

新集能源（601918.SH）

煤、电价下行业绩承压，煤电一体成长可期

优于大市

核心观点

公司发布 2025 年半年报：2025H1 公司实现营收 58.1 亿元，同比-2.9%，归母净利润 9.2 亿元，同比-21.7%。其中 2025Q2 公司实现营收 29.0 亿元，同比-0.9%，归母净利润 3.9 亿元，同比-32.8%、环比-26.9%。业绩下滑主要系煤价、电价齐降，但三季度随着用电旺季到来，这一情况已有明显改善。

煤炭业务：煤炭产/销量增长；煤价下行业绩承压。2025H1 公司商品煤产量 994 万吨，同比+6.2%，商品煤销售量 943 万吨，同比+3.6%。其中 2025Q2 公司商品煤产量 566 万吨，同比+5.5%，商品煤销售量 495 万吨，同比+6.1%。2025H1 公司吨煤售价 529 元/吨，同比-36 元/吨，吨煤成本 327 元/吨，同比-12 元/吨，吨煤毛利 201 元/吨，同比-24 元/吨；其中 2025Q2 吨煤售价 498 元/吨，同比-55 元/吨，吨煤成本 330 元/吨，同比-2 元/吨，吨煤毛利 168 元/吨，同比-54 元/吨。公司煤炭储量丰富，煤质优良，截至 2025 年 6 月末矿权内资源储量 61.85 亿吨，现有矿权向深部延伸资源储量 26.51 亿吨，共计 88.36 亿吨；拥有 5 对生产矿井，合计产能 2350 万吨，可采年限 78 年；远期规划总产能 3590 万吨/年，矿井 12 座。

电力业务：受益于辛利二期投产，发电量大幅增长，电价下行拖累业绩。2025H1 公司发/上网电量分别为 67/63 亿千瓦时，同比+45%/+44%，主要系 2024 年下半年板集电厂投运所致；平均上网电价 0.372 元/千瓦时，同比-9.7%。2025Q2 发/上网电量分别为 30/29 亿千瓦时，同比+42%/+41%，环比-16%/-17%，主要系二季度用电需求不佳；平均上网电价 0.368 元/千瓦时，同比-11.5%，环比-2%。产能方面，公司控股利辛电厂一期（2*1000MW）和利辛电厂二期（2*660MW）；参股宣城电厂；拥有新集一矿、二矿两个低热值煤电厂；上饶电厂（2*1000MW）、滁州电厂（2*660MW）、六安电厂（2*660MW）在建，有望于 2025 年底至 2026 年中期投运，投运后公司自用煤比例有望提高至 90%左右，届时煤电一体化协同优势将充分发挥。此外，公司地处安徽省中部，紧邻经济发达但能源缺乏的长江三角洲地区，利于产品售卖。

投资建议与盈利预测：公司电力业务增长可期，煤电一体业绩稳定性较强，分红率有提升潜力。预计 2025-2027 年归母净利润 19.6/24.8/26.3 亿元，对应 PE 为 8.4/6.7/6.3。我们认为公司股价估值区间在 6.8-7.6 元之间，相对于 8 月 27 日收盘价有 7%-19%溢价空间，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：经济放缓导致煤炭需求下降、新能源快速发展替代煤电需求、安全生产事故影响、公司产能释放不及预期、公司分红率不及预期。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	12,845	12,727	12,346	14,710	16,083
(+/-%)	7.0%	-0.9%	-3.0%	19.1%	9.3%
净利润(百万元)	2109	2393	1964	2478	2627
(+/-%)	2.2%	13.4%	-17.9%	26.2%	6.0%
每股收益(元)	0.81	0.92	0.76	0.96	1.01
EBIT Margin	29.8%	32.2%	27.4%	27.9%	26.3%
净资产收益率 (ROE)	15.6%	15.4%	12.0%	14.3%	14.3%
市盈率 (PE)	7.8	6.9	8.4	6.7	6.3
EV/EBITDA	7.6	8.0	9.2	8.1	8.0
市净率 (PB)	1.22	1.06	1.01	0.96	0.90

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

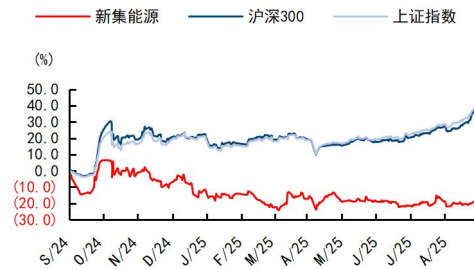
公司研究 · 财报点评

煤炭 · 煤炭开采

证券分析师：刘孟峦	证券分析师：胡瑞阳
010-88005312	0755-81982908
liumengluan@guosen.com.cn	huruiyang@guosen.com.cn
S0980520040001	S0980523060002

基础数据	
投资评级	优于大市(首次)
合理估值	6.80 - 7.60 元
收盘价	6.38 元
总市值/流通市值	16528/16528 百万元
52 周最高价/最低价	9.60/6.18 元
近 3 个月日均成交额	235.14 百万元

市场走势

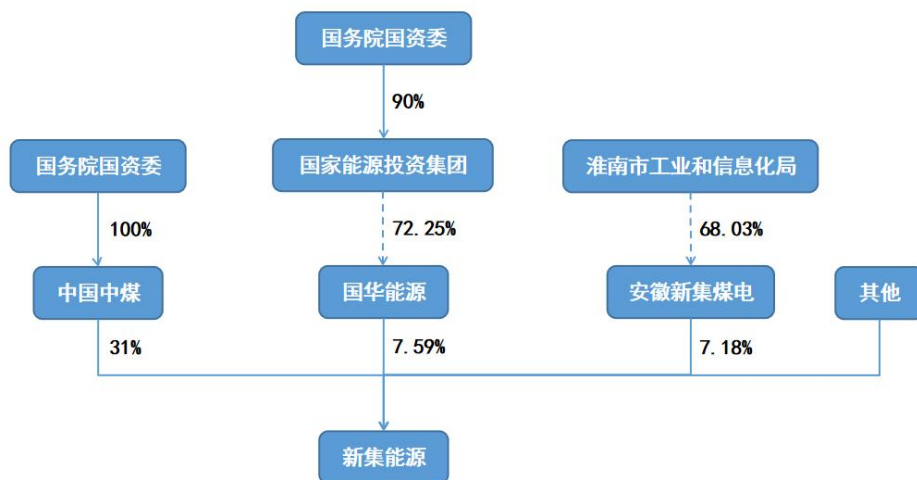


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

中煤新集能源股份有限公司是中国中煤控股、煤电新能源并举的大型能源企业，也是安徽省内四大煤炭企业之一。公司 1989 年 12 月开发建设，原为淮南市地方煤矿企业，2007 年 12 月，公司 A 股在上交所成功上市。2016 年 9 月，公司划入中国中煤管理。截至 2024 年 6 月 30 日，控股股东中国中煤持股比例 31%，公司实控人为国务院国资委。

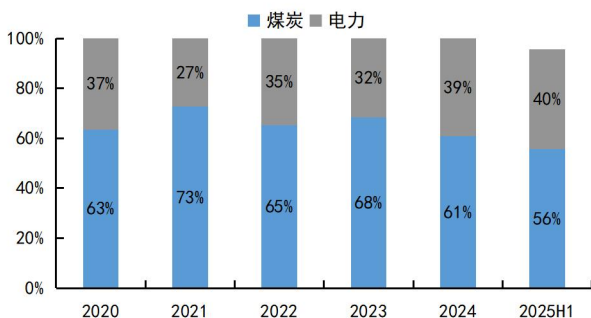
图1：公司股权穿透图



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

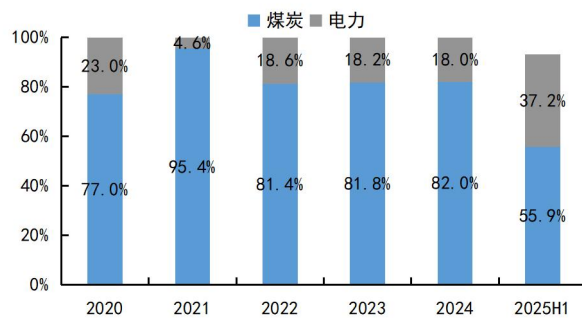
公司业务主要涵盖煤炭和电力，2024 年煤炭业务贡献 60%以上的营收和 80%以上的毛利。预计随着火电项目的投运，公司煤炭业务占比将逐渐下降。

图2：公司各业务营收占比变化



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

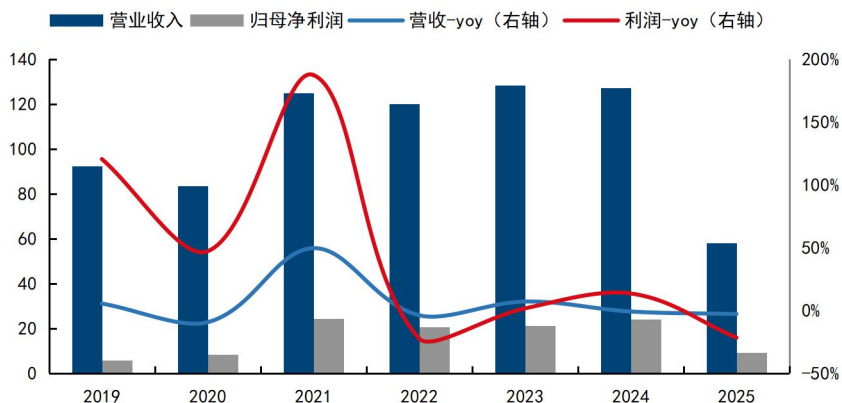
图3：公司各业务毛利占比变化



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司发布 2025 年半年报：2025H1 公司实现营收 58.1 亿元，同比-2.9%，归母净利润 9.2 亿元，同比-21.7%。其中 2025Q2 公司实现营收 29.0 亿元，同比-0.9%，归母净利润 3.9 亿元，同比-32.8%、环比-26.9%。业绩下滑主要系煤价、电价齐降，但三季度随着用电旺季到来，这一情况已有明显改善。

图4: 公司营业收入和归母净利润变化 (亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

公司是华东地区大型煤炭、电力综合能源企业之一, 所属煤矿、电厂分布在安徽和江西两省, 其中煤炭生产、销售在安徽省内处于中等规模, 发电效率居于安徽省前列, 经营优势显著, 主要体现在以下三方面:

优势一: 公司煤炭储量丰富, 煤质优良。根据《国家发展改革委关于淮南新集矿区总体规划的批复》(发改能源〔2005〕2633号), 公司矿区总面积约1,092平方公里, 含煤面积684平方公里, 资源储量101.6亿吨, 资源储量约占安徽省四大煤炭企业总资源量的40%。截至2025年6月末, 公司矿权内资源储量61.85亿吨, 现有矿权向深部延伸资源储量26.51亿吨, 共计88.36亿吨。

截至2025年6月末, 生产矿井合计产能2350万吨/年。公司共有5对生产矿井。生产矿井核定生产能力分别为: 新集一矿(180万吨/年)、新集二矿(270万吨/年)、刘庄煤矿(1100万吨/年)、口孜东矿(500万吨/年)、板集煤矿(300万吨/年)。

远期产能挖掘潜力较大。国家发改委在2005年批复公司井田面积1092平方公里, 煤炭储量约101亿吨, 规划总产能3590万吨/年, 规划矿井12座。

- 公司拥有探矿权4处, 分别为罗园勘查区、连塘李勘查区、口孜西勘查区、刘庄深部勘查区。目前各探矿权均合法有效。
- 2016年根据国家煤炭产业政策, 基建矿井杨村煤矿被列为去产能矿井, 2019年1月杨村煤矿完成去产能工作验收。目前杨村煤矿仍为去产能矿井, 采矿许可证仍在有效期内, 复建工作仍在推进过程中。

表1: 煤炭储量情况 (万吨)

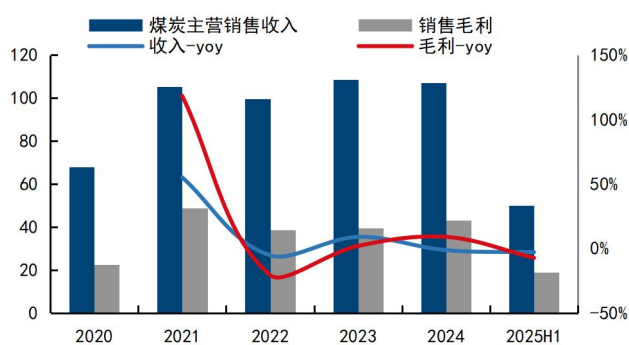
主要矿区	主要煤种	资源量	可采储量	证实储量	产能	可采年限
新集一矿 (在产)	气煤、1/3 焦煤	43599	13942	2459	180	77
新集二矿 (在产)	气煤、1/3 焦煤	39775	17399	6612	270	64
刘庄煤矿 (在产)	气煤、1/3 焦煤	140102	59481	43824	1100	54
口孜东矿 (在产)	气煤、1/3 焦煤	72838	35733	19843	500	71
板集煤矿 (在产)	气煤、1/3 焦煤	52010	19355	14583	300	65
杨村煤矿 (列入国家去产能矿井)	气煤、1/3 焦煤	88293	38421	-	500	-
合计	-	436617	184331	87320	2850	78

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

煤质优良。公司所产煤种属于气煤和 1/3 焦煤，质量稳定，具有中低灰，低硫、低磷和中高发热量的本质特征，是深受客户青睐的环保型煤炭商品。全硫含量低的特征能够最大限度地减少大气污染，具有燃煤热效率较高且节省环保费用优势，特别是可以降低脱硫装置的投资。

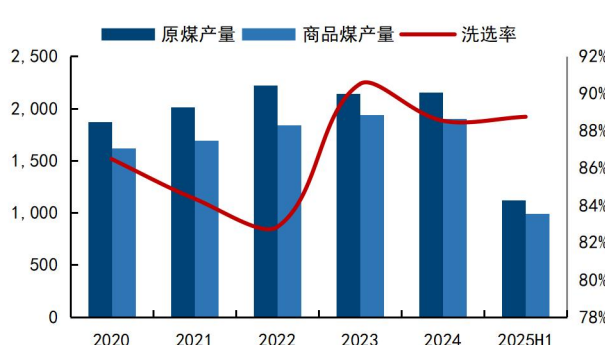
煤炭产销量稳中有升，长协煤占比超 80%，外销占比下降。产能 300 万吨/年的板集煤矿于 2022 年转为生产矿井，自此公司煤炭产量明显提升。2025 年上半年公司原煤产量约 1120 万吨，同比+7.9%，商品煤产量 994 万吨，同比+6.2%。煤炭销售方面，随着 2024 年板集电厂二期的投产，2025H1 内销比例提高至近 48%。2024 年公司长协煤占比约 82%，电煤合同综合兑现率约 97%。

图5：公司煤炭主营收入及毛利（亿元）



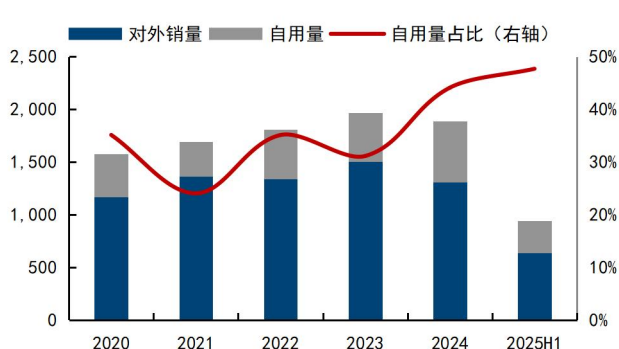
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司煤炭产量（万吨）



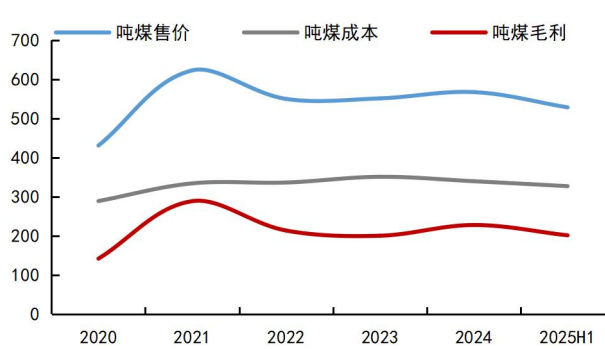
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司煤炭销售（万吨）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司吨煤售价、成本及毛利（元/吨）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

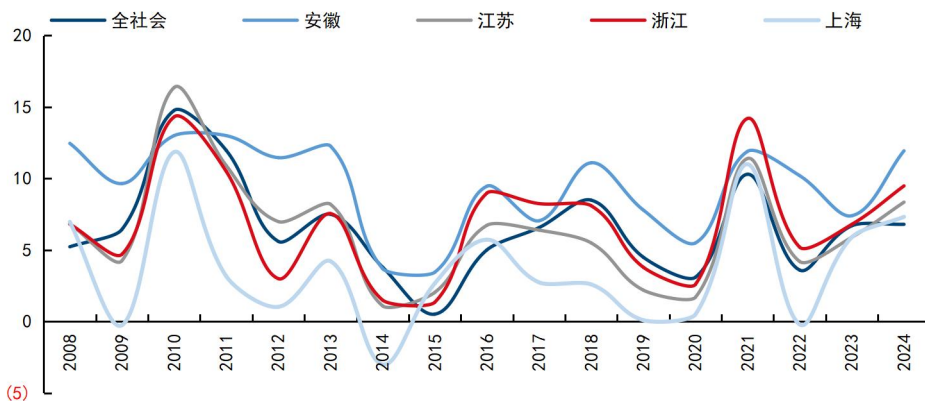
优势二：地处能源相对匮乏的安徽省，利于产品售卖。公司地处安徽省中部，紧邻经济发达但能源缺乏的长江三角洲地区，华东地区经济总量规模及发展对电力能源供给保持长期需求，公司贴近主要客户所在地，运输距离较西北及北方煤炭生产基地相比近 1000 公里以上，具有供应灵活和运输成本低的优势，所属矿区内铁路运输十分便捷。

■ **安徽省是煤炭净调入省，能源供需缺口明显。**尽管拥有一定的煤炭资源，安徽省依然是我国煤炭净调入省份，能源供需缺口明显。2023 年安徽省生产原煤 1.1 亿

吨，但规模以上工业企业原煤消耗量为 2.1 亿吨，存在明显的供需缺口。而且除供应省内用电外，安徽作为电力的净送出省，还肩负华东保供的重任、向江浙沪等用电大省输送电力。而且近年来安徽省内和江浙地区的用电需求增长较为可观，安徽省能源供需缺口可能进一步加大。

- **安徽省能源结构单一，较为依赖煤炭等一次能源。**安徽省水、风、太阳能资源一般，但煤炭资源较为丰富，火电始终是最主要的能源构成，占比约 90%。在全国范围内较高的火电利用小时数和电价也显示出省内电力供应紧张的现状。

图9：安徽省内、江浙沪地区用电量增速较快（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

优势三：煤电一体化运营，经营稳健性较强。根据公司发展战略，公司将建设新型煤电一体化基地。目前，公司控股的利辛电厂一期、二期和参股的宣城电厂一期、二期已投产运行，煤炭内销占比约 50%；上饶电厂（2*1000MW）、滁州电厂（2*660MW）、六安电厂（2*660MW）在建，有望于 2025 年底至 2026 年中期投运，届时煤电一体化协同优势将充分发挥。

表2：公司电厂项目简介

电厂项目	持股	状态	装机容量
利辛电厂一期	55%	投产	2*1000MW
利辛电厂二期	55%	2024 年投产	2*660MW
宣城电厂	49%	投产	1*660MW, 1*630MW
上饶电厂项目	65%	已于 2024 年 3 月份正式开工建设，计划 2026 年双机建成投运	2×1000MW
滁州电厂项目	85%	已于 2024 年 3 月份正式开工建设，计划 2026 年双机建成投运	2×660MW
六安电厂项目	55%	2024 年 6 月开工，2026 年双机建成投运	2×660MW

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

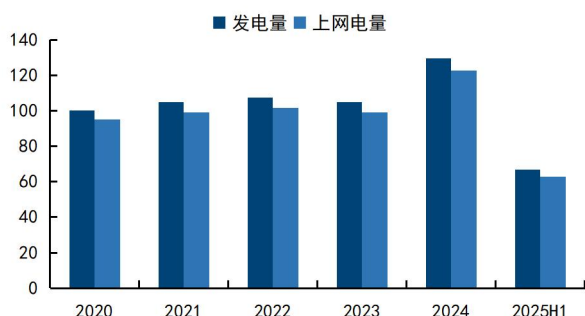
根据 2025H1 数据，2025H1 公司新增煤电装机容量 1320MW（辛利二期），发电量增加 20.6 亿千瓦时，煤炭内销量增加 106 万吨，根据前文叙述假设辛利二期年发电量 66 亿千瓦时，则全年煤炭内销量增加 341 万吨。以此推算上饶、滁州、六安项目均投产后，每年增加耗煤量约 1200 万吨，合计煤炭消耗量约 2007 万吨，在总销量中占比约 106%。即 2026 年全部煤电项目投产后，公司煤炭销售有望大部分转为内销（考虑部分

电厂会采购其他来源的煤炭）。

地理位置优越，电力业务盈利能力较强。2024 年利辛电厂二期投入运营，投产后预计年发电量 66 亿千瓦时；至此利辛电厂（一期、二期）以 332 万千瓦的装机规模成为安徽省本地消纳的最大火电企业，也成为了中国中煤最大的火力发电厂和“煤电一体化”示范基地。作为板集煤电一体化项目，板集煤矿与板集电厂通过输煤皮带相连，节约了煤炭运输及存放成本，区位优势明显。从利用小时数看，2024 年公司煤电利用小时数高于高于全国平均 12%，也安徽省平均 6%。

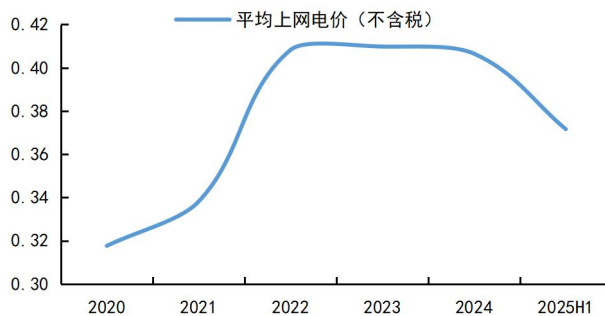
2021 年起，安徽省就进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革有关事项出台新政。根据新政，安徽省放开燃煤发电上网电价，燃煤发电电量原则上全部进入电力市场，在“基准价+上下浮动”范围内形成上网电价，上下浮动范围原则上均不超过 20%。公司 2022 年电力价格较 2021 年上浮 19.9%，平均上网电价（不含税）0.4082 元/千瓦时。2023 年 11 月 8 日，国家发改委、国家能源局下发了《关于建立煤电容量电价机制的通知》，从单一制电价调整为两部制电价，其中电量电价通过市场化方式形成，容量电价主要体现对电力系统的支撑调节价值。容量电价实施范围为合规在运的公用煤电机组，安徽省 2024-2025 年电网煤电容量电价表执行价格为 100 元/千瓦·年（含税）。随着电力市场改革深入推进，2025 年安徽省开始试行市场化交易。2025H1 公司平均上网电价 3716 元/千瓦时（不含税），同比-9.7%。

图10: 公司发/上网电量（亿千瓦时）



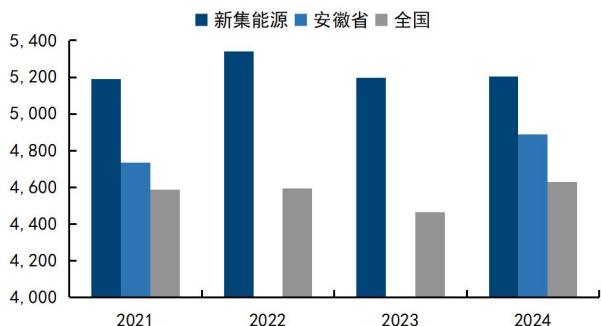
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 公司上网电价（元/千瓦时）



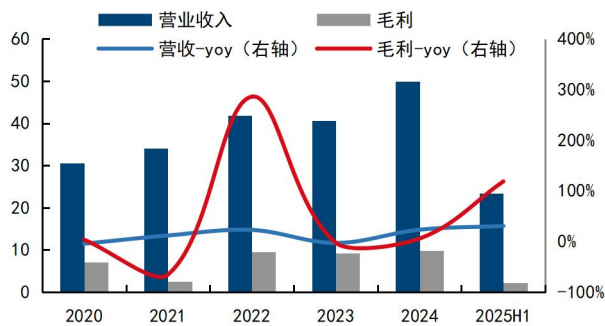
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 公司煤电年利用小时数较高（小时）



资料来源：公司公告、国家统计局、国信证券经济研究所整理

图13: 公司电力业务营收/毛利变化（亿元）

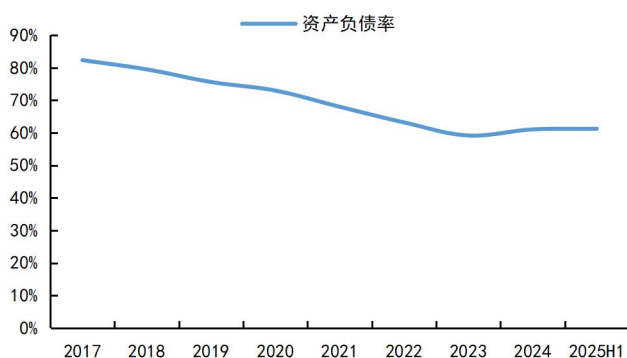


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

经营改善，投资项目即将完工，分红水平有提升潜力。随着公司经营改善，近年来资产负债率显著下降，由2017年的82%下降至2025H1的61%，相应利息费用从2017年的10.4亿元下降至2024年的5.0亿元。同时，近年来公司的分红金额逐年增加，2024年公司分红金额为4.1亿元，分红率为17.3%。当前公司仍有较多在建项目、资本支出较高，未来随着在建项目完工，公司分红水平有较大提升潜力。此外，公司各项费用保持相对平稳。

在建项目稳步推进。煤电项目：截至2025年6月末，上饶电厂项目完成烟囱外筒壁结顶，主厂房封闭，汽轮机台板就位；滁州电厂项目完成汽轮机台板就位、主厂房封闭、厂用电系统受电；六安电厂项目完成锅炉大板梁就位、受热面开始吊装、烟囱外筒壁结顶。新能源项目：公司投资建设亳州市利辛一期10万千瓦风电项目，项目动态总投资约66,783万元，该项目已获安徽省能源局核准并已开工建设。截至2025年6月末，利辛一期风电项目风机基础打桩、浇筑、集电线路等工作已完成过半，正在开展升压站生产楼主体结构、35KV配电室主体结构施工和混塔筒吊装等工作，预计2025年年底实现并网发电。

图14：公司资产负债率



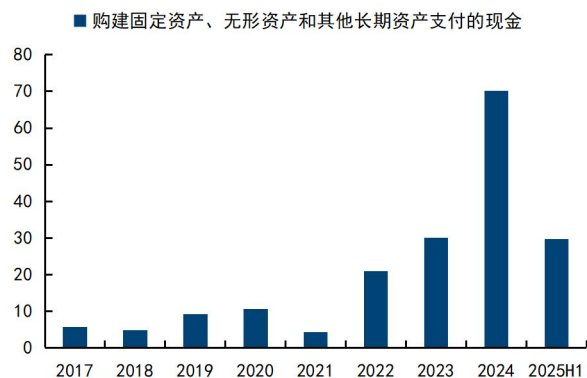
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图15：公司有息负债及有息负债率（亿元）



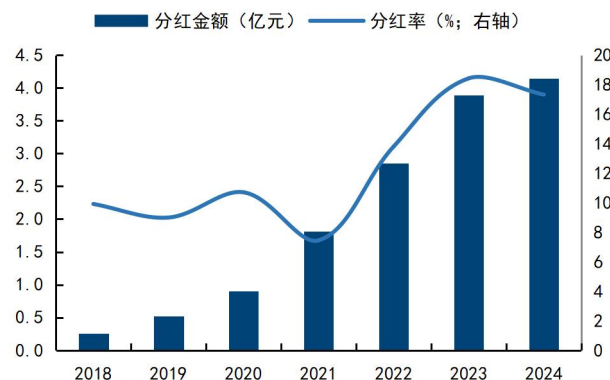
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图16：公司投资情况（亿元）



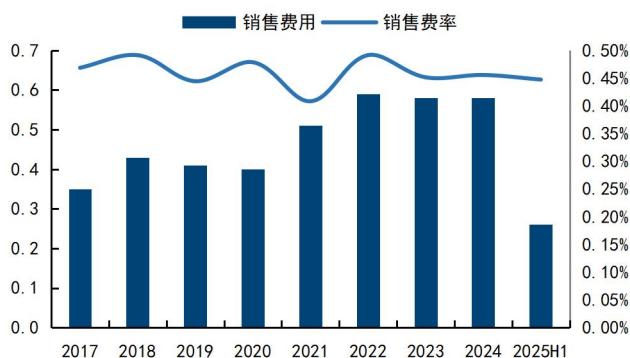
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图17：公司分红情况



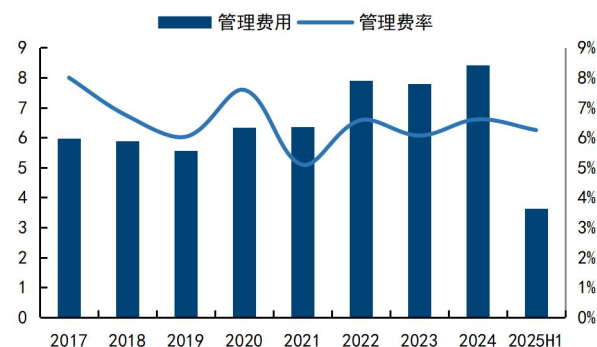
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图18: 公司销售费用及费率 (亿元)



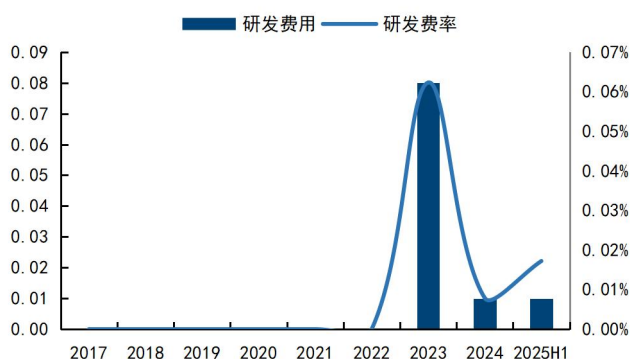
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图19: 公司管理费用及费率 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图20: 公司研发费用及费率 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图21: 公司财务费用及费率 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

公司主要业务包括煤炭、电力, 分板块来看:

1、煤炭业务

产量和销量: 预计 2025-2027 年公司商品煤销量维持相对稳定, 为 1900/1900/1900 万吨, 吨煤售价分别为 528/534/539 元/吨。

成本: 公司 2022-2024 年吨煤成本分别为 336.4/351.0/339.7 元/吨, 2025H1 吨煤成本 327.1 元/吨, 则预计 2025-2027 年吨煤成本分别为 327/327/327 元/吨。

综上: 预计 2025-2027 年煤炭业务营收为 100/101/102 亿元, 毛利为 38/39/40 亿元。(不考虑合并抵消部分)

2、火电业务

产量和售价：根据公司在建火电项目投产时间，预计公司 2025-2027 年火电发电量分别为 160/344/406 亿千瓦时；平均上网电价（不含税）分别为 0.38/0.38/0.38 元/千瓦时。

成本：公司 2022-2024 年火电度电成本分别为 0.318/0.317/0.329 元/千瓦时，假设公司未来 3 年度电成本维持相对平稳，预计 2025-2027 年度电成本分别为 0.34/0.32/0.32 元/千瓦时。

综上：预计 2025-2027 年火电业务营收为 61/131/154 亿元，毛利为 6/21/24 亿元。（不考虑合并抵消部分）

表3：公司业务拆分

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
煤炭业务						
收入（亿元）	99.6	108.5	107.1	100.4	101.4	102.4
毛利（亿元）	38.7	39.5	43.0	38.3	39.3	40.3
毛利率	38.8%	36.3%	40.1%	38.1%	38.7%	39.3%
火电业务						
收入（亿元）	41.8	40.6	50.0	60.8	130.8	154.3
毛利（亿元）	9.5	9.3	9.8	6.4	20.7	24.4
毛利率	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2
合计						
总营收（亿元）	141.4	149.1	157.0	161.2	232.2	256.7
毛利（亿元）	48.2	48.7	52.8	44.2	59.4	64.1
毛利率	34.1%	32.7%	33.6%	27.4%	25.6%	25.0%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

未来 3 年业绩预测

表4：未来 3 年盈利预测表

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入：百万元	12727	12346	14710	16083
营业成本：百万元	7289	7661	9049	10147
销售费用：百万元	58	56	67	73
管理费用：百万元	841	815	972	1062
财务费用：百万元	503	448	374	271
营业利润：百万元	3729	3060	3861	4094
利润总额：百万元	3726	3058	3859	4091
归属于母公司净利润：百万元	2393	1964	2478	2627
EPS：元/股	0.92	0.76	0.96	1.01
ROE	15.38%	12.02%	14.30%	14.29%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司 2025-2027 年营业总收入分别为 123/147/161 亿元，归属母公司净利润 19.6/24.8/26.3 亿元，同比-18%/+26%/+6%；每股收益分别为 0.76/0.96/1.01 元。

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，考虑公司属于周期行业，我们采用相对估值来估算公司合理价值区间。

相对估值

我们预计电投能源 2025-2027 年 EPS 分别为 0.76/0.96/1.01 元，我们重点选取与公司同行业且与公司业务接近的上市公司进行比较，分别为中国神华、陕西煤业。

表5：同类公司估值比较

公司代码	公司名称	投资评级	收盘（元）	总市值（亿元）	EPS			PE		
					2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
601088.SH	中国神华	优于大市	38.2	7596	2.70	2.74	2.78	14.16	13.95	13.75
601225.SH	陕西煤业	优于大市	21.4	2074	1.92	1.96	2.00	11.14	10.91	10.70
均值								12.65	12.43	12.22
601918.SH	新集能源	优于大市	6.4	166	0.76	0.96	1.01	8.43	6.68	6.30

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测，股价按照 8 月 27 日收盘价

根据 Wind 一致性预期，上述可比公司 2025 年 PE 平均值为 12.7。我们认为新集能源电力业务未来增长可观，且业绩稳定性，同时分红率亦有提升潜力。参考业内平均估值水平，考虑公司未来 3 年的成长性，预计公司 2025 年合理 PE 水平为 9-10，对应公司股票合理估值区间为 6.8-7.6 元。

投资建议

预计公司 2025-2027 年收入分别为 123/147/161 亿元，归属母公司净利润 19.6/24.8/26.3 亿元，每股收益分别为 0.76/0.96/1.01 元。我们认为公司股票合理估值区间在 6.8-7.6 元之间，相对于公司 8 月 27 日收盘价有 7%-19%溢价空间，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了相对估值方法，得出公司的合理估值在 6.8-7.6 元之间，我们选取了与公司业务相同或相近的中国神华、陕西煤业的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2025 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的成长性，在行业平均动态 PE 的基础上相对于公司 8 月 27 日收盘价给予 7%-19% 的溢价，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入同比-18%/+26%/+6%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 37.9%/38.5%/36.9%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

经济放缓导致煤炭需求下降

受宏观形势因素影响，可能出现经济放缓，煤炭消费端电力、钢铁、建材、化工等用煤需求下降，公司煤炭销量或价格受到影响。

水电、风电等新能源快速发展替代煤电需求

我国水电资源丰富，水电、风电等新能源发电量增加替代部分煤炭需求，导致煤炭产能过剩。

安全生产事故的影响

煤矿生产过程中有发生安全生产事故的概率，如果发生安全事故，可能会对产生较大影响。

公司产能释放不及预期

公司核增产能可能会出现产能释放不及预期的情况，影响公司业绩。

公司分红率不及预期

公司分红率可能会出现不及预期的情况，影响公司投资价值。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1635	2286	3126	4457	6099	营业收入	12845	12727	12346	14710	16083
应收款项	1011	1159	1124	1279	1443	营业成本	7750	7289	7661	9049	10147
存货净额	298	308	325	391	442	营业税金及附加	421	446	432	515	563
其他流动资产	160	240	233	736	804	销售费用	58	58	56	67	73
流动资产合计	3137	4033	4848	6902	8826	管理费用	779	841	815	972	1062
固定资产	24093	28381	28894	29324	29664	研发费用	8	1	1	1	1
无形资产及其他	1920	1953	1889	1825	1761	财务费用	539	503	448	374	271
投资性房地产	6383	9439	9439	9439	9439	投资收益	93	126	126	126	126
长期股权投资	762	860	958	1056	1154	资产减值及公允价值变动	(19)	(3)	(10)	(10)	(10)
资产总计	36295	44666	46028	48546	50844	其他收入	18	15	12	12	12
短期借款及交易性金融负债	4919	4234	4234	4234	4234	营业利润	3389	3729	3060	3861	4094
应付款项	2293	3177	3353	4034	4559	营业外净收支	48	(2)	(2)	(2)	(2)
其他流动负债	2839	2482	2587	3113	3508	利润总额	3438	3726	3058	3859	4091
流动负债合计	10051	9893	10174	11381	12301	所得税费用	1033	1043	856	1080	1145
长期借款及应付债券	8961	14508	14508	14508	14508	少数股东损益	296	290	238	301	319
其他长期负债	2457	2850	3050	3250	3450	归属于母公司净利润	2109	2393	1964	2478	2627
长期负债合计	11418	17358	17558	17758	17958	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	21470	27251	27732	29139	30259	净利润	2109	2393	1964	2478	2627
少数股东权益	1306	1858	1954	2074	2202	资产减值准备	11	(11)	1	0	0
股东权益	13519	15556	16342	17333	18384	折旧摊销	1164	1396	1421	1524	1615
负债和股东权益总计	36295	44666	46028	48546	50844	公允价值变动损失	19	3	10	10	10
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	539	503	448	374	271
每股收益	0.81	0.92	0.76	0.96	1.01	营运资本变动	(841)	(2384)	527	684	837
每股红利	0.32	0.37	0.45	0.57	0.61	其它	195	126	95	120	127
每股净资产	5.22	6.01	6.31	6.69	7.10	经营活动现金流	2658	1523	4017	4817	5217
ROIC	8.83%	8.29%	6%	8%	8%	资本开支	0	(5627)	(1901)	(1901)	(1901)
ROE	15.60%	15.38%	12%	14%	14%	其它投资现金流	(4)	(6)	0	0	0
毛利率	40%	43%	38%	38%	37%	投资活动现金流	(98)	(5731)	(1999)	(1999)	(1999)
EBIT Margin	30%	32%	27%	28%	26%	权益性融资	0	366	0	0	0
EBITDA Margin	39%	43%	39%	38%	36%	负债净变化	1136	5547	0	0	0
收入增长	7%	-1%	-3%	19%	9%	支付股利、利息	(816)	(969)	(1178)	(1487)	(1576)
净利润增长率	2%	13%	-18%	26%	6%	其它融资现金流	(2969)	(4662)	0	0	0
资产负债率	63%	65%	64%	64%	64%	融资活动现金流	(2330)	4859	(1178)	(1487)	(1576)
股息率	4.9%	5.9%	7.1%	9.0%	9.5%	现金净变动	230	651	840	1331	1642
P/E	7.8	6.9	8.4	6.7	6.3	货币资金的期初余额	1406	1635	2286	3126	4457
P/B	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9	货币资金的期末余额	1635	2286	3126	4457	6099
EV/EBITDA	7.6	8.0	9.2	8.1	8.0	企业自由现金流	0	(3667)	2481	3264	3602
						权益自由现金流	0	(2782)	2158	2995	3406

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032