

投资评级 无评级 首次覆盖

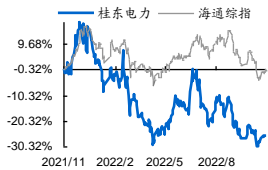
## 重点聚焦新能源，逐渐退出非电产业

### 股票数据

11月16日收盘价(元)	3.15
52周股价波动(元)	2.85-6.16
总股本/流通A股(百万股)	1466/1215
总市值/流通市值(百万元)	4617/3828

### 相关研究

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-2.8	-2.5	-12.7
相对涨幅(%)	-2.6	0.0	-4.5

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: 傅逸帆

Tel: (021) 23154398

Email: fyf11758@htsec.com

证书: S0850519100001

### 投资要点:

- 公司拥有“厂网合一”优势，盈利稳定性强于普通电厂。**公司以发供电为主业，涉足发供电、证券、石油贸易等行业。公司集水电、火电、光伏于一身，是具备直供能力的综合能源服务商。2022年前三季度，公司共完成发电量50.49亿千瓦时，同比+16.34%；其中水力自发电量33.25亿千瓦时，同比+19.53%，火电自发电量16.5亿千瓦时，同比+9.91%。售电方面，售电量为64.38亿千瓦时，比上年同期减少0.07%；电力销售收入26.53亿元，同比+10.31%。2022前三季度公司实现收入142.99亿元，同比-15.43%；归母净利润-1.39亿元，同比-346.12%，主要系公司持有的股票公允价值变动所致，实际扣非归母净利润0.56亿元，同比增加0.59亿元。公司主要的控股子公司中，控股及全资的水电厂（不含桥巩水电站）合计实现毛利1.87亿元，同比增加0.68亿元；广西广投桥巩能源发展有限公司（桥巩水电站）发电量同比增加，2022年前三季度实现净利润1.81亿元，同比增加0.64亿元；由于煤价高企，广西桂旭能源发展投资有限公司经营亏损，净利润同比减少0.79亿元。
- 转型发展明显，新能源项目快速扩张，抽蓄项目也在规划。**公司前期披露了公司与贺州市八步区人民政府共同签署《广西桂东电力风光火储项目投资框架协议》，项目总投资约110亿元。计划对贺州市八步区辖区内2个风电场项目进行投资开发，规划总装机容量约30万千瓦；对贺州市八步区辖区范围内的水库等区域资源进行光伏发电项目开发，规划开发光伏项目装机规模50万千瓦以上；对贺州市八步区内的热电联产项目进行火电机组热电联产改造；抽水蓄能方面，对贺州市八步区内的上程抽水蓄能电站项目进行开发，规划开发抽水蓄能电站装机规模约120万千瓦，相关工作正在积极推进中。
- 聚焦电力主业，发展新能源，加快退出非电力业务。**控股子公司广西永盛作为公司油品业务主导平台，形成集生产加工、石化仓储、成品油销售、贸易、供应链为一体的成品油产业链。2021年底，公司发布公告，为优化结构，拟将持有的全资子公司广西永盛石油化工有限公司49%股权转让给广西广投石化有限公司。公司正积极推进相关工作并加快退出非电力或低效无效业务，累计完成了十多家企业退出。2022前三季度，公司油品业务销售收入113.43亿元，同比减少20.7%。我们认为，非电力业务的逐渐剥离表明优化业务结构、聚焦电力主业、大力发展新能源是公司未来的发展战略和重点工作。
- 南方区域电力市场体系已基本完善。**2022年上半年，全国统一电力市场建设稳步推进，南方区域已基本构建了跨省区与省内协同运作的中长期交易机制、南方电力现货市场实现长周期试运行、基本建成了以“区域调频+省级调峰”为主的电力辅助服务市场体系。2022年7月23日，南方区域电力市场启动试运行。我们认为，公司集“厂网合一”、发供电一体化、网架覆盖面完整等特性，在新能源大量增长的时候会有更好的可控性和护城河。

### 主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	18754	17080	17723	15845	15089
(+/-)YoY(%)	-29.1%	-8.9%	3.8%	-10.6%	-4.8%
净利润(百万元)	256	79	222	471	720
(+/-)YoY(%)	68.9%	-69.3%	181.9%	112.2%	52.9%
全面摊薄EPS(元)	0.17	0.05	0.15	0.32	0.49
毛利率(%)	5.3%	7.9%	6.9%	9.6%	12.2%
净资产收益率(%)	11.3%	2.5%	6.7%	12.4%	15.9%

资料来源: 公司年报(2020-2021), 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

- **投资建议及盈利预测。**由于公司历史业绩波动较大，影响利润的不确定性因素较多，且处于转型期，剥离处置项目的不确定性较大，诸多项目也在建设之中，开发进度难以预测，时间上也存在不确定性；此外公司持有港股市场股票，由于港股市场波动较大，所持股票公允价值的变动对公司业绩影响较大，基于谨慎考虑，我们首次覆盖给予公司无评级。
- **风险提示：**1.风光火储蓄能项目开发进度不及预期 2.上游煤炭价格波动影响火电成本 3.公司所持股票公允价值变动影响公司净利润 4.市场和电价政策调整风险 5.相关应收款项回收风险 6.发电量对自然条件依赖较大。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>17080</b>	<b>17723</b>	<b>15845</b>	<b>15089</b>
每股收益	0.05	0.15	0.32	0.49	营业成本	15723	16496	14320	13254
每股净资产	2.57	2.28	2.60	3.09	毛利率%	7.9%	6.9%	9.6%	12.2%
每股经营现金流	0.86	1.80	0.28	2.08	营业税金及附加	79	87	127	181
每股股利	0.02	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.5%	0.5%	0.8%	1.2%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	246	374	312	302
P/E	57.89	20.54	9.68	6.33	营业费用率%	1.4%	2.1%	2.0%	2.0%
P/B	1.21	1.37	1.20	1.01	管理费用	283	354	317	302
P/S	0.22	0.26	0.29	0.30	管理费用率%	1.7%	2.0%	2.0%	2.0%
EV/EBITDA	14.06	8.99	7.48	6.17	EBIT	593	429	787	1068
股息率%	<b>0.6%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	549	91	77	94
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	3.2%	0.5%	0.5%	0.6%
毛利率	7.9%	6.9%	9.6%	12.2%	资产减值损失	-108	0	0	0
净利润率	0.5%	1.3%	3.0%	4.8%	投资收益	11	0	0	0
净资产收益率	2.5%	6.7%	12.4%	15.9%	<b>营业利润</b>	<b>94</b>	<b>337</b>	<b>711</b>	<b>973</b>
资产回报率	0.4%	1.0%	2.1%	3.1%	营业外收支	41	-5	-5	4
投资回报率	2.7%	2.0%	3.5%	4.9%	<b>利润总额</b>	<b>135</b>	<b>332</b>	<b>706</b>	<b>977</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	1127	1329	1833	2403
营业收入增长率	-8.9%	3.8%	-10.6%	-4.8%	所得税	36	83	176	186
EBIT 增长率	-7.9%	-27.7%	83.7%	35.6%	有效所得税率%	26.5%	25.0%	25.0%	19.0%
净利润增长率	-69.3%	181.9%	112.2%	52.9%	少数股东损益	21	27	58	71
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>79</b>	<b>222</b>	<b>471</b>	<b>720</b>
资产负债率	79.6%	79.3%	76.4%	74.2%					
流动比率	0.72	0.74	0.65	0.45	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
速动比率	0.42	0.51	0.39	0.21	货币资金	2710	4158	2400	1285
现金比率	0.30	0.44	0.29	0.15	应收账款及应收票据	700	207	604	168
<b>经营效率指标</b>					存货	1521	1228	1159	1050
应收账款周转天数	13.10	8.31	8.31	8.31	其它流动资产	1466	1415	1271	1455
存货周转天数	37.56	30.00	30.00	30.00	流动资产合计	6397	7007	5433	3959
总资产周转率	0.81	0.80	0.71	0.67	长期股权投资	392	392	392	392
固定资产周转率	2.28	1.77	1.50	1.22	固定资产	9946	10065	11039	13724
					在建工程	1588	1588	1588	1588
					无形资产	492	522	552	582
					非流动资产合计	15393	15542	16546	19260
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>资产总计</b>	<b>21789</b>	<b>22549</b>	<b>21979</b>	<b>23219</b>
净利润	79	222	471	720	短期借款	2953	2953	2953	2953
少数股东损益	21	27	58	71	应付票据及应付账款	2164	2419	1559	2123
非现金支出	792	901	1046	1336	预收账款	9	9	8	8
非经营收益	289	123	123	114	其它流动负债	3794	4073	3834	3719
营运资金变动	-133	1372	-1283	808	流动负债合计	8919	9453	8354	8802
<b>经营活动现金流</b>	<b>1047</b>	<b>2645</b>	<b>415</b>	<b>3049</b>	长期借款	5212	5212	5212	5212
资产	-914	-1055	-2055	-4046	其它长期负债	3222	3222	3222	3222
投资	-449	0	0	0	非流动负债合计	8434	8434	8434	8434
其他	35	0	0	0	<b>负债总计</b>	<b>17353</b>	<b>17887</b>	<b>16788</b>	<b>17236</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1328</b>	<b>-1055</b>	<b>-2055</b>	<b>-4046</b>	实收资本	1221	1466	1466	1466
债权募资	2514	0	0	0	归属于母公司所有者权益	3140	3337	3808	4529
股权募资	1540	0	0	0	少数股东权益	1297	1325	1383	1454
其他	-2766	-143	-118	-118	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>21789</b>	<b>22549</b>	<b>21979</b>	<b>23219</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>1288</b>	<b>-143</b>	<b>-118</b>	<b>-118</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>1007</b>	<b>1448</b>	<b>-1758</b>	<b>-1115</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 16 日; (2) 以上各表均为简表; (3) 由于港股市场波动较大, 所持股票公允价值的变动对公司业绩影响较大, 难以预测, 因此暂不将公允价值变动考虑在模型中;  
资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

吴杰 公用事业, 电力设备和新能源, 煤炭行业  
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: 宝光股份, 中煤能源, 节能风电, 靖远煤电, 盛剑环境, 华阳股份, 黔源电力, 郑煤机, 万里扬, 赣能股份, 兖矿能源, 电投能源, 安科瑞, 天地科技, 山西焦煤, 山高环能, 潞安环能, 江苏国信, 湖北能源, 德创环保, 普利特, 中广核矿业, 三峡能源, 长高电新, 平煤股份, 中国神华, 华宏科技, 陕西煤业, 淮北矿业, 太阳能

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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;	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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> 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。	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。