

公用事业

2025年08月08日

华能国际电力股份 (00902)

——容量电价提升盈利稳定性，成本下降助力估值修复

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

投资要点：

- 公司受益煤价下行，业绩增长可观。**近年来煤价下跌，带动公司盈利能力持续提升。2025年上半年，公司实现营业收入人民币1,120.32亿元，同比下降5.70%；归母净利润人民币95.78亿元，同比增长23.19%。2024年ROE7.08%，较上年提升1.06个百分点。煤炭成本的下降持续释放火电利润弹性。25年上半年，公司境内除税发电耗用标煤单价人民币917.05元/吨，同比下降9.23%，使得公司燃煤机组利润显著提升。上半年公司境内煤电、气电实现税前利润总额73.10、7.53亿元人民币，较上年同期同比增加84%、32%，上半年煤电、气电度电利润分别为0.046元、0.057元，较上年度度电利润增加98%和23%。在上网电量和电价下跌的不利因素下，成本端改善仍有力支撑了盈利能力修复。
- 装机扩张，新能源发展迅猛。**截至2024年底，可控发电装机容量达145125兆瓦，清洁能源占比35.82%。2024年风电新增并网装机2646兆瓦，光伏新增并网装机6772兆瓦。新能源装机规模扩张推动电量与营收增长，25年H1风电上网电量同比增长11%，光伏上网电量同比大增49%，显示出新能源业务良好发展态势与潜力，推动公司能源结构优化转型。
- 容量电价提升，增加盈利稳定性。**以甘肃近期的政策为例，近期甘肃省发改委发布《甘肃省关于建立发电侧容量电价机制的通知（征求意见稿）》，规定市场初期，煤电机组、电网侧新型储能容量电价标准暂按每年每千瓦330元执行，煤电基本实现固定成本全额补偿，这一调整有助于火电公司回收固定资本开支，进一步稳定企业盈利。
- 现金流改善，派息提升彰显公司长期价值。**2024年公司全年经营性现金流净额达505亿元人民币，同比增长11%，2025年h1经营性现金流307亿，同比增加30%。尽管2024年公司装机扩张维持较高规模，资本性支出617.83亿元人民币，但燃料成本快速下降成为公司现金流修复的关键因素。随着容量电价和辅助性服务占比提升，现金流有望持续修复。公司2024年每股派发现金红利0.27元，对应A股股息率3.60%、H股股息5.32%，预计随着容量电价政策的推进，稳定的分红回报加强市场对公司投资信心，有效巩固公司在资本市场的竞争力。提高分红比率回馈股东，体现公司良好经营与回报能力。
- 首次评级，给予“买入”评级。**我们预计公司2025-2027年归母净利润预测至130.46、138.47、147.01亿元人民币，当前股价对应2025-2027年PE分别为6.0、5.7和5.3倍。基于公司煤炭价格下行利润弹性大、容量电价带来盈利稳定性增强，公司股息率高于5%，红利资产价值显著，首次评级，给予“买入”评级。
- 风险提示：**补贴回收的风险；电价波动的风险；煤价持续上行的风险。

市场数据：2025年08月07日

收盘价(港币)	5.51
恒生中国企业指数	8981.73
52周最高/最低(港币)	5.56/3.86
H股市值(亿港元)	864.96
流通H股(百万股)	4,700.38
汇率(人民币/港币)	1.1002

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

王璐 A0230516080007
wanglu@swsresearch.com
朱赫 A0230524070002
zhuhe@swsresearch.com

联系人

朱赫
(8621)23297818x
zhuhe@swsresearch.com

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	254,397	245,551	241,484	243,104	247,538
同比增长率(%)	3	-3	-2	1	2
归母净利润(百万元)	8,357	10,185	13,046	13,847	14,701
同比增长率(%)	204	22	28	6	6
每股收益(元/股)	0.35	0.46	0.83	0.88	0.94
净资产收益率(%)	6.02	7.08	8.32	8.11	7.93
市盈率	9.3	7.6	6.0	5.7	5.3
市净率	0.56	0.54	0.50	0.46	0.42

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

预计公司 2025-2027 年收入分别为 2414.84、2431.04、2475.38 亿元人民币，对应增速分别为-2%、1%、2%，归母净利润分别为 130.46/138.47/147.01 亿元人民币，对应增速分别 28%/6%/6%。公司业绩受益于煤价下降预计不断改善，现金流修复给与估值修复空间，公司股息率高于 5%，红利资产价值显著，给予“买入”评级。

关键假设点

预计公司 2025-2027 年的煤机利用小时会因为新能源大量集中上网而受到积压，从而使煤机利用小时数下降，假设 2025-2027 年每年煤机的利用小时数同比去年分别减少 100、100、50 小时。同时，预计公司 2025-2027 年的上网电价会受到燃煤成本下降的影响略有下降，但由于容量电价和公司煤机地理位置的原因，预计下降幅度并不大，预计公司煤机上网电价 2025-2027 年分别比去年下降 0.03、0.01 和 0.005 元/千瓦时。同时由于煤炭价格下行，预计公司的入炉煤价将有所下降，预计公司 2025 年-2027 年的平均入炉煤价（7000 大卡标煤）同比前一年下降 88、10、2 元/吨。

有别于大众的认识

市场普遍将公司的业绩增长归因于煤价下跌，但深层逻辑中，其区域布局与成本管控能力才是“抗周期”的核心壁垒。以 2025 年上半年为例，尽管全国长协电价调整幅度较大，但公司因北方机组占比高，平均上网电价降幅仅 2.69%，叠加 2025 年 Q1、Q2 秦皇岛 5500 大卡煤价同比分别降 20%、26%，煤机税前利润同比激增 84%至 73.10 亿元人民币。这种“电价抗跌+燃料成本下降”的双重优势，并非单纯依赖资源价格波动，而是源于其在华北、东北等煤炭主产区的机组布局（缩短运输半径降低成本），以及公司对于煤炭成本采购的管理能力，公司统筹长协与现货，提高长协合同履约质量，采购低价现货煤，努力优化存煤结构。此外，公司 2024 年每股派息 0.27 元，在火电行业中属高位，打破了“重资产企业难分红”的固有认知，凸显现金流修复与股东回报的双重能力。

股价表现的催化剂

煤价下行周期中的火电盈利弹性超预期；电价机制改革进展超预期。

核心假设风险

补贴回收的风险；电价波动的风险；煤价持续上行的风险。

目录

1. 受益煤价下行业绩稳定修复	5
2. 新能源装机持续扩张，为公司注入成长动能	6
3. 现金流优化，派息提升彰显长期价值	7
4. 盈利预测和估值	9
5. 风险提示	10

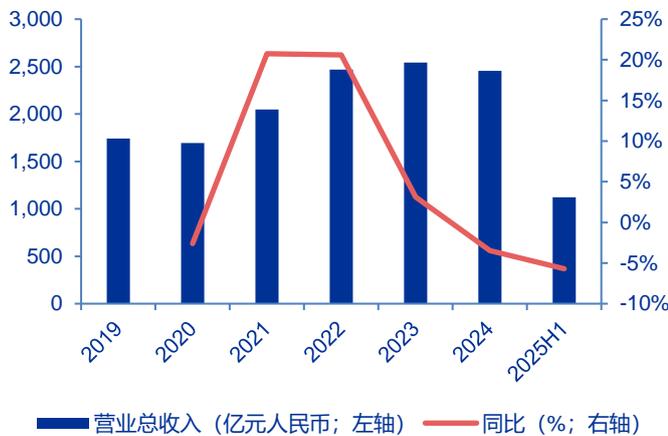
图表目录

图 1: 公司营业收入及增速	5
图 2: 公司归母净利润及增速	5
图 3: 公司 ROE 变化	6
图 4: 秦皇岛港平均煤价及同比	6
图 5: 公司装机结构变化 (单位: 兆瓦)	6
图 6: 风光上网电量变化	6
图 7: 风光营收及增速 (单位: 亿元人民币; %)	7
图 8: 风光利润总额及增速 (单位: 亿元人民币; %)	7
图 9: 2021 年来公司现金流持续改善 (单位: 亿元人民币; %)	8
图 10: 公司近年来派息额及派息率	8
表 1: 公司各板块电量及利润	6
表 2: 容量电价的主要内容	9
表 3: 公司收入拆分 (百万元人民币)	10
表 4: 公司成本拆分 (百万元人民币)	10
表 5: 可比公司估值表 (收盘价为 2025 年 8 月 7 日)	10

1. 受益煤价下行业绩稳定修复

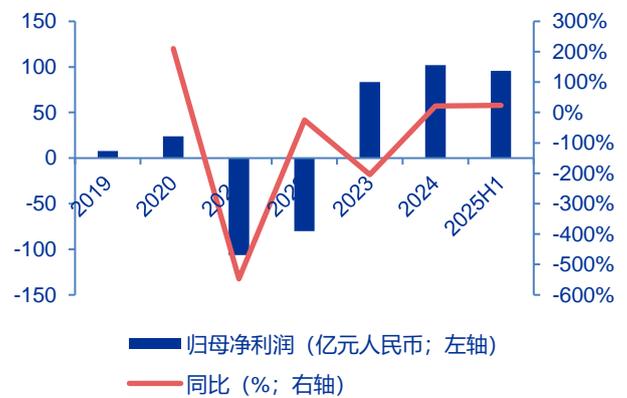
华能国际为中国最大的上市发电公司之一。华能国际电力股份有限公司成立于 1994 年，先后于纽约（1994 年）、香港（1998 年）、上海（2001 年）三地上市。公司境内电厂分布在中国二十六个省、自治区和直辖市，境外营运范围还包括新加坡及巴基斯坦。公司控股股东是中国华能集团有限公司。得益于燃料成本下降，2024 年公司实现营收 2456 亿元人民币，同比下降 3%，归母净利润达 102 亿元人民币，同比增长 22%。2025 年上半年，公司实现营业收入人民币 1120 亿元，同比下降 6%；归母净利润人民币 96 亿元，同比增长 23%。

图 1：公司营业收入及增速



资料来源：wind，申万宏源研究

图 2：公司归母净利润及增速



资料来源：wind，申万宏源研究

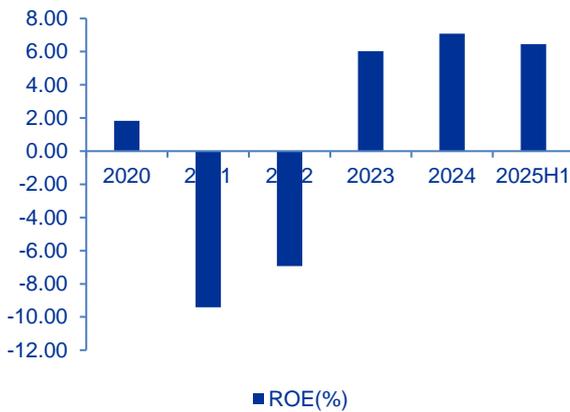
成本端降幅显著，公司盈利能力稳定回升。2023 年以来煤价大幅下行，燃料成本及上网电价呈下跌趋势。2024 年全国多省份长协电价调整幅度较大，但得益于北方地区电价调整幅度相对较低，公司的电价同比下降幅度较小，叠加煤炭价格下跌幅度较大，成本下降幅度大于收入，带动公司整体盈利持续上行。1H25 公司平均上网结算电价为 485.27 元/兆瓦时，同比下降 2.69%。成本端，1Q25、2Q25 秦皇岛港 5500 大卡平均煤价分别为 721、632 元/吨，同比下降 20%、26%。25 年上半年，公司境内除税发电耗用标煤单价人民币 917.05 元/吨，同比下降 9.23%，公司把握燃料价格下行窗口，科学统筹煤炭长协与现货采购，进一步降低燃料成本，火电盈利能力显著回升。受益于成本下行，公司火电利润显著提升，煤机及燃气度电利润均有显著增长。据公司披露的分部业绩，上半年公司境内煤电、气电实现税前利润总额 73.10、7.53 亿元人民币，较上年同期同比增加 84%、32%，上半年煤电、气电度电利润总额分别为 0.05 元、0.06 元，较上年度电利润总额增加 98% 和 23%，火电成本端大幅改善。

成本端有显著降幅的基础上，公司的 ROE 在 2023 年显著回升并持续向好。2020-2022 年，火电成本端受煤价暴涨冲击，叠加新能源规模尚小，导致 ROE 持续承压；2023 年后，煤炭价格回落、新能源装机放量及容量电价政策实施形成合力，推动 ROE 进入修复通道。2023 年公司 ROE 转正，并且 2024 年持续上升，随着煤炭价格进一步下降，新能源装机占比显著提升，容量电价机制落地生效，预计未来华能国际的 ROE 持续向好。

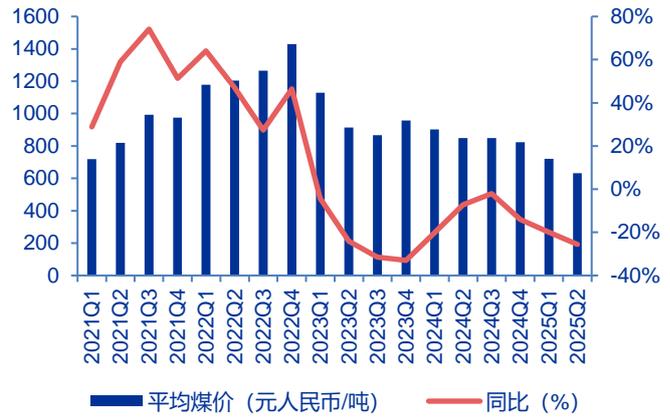
表 1: 公司各板块电量及利润

	上网电量 (亿千瓦时)			利润总额 (亿元人民币)			度电利润 (元/度)		
	2025H1	2024H1	同比	2025H1	2024H1	同比	2025H1	2024H1	同比
煤机	1583.63	1704.00	-7.06%	73.10	39.80	83.67%	0.05	0.02	97.63%
燃机	132.55	123.34	7.47%	7.53	5.70	32.11%	0.06	0.05	22.93%
风电	210.31	188.80	11.39%	39.10	40.30	-2.98%	0.19	0.21	-12.90%
光伏	122.43	81.98	49.34%	18.23	12.45	46.43%	0.15	0.15	-1.95%
水电	3.89	5.00	-22.20%	0.19	0.52	-63.46%	0.05	0.10	-53.04%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 3: 公司 ROE 变化


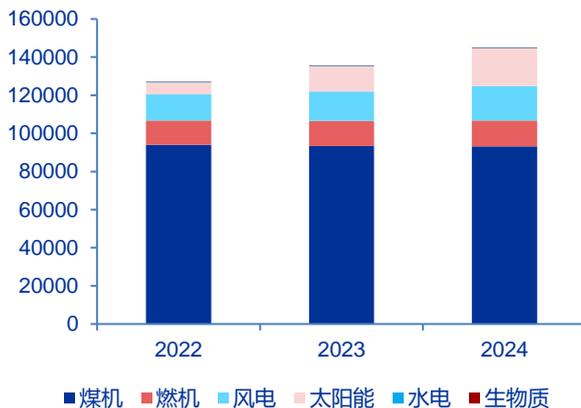
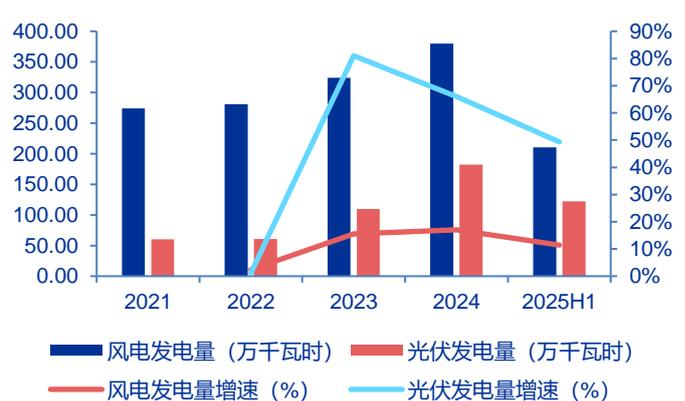
资料来源: wind, 申万宏源研究

图 4: 秦皇岛港平均煤价及同比


资料来源: wind, 申万宏源研究

2. 新能源装机持续扩张, 为公司注入成长动能

风光装机持续增加, 带动发电量稳定成长。截至 2024 年底, 公司可控发电装机容量达 145125MW。其中, 煤机装机容量为 93143MW, 占比约 64.18%; 燃机装机容量为 13508MW, 占比约 9.31%。在新能源领域, 风电装机容量为 18109MW, 占比约 12.48%, 光伏装机容量为 19836MW, 占比约 13.67%。2024 年, 公司风电新增装机 2646MW, 光伏新增装机 6772MW, 风电和光伏新增装机持续提速, 彰显出公司在新能源业务上积极拓展的态势。新能源装机规模扩张带动公司发电量稳定增长, 2024 年风电上网电量达 369.52 亿千瓦时, 同比增长 16.07%, 光伏上网电量为 181.27 亿千瓦时, 同比高增 66.13%。

图 5: 公司装机结构变化 (单位: 兆瓦)

图 6: 风光上网电量变化


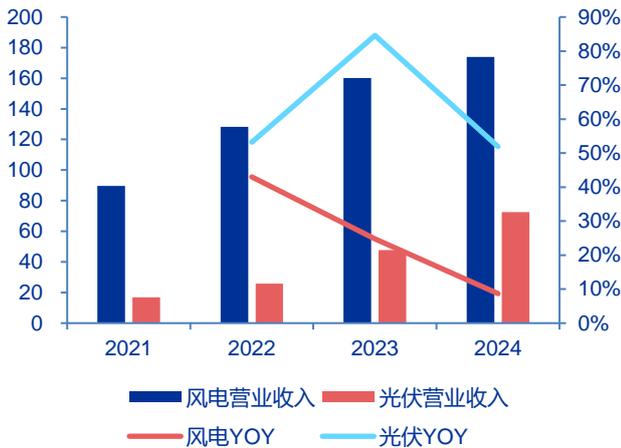
资料来源：公司公告、申万宏源研究

资料来源：公司公告、申万宏源研究

公司新能源营收及利润规模稳定增长。受装机规模增加，发电规模持续扩张带动，近年来公司新能源营业收入及税前利润屡创新高。2024 年风电营业收入 173.99 亿元人民币，同比增长 8.68%，税前利润达 67.72 亿元人民币，同比增幅 14.53%；光伏营业收入 72.60 亿元人民币，同比大幅增长 51.91%，税前利润为 27.25 亿元人民币，同比增长 33.3%。营收及利润增速低于电量增速，主要受上网电价下降及发电效率下降因素影响。

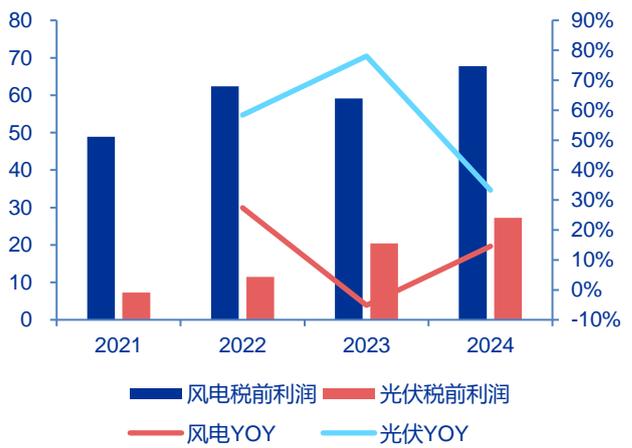
2025 年上半年，公司新增风电、光伏装机分别为 1928.45 兆瓦、4334.46 兆瓦，同比去年分别增加 82.89%、117.84%，上半年公司抢抓新能源市场化政策窗口期，全力推进新能源建设和并网。尽管公司整体风电装机规模大幅提升，但上半年上网电量 210.31 亿千瓦时，同比增加 11.39%，上半年风况不佳，利用小时数同比减少 67 小时至 1133 小时，制约风电利润增速，上半年风电度电利润总额 0.1859 元，同比下降 12.90%。光伏板块则显著受益装机规模爆发式增长，利用小时数虽然也同比减少 11 小时至 583 小时，但 25h1 光伏上网电量仍高增 49.33%至 122.43 亿度，上半年税前利润达 18.23 亿元人民币，同比去年增加 46%，度电税前利润同比去年略有下滑 1.95%至 0.1489 元。公司新能源项目大多分布在消纳能力较强、电价相对较高的区域。

图 7：风光营收及增速（单位：亿元人民币；%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 8：风光利润总额及增速（单位：亿元人民币；%）

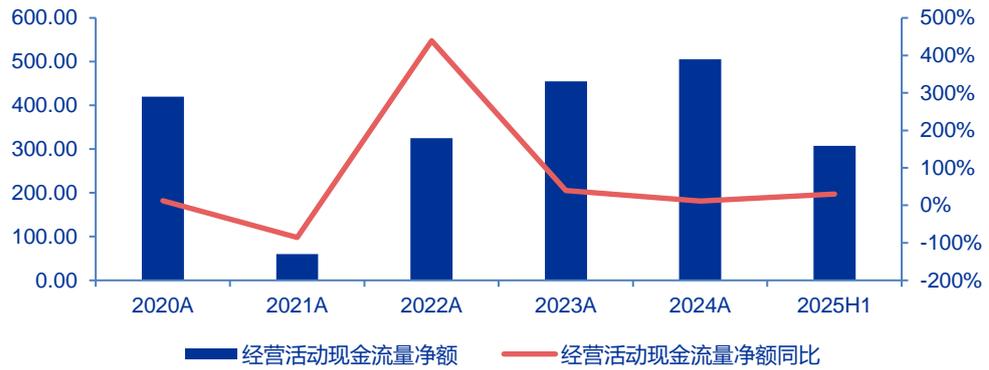


资料来源：公司公告，申万宏源研究

3. 现金流优化，派息提升彰显长期价值

现金流得益于盈利提升与燃料成本下降持续改善。自 2021 年公司受燃料成本激增录得较大亏损后，随着成本中枢逐步回落，火电盈利改善，公司现金流持续向好。2024 年公司全年经营性现金流净额达 505 亿元人民币，同比增长 11%，2025 年 h1 经营性现金流 307 亿，同比增加 30%。尽管 2024 年公司装机扩张维持较高规模，资本性支出 617.83 亿元人民币，但燃料成本快速下降成为公司现金流修复的关键因素。25 年上半年，公司境内除税发电耗用标煤单价人民币 917.05 元/吨，同比下降 9.23%，累计采购煤炭 8713.67 万吨，同比下降 10.7%，2025 年上半年煤炭成本同比减少 186.74 亿元人民币，同比下降 18.94%。随着 2025 年燃料成本的进一步下降，以及容量电价和辅助性服务的占比提升，预计公司现金流在新的一年里持续修复。

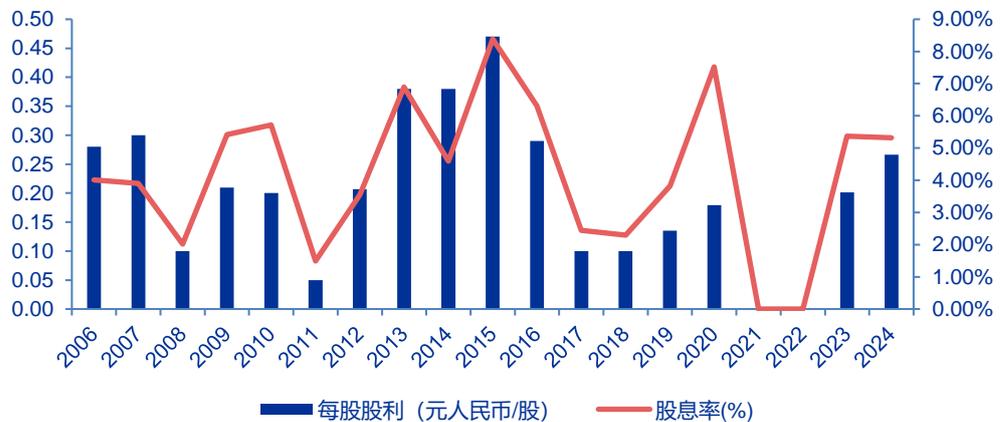
图 9：2021 年来公司现金流持续改善（单位：亿元人民币；%）



资料来源：wind，申万宏源研究

派息率稳步提升，奠定公司长期投资价值。公司分红派息历史悠久，上市以来除 2021-2022 亏损年度外均保持稳定分红。2024 年，公司每股分红达 0.27 元人民币/股，股利支付率达 41.08%，每股分红额度系 2017 年以来最高。并且随着容量电价制度的不断完善，容量电价水平可以根据各地电力系统需要、煤电功能转型情况等实际因素合理确定并逐步调整，充分体现煤电等电源对电力系统的支撑调节价值，也有助于回收固定资本开支，稳定公司的盈利。公司 2024 年每股派发现金红利 0.27 元，对应 A 股股息率 3.60%、H 股股息 5.32%，预计随着容量电价政策的推进，公司盈利预期更加稳定，调节价值得到凸显。稳定的分红回报加强市场对公司投资信心，有效巩固公司在资本市场的竞争力。

图 10：公司近年来派息额及派息率



资料来源：wind，申万宏源研究

容量电价更保障了公司盈利和分红的稳定性。23 年 11 月，国家发改委印发《关于建立煤电容量电价机制的通知》（发改价格〔2023〕1501 号），也就是 1501 号文，调整为两部制电价，其中电量电价通过市场化方式形成，灵敏反映电力市场供需、燃料成本变化等情况；容量电价水平根据转型进度等实际情况合理确定并逐步调整，充分体现煤电对电力系统的支撑调节价值，更有助于回收固定资本开支，稳定公司的盈利。同时，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。也就是说，不同于新能源的补贴，火电企业的容量电价不会形成应收账款，而是增厚火电企业的现金流，保障公司盈利以及分红的稳定性。

同时容量电价标准也在提升。以甘肃近期的政策为例，7月14日，甘肃省发改委发布《甘肃省关于建立发电侧容量电价机制的通知（征求意见稿）》，规定市场初期，煤电机组、电网侧新型储能容量电价标准暂按每年每千瓦330元执行，自2026年1月1日起执行，试行期2年。此前，甘肃2024-2025年煤电容量电价仅为每年每千瓦100元，新政策下的容量电价水平大幅提升。同时广东省也将于明年1月1日同样将煤电机组容量电价从原本的每年每千瓦100元调整为每年每千瓦165元，原本新政策下的容量电价水平大幅提升。

表 2：容量电价的主要内容

实施范围	煤电容量电价机制适用于合规在运的公用煤电机组。燃煤自备电厂、不符合国家规划的煤电机组，以及不满足国家对于能耗、环保和灵活调节能力等要求的煤电机组，不执行容量电价机制，具体由国家能源局另行明确。
容量电价水平的确定	用于计算容量电价的煤电机组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。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%。
容量电费分摊	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。
考核机制	正常在运情况下，煤电机组无法按照调度指令（跨省跨区送电按合同约定，下同）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%。

资料来源：国家发改委，申万宏源研究

4. 盈利预测和估值

我们预计公司2025-2027年收入分别为2414.84、2431.04、2475.38亿元人民币，对应增速分别为-1.7%、0.7%、1.8%，预计公司归母净利润分别130.46/138.47/147.01亿元人民币，对应增速分别28%/6%/6%。

预计公司2025-2027年的煤机利用小时会因为新能源大量集中上网而受到积压，从而使煤机利用小时数下降，假设2025-2027年每年煤机的利用小时数同比去年分别减少100、100、50小时。同时，预计公司2025-2027年的上网电价会受到燃煤成本下降的影响略有下降，但由于容量电价和公司煤机地理位置的原因，预计下降幅度并不大，预计公司煤机上网电价2025-2027年分别比去年下降0.03、0.01和0.005元/千瓦时。同时由于煤炭价格下行，预计公司的入炉煤价将有所下降，预计公司2025年-2027年的平均入炉煤价（7000大卡标煤）同比前一年下降88、10、2元/吨。

我们预计公司2025-2027年收入分别为2414.84、2431.04、2475.38亿元人民币，对应增速分别为-1.7%、0.7%、1.8%。预计公司归母净利润分别为130.46/138.47/147.01亿元人民币，对应增速分别28%/6%/6%，对应PE估值为6.0、5.7、5.3。我们选取了规模相似、资产结构相似的中国电力、华电国际电力股份、华润电力作为可比公司，华能国际的业绩增速高于行业平均的12%，但PE估值却远低于行业平均的7.4、6.8、6.0倍。我们预测公司25-27年eps为0.83、0.88、0.94，且公司2024年每股派发现金红利0.27元，对应A股股息率3.60%、H股股息5.32%，预计随着港股市场流动率提升，我们认为公司

A/H 溢价率将降低，公司估值有显著的修复空间，25 年行业平均 PE 为 7.4，公司的业绩增速显著高于行业平均，给与公司 25 年 eps8 倍 pe，对应 33% 的上升空间。

公司业绩受益于煤价下降预计不断改善，ROE 回升，叠加容量电价机制落地带来的盈利稳定性增强，其股息率水平有望随业绩改善而提升，公司股息率的修复与增长潜力给予公司估值修复空间，给予“买入”评级。

表 3：公司收入拆分（百万元人民币）

报告日期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
火电	166929	161905	152061	148428	147981
——煤机	152072	145156	132822	126653	123623
——燃机	14857	16748	19238	21775	24358
热力	31288	29226	29226	29226	29226
水电	280	285	290	295	295
风电	16009	17399	20552	23590	26944
光伏	4779	7260	9878	12088	13616
海外业务	26871	21480	21480	21480	21480
航运等其他业务	8,241	7,997	7,997	7,997	7,997
合计	254397	245551	241484	243104	247538

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

表 4：公司成本拆分（百万元人民币）

报告日期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
燃料	156569	142115	131949	130565	131506
燃料-煤电	126262	114716	102516	99051	97714
燃料-燃机	14236	15628	17660	19741	22020
燃料-热力、海外-倒算	16071	11772	11772	11772	11772
现有折旧	25492	26302	28302	28662	29932
维修	4457	5056	5606	5606	5606
人工成本	17762	18650	20650	20650	20650
电力采购成本	11978	9070	9574	9072	9068
输变电费用	48	48	47	47	48
税金及附加	1635	2009	1896	1909	1944
税金占营业收入比重	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
其他	17765	18283	18283	18283	18283

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

表 5：可比公司估值表（收盘价为 2025 年 8 月 7 日）

证券代码	证券简称	预测归母净利润 (亿元人民币)					CAGR (%) (23A-27E)	PE			总市值 (亿元人民币)
		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E	
2380.HK	中国电力	30.84	38.62	40.02	45.13	51.60	14%	8.8	7.8	6.8	351.93
1071.HK	华电国际电力股份	46.01	56.70	65.78	69.61	70.82	11%	6.5	6.1	5.0	426.28
0836.HK	华润电力	99.71	133.24	133.37	142.53	148.92	11%	6.9	6.5	6.2	919.96
	行业平均						12%	7.4	6.8	6.0	
0902.hk	华能国际电力股份	84.46	101.35	130.46	138.47	147.01	15%	6.0	5.7	5.3	786.21

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

注：可比公司采用 wind 一致预期

5. 风险提示

煤价持续上行的风险：公司业务对煤炭等燃料依存度较高，煤炭价格易受全球供需格局、地缘政治、极端气候等因素影响。尽管政策存在限价举措，但在冬季用煤高峰、国际

能源危机等极端情况下，煤价仍可能大幅攀升。如过往能源危机期间，国际煤价短时间内翻倍，若此类情况再现，公司火电业务成本将急剧增加，严重压缩利润空间，甚至可能导致火电业务亏损，对整体盈利造成重大冲击。

补贴回收的风险：新能源项目建设周期长、资金投入大，部分项目依赖政府补贴实现收益平衡。但补贴发放存在审批流程复杂、拨付周期长等问题，部分地区因财政压力可能出现补贴延迟发放甚至缩减的情况。

电价波动的风险：电力市场化改革持续推进，上网电价受供需关系、政策调控、燃料成本传导等多重因素影响呈现波动加剧趋势。在用电淡季，电力供过于求可能导致市场化交易电价下行，而在燃料成本上涨时，电价调整存在滞后性，难以同步覆盖成本增幅。

合并利润表

单位: 百万元 (人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	254,396.70	245,550.92	241,483.99	243,104.41	247,538.34
主营收入	254,396.70	245,550.92	241,483.99	243,104.41	247,538.34
燃料	-156,569.16	-142,115.48	-131,948.60	-130,564.58	-131,505.93
人工及电力采购成本	-29,740.40	-27,719.71	-29,999.68	-29,724.68	-29,717.68
维修与折旧	-29,949.05	-31,357.90	-33,907.90	-34,162.90	-35,767.90
输变电费用	-47.95	-47.95	-46.53	-46.71	-47.87
其他经营损益	-19,400.18	-20,292.15	-20,179.78	-20,192.04	-20,227.32
财务费用	-8,868.37	-7,440.78	-8,699.10	-9,143.49	-9,355.59
投资收益	2,784.57	1,264.55	1,264.55	1,264.55	1,264.55
资产减值损失	-129.01	-20.22	0.00	0.00	0.00
其他非经常性损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
除税前利润	12,477.14	17,821.29	17,966.94	20,534.56	22,180.59
所得税	-3,707.73	-3,815.09	-4,491.73	-5,133.64	-5,545.15
净利润	8,769.41	14,006.19	13,475.20	15,400.92	16,635.45
少数股东损益及其他	411.95	3,821.56	429.04	1,554.18	1,934.93
归属普通股股东净利润	8,357.46	10,184.63	13,046.16	13,846.74	14,700.52

资料来源: 聚源数据, 申万宏源研究

合并资产负债表

单位: 百万元 (人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	90,744.16	96,299.66	88,377.17	89,115.33	90,713.78
现金及等价物	16,849.86	19,932.04	15,595.43	15,824.58	16,126.99
应收款项	61,890.97	62,619.30	61,823.09	62,140.33	63,008.39
存货	11,899.34	13,444.39	10,654.72	10,846.50	11,274.47
其他流动资产	103.99	303.93	303.93	303.93	303.93
非流动资产	459,571.86	499,277.23	537,959.24	563,907.92	581,801.04
长期投资	23,356.01	25,300.91	25,300.91	25,300.91	25,300.91
固定资产	368,675.82	402,936.46	441,618.47	467,567.16	485,460.28
投资物业	626.24	591.51	591.51	591.51	591.51
无形资产及商誉	41,456.03	44,948.07	44,948.07	44,948.07	44,948.07
其他非流动资产	25,457.76	25,500.28	25,500.28	25,500.28	25,500.28
资产总计	550,316.01	595,576.88	626,336.41	653,023.25	672,514.82
流动负债	163,999.35	178,738.07	196,022.39	207,308.32	210,164.44
短期借款	57,232.73	61,165.91	82,888.08	94,778.13	97,223.35
应付款项	65,594.42	67,797.43	63,359.58	62,755.46	63,166.36
其他流动负债	41,172.21	49,774.73	49,774.73	49,774.73	49,774.73
非流动负债	206,962.18	206,259.77	206,259.77	206,259.77	206,259.77
负债合计	370,961.54	384,997.83	402,282.16	413,568.08	416,424.21
股本	15,698.09	15,698.09	15,698.09	15,698.09	15,698.09
总储备	122,952.45	127,782.78	140,828.94	154,675.68	169,376.20
其他股东权益	112.58	313.46	313.46	313.46	313.46
非控股权益及其他	40,591.36	66,784.72	67,213.76	68,767.94	70,702.87
权益总额	179,354.48	210,579.05	224,054.25	239,455.17	256,090.62
负债和股东权益合计	550,316.01	595,576.88	626,336.41	653,023.25	672,514.82

资料来源: 聚源数据, 申万宏源研究

合并现金流量表

单位: 百万元 (人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	8,769.41	14,006.19	13,475.20	15,400.92	16,635.45
加: 折旧摊销减值	25,731.76	26,416.66	30,717.99	34,051.32	37,106.88
利息净支出	8,868.37	7,440.78	8,699.10	9,143.49	9,355.59
投资损失	-2,784.57	-1,264.55	-1,264.55	-1,264.55	-1,264.55
营运资本变动	-	-	-	-	-
其它经营现金流	-	-	-	-	-

经营活动现金流	45,497.12	50,530.26	50,775.78	56,218.04	60,948.23
资本开支	-58,682.65	-61,783.44	-69,400.00	-60,000.00	-55,000.00
其它投资现金流	2,784.57	1,264.55	1,264.55	1,264.55	1,264.55
投资活动现金流	-54,529.05	-61,726.78	-68,135.45	-58,735.45	-53,735.45
支付股利和利息	-12,455.83	-15,933.72	-8,699.10	-9,143.49	-9,355.59
其它融资现金流	-26,340.77	3,933.18	21,722.17	11,890.05	2,445.22
融资活动现金流	8,719.53	13,613.41	13,023.07	2,746.56	-6,910.37
净现金流	-366.47	2,450.47	-4,336.61	229.15	302.42

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露 证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swwhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swwhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swwhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swwhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swwhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swwhysc.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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、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。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。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，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。