

华能水电 (600025.SH)

雄踞西南，波澜激光，沧浪逐风

持有 (首次评级)

投资要点:

➤ 华能核心水电平台，拥澜沧江干流开发权。

公司是由中国华能集团有限公司控股和管理的大型流域水电企业，统一负责澜沧江干流水能和新能源资源开发，以澜沧江流域为主体，最大化的配置流域资源。2023年9月，公司完成华能四川公司100%股权注入。华能四川的泸定硬梁包水电站(装机容量111.6万千瓦)预计于2024年年底启动首台机组，并于2025年6月完成全部投产。截至2024年6月底，公司总装机容量2920.32万千瓦，在云南省装机规模第一。目前公司正在澜沧江流域规划建设水风光一体化清洁能源基地。

➤ 新能源装机推升电量，债务结构优化显著降低成本。

2024H1，公司控股机组完成发电量466.95亿千瓦时，同比增加12.15%，上网电量462.72亿千瓦时，同比增加12.36%。上半年澜沧江流域来水同比偏丰约3成。此外，公司新能源装机规模同比大幅提升，新能源发电量同比大幅增加。特别是光伏发电业务营收同比增长达到321.62%。公司近年利用低利率资金提前置换了存量债务，进一步优化融资结构。2023年，公司的融资成本同比降低了60个基点，全年利息费用同比减少4.86亿元，降幅为14.9%。到了2024年第三季度，利息费用继续保持下降趋势，单季度环比减少了0.06亿元。由于公司拥有充足的现金流，预计利息费用有望进一步降低，从而提升整体利润水平。

➤ 云南省电价持续增长，公司先发优势助力绿电开发

电价方面，2023年云南省内市场化交易电价呈现持续上涨趋势，全年月度市场化交易电价平均约为0.252元/千瓦时，相比2022年增长了约11.4%。进入2024年初，云南地区冬春连旱的情况继续，电力供需依然紧张。1-2月，省内市场化交易的平均电价同比上涨了1.43分/千瓦时，达到0.3152元/千瓦时，增幅为4.8%。2021年起，公司致力于“水风光一体化”大基地的开发战略。2024年公司拟续建、新开工新能源项目共84个，拟投资139.91亿元，计划年内投产309万千瓦，项目主要分布在大理、版纳、普洱、临沧、怒江、保山、昆明及四川省各区域，以实现“十四五”期间新增1000万千瓦的目标。

➤ 盈利预测与投资建议

我们预测24-26年公司营收分别为245.50、272.03和285.08亿元，归母净利润分别为86.96、96.86和101.39亿元，EPS分别为0.48/0.54/0.56元，对应12月6日收盘价PE分别为19.5/17.5/16.7倍。首次覆盖给予“持有”评级。

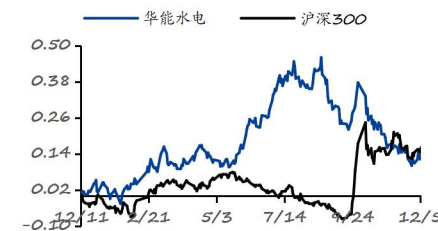
➤ 风险提示

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；装机建设进度不及预期。

基本数据

| | |
|---------------|---------------------|
| 日期 | 2024-12-06 |
| 收盘价: | 9.43元 |
| 总股本/流通股本(百万股) | 18,000.00/18,000.00 |
| 流通A股市值(百万元) | 169,740.00 |
| 每股净资产(元) | 3.22 |
| 资产负债率(%) | 61.94 |
| 一年内最高/最低价(元) | 12.50/8.18 |

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) | 21,142 | 23,461 | 24,550 | 27,203 | 28,508 |
| 增长率 | 5% | 11% | 5% | 11% | 5% |
| 净利润(百万元) | 6,801 | 7,638 | 8,696 | 9,686 | 10,139 |
| 增长率 | 17% | 12% | 14% | 11% | 5% |
| EPS(元/股) | 0.38 | 0.42 | 0.48 | 0.54 | 0.56 |
| 市盈率(P/E) | 25.0 | 22.2 | 19.5 | 17.5 | 16.7 |
| 市净率(P/B) | 2.5 | 2.5 | 2.4 | 2.2 | 2.1 |

数据来源:公司公告、华福证券研究所



正文目录

| | |
|-------------------------------|----|
| 1 澜沧江水电龙头，风光水储一体化发展..... | 3 |
| 1.1 华能核心水电平台，拥澜沧江干流开发权..... | 3 |
| 2 四川水电贡献明显，云南省电价持续增长..... | 6 |
| 3 澜沧江流域水电资源丰富，先发优势助力绿电开发..... | 7 |
| 4 盈利预测与投资建议..... | 9 |
| 4.1 盈利预测..... | 9 |
| 4.2 估值分析..... | 10 |
| 4.3 投资建议..... | 11 |
| 5 风险提示..... | 11 |

图表目录

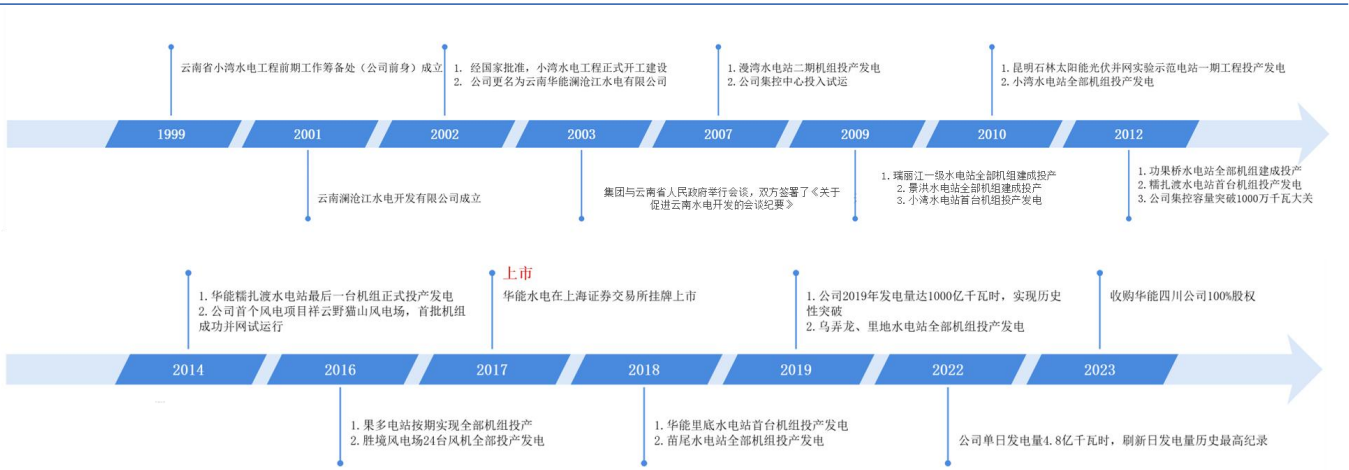
| | |
|---|----|
| 图表 1: 公司历史发展时间线..... | 3 |
| 图表 2: 公司股权结构图（截至 2024Q3）..... | 3 |
| 图表 3: 2017-2023 年华能水电控股装机容量..... | 4 |
| 图表 4: 2017-24Q3 华能水电发电量..... | 5 |
| 图表 5: 华能水电各水电站 24Q1-Q3&23Q1-Q3 发电量同比情况..... | 5 |
| 图表 6: 2018-2024Q3 华能水电营业收入..... | 6 |
| 图表 7: 2018-2024Q3 华能水电归母净利润..... | 6 |
| 图表 8: 华能水电现金流情况..... | 6 |
| 图表 9: 2Q24 水电发电量同比增长 38.7%..... | 7 |
| 图表 10: 2Q24 水电板块营业收入同比增长 5.6%..... | 7 |
| 图表 11: 2018-2023 年云南省交易电价..... | 7 |
| 图表 12: 澜沧江流域阶级电站开发概况图..... | 8 |
| 图表 13: 曲靖菱角农业光伏发电项目..... | 9 |
| 图表 14: 曲靖盘江风电场..... | 9 |
| 图表 15: 公司水电业务业绩拆分预测表..... | 9 |
| 图表 16: 公司业绩拆分预测表..... | 10 |
| 图表 17: 可比公司估值表..... | 10 |
| 图表 18: 华能水电近三年 PE-Band..... | 11 |
| 图表 19: 财务预测摘要..... | 12 |

1 澜沧江水电龙头，风光水储一体化发展

1.1 华能核心水电平台，拥澜沧江干流开发权

国内大型流域水电企业，积极拓展新能源建设运营。公司是由中国华能集团有限公司控股和管理的大型流域水电企业，是云南打造绿色能源强省和实施“西电东送”“云电外送”的骨干企业，主要从事澜沧江流域及周边地区水电资源的开发与运营，积极开展太阳能光伏、风电等可再生能源建设运营，参与周边国家清洁能源开发。公司初建于1999年6月，为中国华能水电业务最终整合的唯一平台，于2017年12月在上海证券交易所上市。2023年9月，公司完成华能四川公司100%股权注入。

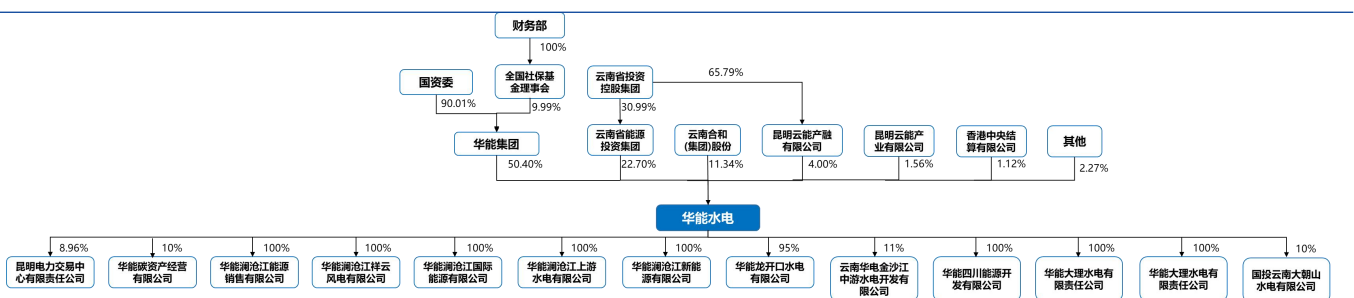
图表 1: 公司历史发展时间线



数据来源: 公司官网, 公司公告, 华福证券研究所

股权结构较为集中。截至2024Q3, 华能集团持有公司50.4%股份, 为公司控股股东。云南省能源投资集团和云南合和(集团)股份有限公司分别持有公司22.7%和11.34%股份, 前四大股东共计持有公司88.4%股份。

图表 2: 公司股权结构图 (截至2024Q3)



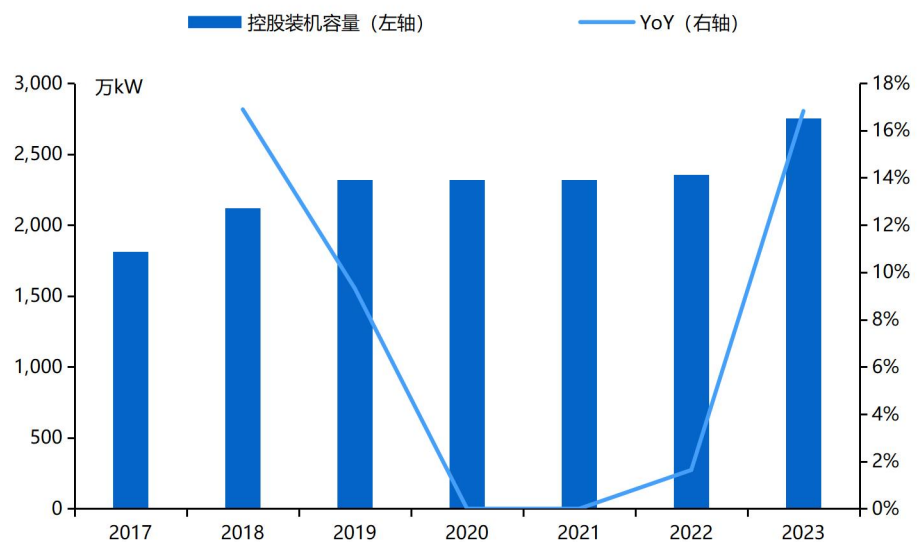
数据来源: iFInD, 华福证券研究所



公司主营业务为水力发电和新能源发电项目的开发、建设、运营与管理。公司盈利主要来自发电销售收入。公司是国内领先的大型流域、梯级、滚动、综合电力开发企业，统一负责澜沧江干流水能和新能源资源开发，以澜沧江流域为主体，采用“流域、滚动、梯级、综合”的集约化开发模式，最大化的配置流域资源，是科学化建设、集控化运营水平较高的电力开发公司。

在“十四五”规划期间，公司计划投产两大电站。其中，位于澜沧江上游云南段的托巴水电站（装机容量 140 万千瓦）已经于 2024 年 6 月 15 日启动首台机组，计划于年内全面投产。此外，华能四川泸定的硬梁包水电站（装机容量 111.6 万千瓦）3 号和 4 号机组安装工作已顺利完成，正在进行辅机及公用系统带电调试阶段，预计首台机组将在 2024 年底发电。截至 2024 年 6 月底，公司总装机容量 2920.32 万千瓦，在云南省装机规模第一。目前公司正在澜沧江流域规划建设水风光一体化清洁能源基地。

图表 3：2017-2023 年华能水电控股装机容量

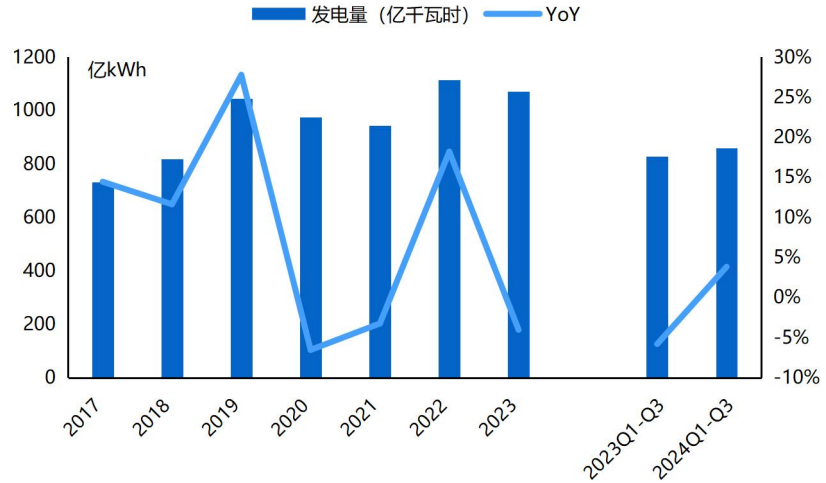


数据来源：公司公告，华福证券研究所

澜沧江流域来水偏丰，新能源装机推升电量。24Q1-Q3，公司控股机组完成发电量 860.26 亿千瓦时，同比增加 3.82%，上网电量 852.43 亿千瓦时，同比增加 3.80%。截至 9 月末，澜沧江流域乌弄龙、小湾和糯扎渡断面来水同比分别偏丰 5%、3.6%和 8.5%。云南省内用电需求同比增加，西电东送电量持续增加。此外，公司新能源装机规模同比大幅提升，新能源发电量同比大幅增加。2024H1，公司新投产光伏项目发电量同比增长达 342.36%。



图表 4: 2017-24Q3 华能水电发电量



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

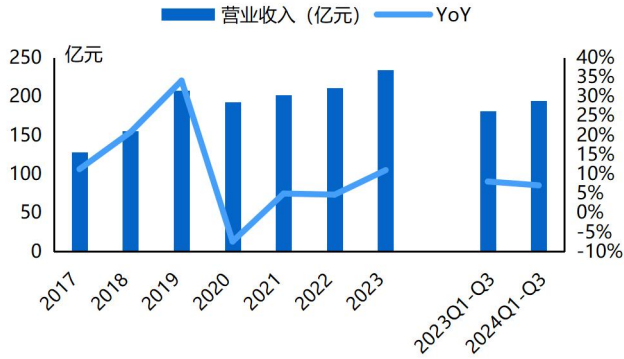
图表 5: 华能水电各水电站 24Q1-Q3&23Q1-Q3 发电量同比情况

| 序号 | 发电类型/ 电站名称 | 发电量 (亿千瓦时) | | | 上网电量 (亿千瓦时) | | |
|------------------------|------------|------------|-----------|---------|-------------|-----------|---------|
| | | 2024Q1-Q3 | 2023Q1-Q3 | 同比 | 2024Q1-Q3 | 2023Q1-Q3 | 同比 |
| 大型水电站 (装机容量 25 万千瓦及以上) | | | | | | | |
| 1 | 乌弄龙 | 36.39 | 36.31 | 0.22% | 36.18 | 36.09 | 0.25% |
| 2 | 里底 | 15.06 | 15.29 | -1.50% | 14.89 | 15.12 | -1.52% |
| 3 | 黄登 | 69.04 | 67.93 | 1.63% | 68.59 | 67.49 | 1.63% |
| 4 | 大华桥 | 33.9 | 35.04 | -3.25% | 33.77 | 34.89 | -3.21% |
| 5 | 苗尾 | 51.76 | 53.49 | -3.23% | 51.51 | 53.23 | -3.23% |
| 6 | 功果桥 | 30.31 | 31.55 | -3.93% | 30.07 | 31.3 | -3.93% |
| 7 | 小湾 | 145.5 | 130.94 | 11.12% | 144.56 | 130.09 | 11.12% |
| 8 | 漫湾 | 57.07 | 54.42 | 4.87% | 56.56 | 53.93 | 4.88% |
| 9 | 糯扎渡 | 137.09 | 152.61 | -10.17% | 136.22 | 151.66 | -10.18% |
| 10 | 景洪 | 45.29 | 51.21 | -11.56% | 44.91 | 50.78 | -11.56% |
| 11 | 托巴 | 16.29 | | | 16.18 | | |
| 12 | 龙开口 | 66.5 | 62.18 | 6.95% | 66.01 | 61.72 | 6.95% |
| 13 | 瑞丽江一级 | 21.74 | 25.9 | -16.06% | 21.57 | 25.71 | -16.10% |
| 14 | 桑河二级 | 11.92 | 13.28 | -10.24% | 11.64 | 12.99 | -10.39% |
| 15 | 太平驿 (四川) | 13.18 | 13.94 | -5.45% | 13.03 | 13.88 | -6.12% |
| 中小型水电站 (装机容量 25 万千瓦以下) | | | | | | | |
| 16 | 中小型水电站小计 | 79.52 | 72.68 | 9.41% | 77.36 | 70.71 | 9.40% |
| 风电 | | | | | | | |
| 16 | 祥云风电 | 3.19 | 3 | 6.33% | 3.12 | 2.94 | 6.12% |
| 光伏 | | | | | | | |
| 17 | 石林光伏 | 0.98 | 1.01 | -2.97% | 0.94 | 0.97 | -3.09% |
| 18 | 新投产光伏项目小计 | 25.54 | 7.8 | 227.44% | 25.34 | 7.72 | 228.24% |
| 合计 | | 860.26 | 828.59 | 3.82% | 852.43 | 821.22 | 3.80% |

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

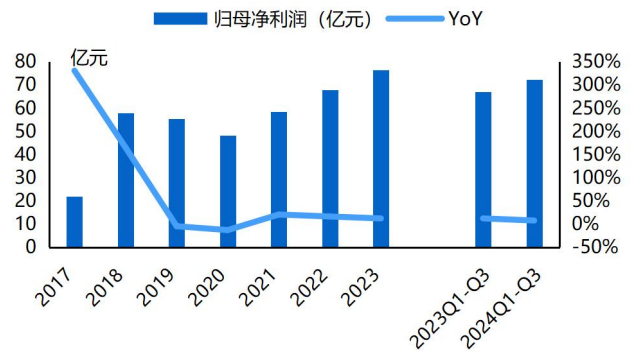
2024Q1-Q3 年公司营收&净利润增长。2024Q1-Q3，公司实现营业收入为 194.2 亿元，同比增加 7.1%；归属于母公司的净利润达到了 72.3 亿元，同比增长了 7.8%。利润总额增加的主要原因是 2024 年前三季度发电量同比增加。

图表 6: 2018-2024Q3 华能水电营业收入



数据来源: 公司公告, iFInD, 华福证券研究所

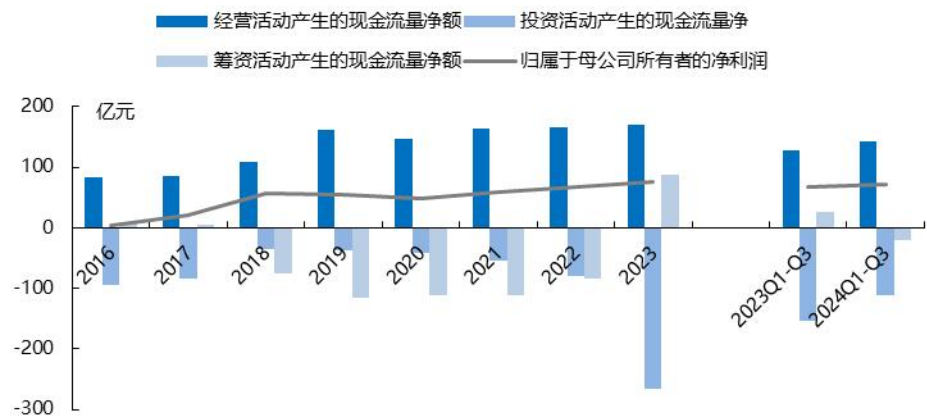
图表 7: 2018-2024Q3 华能水电归母净利润



数据来源: 公司公告, iFInD, 华福证券研究所

债务结构优化显著降低成本。公司近年随着一些电站的发电机组、配电设备和水工机械的折旧年限到期，折旧成本有所下降。同时，公司利用低利率资金提前置换了存量债务，进一步优化融资结构。2023 年，公司的融资成本同比降低了 60 个基点，全年利息费用同比减少了 4.86 亿元，降幅为 14.9%。到了 2024 年第三季度，利息费用继续保持下降趋势，单季度环比减少了 0.06 亿元。由于公司拥有充足的现金流，预计利息费用有望进一步降低，从而提升整体利润水平。

图表 8: 华能水电现金流情况



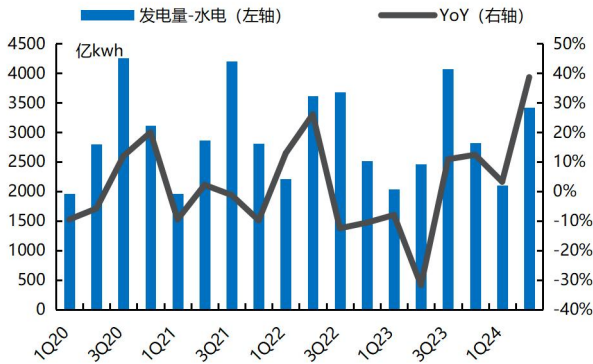
数据来源: 公司公告, iFInD, 华福证券研究所

2 四川水电贡献明显，云南省电价持续增长

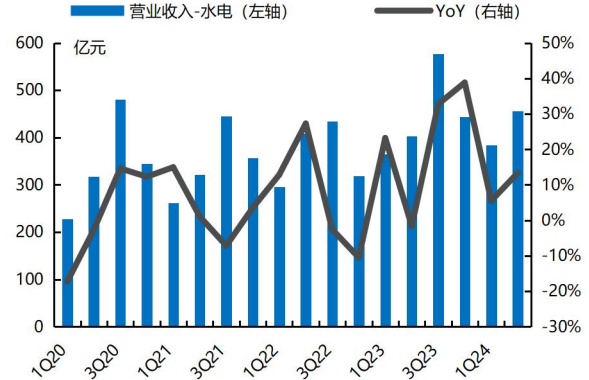
1H24，全国水电发电量 5526 亿千瓦时，同比增长 21.4%；其中 Q2 全国水电发电量 3424 亿千瓦时，同比增长 38.7%。其中，1H24 四川发电量 2178 亿千瓦时，同比增长 10.7%。



2024年夏季（6月1日至8月31日），全国平均降水量352.4毫米，较常年同期偏多6.2%。全国平均降水量偏多，总体呈“东多西少”分布。从各大流域来看，珠江流域（788.2毫米）、黄河流域（265.9毫米）和长江流域（537.7毫米）降水分别偏多5.1%、4.1%和1.0%。

图表 9: 2Q24 水电发电量同比增长 38.7%


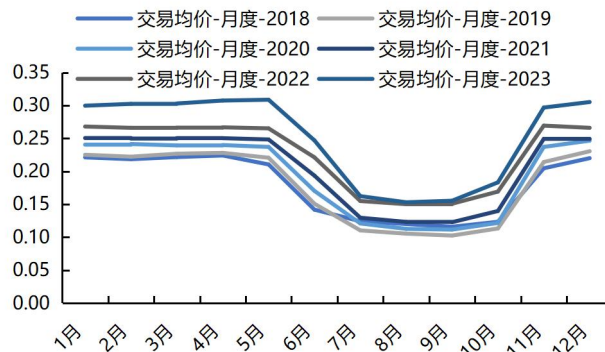
数据来源：国家统计局，iFInD，华福证券研究所

图表 10: 2Q24 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

在电价方面，2023年云南省内市场化交易电价呈现持续上涨趋势，全年月度市场化交易电价平均约为0.252元/千瓦时，相比2022年增长了约11.4%。尽管电量同比增速有所下降，电价的提升有效对冲了这一影响。

进入2024年初，云南地区冬春连旱的情况继续，电力供需依然紧张。1-2月，省内市场化交易的平均电价同比上涨了1.43分/千瓦时，达到0.3152元/千瓦时，增幅为4.8%。

图表 11: 2018-2023 年云南省交易电价


数据来源：Wind，华福证券研究所

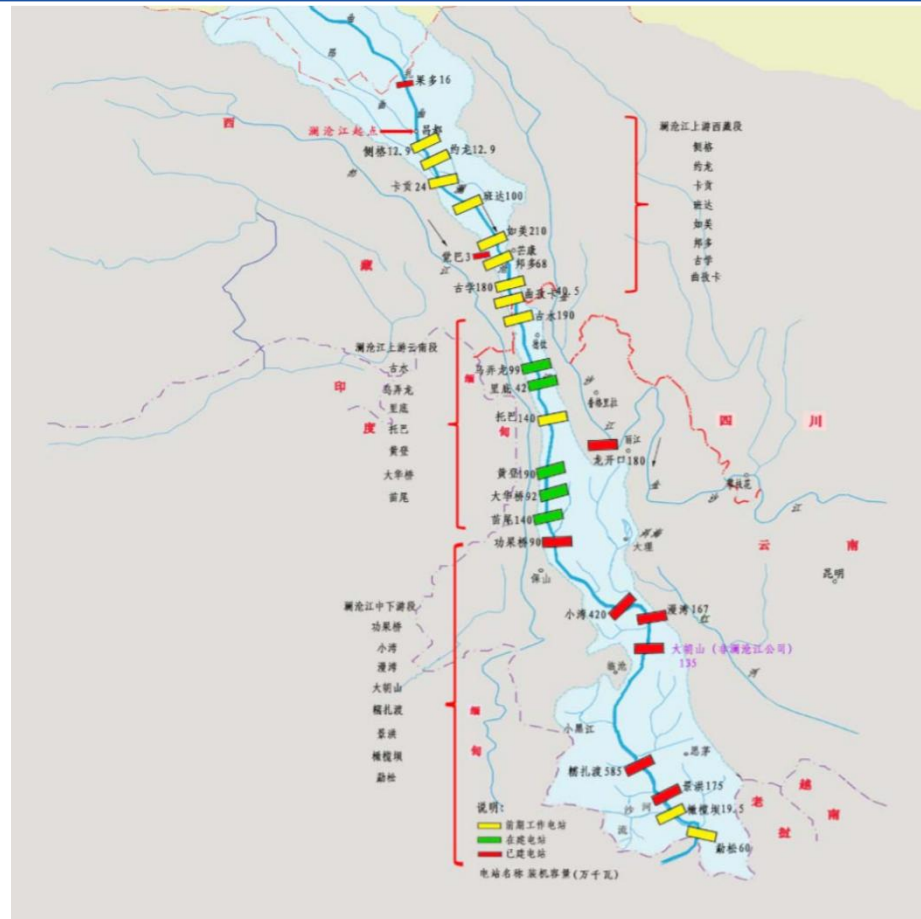
3 澜沧江流域水电资源丰富，先发优势助力绿电开发

澜沧江流域的干流拥有丰富的水电资源，具有巨大的开发潜力。根据《国家能源局关于澜沧江等流域水电开发的通知》，公司被授予澜沧江全流域干流水电资源的开发权，并采用自下而上的梯级开发模式。作为我国十三大水电基地之一，澜沧江流域被划分为上游西藏段、上游云南段和中下游段，拥有极为丰富的水能资源，

预计可开发的总装机量达到 3200 万千瓦，其中云南省内部分为 2534.5 万千瓦。

华能四川的注入显著提升了公司的装机规模。2023 年 9 月 6 日，华能集团在华能水电举行水电资产整合项目签约仪式。本次项目是中国华能与华能国际共同将持有的华能四川能源开发有限公司 100% 股权注入华能水电。其中，中国华能、华能国际分别持有华能四川公司 51%、49% 的股权。本项目实施后，华能水电在运装机容量由 2414 万千瓦增至 2683 万千瓦。

图表 12: 澜沧江流域阶梯电站开发概况图



数据来源：公司公告，华福证券研究所

2021 年起，致力于“水风光一体化”大基地的开发战略。根据规划，西藏澜沧江清洁能源基地将包括 1000 万千瓦的水电站和 1000 万千瓦的光伏电站，总规模达到 2000 万千瓦，预计年发电量为 571 亿千瓦时。计划在“十四五”期间逐步开工，2030 年开始送电，2035 年全面完成建设。

“水光互补”模式有效利用水电输送通道，解决了新能源的消纳问题，并提供了稳定的电力输出，实现了成本效益的优化。2024 年公司拟续建、新开工新能源项目共 84 个，拟投资 139.91 亿元，计划年内投产 309 万千瓦，项目主要分布在大理、版纳、普洱、临沧、怒江、保山、昆明及四川省各区域，以实现“十四五”期间新增 1000 万千瓦的目标。



图表 13: 曲靖菱角农业光伏发电项目



数据来源: 云南网, 华福证券研究所

图表 14: 曲靖盘江风电场



数据来源: 云南网, 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: 结合公司水电装机投产情况, 位于澜沧江上游云南段的托巴水电站(装机 140 万千瓦)已于 2024 年 6 月投产首台机组; 华能四川的泸定硬梁包水电站(装机 111.6 万千瓦)预计 2024 年年底投产首台机组、2025 年 6 月全部投产预计 2025 年至 2026 年将维持稳定, 因此假设 2024-2026 年水电控股装机容量分别为 2727.88/2811.58/2811.58 万千瓦。我们假设 2024-2026 年发电量分别为 1072.49/1171.48/1210.05 亿 kWh; 假设 2024-2026 年平均上网电价(含税)分别为 0.2190/0.2200/0.2209 元/kWh。

图表 15: 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) | | 2294.88 | 2559.98 | 2727.88 | 2811.58 | 2811.58 |
| 发电量 (亿 kWh) | 938.48 | 1000.93 | 1052.63 | 1072.49 | 1171.48 | 1210.05 |
| YOY-发电量 | -3.24% | 6.65% | 5.17% | 1.89% | 9.23% | 3.29% |
| 上网电量 (亿 kWh) | 931.73 | 993.79 | 1044.63 | 1064.39 | 1162.51 | 1200.72 |
| 售电量 (亿 kWh) | 931.73 | 988.05 | 1038.63 | 1064.39 | 1162.51 | 1200.72 |
| 平均上网电价 (元/kWh, 含税) | 0.2135 | 0.2108 | 0.2192 | 0.2190 | 0.2200 | 0.2209 |
| 营业收入 (亿元) | 198.90 | 208.33 | 227.67 | 233.15 | 255.71 | 265.24 |
| 营业成本 (亿元) | 90.15 | 90.61 | 99.24 | 96.58 | 109.22 | 117.14 |
| 毛利润 (亿元) | 108.75 | 117.72 | 128.44 | 136.57 | 146.49 | 148.10 |
| 毛利率 | 54.67% | 56.51% | 56.41% | 58.58% | 57.29% | 55.84% |
| 利用小时数 (h) | 4089.47 | 4361.58 | 4111.87 | 3931.60 | 4166.61 | 4303.82 |

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 16：公司业绩拆分预测表

| | 2021A | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (亿元) | 202.02 | 211.42 | 234.61 | 245.50 | 272.03 | 285.08 |
| YoY | 4.93% | 4.65% | 10.97% | 4.64% | 10.81% | 4.80% |
| 营业成本 (亿元) | 91.66 | 92.12 | 102.38 | 102.48 | 116.77 | 126.26 |
| YoY | 1.65% | 0.51% | 11.13% | 0.10% | 13.95% | 8.13% |
| 毛利 (亿元) | 110.36 | 119.30 | 132.24 | 143.03 | 155.26 | 158.82 |
| YoY | 7.81% | 8.10% | 10.85% | 8.16% | 8.55% | 2.29% |
| 毛利率 | 54.63% | 56.43% | 56.36% | 58.26% | 57.07% | 55.71% |
| 净利润 (亿元) | 63.06 | 72.76 | 82.43 | 93.71 | 104.38 | 109.26 |
| YoY | 8.01% | 15.38% | 13.29% | 13.68% | 11.39% | 4.68% |
| 净利率 | 31.22% | 34.42% | 35.14% | 38.17% | 38.37% | 38.33% |
| 归母净利润 (亿元) | 58.38 | 68.01 | 76.38 | 86.96 | 96.86 | 101.39 |
| YoY | 20.75% | 16.51% | 12.30% | 13.85% | 11.39% | 4.68% |

数据来源：公司公告，华福证券研究所

4.2 估值分析

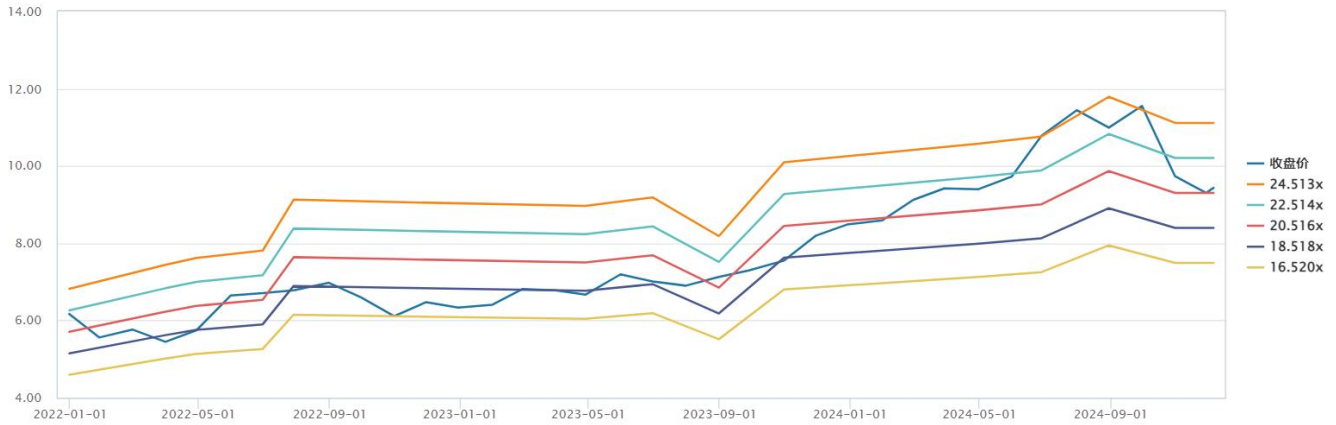
华能水电是中国大型水电上市公司，因此选取桂冠电力、国投电力、长江电力、川投能源这 4 家国内大水电上市公司作为可比公司。可比公司 2024-2026 年 PE 平均估值分别为 17.87、16.43、15.26 倍。

图表 17：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 | 6.71 | 0.16 | 0.36 | 0.40 | 0.43 | 23.47 | 18.75 | 16.91 | 15.60 |
| 600886.SH | 国投电力 | 15.88 | 0.55 | 1.02 | 1.13 | 1.23 | 16.37 | 15.55 | 13.99 | 12.94 |
| 600900.SH | 长江电力 | 28.18 | 1.11 | 1.35 | 1.43 | 1.55 | 25.31 | 20.87 | 19.65 | 18.24 |
| 600674.SH | 川投能源 | 17.01 | 0.79 | 1.04 | 1.12 | 1.19 | 16.65 | 16.29 | 15.18 | 14.25 |
| | 平均 | | | | | | 20.45 | 17.87 | 16.43 | 15.26 |
| 600025.SH | 华能水电 | 9.43 | 0.42 | 0.48 | 0.54 | 0.56 | 22.22 | 19.52 | 17.52 | 16.74 |

数据来源：iFInD，华福证券研究所（截至 2024 年 12 月 6 日数据，数据参考 iFInD 一致预期，长江电力数据参考华福已发布报告）

图表 18: 华能水电近三年 PE-Band



数据来源: Wind, 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 245.50、272.03 和 285.08 亿元，归母净利润分别为 86.96、96.86 和 101.39 亿元，EPS 分别为 0.48/0.54/0.56 元，对应 12 月 6 日收盘价 PE 分别为 19.5/17.5/16.7 倍。首次覆盖给予“持有”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尤其是澜沧江的来水情况。长江流域来水偏枯，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。

装机建设进度不及预期: 如果公司未来项目建设投产进度不及预期，将影响公司未来业绩增速。


图表 19: 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 | 1,760 | 1,792 | 2,490 | 8,848 | 营业收入 | 23,461 | 24,550 | 27,203 | 28,508 |
| 应收票据及账款 | 1,971 | 1,948 | 2,159 | 2,262 | 营业成本 | 10,238 | 10,248 | 11,677 | 12,626 |
| 预付账款 | 82 | 48 | 66 | 77 | 税金及附加 | 436 | 464 | 476 | 470 |
| 存货 | 44 | 51 | 58 | 60 | 销售费用 | 60 | 69 | 68 | 57 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 543 | 557 | 598 | 599 |
| 其他流动资产 | 483 | 214 | 223 | 235 | 研发费用 | 187 | 196 | 217 | 227 |
| 流动资产合计 | 4,340 | 4,054 | 4,996 | 11,482 | 财务费用 | 2,730 | 2,628 | 2,592 | 2,510 |
| 长期股权投资 | 3,187 | 3,102 | 3,102 | 3,102 | 信用减值损失 | -28 | -20 | -15 | -10 |
| 固定资产 | 135,968 | 149,147 | 162,992 | 159,916 | 资产减值损失 | -63 | -50 | -40 | -20 |
| 在建工程 | 40,960 | 33,077 | 21,538 | 23,898 | 公允价值变动收益 | -50 | 15 | -14 | 20 |
| 无形资产 | 6,335 | 6,292 | 6,363 | 6,356 | 投资收益 | 283 | 300 | 320 | 340 |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他收益 | 15 | 15 | 16 | 17 |
| 其他非流动资产 | 4,449 | 4,431 | 4,412 | 4,407 | 营业利润 | 9,426 | 10,649 | 11,841 | 12,366 |
| 非流动资产合计 | 190,899 | 196,048 | 198,407 | 197,679 | 营业外收入 | 48 | 50 | 60 | 70 |
| 资产合计 | 195,239 | 200,101 | 203,403 | 209,161 | 营业外支出 | 53 | 50 | 40 | 20 |
| 短期借款 | 8,137 | 5,200 | 0 | 0 | 利润总额 | 9,420 | 10,649 | 11,861 | 12,416 |
| 应付票据及账款 | 340 | 297 | 327 | 341 | 所得税 | 1,177 | 1,278 | 1,423 | 1,490 |
| 预收款项 | 2 | 2 | 2 | 2 | 净利润 | 8,243 | 9,371 | 10,438 | 10,926 |
| 合同负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东损益 | 605 | 675 | 752 | 787 |
| 其他应付款 | 7,042 | 7,042 | 7,042 | 7,042 | 归属母公司净利润 | 7,638 | 8,696 | 9,686 | 10,139 |
| 其他流动负债 | 13,518 | 13,107 | 13,531 | 13,561 | EPS (按最新股本摊薄) | 0.42 | 0.48 | 0.54 | 0.56 |
| 流动负债合计 | 29,039 | 25,649 | 20,902 | 20,946 | | | | | |
| 长期借款 | 91,764 | 94,764 | 96,764 | 97,264 | | | | | |
| 应付债券 | 3,000 | 3,000 | 3,000 | 3,000 | | | | | |
| 其他非流动负债 | 713 | 491 | 471 | 461 | | | | | |
| 非流动负债合计 | 95,477 | 98,255 | 100,235 | 100,725 | | | | | |
| 负债合计 | 124,516 | 123,904 | 121,137 | 121,671 | | | | | |
| 归属母公司所有者权益 | 67,329 | 72,128 | 77,445 | 81,883 | | | | | |
| 少数股东权益 | 3,394 | 4,069 | 4,821 | 5,607 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 70,723 | 76,197 | 82,266 | 87,490 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 195,239 | 200,101 | 203,403 | 209,161 | | | | | |

| 现金流量表 | | | | |
|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|
| 单位:百万元 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 经营活动现金流 | 17,063 | 17,054 | 19,628 | 20,278 |
| 现金收益 | 16,818 | 18,127 | 19,722 | 20,724 |
| 存货影响 | -1 | -7 | -7 | -2 |
| 经营性应收影响 | -387 | 106 | -189 | -94 |
| 经营性应付影响 | 2,043 | -42 | 29 | 14 |
| 其他影响 | -1,410 | -1,130 | 74 | -365 |
| 投资活动现金流 | -26,567 | -10,995 | -8,749 | -6,199 |
| 资本支出 | -36,121 | -11,381 | -9,069 | -6,566 |
| 股权投资 | -71 | 86 | 0 | 0 |
| 其他长期资产变化 | 9,625 | 300 | 320 | 367 |
| 融资活动现金流 | 8,700 | -6,027 | -10,182 | -7,721 |
| 借款增加 | 28,279 | 63 | -3,200 | 500 |
| 股利及利息支付 | -7,517 | -7,360 | -8,758 | -10,104 |
| 股东融资 | 5,016 | 0 | 0 | 0 |
| 其他影响 | -17,078 | 1,270 | 1,777 | 1,883 |

| 主要财务比率 | | | | |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入增长率 | 11.0% | 4.6% | 10.8% | 4.8% |
| EBIT 增长率 | 8.2% | 9.3% | 8.9% | 3.3% |
| 归母公司净利润增长率 | 12.3% | 13.9% | 11.4% | 4.7% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 56.4% | 58.3% | 57.1% | 55.7% |
| 净利率 | 35.1% | 38.2% | 38.4% | 38.3% |
| ROE | 10.8% | 11.4% | 11.8% | 11.6% |
| ROIC | 7.0% | 7.4% | 7.9% | 7.9% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 63.8% | 61.9% | 59.6% | 58.2% |
| 流动比率 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.5 |
| 速动比率 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.5 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 应收账款周转天数 | 27 | 29 | 27 | 28 |
| 存货周转天数 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.42 | 0.48 | 0.54 | 0.56 |
| 每股经营现金流 | 0.95 | 0.95 | 1.09 | 1.13 |
| 每股净资产 | 3.74 | 4.01 | 4.30 | 4.55 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 22 | 20 | 18 | 17 |
| P/B | 3 | 2 | 2 | 2 |
| EV/EBITDA | 22 | 21 | 19 | 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