

增持 (维持)

所属行业: 公用事业/电力
当前价格(元): 6.32

证券分析师

郭雪

资格编号: S0120522120001

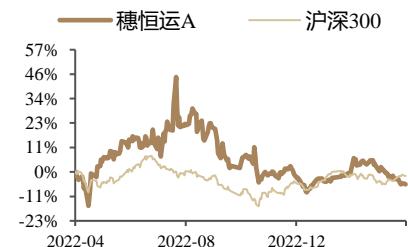
邮箱: guoxue@tebon.com.cn

联系人

卢璇

邮箱: luxuan@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-7.91	-6.94	-1.44
相对涨幅(%)	-11.26	-6.79	-3.68

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《广东提出一次能源价格传导机制, 火电运营商中长期价值有望重塑》, 2022.11.17
- 《穗恒运 A (000531.SZ): 高煤价致短期业绩承压, 新能源业务有望破局》, 2022.11.2
- 《穗恒运 A (000531.SZ): 非公开发行股票获受理, 新能源业务有望不断突破》, 2022.9.29
- 《穗恒运 A (000531.SZ): 光伏装机保持增长, 氢储业务实现突破》, 2022.8.31
- 《穗恒运 A (000531.SZ): 乘新发展之势, “穗”有成长》, 2022.7.20

穗恒运 A (000531.SZ): 煤价上涨致业绩短期承压, 新能源产业发展多点开花

投资要点

- 事件:** 公司发布 2022 年年报, 2022 年, 公司主营收入 39.32 亿元, 同比上升 0.1%; 归母净利润-5730.98 万元, 同比下降 135.71%; 扣非净利润-1.47 亿元, 同比下降 275.22%; 其中 2022 年第四季度, 公司单季度主营收入 9.87 亿元, 同比下降 11.01%; 单季度归母净利润-8499.15 万元, 同比下降 39.45%; 单季度扣非净利润-8787.13 万元, 同比上升 28.51%。
- 燃煤价格上升幅度较大致公司业绩短期承压, 随着煤炭价格回落公司业绩有望修复。** 2022 年公司营业成本 39.87 亿元, 同比增加 7%, 主要系 2022 年燃煤价格同比上升幅度较大导致电热成本增加。归母净利润-5730.98 万元, 同比下降 135.71%, 主要因 2022 年燃煤成本上涨、房地产业务利润同比减少、财务费用增加等综合影响。公司表示, 在 2023 年广东省年度长协电价上浮、煤价下行背景下, 公司火电业务正逐步修复。
- 积极布局新能源产业发展, 多点开花。** 火电方面, 公司加快推动煤电机组升级改造为超超临界机组的前期工作; 同时积极推进“气代煤”工作, 2022 年完成东区 2×460MW 气电项目建设总进度 74%, 并实现厂用受电, 该项目有望于 2023 年上半年投产; 白云 2×460MW 气电项目已完成所有项目核准文件的准备工作, 并于 2023 年 3 月 3 日成功摘牌项目用地。光伏发电方面, 公司广东台山海宴镇 500MW 渔光互补光伏项目于 2023 年 2 月实现全容量并网发电; 汕头潮南陇田、潮阳和平 550MW 光伏项目截至 2022 年底完成打桩量 27%, 公司全面拓展阳江、湛江、海南等地区光伏项目。氢能方面, 公司携手现代汽车氢燃料电池系统(广州)有限公司(简称: HTWO 广州)、开发区交投推动成立氢能合资公司, 助力广州氢能规模化发展; 与 HTWO 广州、文远知行签订氢能无人驾驶合作协议, 三方将联合打造全球首个无人驾驶氢能汽车示范区; 同时与中石化合作规划建设加油、加氢、充电、光伏发电、非油品“五位一体”综合能源站 15 座, 目前已建成 2 座, 正在建设 2 座。储能方面, 公司积极实施“智能制造+储能产业”的业务计划, 启动建设 1GWh 储能产品生产基地; 整合收购厂区调频储能项目, 提升电厂机组的调频性能; 全力推进首个用户侧储能电站的建设; 筹划在汕头等地建设新型储能项目。公司大力推动区域绿色能源新发展, 十四五期间, 公司光伏项目有望大规模投产并带动绿电业绩快速释放, 带来广阔成长空间。
- 优化产业布局, 促进新能源产业发展。** 2022 年公司出售部分涉房涉金融业务公司的股权, 专注新能源产业发展, 优化资产结构; 此外, 公司拟募集资金总额不超过 15 亿元, 用于潮南陇田 400MW 渔光互补光伏发电项目和潮阳和平 150MW 渔光互补光伏发电项目。此举表明公司将大力发展新能源业务, 提升公司清洁能源的装机规模及占比, 进一步优化业务布局, 增强电力业务核心竞争力和抗风险能力。
- 投资建议与估值。** 公司积极推动常规能源与新能源的发展, 十四五期间, 公司光伏项目有望大规模投产并带动绿电业绩快速释放, 带来广阔成长空间。我们新增

2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年，公司收入分别为 43.60 亿元、50.77 亿元、56.43 亿元，增速分别为 10.9%、16.4%、11.2%，净利润分别为 2.01 亿元、2.75 亿元、3.48 亿元，增速分别为 451.3%、36.7%、26.4%，维持增持评级。

- **风险提示：** 项目推进不及预期；审批进度不及预期；煤价上行的风险；政策推进不及预期。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	822.10	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
流通 A 股(百万股):	822.10	营业收入(百万元)	3,928	3,932	4,360	5,077	5,643
52 周内股价区间(元):	5.52-9.46	(+/-)YOY(%)	13.5%	0.1%	10.9%	16.4%	11.2%
总市值(百万元):	5,195.66	净利润(百万元)	160	-57	201	275	348
总资产(百万元):	14,991.28	(+/-)YOY(%)	-79.4%	-135.7%	451.3%	36.7%	26.4%
每股净资产(元):	6.04	全面摊薄 EPS(元)	0.20	-0.07	0.24	0.33	0.42
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	5.2%	-1.4%	11.5%	13.2%	14.1%
		净资产收益率(%)	3.1%	-1.2%	3.9%	5.1%	6.0%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	-0.07	0.24	0.33	0.42
每股净资产	6.04	6.29	6.62	7.05
每股经营现金流	-0.29	1.05	3.45	2.10
每股股利	0.07	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	—	25.19	18.43	14.59
P/B	1.02	0.98	0.93	0.88
P/S	1.29	1.16	1.00	0.90
EV/EBITDA	-5,823.12	6.95	5.40	4.96
股息率%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	-1.4%	11.5%	13.2%	14.1%
净利润率	-0.5%	5.1%	6.0%	6.9%
净资产收益率	-1.2%	3.9%	5.1%	6.0%
资产回报率	-0.4%	1.2%	1.5%	1.8%
投资回报率	-0.3%	1.1%	1.4%	1.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	0.1%	10.9%	16.4%	11.2%
EBIT 增长率	-1287.8%	147.1%	45.0%	25.3%
净利润增长率	-135.7%	451.3%	36.7%	26.4%
偿债能力指标				
资产负债率	63.1%	65.6%	66.3%	66.2%
流动比率	1.1	8.9	-2.3	-0.9
速动比率	0.7	3.9	-1.8	-0.4
现金比率	0.4	2.5	-1.4	-0.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	42.8	39.6	39.8	40.7
存货周转天数	53.5	77.5	70.8	67.3
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
固定资产周转率	1.0	1.0	1.1	1.0

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	-57	201	275	348
少数股东损益	39	23	31	40
非现金支出	443	1,796	2,267	2,899
非经营收益	-467	-52	-56	-58
营运资金变动	-198	-1,102	317	-1,502
经营活动现金流	-239	866	2,835	1,728
资产	-1,948	-1,417	-2,480	-3,745
投资	395	-616	-305	-373
其他	315	345	398	443
投资活动现金流	-1,238	-1,689	-2,387	-3,674
债权募资	-113	1,338	1,504	831
股权募资	138	0	0	0
其他	-425	-331	-385	-428
融资活动现金流	-400	1,006	1,120	403
现金净流量	-1,878	183	1,568	-1,543

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 11 日
资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,932	4,360	5,077	5,643
营业成本	3,987	3,861	4,407	4,849
毛利率%	-1.4%	11.5%	13.2%	14.1%
营业税金及附加	20	86	101	84
营业税金率%	0.5%	2.0%	2.0%	1.5%
营业费用	9	10	15	15
营业费用率%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%
管理费用	210	208	239	267
管理费用率%	5.3%	4.8%	4.7%	4.7%
研发费用	141	76	120	145
研发费用率%	3.6%	1.8%	2.4%	2.6%
EBIT	-427	201	292	366
财务费用	279	321	372	396
财务费用率%	7.1%	7.4%	7.3%	7.0%
资产减值损失	-14	0	0	0
投资收益	543	349	406	451
营业利润	-163	229	327	422
营业外收支	-1	34	34	34
利润总额	-164	264	361	456
EBITDA	-2	1,997	2,559	3,265
所得税	-146	40	54	68
有效所得税率%	88.9%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	39	23	31	40
归属母公司所有者净利润	-57	201	275	348

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	799	982	2,550	1,007
应收账款及应收票据	493	484	659	638
存货	216	1,448	286	1,527
其它流动资产	474	566	680	803
流动资产合计	1,981	3,480	4,174	3,974
长期股权投资	5,226	6,091	6,843	7,564
固定资产	3,892	4,173	4,583	5,425
在建工程	1,673	844	439	220
无形资产	421	492	555	643
非流动资产合计	13,010	13,286	13,847	15,107
资产总计	14,991	16,766	18,021	19,081
短期借款	797	-860	-2,517	-4,764
应付票据及应付账款	579	700	619	877
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	459	551	76	-340
流动负债合计	1,835	391	-1,822	-4,228
长期借款	5,551	7,746	10,525	13,012
其它长期负债	2,067	2,867	3,249	3,840
非流动负债合计	7,618	10,613	13,774	16,852
负债总计	9,453	11,004	11,952	12,624
实收资本	822	822	822	822
普通股股东权益	4,969	5,170	5,445	5,793
少数股东权益	570	593	624	664
负债和所有者权益合计	14,991	16,766	18,021	19,081

信息披露

分析师与研究助理简介

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有 5 年环保产业经验，2020 年 12 月加入安信证券，2021 年新财富第三名核心成员。2022 年 3 月加入德邦证券，负责环保及公用板块研究。

分析师声明

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。

投资评级说明

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；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；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	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	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

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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，德邦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，未经德邦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，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，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，德邦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。