

# 华能国际(600011.SH)/华能国际电力股份(00902.HK)

## 煤电改善带动业绩高增，高股息价值凸显

### 核心观点：

- **煤电盈利修复带动业绩高增，近六年自由现金流首次转正。**2025年公司实现营收 2293 亿元（同比-6.6%），归母净利润 144 亿元（同比+42.2%）。公司财务费用同比-9%至 67.5 亿元、平均融资成本降低至 2.69%。全年燃煤、燃气、风电、光伏利润总额为 132.7、12.7、56.1、28.8 亿元，燃煤同比增厚 61 亿元、度电利润达 0.037 元（同比提升 2 分）。经营现金流净额 672 亿元（同比+33%），投资性金流出额 573 亿元（同比-10%），近六年自由现金流首次转正。
- **煤电价差扩大带动火电盈利修复，火电资本开支持续提升。**2025 上网电量为 4376 亿千瓦时（同比-3.4%），火电 3691 亿千瓦时（同比-7%、占比 84%）；煤机利用小时 3959 小时（同比-326 小时）。25 年平均上网电价 0.477 元/千瓦时（降低 1.7 分），其中煤电 0.465 元/千瓦时（降低 1.5 分）。而单位燃料成本降至 0.267 元/千瓦时（度电降低 3.3 分）。年末可控装机 156GW，新增 11.9GW（风电/光伏/火电为 2.4/ 5.4/ 4.2GW），清洁能源占比 41%；26 年规划资本开支 621 亿元（火电 117 亿元、同比+30 亿元；风电 305 亿元、同比+65 亿元；光伏 72 亿元、同比-73 亿元）。根据 26Q1 发电量公告：Q1 上网电量 1015 亿千瓦时（同比-4.8%）、平均上网电价为 0.461 元/千瓦时（同比降低 2.2 分）。
- **持续高分红彰显公用事业属性，股东回报稳定可期。**公司连续多年保持高比例现金分红，23~25 年每股派发 0.20、0.27、0.40 元，对应分红总额分别为 31、42、63 亿元；对应最新 A、H 股收盘价股息率约 5.7%、7.3%，伴随盈利修复公司的公用事业属性凸显。
- **盈利预测与投资建议。**预计 26~28 年 EPS 为 0.84/0.89/0.95 元/股，PE8.4/7.9/7.4x。参考同业给予 26 年 12xPE 对应 A 股合理价值 10.02 元/股，考虑 AH 溢价率 H 股合理价值 8.06 港币/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**煤价持续上行风险；利用小时、项目建设不及预期风险等。

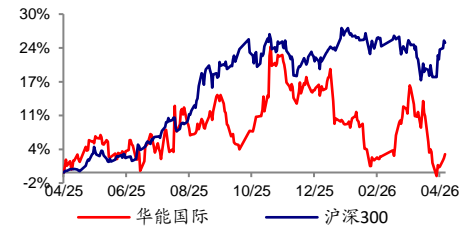
盈利预测：（货币：人民币）

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	245,551	229,288	226,105	226,943	226,964
增长率 (%)	-3.5%	-6.6%	-1.4%	0.4%	0.0%
EBITDA	52,517	58,896	53,548	56,496	59,149
归母净利润	10,135	14,410	13,111	13,973	14,941
增长率 (%)	20.0%	42.2%	-9.0%	6.6%	6.9%
EPS (元/股)	0.65	0.92	0.84	0.89	0.95
市盈率 (P/E)	10.5	8.1	8.4	7.9	7.4
ROE (%)	7.4%	10.1%	8.8%	8.9%	9.1%
EV/EBITDA	6.4	6.2	6.8	6.4	6.0

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心 备注：港币兑人民币汇率 0.88  
识别风险，发现价值

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	7.00 元/6.23 港元
合理价值	10.02 元/8.06 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2026-04-16

### 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：

郝兆升



SAC 执证号：S0260524070001

0755-82557403



haozhaosheng@gf.com.cn

分析师：

荣凌琪



SAC 执证号：S0260523120006

021-38003686



ronglingqi@gf.com.cn

请注意，郝兆升、荣凌琪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：

华能国际(600011.SH)/华能国际电力股份(00902.HK):Q3 业绩同比大增 89%，绩优高股息电力龙头	2025-10-29
华能国际(600011.SH)/华能国际电力股份(00902.HK):煤电改善幅度超预期，市值管理落地值得期待	2025-07-31

## 目录索引

一、业绩高增，自由现金流近六年首次转正 .....	4
二、25 年煤电增利 63 亿元，风光贡献利润 85 亿元 .....	8
三、看好净资产持续修复，火电资本开支占比提升 .....	10
四、公用事业属性凸显，维持“买入”评级 .....	11
五、风险提示 .....	11

## 图表索引

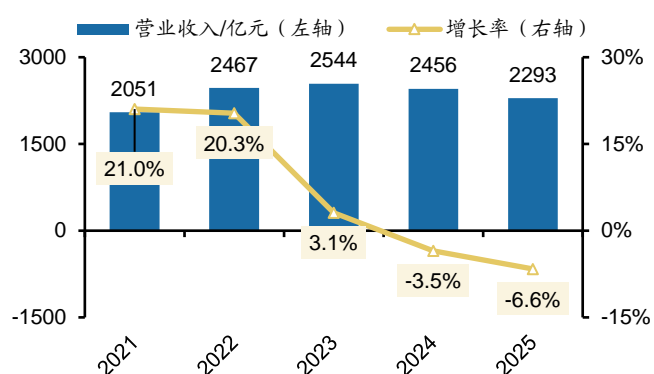
图 1: 2025 年公司营收 2293 亿元 (同比-6.6%)	4
图 2: 2025 年公司归母净利润 144 亿元 (同比+42.2%)	4
图 3: 2025Q4 公司营业收入同比-7.9%	4
图 4: Q3 单季归母净利润 56 亿元为全年最高	4
图 5: 2025 年公司经营性现金流净额同比+33.0%	5
图 6: 2025 年公司投资现金流净流出 573 亿元	5
图 7: 2025 年公司自由现金流转正	5
图 7: 截至 2025 年底公司长、短期借款达 2190 亿元	6
图 8: 截至 2025 年底固定资产+在建工程达 4251 亿元	6
图 9: 2025 年公司应收账款达 497 亿元	6
图 10: 2025 年公司资产负债率降至 65.3%	6
图 11: 2025 年公司财务费用达 68 亿元	6
图 12: 2025 年公司财务费用率降至 2.9%	6
图 13: 公司近年融资成本管控良好, 测算 2025 年下降至 2.69%	7
图 14: 2025 年公司毛利率、净利率均上涨	7
图 15: 2025 年公司加权 ROE 已升至 19.0%	7
图 16: 2025 年公司投资收益 11 亿元	7
图 17: 2025 年公司计提资产减值 20 亿元	7
图 18: 2025 年公司可控装机达 156GW	8
图 19: 2025 年清洁能源装机占比提升至 41%	8
图 20: 2025 年公司发电量 4631 亿千瓦时	8
图 21: 2025 年公司合计发电量同比-3.5%	8
图 22: 2025 年公司上网电量 4376 亿千瓦时	9
图 23: 2025 年公司合计上网电量同比-3.4%	9
图 24: 2025 年煤机税前利润 132.70 亿元	9
图 25: 2025 年单位燃料成本同比-11%	9
图 26: 2025 年公司煤电度电利润 0.037 元	9
图 27: 公司单季度度电利润情况	9
图 28: 2025 年公司平均利用小时同比下降 445 小时	10
图 29: 2025 年公司平均上网电价小幅下降	10
图 30: 2025 年公司归母净资产同比增长 3.7%	10
图 31: 2025 年公司辅助服务净收入达 13.6 亿元	10
图 32: 公司历年资本开支规划及实际值	11
表 1: 华能国际同业对比 (收盘价日期: 2026/4/15)	11

## 一、业绩高增，自由现金流近六年首次转正

2025年公司实现营收2293亿元(同比-6.6%)，归母净利润144亿元(同比+42.2%)。公司发布2025年年报，全年实现营业收入2292.88亿元(同比-6.62%)，归母净利润144.10亿元(同比+42.17%)。营收下降、利润逆势大幅增长，主要系：(1)燃料成本大幅压降，境内单位售电燃料成本266.88元/兆瓦时(同比-11.13%)，煤炭采购均价同比-12.5%，境内燃料成本合计减少224.49亿元；(2)电量电价双承压，境内上网电量4375.63亿千瓦时(同比-3.39%)，平均上网结算电价477.08元/兆瓦时(同比-3.48%)；(3)火电利润大幅修复，煤机税前利润132.70亿元(同比+86%)、燃气税前利润12.70亿元(同比+17%)；(4)新能源持续发力，风电税前利润56.08亿元(同比-17%)、光伏28.83亿元(同比+6%)。

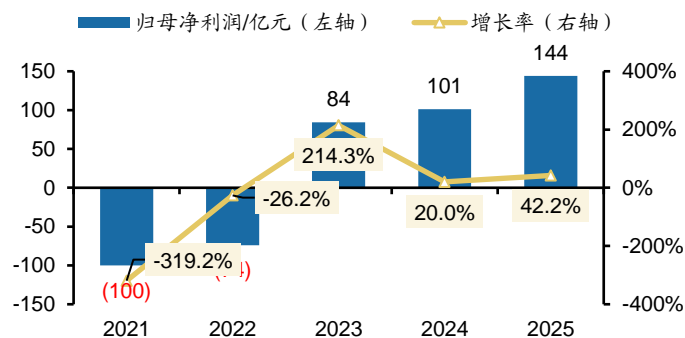
从季度节奏看，Q1/Q2/Q3/Q4营业收入分别为603/517/609/563亿元(同比-7.7%/-3.3%/-7.1%/-7.9%)，归母净利润分别为50/43/56/-4亿元，Q3单季归母净利润56亿元为全年最高。

图 1：2025年公司营收2293亿元(同比-6.6%)



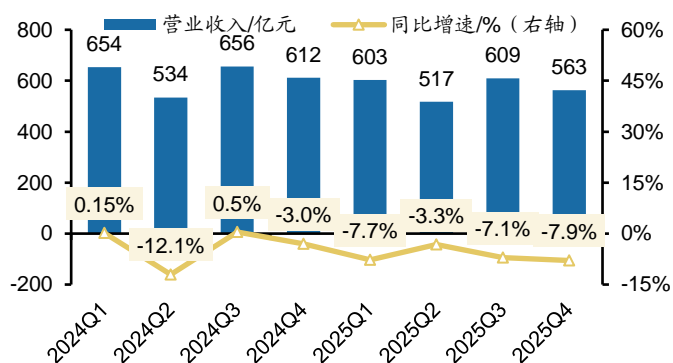
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 2：2025年公司归母净利润144亿元(同比+42.2%)



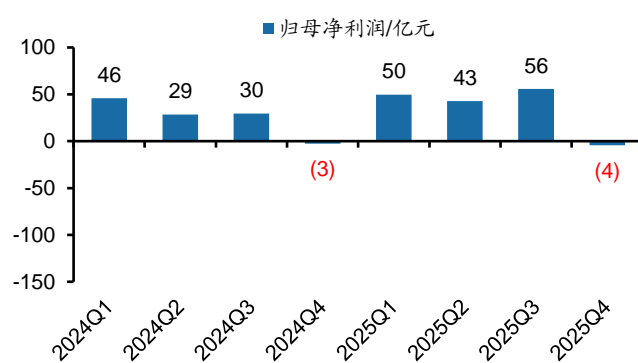
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 3：2025Q4公司营业收入同比-7.9%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 4：Q3单季归母净利润56亿元为全年最高

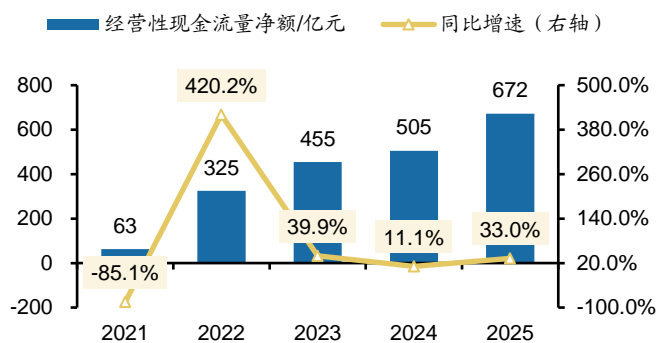


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

受益于主业盈利改善及燃料采购支出下降，经营性现金流持续修复。2025年公司经营性现金流净额达672亿元(同比+33.0%)，主要系利润增长及燃料采购支出大幅减少所致。投资方面，2025年公司新增基建可控装机11.92GW(其中新能源7.73GW)，

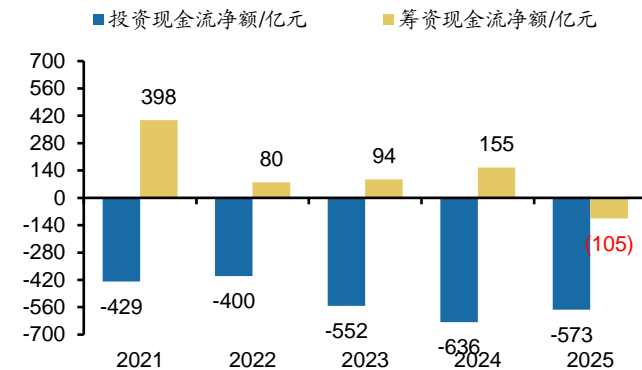
投资现金流净流出573亿元（较2024年的636亿元减少63亿元），新能源等项目基建支出同比有所收窄。近六年自由现金流（经营性投资现金流净额-投资性现金净流出额）首次转正。筹资性现金流净流出105亿元（2024年为净流入155亿元），主要系公司经营积累提升、融资规模同步压降所致。

图 5: 2025年公司经营性现金流净额同比+33.0%



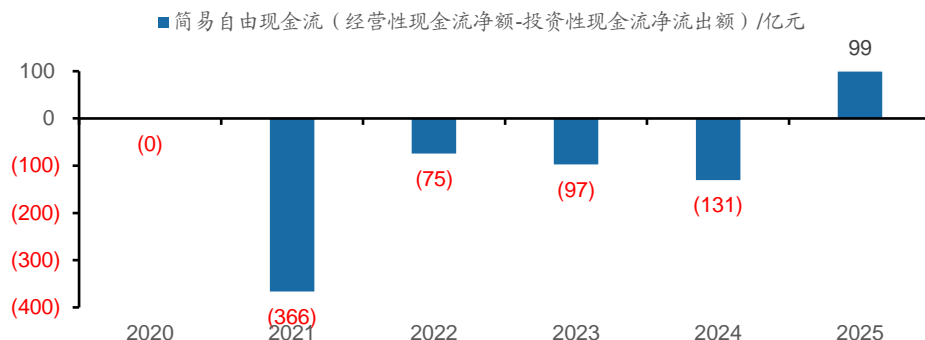
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 6: 2025年公司投资现金流净流出573亿元



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

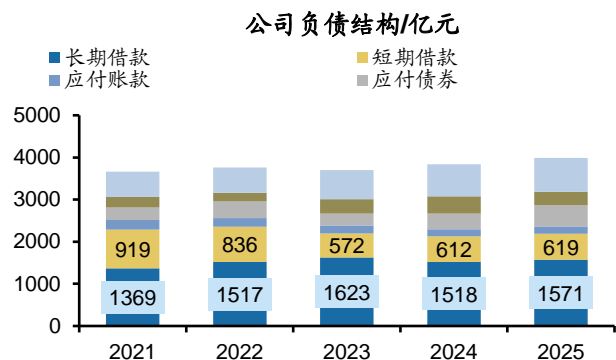
图 7: 2025年公司自由现金流转正



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

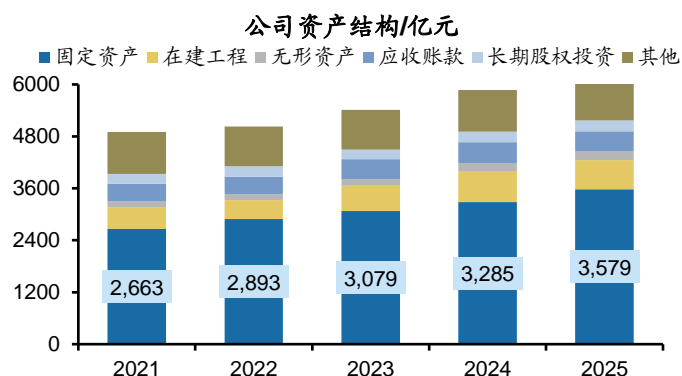
固定资产+在建工程达4251亿元，资产负债率小幅下降至65.26%。2025年末公司总资产达6118亿元（同比+4.25%），其中固定资产+在建工程合计4251亿元（同比+6.17%），固定资产同比增长8.96%，在建工程随新能源项目陆续转固而同比-6.55%。应收账款462.57亿元，同比小幅下降2.93%，国补回收进展边际改善。负债方面，公司短期借款+长期借款+一年内到期非流动负债合计2510亿元（同比-1.25%），有息负债规模保持基本稳定，伴随盈利积累持续增厚权益，资产负债率小幅降至65.26%（2024年为65.40%）；永续债规模由801.71亿元压降至775.38亿元，考虑永续债后调整资产负债率约77.93%，整体财务结构稳健。

图 8: 截至2025年底公司长、短期借款达2190亿元



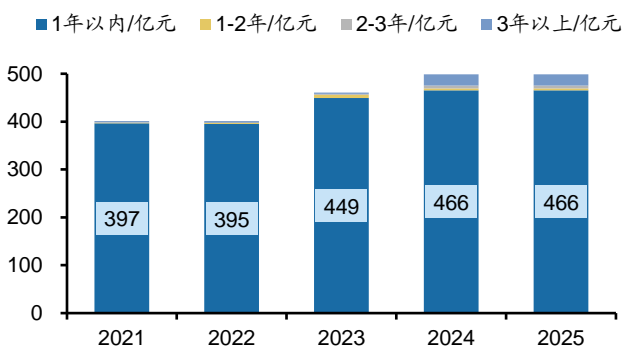
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 9: 截至2025年底固定资产+在建工程达4251亿元



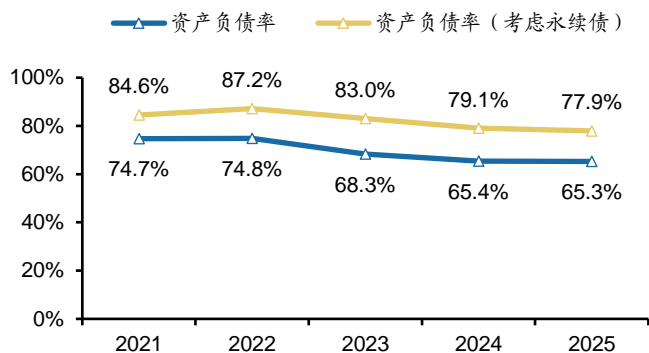
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 10: 2025年公司应收账款达497亿元



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

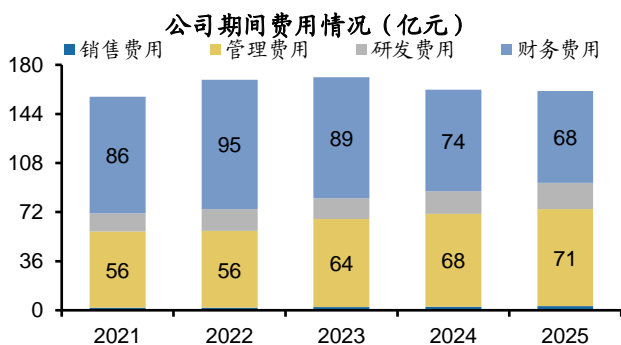
图 11: 2025年公司资产负债率降至65.3%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

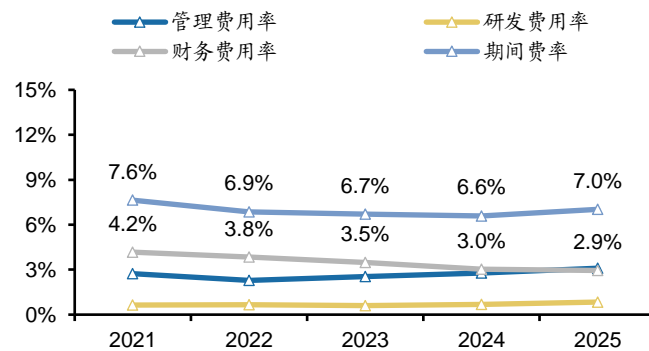
财务费用持续压降, 管理费用小幅上升, 期间费率整体抬升。2025年公司财务费用67.54亿元(同比-9.23%), 主要系带息负债资金成本同比下降, 对应财务费用率2.9%(同比降低0.08pct), 测算公司2025年融资成本进一步下降至2.69%; 管理费用71.03亿元(同比+4.37%), 主要系薪酬、折旧等费用小幅增长, 对应费率3.10%(同比提升0.33pct)。综合来看, 2025年期间费率为7.02%(同比提升0.43pct), 管理费用率的上行是主要拖累。

图 12: 2025年公司财务费用达68亿元



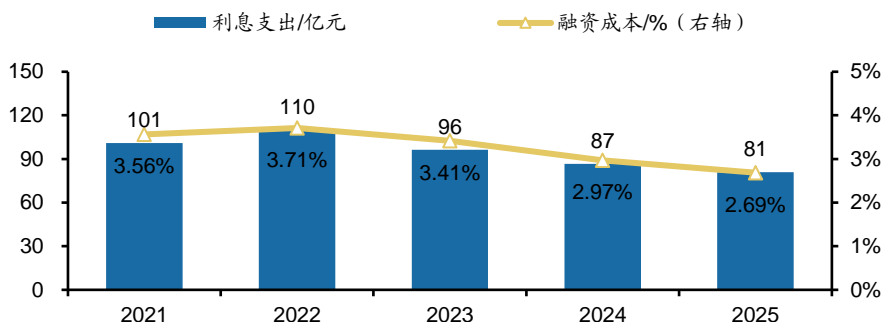
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 13: 2025年公司财务费用率降至2.9%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

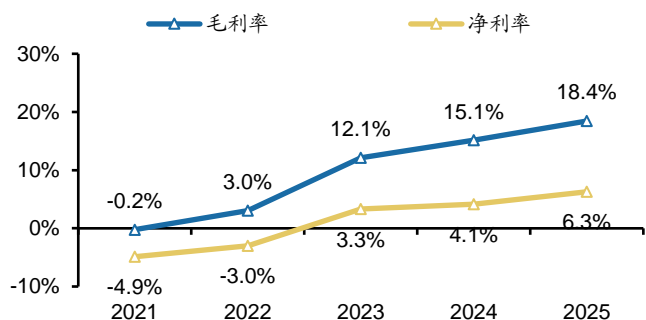
图 14: 公司近年融资成本管控良好, 测算2025年下降至2.69%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

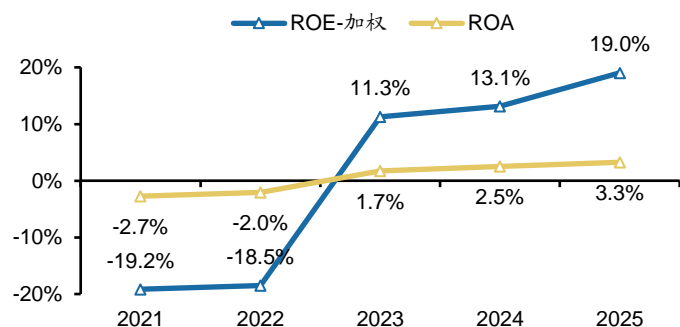
毛利率、净利率、ROE三项指标全面修复。受益于煤价大幅下行推动煤电盈利修复, 2025年公司毛利率提升至18.4% (同比+3.31pct), 净利率提升至6.3% (同比+2.15pct), 加权ROE大幅提升至19.0% (同比+5.90pct)。净利率修复幅度不及毛利率, 主要系全年计提资产及信用减值合计21.28亿元 (其中资产减值20.17亿元、信用减值1.11亿元), 规模较2024年有所扩大; 投资收益11.41亿元, 同比小幅下降。

图 15: 2025年公司毛利率、净利率均上涨



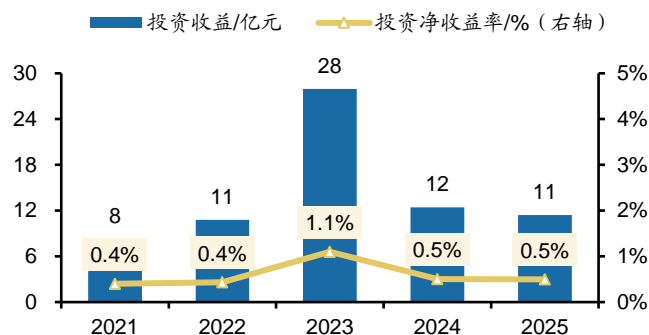
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 16: 2025年公司加权ROE已升至19.0%



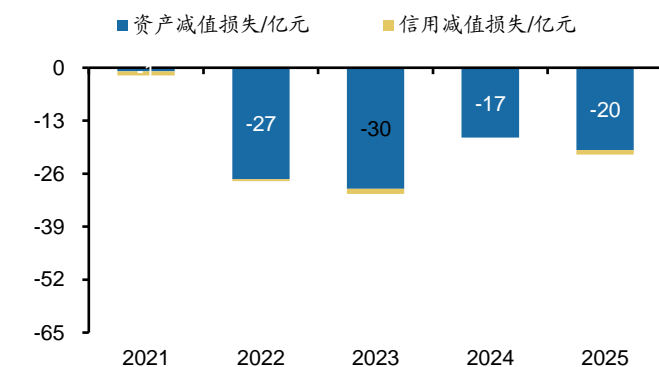
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 17: 2025年公司投资收益11亿元



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 18: 2025年公司计提资产减值20亿元

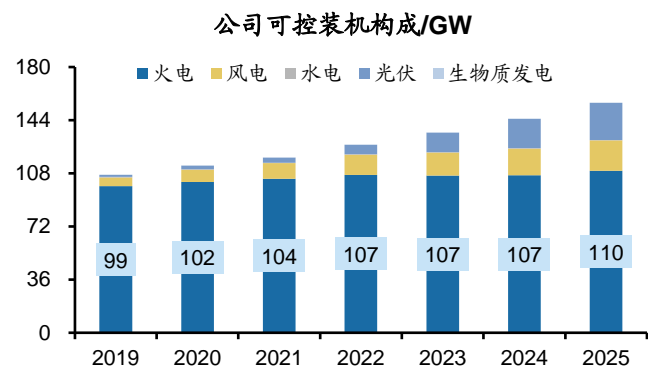


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 二、25年煤电增利63亿元，风光贡献利润85亿元

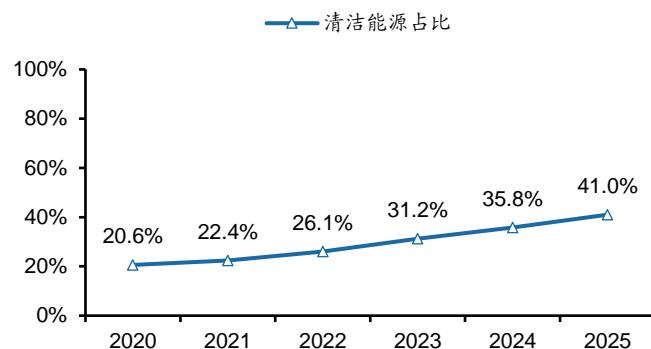
全年新增风光装机7.73GW，可控装机升至155.87GW。2025年公司新增基建可控发电装机容量11.92GW，其中新能源新增7.73GW（风电2.38GW、光伏5.35GW）。截至2025年末，公司可控发电装机容量达155.87GW，低碳清洁能源占比升至41.01%（同比+5.19pct），风电、光伏累计装机分别达20.62GW、25.07GW（同比分别+13.9%、+26.4%）。

图 19: 2025年公司可控装机达156GW



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

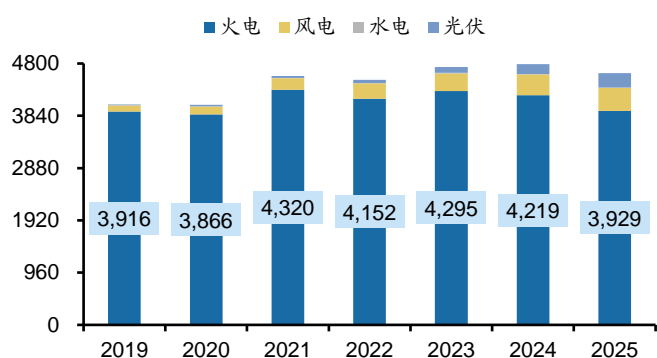
图 20: 2025年清洁能源装机占比提升至41%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

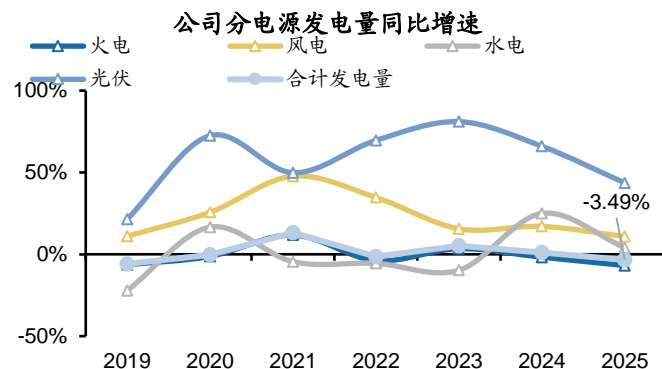
全年上网电量同比下降3.4%，光伏上网电量大幅提升43%。受新能源挤占煤机空间影响，火电上网电量下降至3690.89亿千瓦时（同比-6.85%），其中煤机3401.59亿千瓦时（同比-7.89%）、燃机289.30亿千瓦时（同比+7.31%）；风电、光伏上网电量分别增长至408.65亿千瓦时、258.81亿千瓦时（同比+10.59%、+42.78%），另有水电、生物质上网电量9.72、7.56亿千瓦时。

图 21: 2025年公司发电量4631亿千瓦时



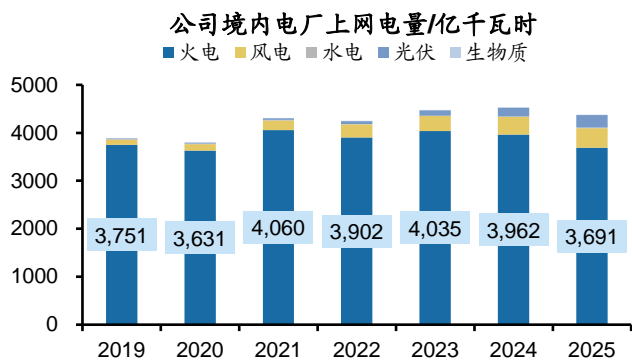
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 22: 2025年公司合计发电量同比-3.5%



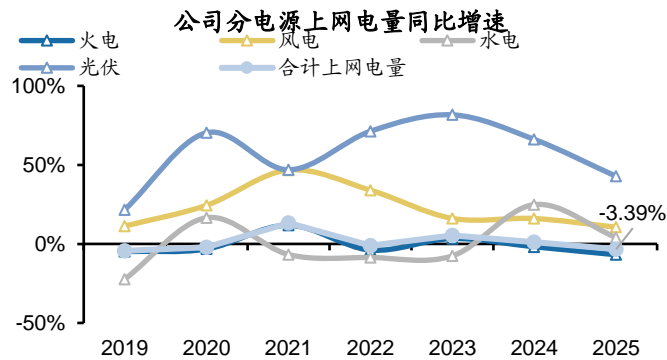
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 23: 2025年公司上网电量4376亿千瓦时



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

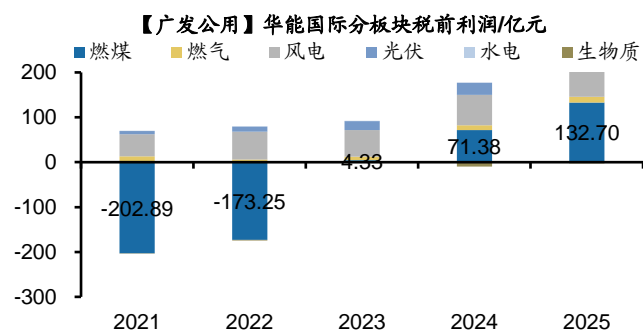
图 24: 2025年公司合计上网电量同比-3.4%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

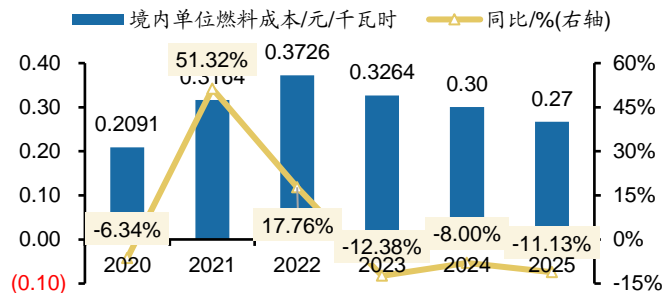
煤电利润大幅修复, 风电有所承压, 光伏稳步增长。税前利润口径, 2025年煤机盈利132.70亿元(同比+85.9%, 度电利润0.037元/千瓦时), 燃机盈利12.70亿元(同比+17.2%, 度电利润0.043元/千瓦时); 风电盈利56.08亿元(同比-17.2%, 度电利润0.133元/千瓦时), 主要系利用小时数下降及电价承压; 光伏盈利28.83亿元(同比+5.8%, 度电利润0.110元/千瓦时), 装机扩张驱动电量增长对冲了电价下行。电价方面, 全年平均上网结算电价477.08元/兆瓦时(同比-3.48%), 其中煤机465.47元/兆瓦时、风电455.93元/兆瓦时、光伏378.34元/兆瓦时。

图 25: 2025年煤机税前利润132.70亿元



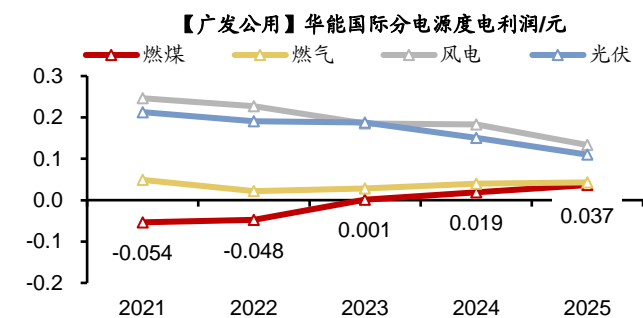
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 26: 2025年单位燃料成本同比-11%



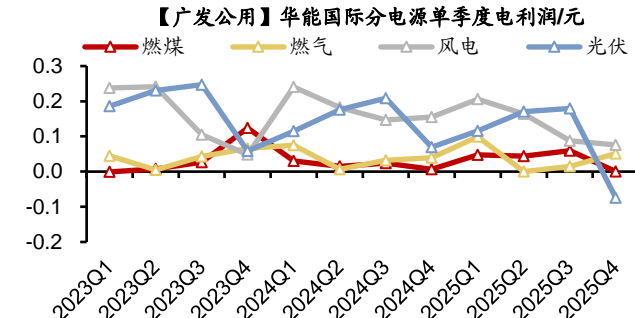
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 27: 2025年公司煤电度电利润0.037元



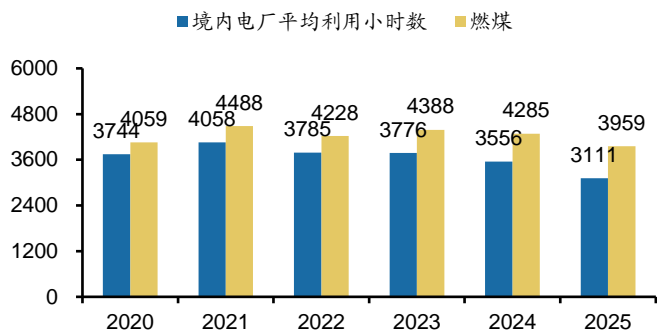
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 28: 公司单季度度电利润情况



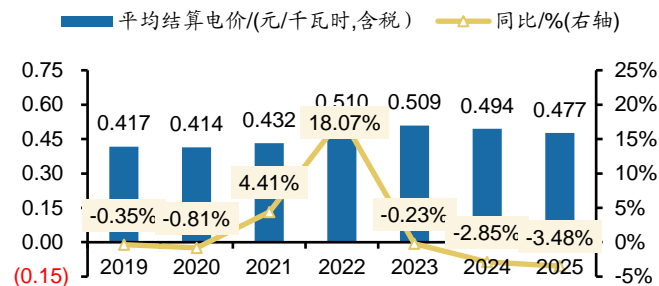
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 29: 2025年公司平均利用小时同比下降445小时



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 30: 2025年公司平均上网电价小幅下降

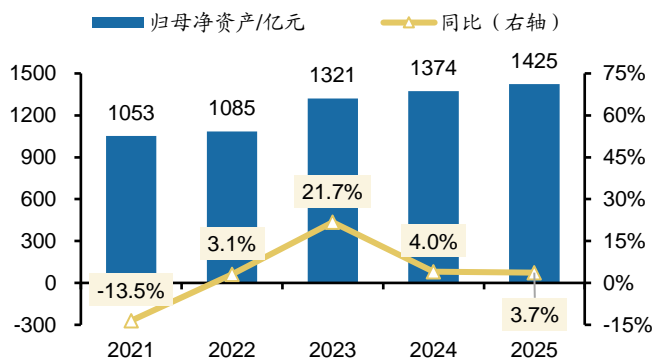


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### 三、看好净资产持续修复，火电资本开支占比提升

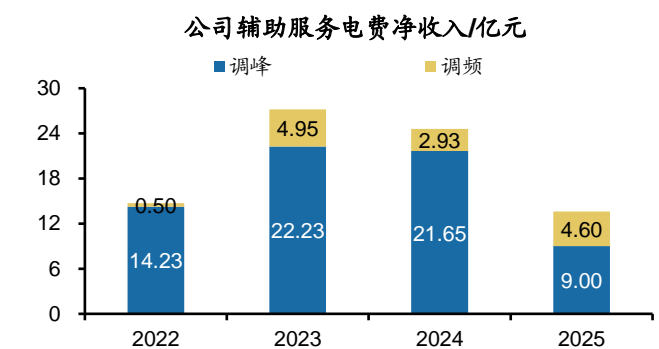
用煤成本持续回落，净资产稳步修复。伴随煤电盈利显著改善，2025年末公司归母净资产达1424.69亿元（含永续债775.38亿元），同比增长3.68%，加权ROE大幅提升至19.04%（同比+5.90pct）。回顾驱动因素：（1）2025年全年北方港口5500大卡动力煤均价700元/吨左右，同比明显回落，有效支撑煤机盈利修复；（2）辅助服务方面，调峰+调频电费净收入合计13.6亿元，受各省辅助服务价格机制调整影响较2024年的24.58亿元有所下滑，容量电价机制持续完善，长期仍有望平滑盈利周期波动。

图 31: 2025年公司归母净资产同比增长3.7%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

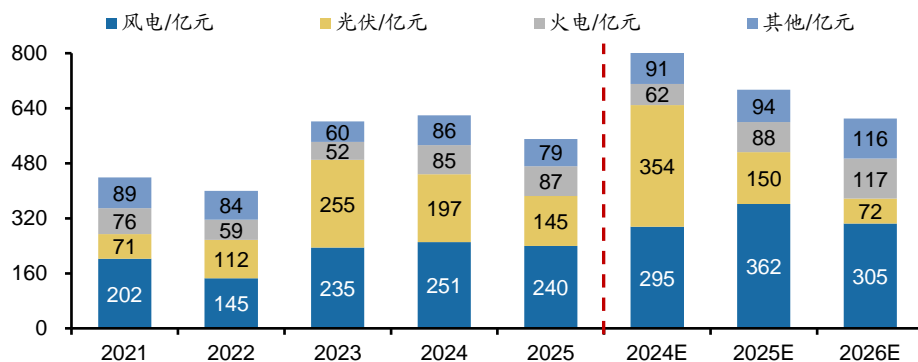
图 32: 2025年公司辅助服务净收入达13.6亿元



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2025年实际资本开支低于年初规划，2026年规划621亿元。2025年公司实际完成资本开支567亿元，不及年初规划目标，主要为风光开支不及预期：实际完成风电资本开支240亿元（规划362亿元），实际完成光伏资本开支145亿元（规划150亿元）。2026年公司规划资本支出621亿元，其中风光合计377亿元（风电305亿、光伏72亿），光伏规划大幅压缩，风电维持高位，策略转向更为审慎。

图 33: 公司历年资本开支规划及实际值



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 备注: 2024E、2025E 为 2024、2025 年初规划值

公司连续多年保持高比例现金分红, 23~25年每股派发0.20、0.27、0.40元, 对应分红总额分别为31、42、63亿元; 对应最新A、H股收盘价股息率约5.7%、7.3%, 伴随盈利修复公司的公用事业属性凸显。

#### 四、公用事业属性凸显, 维持“买入”评级

预计26~28年EPS为0.84/0.89/0.95元/股, PE8.4/7.9/7.4x。参考同业给予26年12xPE 对应A股合理价值10.02元/股, 考虑AH溢价率H股合理价值8.06港币/股, 维持“买入”评级。

表 1: 华能国际同业对比 (收盘价日期: 2026/4/15)

公司名称	公司代码	市值 /亿元	收盘价 元/股	归母净利润/亿元				PE			
				2024A	2025A/E	2026E	2027E	2024A	2025A/E	2026E	2027E
内蒙华电	600863.SH	370.60	4.73	23.25	23.96	27.61	28.92	12.2	15.5	13.4	12.8
华电国际	600027.SH	541.11	4.66	57.03	60.70	57.87	64.23	10.1	8.9	9.4	8.4
国电电力	600795.SH	870.38	4.88	98.31	71.61	78.75	85.70	8.3	12.2	11.1	10.2

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

备注: 华电国际、国电电力 2025 年归母净利润为实际值。

#### 五、风险提示

**煤价持续上行风险:** 由于公司的主营业务为火电生产, 因此盈利水平受电煤价格影响较大。虽然预计未来一段时间内, 随着煤炭行业下游需求的放缓和煤炭新增产能的增加, 我国煤炭市场供求整体形势将相对宽松, 煤炭价格将处于平稳态势, 但也不排除煤炭价格的再次大幅上涨挤压公司的盈利空间, 给公司带来盈利水平波动的风险。

**项目建设不及预期风险:** 由于电力行业是资本密集型行业, 公司投资在建的项目具有投资额较大、建设周期长等特点。在项目建设期间, 如出现原材料价格、资金成本、劳动力成本上涨, 或者遇到不可抗拒的自然灾害、意外事故或者政府政策、宏观经济政策的改变以及其他不可预见的困难或情况, 都将导致在建项目总成本上升, 建设期延长, 使在建项目风险加大。

**利用小时不及预期风险：**为实现“碳达峰、碳中和”战略目标，国家推动构建以新能源为主体的新型电力系统。目前公司火电装机占比仍然较高，随着风电、光伏发电等清洁能源项目的密集投产对火电厂利用小时数造成较大冲击，公司火电业务盈利能力有降低的风险。

**电价下降风险：**随着新能源全电量入市政策加速落地、现货市场覆盖范围持续扩大，新能源边际成本趋零的特性将进一步压低现货市场电价中枢，煤电与新能源电价或将延续下行态势。若电价降幅超预期，而煤价未能同步下降形成对冲，公司整体盈利水平将面临较大压力。

**资产负债表**

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产总额</b>	<b>96,300</b>	<b>91,469</b>	<b>86,422</b>	<b>88,394</b>	<b>96,157</b>
货币资金	19,932	19,456	17,324	20,014	28,789
应收及预付	53,048	51,220	49,979	49,513	48,864
存货	13,444	11,004	10,442	10,163	9,842
其他	9,875	9,791	8,677	8,703	8,661
<b>非流动资产总额</b>	<b>490,543</b>	<b>520,320</b>	<b>538,315</b>	<b>549,761</b>	<b>554,692</b>
长期股权投资	24,646	25,390	25,890	26,390	26,690
固定资产	328,511	357,935	398,770	422,021	433,539
在建工程	71,844	67,140	43,070	30,035	22,517
使用权资产	10,033	12,025	12,225	12,425	12,625
无形资产	18,211	20,137	21,167	21,997	22,627
其他	37,298	37,694	37,194	36,894	36,694
<b>资产总额</b>	<b>586,843</b>	<b>611,790</b>	<b>624,737</b>	<b>638,155</b>	<b>650,849</b>
<b>流动负债总额</b>	<b>178,738</b>	<b>174,781</b>	<b>174,432</b>	<b>173,450</b>	<b>171,906</b>
短期借款	61,166	61,932	60,519	59,510	58,048
应付及预收	22,704	25,022	26,084	26,113	26,030
其他	94,869	87,828	87,828	87,828	87,828
<b>非流动负债总额</b>	<b>205,057</b>	<b>224,490</b>	<b>226,815</b>	<b>229,815</b>	<b>231,815</b>
长期借款	151,828	157,067	161,067	164,067	166,067
应付债券	37,248	49,969	49,969	49,969	49,969
其他	15,981	17,455	15,779	15,779	15,779
<b>负债总额</b>	<b>383,795</b>	<b>399,272</b>	<b>401,246</b>	<b>403,265</b>	<b>403,720</b>
股本	15,698	15,698	15,698	15,698	15,698
其他	121,717	126,771	133,603	140,589	148,110
归母权益合计	137,415	142,469	149,301	156,288	163,808
少数股东权益	65,633	70,049	74,190	78,602	83,321
<b>负债和股东权益</b>	<b>586,843</b>	<b>611,790</b>	<b>624,737</b>	<b>638,155</b>	<b>650,849</b>

**利润表**

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>245,551</b>	<b>229,288</b>	<b>226,105</b>	<b>226,943</b>	<b>226,964</b>
营业成本	208,363	186,991	187,949	187,626	186,489
营业税金及附加	2,009	2,759	2,713	2,723	2,610
销售费用	267	315	317	318	318
管理费用	6,805	7,103	6,964	6,854	6,809
研发费用	1,658	1,920	1,899	1,861	1,838
财务费用	7,441	6,754	6,275	6,328	6,257
资产信用减值损失	-1,700	-2,128	-1,015	-912	-810
公允价值变动收益	0	-4	0	0	0
投资收益	1,243	1,141	1,131	1,135	1,135
<b>营业利润</b>	<b>18,743</b>	<b>23,803</b>	<b>20,674</b>	<b>22,027</b>	<b>23,537</b>
营业外收支	-657	-159	111	125	148
利润总额	18,086	23,644	20,785	22,151	23,686
所得税费用	3,977	4,139	3,534	3,766	4,027
<b>合并净利润</b>	<b>14,110</b>	<b>19,505</b>	<b>17,252</b>	<b>18,386</b>	<b>19,659</b>
少数股东损益	3,974	5,096	4,140	4,413	4,718
<b>归母净利润</b>	<b>10,135</b>	<b>14,410</b>	<b>13,111</b>	<b>13,973</b>	<b>14,941</b>
EPS (元/股)	0.65	0.92	0.84	0.89	0.95

**现金流量表**

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>50,530</b>	<b>67,213</b>	<b>54,880</b>	<b>54,168</b>	<b>56,661</b>
合并净利润	14,110	19,505	17,252	18,386	19,659
折旧摊销	25,876	27,534	26,885	28,534	29,850
营运资金变动	18	11,365	3,975	672	797
其他	0	0	0	0	0
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-63,597</b>	<b>-57,292</b>	<b>-43,181</b>	<b>-39,513</b>	<b>-34,153</b>
资本性开支	-63,242	-57,550	-45,800	-40,600	-35,400
投资	-1,133	-361	-91	-218	-58
其他	779	619	2,710	1,305	1,305
<b>融资活动现金流净额</b>	<b>15,483</b>	<b>-10,496</b>	<b>-12,421</b>	<b>-11,965</b>	<b>-13,733</b>
股本融资	26,897	25,720	0	0	0
债权融资	-51,148	-45,073	912	1,991	538
股利分配与偿付利息	-15,934	-17,255	-13,609	-13,956	-14,321
其他	55,669	26,111	277	0	50
<b>现金净增加额</b>	<b>2,450</b>	<b>-556</b>	<b>-722</b>	<b>2,690</b>	<b>8,775</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>16,151</b>	<b>18,601</b>	<b>18,046</b>	<b>17,324</b>	<b>20,014</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>18,601</b>	<b>18,046</b>	<b>17,324</b>	<b>20,014</b>	<b>28,789</b>

**主要财务比率**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率	-3.5%	-6.6%	-1.4%	0.4%	0.0%
营业利润增长率	41.5%	27.0%	-13.1%	6.5%	6.9%
归母净利增长率	20.0%	42.2%	-9.0%	6.6%	6.9%
<b>获利能力</b>					
毛利率	15.1%	18.4%	16.9%	17.3%	17.8%
净利率	5.7%	8.5%	7.6%	8.1%	8.7%
ROE	7.4%	10.1%	8.8%	8.9%	9.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	65.4%	65.3%	64.2%	63.2%	62.0%
有息负债率	42.6%	44.0%	43.5%	42.9%	42.1%
流动比率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
利息保障倍数	3.4	4.4	3.8	4.0	4.3
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	5.3	4.9	5.0	5.1	5.1
存货周转率	15.5	17.0	18.0	18.5	18.9
应付账款周转率	12.7	10.8	10.3	10.3	10.3
<b>每股指标</b>					
每股收益	0.65	0.92	0.84	0.89	0.95
每股净资产	8.75	9.08	9.51	9.96	10.43
每股经营现金流	3.22	4.28	3.50	3.45	3.61
<b>估值比率</b>					
PE	10.5	8.1	8.4	7.9	7.4
PB	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	6.4	6.2	6.8	6.4	6.0

## 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。
- 陈 龙：联席首席分析师，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。
- 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 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北 路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

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

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

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

## 重要声明

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

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

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

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

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

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

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

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

## 权益披露

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

## 版权声明

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