

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

## 高弹性低估值，能源转型正当时

### 股票数据

03月10日收盘价(元)	5.46
52周股价波动(元)	3.46-7.00
总股本/流通A股(百万股)	1792/1090
总市值/流通市值(百万元)	9782/5952

### 相关研究

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-4.0	2.6	-1.1
相对涨幅(%)	-0.7	3.9	-0.3

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 吴杰

Tel: (021) 23154113

Email: wj10521@haitong.com

证书: S0850515120001

分析师: 傅逸帆

Tel: (021) 23154398

Email: fyf11758@haitong.com

证书: S0850519100001

联系人: 阎石

Email: ys14098@haitong.com

### 投资要点:

- 22年业绩扭亏为盈。**建投能源是河北南网重要的发电企业, 主营火力发电项目, 并通过收购/参股新能源资产来布局清洁能源。22Q1-3实现归母净利润2.85亿元, YOY+138.56%(21年同期亏损7.4亿元), 公司控股发电公司累计完成发电量292.49亿千瓦时, YOY-3.32%; 平均上网结算电价430.87元/兆瓦时, 同比增长113.16元/兆瓦时, 我们认为或系公司参与的省间电力现货价格上涨所致。1月31日, 公司发布公告, 2022年全年预计实现归母净利润1.15亿元, YOY+105%, 扭亏为盈(21年同期亏损22.1亿元), 我们认为公司全年利润水平不及三季度末或因第四季度煤炭价格再度上涨致使成本端承压所致。
- 公司煤电为主, 煤价影响的弹性较大。**截至22年中, 公司控股装机容量915万千瓦, 全部为燃煤发电机组。近两年煤价一直处于高位, 公司业绩受煤价影响较大。我们测算2022全年售电量358亿度, 对应标煤消费量1376万吨, 公司全年平均煤价成本每下跌50元即可为公司减少近7亿元的燃料成本, 若煤价下跌公司将迎来明显的业绩改善。并且公司在同行业可比公司中弹性较大(见表3), 煤电售电量与市值的比值在选取的可比公司中排第二位, 意味着煤价变动对公司市值的影响相比同行业公司更加显著。
- 布局新能源, 加速推动绿色低碳转型。**1月30日, 公司发布公告, 控股子公司国融公司收购建昊公司100%股权。建昊公司主营开发、建设和运营光伏、风电、储能等新能源项目, 在河北/山西/陕西等地投资建设多个新能源电站, 具备较为丰富的新能源项目经验。截至1月30日, 建昊公司已取得项目容量约1100MW, 其中已投产容量188.5MW。此外, 公司于2022年上半年全资设立冀能新能源公司, 开展内蒙古自治区清洁能源项目开发工作, 并且以25%股权比例参股绿能科技, 参与氢气液化技术的研发; 抢抓抽水蓄能快速发展机遇, 积极争取项目参与权。我们认为, 通过新能源发电资产的内部整合, 有利于公司优化资产结构与转型发展。
- 盈利预测与投资建议。**我们预计公司22-24年净利润分别为1.15/4.51/6.78亿元, 同比增速105%/290%/50%。我们认为公司将持续受益煤价下跌带来的成本端的改善, 并且新能源的加速布局提供成长性。参考可比公司PB, 我们给予公司2023年1.1x-1.3xPB, 对应合理价值区间为6.24-7.37元/股, 首次覆盖给予“优于大市”评级。
- 风险提示: 煤价持续高位运行, 公司新能源业务发展不及预期, 电价下调风险。**

### 主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	15370	15041	19359	19055	19623
(+/-)YoY(%)	10.1%	-2.1%	28.7%	-1.6%	3.0%
净利润(百万元)	958	-2210	115	451	678
(+/-)YoY(%)	49.8%	-330.7%	105.2%	290.4%	50.4%
全面摊薄EPS(元)	0.53	-1.23	0.06	0.25	0.38
毛利率(%)	20.8%	-4.8%	10.1%	13.9%	16.5%
净资产收益率(%)	7.6%	-23.0%	1.2%	4.4%	6.3%

 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

表 1 可比公司估值表

代码	简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			BPS (元)	PB (倍)
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2023E	2023E
600795.SH	国电电力	3.88	0.34	0.42	0.51	11.3	9.3	7.6	3.10	1.25
600027.SH	华电国际	5.81	0.32	0.52	0.65	18.0	11.3	8.9	6.78	0.86
600642.SH	中能股份	5.99	0.41	0.56	0.64	14.6	10.7	9.3	6.79	0.88
600886.SH	国投电力	10.93	0.69	0.87	0.97	15.9	12.6	11.3	7.98	1.37
600483.SH	福能股份	12.82	1.33	1.49	1.67	9.7	8.6	7.7	10.53	1.22
000543.SZ	皖能电力	4.64	0.23	0.36	0.42	20.2	13.0	10.9	5.93	0.78
中位数			0.38	0.54	0.65	15.24	11.01	9.13	6.79	1.05
000600.SZ	建投能源	5.46	0.06	0.25	0.38	85.99	22.03	14.64	5.67	0.98

注: 收盘价为 2023 年 3 月 10 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

- **盈利预测假设。**我们假设 22/23/24 的度电电价分别为 0.424/0.400/0.400 元, 度电煤耗均为 306.56 克; 公司的吨标煤采购单价为 975/907/870 元; 假设 23/24 年的机组利用小时均为 4200 小时。

表 2 分项盈利预测表

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (亿元)	150.41	193.59	190.55	196.23
电力收入 (亿元)	118.21	151.59	148.75	154.23
热力收入 (亿元)	17.11	25.00	24.79	25.00
其他收入 (亿元)	15.09	17.00	17.00	17.00
营业成本 (亿元)	157.61	174.00	164.10	163.89
电力成本 (亿元)	120.49	139.00	134.81	134.39
热力成本 (亿元)	26.06	30.00	24.30	24.50
其他成本 (亿元)	11.06	5.00	5.00	5.00

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 3 弹性测算表

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	煤电装机规模 (万千瓦)	煤电售电量 (亿千瓦时)	弹性测算 (煤电售电量/市值)
000600.SZ	建投能源	97.82	915	358	3.66
600027.SH	华电国际	521.51	4336	1974	3.79
000899.SZ	赣能股份	85.96	240	90	1.05
600023.SH	浙能电力	512.21	2900	1381	2.70
600011.SH	华能国际	1087.46	9417	3639	3.35

注: 市值为 2023 年 3 月 10 日收盘数据, 煤电售电量为合并报表口径, 非权益电量  
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	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>15041</b>	<b>19359</b>	<b>19055</b>	<b>19623</b>
每股收益	-1.23	0.06	0.25	0.38	营业成本	15761	17400	16410	16389
每股净资产	5.35	5.42	5.67	6.05	毛利率%	-4.8%	10.1%	13.9%	16.5%
每股经营现金流	0.08	1.42	1.94	1.98	营业税金及附加	115	136	133	157
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.8%	0.7%	0.7%	0.8%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	83	77	76	98
P/E	-4.49	85.99	22.03	14.64	营业费用率%	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%
P/B	1.03	1.02	0.98	0.92	管理费用	922	968	1038	1177
P/S	0.66	0.51	0.52	0.51	管理费用率%	6.1%	5.0%	5.5%	6.0%
EV/EBITDA	-51.27	9.53	7.39	6.53	EBIT	-2123	584	1167	1507
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	604	688	679	654
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	4.0%	3.6%	3.6%	3.3%
毛利率	-4.8%	10.1%	13.9%	16.5%	资产减值损失	0	-6	-6	-7
净利润率	-14.7%	0.6%	2.4%	3.5%	投资收益	-635	182	191	196
净资产收益率	-23.0%	1.2%	4.4%	6.3%	<b>营业利润</b>	<b>-3362</b>	<b>72</b>	<b>673</b>	<b>1042</b>
资产回报率	-5.7%	0.3%	1.2%	1.7%	营业外收支	128	108	58	58
投资回报率	-5.5%	1.4%	2.8%	3.5%	<b>利润总额</b>	<b>-3234</b>	<b>180</b>	<b>731</b>	<b>1100</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	-514	2811	3494	3934
营业收入增长率	-2.1%	28.7%	-1.6%	3.0%	所得税	-488	36	146	220
EBIT 增长率	-208.0%	127.5%	99.8%	29.1%	有效所得税率%	15.1%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润增长率	-330.7%	105.2%	290.4%	50.4%	少数股东损益	-537	29	135	202
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>-2210</b>	<b>115</b>	<b>451</b>	<b>678</b>
资产负债率	68.5%	68.8%	67.0%	66.2%					
流动比率	1.01	1.08	1.20	1.23	<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	0.73	0.83	0.89	0.98	货币资金	3604	3982	4957	5103
现金比率	0.40	0.41	0.57	0.53	应收账款及应收票据	2272	4181	2171	4370
<b>经营效率指标</b>					存货	963	584	875	582
应收账款周转天数	51.71	50.00	50.00	50.00	其它流动资产	2240	1737	2509	1688
存货周转天数	17.88	16.00	16.00	16.00	流动资产合计	9078	10484	10511	11744
总资产周转率	0.40	0.50	0.49	0.49	长期股权投资	4069	4069	4069	4069
固定资产周转率	0.77	1.03	1.02	1.07	固定资产	18916	18750	18484	18117
					在建工程	1986	1386	1086	1686
					无形资产	1504	1709	1914	2119
					非流动资产合计	29450	28892	28535	28977
<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>38528</b>	<b>39376</b>	<b>39046</b>	<b>40721</b>
净利润	-2210	115	451	678	短期借款	3298	3298	3298	3298
少数股东损益	-537	29	135	202	应付票据及应付账款	2511	2999	2198	2992
非现金支出	1691	2233	2333	2434	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	774	488	530	524	其它流动负债	3160	3377	3262	3263
营运资金变动	430	-323	33	-292	流动负债合计	8970	9674	8758	9553
<b>经营活动现金流</b>	<b>148</b>	<b>2542</b>	<b>3480</b>	<b>3546</b>	长期借款	13037	13037	13037	13037
资产	-1532	-1553	-1903	-2803	其它长期负债	4383	4383	4383	4383
投资	-790	-15	-15	-15	非流动负债合计	17420	17420	17420	17420
其他	441	182	191	196	<b>负债总计</b>	<b>26389</b>	<b>27093</b>	<b>26178</b>	<b>26973</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1881</b>	<b>-1386</b>	<b>-1727</b>	<b>-2621</b>	实收资本	1792	1792	1792	1792
债权募资	4653	0	0	0	归属于母公司所有者权益	9593	9709	10159	10837
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	2545	2574	2709	2911
其他	-1312	-778	-778	-778	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>38528</b>	<b>39376</b>	<b>39046</b>	<b>40721</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>3341</b>	<b>-778</b>	<b>-778</b>	<b>-778</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>1608</b>	<b>378</b>	<b>975</b>	<b>146</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 10 日; (2) 以上各表均为简表

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, 电力设备与新能源  
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, 桂东电力, 华阳股份, 郑煤机, 兖矿能源, 电投能源, 天地科技, 华电国际, 山西焦煤, 潞安环能, 江苏国信, 湖北能源, 德创环保, 中广核矿业, 索通发展, 璞泰来, 三峡能源, 平煤股份, 中国神华, 华宏科技, 陕西煤业, 淮北矿业, 威胜信息, 帕瓦股份, 景业智能, 内蒙华电

### 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。