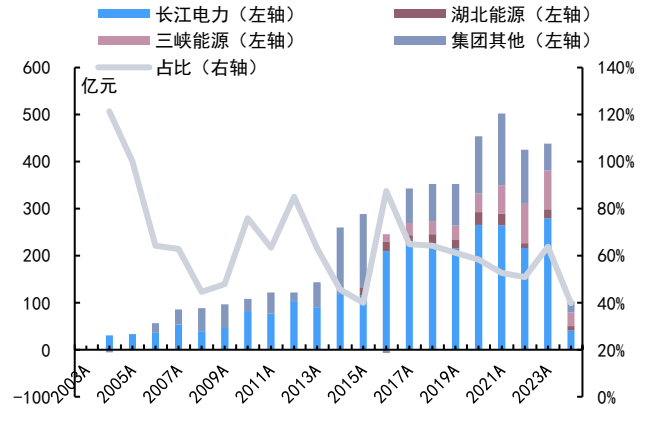
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表4: 2011-2023 年, 长江电力在集团总营收占比均值达 52.1%



数据来源: 集团官网, 公司公告, 华福证券研究所

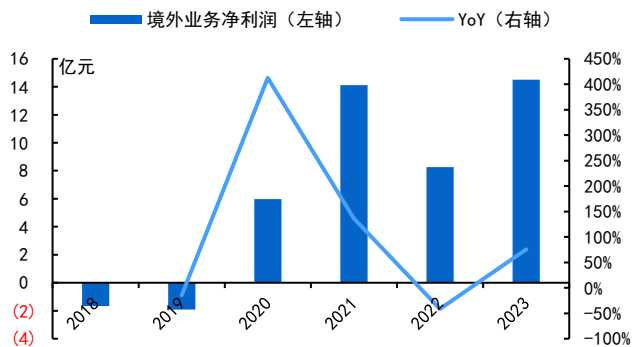
图表5: 2011-2023 年, 长江电力在集团总净利润占比均值达 61.6%



数据来源: 集团官网, 公司公告, 华福证券研究所

23 年国际业务实现提质增效。公司业务范围覆盖中国、秘鲁、巴西、巴基斯坦等多个国家, 2023 年境外业务全年净利润约 14.5 亿元, 经营业绩再创历史新高。项目方面, 巴基斯坦卡洛特水电站、巴基斯坦三峡风电和三峡巴西大水电技改等海外运维项目平稳有序开展。23 年国际业务稳中有进, 海外运维项目平稳有序开展, 全年跟踪新能源装机规模约 97.4 万千瓦, 顺利实现公司首个境外控股新能源项目——秘鲁 LDS Arrow 光伏项目成功交割, 推动公司在秘鲁区域发、配、售产业链不断加强, 基本形成“水风光”互补业务良性发展格局。

图表6: 2018-2023 长江电力境外业务净利润



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

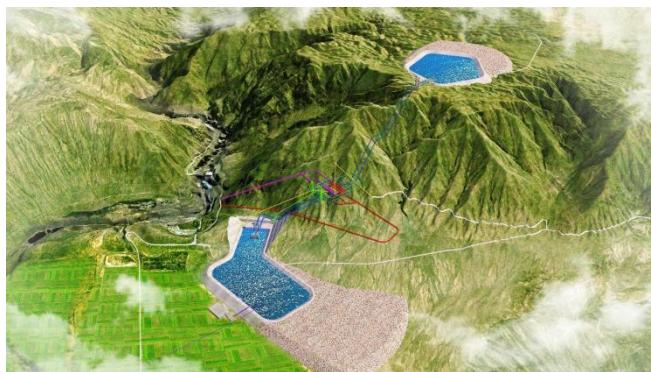
图表7: 秘鲁 Arrow 光伏电站项目



数据来源: 公司官网, 华福证券研究所

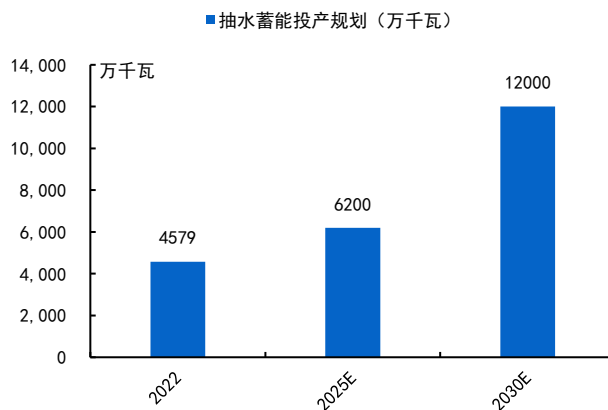
首个“抽蓄+”清洁能源基地初具雏形, 高质量拓展新赛道新空间。公司抽水蓄能业务有序发展, 2023 年推动甘肃张掖抽水蓄电站主体工程开工, 并获取安徽休宁储蓄项目并实现核准, 新一批抽蓄项目有序推进。全面受托运维长龙山抽水蓄能电站, 实现年度“零次非计划停机”。根据国家能源局《抽水蓄能中长期发展规划(2021-2035 年)》, 2025 年、2030 年计划投产规模分别达到 6200 万千瓦和 1.2 亿千瓦以上。截至 2023 年 5 月, 公司已接手 28 个抽水蓄能项目, 按照集团统一规划已锁定项目规模约 4000 万千瓦, 预计未来有望在国内抽水蓄能开发中占据重要地位。

图表8: 甘肃张掖抽水蓄能电站项目投资



数据来源: 公司官网, 华福证券研究所

图表9: 国内抽水蓄能规模规划



数据来源: 国家能源局, 华福证券研究所

智慧综合能源初具规模, 新能源差异化优势放大。公司聚焦“水风光储”(指水电、风力、光伏和储能综合利用)多能互补, 高质量运营金沙江下游“水风光储”一体化基地已投产新能源项目, 累计接管运行装机近 2GW。2023 年, 公司在建已建光伏、储能规模均突破 1GW, 实现分布式光伏与储能领域双极跃升; 绿电绿证交易规模稳步扩大, 年度累计代理绿证交易 6 万张、绿电交易 650 万千瓦时。氢能业务方面, 公司“三峡氢舟 1”号成功首航并入围央企 2023 年度十大国之重器评选, “中国三峡绿电绿氢示范站”顺利投产。公司通过深入研究新能源与大水电、抽水蓄能、智慧综合能源协同发展路局, 有望实现能源业务的互补。

图表10: 金沙江下游“风光水储一体化”基地首个新能源项目



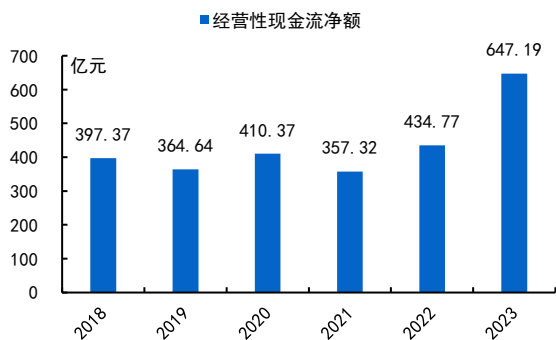
数据来源: 国家能源局, 华福证券研究所

2 业绩稳定+高分红政策, 24 年全年趋势明朗

2.1 业绩稳定+高分红政策下, 外送水电涨价带来盈利增量

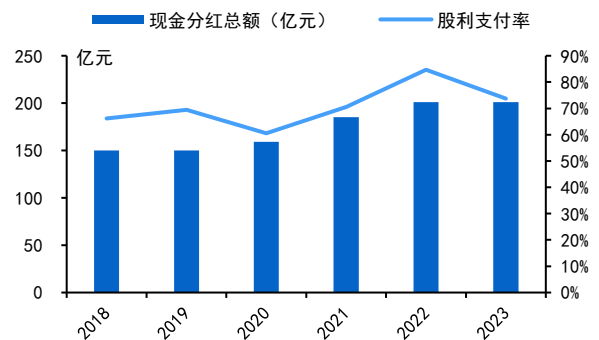
近年经营情况稳健, 现金流充裕稳定高分红比例。近年公司的经营性现金流净额表现出了稳定而强劲的增长, 证明了公司在财务上的稳健性。充足的现金流在确保了公司能够稳健地发展同时, 也使公司有能力和维持较高的分红比例。根据公司分红规划, 对 2016 年至 2020 年每年度的利润分配按每股不低于 0.65 元进行现金分红; 对 2021 年至 2025 年每年度的利润分配按不低于当年实现净利润的 70% 进行现金分红。公司稳定且高比例分红策略, 彰显了其高防御属性。

图表11: 2018-2023 长江电力经营性现金流情况



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

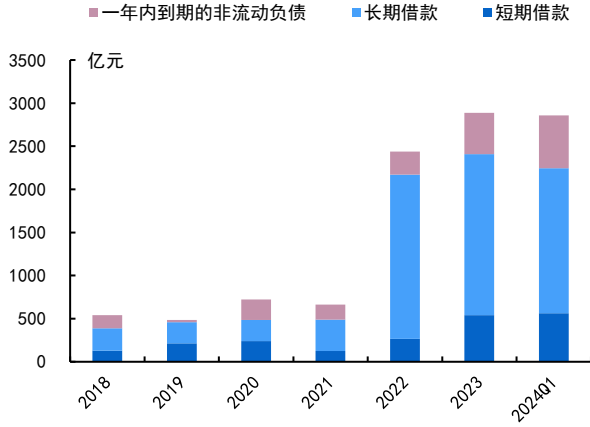
图表12: 2018-2023 年长江电力分红情况



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

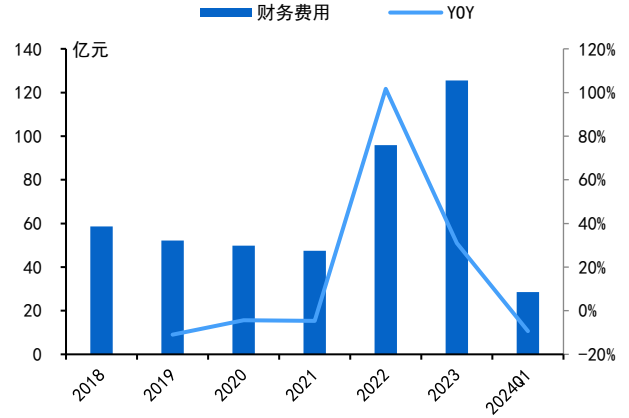
对外投资获取收益, 有效平滑业绩波动。截至 2023 年, 公司的有息负债总额达到了 2887 亿元人民币, 资产负债率相应上升至 62.9%, 主要是由于公司收购了乌、白水电站。2024 年, 公司通过优化债务结构, 采取了一系列措施来降低财务成本, 包括偿还高息债务和调整债务组合。2024 年第一季度, 公司的财务费用同比减少了 2.96 亿元人民币, 这不仅减轻了公司的财务负担, 也有效平滑整体业绩波动。

图表13: 2018-1Q24 长江电力有息负债情况



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表14: 2018-1Q24 长江电力财务费用情况



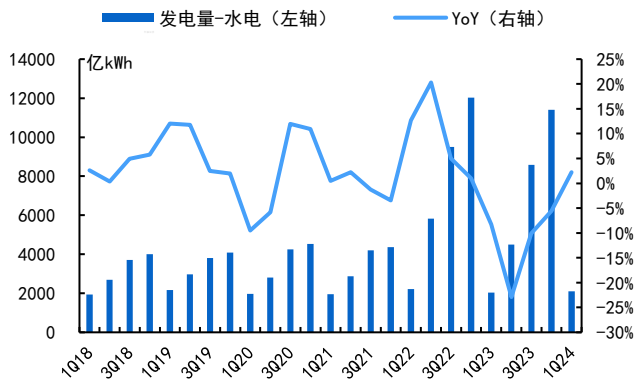
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

3 水电行业乘风破浪, 抽水蓄能蓄势待发

3.1 1Q24 来水&业绩如期改善

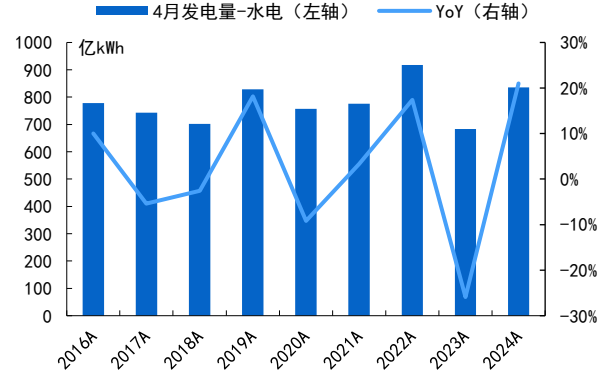
2024年第一季度, A股水电板块营收和归母净利润分别同比增长5.6%和18.4%, 净利率提升至4.9%, 业绩如期改善。全国水电发电量在1Q24同比增长2.2%, 显示出行业逐步回暖的趋势。

图表15: 1Q24 水电发电量同比增长2.2%



数据来源: 国家统计局, 华福证券研究所

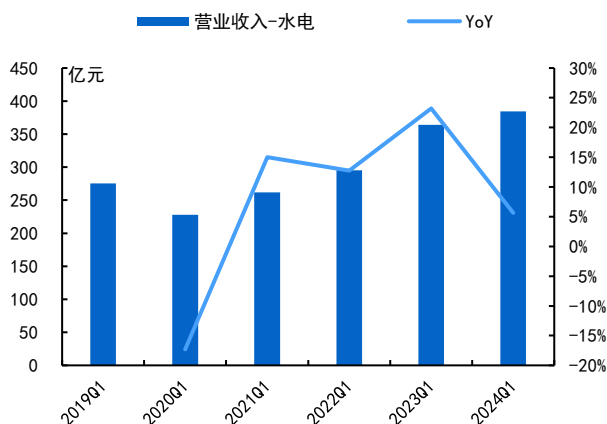
图表16: 2024年4月水电发电量同比增长21%



数据来源: 国家统计局, 华福证券研究所

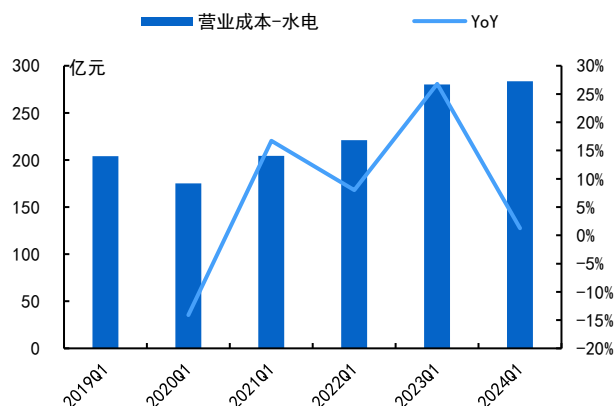


图表17: 1Q24 水电板块营业收入同比增长 5.6%



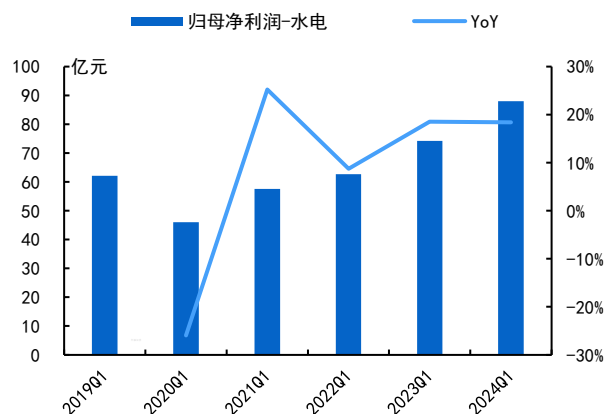
数据来源: iFInD, 华福证券研究所

图表18: 1Q24 水电板块营业成本同比增长 3.3%



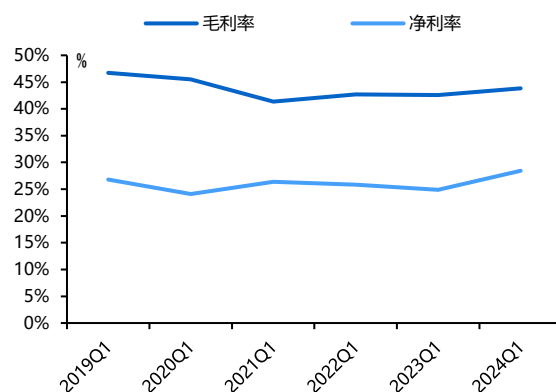
数据来源: iFInD, 华福证券研究所

图表19: 1Q24 水电板块归母净利润同比增长 19.8%



数据来源: iFInD, 华福证券研究所

图表20: 1Q24 水电板块毛利率、净利率分别同比增长 1.29pct、3.56pct



数据来源: iFInD, 华福证券研究所

3.2 水电外送效益提升, 展望行业光明前景

2014年1月, 国家发改委印发《关于完善水电上网电价形成机制的通知》, 该政策自2月1日起对新投产水电站的上网电价进行了调整。调整后的电价分为跨省跨区域交易价格由供需双方协商确定和省内上网电价实行标杆电价制度。水电上网电价自此形成独立电价、省内标杆电价和跨省跨区协商电价三种模式。

2015年5月, 国家发改委进一步印发了《关于完善跨省跨区电能交易价格形成机制的通知》, 以向家坝、溪洛渡和雅砻江梯级水电站为例, 明确跨省跨区送电价格的形成机制, 即根据落地省的燃煤发电标杆上网电价、输电价格和线路损失来倒推确定上网电价。

2022年7月14日, 江苏省发改委发布了《关于完善雅砻江锦官电源组送苏电价形成机制的通知》, 提出了新的电价形成机制:

电价机制调整: 将锦官电源组送苏的电价机制调整为“基准落地电价+浮动电价”。基准落地电价参照江苏省燃煤发电基准上网电价 0.391 元/千瓦时设定。浮动电价基



于江苏电力市场年度交易成交均价与燃煤发电基准上网电价之差，由送电方和受电方按 1:1 比例共享或共担。

具体电价计算：2022 年锦官电源组送苏的落地电价为 0.4289 元/千瓦时，上网电价为 0.3195 元/千瓦时，从 2022 年 8 月 1 日起实施。输电环节价格包括四川省送出输电价格 1.44 分/千瓦时（线损率 0.4%）、锦苏直流输电价格 5.11 分/千瓦时（线损率 7%）以及四川电网分享的锦苏直流输电价格下调空间 1.73 分/千瓦时。

未来电价调整：从 2023 年开始，将根据电价形成机制和江苏电力交易中心公告的年度交易成交价格，发文明确每年的锦官电源组送苏落地电价和上网电价。

整体来看，江苏省发改委对雅砻江锦官电源组送苏的外送水电价形成机制进行了完善，引入了基准落地电价和浮动电价的概念，明确了 2022 年的具体电价水平，并提出了未来电价调整的机制。浮动电价部分对应电力市场的交易价格上涨，从而推动整体电价水平提升，同时，电价调整机制引入为水电企业与电网之间提供了紧密的合作模式，有利于形成更加灵活、市场化电价体系。综合考虑市场化电价机制、清洁能源的长期需求增长，我们认为水电行业具有良好的发展前景。

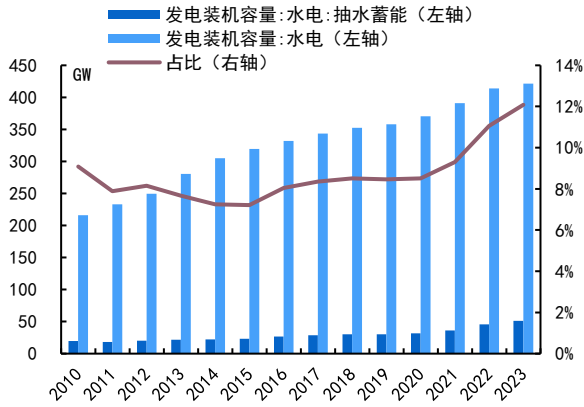
3.3 国策助推，抽水蓄能行业蓄势待发

2023 年，中国的水电装机规模达到了 421.5GW，其中抽水蓄能装机容量为 50.9 吉瓦。在政策层面，2023 年 4 月，国家能源局综合司发布了《关于进一步做好抽水蓄能规划建设有关工作的通知》，强调了两个关键点：首先，需要加紧进行抽水蓄能发展的需求论证；其次，要特别关注“十四五”期间的规划，并统筹考虑“十五五”期间的开工项目规模，以 2030 年和 2035 年作为规划目标年份，同时对 2040 年进行初步的分析和展望。

在 2023 年 5 月，国家发改委发布了《关于抽水蓄能电站容量电价及有关事项的通知》，对于在运电站的容量电价进行了明确。通知为“十四五”期间计划投产的电站全部明确了容量电价，为抽水蓄能运营商提供了政策上的支持。

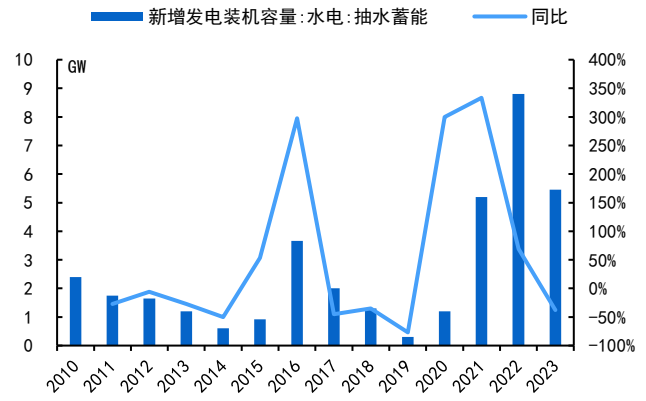
目前，随着国内大型水电开发逐渐进入后期，传统水电行业正面临着转型的需求。在这一背景下，传统水电企业在抽水蓄能的设计、开发和运营方面具有的天然优势，成为了转型的重要方向。对于公司而言，抽水蓄能不仅是一个顺应行业发展趋势的战略选择，也是一个具有巨大市场潜力和政策支持的领域。公司利用其在水电领域的深厚积累和经验，积极布局抽水蓄能项目，通过不断的技术创新和优化运营管理，有望在抽水蓄能这一新兴市场中占据有利地位，实现可持续发展。

图表21: 2010-2023 年水电及抽水蓄能装机容量



数据来源: iFInD, 华福证券研究所

图表22: 2010-2023 年新增抽水蓄能装机容量



数据来源: iFInD, 华福证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

核心假设: 基于公司主营业务情况, 结合水电行业情况进行关键假设

水电业务: 公司水电主业分为葛洲坝、三峡、溪洛渡、向家坝、乌东德和白鹤滩六座水电站, 我们通过六座水电站做盈利预测假设:

假设公司在 2024 年 6 个水电站的发电量均达到设计值, 预计 2025 年至 2026 年将维持稳定, 因此假设 2024-2026 年发电量均为 3184 亿 kWh; 24 年来水改善, 平均上网电价会有所小幅下降, 预计 25-26 年将趋于稳定, 因此假设 2024-2026 年平均上网电价 (含税) 均为 0.2737 元/kWh。

图表23: 公司水电业务业绩拆分预测表

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
电力: 水电						
控股装机容量 (万 kW)	4549.50	4549.50	7169.50	7169.50	7169.50	7169.50
权益装机容量 (万 kW)						
发电量 (亿 kWh)	2083.22	1855.81	2762.63	3184.90	3184.90	3184.90
YOY-发电量	-8.20%	-10.92%	48.86%	15.28%	0.00%	0.00%
上网电量 (亿 kWh)	2071.12	1844.51	2747.80	3181.38	3181.38	3181.38
YOY-上网电量	-8.22%	-10.94%	48.97%	15.78%	0.00%	0.00%
售电量 (亿 kWh)	2073.11	1847.25	2749.88	3181.38	3181.38	3181.38
YOY-售电量	-8.20%	-10.89%	48.86%	15.69%	0.00%	0.00%
厂用电率	0.58%	0.61%	0.54%	0.11%	0.11%	0.11%
利用小时 (h)	4579	4079	3853	4442	4442	4442
平均上网电价 (元/kWh, 含税)	0.2656	0.2697	0.2813	0.2737	0.2737	0.2737
增值税综合税率	12.95%	14.28%	12.03%	11.55%	11.55%	11.55%
平均上网电价 (元/kWh, 不含税)	0.2352	0.2360	0.2511	0.2454	0.2454	0.2454
销售收入 (亿元)	548.65	488.30	780.74	870.80	870.82	870.82

增值税综合税率	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%
营业收入-计算 (亿元)	485.53	432.12	690.92	770.62	770.64	770.64
营业收入-其他 (亿元)	1.99	3.87	-0.47	10.00	10.00	10.00
营业收入 (亿元)	487.52	435.99	690.46	780.62	780.64	780.64
YOY-营业收入	-7.81%	-10.57%	58.37%	13.06%	0.00%	0.00%

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

加上其他业务盈利预测, 得到公司 2024-2026 年的整体盈利预测:

图表24: 公司业绩拆分预测表

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	556.46	520.60	781.12	875.81	880.59	885.59
YoY	-3.70%	-6.44%	50.04%	12.12%	0.55%	0.57%
营业成本 (亿元)	211.13	222.33	329.43	348.46	351.50	354.70
YoY	-0.17%	5.30%	48.17%	5.78%	0.87%	0.91%
毛利 (亿元)	345.33	298.28	451.69	527.35	529.09	530.89
YoY	-5.73%	-13.63%	51.43%	16.75%	0.33%	0.34%
毛利率	62.06%	57.29%	57.83%	60.21%	60.08%	59.95%
净利润 (亿元)	264.85	216.49	279.56	359.10	373.88	388.11
YoY	-0.08%	-18.26%	29.13%	28.45%	4.12%	3.81%
净利率	47.60%	41.58%	35.79%	41.00%	42.46%	43.83%
归母净利润 (亿元)	262.73	213.09	272.39	350.12	364.53	378.41
YoY	-0.09%	-18.89%	27.83%	28.54%	4.12%	3.81%

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

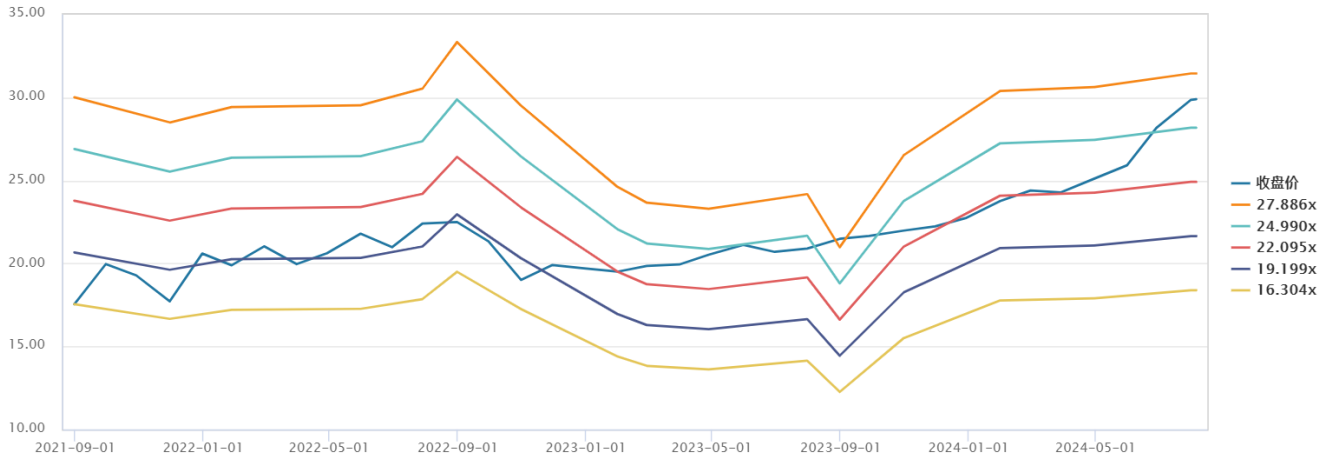
4.2 估值分析

长江电力是中国水电行业装机容量最大、市值领先的上市公司, 因此选取华能水电、国投电力、川投能源、桂冠电力这 4 家国内大水电上市公司作为可比公司。可比公司 2024-2026 年 PE 平均估值分别为 18.82、17.20、15.96 倍。

图表25: 可比公司估值表

股票代码	简称	股价	EPS				PE			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
600236.SH	桂冠电力	6.86	0.16	0.38	0.42	0.45	39.72	17.99	16.38	15.16
600886.SH	国投电力	16.96	0.55	1.06	1.15	1.24	17.74	16.05	14.70	13.63
600025.SH	华能水电	11.45	0.38	0.49	0.54	0.59	26.44	23.47	21.20	19.44
600674.SH	川投能源	18.77	0.79	1.06	1.14	1.20	20.17	17.76	16.51	15.60
	平均						26.02	18.82	17.20	15.96
600900.SH	长江电力	29.90	1.11	1.43	1.49	1.55	26.86	20.90	20.07	19.33

数据来源: iFInD, 华福证券研究所 (截至 2024 年 8 月 5 日数据, 数据参考 iFInD 一致预期)


图表26: 长江电力近三年 PE-Band


数据来源: iFInD, 华福证券研究所

4.3 投资建议

我们预测 24-26 年公司营收分别为 875.81、880.59 和 885.59 亿元，归母净利润分别为 350.12、364.53 和 378.41 亿元，EPS 分别为 1.43/1.49/1.55 元，对应 8 月 5 日收盘价 PE 分别为 20.9/20.1/19.3 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

5 风险提示

水库流域来水偏枯: 公司作为国内大型水电企业，其发电量较为依赖于长江流域的来水情况。长江及其支流的水量减少，将直接影响到公司的发电能力，进而可能对公司的营业收入和利润产生负面影响。

需求下降导致电力销售受阻: 水电行业的发展受到宏观经济形势、气候变化、政策调整等多种因素的影响。例如，国家加快推进全国统一电力市场体系建设、新型能源体系的规划建设等都可能对电力需求造成影响，进而影响公司的电力销售。

电价市场波动性增加: 电价的波动性受多种因素影响，包括气候变化、政策调整以及新能源发电的随机性和间歇性等。这些因素可能导致电力需求和供应的不平衡，进而影响电价的稳定性，从而对公司业绩造成影响。

图表27: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,778	8,758	8,806	8,856	营业收入	78,112	87,581	88,059	88,559
应收票据及账款	8,510	8,610	8,657	8,706	营业成本	32,943	34,846	35,150	35,470
预付账款	77	70	70	71	税金及附加	1,602	1,927	1,937	1,948
存货	587	732	738	745	销售费用	192	289	264	266
合同资产	11	3	4	5	管理费用	1,363	1,699	1,585	1,594
其他流动资产	742	737	741	745	研发费用	789	1,489	1,321	1,328
流动资产合计	17,695	18,906	19,012	19,123	财务费用	12,556	10,176	9,313	8,519
长期股权投资	71,684	81,684	91,684	101,684	信用减值损失	-2	-7	-8	-9
固定资产	444,881	428,817	412,748	396,688	资产减值损失	-42	-300	-300	-300
在建工程	4,752	6,752	8,752	10,752	公允价值变动收益	-163	-400	-500	-500
无形资产	23,782	22,549	21,945	21,281	投资收益	4,750	6,070	6,770	7,470
商誉	1,136	1,136	1,136	1,136	其他收益	5	7	7	7
其他非流动资产	8,013	8,012	8,012	8,011	营业利润	33,220	42,532	44,464	46,108
非流动资产合计	554,248	548,951	544,278	539,553	营业外收入	81	82	84	91
资产合计	571,943	567,857	563,290	558,676	营业外支出	888	1,100	1,325	1,330
短期借款	53,985	42,906	35,513	27,607	利润总额	32,413	41,514	43,223	44,869
应付票据及账款	1,336	1,281	1,253	1,230	所得税	4,457	5,604	5,835	6,058
预收款项	0	13	3	4	净利润	27,956	35,910	37,388	38,811
合同负债	15	18	18	18	少数股东损益	717	898	935	970
其他应付款	34,574	34,574	34,574	34,574	归属母公司净利润	27,239	35,012	36,453	37,841
其他流动负债	53,960	54,150	54,135	54,154	EPS (按最新股本摊薄)	1.11	1.43	1.49	1.55
流动负债合计	143,871	132,942	125,496	117,588	主要财务比率				
长期借款	186,690	176,690	166,690	156,690		2023A	2024E	2025E	2026E
应付债券	25,836	25,836	25,836	25,836	成长能力				
其他非流动负债	3,247	3,247	3,247	3,247	营业收入增长率	50.0%	12.1%	0.5%	0.6%
非流动负债合计	215,773	205,773	195,773	185,773	EBIT 增长率	47.9%	14.9%	1.6%	1.6%
负债合计	359,644	338,715	321,268	303,360	归母公司净利润增长率	27.8%	28.5%	4.1%	3.8%
归属母公司所有者权益	201,330	217,275	229,220	241,544	获利能力				
少数股东权益	10,969	11,867	12,801	13,772	毛利率	57.8%	60.2%	60.1%	59.9%
所有者权益合计	212,299	229,142	242,021	255,316	净利率	35.8%	41.0%	42.5%	43.8%
负债和股东权益	571,943	567,857	563,290	558,676	ROE	12.8%	15.3%	15.1%	14.8%
现金流量表					ROIC	10.2%	12.1%	12.8%	13.4%
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	偿债能力				
经营活动现金流	64,719	63,781	62,650	62,557	资产负债率	62.9%	59.6%	57.0%	54.3%
现金收益	59,633	68,536	69,032	69,592	流动比率	0.1	0.1	0.2	0.2
存货影响	-133	-145	-6	-7	速动比率	0.1	0.1	0.1	0.2
经营性应收影响	-4,083	208	252	250	营运能力				
经营性应付影响	23,851	-42	-38	-22	总资产周转率	0.1	0.2	0.2	0.2
其他影响	-14,550	-4,775	-6,590	-7,257	应收账款周转天数	30	35	35	35
投资活动现金流	-12,806	-11,482	-11,387	-10,566	存货周转天数	6	7	8	8
资本支出	-256,223	-7,154	-7,659	-7,537	每股指标 (元)				
股权投资	-4,518	-10,000	-10,000	-10,000	每股收益	1.11	1.43	1.49	1.55
其他长期资产变化	247,935	5,672	6,272	6,971	每股经营现金流	2.65	2.61	2.56	2.56
融资活动现金流	-54,802	-51,319	-51,215	-51,941	每股净资产	8.23	8.88	9.37	9.87
借款增加	203,373	-21,079	-17,394	-17,905	估值比率				
股利及利息支付	-35,672	-35,428	-35,610	-35,814	P/E	27	21	20	19
股东融资	16,445	0	0	0	P/B	4	3	3	3
其他影响	-238,948	5,188	1,789	1,778	EV/EBITDA	21	18	18	18

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn