

# 国投电力 (600886.SH)

## 电量增长水电盈利提升, 火电度电利润稳定

### 核心观点:

- **水电盈利稳定, 火电风光利润下滑。**公司发布 2025 年中报, 2025H1 公司实现营业收入 256.97 亿元 (同比-5.18%), 归母净利润 37.95 亿元 (同比+1.36%), 其中 2025Q2 营业收入 125.75 亿元 (同比-3.22%), 归母净利润 17.16 亿元 (同比+0.48%)。从子公司来看: (1) 水电: 2025H1 水电归母净利润 28.76 亿元, 同比+11.1%。(2) 火电: 2025H1 年六座火电厂归母净利润 4.81 亿元, 同比-18.1%, 平均度电净利润约 4 分 (同比持平)。(3) 新能源: 国投新能源贡献归母净利润同比-43%。2024 年投资收益 4.45 亿元 (同比+7.8%)。
- **蓄能释放水电电量增长, 风光电价下降影响利润。**根据经营公告, 2025 年年初雅砻江蓄能偏高, 上半年释放蓄能水电发电量同比+10.3%, 其中雅砻江发电量同比+12.7%, 同时雅砻江营业收入同比+7.0%, 预计电价下降约 1.7 分, 小三峡电量下滑但电价大涨, 收入同比+29.3%, 大朝山电量下滑收入同比-8.6%。公司水电在建印尼巴塘 0.51GW、雅砻江在建+核准 3.72GW, 长期仍有成长性。上半年新增风光装机 17 万千瓦, 发电量同比+19.4%, 水风光也是雅砻江业绩增长点。
- **火电电量电价下降, 成本下降度电利润稳定。**上半年火电受清洁能源挤压, 发电量同比-21%。钦州电厂电价降幅较大, 火电平均电价下降 0.9 分, 从归母净利润来看, 主要为钦州电厂下降 2.4 亿元, 而天津电厂提升 1.2 亿元。由于煤价下降, 火电度电利润基本持平, 电量下滑导致利润下滑。公司火电在建钦州三期、华夏三期、舟山燃机、泰国垃圾发电, 合计在建装机 3.73GW。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2025~2027 年公司归母净利润分别为 70.9/78.4/84.1 亿元, 按最新收盘价对应 PE 分别为 16.0/14.5/13.5 倍。水电经营业绩稳健, 24-26 年承诺 55% 分红率。参考同业估值, 给予公司 25 年 18 倍 PE, 对应 15.94 元/股合理价值, 维持“买入”评级。
- **风险提示。**来水波动; 上网电价调整风险; 煤炭价格上涨等。

### 盈利预测:

| 单位:人民币百万元 | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 56,712 | 57,819 | 54,319 | 59,873 | 63,269 |
| 增长率 (%)   | 12.3%  | 2.0%   | -6.1%  | 10.2%  | 5.7%   |
| EBITDA    | 27,644 | 28,997 | 28,707 | 30,880 | 32,486 |
| 归母净利润     | 6,705  | 6,643  | 7,090  | 7,841  | 8,408  |
| 增长率 (%)   | 64.4%  | -0.9%  | 6.7%   | 10.6%  | 7.2%   |
| EPS (元/股) | 0.90   | 0.89   | 0.89   | 0.98   | 1.05   |
| 市盈率 (P/E) | 14.7   | 18.6   | 16.0   | 14.5   | 13.5   |
| ROE (%)   | 11.4%  | 10.7%  | 9.8%   | 10.4%  | 10.6%  |
| EV/EBITDA | 8.0    | 8.6    | 8.2    | 7.6    | 7.1    |

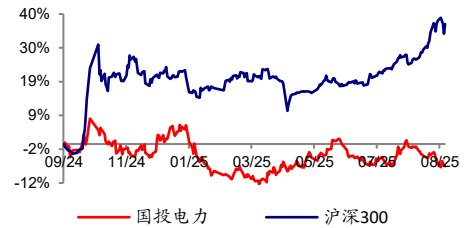
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

|      |            |
|------|------------|
| 当前价格 | 14.21 元    |
| 合理价值 | 15.94 元    |
| 前次评级 | 买入         |
| 报告日期 | 2025-09-05 |

### 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:

国投电力 (600886.SH): 一 2025-05-07  
次性影响压制利润, 水火风

光均有成长

国投电力 (600886.SH): 水 2024-10-31

电盈利稳健, 规划分红率不  
低于 55%

## 目录索引

|                                |   |
|--------------------------------|---|
| 一、水火风光盈利互补，定增融资现金流充裕.....      | 4 |
| 二、水电电量增长盈利提升，火电电价下滑盈利降低.....   | 5 |
| 三、雅砻江在建装机 3.72GW，水风光成长空间大..... | 6 |
| 四、水电盈利稳健，维持“买入”评级.....         | 8 |
| 五、风险提示.....                    | 8 |

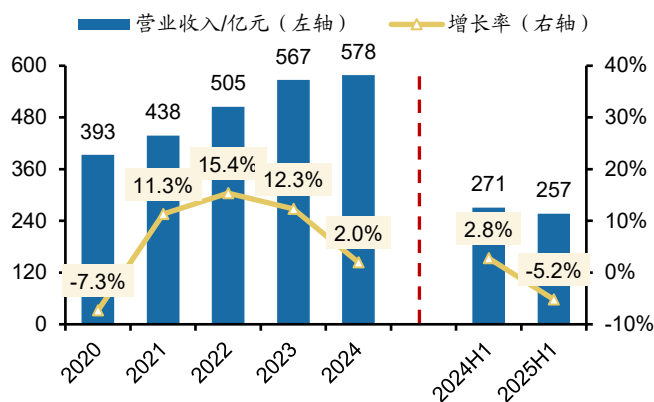
## 图表索引

|   |   |
|---|---|
| 图 1: 2025H1 公司营业收入同比减少 5.2% .....             | 4 |
| 图 2: 2025H1 公司归母净利润同比增长 1.4% .....            | 4 |
| 图 3: 2025H1 公司财务费用同比下降 24.0% .....            | 4 |
| 图 4: 2025H1 公司期间费用率下降至 9.0% .....             | 4 |
| 图 5: 截至 2025H1 公司总负债 1988 亿元 .....            | 5 |
| 图 6: 截至 2025H1 公司资产负债率 63.1% .....            | 5 |
| 图 7: 2025H1 公司经营现金流净额 141 亿元 .....            | 5 |
| 图 8: 2025H1 公司投资现金流净额-53 亿元 .....             | 5 |
| 图 9: 2025H1 公司发电量同比-0.4% .....                | 6 |
| 图 10: 2025H1 公司新能源发电量同比+19.4% .....           | 6 |
| 图 11: 2025H1 水电利润稳定提升 .....                   | 6 |
| 图 12: 2025H1 火电盈利下滑 .....                     | 6 |
| <br>  |   |
| 表 1: 雅砻江流域水电四阶段开发战略进行到第三阶段 .....              | 6 |
| 表 2: 雅砻江水电在建装机 3.72GW 预计 2030 年前后投产 .....     | 7 |
| 表 3: 雅砻江水电规划 2030 年前完成新能源/抽水蓄能装机 20/5GW ..... | 7 |
| 表 4: 国投电力同业对比 (收盘价日期: 2025/09/05) .....       | 8 |

## 一、水火风光盈利互补，定增融资现金流充裕

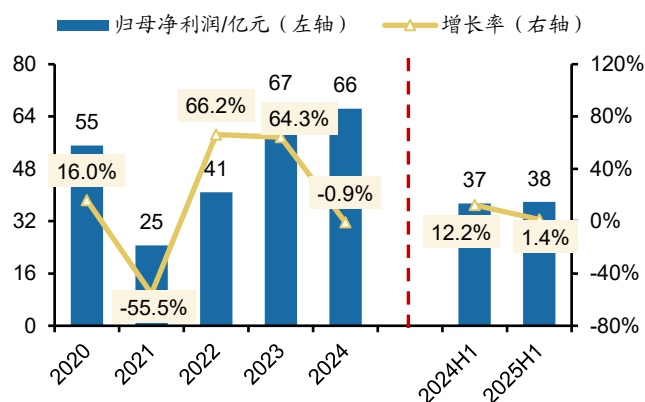
水电盈利良好弥补火电波动，2025上半年业绩小幅上升。公司发布中报，2025H1公司实现营业收入257.0亿元（同比-5.2%），归母净利润38.0亿元（同比+1.4%），其中2025Q2营业收入125.75亿元（同比-3.22%），归母净利润17.16亿元（同比+0.48%）。根据子公司利润分拆，水电板块归母净利润28.76亿元，同比+11.1%，六座火电厂归母净利润4.81亿元，同比-18.1%，国投新能源贡献归母净利润同比-43.1%。2025H1投资收益4.45亿元（同比+7.8%）。

图 1：2025H1公司营业收入同比减少5.2%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

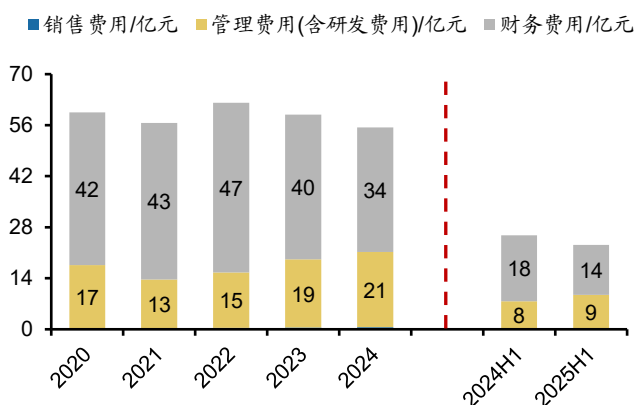
图 2：2025H1公司归母净利润同比增长1.4%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

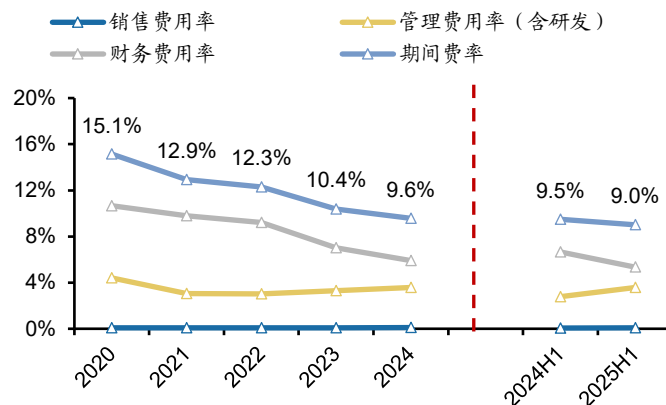
持续降低融资成本，上半年财务费用同比下降24%。上半年公司通过定增筹资优化融资结构，并持续降低融资成本，2025H1公司财务费用减少4.33亿元（同比-24.0%），财务费用率下降1.4pct至5.3%；研发投入增加，公司管理费用和研发费用9.20亿元，同比增加1.66亿元/同比+22.1%。财务费用率下降带动期间费用率下降0.5pct至9.0%。

图 3：2025H1公司财务费用同比下降24.0%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

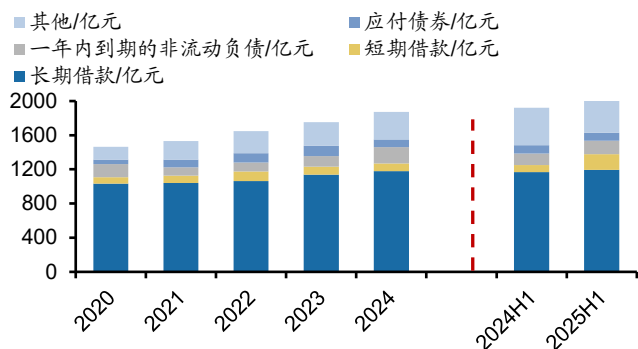
图 4：2025H1公司期间费用率下降至9.0%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

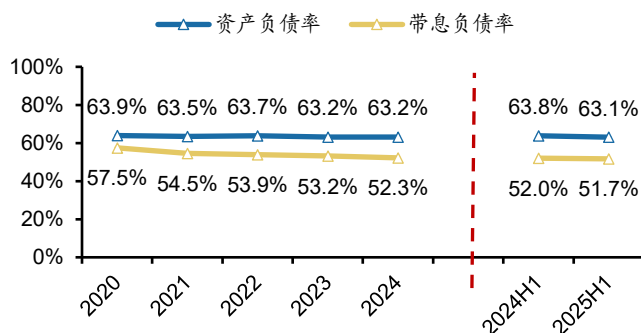
截至2025H1公司总负债1988亿元，资产负债率63.1%。公司负债结构健康，以长期借款为主，截至2025H1总负债1988亿元，其中长期借款1193亿元，占总负债规模的60.0%。2025H1公司资产负债率63.1%，同比下降0.7pct。

图 5: 截至2025H1公司总负债1988亿元



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

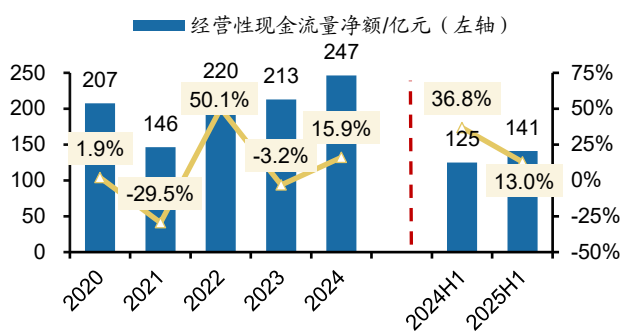
图 6: 截至2025H1公司资产负债率63.1%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

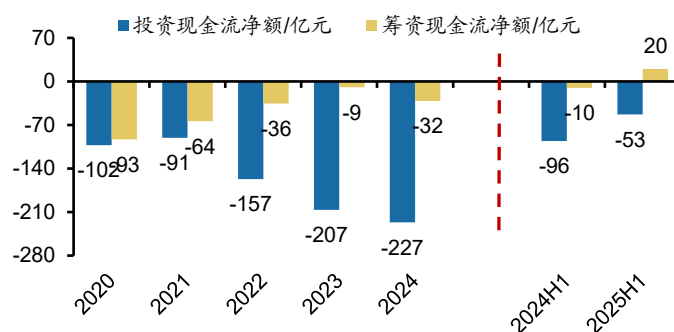
**2025H1公司经营性现金流净额达141亿元, 投资现金流净额-53亿元。**公司经营性现金流稳定, 火电发电量同比减少, 采购燃煤所支付现金减少, 2025H1经营性现金流净额141亿元 (同比+13.0%); 新能源项目投产节奏有所放缓, 投资支出缩减; 公司定向增发筹集资金, 筹资现金流流入20亿元。

图 7: 2025H1公司经营现金流净额141亿元



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 8: 2025H1公司投资现金流净额-53亿元

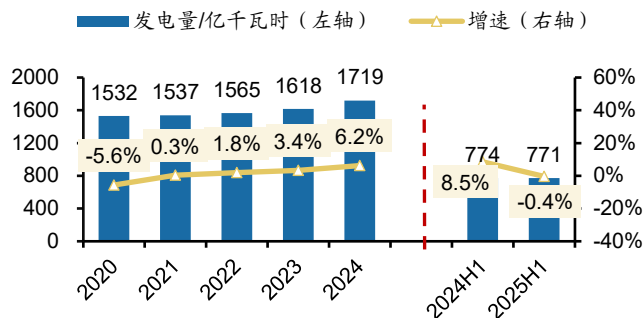


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 二、水电电量增长盈利提升, 火电电价下滑盈利降低

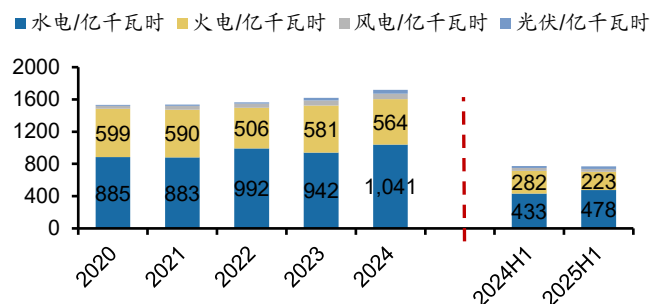
**2025H1水电发电量同比+10.3%, 火电发电量同比-21.0%。**根据公司经营公告, 雅砻江年初蓄能偏高, 上半年释放蓄能电量提升, 公司水电发电量478亿千瓦时 (同比+10.3%), 其中雅砻江同比+12.68%。受清洁能源发电量增加、区域新能源替代效应影响, 火电发电量223亿千瓦时 (同比-21.0%); 风电项目陆续投产、稳定运营, 风电发电量37.1亿千瓦时 (同比+4.8%); 多个光伏项目并购投产, 光伏发电量33.1亿千瓦时 (同比+41.5%)。**2025H1公司共完成发电量771亿千瓦时, 同比减少0.4%。**

图 9: 2025H1公司发电量同比-0.4%



数据来源: 发电量公告, 广发证券发展研究中心

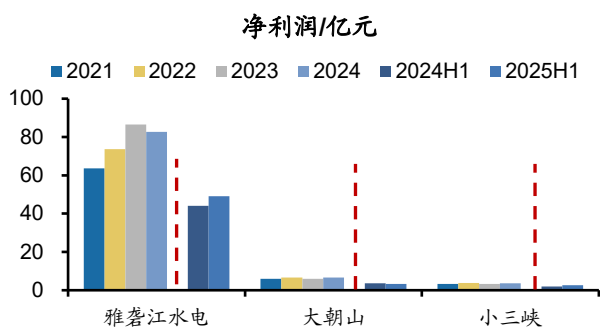
图 10: 2025H1公司新能源发电量同比+19.4%



数据来源: 发电量公告, 广发证券发展研究中心

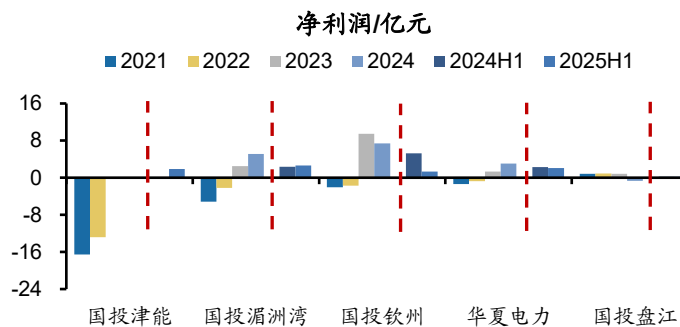
水电盈利稳定提升, 火电新能源盈利下滑。根据公司财报, 2025H1雅砻江水电净利润同比提升11.60%, 小三峡电量下滑但电价大涨, 收入同比+29.3%, 大朝山电量下滑收入同比-8.6%。H1水电板块归母净利润约29亿元(同比+11.1%/增加2.86亿元)。H1火电收入同比-23%, 电量下降21%, 从利润来看, 火电归母净利润同比-18.1%/降低1.06亿元, 主要为钦州电厂下降2.4亿元, 而天津电厂提升1.2亿元。从度电利润看, H1火电板块度电净利润2.8分(同比+0.1分)。

图 11: 2025H1水电利润稳定提升



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 12: 2025H1火电盈利下滑



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

### 三、雅砻江在建装机 3.72GW, 水风光成长空间大

雅砻江流域可开发装机约30GW, 在十三大水电基地中排名第三, 雅砻江水电是雅砻江流域唯一水电开发主体。雅砻江干流共规划建设22级电站, 其中上游10座电站(3.25GW), 中游7座电站(11.87GW), 下游5座电站(14.70GW), 分四阶段开发建设, 目前进行到第三阶段, 两杨电站已投产。

表 1: 雅砻江流域水电四阶段开发战略进行到第三阶段

| 阶段   | 时间       | 建设电站                       | 总装机目标/GW |
|------|----------|----------------------------|----------|
| 第一阶段 | 2000 年以前 | 二滩                         | 3.3      |
| 第二阶段 | 2015 年以前 | 锦屏一级、锦屏二级、官地、桐子林           | 14.7     |
| 第三阶段 | 2030 年以前 | 包括两杨电站在内的 4-5 个雅砻江中游主要梯级电站 | 23       |
| 第四阶段 | 2050 年以前 | 全面完成雅砻江流域水电开发              | 30       |

数据来源: 雅砻江水电债券募集说明书, 广发证券发展研究中心

预计雅砻江水电2030年之前可投产水电装机1.32GW。目前卡拉、孟底沟、牙根一级水电站已获核准，进入建设初期，预计分别于2029、2031、2029年投产。牙根二级、楞古水电站已通过预可研审查，预计首台机组分别于2033、2035年投产。目前除两河口、杨房沟电站外，雅砻江水电在建装机3.72GW，拟建装机4.05GW，规划装机3.25GW，合计11.02GW，预计2030年之前可投产1.32GW。

表 2: 雅砻江水电在建装机3.72GW预计2030年前后投产

| 项目名称      | 装机容量/GW | 机组结构    | 总投资/亿元 | 建设情况 | 首台机组投产日期 |
|-----------|---------|---------|--------|------|----------|
| 卡拉        | 1.02    | 4×0.255 | 171    | 在建   | 2029 年   |
| 孟底沟       | 2.40    | 4×0.6   | 347    | 在建   | 2031 年   |
| 牙根一级      | 0.30    | 3×0.1   | 59     | 在建   | 2029 年   |
| 在建装机合计    | 3.72    |         | 577    |      |          |
| 牙根二级      | 2.40    | 4×0.6   | 350    | 拟建   | 2033 年   |
| 楞古        | 1.65    | -       | 277    | 拟建   | 2035 年   |
| 拟建装机合计    | 4.05    |         | 627    |      |          |
| 上游 10 座电站 | 3.25    |         |        | 规划   |          |
| 雅砻江水电合计   | 11.02   |         |        |      |          |

数据来源：雅砻江水电债券募集说明书，广发证券发展研究中心

雅砻江水电规划新能源抽水蓄能开发“四阶段”战略，2030年以前完成新能源/抽水蓄能装机20/5GW。2035年以前，完成新能源/抽水蓄能装机30/10GW；2050年以前，新能源及抽水蓄能装机达到50GW以上。2023年投产腊巴山风电项目（192MW）、柯拉光伏电站（1000MW），雅砻江风光装机超160万千瓦。目前扎拉山光伏（1.17GW）进入建设阶段，两河口混蓄项目已开工，牙根一级水电站、道孚抽蓄、西昌牦牛山风电项目已取得核准。

表 3: 雅砻江水电规划2030年前完成新能源/抽水蓄能装机20/5GW

| 阶段   | 时间       | 规划  |
|------|----------|---|
| 第一阶段 | 2020 年以前 | 立足雅砻江流域开展水风光互补绿色清洁可再生能源示范基地规划和关键问题研究，落实项目建设技术条件。  |
| 第二阶段 | 2030 年以前 | 风光新能源开发取得实质性突破，力争新能源装机达到 <b>20GW 左右</b> ；完成抽水蓄能规划，力争规模达到 <b>5GW 左右</b> ，雅砻江流域水风光互补绿色清洁可再生能源示范基地初具规模。      |
| 第三阶段 | 2035 年以前 | 全面推进雅砻江流域新能源开发建设，新能源装机达到 <b>30GW 左右</b> ，抽水蓄能装机达到 <b>10GW 左右</b> ，多能互补运行效益凸显，雅砻江流域水风光互补绿色清洁可再生能源示范基地基本建成。 |
| 第四阶段 | 2050 年以前 | 新能源及抽水蓄能装机达到 <b>50GW 以上</b> ，雅砻江流域水风光互补绿色清洁可再生能源示范基地全部建成，实现世界第一的目标  |

数据来源：雅砻江水电债券募集说明书，广发证券发展研究中心

## 四、水电盈利稳健，维持“买入”评级

预计2025~2027年公司归母净利润分别为70.9/78.4/84.1亿元，按最新收盘价对应PE分别为16.0/14.5/13.5倍。水电经营业绩稳健，24-26年承诺55%分红率。参考同业估值，给予公司25年18倍PE，对应15.94元/股合理价值，维持“买入”评级。

表 4：国投电力同业对比（收盘价日期：2025/09/05）

| 公司代码      | 公司名称 | 市值/亿元    | 最新收盘价<br>元/股 | PE/倍  |       |       |       | 归母净利润/亿元 |        |        |        |
|-----------|------|----------|--------------|-------|-------|-------|-------|----------|--------|--------|--------|
|           |      |          |              | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2024A    | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| 600900.SH | 长江电力 | 6,868.23 | 28.07        | 22.25 | 20.09 | 19.13 | 18.43 | 324.96   | 341.80 | 359.03 | 372.60 |
| 600025.SH | 华能水电 | 1,677.60 | 9.32         | 20.63 | 18.60 | 17.62 | 17.03 | 82.97    | 90.20  | 95.20  | 98.53  |
| 600674.SH | 川投能源 | 725.34   | 14.88        | 18.65 | 14.28 | 13.49 | 12.90 | 45.08    | 50.79  | 53.78  | 56.25  |

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

**雅砻江流域来水波动风险：**雅砻江公司是公司核心资产，发电量受来水波动影响，若来水偏枯，则可能影响公司业绩。

**上网电价调整风险：**公司2023年上网电价涨幅较大，若未来上网电价下降，公司业绩存在下滑的风险。同时两河口、杨房沟电站电价模式尚未确定，若批复电价不及预期，将影响电站盈利水平。

**煤炭价格上涨风险：**公司火电业务收入占比较高，盈利水平受电煤价格影响较大。若煤炭价格的再次大幅上涨将挤压公司盈利空间，给公司带来盈利水平波动的风险。

**资产负债表**

单位:人民币百万元

|                | 2023A          | 2024A          | 2025E          | 2026E          | 2027E          |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>流动资产总额</b>  | <b>28,773</b>  | <b>29,843</b>  | <b>28,155</b>  | <b>30,022</b>  | <b>30,811</b>  |
| 货币资金           | 11,358         | 10,170         | 10,154         | 10,234         | 9,873          |
| 应收及预付          | 14,345         | 16,001         | 14,196         | 15,648         | 16,536         |
| 存货             | 1,296          | 1,681          | 1,661          | 1,842          | 1,950          |
| 其他             | 1,773          | 1,990          | 2,144          | 2,298          | 2,452          |
| <b>非流动资产总额</b> | <b>248,590</b> | <b>266,694</b> | <b>283,288</b> | <b>292,285</b> | <b>300,684</b> |
| 长期股权投资         | 10,142         | 9,985          | 10,185         | 10,385         | 10,585         |
| 固定资产           | 198,111        | 197,245        | 211,236        | 217,632        | 223,434        |
| 在建工程           | 17,298         | 30,267         | 32,217         | 34,167         | 36,117         |
| 使用权资产          | 1,186          | 1,848          | 1,848          | 1,848          | 1,848          |
| 无形资产           | 6,116          | 6,385          | 6,492          | 6,593          | 6,690          |
| 其他             | 15,737         | 20,964         | 21,310         | 21,660         | 22,010         |
| <b>资产总额</b>    | <b>277,363</b> | <b>296,537</b> | <b>311,442</b> | <b>322,308</b> | <b>331,495</b> |
| <b>流动负债总额</b>  | <b>45,811</b>  | <b>56,565</b>  | <b>56,350</b>  | <b>58,613</b>  | <b>58,460</b>  |
| 短期借款           | 9,412          | 9,279          | 8,027          | 7,750          | 5,383          |
| 应付及预收          | 6,432          | 8,129          | 7,436          | 8,246          | 8,730          |
| 其他             | 29,967         | 39,157         | 40,886         | 42,616         | 44,346         |
| <b>非流动负债总额</b> | <b>129,434</b> | <b>130,898</b> | <b>129,778</b> | <b>128,158</b> | <b>126,538</b> |
| 长期借款           | 113,672        | 117,794        | 115,294        | 112,294        | 109,294        |
| 应付债券           | 11,958         | 8,914          | 9,914          | 10,914         | 11,914         |
| 其他             | 3,804          | 4,189          | 4,569          | 4,949          | 5,329          |
| <b>负债总额</b>    | <b>175,246</b> | <b>187,463</b> | <b>186,128</b> | <b>186,771</b> | <b>184,998</b> |
| 股本             | 7,454          | 7,454          | 8,004          | 8,004          | 8,004          |
| 其他             | 51,612         | 54,533         | 64,184         | 67,727         | 71,526         |
| 归母权益合计         | 59,067         | 61,987         | 72,188         | 75,732         | 79,530         |
| 少数股东权益         | 43,051         | 47,087         | 53,126         | 59,805         | 66,968         |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>277,363</b> | <b>296,537</b> | <b>311,442</b> | <b>322,308</b> | <b>331,495</b> |

**利润表**

单位:人民币百万元

|              | 2023A         | 2024A         | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>营业收入</b>  | <b>56,712</b> | <b>57,819</b> | <b>54,319</b> | <b>59,873</b> | <b>63,269</b> |
| 营业成本         | 36,250        | 36,150        | 33,600        | 37,257        | 39,446        |
| 营业税金及附加      | 939           | 1,068         | 1,195         | 1,317         | 1,392         |
| 销售费用         | 46            | 60            | 54            | 60            | 63            |
| 管理费用         | 1,769         | 1,895         | 1,901         | 2,096         | 2,214         |
| 研发费用         | 101           | 170           | 163           | 180           | 190           |
| 财务费用         | 3,975         | 3,412         | 2,636         | 2,498         | 2,245         |
| 资产信用减值损失     | -398          | -420          | -365          | -365          | -365          |
| 公允价值变动收益     | -1            | 3             | 3             | 3             | 3             |
| 投资收益         | 697           | 1,086         | 894           | 861           | 906           |
| <b>营业利润</b>  | <b>14,048</b> | <b>15,824</b> | <b>15,416</b> | <b>17,093</b> | <b>18,396</b> |
| 营业外收支        | 167           | -118          | 30            | 30            | 30            |
| 利润总额         | 14,215        | 15,706        | 15,446        | 17,123        | 18,426        |
| 所得税费用        | 2,055         | 3,681         | 2,317         | 2,603         | 2,856         |
| <b>合并净利润</b> | <b>12,160</b> | <b>12,025</b> | <b>13,129</b> | <b>14,520</b> | <b>15,570</b> |
| 少数股东损益       | 5,455         | 5,382         | 6,039         | 6,679         | 7,162         |
| <b>归母净利润</b> | <b>6,705</b>  | <b>6,643</b>  | <b>7,090</b>  | <b>7,841</b>  | <b>8,408</b>  |
| EPS (元/股)    | 0.90          | 0.89          | 0.89          | 0.98          | 1.05          |

**现金流量表**

单位:人民币百万元

|                  | 2023A          | 2024A          | 2025E          | 2026E          | 2027E          |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>经营活动现金流净额</b> | <b>21,268</b>  | <b>24,657</b>  | <b>29,700</b>  | <b>29,632</b>  | <b>31,394</b>  |
| 合并净利润            | 12,160         | 12,025         | 13,129         | 14,520         | 15,570         |
| 折旧摊销             | 9,922          | 10,422         | 11,193         | 11,793         | 12,393         |
| 营运资金变动           | -5,193         | -1,821         | 1,657          | -299           | 13             |
| 其他               | 0              | 0              | -51            | -50            | -50            |
| <b>投资活动现金流净额</b> | <b>-20,656</b> | <b>-22,650</b> | <b>-26,927</b> | <b>-20,206</b> | <b>-20,162</b> |
| 资本性开支            | -20,247        | -21,666        | -27,494        | -20,501        | -20,502        |
| 投资               | -17            | 790            | -526           | -524           | -524           |
| 其他               | -392           | -1,774         | 1,093          | 819            | 864            |
| <b>融资活动现金流净额</b> | <b>-939</b>    | <b>-3,152</b>  | <b>-2,549</b>  | <b>-9,346</b>  | <b>-11,593</b> |
| 股本融资             | 1,827          | 6,106          | 7,000          | 0              | 0              |
| 债权融资             | 7,897          | 7,082          | -1,501         | -1,027         | -3,118         |
| 股利分配与偿付利息        | -9,935         | -12,065        | -8,088         | -8,365         | -8,520         |
| 其他               | -728           | -4,275         | 41             | 45             | 45             |
| <b>现金净增加额</b>    | <b>-290</b>    | <b>-1,167</b>  | <b>225</b>     | <b>80</b>      | <b>-361</b>    |
| <b>期初现金余额</b>    | <b>11,386</b>  | <b>11,096</b>  | <b>9,929</b>   | <b>10,154</b>  | <b>10,234</b>  |
| <b>期末现金余额</b>    | <b>11,096</b>  | <b>9,929</b>   | <b>10,154</b>  | <b>10,234</b>  | <b>9,873</b>   |

**主要财务比率**

|             | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b> |       |       |       |       |       |
| 营业收入增长率     | 12.3% | 2.0%  | -6.1% | 10.2% | 5.7%  |
| 营业利润增长率     | 49.3% | 12.6% | -2.6% | 10.9% | 7.6%  |
| 归母净利增长率     | 64.4% | -0.9% | 6.7%  | 10.6% | 7.2%  |
| <b>获利能力</b> |       |       |       |       |       |
| 毛利率         | 36.1% | 37.5% | 38.1% | 37.8% | 37.7% |
| 净利率         | 21.4% | 20.8% | 24.2% | 24.3% | 24.6% |
| ROE         | 11.4% | 10.7% | 9.8%  | 10.4% | 10.6% |
| <b>偿债能力</b> |       |       |       |       |       |
| 资产负债率       | 63.2% | 63.2% | 59.8% | 57.9% | 55.8% |
| 有息负债率       | 48.7% | 45.9% | 42.8% | 40.6% | 38.2% |
| 流动比率        | 0.6   | 0.5   | 0.5   | 0.5   | 0.5   |
| 利息保障倍数      | 3.8   | 4.3   | 4.2   | 4.7   | 5.2   |
| <b>营运能力</b> |       |       |       |       |       |
| 应收账款周转率     | 4.9   | 3.9   | 3.9   | 3.9   | 3.9   |
| 存货周转率       | 28.0  | 21.5  | 20.2  | 20.2  | 20.2  |
| 应付账款周转率     | 6.8   | 5.1   | 5.1   | 5.1   | 5.1   |
| <b>每股指标</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益        | 0.90  | 0.89  | 0.89  | 0.98  | 1.05  |
| 每股净资产       | 7.92  | 8.32  | 9.02  | 9.46  | 9.94  |
| 每股经营现金流     | 2.85  | 3.31  | 3.71  | 3.70  | 3.92  |
| <b>估值比率</b> |       |       |       |       |       |
| PE          | 14.7  | 18.6  | 16.0  | 14.5  | 13.5  |
| PB          | 1.7   | 2.0   | 1.6   | 1.5   | 1.4   |
| EV/EBITDA   | 8.0   | 8.6   | 8.2   | 7.6   | 7.1   |

## 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：联席首席分析师，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：资深分析师，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：高级研究员，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<br>26 号广发证券大厦 47<br>楼 | 深圳市福田区益田路<br>6001 号太平金融大厦<br>31 层 | 北京市西城区月坛北<br>街 2 号月坛大厦 18 层 | 上海市浦东新区南泉<br>北路 429 号泰康保险<br>大厦 37 楼 | 香港湾仔骆克道 81 号<br>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。