



## 增持（维持）

所属行业：公用事业/电力  
当前价格(元)：7.57

### 证券分析师

倪正洋

资格编号：S0120521020003

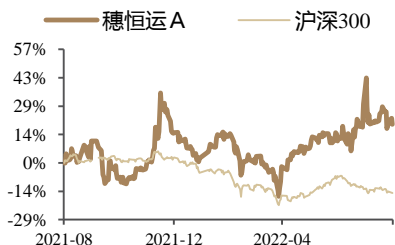
邮箱：nizy@tebon.com.cn

### 研究助理

郭雪

邮箱：guoxue@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-7.91	4.35	11.27
相对涨幅 (%)	-5.65	12.16	10.11

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

1. 《穗恒运 A (000531.SZ)：乘新能发展之势，“穗”有成长》，2022.7.20

# 穗恒运 A (000531.SZ)：光伏装机保持增长，氢储业务实现突破

## 投资要点

- **事件**：公司发布 2022 年中报，2022H1 实现营业收入 19.30 亿元，同比下降 1.87%，实现归母净利润 1.25 亿元，同比下降 43.01%，扣除非经常性损益后净利润为 4154.60 万元，同比下降 79.52%。
- **煤电价格逐步企稳，公司盈利能力有望回升**。2022 年上半年，公司归母净利润为 1.25 亿元，同比下降 43.01%，主要系公司电、热产品销售下降、燃煤成本上涨等因素影响。从燃煤成本来看，2022 年上半年，受国际形势影响，能源价格不断飙升，燃煤价格一直高位运行。公司加大与煤炭长协供应商的合作，不断实现降本增效。预计未来随着煤价的逐步企稳，公司的盈利能力有望逐步回升。
- **绿电装机规模保持增长，储备项目丰富**。公司背靠广州现代能源集团，大力推动光伏项目建设运营。截至 6 月 21 日，公司台山二期 300MWp 渔光互补项目装机容量已达 140MWp，公司光伏累计装机容量达到 340MWp。此外，2022 年，公司审议通过了非公开发行 A 股股票相关议案，拟募集不超过 15 亿元用于公司陇田 400MW、和平 150MW 光伏发电项目，目前陇田 400MW、和平 150MW 光伏发电项目已开工建设，并力争 2022 年底完成升压站建设，随着公司光伏储备项目逐步开工建设，预计公司清洁能源的装机规模及占比将不断提升。
- **充分发挥资源优势，推动储能、氢能建设**。储能方面，公司全资子公司广州恒运储能科技有限公司与广州陆恒能源服务公司完成 15MW/7.5MWh 储能辅助调频项目的收购，此外，公司积极布局储能行业中上游，进军储能产品制造，初期规划年产能 1GWh 的储能产品生产线进入建设阶段。氢能方面，2022 年 8 月，广东省发改委等 8 部门联合印发《广东省加快建设燃料电池汽车示范城市群行动计划（2022-2025 年）》，计划“十四五”期间，广东布局建设 300 座加氢站，其中示范城市群超 200 座。在制氢加氢领域，公司与中石化合作，合资成立广东中恒石化能源发展有限公司，建设集加油、加氢、充电、光伏发电、商业服务“五位一体”的综合能源站，预计随着广东省政策的逐步推进，公司有望持续受益。
- **投资建议与估值**。公司积极推动常规能源与新能源的发展，随着煤炭保供及限价政策的发展，火电业务盈利有望修复，实现困境反转。此外，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。我们预计公司 2022-2024 年收入分别为 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 1.49 亿元、1.72 亿元、2.55 亿元，增速分别为 -7.1%、15.1%、48.4%，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		2020	2021	2022E	2023E	2024E
流通 A 股(百万股):	822.10	营业收入(百万元)	3,462	3,928	4,614	4,360	5,077
52 周内股价区间(元):	5.52-9.46	(+/-)YOY(%)	7.2%	13.5%	17.4%	-5.5%	16.4%
总市值(百万元):	6,511.03	净利润(百万元)	780	160	149	172	255
总资产(百万元):	15,430.47	(+/-)YOY(%)	89.8%	-79.4%	-7.1%	15.1%	48.4%
每股净资产(元):	6.25	全面摊薄 EPS(元)	0.95	0.20	0.18	0.21	0.31
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	27.5%	5.2%	7.4%	9.9%	12.1%
		净资产收益率(%)	15.3%	3.1%	2.9%	3.2%	4.6%
		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	0.18	0.21	0.31
每股净资产	7.49	6.28	6.48	6.79
每股经营现金流	-0.57	2.65	2.16	3.31
每股股利	0.18	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	39.88	43.66	37.93	25.56
P/B	1.25	1.26	1.22	1.17
P/S	1.32	1.35	1.43	1.23
EV/EBITDA	38.37	7.34	6.49	5.55
股息率%	1.9%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	5.2%	7.4%	9.9%	12.1%
净利润率	4.5%	3.6%	4.4%	5.6%
净资产收益率	3.1%	2.9%	3.2%	4.6%
资产回报率	1.0%	0.8%	0.9%	1.1%
投资回报率	-0.3%	0.5%	0.9%	1.3%
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%	374.6%	109.0%	65.5%
净利润增长率	-79.4%	-7.1%	15.1%	48.4%
偿债能力指标				
资产负债率	63.4%	67.6%	68.6%	71.3%
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	0.7
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	149	172	255
少数股东损益	18	17	19	29
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	539	-344	-88
经营活动现金流	-393	2,176	1,779	2,724
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	1,195	65	-225

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 31 日  
 资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所

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	4,272	3,927	4,460
毛利率%	5.2%	7.4%	9.9%	12.1%
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	85	177	292
财务费用	207	293	335	399
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	161	191	300
营业外收支	34	34	34	34
利润总额	133	195	225	334
EBITDA	306	1,630	2,105	2,809
所得税	-45	29	34	50
有效所得税率%	-33.9%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	18	17	19	29
归属母公司所有者净利润	160	149	172	255

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,885	4,080	4,145	3,921
应收账款及应收票据	453	541	399	687
存货	969	1,168	789	1,368
其它流动资产	378	400	494	595
流动资产合计	4,685	6,189	5,828	6,570
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	18,168	19,349	22,223
短期借款	4,224	3,792	3,359	3,109
应付票据及应付账款	597	1,069	356	1,167
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,114	1,490	1,431	1,500
流动负债合计	5,935	6,350	5,146	5,775
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	12,276	13,266	15,856
实收资本	685	822	822	822
普通股股东权益	5,133	5,159	5,331	5,585
少数股东权益	716	733	753	782
负债和所有者权益合计	15,983	18,168	19,349	22,223

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

倪正洋，2021年加入德邦证券，任研究所大制造组组长、机械行业首席分析师，拥有5年机械研究经验，1年高端装备产业经验，南京大学材料学学士、上海交通大学材料学硕士。2020年获得iFinD机械行业最具人气分析师，所在团队曾获机械行业2019年新财富第三名，2017年新财富第二名，2017年金牛奖第二名，2016年新财富第四名。

## 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

	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	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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> 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。