

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

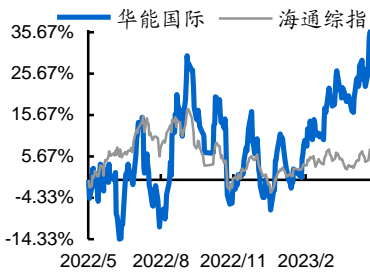
## Q1 业绩超预期，看好全年煤电表现

### 股票数据

05月05日收盘价(元)	10.07
52周股价波动(元)	5.88-9.85
总股本/流通A股(百万股)	15698/10998
总市值/流通市值(百万元)	152272/152272

### 相关研究

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	14.5	18.7	32.7
相对涨幅(%)	13.8	19.7	36.3

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

Tel: (021) 23185741

Email: ys14098@haitong.com

### 投资要点:

- Q1 业绩同比高增。**公司披露 23Q1 业绩: Q1 营收 653 亿, YOY+0.03%, 归母净利润 22.5 亿, YOY+335%, 主要系煤价下跌叠加电价上涨导致电力业务增利。其中境内电厂燃煤/燃机/风电/光伏/水电/生物质利润分别为-0.7/3.26/19.3/3.45/-0.18/-0.04 亿元, YOY+98%/+46%/+27%/+117%/-980%/+69%。截至 Q1 末, 公司可控发电装机容量为 1.29 亿千瓦, 其中新投产火电/风电/光伏 495/111/693 万千瓦。
- 煤价下跌带动煤电大幅减亏。**公司煤电为主, 22 年由于煤价保持高位以及长协政策落地较晚, 煤电板块亏损 173 亿元。23 年以来, 煤价持续下跌, Q1 煤电板块亏损大幅收窄, 仅为-0.7 亿元。我们测算 Q1 公司入炉标煤单价 1132 元/吨, 较 22 全年降低 115 元/吨。根据 CCTD, 截至 4 月 21 日, 秦港 5500 动力煤报价 1009 元/吨, 距离去年均价 1269 元下跌 260 元/吨, 较 Q1 均价 1130 元下跌 121 元/吨。若按全年均价 1000 元/吨, 测算公司 23 年实现归母净利润 106 亿元。
- 新能源稳步推进, 利润保持较高增速。**Q1 境内风电光伏板块上网电量 99.4 亿千瓦时, YOY+35.2%; 实现利润 22.7 亿元, YOY+35.6%。公司规划十四五新增风电光伏装机超 4000 万千瓦, 清洁能源装机比例达 45%。22 年受到光伏组件价格上涨/极端天气/劳动力紧张等因素的影响, 公司新增新能源装机仅 603 万千瓦。截至 22 年末煤电装机 9406 万千瓦, 清洁能源 3317 万千瓦, 我们认为公司 23-25 年将加速新能源转型, 预计年均新增 1000 万千瓦清洁能源装机。
- 盈利预测与投资建议。**我们预计公司 23-25 年净利润分别为 106, 148, 169 亿元。我们认为煤价经历了长期的上涨和高位, 已经步入下行通道, 公司成本端改善的空间相对较大, 另有新能源业务为公司盈利提供成长性, 未来可以发展的空间和都都非常大。参考可比公司 23 年 PE, 我们给予公司 2023 年 15-17x PE, 对应合理价值区间为 10.05-11.39 元/股, 首次覆盖给予“优于大市”评级。

### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	205079	246725	256843	258611	256125
(+/-)YoY(%)	21.0%	20.3%	4.1%	0.7%	-1.0%
净利润(百万元)	-10006	-7387	10567	14791	16903
(+/-)YoY(%)	-319.2%	26.2%	243.0%	40.0%	14.3%
全面摊薄 EPS(元)	-0.64	-0.47	0.67	0.94	1.08
毛利率(%)	-0.2%	3.0%	14.2%	17.0%	19.0%
净资产收益率(%)	-9.5%	-6.8%	8.9%	11.0%	11.2%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 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	公司	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)	
			2022	2023E	2024E	2023E	2024E
000600	建投能源	107.0	0.06	0.26	0.37	23.1	16.1
600027	华电国际	590.1	-0.08	0.50	0.63	12.7	10.0
000543	皖能电力	123.3	0.19	0.44	0.56	12.2	9.8
600023	浙能电力	602.1	-0.14	0.45	0.51	10.0	8.8
	平均值	589.0	(0.1)	0.5	0.6	14.1	10.7
600011	华能国际	1522.7	-0.64	0.67	0.94	12.7	9.0

资料来源: Wind, 海通证券研究所

**盈利预测假设:** 假设 23 年全年秦港 5500 大卡煤价均价 1000 元/吨, 24-25 年保持跌势; 23-25 年清洁能源装机年均新增 800-1000 万千瓦。

**表 2 分业务盈利预测**

年份	2023E	2024E	2025E
火电业务收入 (亿元)	2108.57	2069.58	2046.67
火电业务成本 (亿元)	1897.12	1832.00	1773.58
清洁能源电力收入 (亿元)	192.44	279.11	307.16
清洁能源电力成本 (亿元)	78.14	113.39	125.14

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	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>246725</b>	<b>256843</b>	<b>258611</b>	<b>256125</b>
每股收益	-0.47	0.67	0.94	1.08	营业成本	239221	220268	214729	207511
每股净资产	6.91	7.59	8.53	9.61	毛利率%	3.0%	14.2%	17.0%	19.0%
每股经营现金流	2.07	3.39	5.22	4.28	营业税金及附加	1442	1541	1940	2049
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.8%	0.8%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	180	193	194	192
P/E	-18.11	12.66	9.04	7.91	营业费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
P/B	1.23	1.12	1.00	0.89	管理费用	5637	5907	5948	5891
P/S	0.54	0.52	0.52	0.52	管理费用率%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
EV/EBITDA	16.47	6.36	5.17	4.52	EBIT	548	29315	36059	40738
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	9487	12047	13287	14791
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	3.8%	4.7%	5.1%	5.8%
毛利率	3.0%	14.2%	17.0%	19.0%	资产减值损失	-2732	-3000	-2000	-2000
净利润率	-3.0%	4.1%	5.7%	6.6%	投资收益	1077	1027	1034	1025
净资产收益率	-6.8%	8.9%	11.0%	11.2%	<b>营业利润</b>	<b>-10411</b>	<b>15480</b>	<b>21991</b>	<b>25156</b>
资产回报率	-1.5%	1.9%	2.4%	2.5%	营业外收支	708	140	167	167
投资回报率	0.1%	5.5%	6.0%	6.1%	<b>利润总额</b>	<b>-9703</b>	<b>15620</b>	<b>22158</b>	<b>25322</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	24461	65100	73843	80523
营业收入增长率	20.3%	4.1%	0.7%	-1.0%	所得税	382	1531	2437	2785
EBIT 增长率	107.6%	5249.3%	23.0%	13.0%	有效所得税率%	-3.9%	9.8%	11.0%	11.0%
净利润增长率	26.2%	243.0%	40.0%	14.3%	少数股东损益	-2698	3522	4930	5634
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>-7387</b>	<b>10567</b>	<b>14791</b>	<b>16903</b>
资产负债率	74.8%	74.6%	73.7%	72.6%	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
流动比率	0.51	0.76	1.05	1.35	货币资金	17176	57947	127561	183391
速动比率	0.37	0.63	0.93	1.23	应收账款及应收票据	42654	50095	43292	49197
现金比率	0.10	0.33	0.68	0.96	存货	12702	14220	12025	13338
<b>经营效率指标</b>					其它流动资产	14190	14043	12995	13661
应收账款周转天数	58.16	60.00	60.00	60.00	流动资产合计	86722	136304	195873	259587
存货周转天数	22.22	22.00	22.00	22.00	长期股权投资	23898	24898	25898	26898
总资产周转率	0.50	0.49	0.44	0.40	固定资产	289312	291297	292282	291267
固定资产周转率	0.89	0.88	0.89	0.88	在建工程	43128	40725	36499	29506
					无形资产	14699	14944	15253	15801
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	非流动资产合计	415884	416291	413940	407060
净利润	-7387	10567	14791	16903	<b>资产总计</b>	<b>502606</b>	<b>552595</b>	<b>609812</b>	<b>666647</b>
少数股东损益	-2698	3522	4930	5634	短期借款	83573	92205	100836	109467
非现金支出	26694	38785	39785	41785	应付票据及应付账款	24368	22502	23189	20966
非经营收益	7968	10953	12480	14054	预收账款	0	0	0	0
营运资金变动	7943	-10541	9910	-11217	其它流动负债	63392	63527	62705	61595
<b>经营活动现金流</b>	<b>32520</b>	<b>53286</b>	<b>81895</b>	<b>67159</b>	流动负债合计	171333	178234	186730	192028
资产	-40278	-37868	-36081	-33555	长期借款	151678	171678	191678	211678
投资	-445	-1000	-1000	-1000	其它长期负债	53051	62051	71051	80051
其他	751	1027	1034	1025	非流动负债合计	204729	233729	262729	291729
<b>投资活动现金流</b>	<b>-39971</b>	<b>-37841</b>	<b>-36047</b>	<b>-33530</b>	<b>负债总计</b>	<b>376062</b>	<b>411962</b>	<b>449459</b>	<b>483757</b>
债权募资	7787	37631	37631	37631	实收资本	15698	15698	15698	15698
股权募资	25867	0	0	0	归属于母公司所有者权益	108535	119102	133893	150795
其他	-25681	-12304	-13866	-15429	少数股东权益	18009	21531	26461	32095
<b>融资活动现金流</b>	<b>7973</b>	<b>25327</b>	<b>23765</b>	<b>22203</b>	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>502606</b>	<b>552595</b>	<b>609812</b>	<b>666647</b>
<b>现金净流量</b>	<b>962</b>	<b>40771</b>	<b>69614</b>	<b>55831</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 28 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

吴杰 公用事业, 煤炭, 电力设备和新能源  
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: 思源电气, 中煤能源, 福能股份, 甘肃能化, 许继电气, 盛剑环境, 桂东电力, 华阳股份, 郑煤机, 云鼎科技, 兖矿能源, 宁德时代, 电投能源, 隆基绿能, 炬华科技, 天地科技, 华电国际, 山西焦煤, 汇川技术, 潞安环能, 江苏国信, 湖北能源, 爱旭股份, 德创环保, 伟创电气, 索通发展, 璞泰来, 三峡能源, 平煤股份, 中国神华

### 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。