

公用事业

2025年11月29日

广州发展

(600098)

—— 能源产业链布局 成长分红攻守兼备

报告原因：首次覆盖

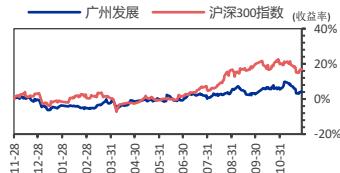
买入 (首次评级)

市场数据: 2025年11月28日	
收盘价(元)	6.75
一年内最高/最低(元)	7.38/5.88
市净率	0.9
股息率%(分红/股价)	4.00
流通A股市值(百万元)	23,665
上证指数/深证成指	3,888.60/12,984.08

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2025年09月30日	
每股净资产(元)	7.84
资产负债率%	62.83
总股本/流通A股(百万)	3,506/3,506
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



证券分析师

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

联系人

朱赫 A0230524070002
zhuhe@swsresearch.com

投资要点:

- 广东省综合能源平台，兼具稳成长及高分红。**广州发展是广东省综合能源服务商，业务范围涵盖电力、能源物流、燃气、新能源、储能、能源金融等领域。公司形成资源获取、运输、销售上中下一体化的全产业链布局模式，各业务协同性强。9M25 公司归母净利润 21.59 亿元，同比增长 36.1%。公司已连续 26 年稳定分红，近三年分红比例稳定在 50%以上。2024 年公司每股分红 0.27 元/股，分红比例 54.67%，分红规模创历史新高，并在 2025 年首次实施中期分红。随着业绩基数提升，公司有望持续增加派息力度，成长分红兼备，保障投资人长期回报。
- 火电：在建机组保障成长，气电、煤电的容量电价稳定盈利能力。**截至 1H25，公司控股火电装机 483.65 万千瓦，其中煤电装机 250 万千瓦、气电装机 233.65 万千瓦。在建项目有，广州增城旺隆 2×460MW 气电项计划于 2026 年投产运行，珠江电厂 2×600MW 煤电环保替代项目首台机组已启动建设。2025 年广东省年度交易成交均价较广东省燃煤基准价已下浮 13.5%，未来降幅空间极为有限。广东省发文，计划将煤电和气电分别于 2026 年 1 月、2025 年 8 月起提升容量电价，可部分抵消电量电价下降的不利影响。根据公司控股火电容量进行测算，容量电价可分别为公司煤电、气电年化增收 1.6、4.0 亿元。公司一体化运营降低燃料成本波动，叠加容量电价托底，公司火电盈利能力有望持续上行。
- 新能源：装机稳步扩张，电价承压仍贡献利润增量。**截至 9M25，公司新能源项目覆盖全国 20 个省市，风电和光伏总装机达 595 万千瓦，项目整体质地优秀消纳情况良好。近年来受风光上网电价下滑影响，公司新能源毛利率有所下降，但仍为公司贡献重要利润增量。2020-2024 年公司光伏毛利 CAGR 达 27%，风电毛利 CAGR 达 30.8%，保持高速增长趋势。2025 年公司在新能源及储能领域计划投资 45.63 亿元，占全年总资本开支计划的 53%。
- 天然气：量增降本可期，潜力有望逐步兑现。**公司天然气业务主体为广州燃气集团，业务集上游气源采购、中游运输、下游销售于一体。**上游：**公司通过广州市天然气利用四期工程接收增量管道气，并签订多个 LNG 长协保障气源供应（已执行合同年供应量合计 105 万吨）。**中游：**公司投资广州 LNG 应急调峰气源站，并参股多个广东省 LNG 接收站保障资源转运能力。**下游：**近年来公司管道燃气销售量稳定增长。2024 年，公司管道燃气销售量同比增长 26.18%，其中分销与直供量同比高增 50%，主要系珠江 LNG 电厂二期投产后贡献增量。
- 首次覆盖，给予“买入”评级。**公司综合能源版图下各主业协同发力，利润来源多元稳定。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 22.45、24.04、23.54 亿元，EPS 分别为 0.64 元、0.69 元、0.67 元/股。当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 10.5、9.8、10.1 倍。公司市盈率及市净率均低于可比公司，参考行业平均估值水平，给予公司 2026E EPS 12.5 倍 PE，公司合理市值水平为 301.2 亿元，较当前市值有 27.3% 的上涨空间。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**电量不及预期风险、电价下行风险、能源成本波动风险、销气增速不及预期风险

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	48,328	37,965	48,495	51,384	53,019
同比增长率(%)	3.3	5.4	0.3	6.0	3.2
归母净利润(百万元)	1,732	2,159	2,245	2,404	2,354
同比增长率(%)	5.7	36.1	29.6	7.1	-2.1
每股收益(元/股)	0.50	0.62	0.64	0.69	0.67
毛利率(%)	10.5	8.6	9.4	11.1	11.5
ROE(%)	6.6	7.8	8.1	8.3	7.9
市盈率	14		11	10	10

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

公司综合能源版图下各主业协同发力，利润来源多元稳定。我们预计公司 2025-2027 年营业总收入分别为 484.95/513.84/530.19 亿元，归母净利润分别为 22.45/24.04/23.54 亿元，EPS 分别为 0.64 元、0.69 元、0.67 元/股。当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 10.5、9.8、10.1 倍。参考行业平均估值水平，给予公司 2026E EPS 12.5 倍 PE，公司合理市值水平为 301.2 亿元，较当前市值有 27.3% 的上涨空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

火电业务：预计 2025-2027 年公司控股煤电机组装机容量为 250/250/250 万千瓦、气电控股装机容量为 234/326/326 万千瓦。火电利用小时数将继续保持下滑趋势。电价端，容量电价增加抵消电量电价预期下滑影响，盈利性在燃料成本回落情况下有望提升。我们预计公司 2025-2027 年火电营业收入达 72.96/80.85/80.18 亿元，毛利预计达 10.09/14.22/15.05 亿元。

能源物流业务：受煤价及油价回落等因素影响，预计公司 2025 年能源物流业务销量稳定但毛利率有所下滑，2026-2027 年毛利率有望触底回升。预计 2025-2027 年能源物流业务营业收入 270.96/276.38/281.91 亿元，毛利预计达 0.81/1.38/1.41 亿元

天然气业务：预计公司 2025-2027 年天然气业务营业收入分别为 105.94/111.23/116.80 亿元，毛利预计分别为 16.95/18.91/19.86 亿元。

新能源及储能业务：预计 2025-2027 年公司风电新增装机 100/80/80 万千瓦，光伏新增装机 80/50/50 万千瓦。随着平价项目占比提升，预计新能源平均上网电价及毛利率维持缓慢下行趋势。我们预计公司 2025-2027 年新能源营收为 33.90/44.18/50.11 亿元，毛利分别为 17.50/21.89/23.98 亿元。

有别于大众的认识

市场认为广东火电受省内装机容量高增及省外西电东送挤压影响，供需宽松影响量价表现。我们认为目前广东电价接近触底，向下空间有限，且容量电价提升情况下煤电及气电均可获得较高收益，可对冲量价下滑影响。同时市场低估公司产业链多元、纵向一体化优势。目前国际能源价格包括石油及天然气价格普遍下行，一方面可利好气电降本增强其竞争优势，另一方面可刺激价格敏感性的燃气需求回归，利好公司天然气板块量利齐升，带动公司综合盈利能力提升。

股价表现的催化剂

电量电价表现超预期，火电利用小时数超预期，燃料成本降幅超预期。

核心假设风险

电量不及预期风险、电价下行风险、能源成本波动风险、销气增速不及预期风险。

目录

1. 广州发展：能源领域综合布局 产业协同发展	6
1.1 国资控股综合能源平台 绿色转型成效显著	6
1.2 股东结构与治理：国资主导、央企协同的稳健格局	6
1.3 自营与投资双引擎 驱动业绩稳健增长.....	7
1.4 现金流持续改善 多年连续分红提升股东回报	9
2. 电力：火电基本盘稳固 风光成长性可期	10
2.1 火电：资产优质聚焦大湾区 容量电价提升释放业绩弹性	10
2.1.1 煤电：发电空间受到挤压 盈利能力仍稳中向好.....	12
2.1.2 气电：增量项目稳步推进 新政下盈利稳定性增强	13
2.2 新能源：装机稳步扩张 稳定贡献利润增量.....	15
3. 天然气：布局上下游全产业链 业绩增长潜力足	16
3.1 上游：积极签订 LNG 长协 资源多元构筑气源优势	16
3.2 中游：调峰站与 LNG 接收站周转率提升可期 资源获取有保障	17
3.3 下游：电厂等用户打开增量空间 价格联动长期可期	17
4. 能源物流：发挥产业链协同优势 能源供应稳步提升	18
5. 盈利预测与投资分析意见	20

图表目录

图 1：广州发展产业链布局及优势	6
图 2：截至 2025 年 9 月底公司股权架构	7
图 3：公司多能协同、产业互补的控股体系	7
图 4：2020-9M25 公司营业收入与同比增速	8
图 5：2020-9M25 公司归母净利润与同比增速	8
图 6：公司 2020-1H25 年各业务营业收入（单位：亿元）	9
图 7：公司 2020-1H25 各业务毛利（单位：亿元）	9
图 8：公司 2020-1H25 年各板块毛利率变化情况	9
图 9：公司 2020-9M25 现金流情况（单位：亿元）	9
图 10：公司 2020-9M25 年资产负债率与同比增速	9
图 11：2018-2024 年公司分红规模及分红比例	10
图 12：近十年广东发电量、用电量及同比增速	11
图 13：近年广东省电源装机结构（单位：万千瓦）	11
图 14：公司 2020-1H25 煤电机组发电量及同比增速	12
图 15：公司 2020-2024 年火电利用小时数	12
图 16：公司 2021-2024 年煤电机组营收、成本及毛利	12
图 17：公司 2021-2024 年煤电单位收入、成本及燃料成本（单位：元/千瓦时）	12
图 18：公司 2020-1H25 气电机组发电量及同比增速	13
图 19：公司燃气机组利用小时数	13
图 20：NYMEX HH 天然气主力期货价格与 HH 天然气现价（单位：美元/百万英热）	14
图 21：ICE 布伦特油价（单位：美元/桶）	14
图 22：公司新能源装机规模稳定扩张（单位：万千瓦）	15
图 23：公司 2020-9M25 新能源发电量及增速	15
图 24：公司 2020-1H25 新能源营业收入及增速	15
图 25：公司 2020-1H25 新能源毛利及毛利率	15
图 26：新能源上网电价（单位：元/千瓦时）	16
图 27：公司 2020-1H25 管道燃气及 LNG 销气结构（单位：亿 m ³ ）	18
图：公司 - 年能源物流营业收入（单位：亿元）	

图 29：公司 2020-1H25 能源物流毛利及毛利率 19

图 30：公司市场煤销售量及同比增速（单位：万吨） 19

表 1：截至 2025 年中期公司控股火电机组梳理 11

表 2：公司 LNG 长协合约 17

表 3：业务拆分与预测（单位：百万元） 20

表 4：可比公司估值比较 21

1. 广州发展：能源领域综合布局 产业协同发展

1.1 国资控股综合能源平台 绿色转型成效显著

广州发展为广州市属综合能源平台。广州发展股份有限公司成立于 1992 年，1997 年在上交所主板上市，是广州市国资委实际控制的国有控股综合能源平台。公司围绕“电力—燃气—新能源—能源物流—储能—能源金融”六大板块，形成覆盖资源获取—运输储配—终端销售—金融支撑的全产业链能源体系。公司业务布局横跨粤港澳大湾区，并延伸至全国 26 个省市及境外市场。

图 1：广州发展产业链布局及优势



资料来源：公司 2024 年报，申万宏源研究

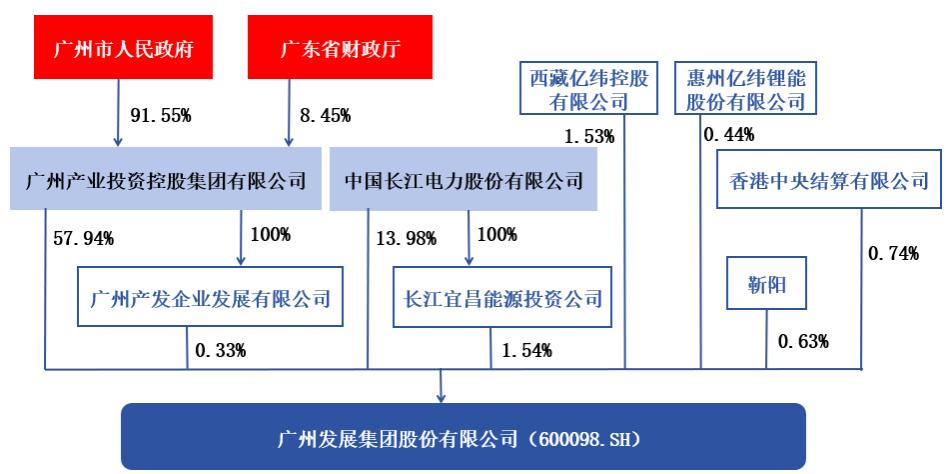
横向布局多个能源产业打造协同效应，纵向产业链一体化提升竞争优势。近年来，公司加速绿色低碳转型，以构建“大产业链”的思路，推动产能互融、多能互补、煤气电联动，建设能源产业支撑保障基地，形成产、购、销、储、运、用的综合能源产业链。截至 2025 年 9 月底，公司发电装机容量达到 1079 万千瓦，其中火力发电可控装机容量为 484 万千瓦，风力及光伏发电可控装机规模为 595 万千瓦，并已建成第二个新能源百万基地。目前公司绿色低碳能源装机占比超 76%，绿色转型成效显著。在天然气业务领域，公司同样已形成“购—输—销—储”一体化能力。公司已建成投产 LNG 应急调峰气源站，并与国际贸易商签署多个 LNG 长协，逐步构建起涵盖上游气源采购、接收站、中游运输管网与下游终端用户的天然气供应一体化网络，为区域能源安全供应提供有力保障。

1.2 股东结构与治理：国资主导、央企协同的稳健格局

公司股东结构以国资为主导，治理体系稳健高效。公司控股股东为广州产业投资控股集团有限公司（广州市国资委全资企业），持股比例 57.9%；第二大股东为中国长江电力股份有限公司，通过直接及间接方式合计持股约 15.5%。此外，亿纬集团（西藏亿纬控股与惠州亿纬锂能合计持股 2.0%）及地方能源产业基金亦为重要战略股东。国资体系为公司在本地

能源基础设施和政策资源上提供长期支持，保障项目落地。长江电力入股后，在抽水蓄能及综合能源项目上形成央企协同效应，亿纬能源在储能与新能源技术领域与公司形成互补。股东之间建立了良性协同机制，为企业的长期发展奠定坚实基础。

图2：截至 2025 年 9 月底公司股权架构



资料来源：Wind，申万宏源研究

1.3 自营与投资双引擎 驱动业绩稳健增长

“自营业务+股权投资”双轮驱动，利润来源多元且相对稳健。公司通过全资及控股子公司直接从事发电、燃气供应、煤炭贸易等主营业务，构筑起利润的基本盘。另一方面，公司通过参股优质能源项目获取投资收益，股权投资成为利润的重要补充。公司持有珠海金湾 LNG 接收站 25% 股权、广东大鹏 LNG 接收站部分股权，通过参股区域性 LNG 枢纽获取稳定分红。火电项目方面，公司参股红海湾发电公司和深圳光明能源公司等，2025 年上半年分别实现净利润约 1.12、0.68 亿元，为公司带来可观的投资收益。公司还参股布局上游煤炭资源和能源物流项目，在获取投资收益同时也保障产业链上游资源供给安全。2025 前三季度，公司实现投资收益 2.74 亿元。“主营利润+股权收益”使公司既能从核心业务获得增长动力，又能分享战略投资项目的回报，对公司业绩起到平滑作用。

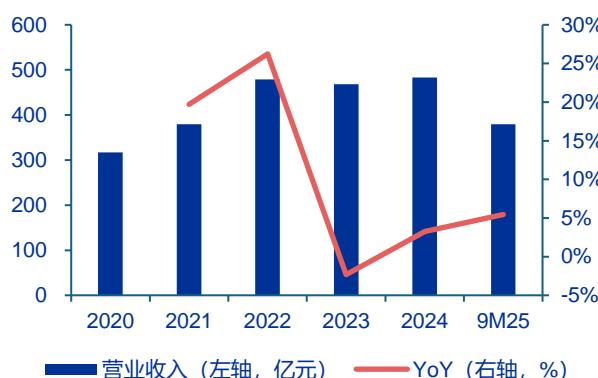
图3：公司多能协同、产业互补的控股权体系



资料来源：Wind，申万宏源研究

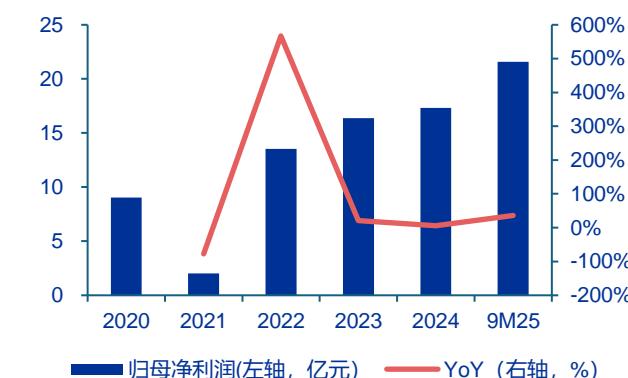
受益于新能源与天然气板块的快速扩张，近年公司业绩保持稳健增长态势。2020–2024年，公司营业收入由317亿元增至483亿元，CAGR达11%，主要得益于天然气销气和新能源发电规模的持续扩大。期间公司归母净利润由9.03亿元增至17.32亿元，CAGR约18%，显著高于营收增速，主要系高毛利率的新能源业务占比上升，以及燃煤发电与燃气供应业务毛利率同步改善，带动公司整体盈利能力持续增强。9M25公司实现营业收入379.34亿元，同比增长5.46%；归母净利润21.59亿元，同比大增36%，主要系广盛地块土地交储收益在上半年得到确认。2025年7月公司公告拟将罗冲围储罐厂地块交储，补偿总金额预计为人民币5.08亿元，预计可能增加净利润约4亿元。如移交工作于2026年完成，或将为公司明年贡献一次性利润增量。

图4：2020-9M25公司营业收入与同比增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

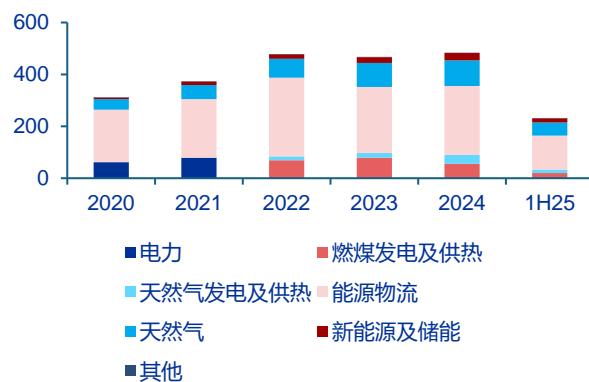
图5：2020-9M25公司归母净利润与同比增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

新能源及天然气业务贡献核心利润增量，电力领域毛利率长期有望触底回升。分业务来看，公司能源物流业务在收入占比最高，近年来天然气行业及新能源营收规模处于快速扩张阶段。2024年能源物流营业收入265.65亿元，占总营收的54.97%，燃煤发电业务、燃气发电、城市燃气、新能源及储能业务收入占比分别为11.53%、7.11%、20.30%、5.85%。虽然能源物流板块收入规模庞大，但对利润贡献较低，毛利率较高的新能源板块及天然气板块目前为最重要的利润来源。2024年新能源毛利15.37亿元；天然气毛利15.10亿元，分别占公司全年毛利占比的30.1%及29.6%。2025年上半年受广东地区电价下降因素影响，公司电力相关板块毛利率有所回落。长期来看，2025年广东省年度交易成交均价已经接近浮动下限，且明年起容量电价提升托底，公司毛利率有望触底回升。

图 6：公司 2020-1H25 年各业务营业收入（单位：亿元）



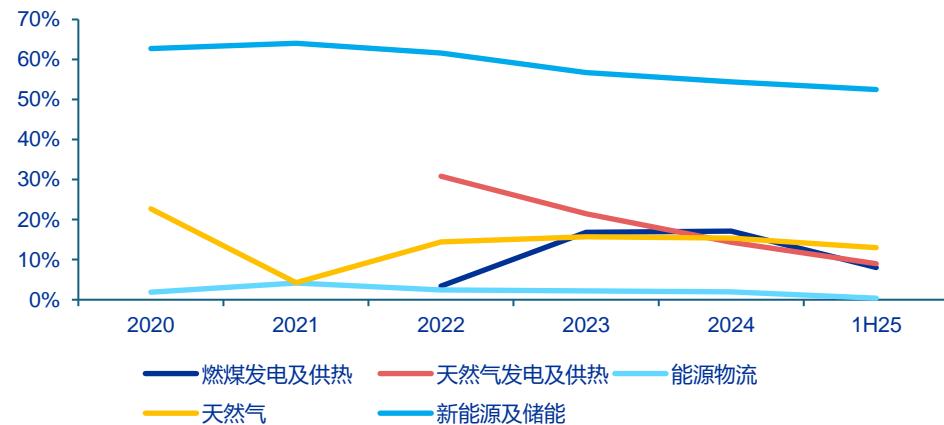
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 7：公司 2020-1H25 各业务毛利（单位：亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 8：公司 2020-1H25 年各板块毛利率变化情况



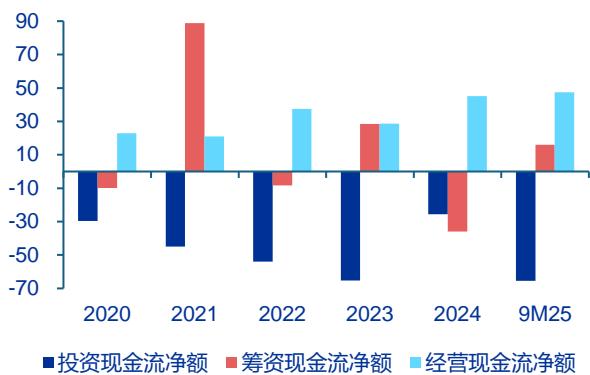
资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.4 现金流持续改善 多年连续分红提升股东回报

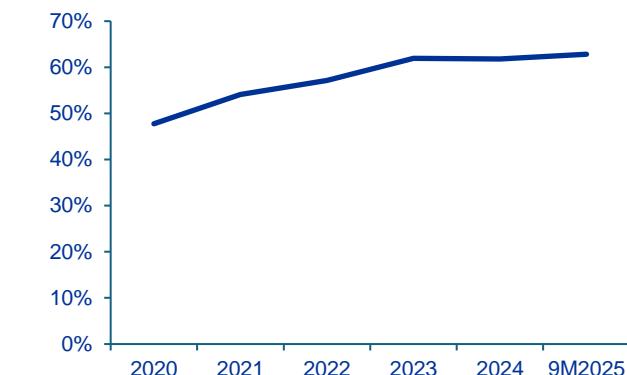
公司经营性现金流稳中有升，整体财务结构保持健康。2021 年公司受煤价高企与燃气成本上升影响，经营性现金流波动较大。2022 年以来，公司经营质量持续改善，现金流情况持续好转。2024 年公司实现经营活动现金净流入 45.10 亿元，同比增长 57.5%。截止 9M25，公司经营活动现金净流入 47.49 亿元，同比增长 27.14%，体现公司经营稳健性与充足流动性。2024 年公司投资活动现金流量净额为 -25.63 亿元，较前期明显收窄；资本支出 42.91 亿元，同比减少 9.67 亿元，资本开支节奏有所放缓。自 2020 年以来，公司资产负债率有所上升，截至 9M25 公司资产负债率为 62.83%，环比 2024 年底上升 1.07pct，财务结构保持健康可控。

图 9：公司 2020-9M25 现金流情况（单位：亿元）

图 10：公司 2020-9M25 年资产负债率与同比增速



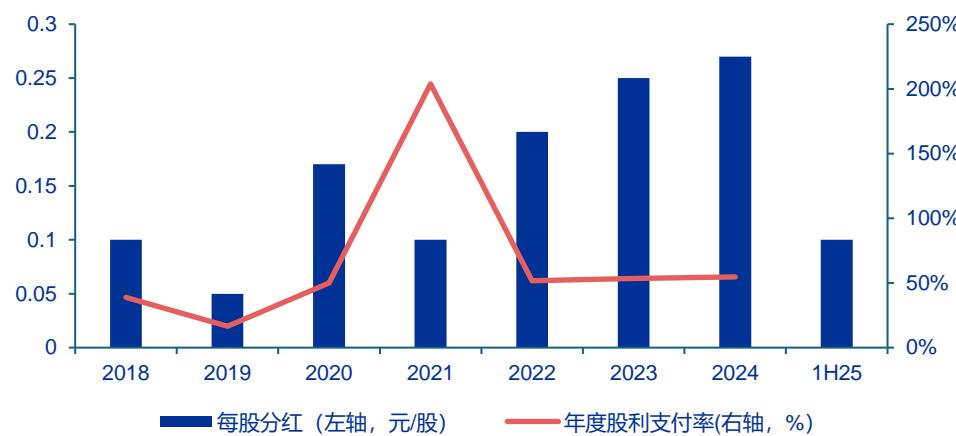
资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司分红政策稳定，回报力度持续强化。公司自 1999 年上市以来已连续 26 年实施现金分红。近五年除 2021 年业绩下滑导致基数较低，公司决定大幅提升分红比例外，其余年份公司分红比例稳定在 50% 以上，在行业处于较高水平。2024 年度公司每股分红 0.27 元/股，合计分红 9.47 亿元，分红比例 54.67%，分红规模创历史新高。2025 年，公司推出 2025 年中期利润分配方案，每股分红 0.1 元，实施历史上首次中期分红。随着公司业绩不断成长，公司派息力度有望逐步增强，叠加分红频次提升，公司在资本市场的竞争力将持续巩固。

图 11：2018-2024 年公司分红规模及分红比例



资料来源：Wind, 申万宏源研究

2. 电力：火电基本盘稳固 风光成长性可期

2.1 火电：资产优质聚焦大湾区 容量电价提升释放业绩弹性

广东省电力火电装机规模快速提升，供需由紧张逐步趋向宽松。广东省为我国最大的用电第一大省，装机结构以火电为主。截至 2024 年底，火电装机占广东省总装机规模的 57.4%。除省内机组自发自用外，广东省还通过承接我国西电东送主要电量满足用电需求。自

年以来，广东省用电及发电量常年存在一定缺口，规模超 1600 亿度/年。为了缓解省内电力供需压力，近年来广东省内电源装机规模快速扩张，除新能源快速发展外，广东省内火电装机规模也呈快速增长趋势。2019-2024 年，广东省发电量及用电量 CAGR 分别为 7.5%、6.4%，而同期广东省装机 CAGR 达 11.58%，火电装机 CAGR 达 8.23%。随着省内新增火电机组显著提升整体发电能力，叠加新能源建设加速以及西电东送进一步增加了广东的电力供应，广东电力供需格局由紧张逐步趋向宽松。

图 12：近十年广东发电量、用电量及同比增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 13：近年广东省电源装机结构（单位：万千瓦）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司优质火电资产布局聚焦粤港澳大湾区，在建项目打开成长空间。公司火电机组均集中在粤港澳大湾区电力负荷中心。截至 1H25，公司控股火电装机 483.65 万千瓦，其中煤电装机 250 万千瓦、气电装机 233.65 万千瓦。2024 年底珠江电厂一号及二号机组于 2024 年底关停（2*32 万千瓦），导致公司 2025 年火电装机规模短期出现下滑。2024 年 9 月，珠江电厂 2×600MW 煤电环保替代项目获得核准批复，首台机组已启动建设（总投资 57.39 亿元）。气电方面，广州增城旺隆 2×460MW 气电替代工程项目开工建设，有望于 2026 年投产运行。

表 1：截至 2025 年中期公司控股火电机组梳理

电厂	装机容量（万千瓦）	持股比例	权益装机容量（万千瓦）	机组类型	投运时间
东方电力	2*32	100%	64	燃煤	1994
珠江 LNG 电厂	2*39	70%	54.6	燃气	2007
珠江 LNG 电厂二期	2*68.7	72%	98.928	燃气	2023
恒益电厂	2*60	50%	60	燃煤	2011
中电荔新	2*33	50%	33	燃煤热电联产	2012
鳌头能源站	2*1.44	50%	1.44	燃气热电联产	2015
宝珠能源站	2*3.4	100%	6.8	燃气热电联产	2024
太平能源站	2*4.285	100%	8.57	燃气热电联产	2021
合计	483.65	-	327.34		

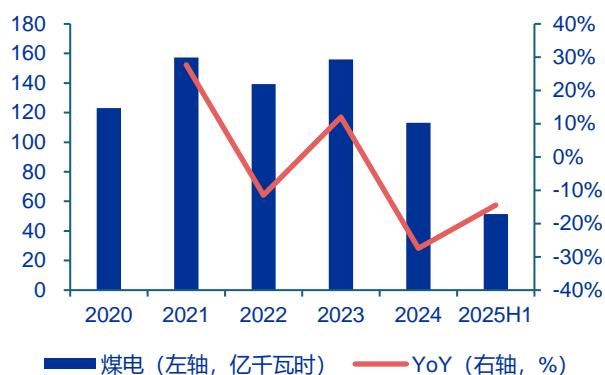
资料来源：公司公告、申万宏源研究

备注：珠江电力 2*32 万千瓦机组已于 2024 年底停运

2.1.1 煤电：发电空间受到挤压 盈利能力仍稳中向好

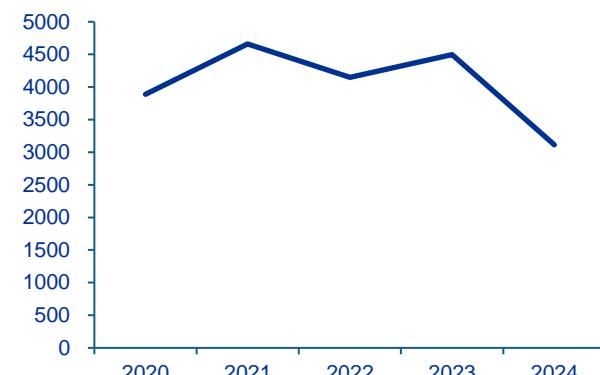
公司煤电电量受到挤压，2024年发电效率有所下降。十四五期间公司煤电发电量整体呈现先升后降趋势，2021年最高达157.28亿千瓦时。受省内电源装机规模及西电东送规模提升影响，2023年后公司煤电发电空间整体受到较大冲击。2024年及1H25，公司煤电发电量分别为113.20及51.54亿千瓦时，同比分别下降27.44%及14.46%。2024年，公司火电利用小时数3114小时，同比下降1382小时。

图 14：公司 2020-1H25 煤电机组发电量及同比增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

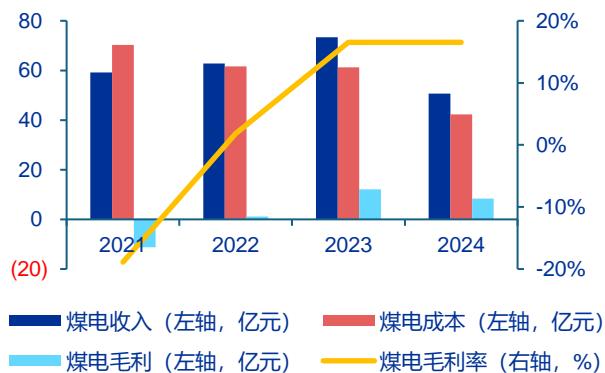
图 15：公司 2020-2024 年火电利用小时数



资料来源：公司公告，申万宏源研究

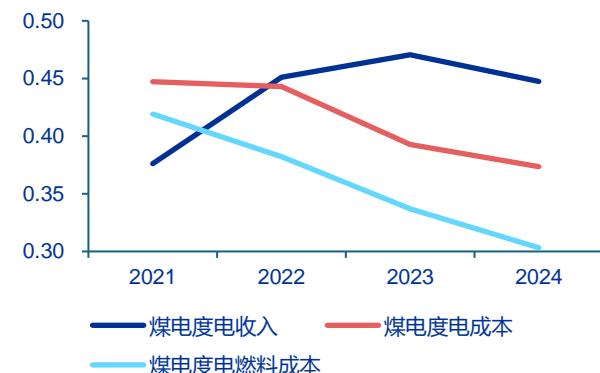
公司煤电毛利率近年稳步回升，成本改善缓解电价下行压力。公司积极把握煤价成本下行机遇，通过提升经济性进口煤采购比例及降低供电标煤耗，推动燃料成本同比下降，带动公司度电毛利回升。2023-2024年，公司煤电毛利率已经回升至16.5%，较2021-2022年显著回升。近年来受省内电力供需趋于宽松的影响，广东省内中长期电价呈现下降趋势，2025年广东省年度交易成交均价0.392元/千瓦时，同比下降15.9%（下降0.074元/千瓦时），较广东省燃煤基准价0.453元/千瓦时已下浮13.5%，长期来看进一步下降空间有限。在电价短期承压的情况下，2025年煤炭价格较2024年进一步回落，燃料成本价格下行可部分抵消上网电价下行压力。

图 16：公司 2021-2024 年煤电机组营收、成本及毛利



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 17：公司 2021-2024 年煤电单位收入、成本及燃料成本（单位：元/千瓦时）



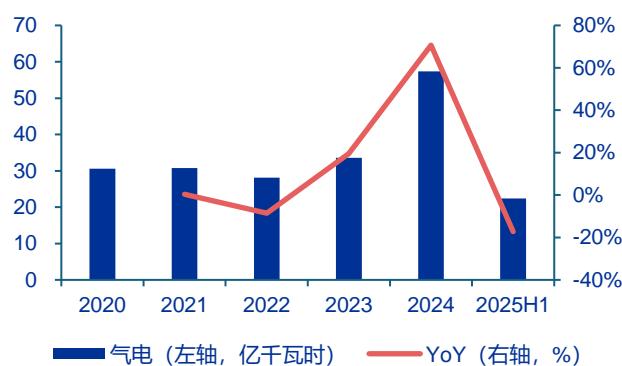
资料来源：公司公告，申万宏源研究

2026 年起容量电价稳步提升，煤电盈利能力长期可进一步稳定。2024 年煤电容量电价政策在全国范围内执行，2024-2025 年广东省容量电价执行标准为 100 元/千瓦·年。2025 年 7 月广东省发展改革委、广东省能源局国家能源局南方监管局联合发布《关于调整我省煤电气电容量电价的通知》，提出决定适当提高广东省煤电、气电机组容量电价。煤电容量电价方面，2026 年 1 月 1 日起煤电机组容量电价调整为每年每千瓦 165 元，较当前标准提升 65 元/千瓦·年。根据公司当前 250 万控股煤电装机规模计算，2026 年起容量电价提升有望为公司增收 1.63 亿元，进一步稳定公司盈利能力。

2.1.2 气电：增量项目稳步推进 新政下盈利稳定性增强

公司气电发电能力较为稳定，珠江二期及增城旺隆气电替代工程注入增长动力。截至 1H25，公司气电控股装机 233.65 万千瓦，气电权益装机合计 170.34 万千瓦。2023 年前公司气电发电量相对稳定，主要系公司气电发挥调峰作用，利用小时数波动较低。随着 2023 年底珠江 LNG 电厂二期项目（南沙电力）投产并于 2024 年开始全年贡献发电量，2024 年公司气电发电量达 57.33 亿千瓦时，同比高增 71%。在建项目方面，增城旺隆气电替代工程项目已于 2024 年已完成主厂房第一罐混凝土浇筑及配套燃气管线部分建设，预计两台机组将在 2026 年投产，为未来公司业绩核心增长点。

图 18：公司 2020-1H25 气电机组发电量及同比增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 19：公司燃气机组利用小时数



资料来源：公司公告，申万宏源研究

备注：利用小时数根据机组装机规模及年发电量推算

降本周期下公司气电成本压力有望持续下降。公司目前已执行 LNG 长协合同合计达 105 万吨/年，在 LNG 现货价格高企时，海气 LNG 长协具有降低采购成本和降低交易波动风险的作用，长期保证了公司盈利稳定性。目前全球 LNG 供给持续走宽，2025 年起美国、卡塔尔 LNG 产能将快速增量释放，叠加加拿大等国家进一步为亚洲增加供给增量。此外，全球原油供需宽松带动油价中枢逐步回落。在国际油价及天然气价格指数回落的背景下，看好公司天然气采购成本持续下降，进一步提升气电盈利能力。

图 20：NYMEX HH 天然气主力期货价格与 HH 天然气现价（单位：美元/百万英热）

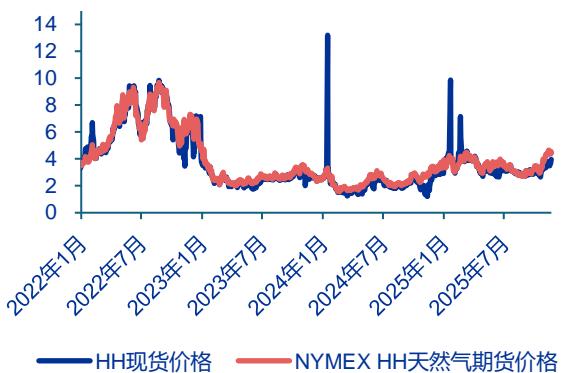
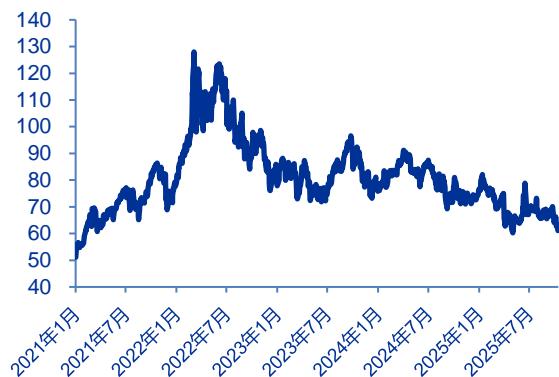


图 21：ICE 布伦特油价（单位：美元/桶）



资料来源：路孚特天然气板块，申万宏源研究

资料来源：路孚特石油板块，申万宏源研究

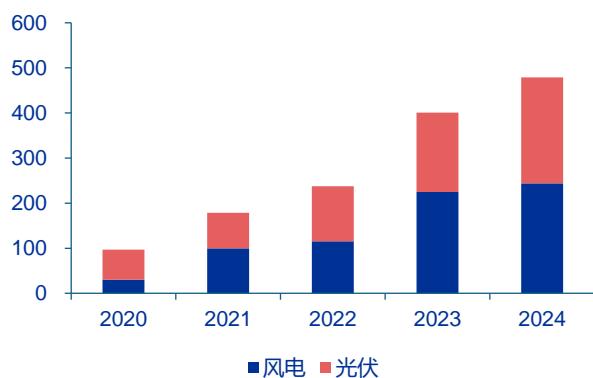
广东气新政引领省内气电迎接市场化新周期，容量电价调增保证综合收益。2025 年 7 月广东省针对气电市场做出多项新规，除在《关于调整我省煤电气电容量电价的通知》中对气电容量电价进行上调外，广东省还发布《关于完善广东电力市场燃气机组市场关键机制的通知》，旨在通过市场化机制优化资源配置，推动燃气机组从“保底收益”向“按需发电”进行转型。在气电新政下，气电企业可通过容量电价基本覆盖固定成本，通过气电现货价格联动传导变动成本，以及通过提升尖峰时段发电能力获得超额收益。我们预计公司气电发电量或将减少，但度电利润有望稳步提升，尤其是变动联动机制完善后抵御气价波动能力增加，长周期盈利稳定性将进一步提升。

- 燃气机组容量电价方面：《关于调整我省煤电气电容量电价的通知》明确使用澳大利亚进口合约天然气的配套气电机组、9E 及以上的其他常规机组、6F 及以下的其他常规机组、纳入国家能源领域首台（套）重大技术装备的气电机组容量电价分别调整为每年每千瓦 165、264、330 及 396 元，自 2025 年 8 月 1 日起执行（较此前标准分别提升 65、164、230、296 元/千瓦·年）。结合公司气电机组类型，目前公司最核心的气电资产珠江 LNG 一期为 6F 及以下的其他常规机组，珠江 LNG 二期为 9E 及以上的其他常规机组，容量电价提升后二者每年可分别增收 1.79、2.25 亿元。
- 燃气机组市场化调整方面：《关于完善广东电力市场燃气机组市场关键机制的通知》明确取消变动成本补偿机制（气电机组批复上网电价与市场参考价 0.463 元/千瓦时之差，例如珠江 LNG 一期项目为 0.021 元/千瓦时），并对气电价格联动机制完善，其主要内容包括：①进口 LNG 参考价挂钩指标由 JKM 调整为中国 LNG 到岸价（CLD）；②明确气电联动传导机制，设置可量化的单位变化系数，触发气价，气价上限等；③夏冬用电旺季供需系数为 1，较其他月份更高。该机制下，气电机组虽失去固定补贴，但可在尖峰高电价时刻获得较高收益，提升尖峰套利能力并在谷时出让发电能力以避免亏损。

2.2 新能源：装机稳步扩张 稳定贡献利润增量

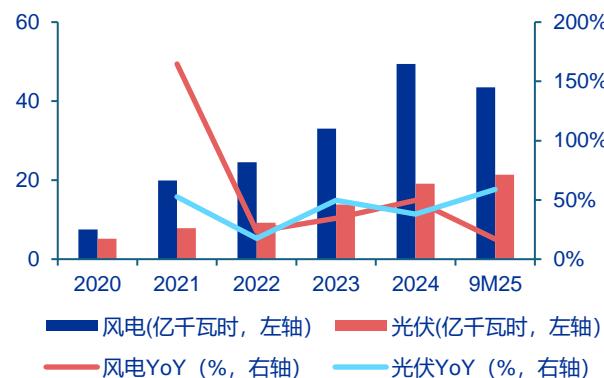
装机规模持续扩张，布局全国高资源区域。截至 2025 年 9 月，公司新能源项目覆盖全国 20 个省市，风电和光伏总装机达 595 万千瓦。公司新能源项目主要分布于河南、河北、湖南、湖北、山西、山东、云南、四川、甘肃等地区，项目质地整体较优且消纳水平较好。近年来公司新能源发电量呈阶梯式上涨，主要得益于装机容量稳步成长。2024 年公司新能源发电量 68.48 亿千瓦时，同步增长 46.2%，9M25 新能源发电量 64.87 亿千瓦时，同比增长 28.1%。

图 22：公司新能源装机规模稳定扩张（单位：万千瓦）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

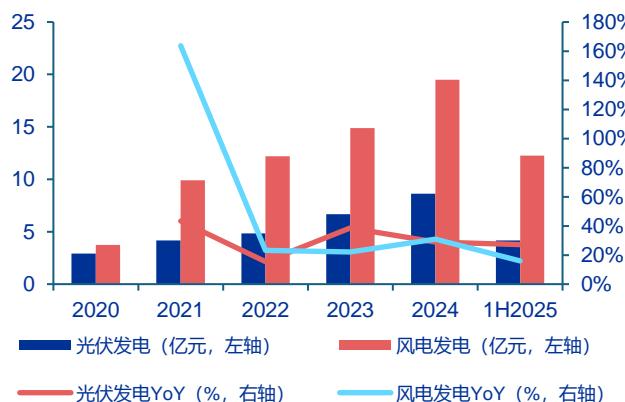
图 23：公司 2020-9M25 新能源发电量及增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

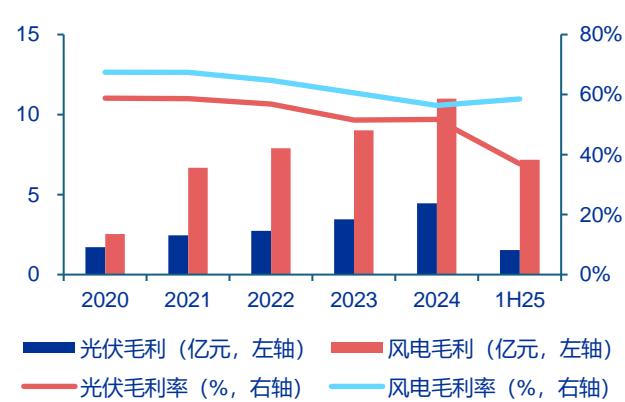
新能源稳定贡献利润增量，电价下滑导致毛利率下滑。随着新能源装机规模持续扩张，公司新能源营收及利润规模稳步成长，2020-2024 年公司光伏营收规模由 2.92 亿元增长至 8.63 亿元，CAGR 达 31.1%，毛利从 1.71 亿元增长至 4.46 亿元，CAGR 达 27.1%；公司风电营收规模由 3.75 亿元增长至 19.49 亿元，CAGR 达 51.0%，毛利从 2.53 亿元增长至 10.99 亿元，CAGR 达 44.4%。近年来受风光上网电价下滑影响，公司新能源毛利率有所下降，其中风电毛利率降幅低于光伏。1H25，公司风电、光伏毛利分别为 7.17、1.54 亿元，毛利率分别为 58.5%、37.0%。

图 24：公司 2020-1H25 新能源营业收入及增速

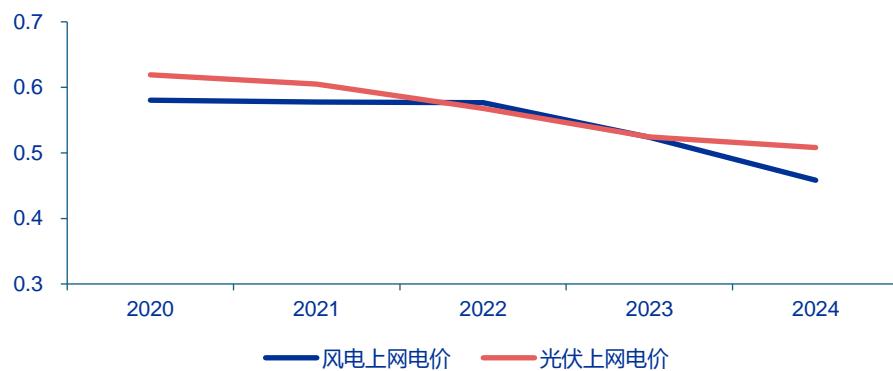


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 25：公司 2020-1H25 新能源毛利及毛利率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 26：新能源上网电价（单位：元/千瓦时）

资料来源：Wind,申万宏源研究

公司持续加大新能源项目投入，看好公司新能源远期成长性。公司规划到十四五末新能源装机规模达到 8GW。近年来公司持续加大对新能源项目的投资，根据公司 2025 年资本性支出计划，公司预计将投入 8.29 亿元用于新能源并购项目、28.05 亿元用于新能源新建项目、9.29 亿元用于用户侧储能和独立储能项目，新能源方面总计划投资 45.63 亿元，占全年总资本开支计划的 53%。我们看好公司新能源项目规模扩张，持续为公司注入成长动能。

3. 天然气：布局上下游全产业链 业绩增长潜力足

公司燃气运营主体为全资子公司广州燃气集团。广州燃气集团业务集上游气源投资及采购、中游运输及接收、下游配送及销售于一体，经营范围涵盖天然气贸易，燃气管网及设施的设计、建设、输配和管理，天然气项目的投资等，是广州市城市燃气高压管网建设和购销主体单位。集团自主经营区域遍及广州中心城区和南沙、增城、花都等区域，拥有包括商业、工业、公福及居民等用户超 240 万户，燃气输配管网超过 7,900 公里。

3.1 上游：积极签订 LNG 长协 资源多元构筑气源优势

广州市气源结构较为多元，广州市天然气利用四期工程提升气源接收能力。广州市天然气存量气源主要包括国家管网西气东输二、三线管道气、南海海上天然气和进口 LNG 等。根据《广州市城市燃气发展规划（2021-2035）》，到 2025 年，广州满足实现老城市新活力用气需求，形成气源供应多元、城市内部互联互通、运行安全可靠的燃气供应保障体系。广州市通过多期工程逐步构建“全市一张网”的供气格局，2024 年，最新一期的天然气利用四期工程整体竣工。该项目引入西气东输三线气源，进一步提升广州气源供给的多元化水平，保障广州市内用气稳定。四期工程完成后，公司管网年输配能力提升 30 亿 m³/年至 100 亿 m³/年，市内供气管网与接卸能力已形成闭环。

公司签订多个 LNG 长协，长周期有望降低综合用气成本。公司目前已执行 LNG 长协合同合计达 105 万吨/年，分别为与 BP 新加坡签署的 65 万吨/年的协议（挂钩国际原油价格指数）及与中化新加坡签署的 40 万吨/年的协议（挂钩美国 Henry Hub 指数）。此外公司还有墨西哥太平洋液化天然气市场销售私人有限公司签署 200 万吨/年的 LNG 长协，合同期限 20 年，目前尚未开始执行。公司通过 LNG 长协为主、现货为辅的灵活采购策略，可及时应对市场变化，在天然气成本价格下降周期内降低综合采购成本，提升盈利能力。

表 2：公司 LNG 长协合约

合作方	年合同量	起始时间	终止时间	挂钩指数	执行情况
BP 新加坡私人有限公司	65 万吨	2022 年 4 月	2034 年	国际原油价格	已执行
中化新加坡国际石油有限公司	40 万吨	2023 年 1 月	2032 年	Henry Hub	已执行
墨西哥太平洋液化天然气市场销售私人有限公司(MPL)	200 万吨	合同生效期起 20 年		Henry Hub	待执行

资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.2 中游：调峰站与 LNG 接收站周转率提升可期 资源获取有保障

广州 LNG 应急调峰气源站接卸量有望持续提升。广州 LNG 应急调峰气源站是广东省、广州市“十四五”能源发展专项规划及省、市供给侧结构性改革“补短板”的重点项目，由广州燃气集团投资建设，核心功能是接收、储存、加压气化 LNG 并外输天然气，以保障广州市燃气供应稳定。应急调峰气源站储气库一期工程设计规模为 100 万吨/年，于 2023 年 6 月完工，2024 年接卸规模为 50 万吨。公司 LNG 在手长协资源充足，2025 年应急储备调峰站利用率有望进一步提升。展望未来，广州 LNG 应急调峰气源站二期项目已经完成备案，计划新增 2 座 16 万立方米 LNG 全包容储罐及相关设施，长周期有望将应急调峰气源站设计年周转量提升至 200 万吨，进一步保障广州市供气安全。

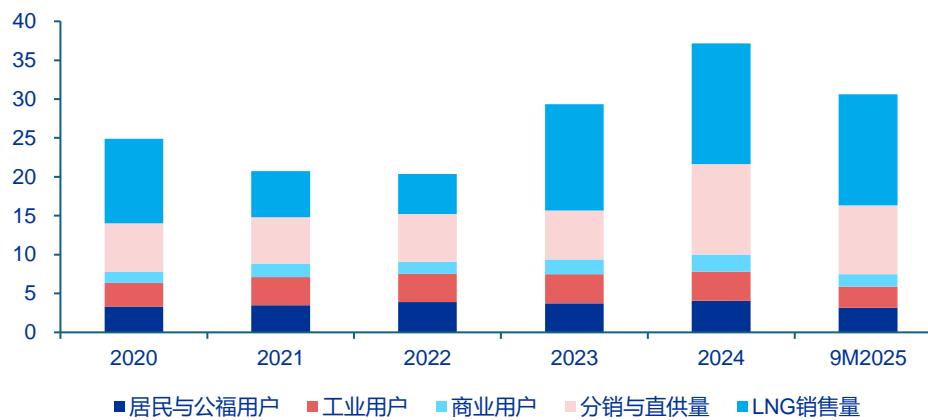
参股广东多个 LNG 接收站项目，其中珠海金湾 LNG 接收站二期近期投产。除广州 LNG 应急调峰气源站外，公司还参股深圳大鹏 LNG 接收站（持股 6%）与珠海金湾 LNG 接收站（持股 25%）。广东大鹏 SPA 作为我国第一份 LNG 采购合约，具有显著价格优势，公司作为大鹏 LNG 接收站的股东方，受益于低价资源的采购。此外，珠海金湾 LNG 接收站二期项目于 2025 年中投产，带动接收站总接收能力从 350 万吨/年提升至 700 万吨/年。公司作为股东方，可稳定获取珠海金湾接收站的气源，进一步保障气源来源的多元性。

3.3 下游：电厂等用户打开增量空间 价格联动长期可期

管道燃气销售量稳定增长，气电打开分销与直供增长空间。十四五期间公司管道燃气销售量稳中有升，LNG 销量受价格因素影响出现一定波动。2023 年起随着 LNG 合同开始执

行，公司 2023-2024 年 LNG 销量快速提升。2024 年，公司完成管道燃气销售量 21.66 亿 m³，同比增长 26.18%，其中居民与公福用户、工业用户、商业用户、分销与直供销量分别占比管道燃气销售总量的 18.7%、17.4%、10.0%、53.9%。2024 年分销与直供量同比高增 50%，主要原因系珠江 LNG 电厂二期于 2023 年底投产，2024 年贡献销气增量。9M25 公司管道燃气销售量同比增长 36.03% 至 16.31 亿 m³，保持稳定增长趋势。公司签订的海外长协供气量增加，带动 9M25 公司 LNG 销售量同比大幅增加 45.72%，并逆转上半年下降趋势。长期来看，随着公司气电项目持续增加，叠加公司积极扩展广州市外市场及延伸销售网络，公司分销与直供规模及 LNG 销售规模仍有较大成长空间。

图 27：公司 2020-1H25 管道燃气及 LNG 销气结构（单位：亿 m³）



资料来源：公司公告,申万宏源研究

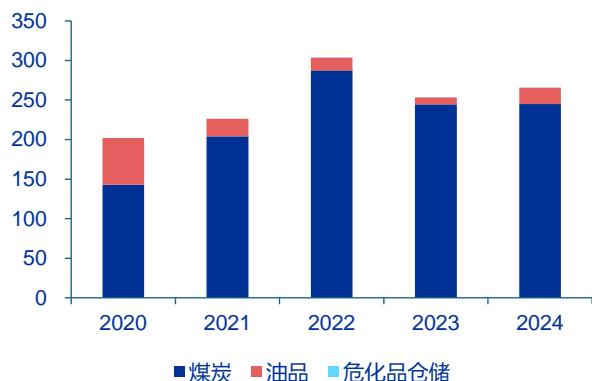
广州建立城镇管道燃气上下游价格联动机制，长期盈利稳定性有望提升。为解决天然气上下游价格传导受阻问题，切实保障城燃企业和工商业企业的正常经营，2023 年以来国家发改委出台多个文件要求理顺天然气销售价格以及建立完善气源采购和销售价格同步联动机制。多地积极响应，出台天然气上下游顺价机制，各地居民顺价政策的执行力度逐步提升。2024 年 3 月，广东省另一核心城市深圳调增管道气销售价格，对居民一阶气价调涨 0.31 元/m³，有望对其他地市形成示范效应。2025 年 6 月广东省发改委发布《广东省发展改革委城镇管道燃气价格管理办法（征求意见稿）》提出，建立城镇管道燃气上下游价格联动机制，销售价格与气源价格实行联动。我们认为随着城燃管道气价格联动的建立与执行，高价成本带来的经营压力可以向下疏导，利好公司销气毛差恢复，并提振公司销气业务盈利能力。

4. 能源物流：发挥产业链协同优势 能源供应稳步提升

一体化产业链布局，平抑市场波动风险并提升客户服务能力。公司能源物流业务主体为广州发展能源物流集团有限公司，起步于保障自有电厂燃料供应，经过多年发展，目前主要涵盖煤炭贸易、油品仓储和危化品仓储业务、港口、航运等业务板块。公司属下燃料公司是

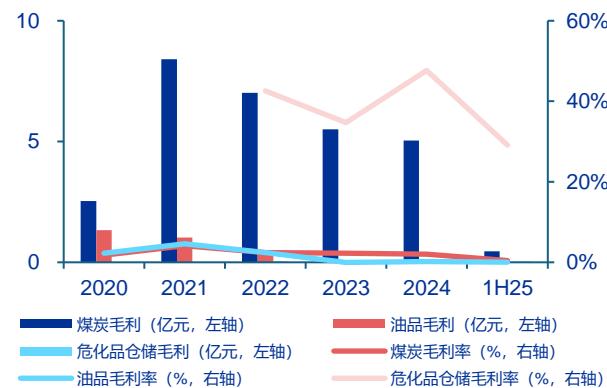
首批国家电煤重点保供企业之一，也是广东省煤炭储备基地。此外公司通过自有航运、南北方堆场与码头等设施，并打造“珠电煤”品牌，通过一体化产业链布局，公司可满足客户全方位的需求，不断提升自身品牌影响力与服务能力。近年来公司能源物流业务毛利率整体走低，主要受煤炭价格下降因素影响。能源物流业务中，煤炭和油品业务毛利率较低，其中煤炭业务近年来毛利率维持在 2%左右，1H25 受煤炭价格下降影响，毛利率下降至 0.44%。而危化品仓储业务毛利率较高，2022-2024 年毛利率可达 30-50%。

图 28：公司 2020-2024 年能源物流营业收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

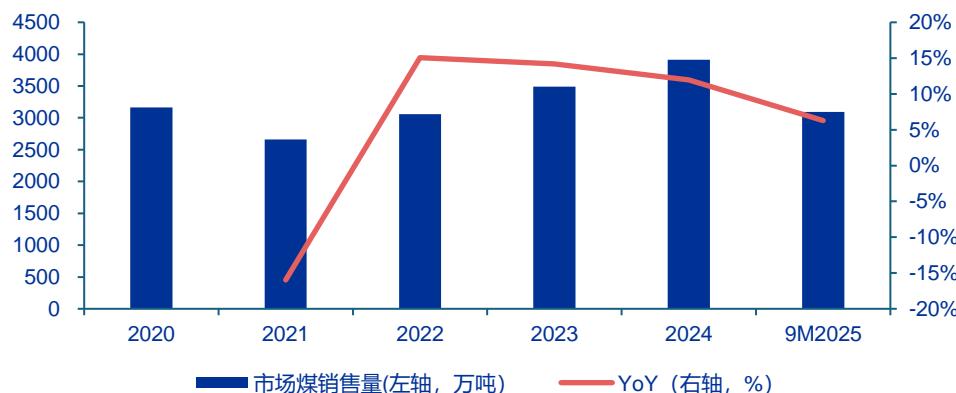
图 29：公司 2020-1H25 能源物流毛利及毛利率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

煤炭业务为能源物流业务核心，近年来销量稳步成长。煤炭业务是能源物流业务最核心的业务组成部分，也是公司煤电一体化产业链上的重要一环，当煤电任一环节价格出现较大波动时，完善的产业链布局将降低公司成本波动，降低企业经营风险。公司积极巩固拓宽资源渠道，开辟疆煤、蒙煤等新煤种，截至 2024 年底公司国内业务目前已扩至 19 个省市。目前公司煤炭业务已形成资源开发、运输、中转、销售的纵向一体化产业链，尤其是通过参股年产 1,000 万吨的东周窑煤矿，保障煤炭资源的稳定供应。2024 年公司煤炭经营量达 4302 万吨，同比增长 4.66%，市场煤销售量 3910 万吨，同比增长 11.95%。9M25 公司实现煤炭销售量 3090.85 万吨，同比增长 6.3%。

图 30：公司市场煤销售量及同比增速（单位：万吨）



资料来源：公司公告,申万宏源研究

5. 盈利预测与投资分析意见

火电业务：2025 年珠江电厂一二号机组关停，2026 年起增城旺隆气电有望投产。我们预计 2025–2027 年公司控股煤电机组装机容量为 250/250/250 万千瓦、气电控股装机容量为 234/326/326 万千瓦。我们预计公司火电利用小时数将继续保持下滑趋势。电价端，容量电价增加抵消电量电价预期下滑影响，综合电价有望企稳略降，盈利性在燃料成本回落情况下有望提升。我们预计公司 2025–2027 年火电营业收入达 72.96/80.85/80.18 亿元，毛利预计达 10.09/14.22/15.05 亿元。

能源物流业务：受煤价及油价回落等因素影响，我们预计公司 2025 年能源物流业务销量稳定但毛利率有所下滑，2026–2027 年毛利率有望触底回升。我们预计 2025–2027 年能源物流业务营业收入 270.96/276.38/281.91 亿元，毛利预计达 0.81/1.38/1.41 亿元

天然气业务：随着城市燃气与燃机电厂需求持续增长，公司上游长期合同气源与自有调峰站优势凸显，确保气源稳定与成本可控。我们预计公司 2025–2027 年天然气业务营业收入分别为 105.94/111.23/116.80 亿元，毛利预计分别为 16.95/18.91/19.86 亿元。

新能源及储能业务：公司新能源装机规模稳定成长，我们预计 2025–2027 年公司风电新增装机 100/80/80 万千瓦，光伏新增装机 80/50/50 万千瓦。随着平价项目占比提升，预计新能源平均上网电价及毛利率维持缓慢下行趋势。我们预计公司 2025–2027 年新能源营收为 33.90/44.18/50.11 亿元，毛利分别为 17.50/21.89/23.98 亿元。

表 3：业务拆分与预测 (单位：百万元)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
火电						
营业收入	8410	9752	9011	7296	8085	8018
YoY		16.0%	-7.6%	-19.0%	10.8%	-0.8%
毛利	690	1724	1449	1009	1422	1505
YoY		149.9%	-16.0%	-30.4%	41.0%	5.8%
毛利率	8.2%	17.7%	16.1%	13.8%	17.6%	18.8%
能源物流						
营业收入	30362	25361	26565	27096	27638	28191
YoY		34.2%	-16.5%	4.7%	2.0%	2.0%
毛利	745	557	517	81	138	141
YoY		-25.2%	-7.2%	-84.3%	70.0%	2.0%
毛利率	2.5%	2.2%	1.9%	0.3%	0.5%	0.5%
天然气						
营业收入	7243	9336	9809	10594	11123	11680
YoY		28.9%	5.1%	8.0%	5.0%	5.0%
毛利	1045	1465	1510	1695	1891	1986
YoY		40.2%	3.1%	12.3%	11.6%	5.0%
毛利率	14.4%	15.7%	15.4%	16.0%	17.0%	17.0%
新能源及储能						
营业收入	1719	2187	2825	3390	4418	5011
YoY		.%	.%	.%	.%	.%

毛利	1059	1241	1537	1750	2189	2398
YoY		17.2%	23.9%	13.9%	25.1%	9.5%
毛利率	61.6%	56.8%	54.4%	51.6%	49.5%	47.9%
其他收入						
营业收入	176	161	119	119	119	119
YoY		-8.5%	-26.1%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利	116	96	96	96	96	96
YoY		-17.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	66.1%	59.3%	80.6%	80.6%	80.6%	80.6%
总计						
营业总收入	47910	46797	48328	48495	51384	53019
YoY		-2.3%	3.3%	0.3%	6.0%	3.2%
毛利	3655	5083	5109	4631	5736	6125
YoY		39.1%	0.5%	4.6%	11.1%	5.7%
毛利率	7.6%	10.9%	10.6%	9.5%	11.2%	11.6%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司依托综合能源布局，业务协同效应持续增强。作为粤港澳大湾区领先的综合能源服务商，公司在电力、燃气、新能源等核心板块均具备资源与规模优势，形成清洁能源发电、城市燃气供应及能源物流协同发展的多元业务格局。中游储运与下游销售网络完善，使公司具备灵活调配资源、优化供需匹配的能力，在不同气价周期下均可保持稳定盈利。新能源板块持续扩张，绿电占比提升带动盈利质量改善。公司综合能源版图下各主业协同发力，利润来源多元稳定。我们预计 2025-2027 年公司营业总收入为 484.95/513.84/530.19 亿元，同比分别增长 0.3%/6.0%/3.2%，归母净利润分别为 22.45/24.04/23.54 亿元，同比分别增长 29.6%/7.1%/-2.1%。我们预计 2025–2027 年公司 EPS 分别为 0.64 元、0.69 元、0.67 元/股。当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 10.5、9.8、10.1 倍。

我们选取广东省内火电、气电、新能源发电、天然气行业上市公司作为可比公司，包括粤电力 A、深圳燃气、宝新能源以及深圳能源。公司市盈率及市净率均低于可比公司，参考行业平均估值水平，给予公司 2026E EPS 12.5x PE，公司合理市值水平为 301.2 亿元，较当前市值有 27.3%的上涨空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值比较

代码	公司简称	收盘价		EPS		PE		PB
		2025/11/28	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	
000539.SZ	粤电力 A	4.58	0.13	0.24	0.31	35.2	19.1	14.8
601139.SH	深圳燃气	6.58	0.49	0.62	0.66	13.4	10.6	10.0
000690.SZ	宝新能源	4.37	0.46	0.5	0.54	9.5	8.7	8.1
000027.SZ	深圳能源	6.66	0.48	0.57	0.66	13.9	11.7	10.1
可比公司平均估值						18.0	12.5	10.7
600098.SH	广州发展	6.75	0.64	0.69	0.67	10.5	9.8	10.1

资料来源：申万宏源研究

注：深圳燃气 EPS 为申万宏源预测，其余可比公司 EPS 为 Wind 一致预期

风险提示

电量不及预期风险。公司发电业务对用电需求及机组利用小时变化较为敏感。若宏观经济增速放缓或区域用电需求增长不及预期，叠加新能源装机扩张带来挤出效应，可能导致火电机组利用小时下降，发电量和盈利水平低于预期。

电价下行风险。随着全国电力市场化改革深入推进，新能源及火电上网电价市场化竞争加强。若交易电价持续走低，或地方电价政策出现阶段性下调，公司发电板块的毛利率可能承压。尤其是在新能源全面入市背景下，新能源发电业务盈利波动性或将上升。

能源成本波动风险。公司发电和燃气业务成本受煤炭、天然气等能源价格影响显著。若煤价或国际天然气价格出现大幅波动，而终端销售价格调整不及时，可能导致成本上升、利润空间被压缩。

销气增速不及预期风险。公司燃气业务增长依赖工商业需求及气电机组利用小时维持稳定。若经济增长放缓、工业需求收缩或气电利用小时下降，可能导致销气量增长乏力，从而影响天然气业务的收入与利润贡献。

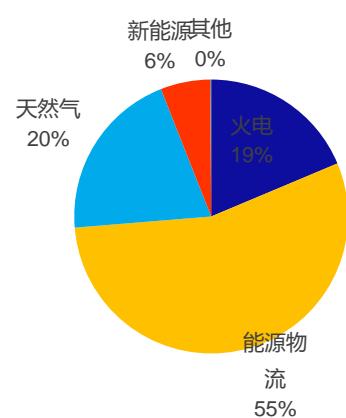
财务摘要

合并损益表

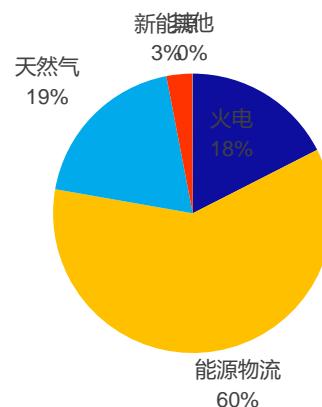
百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	46,797	48,328	48,495	51,384	53,019
营业收入	46,755	48,271	48,437	51,326	52,961
火电	9,752	9,011	7,296	8,085	8,018
能源物流	25,361	26,565	27,096	27,638	28,191
天然气	9,336	9,809	10,594	11,123	11,680
新能源	2,187	2,825	3,390	4,418	5,011
其他	161	119	119	119	119
营业总成本	44,389	46,150	46,655	48,546	49,798
营业成本	41,714	43,219	43,864	45,648	46,893
火电	8,028	7,562	6,287	6,663	6,513
能源物流	24,804	26,048	27,015	27,500	28,050
天然气	7,871	8,300	8,899	9,232	9,694
新能源	945	1,288	1,640	2,229	2,613
其他	66	23	23	23	23
税金及附加	138	139	139	147	152
销售费用	272	244	249	274	274
管理费用	904	928	896	976	1,001
研发费用	651	686	648	710	731
财务费用	708	934	858	791	747
其他收益	72	46	46	46	46
投资收益	111	269	150	250	300
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-9	12	0	0	0
信用减值损失	-151	5	0	0	0
资产减值损失	-84	-99	-400	-100	-100
资产处置收益	0	1	1,667	500	0
营业利润	2,346	2,413	3,303	3,534	3,466
营业外收支	-29	-29	0	0	0
利润总额	2,317	2,384	3,303	3,534	3,466
所得税	452	429	662	706	697
净利润	1,865	1,955	2,641	2,828	2,770
少数股东损益	227	223	396	424	415
归母净利润	1,638	1,732	2,245	2,404	2,354

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

收入结构



成本结构

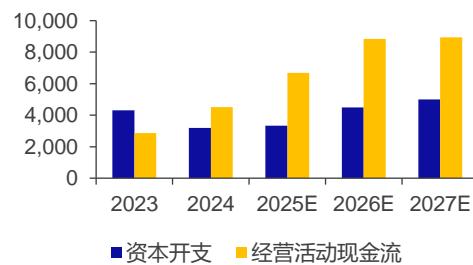


合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,865	1,955	2,641	2,828	2,770
加：折旧摊销减值	2,006	2,454	4,893	5,393	5,793
财务费用	827	982	858	791	747
非经营损失	-139	-178	-1,817	-750	-300
营运资本变动	-1,820	-762	111	577	-64
其它	275	54	0	0	0
经营活动现金流	2,863	4,510	6,686	8,839	8,945
资本开支	4,317	3,188	3,333	4,500	5,000
其它投资现金流	-2,200	625	-650	250	300
投资活动现金流	-6,517	-2,563	-3,983	-4,250	-4,700
吸收投资	384	40	0	0	0
负债净变化	4,432	-1,437	-773	-1,391	-954
支付股利、利息	1,757	2,074	1,802	2,026	2,117
其它融资现金流	-223	-128	0	0	0
融资活动现金流	2,836	-3,599	-2,576	-3,417	-3,070
净现金流	-801	-1,648	128	1,172	1,175

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

资本开支与经营活动现金流



合并资产负债表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	15,394	14,222	14,833	16,192	17,453
现金及等价物	4,565	2,297	3,225	4,397	5,572
应收款项	4,636	4,951	4,951	4,951	4,951
存货净额	1,687	2,067	1,751	1,938	2,024
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	4,506	4,906	4,906	4,906	4,906
长期投资	10,092	10,209	10,209	10,209	10,209
固定资产	40,509	44,156	44,263	43,870	43,077
无形资产及其他资产	8,018	7,916	7,916	7,916	7,916
资产总计	74,014	76,503	77,221	78,187	78,655
流动负债	19,114	20,129	20,863	21,947	22,728
短期借款	8,814	5,840	6,779	7,100	7,859
应付款项	8,167	7,721	7,516	8,279	8,301
其它流动负债	2,133	6,568	6,568	6,568	6,568
非流动负债	26,746	27,123	25,410	23,698	21,986
负债合计	45,861	47,252	46,273	45,645	44,714
股本	3,507	3,506	3,506	3,506	3,506
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	8,822	8,857	8,857	8,857	8,857
其他综合收益	882	1,016	1,016	1,016	1,016
盈余公积	2,922	2,922	2,922	2,922	2,922
未分配利润	9,005	9,860	11,161	12,330	13,314
少数股东权益	2,820	2,855	3,251	3,675	4,091
股东权益	28,153	29,251	30,948	32,541	33,941
负债和股东权益合计	74,014	76,503	77,221	78,187	78,655

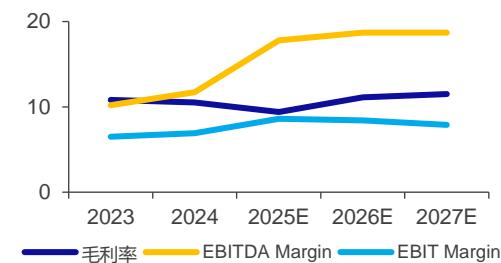
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

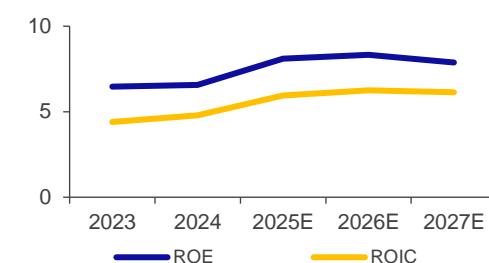
报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)					
每股收益	0.47	0.49	0.64	0.69	0.67
每股经营现金流	0.82	1.29	1.91	2.52	2.55
每股红利	0.00	0.00	0.27	0.35	0.39
每股净资产	7.23	7.53	7.90	8.23	8.51
关键运营指标(%)					
ROIC	4.4	4.8	5.9	6.3	6.1
ROE	6.5	6.6	8.1	8.3	7.9
毛利率	10.8	10.5	9.4	11.1	11.5
EBITDA Margin	10.2	11.7	17.8	18.7	18.7
EBIT Margin	6.5	6.9	8.6	8.4	7.9
营业收入同比增长	-2.3	3.3	0.3	6.0	3.2
归母净利润同比增长	21.0	5.7	29.6	7.1	-2.1
资产负债率	62.0	61.8	59.9	58.4	56.8
净资产周转率	1.85	1.83	1.75	1.78	1.77
总资产周转率	0.63	0.63	0.63	0.66	0.67
有效税率	20.5	20.3	21.0	21.5	22.0
股息率	0.0	0.0	4.0	5.2	5.8
估值指标(倍)					
P/E	14.5	13.7	10.5	9.8	10.1
P/B	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/Sale	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	12.9	10.5	6.8	6.0	5.8
股本	3,507	3,506	3,506	3,506	3,506

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

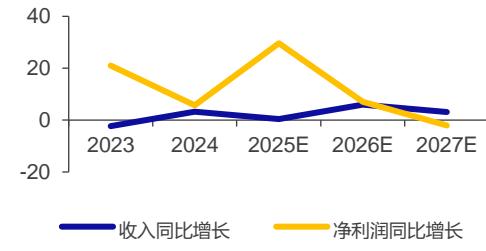
经营利润率(%)



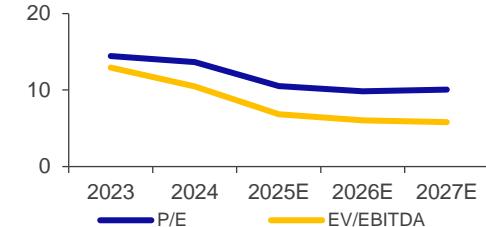
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



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受到任何形式的补偿。

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

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swhysc.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資目标、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。

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形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，任何人均无权在任何情况下使用它们。