

投资评级 优于大市 首次覆盖

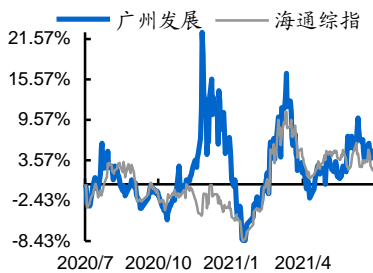
立足大湾区，低碳转型加速成长

股票数据

07月21日收盘价(元)	6.04
52周股价波动(元)	5.39-7.89
总股本/流通A股(百万股)	2726/2726
总市值/流通市值(百万元)	16466/16466

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-2.7	-0.7	0.8
相对涨幅(%)	-3.8	-0.9	-0.1

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 吴杰

Tel: (021) 23154113

Email: wj10521@htsec.com

证书: S0850515120001

分析师: 于鸿光

Tel: (021) 23219646

Email: yh_13_1@htsec.com

证书: S0850521020001

分析师: 戴元灿

Tel: (021) 23154146

Email: dyc10422@htsec.com

证书: S0850517070007

分析师: 傅逸帆

Tel: (021) 23154398

Email: fyf1_758@htsec.com

证书: S0850519100001

投资要点:

- 坐拥区位优势，发力低碳转型。** 广州发展是广东省重要的地方性综合能源企业之一，近3年业绩稳定增长（18-20年归母净利润 CAGR 14%）。截至20年底，公司火电可控装机403万千瓦（燃煤314万千瓦、燃气89万千瓦），新能源（风电+光伏）可控装机96.7万千瓦，公司计划“十四五”装机规模实现倍增。我们认为公司主要看点包括：（1）**转型成长**：新能源加速+天然气全产业链+火电基础，成长性突出。（2）**区位优势**：公司业务集中在粤港澳大湾区，潜在用能需求大。（3）**股权激励**：公司21年4月公告，拟向核心骨干员工授予限制性股票（占总股本的1%），按上限测算激励对象人均授予约13.5万股。（4）**股东增持**：公司21年6月公告，大股东一致行动人广州国发资本计划自6月15日起6个月内增持公司金额0.2~2亿元。
- 内生外延并举，新能源发展提速。** 公司致力于低碳转型，通过自建、收购和合作开发等方式加速发展新能源业务。公司21年1月公告收购广东润电新能源100%股权（在运风电装机40万千瓦），测算年均净利润超2亿元。公司21年1-5月新能源净利润2.8亿元（2020年全年1.5亿元），业绩增幅明显。此外，据公司21年6月公告，公司目前新能源可控装机150万千瓦，在建装机80万千瓦，2H21拟开工100万千瓦，储备项目超1000万千瓦，装机增量显著。
- 拟增发布局天然气全产业链，看好综合能源供应前景。** 公司21年6月公告，拟向大股东等不超过35名特定投资者增发A股，募集资金不超60亿元，主要用于广州LNG调峰气源站及配套项目、综合能源服务、分布式光伏等项目开发。广州LNG调峰气源站周转量约100万吨/年，公司预计2022年底前投产，年均净利润2亿元。此外，公司在建气电项目为珠江LNG电厂二期（2*60万千瓦），我们预计于2023年全部投产完成。有别于传统单一能源供应商，我们认为公司完善天然气产业链纵向布局，多能互补的综合能源供应前景值得期待。
- 盈利预测与投资评级。** 暂不考虑A股增发影响，我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为11.8、14.9、18.8亿元，EPS分别为0.43、0.55、0.69元/股，当前股价对应PE分别为14、11、9倍。我们看好公司新能源转型发展的成长性和综合能源供应商的稀缺属性，参考可比公司估值（2021年17倍PE），给予公司2021年17-19倍PE水平，对应合理价值区间7.31-8.17元/股，首次覆盖给予“优于大市”评级。
- 风险提示。** 增发失败的风险；新能源项目装机增量低于预期，电价低于预期，导致新能源盈利贡献偏弱；煤价大幅上涨，侵蚀火电利润等。

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	29643	31710	35218	38146	42543
(+/-)YoY(%)	13.3%	7.0%	11.1%	8.3%	11.5%
净利润(百万元)	806	903	1178	1490	1878
(+/-)YoY(%)	14.9%	12.2%	30.4%	26.5%	26.0%
全面摊薄EPS(元)	0.30	0.34	0.43	0.55	0.69
毛利率(%)	10.0%	9.6%	9.9%	10.8%	11.6%
净资产收益率(%)	4.7%	5.0%	6.3%	7.5%	8.9%

资料来源: 公司年报(2019-2020), 海通证券研究所
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 公司发电资产情况 (截至 2020 年底)

电厂	持股比例 (%)	装机结构 (万千瓦)	装机容量 (万千瓦)	机组类型	投运年份
珠江电力	100%	2*32	64	煤电	1994
东方电力	100%	2*32	64	煤电	1997
恒益电厂	50%	2*60	120	煤电	2011
中电荔新	50%	2*33	66	煤电	2012
珠江 LNG 电厂	70%	2*39	78	气电	2007
鳌头能源站	50%	2*1.44	2.88	气电	2015
太平能源站	100%	2*4.285	8.57	气电	2020
新能源公司光伏项目	100%		66.44	光伏	
新能源公司风电项目	100%		30.3	风电	

资料来源: 公司《2021 年面向专业投资者公开发行公司债券 (第一期) 募集说明书》, 海通证券研究所

表 2 增发募集资金项目

类别	项目名称	总投资 (亿元)	拟投募集资金 (亿元)
城市燃气	广州 LNG 急调峰储气库项目	29.73	17.00
	广州 LNG 应急调峰气源站配套码头工程项目	15.52	6.50
	广州 LNG 应急调峰气源站配套管线工程 (调峰气源站-黄阁门站段) 项目	2.27	2.10
	广州市天然气利用工程四期调整工程项目	44.20	17.20
综合能源服	广州金融城起步区综合能源项目	13.48	2.60
	广州发展从化明珠生物医药健康产业园天然气分布式能源站项目	6.91	5.50
分布式光伏	广汽丰田第四生产线屋面光伏合同能源管理模式服务项目	1.13	1.0
	肇庆小鹏新能源投资有限公司光伏发电项目	0.91	0.75
	广汽丰田汽车有限公司第三生产线续建分布式光伏项目	0.50	0.45
偿还银行贷款		6.90	6.90
合计		121.54	60.00

资料来源: 公司《2021 年度非公开发行 A 股股票预案》, 海通证券研究所

核心假设:

(1) 综合考虑新增机组 (自建+并购) 节奏等因素, 我们预计公司 2021-2023 年售电量 (传统火电+新能源) 同比增速分别为 11.1%、4.2%、23.6%;

(2) 结合煤价走势等情况, 我们预计公司 2021-2023 年单位燃料成本同比增速分别为 5.7%、-5.0%、-3.0%。

(3) 考虑到天然气需求扩张及 LNG 调峰气源站建设进度等因素, 我们预计公司 2021-2023 年天然气销售量同比增速分别为 12.8%、10.0%、10.0%;

表 3 盈利预测表

项目	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入 (亿元)	317.10	352.18	381.46	425.43
传统电力	62.19	64.41	64.97	79.24
新能源	6.73	12.51	15.53	18.55
天然气	40.74	47.64	62.22	77.25
能源物流	201.86	222.05	233.15	244.81
其他	5.58	5.58	5.58	5.58
营业总收入 YoY (%)	7.0%	11.1%	8.3%	11.5%
传统电力	-4.4%	3.6%	0.9%	22.0%
新能源	44.0%	85.9%	24.2%	19.4%
天然气	-5.4%	16.9%	30.6%	24.2%
能源物流	13.8%	10.0%	5.0%	5.0%
其他	-10.8%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利 (亿元)	30.72	34.95	41.10	49.24
传统电力	10.69	9.18	11.55	15.81
新能源	4.22	8.01	9.87	11.71
天然气	9.25	0.81	12.53	14.34
能源物流	3.88	4.27	4.48	4.70
其他	2.68	2.68	2.68	2.68
毛利率 (%)	9.7%	9.9%	10.8%	11.6%
传统电力	17.2%	14.3%	17.8%	20.0%
新能源	62.8%	64.0%	63.5%	63.1%
天然气	22.7%	22.7%	20.1%	18.6%
能源物流	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
其他	48.0%	48.0%	48.0%	48.0%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 4 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2021E
000027	深圳能源	433	0.84	0.51	0.60	11	18	15	0.9
600642	申能股份	280	0.49	0.54	0.59	12	11	10	0.9
000875	吉电股份	149	0.17	0.28	0.36	31	19	15	1.4
002015	协鑫能科	129	0.59	0.6	0.98	16	12	10	1.9
601016	节能风电	198	0.12	0.17	0.25	32	23	16	1.7
平均值						20	17	13	1.3

注: 收盘价为 2021 年 7 月 21 日价格, 可比公司 EPS 为 Wind 一致预期

资料来源: Wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (元)					营业总收入	31710	35218	38146	42543
每股收益	0.34	0.43	0.55	0.69	营业成本	28651	31723	34035	37619
每股净资产	6.59	6.89	7.27	7.75	毛利率%	9.6%	9.9%	10.8%	11.6%
每股经营现金流	0.84	1.16	1.46	1.65	营业税金及附加	125	139	150	168
每股股利	0.00	0.13	0.16	0.21	营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
价值评估 (倍)					营业费用	241	268	290	323
P/E	17.83	13.97	11.05	8.77	营业费用率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
P/B	0.92	0.88	0.83	0.78	管理费用	616	684	741	826
P/S	0.52	0.47	0.43	0.39	管理费用率%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
EV/EBITDA	10.68	9.06	8.36	7.59	EBIT	1624	2073	2532	3102
股息率%	0.0%	2.1%	2.7%	3.4%	财务费用	564	562	637	713
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.8%	1.6%	1.7%	1.7%
毛利率	9.6%	9.9%	10.8%	11.6%	资产减值损失	-309	-30	-30	-30
净利润率	2.8%	3.3%	3.9%	4.4%	投资收益	545	446	481	519
净资产收益率	5.0%	6.3%	7.5%	8.9%	营业利润	1318	1753	2190	2760
资产回报率	2.1%	2.5%	2.9%	3.3%	营业外收支	29	0	0	0
投资回报率	3.7%	4.3%	4.8%	5.3%	利润总额	1347	1753	2190	2760
盈利增长 (%)					EBITDA	2922	3558	4173	4898
营业收入增长率	7.0%	11.1%	8.3%	11.5%	所得税	255	333	405	511
EBIT 增长率	4.8%	27.7%	22.2%	22.5%	有效所得税率%	18.9%	19.0%	18.5%	18.5%
净利润增长率	12.2%	30.4%	26.5%	26.0%	少数股东损益	189	241	294	371
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	903	1178	1490	1878
资产负债率	51.5%	53.4%	54.9%	55.8%					
流动比率	1.14	0.89	0.71	0.62	资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
速动比率	0.81	0.62	0.49	0.42	货币资金	1211	1233	1335	1489
现金比率	0.14	0.11	0.09	0.08	应收账款及应收票据	2222	2436	2325	2476
经营效率指标					存货	2461	2725	2924	3232
应收账款周转天数	23.33	23.00	20.00	19.00	其它流动资产	3656	3722	3775	3856
存货周转天数	31.35	31.35	31.35	31.35	流动资产合计	9550	10116	10359	11053
总资产周转率	0.73	0.74	0.73	0.75	长期股权投资	5358	5358	5358	5358
固定资产周转率	1.79	1.70	1.64	1.65	固定资产	17692	20675	23304	25777
					在建工程	1717	2317	4117	5917
					无形资产	2116	2017	1918	1818
					非流动资产合计	33850	37335	41664	45838
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	资产总计	43401	47451	52023	56891
净利润	903	1178	1490	1878	短期借款	929	3275	6028	8465
少数股东损益	189	241	294	371	应付票据及应付账款	4135	4578	4912	5429
非现金支出	1625	1515	1671	1826	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	22	131	173	213	其它流动负债	3323	3517	3665	3894
营运资金变动	-455	94	341	205	流动负债合计	8387	11371	14606	17788
经营活动现金流	2284	3160	3969	4494	长期借款	3958	3958	3958	3958
资产	-1963	-5000	-6000	-6000	其它长期负债	10003	10003	10003	10003
投资	-1343	0	0	0	非流动负债合计	13962	13962	13962	13962
其他	340	446	481	519	负债总计	22348	25332	28567	31749
投资活动现金流	-2967	-4554	-5519	-5481	实收资本	2726	2726	2726	2726
债权募资	225	2347	2753	2437	归属于母公司所有者权益	17959	18784	19827	21142
股权募资	58	0	0	0	少数股东权益	3093	3335	3629	4000
其他	-1270	-931	-1101	-1295	负债和所有者权益合计	43401	47451	52023	56891
融资活动现金流	-988	1416	1652	1142					
现金净流量	-1673	22	102	154					

备注: (1)表中计算估值指标的收盘价日期为 07 月 21 日; (2)以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

吴杰 煤炭行业；公用事业
 于鸿光 公用事业
 戴元灿 煤炭行业；公用事业
 傅逸帆 公用事业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 涪陵电力,山煤国际,金能科技,开滦股份,京能电力,华电国际,国投电力,山西焦煤,兖州煤业,潞安环能,江苏国信,三峡水利,富春环保,深圳燃气,三峡能源,华能国际,盘江股份,平煤股份,中国神华,华宏科技,陕西煤业,淮北矿业,露天煤业,华能水电

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。