



## 增持（维持）

所属行业：公用事业/电力  
当前价格(元)：6.36

### 证券分析师

彭广春

资格编号：S0120522070001

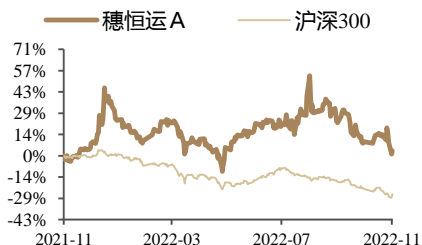
邮箱：penggc@tebon.com.cn

### 联系人

郭雪

邮箱：guoxue@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.64	-15.98	-26.05
相对涨幅(%)	-1.15	-5.08	-13.19

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

- 《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)：高煤价致短期业绩承压，新能源业务有望破局

## 投资要点

- **事件：**公司发布 2022 年三季度报告，2022Q3 实现营业收入 10.15 亿元，同比增长 19.10%，归母净利润-9730.37 万元，同比下降 4686.41%；2022 年前三季度实现营业收入 29.45 亿元，同比增长 4.47%，归母净利润 2768.17 万元，同比下降 87.50%。
- **煤价高位运行，公司业绩短期承压。**2022 年前三季度，公司实现营收 29.45 亿元，同比增长 4.47%，归母净利润 2768.17 万元，同比下降 87.50%，主要是燃煤成本同比增加、房地产业务利润同比减少所致。从动力煤价格来看，受国际形势影响，能源价格持续增加，煤炭价格保持高位运行。截至 2022 年 9 月底，秦皇岛山西产动力煤 5500 大卡平仓价为 1518 元/吨，较 2022 年初上涨 92.64%，前三季度煤价高位导致公司业绩短期承压。预计随着公司加大与煤炭长协供应商合作以及煤价的逐步企稳，公司盈利能力有望逐步回升。
- **光伏装机快速提升，绿电逐步增厚公司业绩。**从装机规模来看，2021 年底，公司首台 0.2GW 项目投产，实现光伏项目“零突破”，公司背靠国企平台，具备较强的资源整合优势，预计 2024 年公司光伏装机达到 2GW，较 2021 年底有望实现 10 倍增长，在公司火电装机规模保持 5% 增速的前提下，预计 2024 年底公司光伏装机占比有望达到 61%，较 2021 年底提升 45%。从资金保障来看，9 月 27 日，公司非公开发行股票申请获得中国证监会受理，拟募集不超过 15 亿元用于光伏项目的建设，预计将为光伏项目建设带来一定资金保障。从光伏组件价格来看，随着硅料产能的增加以及组件商竞争加剧，组件价格有望逐步降低，将带动新能源运营商规模快速扩张，公司有望持续受益。
- **氢能产业稳步推进，带来业绩新看点。**2022 年 10 月，恒运集团同现代汽车氢燃料电池系统（广州）有限公司、广州开发区交投集团签订合作意向书，三方将成立氢能合资公司，立足广州开展车用领域、氢能产业生态、运营领域、氢能多应用场景四大业务。现代汽车集团是全球最早研发氢燃料电池的车企之一，已拥有 24 年的氢燃料电池研发历史，具备全球公认的顶尖氢能技术实力，旗下氢燃料电池 SUV NEXO，截至 2022 年 9 月全球累计销量已突破 3 万辆，此次合作将助推公司在氢能产业上实现快速发展，带来业绩新的增长点。
- **投资建议与估值。**公司积极推动常规能源与新能源的发展，通过“气代煤”不断优化火电装机质量，持续推进光伏装机规模提升，并积极布局氢能、储能产业，未来成长空间广阔。考虑到煤价变化趋势，我们下调公司盈利预测，预计 2022-2024 年营业收入分别为 46.14 亿元、43.60 亿元、50.77 亿元，增速分别为 17.4%、-5.5%、16.4%，净利润分别为 0.80 亿元、1.40 亿元、2.22 亿元，增速分别为 -50.3%、75.9%、58.0%，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**

总股本(百万股):	822.10
流通 A 股(百万股):	822.10
52 周内股价区间(元):	5.52-9.46
总市值(百万元):	5,228.55
总资产(百万元):	15,362.43
每股净资产(元):	6.18

资料来源: 公司公告

**主要财务数据及预测**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,462	3,928	4,614	4,360	5,077
(+/-)YOY(%)	7.2%	13.5%	17.4%	-5.5%	16.4%
净利润(百万元)	780	160	80	140	222
(+/-)YOY(%)	89.8%	-79.4%	-50.3%	75.9%	58.0%
全面摊薄 EPS(元)	0.95	0.20	0.10	0.17	0.27
毛利率(%)	27.5%	5.2%	5.4%	9.0%	11.3%
净资产收益率(%)	15.3%	3.1%	1.6%	2.7%	4.1%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 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	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	0.23	0.10	0.17	0.27
每股净资产	7.49	6.19	6.36	6.63
每股经营现金流	-0.57	2.55	2.14	3.25
每股股利	0.18	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	39.88	65.60	37.29	23.60
P/B	1.25	1.03	1.00	0.96
P/S	1.11	1.13	1.20	1.03
EV/EBITDA	38.37	6.99	6.05	5.23
股息率%	1.9%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	5.2%	5.4%	9.0%	11.3%
净利润率	4.5%	1.9%	3.6%	4.9%
净资产收益率	3.1%	1.6%	2.7%	4.1%
资产回报率	1.0%	0.4%	0.7%	1.0%
投资回报率	-0.3%	-0.0%	0.7%	1.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	13.5%	17.4%	-5.5%	16.4%
EBIT 增长率	-105.3%	79.5%	2264.2%	83.2%
净利润增长率	-79.4%	-50.3%	75.9%	58.0%
偿债能力指标				
资产负债率	63.4%	67.9%	68.9%	71.9%
流动比率	0.8	1.0	1.1	1.1
速动比率	0.6	0.7	0.9	0.8
现金比率	0.5	0.6	0.8	0.6
经营效率指标				
应收帐款周转天数	37.0	38.1	38.0	37.7
存货周转天数	81.4	90.0	89.7	87.0
总资产周转率	0.2	0.3	0.2	0.2
固定资产周转率	1.2	1.4	1.2	1.1

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	160	80	140	222
少数股东损益	18	9	16	25
非现金支出	339	1,545	1,928	2,516
非经营收益	-210	-74	4	11
营运资金变动	-700	535	-333	-103
经营活动现金流	-393	2,095	1,756	2,672
资产	-1,022	-1,297	-2,350	-3,608
投资	-668	-897	-1,090	-1,008
其他	129	371	351	409
投资活动现金流	-1,562	-1,822	-3,089	-4,207
债权募资	2,145	1,295	1,762	1,710
股权募资	19	0	0	0
其他	-420	-453	-387	-452
融资活动现金流	1,744	841	1,375	1,258
现金净流量	-210	1,114	42	-278

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,928	4,614	4,360	5,077
营业成本	3,726	4,363	3,967	4,503
毛利率%	5.2%	5.4%	9.0%	11.3%
营业税金及附加	78	91	86	100
营业税金率%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
营业费用	9	14	13	15
营业费用率%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	151	209	196	229
管理费用率%	3.8%	4.5%	4.5%	4.5%
研发费用	68	31	44	76
研发费用率%	1.7%	0.7%	1.0%	1.5%
EBIT	-31	-6	137	250
财务费用	207	293	336	400
财务费用率%	5.3%	6.4%	7.7%	7.9%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	337	369	349	406
营业利润	99	70	150	256
营业外收支	34	34	34	34
利润总额	133	104	184	291
EBITDA	306	1,539	2,065	2,767
所得税	-45	16	28	44
有效所得税率%	-33.9%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	18	9	16	25
归属母公司所有者净利润	160	80	140	222

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,885	3,999	4,041	3,763
应收账款及应收票据	453	541	399	687
存货	969	1,214	764	1,414
其它流动资产	378	401	494	595
流动资产合计	4,685	6,154	5,698	6,459
长期股权投资	4,681	5,374	6,288	7,106
固定资产	3,327	3,290	3,744	4,810
在建工程	566	290	162	81
无形资产	290	322	360	379
非流动资产合计	11,298	11,978	13,522	15,653
资产总计	15,983	18,133	19,220	22,112
短期借款	4,224	3,792	3,359	3,109
应付票据及应付账款	597	1,104	335	1,202
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,114	1,496	1,434	1,503
流动负债合计	5,935	6,392	5,129	5,814
长期借款	2,187	3,096	4,064	5,002
其它长期负债	2,011	2,829	4,056	5,079
非流动负债合计	4,199	5,926	8,120	10,081
负债总计	10,134	12,318	13,249	15,894
实收资本	685	822	822	822
普通股股东权益	5,133	5,089	5,230	5,451
少数股东权益	716	725	741	767
负债和所有者权益合计	15,983	18,133	19,220	22,112

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 1 日  
 资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

彭广春，同济大学工学硕士。曾任职于上汽集团技术中心动力电池系统部、安信证券研究中心、华创证券研究所，2019年新财富入围、水晶球第三，2022年加入德邦证券研究所，担任所长助理及电新首席。

## 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：	类别	评级	说明
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	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。
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。	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。