

证券研究报告 / 公司动态报告

买入

上次评级：买入

## 区域电力龙头企业，加速清洁能源产业布局

### 报告摘要：

主营业务提质增效，利润明显改善。2018-2022年，公司实现营业收入60.27 上升至 111.18 亿元。公司归母净利润水平在 2022 年大幅提升，至 8.54 亿元，同比+358.98%。2023Q1，公司实现营业收入 30.11 亿元，同比+8.49%；归母净利润 2.37 亿元，同比-11.35%。

发电配电共同发展，经营质量显著提高。全年发电量完成 59.47 亿千瓦时，同比+6.07%；市场化交易总电量 53.96 亿千瓦时，同比+12.40%。实现了电力主业高质量发展，创成立以来历史最好利润水平。**发电方面：**公司控股发电企业山西阳光发电有限责任公司总装机容量为 4×320MW 热电联产发电机组；**配电方面：**公司负责山西省 3 市 12 个县（区）的供配电业务。根据 2022 年年报分项利润拆分，公司共有火力发电、电网配电和其他分部三部分组成，净利润分别为 0.11/5.16/3.26 亿元。

绿色转型升级加快，打造资产上市平台。公司先期拟择优注入朗德公司，向装备制造业务转型，但高端装备制造产业尚处于起步阶段，短期难以注入上市公司，因此及时调整战略定位，终止装备资产股权收购，推进绿色低碳转型发展。晋能控股集团支持公司作为其“清洁能源”资本运作上市平台，终止装备资产股权收购。同时响应国家“双碳”政策，积极拓展清洁能源业务，全盘谋划集团清洁能源资产证券化。2022 年底完成公司经营范围调整并配套修改公司章程，明确发展路径，推进绿色低碳转型发展。在清洁能源领域，集团在运营资产约 600 万千瓦，主要为山西省内的风光电力资产。

政策助力清洁能源产业布局，着力打造区域产业集群。2023 年 4 月，省能源局、省工信厅印发了《山西省光伏产业链 2023 年行动方案》，明确提出，到今年底，力争省内光伏产业综合产能稳定在 20GW 以上，产业链“延链”“补链”取得实效。

盈利预测：维持公司“买入”评级。我们预测 2023-2025 年公司实现营业收入分别为 112.22/125.59/135.62 亿元，归母净利润分别为 8.88/9.39/9.99 亿元，PE 分别为 11.52x/10.89x/10.24x。

风险提示：国际形势变化大幅超过预期；公司发电、配电业务收入不及预期；煤炭投资收益变化超过预期；清洁能源产业注入进程不及预期；盈利预测与估值模型不及预期

财务摘要 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7,831	11,118	11,222	12,559	13,562
(+/-)%	12.80%	41.98%	0.93%	11.92%	7.99%
归属母公司净利润	186	854	888	939	999
(+/-)%	-37.95%	358.98%	3.92%	5.80%	6.39%
每股收益 (元)	0.16	0.75	0.77	0.82	0.87
市盈率	25.14	8.62	11.52	10.89	10.24
市净率	0.81	1.11	1.36	1.21	1.08
净资产收益率(%)	3.27%	13.81%	11.77%	11.08%	10.54%
股息收益率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	1,147	1,147	1,147	1,147	1,147

### 股票数据 2023/05/26

6 个月目标价 (元)	--
收盘价 (元)	8.92
12 个月股价区间 (元)	5.13~9.82
总市值 (百万元)	10,226.80
总股本 (百万股)	1,147
A 股 (百万股)	1,147
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	11

### 历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	0%	3%	80%
相对收益	3%	9%	84%

### 相关报告

《通宝能源 (600780)：发配电产业提质增效，绿色低碳转型乘风而上》

--20230428

《通宝能源 (600780)：布局清洁能源业务，翻开成长新篇章》

--20230226

《“双碳”目标驱动碳市场稳步发展》

### 证券分析师：廖浩祥

执业证书编号：S0550522070001

18390955638 liaohx@nesc.cn

## 目 录

1.	扎根山西背靠国资，发配电业务齐发展.....	3
2.	绿色低碳转型步伐坚定，打造清洁能源上市平台.....	6
3.	集团规模优势保发展，下属电力企业供盈利.....	9
3.1.	晋能控股：体量庞大，打造一流能源引擎.....	9
3.2.	国际电力：主营电+煤，资源充沛步步为营.....	9
3.3.	控股/参股公司：业绩提升，贡献营收利润增长.....	10

## 图表目录

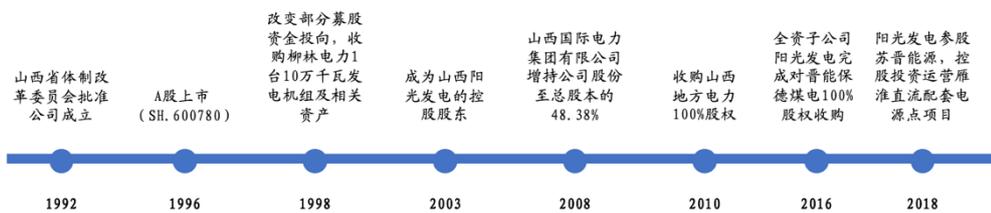
图 1:	公司扎根山西，发展历程悠久.....	3
图 2:	公司为晋能控股集团提级管理单位，依托国资背景.....	4
图 3:	2018-2022 年营收水平稳定增长.....	4
图 4:	2022 年利润水平历史最佳.....	4
图 5:	2020 年后资产水平逐步复苏.....	5
图 6:	2022 年毛利净利增长回暖.....	5
图 7:	2020-2022 年发电营收增长明显.....	6
图 8:	2022 年电网配电分部贡献最多利润.....	6
图 9:	晋能科技具有覆盖全球的成熟销售网络.....	7
图 10:	晋能科技具有成熟的技术发展路线.....	7
图 11:	晋能科技产品技术路线稳健增长.....	8
图 12:	晋能控股拥有庞大的子公司架构.....	9
图 13:	晋能天镇县光伏发电项目总规划达 300MW.....	10

## 1. 扎根山西背靠国资，发配电业务齐发展

**扎根山西，构筑稳健能源保障。**山西通宝能源股份有限公司系经山西省体改委批准，于1992年9月28日设立的山西省首批重点规范化股份制试点企业，是省内第一批股份制公司。公司于1996年12月在上海证券交易所上市，股票代码为600780.SH。自1998年以来，公司开始向电力行业转型，并于1999年完成对所属非电力资产的剥离。截止目前，公司控股股东为山西国际电力集团有限公司，持有公司股权57.33%；全资子公司为山西阳光发电有限责任公司和山西地方电力有限公司，参股公司为山西武榆树坡煤业有限公司（23%）和山西精美合金有限公司（28.57%）。

上市以来，公司通过股权变更、资产重组、股权分置、市场再融资等各种资本运作方式，逐步成长为主营业务明确、公司治理优良、业务稳健运行的能源类企业。公司被中国电力企业联合会评为2009年“中国电力优秀企业”；荣获上海证券交易所“2011年度上市公司信息披露奖”，山西证监局“山西资本市场优秀上市公司”、“投资关系管理优秀单位”和“社会责任优秀单位”，“2012年度中国上市公司资本品牌溢价百强”称号，“上市公司(主板)诚信50强”，2013年度中国上市公司投资者保护A级上市公司。在未来，公司将专注能源产业，倡导清洁发展，追求永续经营，依托超前的战略、有效的管理和认同的文化，通过创新发展、链式发展、循环发展，逐步成为综合能源的投资商、运营商和服务商，努力建设成为资产优良、实力雄厚、管理先进、全省一流，在全国具有影响力和竞争力的上市公司。

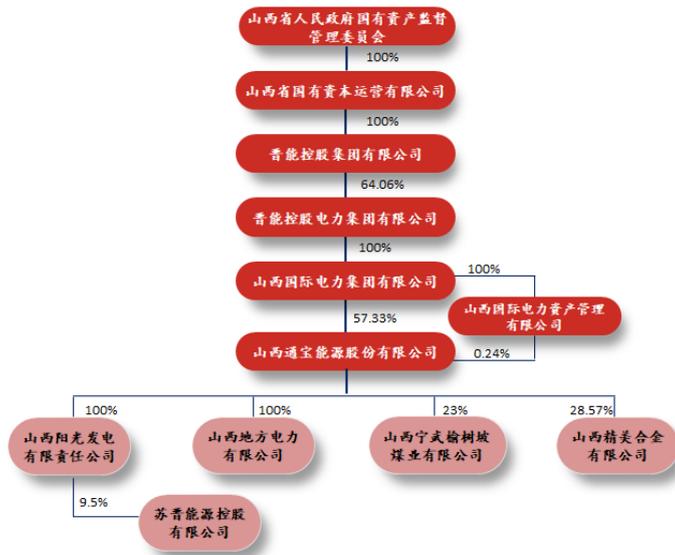
图 1：公司扎根山西，发展历程悠久



数据来源：公司官网、东北证券

**依托国资，分支企业稳定经营。**公司于2002年公开增发A股7528.5714万股，受让控股股东山西国际电力集团有限公司所持有的山西阳光发电有限责任公司90%股权。2007年6月受让山西省电力公司持有的山西阳光发电有限责任公司10%股权。2011年6月，公司向控股股东山西国际电力集团有限公司及其全资子公司山西国际电力资产管理有限公司合计发行27,356.15万股，购买其共同持有的山西地方电力股份有限公司100%股份。

图 2：公司为晋能控股集团提级管理单位，依托国资背景

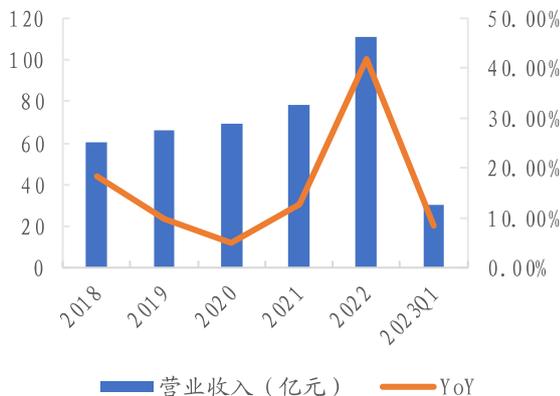


数据来源：公司官网、东北证券

**提质增效，经营水平持续提高。**围绕山西省委深化改革提质增效要求，公司坚定不移全面深化改革，坚持以效益为中心，坚持“保量保质控价”的采购策略，充分发挥长协煤价格优势，保障发电燃料供应。持续开展设备治理，推动实施技术改造，确保全年机组安全稳定运行。全年发电量完成 59.47 亿千瓦时，同比+6.07%；市场化交易总电量 53.96 亿千瓦时，同比+12.40%。实现了电力主业高质量发展，创成立以来历史最好利润水平。

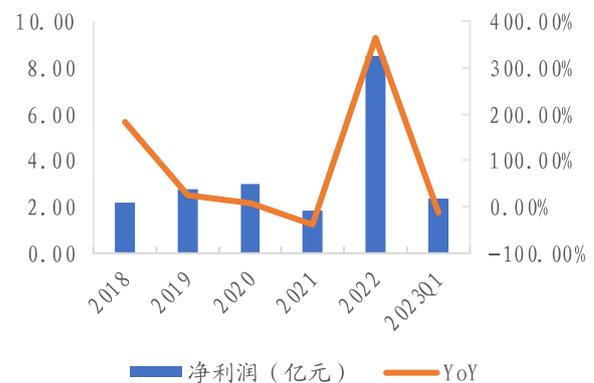
**扭亏转盈，业绩利润高速增长。**公司在 2018-2022 年实现营业收入 60.27/66.15/69.42/78.31/111.18 亿元，同比+18.25%/+9.75%/+4.95%/+12.80%/+41.98%。公司营业利润水平在 2022 年获得大幅改善，达到了 3.09 亿元，同比+127.13%；公司在 2018-2022 年实现净利润 2.20/2.77/2.97/1.83/8.52 亿元，同比+182.99%/+25.85%/+7.38%/-38.25%/+364.49%。

图 3：2018-2022 年营收水平稳定增长



数据来源：Wind、东北证券

图 4：2022 年利润水平历史最佳

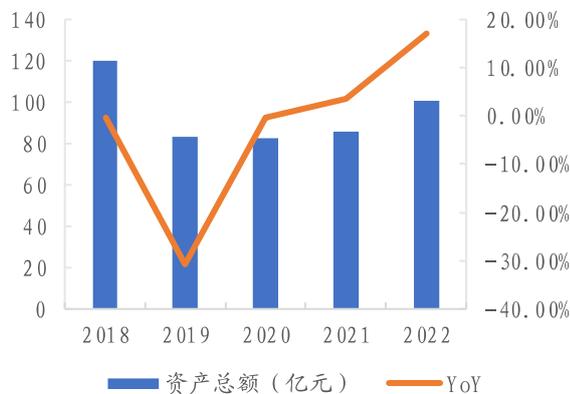


数据来源：Wind、东北证券

**协同增长，盈利表现逐渐复苏。**截止 2022 年 12 月底，公司资产总额 100.32 亿元，同比+17.03%；所有者权益 66.21 亿元，同比+15.14%；资产负债率 34.34%，与上年

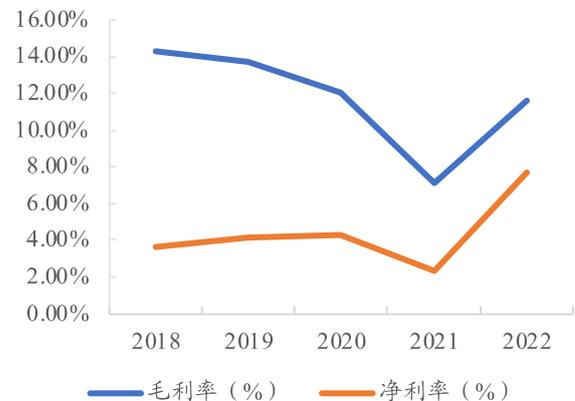
基本持平。公司销售毛利率由 7.09% 增长至 11.60%，基本恢复至 2020 年及之前水平；销售净利率由 2.34% 增长至 7.67%，创 5 年来新高。

图 5：2020 年后资产水平逐步复苏



数据来源：Wind、东北证券

图 6：2022 年毛利净利增长回暖



数据来源：Wind、东北证券

**营收齐增，发配电业务表现良好。**公司主营业务包括发电、配电及热力三大领域。2022 年度公司发电企业全力适应电力市场化改革，严控燃料成本，强化电力营销，争取较高现货报价，发电业务实现扭亏为盈；公司配电企业所属区域经济稳步增长，并按照国家发改委文件要求按自然月购售同期调整抄表例日，全年售电量同比增加。

**配电业务区域发展迅速，提振公司配电利润。**公司配电企业地电公司属于省内独立配电企业，负责吕梁 8 县(区)、临汾 3 县、朔州朔城区 12 个县级供电企业的运营管理、规划建设和安全运行，属于山西省配电网领域的主要组成部分，拥有山西省经济及信息化委员会核发的《供电营业许可证》，具有独立的供电营业区。经过多年的电网建设，已形成以 220 千伏为电源点、以 110 千伏、35 千伏为主要骨干的电压等级比较完善的电网结构，能够满足属地经济发展需求。

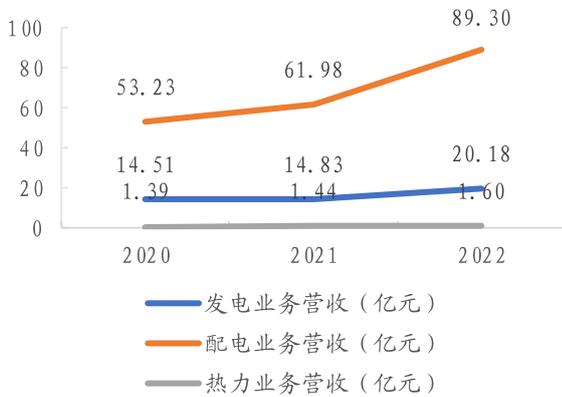
**吕梁市：**2022 年，全年实现地区生产总值 2418.9 亿元，按不变价格计算，比上年增长 3.9%。其中，第一产业增加值 107.82 亿元，增长 6.1%，占地区生产总值的比重为 4.5%；第二产业增加值 1684.26 亿元，增长 3.7%，占地区生产总值的比重为 69.6%；第三产业增加值 626.82 亿元，增长 3.9%，占地区生产总值的比重为 25.9%。全年人均地区生产总值 71722 元，增速 4.6%。**全年全市规模以上工业增加值比上年增长 5.1%。**从三大门类看，采矿业增长 3.4%；制造业增长 7.7%；**电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 28.7%。**从主导行业看，煤炭工业增长 3.1%；焦炭工业下降 11.3%；化学工业增长 11.4%；食品工业增长 23.6%（其中，酒的制造增长 24.8%）；冶金工业增长 8.4%；电力工业增长 16.4%；热力与燃气工业增长 40.6%。

**临汾市：**2022 年全市地区生产总值完成 2227.9 亿元，再次跃上新的台阶，按不变价格计算，较上年增长 5.2%。其中，第一产业增加值完成 158.0 亿元，增长 5.2%；第二产业增加值完成 1243.0 亿元，增长 7.0%；第三产业增加值完成 826.8 亿元，增长 3.4%。产业动能蓄势壮大。2022 年，全市保持转型定力，加快构建现代化产业体系。工业投资完成 283.1 亿元，较上年增长 24.0%；风力发电投资 7.6 亿元，增长 70.4%，光伏发电投资 46.2 亿元，增长 44 倍，合计拉动全市投资增长 8.5 个百分点；装备制造业、高技术制造业增加值分别增长 20.7%、25.0%，分别快于全市规模以上工业增速 10.4 和 14.7 个百分点。

**朔州市：**全年全市完成地区生产总值 1536.2 亿元，按可比价格计算，比上年增长 1.0%，其中，第一产业增加值 98.0 亿元，增长 4.1%，占地区生产总值的比重为 6.4%；第二产业增加值 758.5 亿元，增长 0.1%，占地区生产总值的比重为 49.4%；第三产

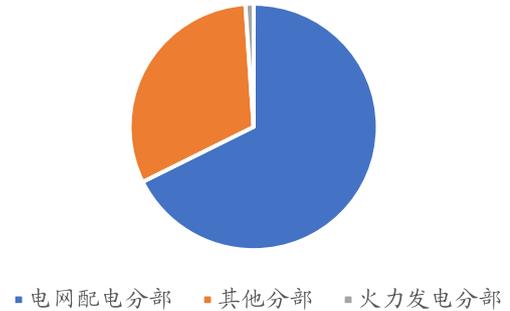
业增加值 679.6 亿元，增长 1.3%，占地区生产总值的比重为 44.2%。人均地区生产总值 96585 元，按 2022 年平均汇率计算为 14360 美元。全年全市规模以上工业企业实现营业收入 1978.6 亿元，比上年增长 9.6%，其中，煤炭行业实现营业收入 1526.3 亿元，增长 7.5%；电力、热力、燃气及水生产和供应业实现营业收入 252.0 亿元，增长 36.4%。

图 7：2020-2022 年发电营收增长明显



数据来源：公司年报、东北证券

图 8：2022 年电网配电分部贡献最多利润



数据来源：公司年报、东北证券

**势在必行，国企改革初见成效。**2020 年 6 月 30 日，中央全面深化改革委员会第十四次会议审议通过《国企改革三年行动方案（2020-2022 年）》，发出深化国企改革的动员令。国有企业改革三年行动是落实国有企业改革“1+N”政策体系和顶层设计的施工图，对做强做优做大国有经济，增强国有企业活力、提高效率，加快构建新发展格局，都具有重要意义。通宝能源围绕全面完成国企改革三年行动任务要求，持续优化董事会建设，实现公司及子公司董事会职权工作全覆盖。严格执行董事会授权制度，建立有效的经理层成员激励和约束机制，充分发挥三会一层职责和作用。全面推进对标一流行动实施方案及具体措施，持续保持公司规范有效运行，高质量完成各项指标任务。此外，公司全面贯彻落实山西省委、省政府和省国资委关于国资国企改革的指导意见及加快资产证券化工作的安排部署，立足公司战略定位，积极拓展主营业务，着力构建高质量发展新体系。

## 2. 绿色低碳转型步伐坚定，打造清洁能源上市平台

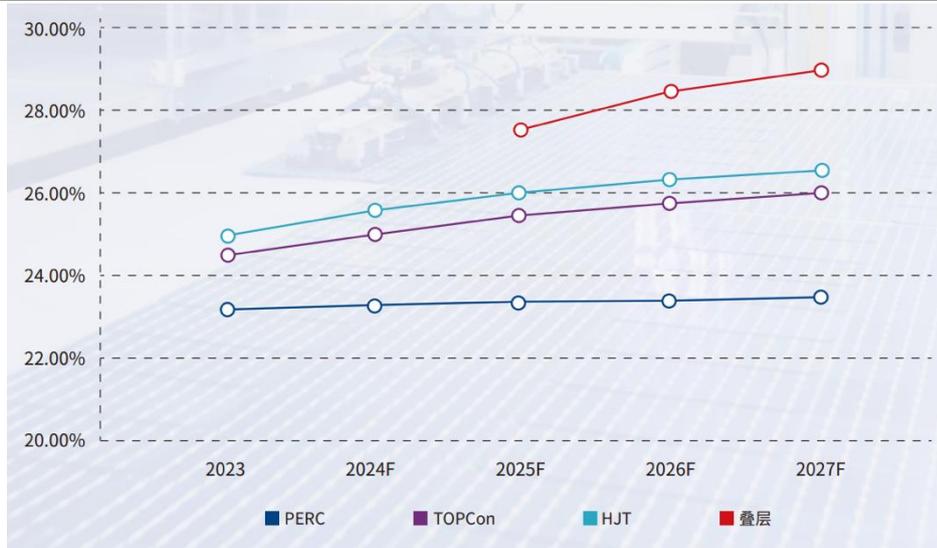
公司围绕“十四五”发展规划，加快新能源布局，坚定煤电与新能源一体化发展方向。公司先期拟择优注入朗德公司，向装备制造业务转型，但高端装备制造产业尚处于起步阶段，短期难以注入上市公司，因此及时调整战略定位，终止装备资产股权收购，推进绿色低碳转型发展。晋能控股集团支持公司作为其“清洁能源”资本运作上市平台，终止装备资产股权收购。同时响应国家“双碳”政策，积极拓展清洁能源业务，全盘谋划集团清洁能源资产证券化。2022 年底完成公司经营范围调整并配套修改公司章程，明确发展路径，推进绿色低碳转型发展。

作为公司控股集团，晋能控股集团以煤炭、火电及清洁能源发电为主业，集装备制造、物流贸易、化工多元、现代服务于一体。在清洁能源领域，集团在运营资产约 600 万千瓦，主要为山西省内的风光电力资产。

晋控集团旗下晋能清洁能源科技股份公司致力于成为全球领先的光伏制造企业和清洁能源供应商，已向中国、日本、澳大利亚、德国、巴西超过 50 个国家提供高效率、高品质太阳能组件，其电池组件综合产能 10GW，具有技术优势积累；连续 7 年入选全球新能源企业 500 强，连续 5 年跻身 BNEF Tier 1 分级组件供应商，是当之无愧的全球光伏组件制造供应第一梯队成员。



图 11：晋能科技产品技术路线稳健增长



数据来源：晋能科技官网、东北证券

2022年10月，经由董事会、股东大会选举，现任晋能控股电力集团清洁能源有限公司党委常委、副书记、董事长李鑫被选举为公司十一届董事会董事长，为集团清洁能源资产注入与公司绿色低碳化转型提供人员与战略支持。

2023年，公司将以电力产业为核心，突出绿色低碳发展，抓住政策窗口期和市场机遇期，围绕延链补链强链，形成集高效煤电、清洁绿电、地方电网等多元化产业发展新格局。

### 3. 集团规模优势保发展，下属电力企业供盈利

#### 3.1. 晋能控股：体量庞大，打造一流能源巨擎

晋能控股集团于2020年9月30日经省委、省政府批准成立，是由原同煤集团、晋煤集团和晋能集团联合重组，同步整合山西焦煤、潞安化工、华阳新材料煤炭、电力、煤机装备制造产业相关资产，以及转制改企后的中国（太原）煤炭交易中心，接收省国资运营公司所持太原煤气化公司股份，接管省司法厅所属正华实业公司5户煤炭企业，组建而成的省属重要骨干企业。企业资产总额1.1万亿，位列2022年世界500强第163位、2022中国能源企业（集团）500强第10位。

晋能控股集团是一家以煤炭、火电及清洁能源发电为主业，集装备制造、物流贸易、化工多元、现代服务于一体的综合能源企业集团，是全国第二大煤炭企业，现有矿井228座，2022年完成煤炭产量4.26亿吨，先进产能占比达到85%以上；是全省最大的发电企业，在运电力装机2290万千瓦，2022年完成发电量945.15亿千瓦时；光伏组件、电池综合产能达到14.7GW/年，2022年完成煤机制造及光伏组件、电池产值167亿元；尿素产能1510万吨/年，约占全国总产能的20%，2022年完成总氨产量1705万吨、尿素产量1147万吨。

2022年10月，晋能控股集团完成组织架构调整，调整后构成中包含晋能控股煤业、晋能控股电力等10户二级子分公司，以及通宝能源、晋能科技等32户提级管理单位，打造扎根能源，覆盖煤炭、电力、化工等多维应用开发的综合大型集团。

图 12：晋能控股拥有庞大的子公司架构



数据来源：晋能控股官网、东北证券

#### 3.2. 国际电力：主营电+煤，资源充沛步步为营

山西国际电力集团有限公司为通宝能源的控股股东，主营业务包括发电、配电、煤炭生产、煤炭贸易与物流业务，收入以电力、煤炭和贸易板块为主。

**火力发电积累深厚。**截至2022年末，国际电力权益装机容量(包括在建)合计1,193.37万千瓦。火电及燃气发电方面，已投产控股装机容量650.40万千瓦(包括在建)，权益装机容量529.09万千瓦，参股12家电厂，权益装机容量340.99万千瓦。已投产火力发电的经营主体包括阳光发电、耀光煤电、长治热电、国锦煤电、国峰煤电、国金电力、大土河热电、嘉节燃气热电，在建火电项目包括孝义2\*350MW低热值煤发电项目。

**风光发电逐步扩张。**风电业务主要由晋能清洁能源风力发电有限责任公司负责运营，已建成风电装机容量合计1,301.7MW、在建风电装机容量240MW。公司风电项目

均处第四类风电资源区。光伏发电业务由晋能清洁能源光伏发电有限责任公司负责运营，已建成光伏发电装机容量合计 795.8MW，在建光伏装机容量 865MW。

图 13：晋能天镇县光伏发电项目总规划达 300MW



数据来源：晋能科技官网、东北证券

**配电网建设完善。**配电业务主要由山西地方电力有限公司负责运营，管理山西省 12 个趸售县供电企业，承担着山西吕梁、临汾、朔州 3 市 12 个县（区）的供配电任务，属于山西第二大省级供电企业的主要组成部分，拥有山西省经济及信息化委员会核发的《供电营业许可证》，具有独立的供电营业区。经过多年的电网建设，已形成以 220 千伏为电源点、以 110 千伏、35 千伏为主要骨干的电压等级比较完善的电网结构，能够满足属地经济发展需求。

**煤炭产销水平稳定。**煤炭生产方面，国际电力控股山西三元煤业股份有限公司、山西长治王庄煤业有限责任公司和山西马堡煤业有限公司 3 家煤炭开采企业，负责具体煤炭开采业务的运营、管理工作。截至 2022 年末，上述煤矿共拥有煤炭资源储量 4.61 亿吨，核定总产能为 680 万吨/年，主要煤种为贫瘦煤、贫煤及焦煤，煤质较好。其中三元煤业和王庄煤业主要生产钢厂需要的喷吹煤和配焦煤。煤炭贸易物流方面，具备遍布山西、辐射全国的煤炭贸易业务资源，利用晋控集团的协同优势，主要与下游大型电力、钢铁、水泥生产企业签订贸易合同，可以通过铁路及港口将煤炭运往全国 26 个省市。

### 3.3. 控股/参股公司：业绩提升，贡献营收利润增长

**阳光公司：有效益发电量增发。**公司控股发电企业山西阳光发电有限责任公司总装机容量为 4×320MW 热电联产发电机组，担负着阳泉市 70%以上的供热任务，供热规模达到 1600 万平方米。2022 年，阳光公司实现营收 21.80 亿元，净利润 0.11 亿元，其发电厂用电率累计完成 7.33%，较同期增加 0.41pct；利用小时为 4646 小时，较同期增加 266 小时。供电煤耗累计完成 320.81 g/kwh，较同期升高 0.62g/kwh。公司四台机组均为超低排放改造验收机组，脱硫、脱硝、除尘设施投运率均为 100%，按期完成换领排污许可证，排放标准严格按照山西省《燃煤电厂大气污染物排放标准》执行。

**地电公司：电网成熟用电增加。**公司配电企业山西地方电力有限公司属于省内独立配电企业，负责吕梁 8 县（区）、临汾 3 县、朔州朔城区 12 个县级供电企业的运营管理、规划建设和安全运行，属于山西省配电网领域的主要组成部分，具有独立的供电营业区。经过多年的电网建设，已形成以 220 千伏为电源点、以 110 千伏、35

千伏为主要骨干的电压等级比较完善的电网结构，能够满足属地经济发展需求。2022年，地电公司实现营收89.38亿元，净利润5.16亿元。

**榆树坡煤业：业绩改善贡献利润。**公司持有山西宁武榆树坡煤业有限公司23%的股权。2022年，宁武榆树坡煤业实现净利润14.69亿元，公司确认对该公司的投资收益3.38亿元，占通宝能源公司利润总额的32.48%。

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,013	5,230	6,924	8,656
交易性金融资产	3	3	3	4
应收款项	1,162	571	658	724
存货	117	128	136	142
其他流动资产	42	53	66	80
<b>流动资产合计</b>	<b>3,424</b>	<b>6,164</b>	<b>7,952</b>	<b>9,784</b>
可供出售金融资产				
长期投资净额	736	995	1,279	1,562
固定资产	4,536	4,220	3,852	3,446
无形资产	138	141	146	151
商誉	0	0	0	0
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,608</b>	<b>6,476</b>	<b>6,339</b>	<b>6,170</b>
<b>资产总计</b>	<b>10,032</b>	<b>12,640</b>	<b>14,291</b>	<b>15,954</b>
短期借款	420	420	420	420
应付款项	1,510	953	1,107	1,212
预收款项	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	108	60	60	60
<b>流动负债合计</b>	<b>2,940</b>	<b>2,682</b>	<b>2,900</b>	<b>3,070</b>
长期借款	120	2,120	2,620	3,120
其他长期负债	384	339	339	339
<b>长期负债合计</b>	<b>504</b>	<b>2,459</b>	<b>2,959</b>	<b>3,459</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,444</b>	<b>5,142</b>	<b>5,859</b>	<b>6,529</b>
归属于母公司股东权益合计	6,621	7,539	8,478	9,477
少数股东权益	-34	-40	-46	-53
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10,032</b>	<b>12,640</b>	<b>14,291</b>	<b>15,954</b>

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>11,118</b>	<b>11,222</b>	<b>12,559</b>	<b>13,562</b>
营业成本	9,829	9,901	11,239	12,160
营业税金及附加	60	110	108	111
资产减值损失	-6	-3	-4	-4
销售费用	0	0	0	0
管理费用	477	415	455	476
财务费用	27	29	24	13
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	339	400	500	498
<b>营业利润</b>	<b>1,038</b>	<b>1,189</b>	<b>1,247</b>	<b>1,310</b>
营业外收支净额	2	-1	-1	-1
<b>利润总额</b>	<b>1,040</b>	<b>1,188</b>	<b>1,246</b>	<b>1,310</b>
所得税	188	307	314	317
净利润	852	881	933	993
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>854</b>	<b>888</b>	<b>939</b>	<b>999</b>
少数股东损益	-2	-6	-6	-6

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>净利润</b>	<b>852</b>	<b>881</b>	<b>933</b>	<b>993</b>
资产减值准备	41	6	9	11
折旧及摊销	695	935	963	991
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	32	69	128	152
投资损失	-339	-400	-500	-498
运营资本变动	37	262	115	59
其他	6	-1	1	1
<b>经营活动净现金流量</b>	<b>1,325</b>	<b>1,752</b>	<b>1,649</b>	<b>1,708</b>
<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-590</b>	<b>-403</b>	<b>-327</b>	<b>-324</b>
<b>融资活动净现金流量</b>	<b>-374</b>	<b>1,868</b>	<b>372</b>	<b>348</b>
<b>企业自由现金流</b>	<b>519</b>	<b>1,514</b>	<b>1,494</b>	<b>1,525</b>

财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>				
每股收益 (元)	0.75	0.77	0.82	0.87
每股净资产 (元)	5.77	6.58	7.39	8.27
每股经营性现金流量 (元)	1.16	1.53	1.44	1.49
<b>成长性指标</b>				
营业收入增长率	42.0%	0.9%	11.9%	8.0%
净利润增长率	359.0%	3.9%	5.8%	6.4%
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	11.6%	11.8%	10.5%	10.3%
净利润率	7.7%	7.9%	7.5%	7.4%
<b>运营效率指标</b>				
应收账款周转天数	18.05	21.60	12.62	13.24
存货周转天数	3.93	4.46	4.22	4.11
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	34.3%	40.7%	41.0%	40.9%
流动比率	1.16	2.30	2.74	3.19
速动比率	1.10	2.19	2.64	3.08
<b>费用率指标</b>				
销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用率	4.3%	3.7%	3.6%	3.5%
财务费用率	0.2%	0.3%	0.2%	0.1%
<b>分红指标</b>				
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>估值指标</b>				
P/E (倍)	8.62	11.52	10.89	10.24
P/B (倍)	1.11	1.36	1.21	1.08
P/S (倍)	0.66	0.91	0.81	0.75
净资产收益率	13.8%	11.8%	11.1%	10.5%

资料来源：东北证券

**研究团队简介:**

廖浩祥：上海交通大学硕士环境工程专业，湖南大学学士环境工程专业，拥有 3 年证券期货从业经验，曾就职中信证券，衍生品业务方向，熟悉商品期货期权交易，现任东北证券低碳环保组组长。

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准：  A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

东北证券股份有限公司

网址：<http://www.nesc.cn> 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjiusuo

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 10 层	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

