

龙源电力(001289.SZ/00916.HK)

风速下降电价提升，风电改造资产整合贡献成长

核心观点：

- **经营利润稳定增长，承诺 25-27 年分红率不低于 30%。**公司发布年报，2024 年公司实现营业收入 370.70 亿元（调整后同比-2.6%），归母净利润 63.45 亿元（调整后同比+0.7%）。风光售电量提升、风电电价上涨，风光收入提升 7.6%，风电/光伏经营利润分别同比+11.92/-1.62 亿元，公司剥离火电资产导致整体收入降低，实现投资收益 9.12 亿元（同比+8.9 亿元），2024 年减值损失 11.1 亿元（同比减少 10.8 亿元），但少数股东损益同比+14.5 亿元，导致归母净利润仅微增。2024 年公司拟分红率 30%，对应 H 股最新收盘价股息率达 4.1%。
- **风电利用小时数降低，发电量结构变化导致电价提升。**2024 年公司新增风电装机 2.65GW（其中收购装机 1.12GW）、光伏装机 4.83GW（其中收购装机 0.45GW），出售火电导致火电装机减少 1.88GW，光伏减少 56.13MW。但由于风速同比下降，风电利用小时数同比-156 小时导致风电发电量同比-1.3%；光伏装机增长较快，2024 年光伏发电量同比+72%。由于高电价售电量增加，24 年公司风电电价提升 1.1 分至 0.466 元/千瓦时（不含税），光伏电价降低 1.4 分至 0.296 元/千瓦时。
- **新能源稳定投产+资产整合，成长空间广阔。**根据公司财报，2024 年公司取得开发指标 14.72GW，包括风电 6.37GW、光伏 8.35GW，2025 年拟开工 5.5GW，投产 5GW。同时国家能源集团开始向公司注入资产，已完成注入 2.03GW 新能源资产。136 号文推动新能源全面入市，机制电价保障存量新能源项目的电价水平，稳定增量项目收益预期。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 25~27 年归母净利润分别为 67/71/75 亿元，按最新收盘价对应 PE 分别为 21.22/20.07/19.05 倍。风光装机加速，成长空间广阔。参考同业估值，考虑公司未来发展空间，给予公司 2025 年 22 倍 PE 估值，对应 17.73 元/股合理价值，给予 H 股 10 倍 PE 估值，对应 H 股 8.73 港币/股合理价值，维持“买入”评级。
- **风险提示。**系统调节费用增加；项目建设不及预期；弃风弃光增加。

盈利预测：

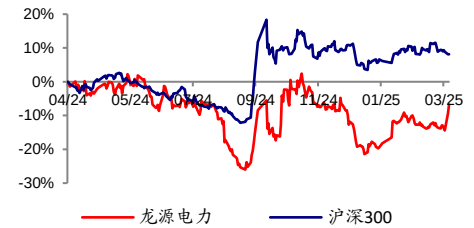
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	38052	37070	34107	35592	36682
增长率（%）	-4.5%	-2.6%	-8.0%	4.4%	3.1%
EBITDA（百万元）	24711	25438	27680	29516	30883
归母净利润（百万元）	6303	6345	6736	7123	7502
增长率（%）	23.3%	0.7%	6.2%	5.7%	5.3%
EPS（元/股）	0.73	0.75	0.81	0.85	0.90
市盈率（P/E）	27.00	20.85	21.22	20.07	19.05
ROE（%）	8.7%	8.7%	8.6%	8.6%	8.5%
EV/EBITDA	11.43	10.32	10.48	9.98	9.51

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	17.10 元/6.34 港元
合理价值	17.73 元/8.73 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2025-04-01

相对市场表现



分析师：

郭鹏



SAC 执证号：S0260514030003



SFC CE No. BNX688



021-38003655

guopeng@gf.com.cn

分析师：

姜涛



SAC 执证号：S0260521070002



021-38003624



shjiangtao@gf.com.cn

分析师：

郝兆升



SAC 执证号：S0260524070001



0755-82557403



haozhaosheng@gf.com.cn

请注意，姜涛、郝兆升并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

龙源电力	2024-11-01
(001289.SZ/00916.HK): 来风	
偏弱利润下滑，资产整合加速	
成长	
龙源电力	2024-08-30
(001289.SZ/00916.HK): 量价	
下降业绩承压，资产整合成长	
加速	
龙源电力	2024-04-28
(001289.SZ/00916.HK): 装机	
投产电量提升，经营稳定利润	
微增	

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、经营利润稳定提升，分红率 30%.....	4
二、24 年新增风光装机 7.48GW，风电电价提升	7
三、储备充裕+集团存注入预期，装机有望加速增长	10
四、装机稳增+分红提升，维持“买入”评级	11
五、风险提示	12

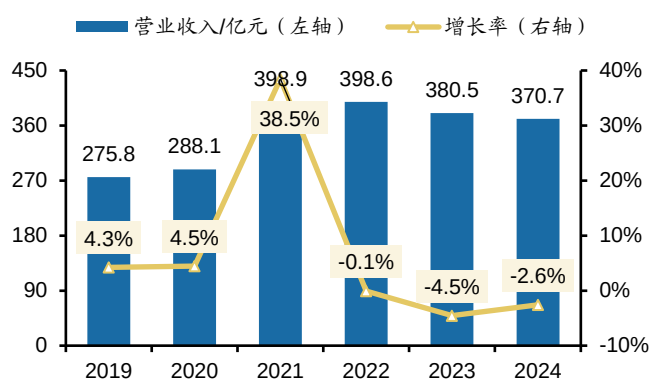
图表索引

图 1: 2024 年公司营业收入同比-2.6%	4
图 2: 2024 年公司归母净利润同比+0.7%	4
图 3: 2024Q4 公司营业收入同比+8.3%	4
图 4: 2024Q4 公司归母净利润盈利 8.7 亿元	4
图 5: 2024 年公司财务费用同比+0.7%	5
图 6: 2024 年公司期间费用率上升至 11.3%	5
图 7: 2024 年公司计提资产减值损失 9.80 亿元	5
图 8: 2024 年公司净利率 17.1%	5
图 9: 2024 年公司 ROE 为 8.8%	5
图 10: 截至 2024 年公司总资产达 2571.1 亿元	6
图 11: 截至 2024 年公司总负债达 1710.0 亿元	6
图 12: 截至 2024 年公司应收账款达 434.2 亿元	6
图 13: 截至 2024 年公司资产负债率为 66.5%	6
图 14: 2024 年公司经营性现金流净额同比+18.9%	7
图 15: 2024 年公司投资现金流净额-260.7 亿元	7
图 16: 2024 年公司分红率 30%	7
图 17: 2024 年 H 股股息率 4.1%	7
图 18: 截至 2024 年公司控股装机 41.14GW	8
图 19: 截至 2024 年公司风电装机占总装机 73.9%	8
图 20: 2024 年公司发电量同比-0.9%	8
图 21: 2024 年公司风电发电量同比-1.3%	8
图 22: 公司各月发电量情况	9
图 23: 2024 年公司风电利用小时数同比-6.6%	9
图 24: 2024 年公司风电上网电价同比+2.0%	9
图 25: 2024 年公司风电售电贡献营收 286 亿元	10
图 26: 2024 年公司风电经营利润同比+11.9%	10
图 27: 2024 年公司取得开发指标 14.72GW	10
图 28: 2024 年公司华南地区新增装机占比 49.9%	10
图 29: 2025 年公司计划投产新能源装机 5GW	11
表 1: 截至 2023 年末国家能源集团体内存在 40GW 以上未证券化风光项目	11
表 2: 龙源电力同业对比 (收盘价日期: 2025/4/1)	11

一、经营利润稳定提升，分红率 30%

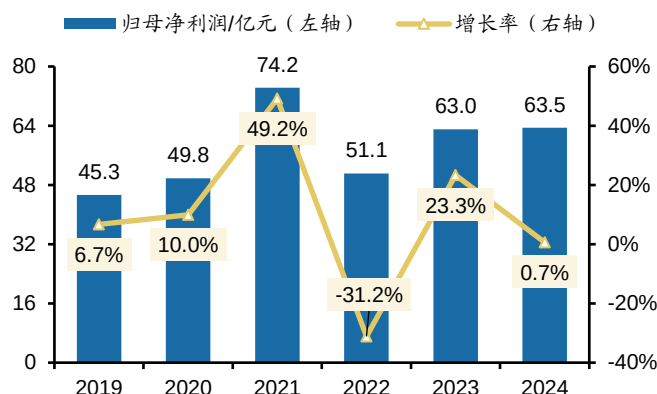
风电电量下降电价提升，经营利润稳定增长。公司发布2024年报，2024年实现营收370.70亿元（调整后同比-2.6%），归母净利润63.45亿元（调整后同比+0.66%）。公司收入较2023年略有下降，主要系火电资产剥离，火电板块收入下降，煤炭销售收入同比-40.1%、火电售电收入同比-28.40%；风光装机扩张，但利用小时数下降，电价提升，风电/光伏分部收入分别同比+4.4%/+70.6%，分部经营利润分别同比+11.9%/-16.9%，经营利润稳定提升。出售火电资产带动投资收益同比+8.9亿元，资产减值和信用减值9.79亿元（同比+12.1亿元），及少数股东损益上升14.1亿元，总体归母净利润微增。

图 1：2024年公司营业收入同比-2.6%



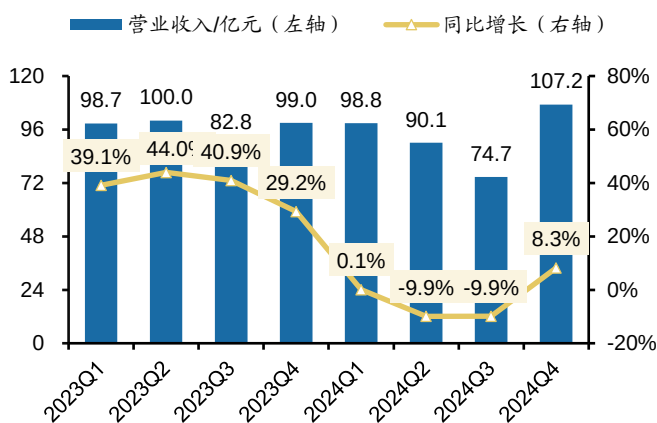
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 2：2024年公司归母净利润同比+0.7%



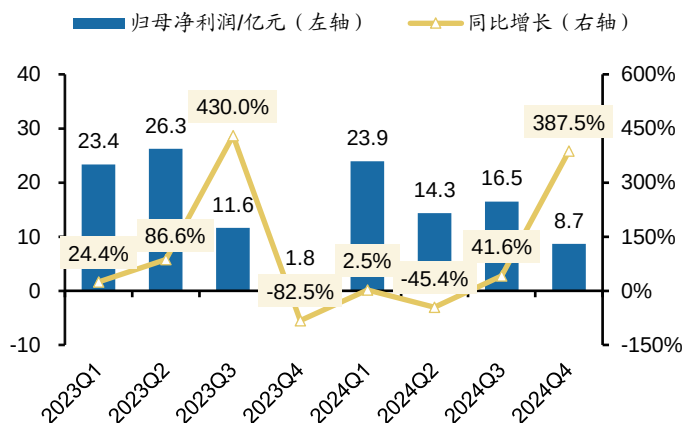
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 3：2024Q4公司营业收入同比+8.3%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 4：2024Q4公司归母净利润盈利8.7亿元

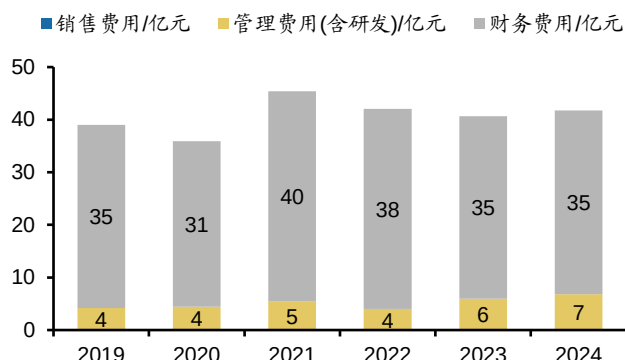


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

财务费用基本持平，2024年公司期间费用率上升至11.3%。财务费用作为公司期间费用的主要组成部分，2024年公司财务费用为34.97亿元（同比+0.7%），与上一年基本持平，对应费率为9.4%（同比上升0.3pct）；2024年管理费用（含研发）为6.80亿元（同比+14.0%），对应费率为1.8%，主要系公司装机规模扩张。公司期间费用

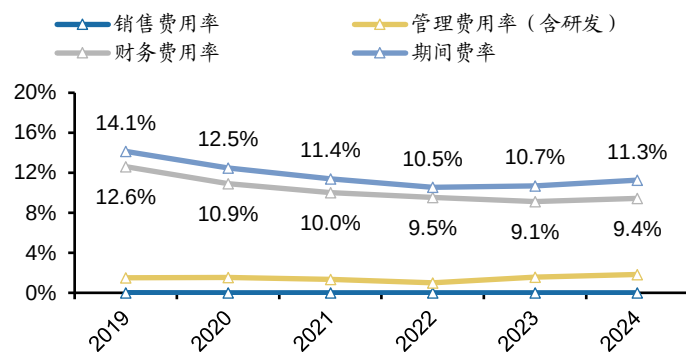
率由2018年15.0%下降至2024年的11.3%，费用管控能力出色。

图 5：2024年公司财务费用同比+0.7%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

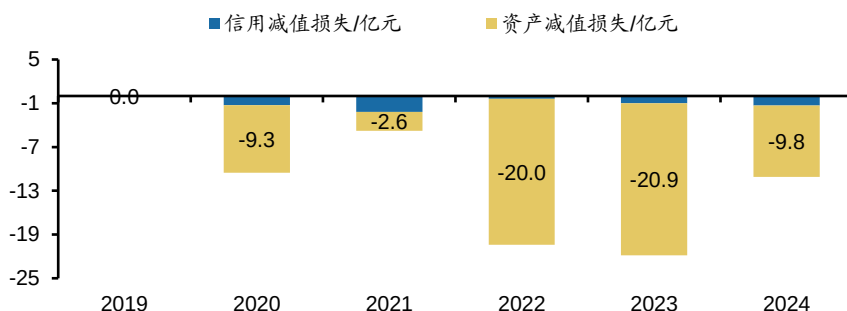
图 6：2024年公司期间费用率上升至11.3%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2024年公司计提资产减值损失9.79亿元，信用减值损失1.30亿元。由于以大代小及经营亏损，2024年公司对固定资产计提减值准备6.02亿元、对无形资产计提减值准备3.25亿元，由于项目施工延期对在建工程计提减值准备0.49亿元。2024年由于以大代小

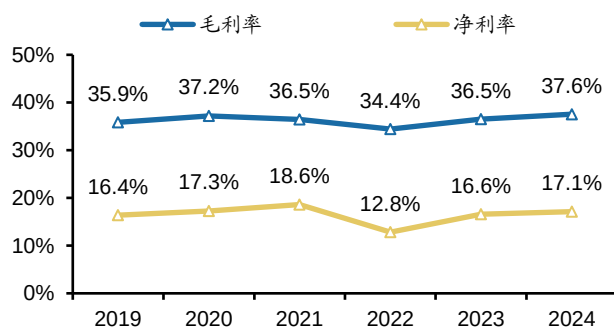
图 7：2024年公司计提资产减值损失9.80亿元



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

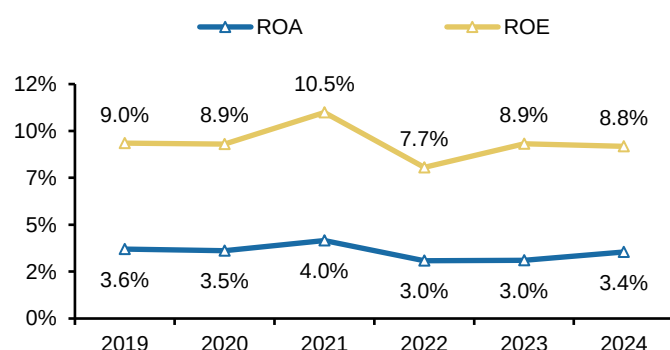
2024年公司净利率回升至17.1%，ROE为8.8%与去年同期基本持平。由于低毛利率的煤炭销售业务占比下降，公司毛利率同比上升1.1pct至37.6%，净利率同比上升0.5pct至17.1%，ROA同比上升0.4pct至3.4%、ROE同比下降0.1pct至8.8%。

图 8：2024年公司净利率17.1%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

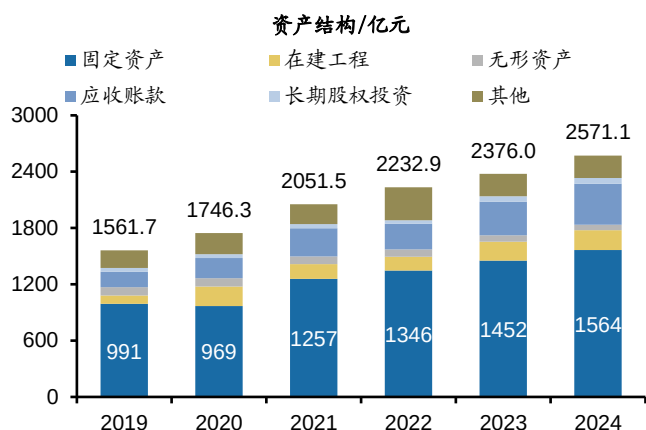
图 9：2024年公司ROE为8.8%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2024年公司总资产达2571.06亿元，资产负债率为66.5%。2021年以来公司加快项目建设，资产、负债规模快速提高，截至2024年公司总资产2571.06亿元，其中固定资产+在建工程达1775.5亿元，占比69.1%。总负债达1710.0亿元，其中长期借款达791.74亿元，相比2023年末增加63.21亿元，主要是由于非流动负债增加。公司资产负债率小幅上升，同比上升2.2pct至66.5%。可再生能源售电补贴回款减少，截至2024年应收账款（含应收款项融资，下同）合计434.23亿元，应收账款余额相比2024年初上升77.24亿元。

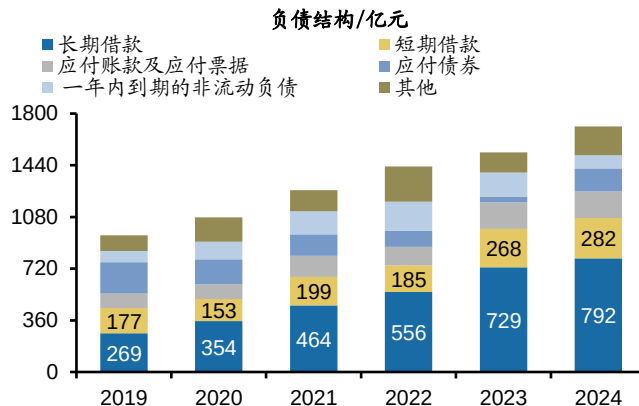
图 10：截至2024年公司总资产达2571.1亿元



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

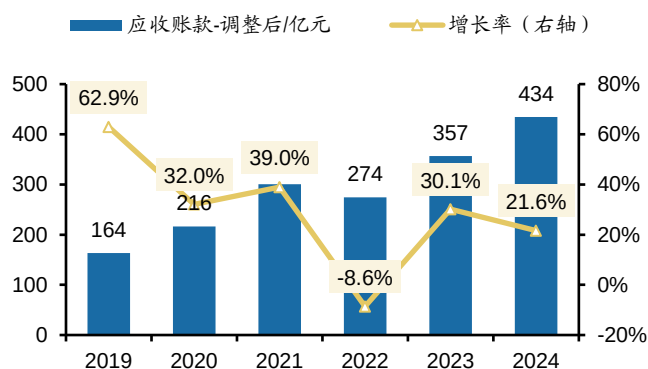
备注：应收账款包括应收款项融资

图 11：截至2024年公司总负债达1710.0亿元



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

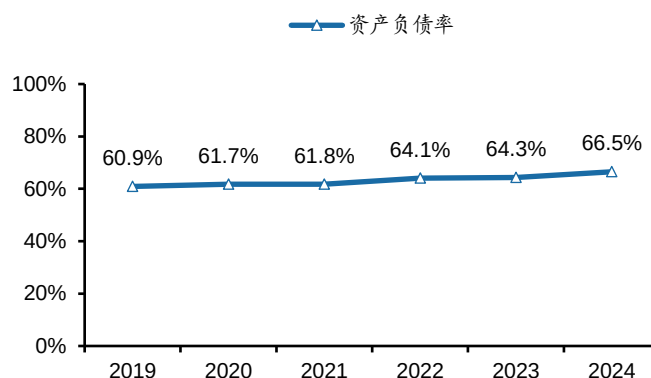
图 12：截至2024年公司应收账款达434.2亿元



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

备注：应收账款-调整后=应收账款+应收款项融资

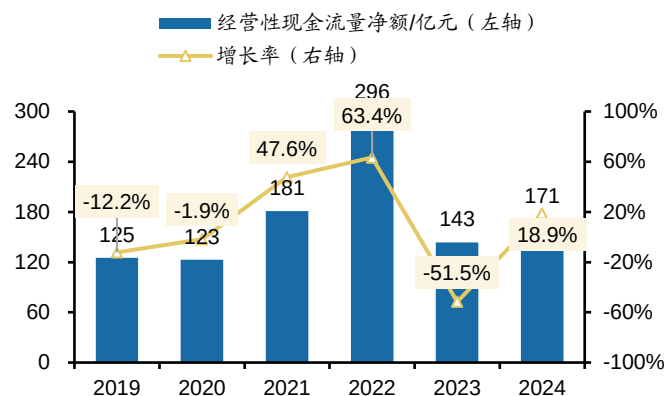
图 13：截至2024年公司资产负债率为66.5%



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

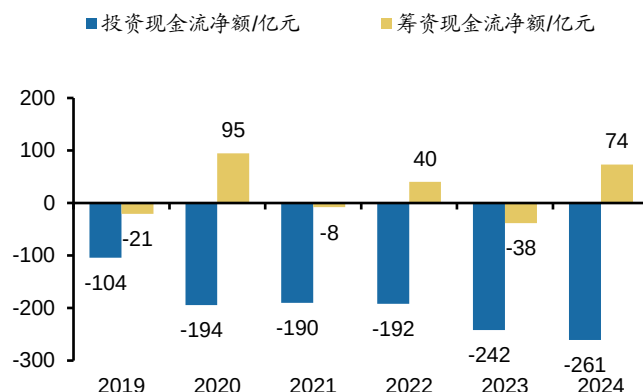
经营性现金流净额同比+18.9%，投资现金流净额-260.7亿元。2024年公司经营性现金流净额同比增加27.2亿元至170.6亿元，同比上升18.9%。投资活动方面，公司投资现金流净额-260.7亿元，同比增加27.29亿元，主要系风电光伏资本支出增加。筹资现金流净额较上年增加112.05亿元，主要来自于银行借款收到的现金。

图 14: 2024年公司经营性现金流净额同比+18.9%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

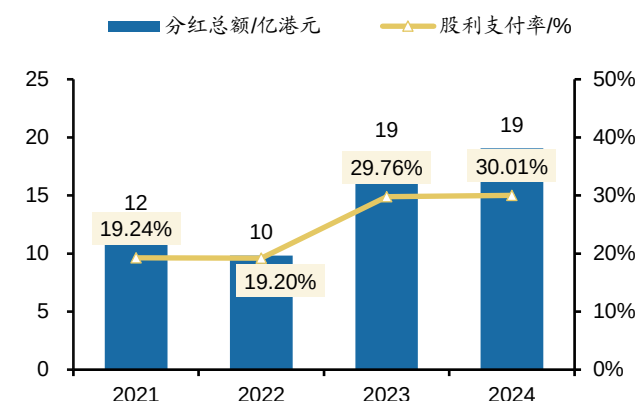
图 15: 2024年公司投资现金流净额-260.7亿元



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

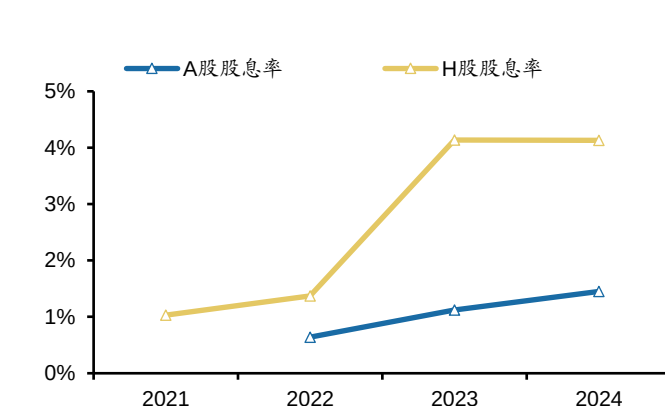
2024年分红率30%，承诺2025-2027年分红率不低于30%。2024年公司拟分红19.0亿元，分红率达30%，每股股利0.2278元/股，对应A股最新收盘价股息率1.5%，对应H股最新收盘价股息率4.1%。同时公司承诺2025-2027年分红率不低于30%。

图 16: 2024年公司分红率30%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 17: 2024年H股股息率4.1%



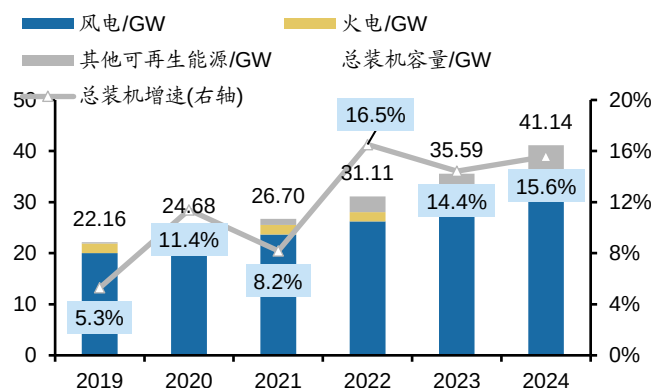
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 2021-2023年对应年末收盘价, 2024年对应最新收盘价

二、24 年新增风光装机 7.48GW，风电电价提升

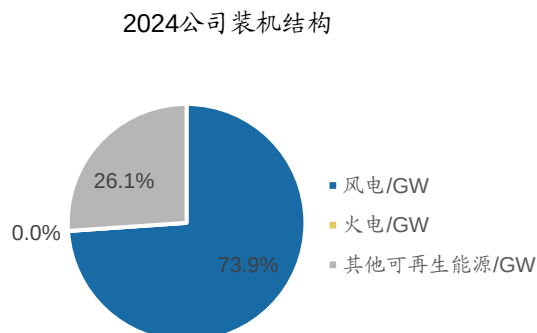
2024年公司新增风光装机7.48GW，火电资产剥离。2024年公司新增控股装机容量7.48GW：其中风电新增装机容量2.65GW，光伏新增控股装机容量4.83GW，出售两座火电厂股权，火电装机减少1.88GW，光伏装机减少56.13MW。截至2024年公司控股装机容量增至41.14GW（同比+15.6%），其中风电装机30.41GW、光伏装机10.70GW、其他可再生能源控股装机容量36.10兆瓦。

图 18: 截至2024年公司控股装机41.14GW



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

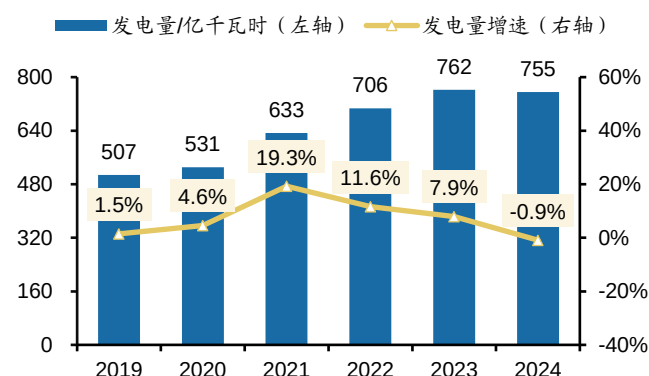
图 19: 截至2024年公司风电装机占总装机73.9%



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

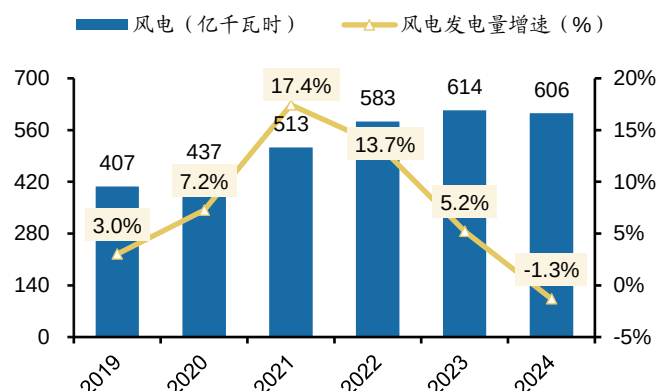
装机扩张、利用小时数下降，2024年公司发电量同比下降0.9%。2024年平均风速同比下降0.2米/秒，风电机组利用小时数整体下降，火电四季度剥离发电量下降，2024年公司实现发电量755.46亿千瓦时（同比-0.9%），分电源看，2024年风电发电量605.50亿千瓦时（同比-1.3%），光伏发电量78.27亿千瓦时（同比+73.13%），其他可再生能源发电量5898兆瓦时（同比-2.6%）。

图 20: 2024年公司发电量同比-0.9%



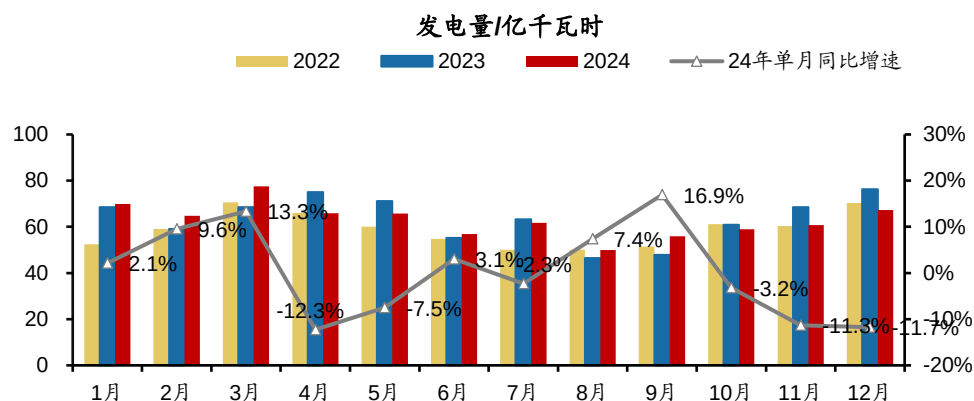
数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 21: 2024年公司风电发电量同比-1.3%



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 22: 公司各月发电量情况

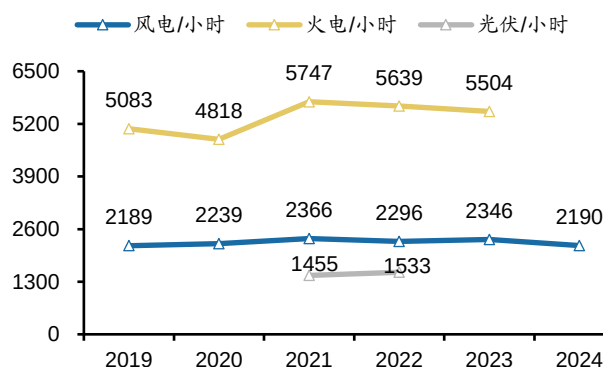


数据来源：公司经营报告，广发证券发展研究中心

2024年公司风电利用小时数同比下降156小时。2024年公司风电平均利用小时数为2190小时，同比减少135小时（同比-6.6%），主要是因为风资源水平同比下降，较同期中电联披露全国风电利用小时数2127小时水平高63小时。

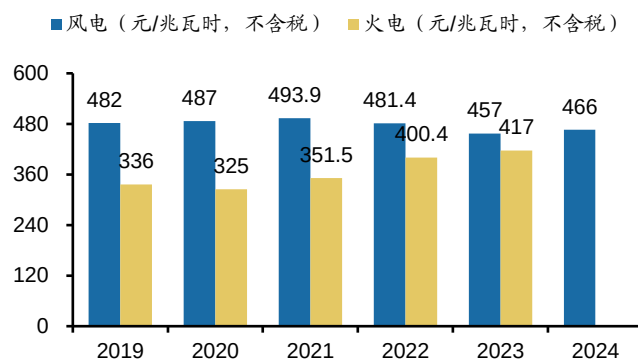
2024年公司风电上网电价同比+2.0%。2024年公司整体上网电价423元（不含税，下同），同比下降7.4%，其中风电平均上网电价466元/兆瓦时（同比+2.0%），主要系结构性因素影响，公司高电价项目的售电量占比有所提升所致；公司光伏平均上网电价人民币296元/兆瓦时（同比-3.9%），主要是由于新投产的光伏项目均为平价项目。

图 23: 2024年公司风电利用小时数同比-6.6%



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

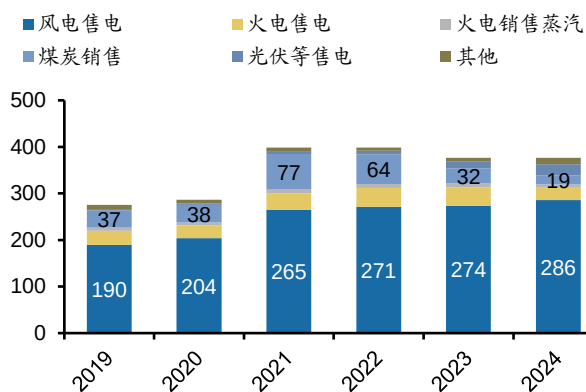
图 24: 2024年公司风电上网电价同比+2.0%



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

2024年公司风电售电收入同比+3.3%，经营利润同比+11.9%。虽然风电发电量下滑，但电价提升，且新收购项目贡献售电量，2024年公司风电业务售电收入达285.64亿元（同比+4.4%），占主营业务收入的77.3%。火电业务售电收入28.43亿元（同比-28.4%），煤炭销售业务收入19.41亿元（同比-40.1%），主要系四季度公司处置剥离火电业务。由于风电售电收入增加及电价上升，2024年风电业务经营利润同比上升11.9%至123.24亿元。

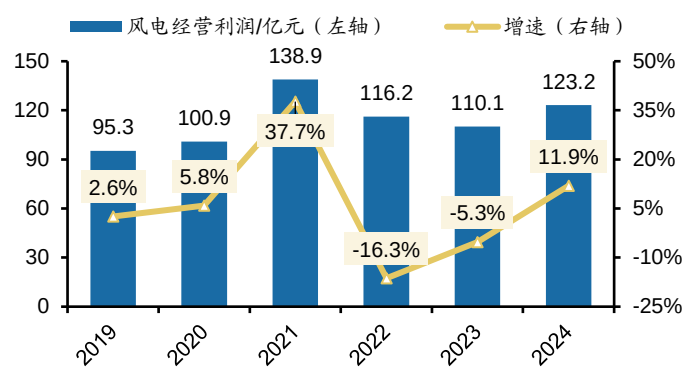
图 25：2024年公司风电售电贡献营收286亿元



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

备注：数据为港股年报口径

图 26：2024年公司风电经营利润同比+11.9%



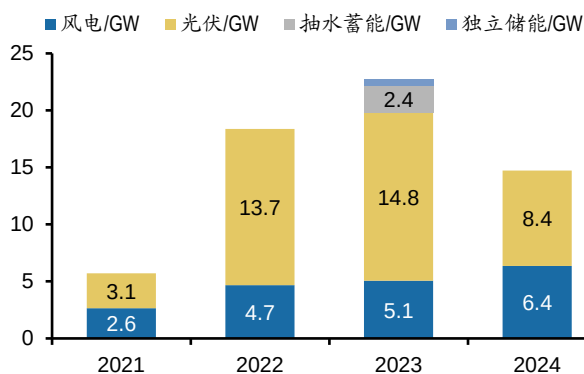
数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

备注：数据为港股年报口径

三、储备充裕+集团存注入预期，装机有望加速增长

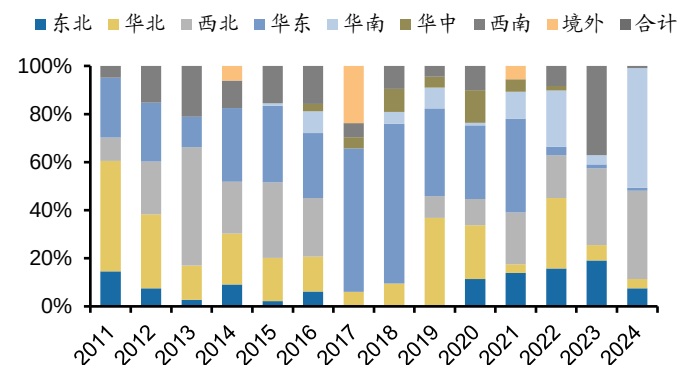
公司2024年取得开发指标容量14.72GW。根据公司年报，2024年公司通过竞配及其他方式，取得集中式开发指标容量14.72W，其中新能源开发指标14.72GW（风电6.4GW、光伏8.4GW）。公司风电新增装机战略调整，华南占比明显提升，2024年公司华南地区新增装机占比大幅提升至49.9%；华北地区占比降至3.8%；华东地区占比仅1.1%，西北地区占比为36.8%。主要系公司在华北、华东等区域装机发展已较为成熟，逐渐转向华南地区扩张。

图 27：2024年公司取得开发指标14.72GW



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

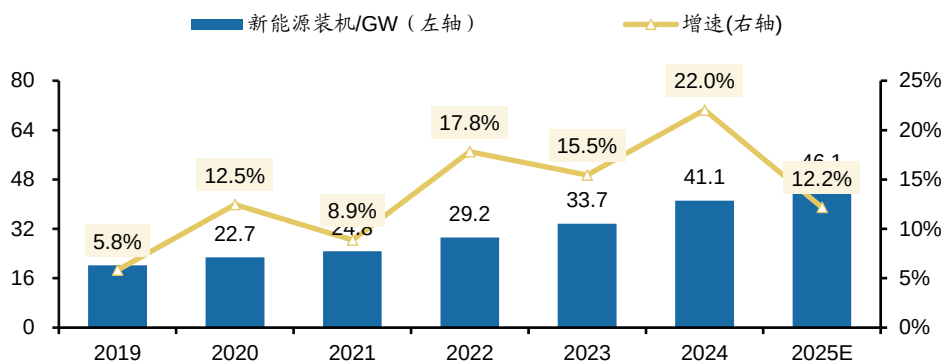
图 28：2024年公司华南地区新增装机占比49.9%



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

2025年，公司计划新开工新能源项目550万千瓦，投产500万千瓦，力争十四五装机翻番。预计2025年末公司新能源装机达到46GW。

图 29：2025年公司计划投产新能源装机5GW



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

国家能源集团旗下拥有中国神华、国电电力、龙源电力、长源电力四家电力上市公司，其中龙源电力定位为绿电上市平台。截至2023年末，国家能源集团风电装机60.78GW、光伏装机35.44GW，大部分装机位于龙源电力、国电电力体内，未上市风电装机23.47GW，集团2024年已启动4GW风光资产注入，已完成2GW资产注入。

表 1：截至2023年末国家能源集团体内存在40GW以上未证券化风光项目

集团		证券化装机/GW				未证券化装机/GW	
国家能源集团		国电电力	中国神华	龙源电力	长源电力	剩余装机	占比/%
总装机/GW	323.62	105.58	44.63	35.59	10.49	127.32	39.30%
火电	208.73	72.79	44.11	1.88	8.31	81.64	39.10%
水电	18.67	14.95	0.13	-	0.59	3.01	16.10%
风电	60.78	9.29	-	27.75	0.26	23.47	38.60%
光伏	35.44	8.54	0.4	5.96	1.31	19.23	54.20%

数据来源：国家能源集团债券募集说明书，各公司定期报告，广发证券发展研究中心

四、装机稳增+分红提升，维持“买入”评级

预计公司2025~2027年归母净利润分别为67/71/75亿元，按最新收盘价对应PE分别为21.22/20.07/19.05倍。风光装机加速，成长空间广阔。参考同业估值，考虑公司未来发展空间，给予公司2025年22倍PE估值，对应17.73元/股合理价值，给予H股10倍PE估值，对应H股8.73港币/股合理价值，维持“买入”评级。

表 2：龙源电力同业对比（收盘价日期：2025/4/1）

公司代码	公司名称	市值/亿元	最新收盘价 元/股	单位	PE 倍				归母净利润/亿元			
					2023A	2024A/E	2025E	2026E	2023	2024A/E	2025E	2026E
601016.SH	节能风电	193.55	2.99	CNY	12.86	14.55	12.29	11.24	15.12	13.30	15.75	17.22
600163.SH	中闽能源	102.00	5.36	CNY	12.26	14.12	12.64	11.61	6.78	7.22	8.07	8.78
000591.SZ	太阳能	177.08	4.52	CNY	13.82	11.24	9.75	8.27	15.79	15.75	18.17	21.42
00836.HK	华润电力	970.18	18.74	HKD	6.84	6.74	6.59	6.07	110.03	143.88	147.27	159.85

数据来源：同业对比公司盈利预测来自 Wind 一致预测，广发证券发展研究中心

五、风险提示

系统调节费用增大风险：考虑到电力现货市场、辅助服务市场加速推进，新能源承担的调峰、调频、备用等费用或出现明显上涨，可能致使投资项目不能实现预期收益，进而会对公司盈利能力和经营业绩造成较大影响。

项目建设不及预期风险：公司规划2025年投产新能源装机5GW，若规划项目不能按时投产，将对公司营收、业绩产生负面影响。

弃风弃光增加风险：伴随我国可再生能源大幅并网，若项目所在地消纳能力有限或送出通道受限，将对公司营收、业绩产生不利影响。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	46,106	51,833	55,623	60,012	64,621
货币资金	5,161	3,283	3,404	3,326	3,161
应收及预付	981	708	705	635	740
存货	729	428	96	123	103
其他流动资产	39,235	47,414	51,419	55,928	60,617
非流动资产	191,498	205,274	221,951	227,493	232,106
长期股权投资	5,995	6,226	6,226	6,226	6,226
固定资产	145,172	156,389	185,172	197,572	204,503
在建工程	24,439	25,220	13,366	6,810	4,843
无形资产	6,803	6,023	5,802	5,530	5,208
其他长期资产	9,089	11,416	11,386	11,356	11,326
资产总计	237,603	257,106	277,574	287,505	296,727
流动负债	73,674	72,795	73,258	70,346	71,892
短期借款	26,805	28,177	30,177	28,177	26,177
应付及预收	18,437	18,393	17,740	16,635	20,024
其他流动负债	28,432	26,224	25,341	25,534	25,692
非流动负债	79,184	98,202	112,102	118,502	119,402
长期借款	72,853	79,174	90,174	93,674	91,674
应付债券	4,092	15,998	18,998	21,998	24,998
其他非流动负债	2,239	3,030	2,930	2,830	2,730
负债合计	152,858	170,997	185,360	188,848	191,295
股本	8,382	8,360	8,360	8,360	8,360
资本公积	15,721	14,210	14,210	14,210	14,210
留存收益	46,619	50,933	55,849	61,035	66,487
归属母公司股东权益	72,284	73,205	78,121	83,307	88,759
少数股东权益	12,461	12,904	14,093	15,350	16,674
负债和股东权益	237,603	257,106	277,574	287,505	296,727

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	38052	37070	34107	35592	36682
营业成本	24160	23149	18852	19642	20303
营业税金及附加	359	340	307	320	330
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	451	471	392	409	422
研发费用	145	209	205	214	220
财务费用	3472	3497	3497	3588	3429
资产减值损失	-2134	-979	-2100	-2100	-2100
公允价值变动收益	-51	15	0	0	0
投资净收益	19	912	239	249	257
营业利润	8246	10136	9765	10369	10953
营业外收支	82	97	80	80	80
利润总额	8328	10233	9845	10449	11033
所得税	1495	1952	1920	2069	2207
净利润	6832	8281	7925	8380	8826
少数股东损益	529	1935	1189	1257	1324
归属母公司净利润	6303	6345	6736	7123	7502
EBITDA	24711	25438	27680	29516	30883
EPS（元）	0.73	0.75	0.81	0.85	0.90

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	14,346	17,062	20,719	22,218	27,578
净利润	6,832	8,281	7,925	8,380	8,826
折旧摊销	10,847	11,746	12,393	13,527	14,457
营运资金变动	-8,739	-6,699	-5,290	-5,471	-1,329
其它	5,406	3,735	5,692	5,781	5,624
投资活动现金流	-24,169	-26,068	-30,648	-20,637	-20,630
资本支出	-21,641	-26,850	-30,917	-20,916	-20,916
投资变动	-2,718	668	30	30	30
其他	190	113	239	249	257
筹资活动现金流	-3,848	7,353	10,049	-1,659	-7,113
银行借款	25,501	7,693	13,000	1,500	-4,000
股权融资	227	598	0	0	0
其他	-29,575	-939	-2,951	-3,159	-3,113
现金净增加额	-13,666	-1,686	121	-78	-164
期初现金余额	18,476	4,811	3,125	3,245	3,167
期末现金余额	4,811	3,125	3,245	3,167	3,002

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-4.5%	-2.6%	-8.0%	4.4%	3.1%
营业利润	7.3%	22.9%	-3.7%	6.2%	5.6%
归母净利润	23.3%	0.7%	6.2%	5.7%	5.3%
获利能力					
毛利率	36.5%	37.6%	44.7%	44.8%	44.7%
净利率	18.0%	22.3%	23.2%	23.5%	24.1%
ROE	8.7%	8.7%	8.6%	8.6%	8.5%
ROIC	5.5%	5.0%	5.1%	5.1%	5.1%
偿债能力					
资产负债率	64.3%	66.5%	66.8%	65.7%	64.5%
净负债比率	180.4%	198.6%	201.0%	191.4%	181.4%
流动比率	0.63	0.71	0.76	0.85	0.90
速动比率	0.58	0.67	0.72	0.81	0.86
营运能力					
总资产周转率	0.16	0.14	0.12	0.12	0.12
应收账款周转率	114.09	179.87	168.38	262.57	183.14
存货周转率	52.20	86.59	357.00	290.05	356.56
每股指标（元）					
每股收益	0.73	0.75	0.81	0.85	0.90
每股经营现金流	1.71	2.04	2.48	2.66	3.30
每股净资产	8.38	8.76	9.34	9.97	10.62
估值比率					
P/E	27.00	20.85	21.22	20.07	19.05
P/B	2.36	1.79	1.83	1.72	1.61
EV/EBITDA	11.43	10.32	10.48	9.98	9.51

广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。
- 姜 涛：资深分析师，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 龙：资深分析师，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 荣 凌 琪：资深分析师，帝国理工学院金融科技硕士，同济大学金融学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 许 子 怡：资深分析师，硕士，毕业于香港城市大学，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 舒 心：资深分析师，新加坡国立大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 郝 兆 升：高级分析师，复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 刘 恒 君：研究员，同济大学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北 路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部

分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。