

2024年08月28日

华银电力 (600744.SH)

——大唐集团旗下湖南电力平台 积极转型新能源

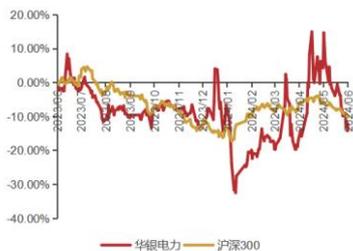
增持 (首次覆盖)

投资要点:

证券分析师

查浩
S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com蔡思
S1350524070005
caisi@huayuanstock.com

市场表现:



相关研究

- **大唐集团湖南电力平台, 现有装机 6.5GW。**公司控股股东为中国大唐集团, 经过两次定增, 大唐集团控股比例达到 47.14%。公司为湖南省火电装机主要发电企业, 截至 2023 年底在役控股装机 652.3 万千瓦, 其中火电 482 万千瓦, 占据湖南省统调公用火电机组的 18.71%; 水电 14 万千瓦, 风电 53.95 万千瓦, 光伏 102.35 万千瓦, 新能源装机占比达到 24%。
- **火电: 煤电盈利逐步改善, 在建 2 台百万机组。**公司拥有株洲、湘潭、耒阳、金竹山四座火电厂, 均位于湘中、湘南负荷中心地带, 在湖南丰水期期间仍保持一定数量机组在网运行。2017-2023 年公司火电利用小时数维持在 4000 小时左右。2021-2023 年公司煤电板块持续亏损, 主因: 1) 地处内陆地区, 远离主产煤区, 运煤成本较高, 且现货煤价传导较为滞后; 2) 公司机组建设时间较早, 单机容量较小, 导致其供电煤耗较高。2023 年煤价有所回落, 公司火电板块毛利率修复, 接近为 0%。未来随着国内煤炭供需趋于平衡, 公司火电板块盈利有望持续修复, 除此之外, 公司现有株洲电厂在建 2 台百万机组, 该项目拥有配套码头和负荷, 预计投产后盈利能力较高。
- **绿电: 电价水平较高, 在建装机 1.7GW。**现有新能源装机 1.5GW, 风电、光伏分别占比 1/3、2/3。湖南省电力供需较为紧张, 新能源参与市场化交易后的电价水平较高, 2023 年公司新能源项目实现净利润 3.36 亿元, 盈利水平可观。公司近年来大力推动发电装机清洁化转型, 确立“十四五”末清洁能源装机占比超 50%的战略目标, 拥有在建新能源装机 170 万千瓦, 其中风电 53 万千瓦, 光伏 117 万千瓦。这些项目有望在今明两年陆续投产, 为公司提供持续增量。
- **盈利预测及估值:**结合公司火电在建情况、新能源规划以及湖南省电力供需格局, 我们预计公司 2024-2026 年将实现归母净利润 0.35、1.33、2.72 亿元, 2025-2026 年同比增长率分别为 279.91%、104.27%。当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 175、44、21 倍, 由于公司处于扭亏转盈, 新能源盈利逐步增长的阶段, 首次覆盖, 给予华银电力“增持”评级。
- **风险提示:** 1) 煤炭价格上涨影响公司火电盈利的风险, 2) 新增装机不及预期, 3) 新能源电价下跌的风险。

股票数据: 2024年8月27日

收盘价(元)	2.84
一年内最高/最低(元)	4.34/2.3
总市值(亿元)	58
市净率 PB	4.78

基础数据: 2024年3月31日

总股本(亿股)	20.31
总资产(亿元)	242
净资产(亿元)	19
每股净资产(元)	0.59

盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	9702	9939	9532	9753	12700
同比增长率(%)	1.03%	2.44%	-4.10%	2.32%	30.22%
归母净利润(百万元)	27	-187	35	133	272
同比增长率(%)		扭亏为盈	扭亏为盈	279.91%	104.27%
每股收益(元/股)	0.02	-0.09	0.02	0.06	0.13
毛利率(%)	-0.3%	4.8%	6.1%	9.3%	11.6%
ROE(%)	2.8%	-9.6%	2.7%	9.2%	15.8%
市盈率	214.8	-30.8	174.5	44.0	21.4

投资案件

投资评级与估值

结合公司火电在建情况、新能源规划以及湖南省电力供需格局，我们预计公司 2024-2026 年将实现归母净利润 0.35、1.33、2.72 亿元，2025-2026 年同比增长率分别为 279.91%、104.27%。当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 175、44、21 倍，由于公司处于扭亏转盈，新能源盈利逐步增长的阶段，首次覆盖，给予华银电力“中性”评级。

关键假设

1) 2024-2026 年火电新增装机分别为：0、0、200 万千瓦，株洲电厂 2 台百万机组 2026 年年初投产。

2) 2024-2026 年火电利用小时数分别为 3850、3800、3800，火电电价分别增长 -3.5%、-3%、0%。

3) 2024-2026 年新增风电装机分别为 20、34、20 万千瓦，新增光伏装机分别为 117、130、80 万千瓦。

4) 2024-2026 年风电电价分别为 0.47、0.45、0.45 元/千瓦时（基本与当地燃煤标杆电价相当），光伏电价分别为 0.4、0.38、0.38 元/千瓦时（低于燃煤标杆电价）。

投资逻辑要点

华银电力为大唐集团旗下湖南省火电装机主要发电企业，过去几年因煤价高企持续亏损，2023 年煤价有所回落，公司火电板块毛利率修复，接近为 0%。未来随着国内煤炭供需趋于平衡，公司火电板块盈利有望持续修复，除此之外，公司现有株洲电厂在建 2 台百万机组，该项目拥有配套码头和负荷，预计投产后盈利能力较高。

与此同时，现有新能源装机 1.5GW，风电、光伏分别占比 1/3、2/3。湖南省电力供需较为紧张，新能源参与市场化交易后的电价水平较高，2023 年公司新能源项目实现净利润 3.36 亿元，盈利水平可观。公司近年来大力推动发电装机清洁化转型，确立“十四五”末清洁能源装机占比超 50%的战略目标，拥有在建新能源装机 170 万千瓦，其中风电 53 万千瓦，光伏 117 万千瓦。这些项目有望在今明两年陆续投产，为公司提供持续增量。

核心风险提示

1) 煤炭价格上涨影响公司火电盈利的风险，2) 新增装机不及预期，3) 新能源电价下跌的风险。

目录

1.大唐集团湖南电力平台 现有装机 6.5GW	5
2.火电：煤电盈利逐步改善 在建 2 台百万机组	5
3.绿电：电价水平较高 在建装机 1.7GW	7
4.盈利预测及估值	9

图表目录

图 1: 公司 2023 年装机结构	5
图 2: 近年来公司新能源装机稳定增长 (万千瓦)	5
图 3: 公司火电机组利用小时数	6
图 4: 火电参股公司净利润水平 (单位: 亿元)	6
图 5: 2016-2023 年公司煤电单位燃料成本 (元/千瓦时)	7
图 6: 公司 2018-2023 年火电毛利率	7
图 7: 2018-2023 年公司风电光伏装机量 (单位: 万千瓦)	8
图 8: 公司 2018-2023 年风电光伏毛利率	8
表 1: 2023 年华银电力在役火电装机容量 (单位: 万千瓦)	6
表 2: 公司在建大中型基本建设项目 2024 年度投资计划表 (单位: 万千瓦、亿元)	8
表 3: 公司控股电源 2024-2026 年关键数据假设表.....	9
表 4: 公司利润表预测 (亿元)	10
表 5: 公司资产负债表预测 (亿元)	11
表 6: 公司现金流量表预测 (亿元)	13

1. 大唐集团湖南电力平台 现有装机 6.5GW

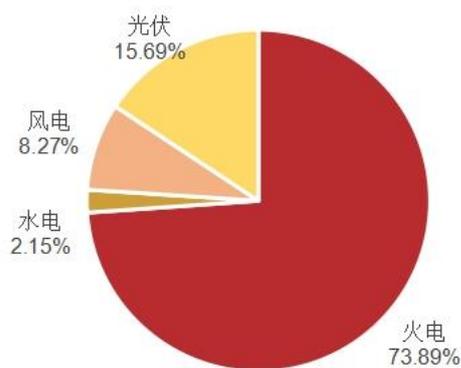
大唐集团旗下湖南省火电平台，两次定增后集团控股比例达到 47.14%。公司全称大唐华银电力股份有限公司（原名湖南华银电力股份有限公司），于 1993 年经湖南省体改委批准，由湖南省电力公司等 6 家法人单位共同发起成立。1996 年 9 月，公司股票在上海证券交易所挂牌交易。2003 年 9 月，根据电力体制改革方案，湖南省电力公司将持有的公司 33.34% 股权划转至中国大唐集团持有，公司控股股东变更为大唐集团。

2015 年，公司非公开发行股份收购大唐耒阳发电厂、大唐湘潭发电 100% 股权、大唐华银张家界水电 35% 股权，完成后大唐集团持有华银电力股份增至 9.53 亿股，占华银电力总股本的 53.53%。2022 年，公司非公开发行股份募集资金用于发展新能源，定增完成后公司股本增加至 20.31 亿元，大唐集团控股比例达到 46.94%。

截至 2024 年一季度末，大唐集团控制公司 47.14% 的股权，为公司控股股东。湖南省能源投资集团持有公司 8.34% 的股权，为公司第二大股东。

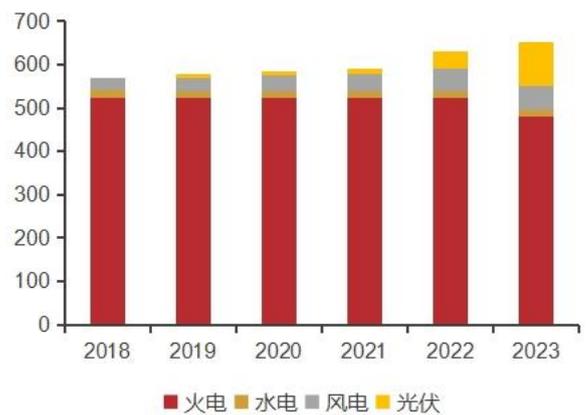
现有装机 6.5GW，基本均位于湖南省内。公司为湖南省火电装机主要发电企业，截至 2023 年 12 月底在役控股装机 652.3 万千瓦，其中火电 482 万千瓦，占据湖南省统调公用火电机组的 18.71%；水电 14 万千瓦，风电 53.95 万千瓦，光伏 102.35 万千瓦，新能源装机占比达到 24%。从装机分布来看，除内蒙古 4.95 万千瓦风电资产之外，公司所有控股发电机组均位于湖南省内。

图 1：公司 2023 年装机结构



资料来源：公司公告，华源证券研究

图 2：近年来公司新能源装机稳定增长（万千瓦）



资料来源：公司公告，华源证券研究

2. 火电：煤电盈利逐步改善 在建 2 台百万机组

现有火电装机 4.8GW，多位于湖南负荷中心。公司拥有在运株洲、湘潭、耒阳、金竹山四座火力发电厂，总控股装机 482 万千瓦，机组建设时间较早，单机容量多为 30 万千瓦或 60 万千瓦，机组主要位于湖南株洲、湘潭、衡阳、娄底地区等湘中、湘南负荷中心，

在湖南处于丰水期期间仍保持一定数量机组在网运行。2017-2023 年公司火电利用小时数维持在 4000 小时左右。

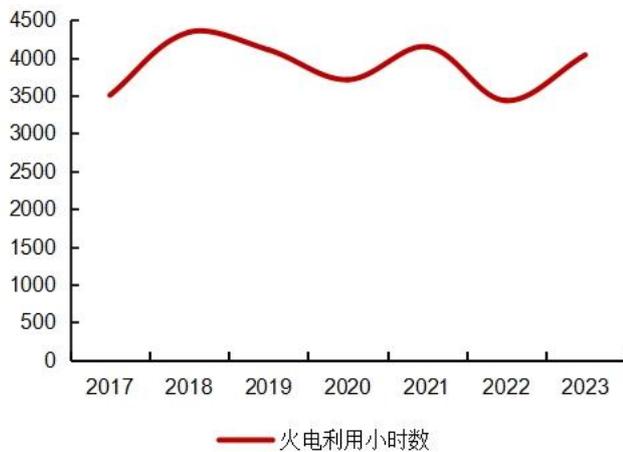
此外，公司拥有雷州电厂、攸县电厂 2 家联营发电企业，装机分别为 200、126 万千瓦，对应权益装机约 114 万千瓦。

表 1：2023 年华银电力在役火电装机容量（单位：万千瓦）

类型	电厂名称	所在地区	装机容量（数量*装机）	持股比例	权益装机
控股	大唐华银株洲发电有限公司	湖南株洲	62 (2*31)	100%	62
	大唐湘潭发电有限责任公司	湖南湘潭	180 (2*30+2*60)	100%	180
	大唐华银电力股份有限公司耒阳分公司	湖南衡阳	60 (2*30)	100%	60
	大唐华银电力股份有限公司金竹山分公司	湖南娄底	180 (3*60)	100%	180
	合计		482		482
参股	广东大唐国际雷州发电有限责任公司	广东湛江	200	33%	66
	大唐华银攸县能源有限公司	湖南株洲	126	38%	47.9
	合计		/		114

资料来源：公司年报、华源证券研究

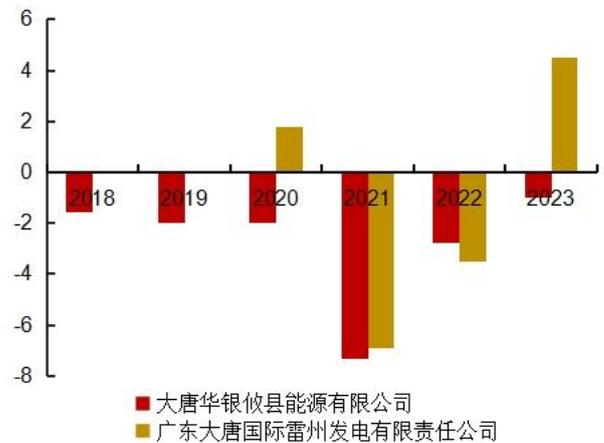
图 3：公司火电机组利用小时数



资料来源：公司公告，华源证券研究

注：火电利用小时数=当年火电发电量/（年初装机容量和年末装机容量的平均值）

图 4：火电参股公司净利润水平（单位：亿元）



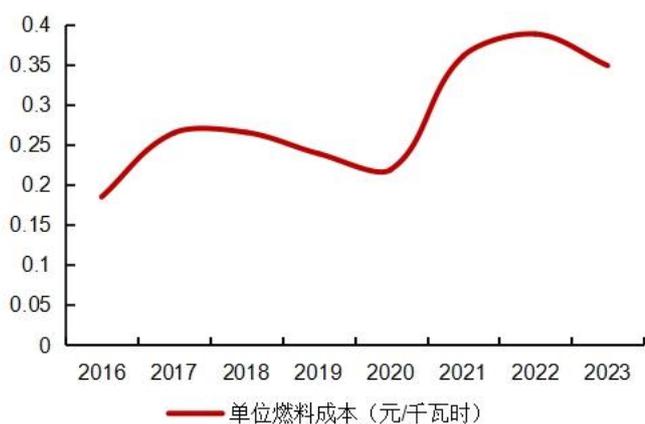
资料来源：公司公告，华源证券研究

注：该数据为参股公司净利润水平，投资收益需考虑权益占比，公司持有攸县能源 38%的股权比例，持有雷州电厂 33%的股权比例

2021-2023 年公司煤电板块持续亏损，我们分析主要原因包括：1) 地处内陆地区，远离主产煤区，运煤成本较高，且现货煤价传导较为滞后；2) 公司煤电机组投产时间较早，单机容量较小，导致其供电煤耗较高，2022 年公司供电煤耗 312g/kwh，远高于全国其他火电企业，受此影响，2016-2023 年公司煤电单位燃煤成本从 0.2 元/千瓦时上涨至接近 0.4 元/千瓦时，进而导致公司火电板块亏损严重。

随着煤炭长协机制逐步落实和现货煤价格的下行,公司火电板块毛利率有所修复,2023年毛利率接近为0%。展望未来,我们认为随着国内煤炭供需趋于平衡,公司火电板块盈利有望持续修复。值得强调的是,公司火电机组投产时间较早,部分机组折旧已经或临近计提完毕,其盈利对燃煤成本波动的敏感性将更高。

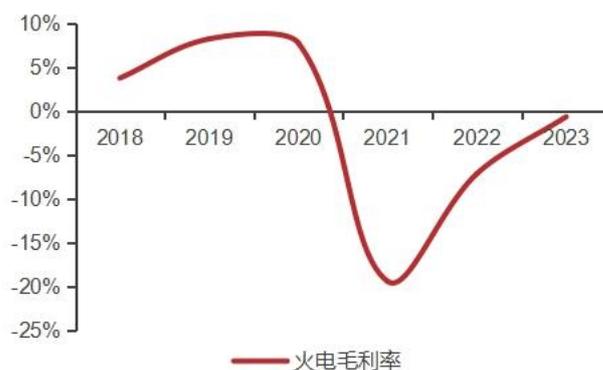
图 5: 2016-2023 年公司煤电单位燃料成本 (元/千瓦时)



资料来源:公司公告,华源证券研究

注:度电燃料成本=燃料成本/火电发电量

图 6: 公司 2018-2023 年火电毛利率



资料来源:公司公告,华源证券研究

拥有 2 台百万机组在建,拥有配套码头和负荷,预计投产后盈利能力较好。公司规划建设大唐华银株洲 2×100 万千瓦扩能升级改造项目,预计 2026 年投产,该项目配套建设专用码头,4 个 2000 吨级泊位,拟由陕煤集团小保当、延长石油魏墙、山东能源转龙湾、金鸡滩煤矿供煤,通过浩吉铁路在湖北荆州铁水联运基地转湘江水路运输至厂,或通过秦皇岛“海进江”运输转湘江水路运输至厂,同时项目电力通过株洲 500 千伏古亭变送入湘东、湘南负荷中心区。我们认为,湖南地区电力供需紧张,当前煤炭成本处于相对低位,而且该项目配套煤矿和运输线路,投产后盈利水平预计较高。

3. 绿电: 电价水平较高 在建装机 1.7GW

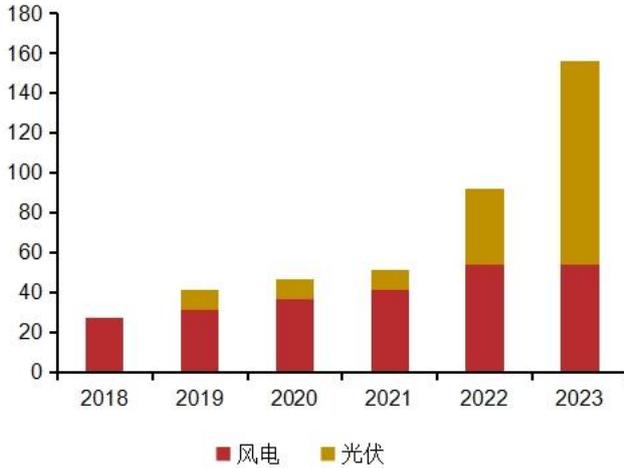
公司现有新能源装机 156 万千瓦,其中风电装机 54 万千瓦,光伏装机 102 万千瓦,除了 4.95 万千瓦风电位于内蒙古以外,其余新能源项目均位于湖南省内。公司装机多为 2022-2023 年新增投产,补贴项目占比较少。

湖南地区电力供需偏紧,当前风电光伏参与市场交易后电价水平较高。根据颉合科技的数据,2023 年湖南省新能源交易合同电量 217.4 亿千瓦时,均价为 447 元/兆瓦时,较湖南省燃煤标杆电价基本持平(湖南省燃煤标杆电价 0.45 元/千瓦时),而 2023 年湖南绿色电力交易结算电量 9.12 亿千瓦时,结算均价为 539.12 元/兆瓦时,较标杆电价上浮约 19.8%。

落实到公司层面,公司 2023 年湖南地区风电电价约 0.543 元/千瓦时,光伏电价 0.453

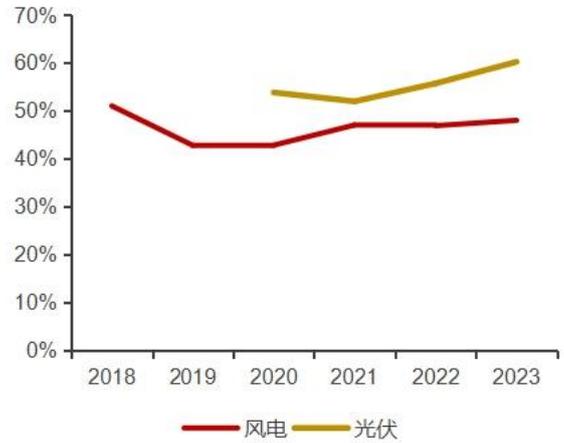
元/千瓦时,在电价的支撑下,公司风电光伏业务的盈利水平较高,2023年风电毛利率48%,光伏毛利率60%,新能源实现净利润3.36亿元。

图 7: 2018-2023 年公司风电光伏装机量 (单位: 万千瓦)



资料来源: 公司公告, 华源证券研究

图 8: 公司 2018-2023 年风电光伏毛利率



资料来源: 公司公告, 华源证券研究

装机清洁化转型目标稳步推进, 计划清洁能源装机占比超过 50%。在“双碳”政策的指引下, 公司近年来大力推动发电装机清洁化转型, 确立“十四五”末清洁能源装机占比超过 50%的战略目标。若公司新增两台百万机组煤电于十五五期间投产, **要实现清洁能源装机占比超过 50%的目标, 公司未来两年新增新能源装机须超过 3GW。**

在建新能源装机 170 万千瓦, 其中风电 53 万千瓦, 光伏 117 万千瓦。2024 年 6 月华银电力公告披露公司 2024 年度投资计划议案, 2024 年公司在建火电装机 200 万千瓦, 在建风电装机 53 万千瓦, 在建光伏装机 117 万千瓦, 在建新能源项目有望在今明两年陆续投产, 为公司提供持续增量。

表 2: 公司在建大中型基本建设项目 2024 年度投资计划表 (单位: 万千瓦、亿元)

电源种类	项目名称	建设规模 (万千瓦)	计划总投资 (亿元)	2024 年投资计划 (亿元)
年度投资计划				57.57
在建及收尾项目		370.38	182.12	44.18
火电	株洲扩能升级 2×1000MW 煤电项目	200	86.34	22.06
	桂东普洛风电项目	10	6.51	3.79
	怀化洪江龙船塘风电项目	9.88	6.70	2.49
	涪陵区涪田太湖风电场 (一期)	5.01	3.50	1.08
风电	通道八斗坡风电项目	7.45	5.15	2.01
	通道坪坦风电项目	6.05	4.50	1.70
	炎陵县龙溪风电场	10	6.53	1.70
	耒阳市小水风电项目	5	3.53	2.28

光伏	衡南县黄吉林光互补光伏项目	5	2.39	0.14
	冷水江市锡矿山光伏发电项目	20	10.92	0.28
	新化石漠化区一期光伏发电项目	20	11.54	0.12
	冷水江市采煤塌陷区一期光伏发电项目	10	5.08	1.00
	涟源石漠化区光伏发电项目二期	30	12.19	1.11
	湖南娄底基地新化二期曹家光伏	5	2.36	0.33
	湖南娄底基地新化二期吉庆光伏	5	2.68	0.58
	益阳市赫山区兰溪渔光互补光伏发电项目	9	5.56	1.17
	新田县新圩站林光互补光伏发电项目一期工程	6	3.04	0.05
	湖南交通工程学院分布式光伏项目	0.55	0.24	0.18
	资兴矿务局分布式光伏项目	0.599	0.32	0.04
	湘潭市农业科学研究所分布式光伏项目	0.52	0.27	0.13
	桑植腾达污水处理厂光伏发电项目	0.1	0.06	0.02
	益阳市赫山区兰溪渔光互补光伏发电项目(二期)	5	2.59	1.92
	隆平科技产业园分布式光伏	0.22	0.12	0.00
计划开工项目			13.39	

资料来源：年度股东大会会议资料、华源证券研究

4. 盈利预测及估值

结合公司火电在建情况、新能源规划以及湖南省电力供需格局，我们预计公司2024-2026年经营数据如下：

- 1) 2024-2026年火电新增装机分别为：0、0、200万千瓦，株洲电厂2台百万机组2026年年初投产
- 2) 2024-2026年火电利用小时数分别为3850、3800、3800，火电电价分别增长-3.5%、-3%、0%
- 3) 2024-2026年新增风电装机分别为20、34、20万千瓦，新增光伏装机分别为117、130、80万千瓦
- 4) 2024-2026年风电电价分别为0.47、0.45、0.45元/千瓦时（基本与当地燃煤标杆电价相当），光伏电价分别为0.4、0.38、0.38元/千瓦时（低于燃煤标杆电价）

表3：公司控股电源2024-2026年关键数据假设表

项目		2024E	2025E	2026E
火电	装机新增(万千瓦)	0	0	200
	利用小时数(小时)	3850	3800	3800
	上网电价(元/千瓦时,含税)	0.5263	0.5105	0.5105

风电	装机新增 (万千瓦)	20	34	20
	利用小时数 (小时)	2350	2300	2300
	上网电价 (元/千瓦时, 含税)	0.47	0.45	0.45
光伏	装机新增 (万千瓦)	117	130	80
	利用小时数 (小时)	950	950	950
	上网电价 (元/千瓦时, 含税)	0.4	0.38	0.38

资料来源：华源证券研究

在上述假设下，我们预计公司 2024-2026 年分别实现营业收入 95.32、97.53、127 亿元，同比增长率分别为-4.1%、2.32%、30.22%，实现归母净利润分别为 0.35、1.33、2.72 亿元，2025-2026 年同比增长率分别为 279.91%、104.27%。当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 175、44、21 倍，由于公司处于扭亏转盈，新能源盈利逐步增长的阶段，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：

- 1) 煤炭价格上涨影响公司火电盈利的风险。**公司装机以火电为主，盈利受煤价影响较大，若煤炭价格超预期上涨，可能会对公司盈利产生影响。
- 2) 新增装机不及预期。**公司目前在建装机规模 3.7GW，包括 2GW 火电和 1.7GW 新能源，项目建设进度存在不确定性。
- 3) 新能源电价下跌的风险。**湖南地区新能源需要参与市场化交易，当前电力供需偏紧，消纳矛盾较低，公司新能源项目电价水平较高，未来随着全省新能源装机增长，可能导致新能源电价出现波动。

表 4：公司利润表预测 (亿元)

单位：亿元	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	82.56	96.03	97.02	99.39	95.32	97.53	127.00
营业收入	82.56	96.03	97.02	99.39	95.32	97.53	127.00
营业总成本	81.57	115.42	105.30	101.35	97.24	97.70	124.69
营业成本	73.91	107.87	97.33	94.59	89.53	88.50	112.23
税金及附加	1.13	0.78	0.71	0.70	0.67	0.69	0.89
销售费用	0.11	0.12	0.10	0.02	0.02	0.02	0.03
管理费用	1.35	1.35	1.23	1.11	1.06	1.09	1.42
研发费用	0.19	0.20	0.33		0.00	0.00	0.00
财务费用	4.88	5.11	5.61	4.94	5.96	7.41	10.12
其中：利息费用	5.09	5.12	5.65	4.99	6.04	7.49	10.20
减：利息收入	0.27	0.06	0.08	0.07	0.08	0.08	0.08
加：其他收益	0.58	0.59	0.57	0.39	0.39	0.39	0.39
投资净收益	-0.06	-3.40	7.02	1.63	1.63	1.63	1.63

其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-0.13	-3.40	-1.16	1.48	1.48	1.48	1.48
公允价值变动净收益	-0.06	0.80	0.0	0	0	0	0
资产减值损失	-0.02		-0.13	-1	0	0	0
信用减值损失	-0.51	-0.34	-0.07	-1	0	0	0
资产处置收益	0.12	0.02	1.37	0	0	0	0
营业利润	1.03	-21.72	0.49	-1.51	0.10	1.85	4.33
加：营业外收入	0.08	0.17	0.31	0.40	0.40	0.40	0.40
减：营业外支出	0.20	1.03	0.03	0.24	0.24	0.24	0.24
其中：非流动资产处置净损失							
利润总额	0.91	-22.58	0.77	-1.35	0.26	2.01	4.49
减：所得税	0.52	0.26	0.35	0.40	-0.24	0.11	0.60
净利润	0.39	-22.84	0.42	-1.75	0.50	1.90	3.89
持续经营净利润	0.39	-22.84	0.42	-1.75	0.50	1.90	3.89
终止经营净利润							
减：少数股东损益	0.04	-0.14	0.14	0.12	0.15	0.57	1.17
归属于母公司所有者的净利润	0.35	-22.70	0.27	-1.87	0.35	1.33	2.72

资料来源：ifind，华源证券研究

表 5：公司资产负债表预测（亿元）

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产：							
货币资金	13.56	10.38	20.40	7.31	4	6	16
衍生金融资产					0.00	0.00	0.00
应收票据及应收账款	17.67	23.67	13.23	18.27	18.27	18.27	18.27
应收款项融资	1.93	1.18	1.33	0.79	0.79	0.79	0.79
预付款项	1.83	2.58	9.31	5.39	5.39	5.39	5.39
其他应收款(合计)	4.00	6.22	6.82	1.77	1.77	1.77	1.77
应收股利					0.00	0.00	0.00
应收利息					0.00	0.00	0.00
其他应收款	4.00	6.22	6.82	1.77	1.77	1.77	1.77
存货	5.65	11.26	5.42	5.79	5.79	5.79	5.79
合同资产					0.00	0.00	0.00
一年内到期的非流动资产				0.84	0.84	0.84	0.84
其他流动资产	1.75	3.62	2.91	4.73	4.73	4.73	4.73
流动资产合计	46.39	58.90	59.42	44.88	41.69	44.04	53.22
非流动资产：							
债权投资					0.00	0.00	0.00
可供出售金融资产							
其他非流动金融资产	4.10	4.98	4.98	4.88	4.88	4.88	4.88
长期应收款			1.75	0.94	0.94	0.94	0.94

长期股权投资	7.35	3.60	2.43	3.95	4.69	5.43	6.17
投资性房地产					0.00	0.00	0.00
固定资产(合计)	104.06	82.61	97.71	128.44	187.36	252.05	299.05
固定资产	104.06	82.61	97.71	128.44	187.36	252.05	299.05
在建工程(合计)	7.39	17.39	22.86	22.01	22.01	22.01	22.01
在建工程	7.39	17.39	22.60	22.00	22.00	22.00	22.00
工程物资			0.25	0.01	0.01	0.01	0.01
使用权资产		17.86	8.87	2.27	2.27	2.27	2.27
无形资产	7.93	9.63	8.22	7.57	7.57	7.57	7.57
开发支出	0.24	0.10			0.00	0.00	0.00
商誉	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
长期待摊费用	0.99	0.90	0.69	0.61	0.61	0.61	0.61
递延所得税资产	0.10	0.08	0.03	0.17	0.17	0.17	0.17
其他非流动资产	2.12	2.34	7.76	24.87	24.87	24.87	24.87
非流动资产合计	134.31	139.50	155.32	195.72	255	321	369
资产总计	180.70	198.40	214.74	240.60	297	365	422
流动负债:							
短期借款	36.67	53.16	33.15	38.32	38.32	38.32	38.32
应付票据及应付账款	12.72	29.15	17.13	18.19	18.19	18.19	18.19
应付票据	0.04	3.18					
应付账款	12.69	25.97	17.13	18.19	18.19	18.19	18.19
预收款项	0.00		0.04		0.00	0.00	0.00
合同负债	0.74	0.40	0.11	0.07	0.07	0.07	0.07
应付职工薪酬	0.36	0.33	0.19	0.11	0.11	0.11	0.11
应交税费	1.28	0.77	0.57	0.76	0.76	0.76	0.76
其他应付款(合计)	6.16	6.86	6.69	6.59	6.59	6.59	6.59
应付利息	0.00	0.00	0.00	0.00			
应付股利	0.13	0.00	0.00	0.02	0.02	0.02	0.02
其他应付款	6.03	6.86	6.69	6.57	6.57	6.57	6.57
一年内到期的非流动负债	14.18	15.31	29.77	30.03	30.03	30.03	30.03
其他流动负债	10.08	10.09	5.04	1.91	1.91	1.91	1.91
流动负债合计	82.18	116.08	92.68	95.99	95.98	95.98	95.98
非流动负债:							
长期借款	52.20	61.18	97.42	122.32	178	244	297
租赁负债		8.71	1.92	0.52	0.52	0.52	0.52
长期应付款(合计)	13.75	3.26	5.68	1.76	1.76	1.76	1.76
长期应付款	13.65	3.22	5.68	1.76	1.76	1.76	1.76
长期应付职工薪酬					0.00	0.00	0.00
预计负债	0.15	0.34	0.25	0.06	0.06	0.06	0.06
递延所得税负债				0.14	0.14	0.14	0.14
递延收益-非流动负债	2.80	2.21	1.70	1.54	1.54	1.54	1.54

非流动负债合计	68.90	75.69	106.98	126.34	182.30	248.18	301.22
负债合计	151.09	191.77	199.66	222.33	278.28	344.16	397.20
所有者权益(或股东权益):							
实收资本(或股本)	17.81	17.81	20.31	20.31	20.31	20.31	20.31
其它权益工具				5.02	5.02	5.02	5.02
其中: 优先股							
永续债				5.02	5.02	5.02	5.02
资本公积金	48.57	46.32	52.04	52.07	52.07	52.07	52.07
其它综合收益					0.00	0.00	0.00
专项储备			0.00	0.04	0.04	0.04	0.04
盈余公积金	0.91	0.80	0.74	0.74	0.74	0.74	0.74
未分配利润	-36.90	-59.60	-59.29	-61.17	-60.82	-59.49	-56.77
归属于母公司所有者权益合计	30.39	5.33	13.80	17.01	17.36	18.69	21.41
少数股东权益	-0.78	1.30	1.28	1.26	1.41	1.98	3.15
所有者权益合计	29.62	6.63	15.08	18.27	18.77	20.67	24.56

资料来源: ifind, 华源证券研究

表 6: 公司现金流量表预测 (亿元)

	2020	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	101.62	95.25	109.42	103.17	95.32	97.53	127.00
收到其他与经营活动有关的现金	3.00	3.68	4.18	10.87	0.79	0.79	0.79
经营活动现金流入小计	104.75	99.09	115.53	115.31	96.11	98.32	127.79
购买商品、接受劳务支付的现金	61.77	86.88	90.30	78.28	78.50	75.68	96.84
支付给职工以及为职工支付的现金	10.32	10.59	10.31	9.67	1.08	1.11	1.44
支付的各项税费	6.05	4.08	4.23	4.42	0.43	0.79	1.50
支付其他与经营活动有关的现金	2.85	6.47	4.61	7.11	0.24	0.24	0.24
经营活动现金流出小计	80.99	108.03	109.45	99.48	80.25	77.82	100.02
经营活动产生的现金流量净额	23.76	-8.94	6.08	15.83	15.86	20.49	27.77
投资活动产生的现金流量:							
取得投资收益收到的现金	0.07	0.60	0.15	0.16	0.89	0.89	0.89
投资活动现金流入小计	0.68	1.49	10.05	0.24	0.89	0.89	0.89
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	5.53	11.58	27.80	47.51	69.95	77.50	62.4
投资活动现金流出小计	5.89	11.86	27.80	47.51	69.95	77.50	62.40
投资活动产生的现金流量净额	-5.21	-10.37	-17.75	-47.27	-69.06	-76.61	-61.51
筹资活动产生的现金流量:							
取得借款收到的现金	92.99	109.52	146.19	125	56	66	53
筹资活动现金流入小计	103.81	115.36	164.40	130	56	66	53
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	4.37	4.58	5.19	5	6	7	10
筹资活动现金流出小计	115.77	99.85	142.03	112	6	7	10
筹资活动产生的现金流量净额	-11.96	15.51	22.38	18.15	50	58	43

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 liruixue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziquiao@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