

申能股份 (600642)

火电盈利持续修复，新能源转型提速

上海市地方国企，新能源转型速度加快

公司为地方国有企业，立足于上海市及长三角地区，是一家经营电力、油气为主业的能源综合服务商。公司业务以煤电为主，新能源转型速度加快。截至2023Q1，公司控股装机容量为1611.49万千瓦，煤电、气电、风电、光伏发电、装机容量分别为840万千瓦、342.56万千瓦、230.78万千瓦、187.06万千瓦，2022年新能源板块所获毛利占到公司毛利总额的57.42%，已成为公司新的利润增长点。此外，公司参股投资多种能源发电企业（核电、抽蓄等）、一些上下游企业及金融公司，2022年投资收益达到归母净利润的25.14%，业绩压舱石作用显著。

火电：煤价下跌+电价上涨，优质资产盈利能力有望优先修复

从成本端来看，一方面，保长协发运背景叠加非电企业用煤需求低迷，国内煤炭市场需求端偏弱，而煤炭产量目标提增且终端电厂、港口库存双双高位，供需宽松有望带动煤价中枢回落，同时公司积极提升长协煤签约率及履约率，燃煤成本有望降低；另一方面，澳煤开放进口限制促使进口煤渠道更多元化，加之主要进口来源国产量目标增加，有望带动整体动力煤价格下行；从收入端来看，电力供需偏紧形势下电价高比例上浮，2022年公司煤电发电量同比增加10.7%，上网电价同比增长14.13%，利用小时数处于可比公司前列水平，量价齐升下火电盈利有望加速修复。

加快推进绿色转型，新能源规模扩张迅速

装机规模方面，在“双碳”的背景下，公司加快推进绿色转型升级。截至2022年底，公司新能源装机规模达到428.8万千瓦，占比达26.6%。项目分布方面，公司的新能源项目分布于16个省市，主要分布在华东和西北地区，分布地区经济较为发达且风光利用率高于全国平均水平，消纳能力较强。从未来发展战略来看，公司新能源业务或将继续保持高速增长，经我们测算，“十四五”末公司新能源装机规模有望达到1200万千瓦，未来三年新增规模接近800万千瓦，CAGR达40.9%。另外，组件价格下降叠加公司火电项目优势，公司新能源业务有望持续增长。

盈利预测与估值

我们预计公司2023-2025年可实现营业收入302.23、315.53和330.87亿元，同比分别增加7.20%、4.40%和4.86%；可实现归母净利润31.99、38.06和42.78亿元，同比分别增加195.56%、18.95%和12.40%。基于分部估值分析，我们给予公司2023年估值为市值474.63亿元，对应目标股价为9.67元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行风险，煤炭价格波动风险，电力价格波动风险，新能源装机规模扩张不及预期风险，测算假设存在误差风险等

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	25,312.77	28,193.12	30,222.80	31,553.34	33,087.32
增长率(%)	28.43	11.38	7.20	4.40	4.86
EBITDA(百万元)	7,139.77	5,506.07	9,217.98	10,351.39	11,414.55
归属母公司净利润(百万元)	1,642.14	1,082.47	3,199.37	3,805.60	4,277.63
增长率(%)	(31.36)	(34.08)	195.56	18.95	12.40
EPS(元/股)	0.33	0.22	0.65	0.78	0.87
市盈率(P/E)	19.79	30.02	10.16	8.54	7.60
市净率(P/B)	1.05	1.05	0.99	0.92	0.84
市销率(P/S)	1.28	1.15	1.08	1.03	0.98
EV/EBITDA	6.11	6.86	4.23	3.88	3.00

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	公用事业/电力
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	6.62元
目标价格	9.67元

基本数据

A股总股本(百万股)	4,909.43
流通A股股本(百万股)	4,864.94
A股总市值(百万元)	32,500.42
流通A股市值(百万元)	32,205.89
每股净资产(元)	6.45
资产负债率(%)	57.24
一年内最高/最低(元)	7.39/5.25

作者

郭丽丽 分析师
 SAC执业证书编号：S1110520030001
 guolili@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 上海市地方国企，新能源转型速度加快	4
1.1. 简介：上海市地方国有企业，业务结构多元化发展	4
1.2. 业务：业务以煤电为主，新能源转型速度加快	4
1.3. 财务：煤电成本高企影响公司盈利，投资收益压舱石作用显著	6
2. 火电：煤价下跌+电价上涨，优质资产盈利能力有望优先修复	7
2.1. 成本端：库存高位+政策支持，整体煤价有望下行	7
2.1.1. 国内煤价：库存高位叠加政策支持，煤价中枢有望回落	7
2.1.2. 进口煤价：进口煤供给端放松有望带动整体价格下行	10
2.2. 收入端：需求增加推动电价上浮，火电盈利能力有望修复	10
3. 加快推进绿色转型，新能源规模扩张迅速	12
3.1. 双碳目标加速能源电力结构转型，风光增长前景广阔	12
3.2. 新能源装机规模扩张迅速，未来有望保持高速增长	13
3.2.1. 规模扩张情况：新能源规模扩张迅速	13
3.2.2. 分布和消纳情况：主要分布在华东和西北，消纳情况良好	13
3.2.3. 未来增长规划：或仍将保持高速增长态势	14
3.3. 组件价格下降+火新协同因素推动公司新能源业务持续增长	15
3.3.1. 推动因素一：组件价格下降	15
3.3.2. 推动因素二：火新协同	15
4. 盈利预测与估值	16
4.1. 盈利预测	16
4.2. 估值	17
5. 风险提示	18

图表目录

图 1：公司发展历史沿革	4
图 2：公司股权结构情况（截至 2023 年 3 月 31 日）	4
图 3：公司 2020-2022 控股装机规模增长及构成情况（万千瓦）	5
图 4：公司 2020-2022 年控股发电量情况（亿千瓦时）	5
图 5：公司油气管输业务与油气购销业务毛利率情况	5
图 6：公司 2018-2022 营业收入构成情况（亿元）	6
图 7：公司 2021-2022 新能源板块毛利贡献情况（亿元）	6
图 8：公司 2018-2023Q1 归母净利润及变化情况（亿元）	6
图 9：公司 2018-2023Q1 投资净收益情况（亿元）	6
图 10：公司 2018-2023Q1 资产负债率情况	7
图 11：公司 2018-2023Q1 期末现金余额情况（亿元）	7
图 12：国内房地产开发投资完成额累计同比情况（%）	8

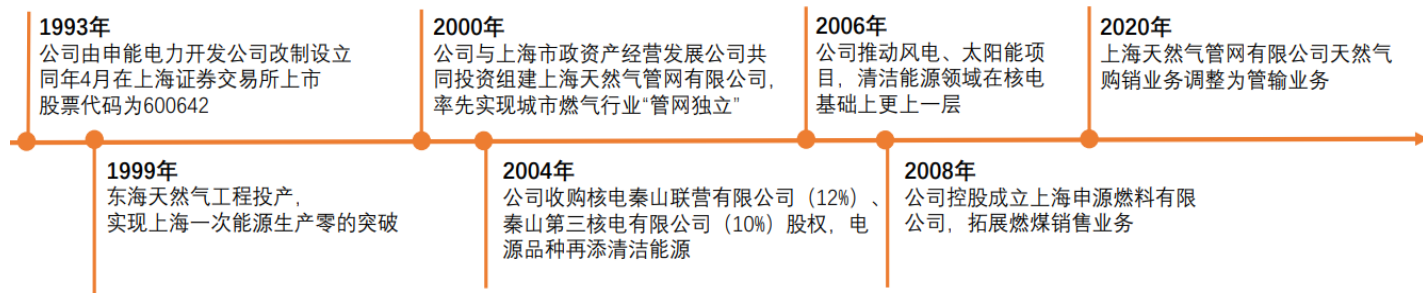
图 13: 国内 PTA 开工率情况 (%)	8
图 14: 2022-2023 年南方八省电厂煤炭库存情况 (万吨)	8
图 15: 秦皇岛港煤炭库存情况 (万吨)	8
图 16: 曹妃甸港煤炭库存情况 (万吨)	9
图 17: 广州港集团煤炭库存 (万吨)	9
图 18: 秦皇岛港 Q5500 煤价情况 (元/吨)	9
图 19: 2022-2023 年各月度澳煤进口情况 (万吨)	10
图 20: 广州港印尼煤 Q3800 价格 (元/吨)	10
图 21: 广州港澳煤 Q5500 价格 (元/吨)	10
图 22: 燃煤发电市场交易价格浮动范围	10
图 23: 2022-2023 年全社会用电量及增速 (亿千瓦时, %)	11
图 24: 2022 年火电企业燃煤机组利用小时数对比 (时)	11
图 25: 2017-2022 年火电不含税平均上网电价 (元/千瓦时)	11
图 26: 2018-2023 年 4 月全国风光装机规模 (亿千瓦)	12
图 27: “十四五”时期风电装机量增长预测 (亿千瓦)	12
图 28: “十四五”时期光伏装机量增长预测 (亿千瓦)	12
图 29: 公司 2018-2022 新能源装机情况	13
图 30: 公司 2018-2022 新能源发电情况	13
图 31: 2022 年公司控股新能源装机分布情况 (单位: 万千瓦)	13
图 32: 2022 年公司与全国新能源平均利用率比较	13
图 33: 公司“十四五”新能源装机目标 (单位: 万千瓦)	14
图 34: 光伏组件均价	15
图 35: 风机月度公开投标均价 (元/KW)	15
表 1: 公司主要参股公司持股比例及权益法下确定的投资收益情况 (亿元)	6
表 2: 晋陕蒙新四省 2023 年工作报告煤炭产量目标	8
表 3: 2023 年电煤中长期合同签订履约工作方案与 2022 年不同之处	9
表 4: 2022 年公司新能源装机分布、消纳水平及特高压线路情况	14
表 5: 鼓励火电新能源互补的政策文件	15
表 6: 公司核心业务经营数据预测	16
表 7: 火电板块可比公司估值表	17
表 8: 新能源板块可比公司估值表	17
表 9: 其他业务 (油气管输、煤炭销售、参股投资等) 板块可比公司估值表	18

1. 上海市地方国企，新能源转型速度加快

1.1. 简介：上海市地方国有企业，业务结构多元化发展

公司立足于上海市及长三角地区，主要从事电力、石油天然气的投资、建设和管理以及节能环保技术、燃料贸易等业务。公司由原申能电力开发公司改制设立，1993年4月在上海证券交易所上市，系全国电力能源行业第一家上市公司。1999年4月公司新能源开发迈出新步伐。2006年公司推动风电、太阳能项目的开发，清洁能源领域在核电基础上更上一层楼。2008年公司拓展燃煤销售业务。经过多年发展，公司打造以电力、油气为主业的综合性能源供应商定位，形成电力结构多元化的核心竞争力。

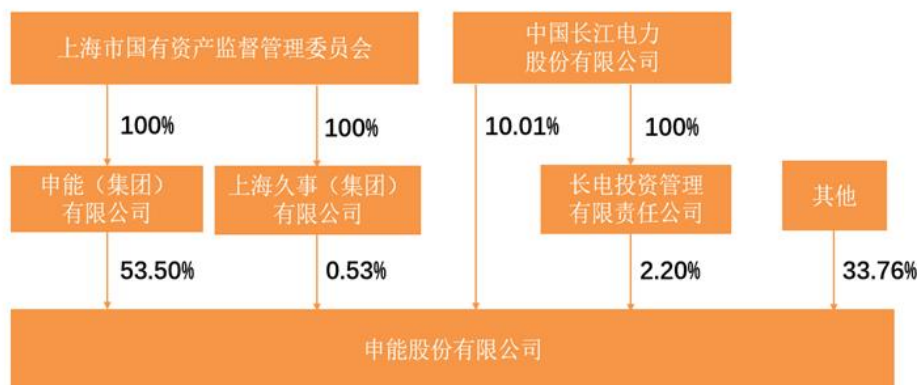
图 1：公司发展历史沿革



资料来源：Choice，公司公告，申能集团官方公众号，天风证券研究所

公司为地方国有企业，第一大股东为申能（集团）有限公司，实际控制人是上海市国有资产监督管理委员会。截至2023年3月31日，上海市国有资产监督管理委员会分别通过申能（集团）有限公司和上海久事（集团）有限公司对公司进行间接控股，合计持股比例为54.03%。其中，申能（集团）有限公司直接持有公司53.50%股份，上海久事（集团）有限公司直接持有公司0.53%股份。中国长江电力股份有限公司对公司直接持有股份比例10.01%，通过长电投资管理有限责任公司间接控股比例2.20%。

图 2：公司股权结构情况（截至2023年3月31日）



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

1.2. 业务：业务以煤电为主，新能源转型速度加快

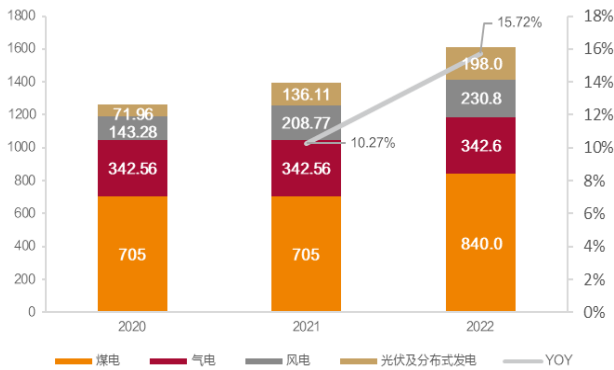
公司是一家经营电力、油气为主业的能源综合服务商，多元化业务结构平滑公司经营风险，降低业绩的波动性。

1) 电力业务

公司电力结构多元化，目前投资建成的电力项目分布于煤电、气电、核电、风电、光伏发电等领域，电力供应约占上海地区的三分之一。公司装机规模不断增长，新能源转型成果

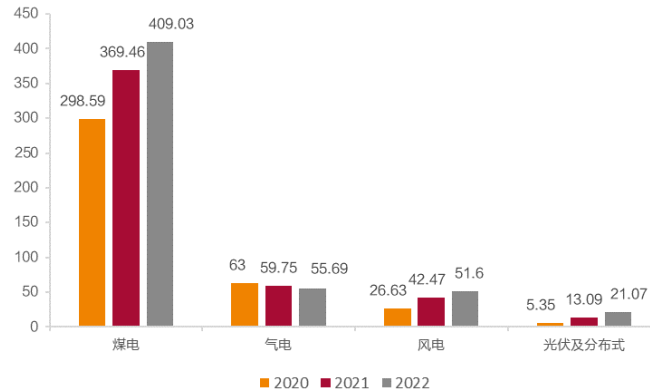
显著。截至 2023Q1，公司控股装机容量为 1611.49 万千瓦，同比持平，其中，煤电装机 840 万千瓦，占比 52.12%，主要分布在上海、安徽和宁夏地区；气电装机集中于上海市内，规模维持在 342.56 万千瓦的稳定水平；风电、光伏在运装机规模分别为 230.78 万千瓦和 187.06 万千瓦，二者占总装机规模的比例为 25.93%，主要分布在贵州、青海和长三角地区；分布式供电 11.09 万千瓦，占比 0.69%。发电量方面，2023Q1 煤电完成发电量 102.85 亿千瓦时，同比略有减少；气电完成发电量 12.39 亿千瓦时，同比增加 23.70%；风电完成发电量 14.00 亿千瓦时，同比增加 17.90%；光伏及分布式完成发电 4.84 亿千瓦时，同比增加 38.60%，新能源装机和发电量均增速可观。

图 3：公司 2020-2022 控股装机规模增长及构成情况（万千瓦）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：公司 2020-2022 年控股发电量情况（亿千瓦时）

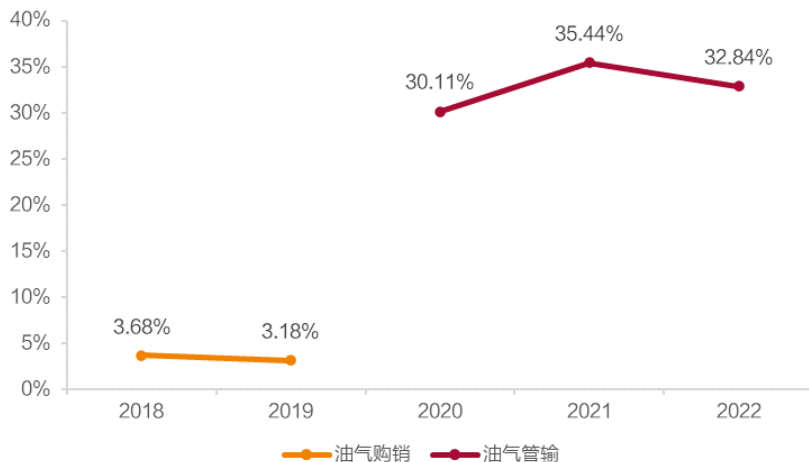


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2) 油气与煤炭销售业务

油气业务方面，公司下属上海石油天然气有限公司和新疆石油天然气有限公司分别负责东海平湖油气田和新疆塔里木油气田的勘探开发，其中前者所开采的天然气是现阶段上海市天然气气源组成部分之一。2020 年公司子公司业务发生转型，上海天然气管网有限公司的油气购销业务转为向上海燃气有限公司等提供**油气管输服务**并收取管输费，作为上海地区唯一的天然气高压主干管网系统，在上海天然气运输业务领域具有一定地域垄断优势。业务调整后，公司整体营业收入出现一定下滑，但由于管输业务毛利率大幅高于购销业务，因此该项业务调整对公司业绩影响较小。

图 5：公司油气管输业务与油气购销业务毛利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

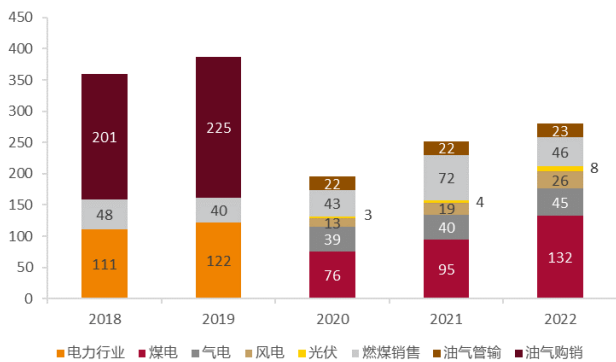
煤炭销售业务方面，该板块由公司控股子公司申能燃料开展，由于收入端和成本端同时受煤炭价格涨跌影响，毛利率总体维持在较低水平。2022 年，公司燃煤销售实现营业收入 46.49 亿，占总营收 16.49%，毛利率为 1.22%。从能源供应链安全和成本控制来说，煤炭销

售实现的煤电联营不仅能统筹兼顾全公司燃料需求，还能发挥煤电安全保供和降本增效功能。

1.3. 财务：煤电成本高企影响公司盈利，投资收益压舱石作用显著

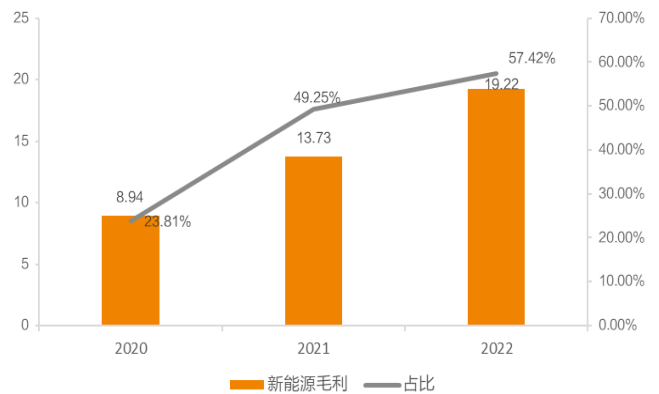
新能源业务占比持续提升，成为公司新的利润增长点。 营收方面，公司 2022 年实现营收 281.93 亿，同比提高 9.26%，其中，煤电板块实现营收 132.14 亿元，同比增长 32.44%；气电实现营收 44.92 亿元，同比提高 13.52%；随着装机规模的上涨，新能源发电量增加带动营收同步上涨，2022 风电光伏合计实现营收 34.38 亿，同比增长 46.86%；燃煤销售和油气管输业务经营相对稳定。**利润方面**，2022 年公司实现归母净利润 10.82 亿，同比降低 29.53%。2023Q1 归母净利润达 7.34 亿，同比增长 263.93%。**从利润贡献来看**，新能源利润贡献不断提高，2022 年，新能源板块所获毛利占到了公司毛利总额的 57.42%，已经成为公司新的利润增长点。

图 6：公司 2018-2022 营业收入构成情况（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

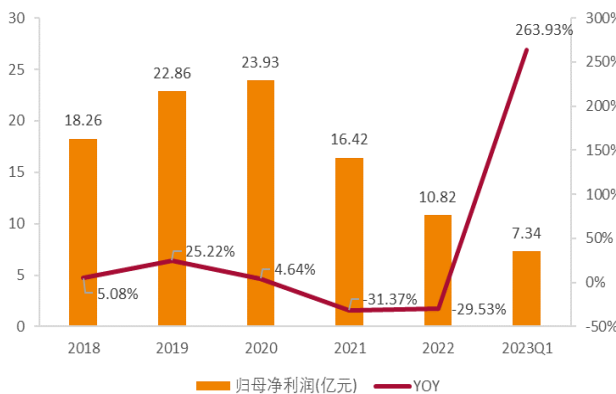
图 7：公司 2021-2022 新能源板块毛利贡献情况（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

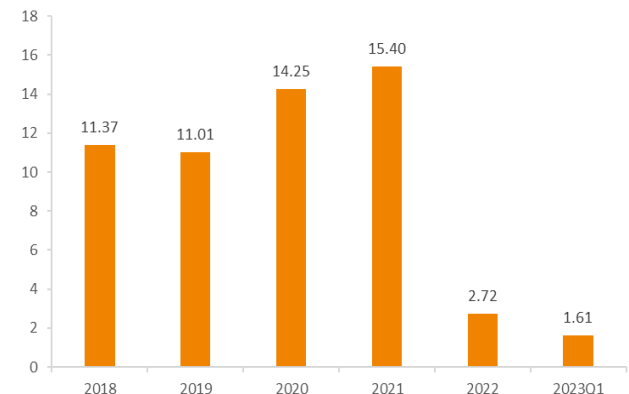
成本高企影响煤电利润，投资收益保障整体盈利。 公司参股投资包括煤电、风、光、核电、水电在内的多种能源发电企业、一些上下游企业以及申能财务等金融公司，分散了经营风险。2021-2022 年煤价大涨使得煤电业务毛利大幅下降甚至亏损，公司经营业绩承压，而风电、核电、金融等板块的投资收益相对稳定，减轻了煤价上涨对净利润的侵蚀力度。2021 年，公司煤电贡献毛利约为 -0.18 亿元，得益于 15.4 亿投资净收益的托底，2021 年公司仍实现归母净利润 16.42 亿元。2022 年由于煤价仍处于高位，公司部分参股火电企业仍出现亏损，投资收益有所下滑，但仍占到归母净利润的 25.14%，业绩压舱石作用显著。

图 8：公司 2018-2023Q1 归母净利润及变化情况（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：公司 2018-2023Q1 投资净收益情况（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1：公司主要参股公司持股比例及权益法下确定的投资收益情况（亿元）

主要参股公司	持股比例	2019	2020	2021	2022

(截至 2022 年底)

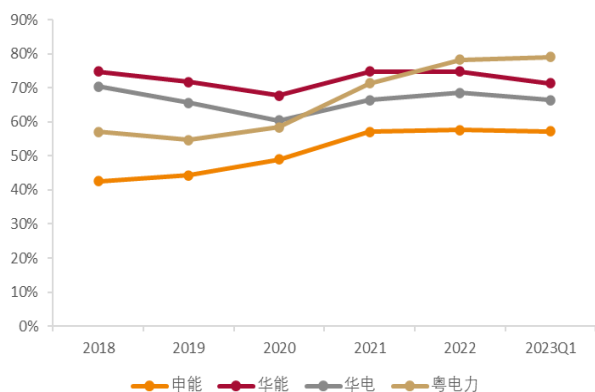
火电企业					
上海外高桥第二发电有限责任公司	40%	1.21	1.51	-0.28	-0.97
上海上电漕泾发电有限公司	35%	0.27	1.16	-2.24	-2.20
上海外高桥发电责任有限公司	49%	0.12	0.32	-3.36	-3.00
华能上海石洞口发电有限责任公司	50%	1.21	1.75	-0.54	-1.62
小计	-	2.81	4.74	-6.42	-7.78
非火电企业					
滨海智慧风力发电有限公司	49%	-	-	0.69	1.31
华东天荒坪抽水蓄能有限责任公司	25%	0.86	1.22	1.21	0.86
上海漕泾热电有限责任公司	30%	1.04	0.95	1.03	1.17
上海华电奉贤热电有限公司	49%	0.43	0.49	0.48	0.57
核电秦山联营有限公司	12%	-	-	2.14	2.28
秦山第三核电有限公司	10%	1.31	1.58	1.48	1.48
申能集团财务有限公司	30%	0.97	1.22	0.96	0.92
小计	-	4.61	5.46	7.99	8.60

资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

注: 核电秦山联营有限公司、秦山第三核电有限公司的数据由净利润乘以持股比例计算而来。

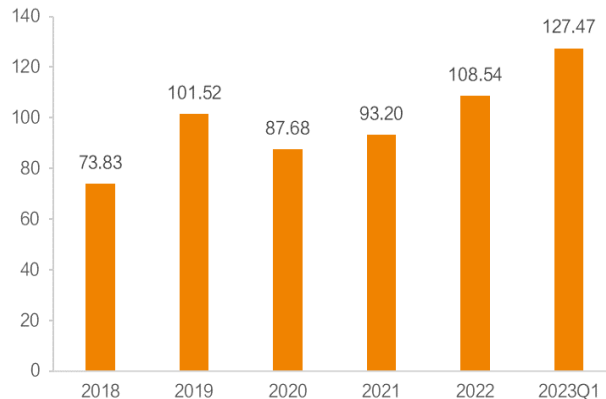
财务杠杆提升增加财务压力，现金流充裕利于业务扩张。自 2020 年起，公司多次发行超短融债券和中票，以低成本获取业务扩张资金，公司资产负债率由 2019 年的 44.27% 上升至 2023Q1 的 57.24%，尽管资产负债率有所上升，但公司杠杆水平仍处于可比公司较低水平。另外，截至 2023Q1，公司期末现金余额达 127.47 亿元，同比增长 29.08%，现金盈余充足，有望支持后续债务扩张和业务扩张。

图 10: 公司 2018-2023Q1 资产负债率情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 11: 公司 2018-2023Q1 期末现金余额情况 (亿元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

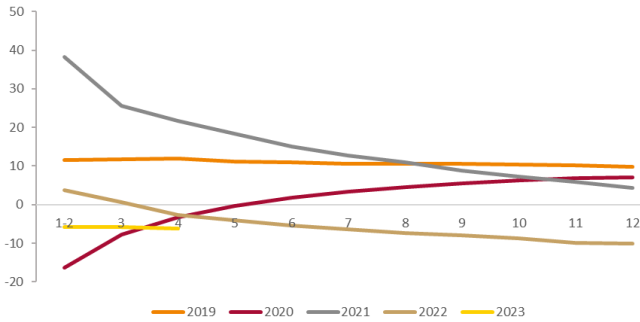
2. 火电：煤价下跌+电价上涨，优质资产盈利能力有望优先修复

2.1. 成本端：库存高位+政策支持，整体煤价有望下行

2.1.1. 国内煤价：库存高位叠加政策支持，煤价中枢有望回落

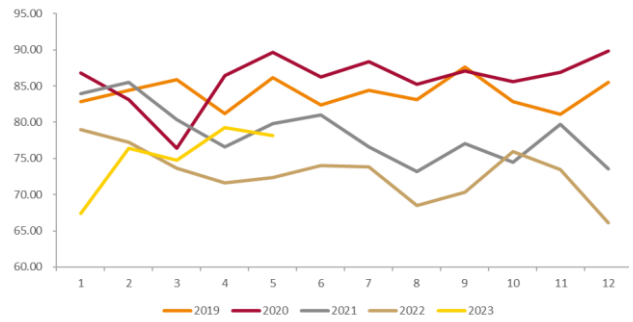
需求：根据中能传媒研究院煤炭市场分析，国内经济恢复仍然处在初步阶段，需求不足仍较突出。从煤炭市场来看，一方面，保供协发运背景拉低终端电厂市场煤采购需求，北港及江内库存持续高位，另一方面，化工、水泥等非电企业用煤需求持续低迷，在此情况下，煤炭需求或将持续偏弱。

图 12: 国内房地产开发投资完成额累计同比情况 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 13: 国内 PTA 开工率情况 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

供给: 产量目标提增+库存高企, 供给侧相对充足。从产量来看, 国内 2023 年煤炭产量目标提升。根据煤炭资讯网及矿业新闻, 山西计划煤炭产量 13.65 亿吨, 同比增加 0.65 亿吨, 内蒙古计划煤炭产量 12.5 亿吨, 同比增加 0.3 亿吨。据 CCTD 中国煤炭市场网的数据, 预计 2023 年国内煤炭产量将达到 47.5 亿吨, 同比增加 2.5 亿吨。2023 年煤炭供需预计相对宽松。

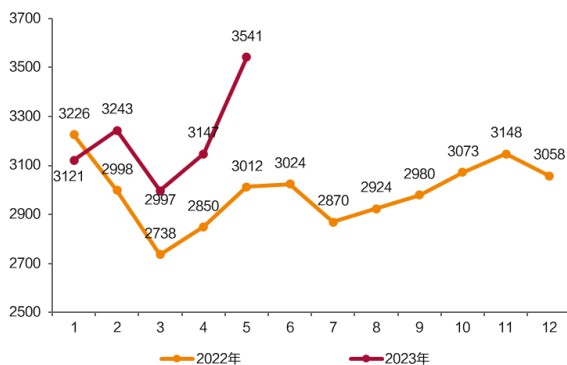
表 2: 晋陕蒙新四省 2023 年工作报告煤炭产量目标

报告	具体目标
《2023 年山西省政府工作报告》	在确保安全生产前提下, 加快煤炭先进产能释放, 力争煤炭产量达到 13.65 亿吨。
《2023 年陕西省政府工作报告》	扛牢保能源安全责任, 抓好煤炭稳产保供和优质产能建设, 争取海则滩等 4 处煤矿开工建设, 确保煤炭产量达到 7.5 亿吨。
《2023 年内蒙古自治区政府工作报告》	努力盘活“僵尸”煤矿闲置资源, 在产煤矿总产能稳定在 13 亿吨以上, 煤炭产量达到 12.5 亿吨左右, 保障全国 2/3 以上省份的用煤需求。
《2023 年新疆维吾尔自治区政府工作报告》	加快释放煤炭先进优质产能, 力争“疆煤外运”8800 万吨、“疆电外送”1300 亿千瓦时。

资料来源: 晋陕蒙新四省 2023 年工作报告, 中国网, 陕西省人民政府网等, 天风证券研究所

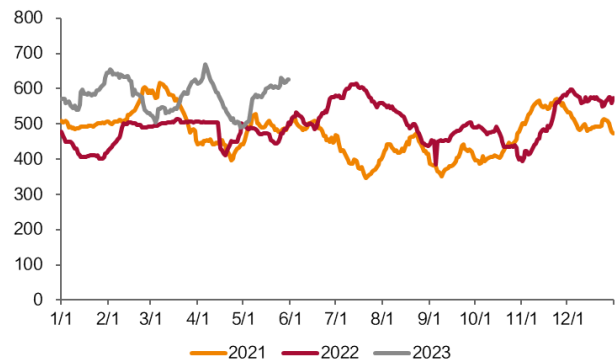
从煤炭库存来看, 终端电厂、港口库存双双高位。从终端电厂来看, 截至 2023 年 5 月 24 日, 南方八省电厂煤炭库存达 3669 万吨, 同比增加 610 万吨, 终端电厂库存高企。从港口库存来看, 国内港口库存同样维持高位, 截至 2023 年 5 月 30 日, 秦皇岛港、曹妃甸港、广州港煤炭库存分别为 625、621、346 万吨, 分别同比增加 130、180、35 万吨。在此情况下, 煤价进入快速下行通道, 截至 2023 年 5 月 30 日, 秦皇岛港 Q5500 煤价已跌至 820 元/吨, 环比降低 30 元/吨, 同比降低 385 元/吨。

图 14: 2022-2023 年南方八省电厂煤炭库存情况 (万吨)



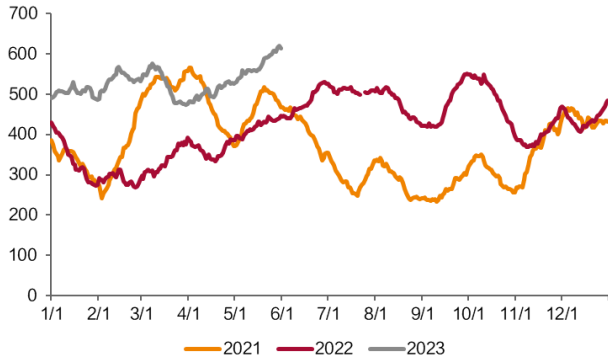
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 15: 秦皇岛港煤炭库存情况 (万吨)



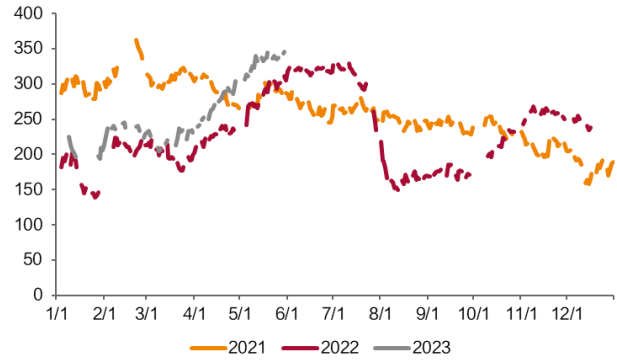
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 16: 曹妃甸港煤炭库存情况 (万吨)



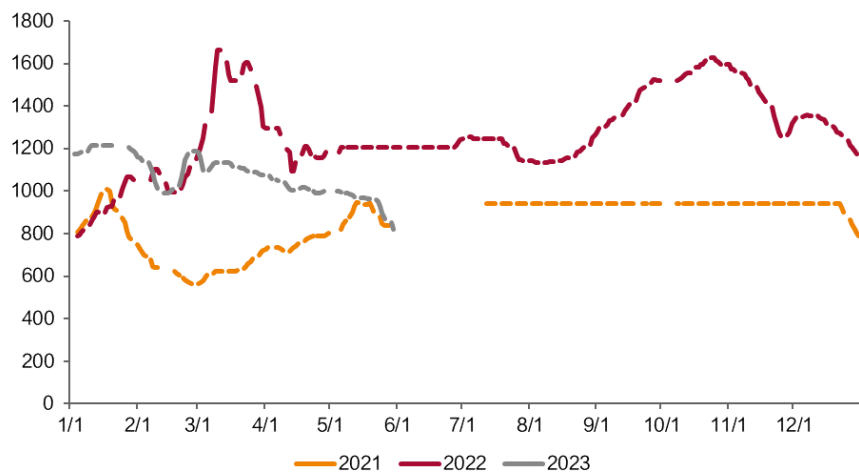
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 17: 广州港集团煤炭库存 (万吨)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 18: 秦皇岛港 Q5500 煤价情况 (元/吨)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

从长协煤政策来看，2022 年 10 月 31 日国家发改委办公厅印发《2023 年电煤中长期合同签订履约工作方案通知》。与 2022 年方案相比，2023 年的中长协合同的供应方范围扩大，所有在产的煤炭生产企业均在范围内；而需求方范围缩小至发电和供暖用煤企业。同时，下水煤合同基准价按 5500 大卡动力煤 675 元/吨执行，较 2022 年 700 元/吨有所回落。在全国长协比例提高以及合同基准价下降的大背景下，公司积极协调争取长协煤资源，拓宽煤采购渠道。伴随公司未来长协煤签约率及履约率提升，其燃煤成本有望进一步降低。

表 3: 2023 年电煤中长期合同签订履约工作方案与 2022 年不同之处

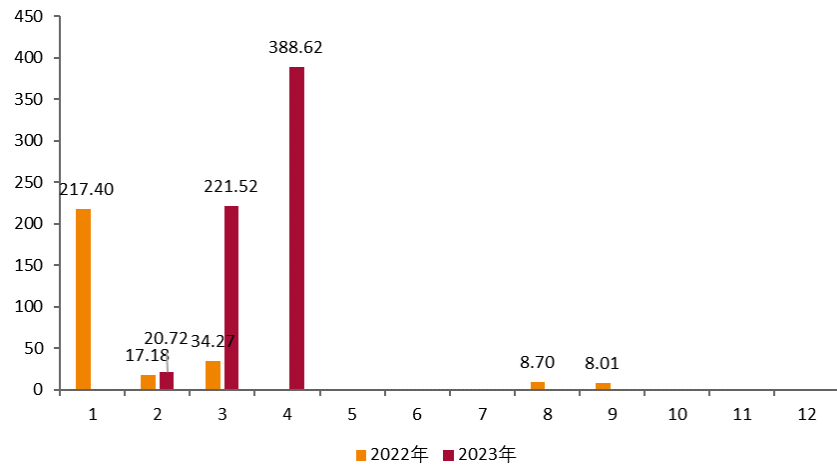
	2022 年	2023 年
文件名称	2022 年煤炭中长期合同签订履约工作方案 (发改电【2021】365 号)	2023 年电煤中长期合同签订履约工作方案 (发改办运行【2022】903 号)
供应方	30 万吨/年及以上的煤炭生产企业 发电供热企业、纯供暖企业、地方	所有在产的煤炭生产企业
需求方	政府推荐的农村居民采暖用煤经营单位、承担政府煤炭储备任务的储备基地、化肥生产企业	发电和供热用煤企业
下水煤合同基准价	700 元/吨 (5500)	675 元/吨 (5500)

资料来源: 今日动力煤公众号, 天风证券研究所

2.1.2. 进口煤价：进口煤供给端放松有望带动整体价格下行

澳煤开放进口限制，进口煤渠道更加多元化。根据海关数据显示，我国澳煤进口量逐步提升，2023年1-4月我国累计进口澳煤总量为630.86万吨，同比增长134.65%，其中4月澳煤进口量为388.62万吨，环比增长75.43%，澳煤进口放开趋势下我国煤炭供应渠道有望进一步多元化。

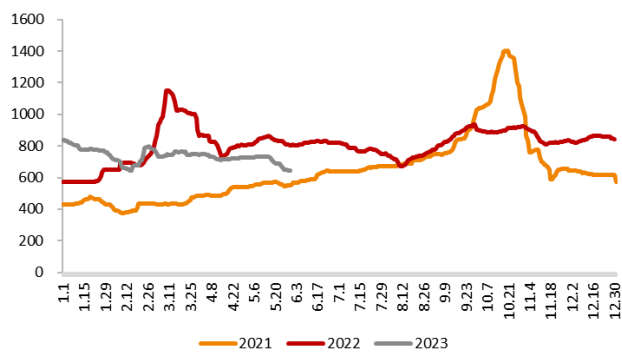
图 19：2022-2023 年各月度澳煤进口情况（万吨）



资料来源：海关总署，天风证券研究所

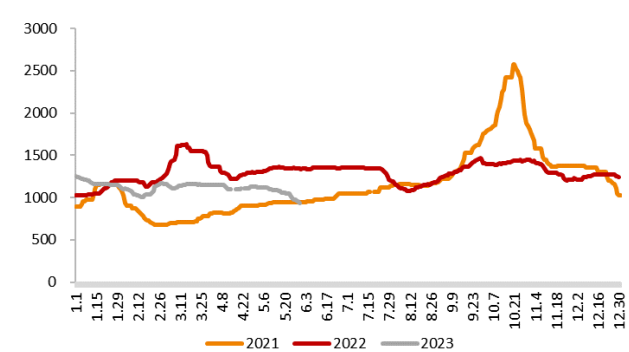
主要煤炭进口来源国产量目标增加叠加价格下调，有望促进动力煤价格下降。从供应来看，我国动力煤主要进口来源国印尼、蒙古国等均在下一年提高目标产量，印尼2023年煤炭产量目标提高至约7亿吨；据中国煤炭经济研究会数据，蒙古国2023年1-2月煤炭产量同比增长203.8%。从价格来看，受天气、主要进口国煤炭库存高企以及天然气价格下跌影响，进口煤价格持续下调，截止2023年5月30日，广州港印尼煤Q3800价格已降至642.40元/吨，同比降低163.76元/吨。

图 20：广州港印尼煤 Q3800 价格（元/吨）



资料来源：煤炭资源网，天风证券研究所

图 21：广州港澳煤 Q5500 价格（元/吨）

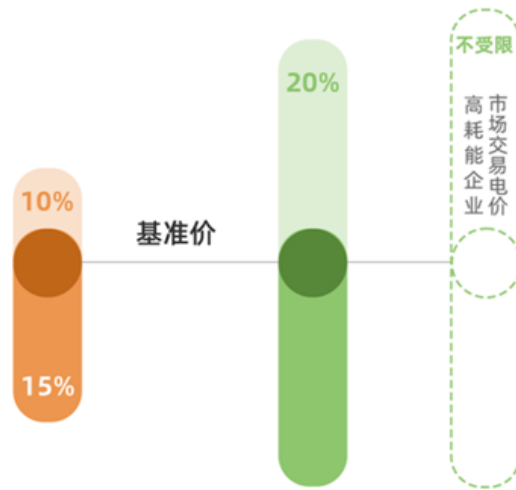


资料来源：煤炭资源网，天风证券研究所

2.2. 收入端：需求增加推动电价上浮，火电盈利能力有望修复

在国家政策支持下，电价上涨空间拉大。2021年10月，国家发展改革委印发《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》（简称《通知》）。改革提出扩大市场交易电价上下浮动范围，将燃煤发电市场交易价格浮动范围由现行的上浮不超过10%、下浮原则上不超过15%，扩大为上下浮动原则上均不超过20%，高耗能企业市场交易电价不受上浮20%限制，电价上涨空间拉大。

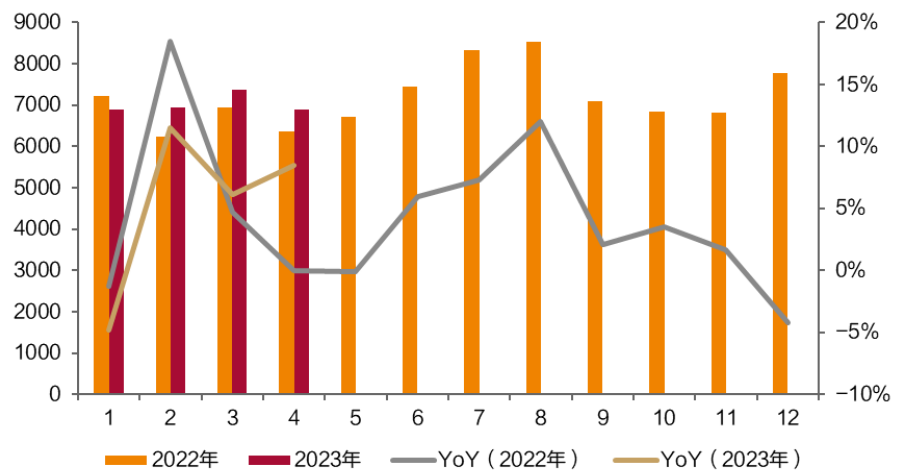
图 22：燃煤发电市场交易价格浮动范围



资料来源：浙电e家公众号，天风证券研究所

中电联 2023 年 1 月 19 日发布《2023 年度全国电力供需形势分析预测报告》，报告提出 2022 年全国电力供需总体紧平衡，部分地区用电高峰时段电力供需偏紧。并且，报告指出 2023 年我国经济运行有望总体回升，拉动电力消费需求增速比 2022 年有所提高。正常气候情况下，预计 2023 年全国全社会用电量 9.15 万亿千瓦时，比 2022 年增长 6%左右。

图 23：2022-2023 年全国全社会用电量及增速（亿千瓦时，%）

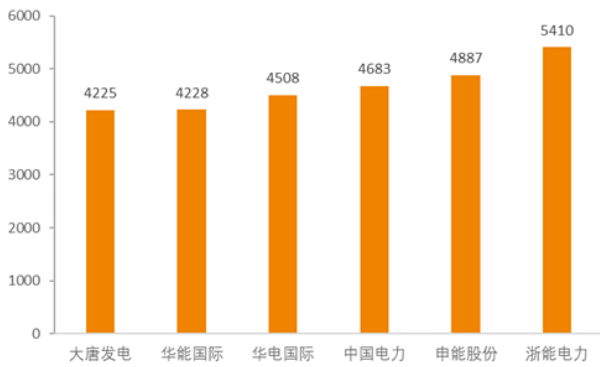


资料来源：Wind，天风证券研究所

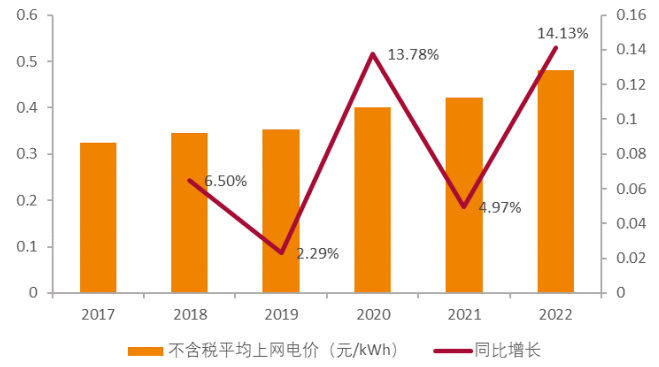
从公司发电情况来看，2022 年公司煤电完成发电量 409.03 亿千瓦时，同比增加 10.7%；煤电利用小时数达到 4887 小时，处于可比公司前列水平。从火电上网电价来看，公司上网电价不断提高，2022 年公司火电不含税平均上网电价为 0.48 元/kWh，同比增长 14.13%。

图 24：2022 年火电企业燃煤机组利用小时数对比（时）

图 25：2017-2022 年火电不含税平均上网电价（元/千瓦时）



资料来源: Wind, 各公司公告, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

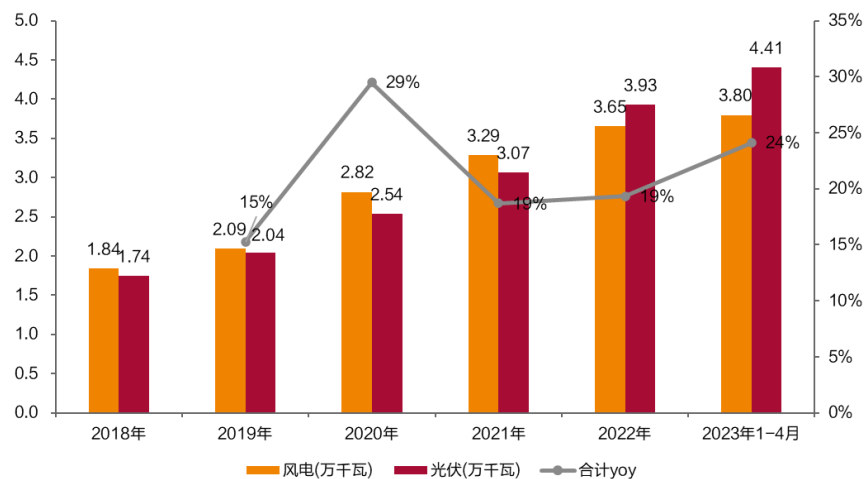
公司燃煤发电均为大功率的高效先进机组，盈利能力有望优先修复。2022 年公司供电煤耗为 286.2g/KWh，较全国平均水平低约 15g/KWh，其中外高桥三发电 2 台 100 万千瓦级机组及外高桥二发电 2 台 90 万千瓦级的发电机组煤耗水平处于全国领先水平。2022 年 4 月，申能淮北发电基地 135 万千瓦超超临界燃煤发电机组项目正式投产，是当今全球单机容量最大机组。2022 年 7 月，申能淮北发电基地揭牌，平山发电基地三台机组将采取一体化统筹管理，形成精简高效的经营、生产、安全标准化管理机制，打造国内高效清洁煤电行业新标杆公司。

3. 加快推进绿色转型，新能源规模扩张迅速

3.1. 双碳目标加速能源电力结构转型，风光增长前景广阔

碳中和承诺驱动能源加速转型，风、光装机容量快速扩张。在一次能源消费和碳排放的双重约束下，风光装机规模快速扩张，截至 2023 年 4 月，国内风电装机规模达到 3.80 亿千瓦，1-4 月同比增长 12.2%，光伏装机规模达到 4.41 亿千瓦，1-4 月同比增长 36.6%，2018-2022 年风光合计装机 CAGR 达 20.6%。

图 26：2018-2023 年 4 月全国风光装机规模（亿千瓦）

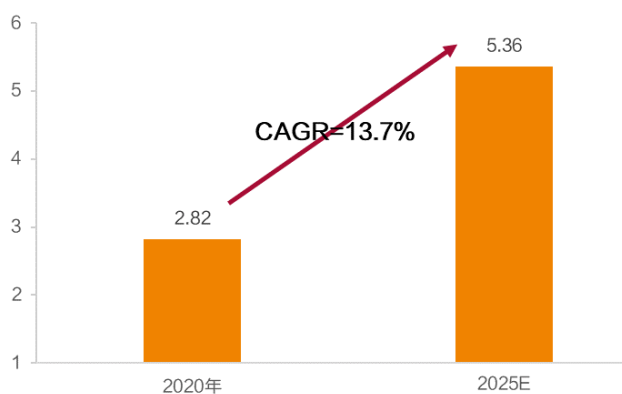


资料来源: 国家能源局, 天风证券研究所

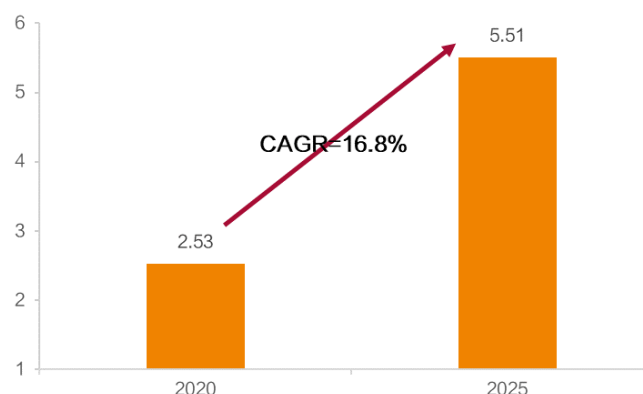
“十四五”装机目标明确，未来有望延续高速增长。2022 年 4 月 18 日，国家能源局综合司下发《关于开展省级“十四五”可再生能源发展规划备案的通知》，要求各省报备本地区的“十四五”可再生能源发展规划。根据全球能源互联网发展合作组织预测，到 2025 年，我国清洁能源装机量将达到 17 亿千瓦，其中风电装机容量将达到 5.36 亿千瓦，2020-2025 年 CAGR 达 13.7%；光伏装机容量将达到 5.51 亿千瓦，2020-2025 年 CAGR 达 16.8%。

图 27：“十四五”时期风电装机量增长预测（亿千瓦）

图 28：“十四五”时期光伏装机量增长预测（亿千瓦）



资料来源:《中国“十四五”电力发展规划研究》,天风证券研究所



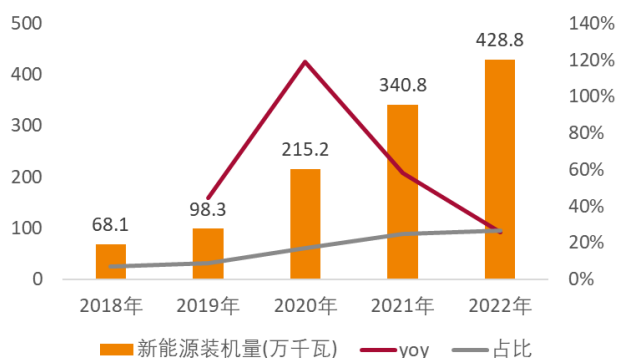
资料来源:《中国“十四五”电力发展规划研究》,天风证券研究所

3.2. 新能源装机规模扩张迅速, 未来有望保持高速增长

3.2.1. 规模扩张情况: 新能源规模扩张迅速

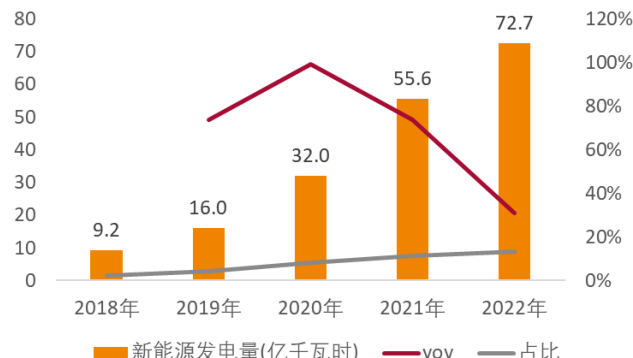
在“双碳”的大背景下,公司积极优化电力结构,加快推进绿色转型升级,规模扩张迅速。装机方面,截至2022年底,公司新能源装机规模达到428.8万千瓦,占比达26.6%,已超过全部装机容量的四分之一,2018-2022年CAGR为58.4%;发电量方面,2022年全年,新能源发电量达到72.7亿千瓦时,占比为13.5%,2018-2022年CAGR为67.5%。

图 29: 公司 2018-2022 新能源装机情况



资料来源:公司公告, Wind, 天风证券研究所

图 30: 公司 2018-2022 新能源发电情况



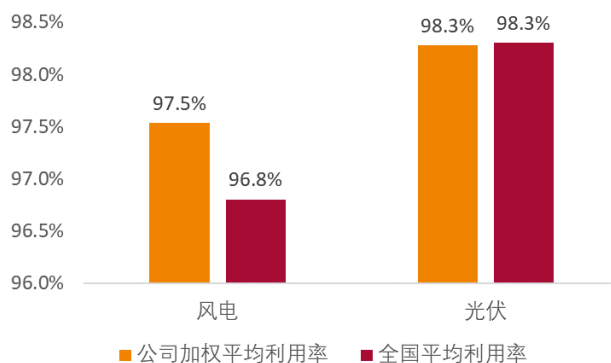
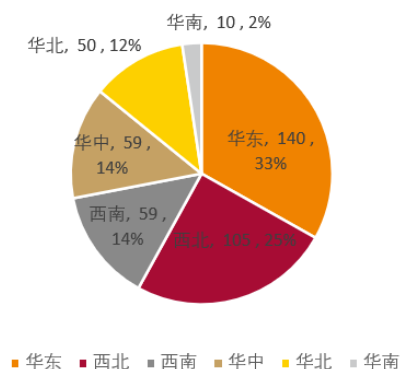
资料来源:公司公告, Wind, 天风证券研究所

3.2.2. 分布和消纳情况: 主要分布在华东和西北, 消纳情况良好

截至2022年底,公司的新能源项目分布于16个省市,其中华东和西北地区分布较多,合计占到了公司总装机量的58%。华东地区的新能源项目靠近经济发达的长三角,便于消纳,根据全国新能源消纳监测预警中心数据,2022年,上海、江苏、安徽的风电和光伏利用率均为100%。总体来看,公司的风电和光伏按装机加权后的平均利用率分别为97.5%和98.3%,风电高于全国平均水平,光伏与全国平均水平持平。

图 31: 2022 年公司控股新能源装机分布情况 (单位: 万千瓦)

图 32: 2022 年公司与全国新能源平均利用率比较



资料来源：公司公告，天风证券研究所

资料来源：公司公告，全国新能源消纳监测预警中心公众号，天风证券研究所

表 4：2022 年公司新能源装机分布、消纳水平及特高压线路情况

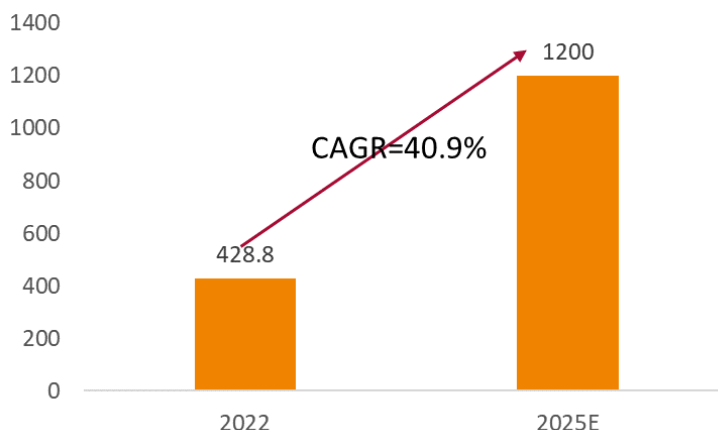
地区	装机占比	风电利用率	光伏利用率	特高压线路	地区	装机占比	风电利用率	光伏利用率	特高压线路
贵州	14.0%	99.7%	99.4%	锦苏直流	湖北	4.7%	100.0%	100.0%	-
青海	11.8%	92.7%	91.1%	青豫直流	新疆	4.3%	95.4%	97.2%	天中直流
江苏	11.0%	100.0%	100.0%	-	山西	2.4%	98.3%	99.5%	雁淮直流、长南荆交流
安徽	9.8%	100.0%	100.0%	皖电东送	广西	2.4%	100.0%	100.0%	-
上海	9.0%	100.0%	100.0%	-	山东	2.4%	97.9%	98.5%	-
陕西	8.8%	95.8%	97.8%	陕北湖北直流	河北	1.7%	95.6%	98.0%	-
河南	8.0%	98.2%	99.5%	驻马店南阳交流	湖南	1.1%	97.4%	100.0%	-
内蒙古	7.7%	91.5%	98.0%	锡泰直流、鲁固直流、昭沂直流	江西	0.9%	99.9%	100.0%	-

资料来源：公司公告，全国新能源消纳监测预警中心公众号，世纪新能源网公众号，天风证券研究所

3.2.3. 未来增长规划：或仍将保持高速增长态势

装机目标明确，新能源业务或将继续保持高速增长。据新华财经报道，公司计划至“十四五”末，总控股装机容量达到 2200 万至 2600 万千瓦，其中非水可再生能源装机新增 800 至 1000 万千瓦，占比达到 50%；控股发电量达到 600 亿千瓦时以上，其中非水可再生能源发电量占比超过 30%。2022 年底公司新能源装机容量为 428.8 万千瓦，按公司计划的中间值测算，“十四五”末公司新能源装机规模有望达到 1200 万千瓦，则未来三年还有近两倍的增长空间，新增规模接近 800 万千瓦，3 年 CAGR 达 40.9%。

图 33：公司“十四五”新能源装机目标（单位：万千瓦）



资料来源：新华财经，天风证券研究所

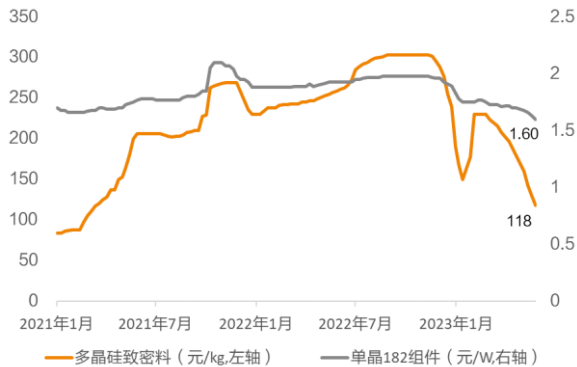
3.3. 组件价格下降+火新协同因素推动公司新能源业务持续增长

3.3.1. 推动因素一：组件价格下降

风机和光伏组件价格下降，为公司新能源布局带来成本优势。近期，风机和光伏组件价格都表现出不同程度的下降，并且下降趋势持续，这将为公司的新能源布局带来成本优势，推动“十四五”装机目标顺利实现。

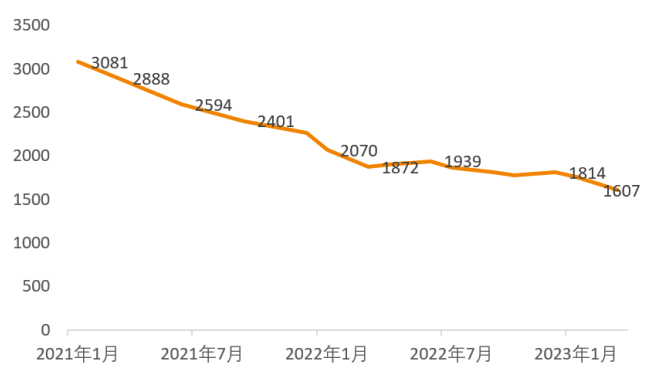
光伏组件价格方面，根据 InfoLink 的数据，光伏产业链价格整体仍处于下行通道，2023 年 5 月底多晶硅致密料及单晶 182 组件价格分别已降至 118 元/kg、1.60 元/W；风机价格方面，金风科技发布的全国风电设备月度投标均价显示，风机价格同样呈现持续下降趋势，2023 年 3 月的投标均价为 1607 元/KW，相较于 2022 年 1 月的 2070 元/KW 下降 22%。

图 34：光伏组件均价



资料来源：InfoLink Consulting 公众号，天风证券研究所

图 35：风机月度公开投标均价 (元/KW)



资料来源：金风科技官网，天风证券研究所

3.3.2. 推动因素二：火新协同

火电项目有望与新能源项目形成协同，有助于公司获批新能源项目。公司传统的火电项目规模可观，新能源业务的发展有望充分利用公司现有的煤炭电源、输电线路以及火电机组的调峰能力优势，实现火电和新能源的协同发展。另外，出于方便新能源消纳以及调峰调频等方面的考虑，政策上对于火电企业参与新能源项目开发较为鼓励，在火新协同政策的支持下，公司有望获批更多新能源项目。

表 5：鼓励火电新能源互补的政策文件

政策文件	颁布主体	颁布时间	相关内容
《全国煤电机组改造升级实施方案》	国家发改委、国家能源局	2021 年 10 月	统筹考虑大型风电光伏基地项目外送和就近消纳调峰需要，以区域电网为基本单元，在相关地区妥善安排配套煤电调峰电源改造升级，提升煤电机组运行水平和调峰能力。
《能源领域深化“放管服”改革优化营商环境实施意见》	国家能源局	2021 年 12 月	支持煤炭、油气等企业利用现有资源建设光伏等清洁能源发电项目，推动天然气发电与可再生能源融合发展项目落地，促进化石能源与可再生能源协同发展。适应新型电力系统建设，促进煤电、气电与新能源发展更好协同。
《上海市能源电力领域碳达峰实施方案》	上海市发改委	2022 年 8 月	“三改联动”改造和升级替代机组调峰深度要达到 70%以上，推动煤电成为支撑大规模可再生能源接入的可靠调峰电源。
《关于促进煤电行业持续健康发展的通知》	河南省政府办公厅	2022 年 8 月	鼓励煤电企业参与新能源项目开发，在新能源指标分配、纳入项目建设库、列入年度开发方案时给予倾斜；支持煤电企业开展多能互补和源网荷储一体化项目试点建设及符合条件的风电、光伏项目建设。
《关于推动煤电新能源一体化发展的工作措施》	贵州省人民政府	2022 年 11 月	原则上优先通过多能互补模式配置风光资源；在新能源项目开发前期工作、资源配置、优选项目业主时，要优先选择现有煤

(征求意见稿)

电企业；在年度建设规模项目申报时，要优先上报多能互补项目，优先纳入年度建设规模。

资料来源：国家发改委，国家能源局，上海市发改委，河南省政府办公厅，贵州省人民政府，天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

我们将公司业务分为三大部分进行预测，分别为火电、新能源发电及其他业务（油气管输、煤炭销售、参股投资等）。

火电业务：公司火电业务包括燃煤发电与燃气发电，其中以燃煤发电为主体。截至 2022 年底，公司煤电合并装机容量为 840 万千瓦，气电合并装机容量为 342.56 万千瓦，考虑到公司清洁能源发展战略及项目储备情况，假设公司 2023-2025 年煤电和气电合并装机容量均保持不变。

新能源发电业务：公司新能源发电业务包括风电及光伏发电，截至 2022 年底，公司风电合并装机容量为 230.78 万千瓦，光伏发电合并装机容量为 187.06 万千瓦，根据公司“十四五”发展目标，假设 2023-2025 年底新能源合并装机容量分别为 567.84 万千瓦、767.84 万千瓦、1017.84 万千瓦，根据公司风光装机增长趋势，假设其 2023-2025 年风电合并装机容量分别为 305.78 万千瓦、405.78 万千瓦、530.78 万千瓦，光伏发电合并装机容量分别为 262.06 万千瓦、362.06 万千瓦、487.06 万千瓦。

其他业务（油气管输、煤炭销售、参股投资等）：公司立足自身多类型发电项目，不断向综合能源服务业务拓展，包括油气管输、煤炭销售以及核电/抽蓄等投资，伴随公司各项业务发展，有望为公司贡献稳健的业绩支撑。

表 6：公司核心业务经营数据预测

	2022	2023E	2024E	2025E
煤电业务				
装机容量（万千瓦）	840	840	840	840
（含上海高桥二发）				
利用小时数（h）	4781	4835	4835	4817
发电量（亿千瓦时）	315.58	319.11	319.11	317.93
上网电价（元/KWh）	0.440	0.446	0.446	0.446
营业收入（亿元）	132.14	135.42	135.39	134.88
YoY	39.22%	2.48%	-0.03%	-0.37%
毛利率	0.04%	17.43%	18.73%	18.97%
气电业务				
装机容量（万千瓦）	342.56	342.56	342.56	342.56
利用小时数（h）	1626	1736	1702	1688
发电量（亿千瓦时）	55.69	59.48	58.31	57.83
上网电价（元/KWh）	0.822	0.822	0.822	0.822
营业收入（亿元）	44.92	47.99	47.04	46.65
YoY	13.52%	6.84%	-1.98%	-0.83%
毛利率	13.67%	14.48%	14.27%	14.14%
风电业务				
装机容量（万千瓦）	230.78	305.78	405.78	530.78
利用小时数（h）	2236	2339	2328	2301
发电量（亿千瓦时）	49.51	57.50	74.69	96.26
上网电价（元/KWh）	0.544	0.533	0.526	0.521
营业收入（亿元）	26.32	29.43	38.12	48.59

YoY	37.43%	11.84%	29.52%	27.46%
毛利率	56.72%	55.06%	54.93%	54.43%
光伏发电业务				
装机容量 (万千瓦)	187.06	262.06	362.06	487.06
利用小时数 (h)	1103	1197	1154	1151
发电量 (亿千瓦时)	19.53	25.98	34.27	46.00
上网电价 (元/KWh)	0.459	0.446	0.437	0.430
营业收入 (亿元)	8.06	11.45	14.79	19.55
YoY	89.06%	42.04%	29.14%	32.20%
毛利率	53.23%	56.21%	55.27%	54.59%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

结合以上核心经营数据假设，我们预计公司 2023-2025 年可实现营业收入 302.23、315.53 和 330.87 亿元，同比分别增加 7.20%、4.40%和 4.86%；可实现归母净利润 31.99、38.06 和 42.78 亿元，同比分别增加 195.56%、18.95%和 12.40%。

4.2. 估值

由于公司为多电源类型的运营商，不同板块盈利水平及稳定性差异明显，因此我们分部对公司进行估值分析：

火电板块采用 PB 估值分析：公司火电板块 2022 年末净资产约 201 亿元，根据持股比例得到权益净资产约为 97.9 亿元，我们选取华能国际（600011.SH）、华电国际（600027.SH）、大唐发电（601991.SH）作为可比公司，当前可比公司 2023 年平均 PB 为 1.14 倍，考虑煤价下降、电价上升对板块估值的提升以及公司火电业务盈利能力优势，给予公司火电板块 2023 年 1.3 倍 PB，对应估值为市值 127.25 亿元。

新能源板块采用 PE 估值分析：公司新能源板块 2023 年预计归母净利润约为 13.4 亿元，我们选取三峡能源（600905.SH）、龙源电力（001289.SZ）、太阳能（000591.SZ）作为可比公司，可比公司 2023 年平均 PE 为 16.68 倍，给予公司新能源板块 2023 年 17 倍 PE，对应估值为市值 228.13 亿元。

其他业务（油气管输、煤炭销售、参股投资等）板块采用 PE 估值分析：公司油气运输、煤炭销售及参股投资业务（除火电）收益均较为稳定，预计 2023 年该板块实现归母净利润约为 9.2 亿元，且主要由油气运输业务及核电投资贡献。因此我们选取燃气及核电行业公司估值水平作为参考。燃气方面，我们选取天壕环境（300332.SZ）、陕天然气（002267.SZ）作为可比公司，其 2023 年平均 PE 为 13.41 倍；核电方面，我们选取中国核电（601985.SH）、中国广核（003816.SZ）作为可比公司，其 2023 年平均 PE 为 12.71 倍。我们给予公司该板块 2023 年 13 倍 PE，对应估值为市值 119.25 亿元。

综上，公司 2023 年合计估值为市值 474.63 亿元，对应目标股价为 9.67 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 7：火电板块可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元/股)		PE		PB	
			2023	2024	2023	2024	2023	2024
600011.SH	华能国际	1246.3	0.63	0.79	15.13	12.03	1.34	1.23
600027.SH	华电国际	622.6	0.50	0.62	13.25	10.68	1.08	1.03
601991.SH	大唐发电	516.6	0.19	0.27	18.11	12.83	0.98	0.92

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：均为 Wind 一致预期数据；截至 2023 年 6 月 6 日

表 8：新能源板块可比公司估值表

代码	简称	总市值	EPS (元/股)	PE	PB
----	----	-----	-----------	----	----

		(亿元)	2023	2024	2023	2024	2023	2024
600905.SH	三峡能源	1522.8	0.32	0.39	16.72	13.78	1.77	1.59
001289.SZ	龙源电力	1289.2	0.99	1.44	20.53	17.82	2.19	2.01
000591.SZ	太阳能	269.0	0.54	0.70	12.79	9.83	1.17	1.07

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：均为 Wind 一致预期数据；截至 2023 年 6 月 6 日

表 9：其他业务（油气管输、煤炭销售、参股投资等）板块可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元/股)		PE		PB	
			2023	2024	2023	2024	2023	2024
300332.SZ	天壕环境	102.3	0.78	1.08	14.93	10.79	2.20	2.85
002267.SZ	陕天然气	84.2	0.64	0.68	11.89	11.17	1.14	1.03
601985.SH	中国核电	1264.3	0.54	0.60	12.32	11.23	1.28	1.19
003816.SZ	中国广核	1373.4	0.23	0.25	13.09	12.20	1.33	1.24

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：均为 Wind 一致预期数据；截至 2023 年 6 月 6 日

5. 风险提示

宏观经济下行风险：如果未来经济增长放慢，全社会用电量增长速度将放缓，有可能造成弃水、弃风、弃光情况，对公司发电水平产生不利影响。

煤炭价格波动风险：若煤炭供需紧张，则可能导致煤炭价格大幅上涨，公司火电盈利能力或将出现较大幅度的下滑。

电力价格波动风险：随着电力体制改革推进，市场化交易电量比例持续提高，跨省区交易比例大幅增长，现货交易加快推进，交易品种日趋完善，电力市场竞争异常激烈，市场化交易电价面临一定的下行压力。

新能源装机规模扩张不及预期：公司“十四五”期间计划装机增长量相对于其当前规模弹性较大，为公司业绩主要增长点之一，但项目的核准、建设及并网投产仍存在一定不确定性，若项目推进情况不及预期，则可能对公司未来业绩造成一定冲击。

测算假设存在误差风险：测算相关假设具有一定主观性，可能存在误差，仅供参考。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	9,319.94	10,854.45	18,279.73	14,377.30	21,910.94
应收票据及应收账款	6,731.14	8,077.80	6,322.81	9,109.36	7,333.19
预付账款	269.47	559.27	190.64	554.22	244.06
存货	1,162.64	1,480.13	790.23	1,502.22	972.62
其他	6,267.86	1,513.58	3,251.75	3,614.65	2,873.68
流动资产合计	23,751.05	22,485.24	28,835.16	29,157.74	33,334.48
长期股权投资	8,957.40	8,599.80	8,899.80	9,249.80	9,649.80
固定资产	34,703.81	39,876.99	38,926.28	38,811.80	39,365.62
在建工程	8,160.92	4,189.25	4,551.40	4,913.55	5,337.75
无形资产	306.57	405.34	425.46	452.39	485.66
其他	13,756.81	14,343.06	11,337.42	12,584.20	12,009.45
非流动资产合计	65,885.51	67,414.43	64,140.36	66,011.73	66,848.28
资产总计	89,636.56	89,899.67	92,975.52	95,169.46	100,182.77
短期借款	6,926.85	7,721.50	7,000.00	6,800.00	6,500.00
应付票据及应付账款	5,870.40	6,211.67	6,830.08	5,752.35	7,214.50
其他	10,715.80	7,653.15	7,747.13	8,992.17	8,334.75
流动负债合计	23,513.05	21,586.32	21,577.21	21,544.52	22,049.25
长期借款	13,970.42	16,307.01	17,500.00	19,000.00	20,000.00
应付债券	1,000.00	3,100.00	3,100.00	0.00	0.00
其他	12,359.72	10,300.37	10,212.82	10,957.64	10,490.28
非流动负债合计	27,330.13	29,707.39	30,812.82	29,957.64	30,490.28
负债合计	51,102.64	51,738.78	52,390.03	51,502.15	52,539.52
少数股东权益	7,691.99	7,301.46	7,730.51	8,291.07	9,005.31
股本	4,912.04	4,909.43	4,909.43	4,909.43	4,909.43
资本公积	4,711.15	4,721.38	4,721.38	4,721.38	4,721.38
留存收益	21,019.48	21,014.21	22,968.80	25,522.42	28,776.20
其他	199.26	214.40	255.36	223.01	230.93
股东权益合计	38,533.91	38,160.89	40,585.49	43,667.31	47,643.24
负债和股东权益总计	89,636.56	89,899.67	92,975.52	95,169.46	100,182.77

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,776.08	1,049.25	3,199.37	3,805.60	4,277.63
折旧摊销	2,590.48	2,928.46	3,241.28	3,407.26	3,617.49
财务费用	1,115.40	1,395.51	1,436.47	1,540.49	1,703.09
投资损失	(1,540.11)	(272.02)	(1,100.00)	(1,300.00)	(1,400.00)
营运资金变动	(1,204.49)	(2,175.71)	4,474.88	(5,037.40)	3,782.80
其它	462.34	1,866.54	702.30	835.38	938.99
经营活动现金流	3,199.70	4,792.04	11,954.30	3,251.33	12,920.00
资本支出	(2,620.64)	5,924.26	2,760.41	2,937.03	5,096.15
长期投资	(246.76)	(357.60)	300.00	350.00	400.00
其他	(531.47)	(7,783.19)	(4,644.37)	(5,666.24)	(8,723.00)
投资活动现金流	(3,398.87)	(2,216.53)	(1,583.96)	(2,379.21)	(3,226.85)
债权融资	1,363.32	4,604.91	(1,467.99)	(3,215.39)	(918.82)
股权融资	(1,268.34)	22.77	(1,477.07)	(1,559.15)	(1,240.69)
其他	656.88	(5,668.96)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	751.87	(1,041.28)	(2,945.06)	(4,774.55)	(2,159.51)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	552.70	1,534.22	7,425.28	(3,902.43)	7,533.65

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	25,312.77	28,193.12	30,222.80	31,553.34	33,087.32
营业成本	22,434.76	24,820.04	23,986.10	24,509.14	25,196.54
营业税金及附加	156.56	214.35	205.78	216.63	234.67
销售费用	5.33	5.79	6.66	6.69	7.04
管理费用	882.48	1,060.22	1,124.53	1,153.55	1,228.34
研发费用	20.07	18.34	23.02	23.19	23.68
财务费用	938.34	1,257.07	1,436.47	1,540.49	1,703.09
资产/信用减值损失	(516.65)	(94.58)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	669.68	219.08	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1,540.11	272.02	1,100.00	1,300.00	1,400.00
其他	(3,231.50)	(985.06)	0.00	0.00	0.00
营业利润	2,413.60	1,405.84	4,540.23	5,403.63	6,093.96
营业外收入	127.36	41.46	71.50	80.11	64.36
营业外支出	31.72	18.05	21.53	23.77	21.12
利润总额	2,509.24	1,429.25	4,590.20	5,459.97	6,137.20
所得税	733.17	380.00	688.53	819.00	920.58
净利润	1,776.08	1,049.25	3,901.67	4,640.98	5,216.62
少数股东损益	133.94	(33.21)	702.30	835.38	938.99
归属于母公司净利润	1,642.14	1,082.47	3,199.37	3,805.60	4,277.63
每股收益(元)	0.33	0.22	0.65	0.78	0.87

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	28.43%	11.38%	7.20%	4.40%	4.86%
营业利润	-30.19%	-41.75%	222.95%	19.02%	12.78%
归属于母公司净利润	-31.36%	-34.08%	195.56%	18.95%	12.40%
获利能力					
毛利率	11.37%	11.96%	20.64%	22.32%	23.85%
净利率	6.49%	3.84%	10.59%	12.06%	12.93%
ROE	5.32%	3.51%	9.74%	10.76%	11.07%
ROIC	5.41%	5.11%	12.20%	15.01%	15.40%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	57.01%	57.55%	56.35%	54.12%	52.44%
净负债率	35.06%	46.74%	25.58%	28.88%	12.30%
流动比率	1.00	1.02	1.34	1.35	1.51
速动比率	0.95	0.95	1.30	1.28	1.47

营运能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
应收账款周转率	4.30	3.81	4.20	4.09	4.02
存货周转率	28.39	21.34	26.62	27.53	26.74
总资产周转率	0.31	0.31	0.33	0.34	0.34

每股指标(元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股收益	0.33	0.22	0.65	0.78	0.87
每股经营现金流	0.65	0.98	2.43	0.66	2.63
每股净资产	6.28	6.29	6.69	7.21	7.87

估值比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
市盈率	19.79	30.02	10.16	8.54	7.60
市净率	1.05	1.05	0.99	0.92	0.84
EV/EBITDA	6.11	6.86	4.23	3.88	3.00
EV/EBIT	9.58	14.61	6.52	5.78	4.40

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com