

投资评级 优于大市 首次覆盖

电价机制理顺，光伏空间打开

股票数据

06月06日收盘价(元)	7.13
52周股价波动(元)	4.67-8.30
总股本/流通A股(百万股)	1151/1151
总市值/流通市值(百万元)	8210/8210

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	12.9	7.8	13.8
相对涨幅(%)	17.2	14.2	20.7

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:

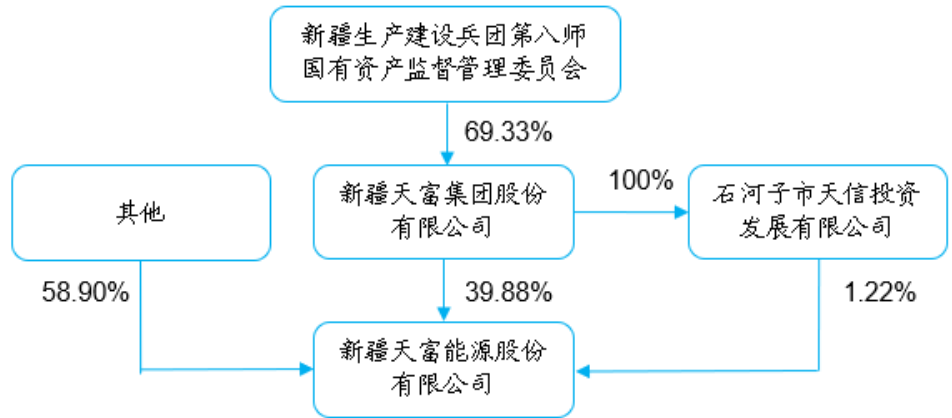
- 兵团第八师石河子市地区唯一电力供应商，具备独立、完备的输配电网体系。**截至22年末，公司控股装机容量316万千瓦，其中火电/水电/光伏装机容量分别为289/23/4万千瓦；22年全年上网电量175亿度，售电量200亿度。公司控股股东为新疆天富集团（合计控股41.1%），实控人为新疆生产建设兵团第八师国资委。22年实现归母净利润-1.99亿元，YOY-343%；23Q1归母净利润1.28亿元，YOY+158%，电价煤价双重影响下，23Q1扭亏为盈。
- 电价机制理顺协同煤价下行，“收入-成本”两端有望共振发力。**1) 电价端。22年7月，兵团下发输配电价调整文件（见表2、3），针对10kv及以上工业用户实行两部制电价，明确电网输配电价标准。该文件影响下，公司2H22电费增收7.3亿元，按公司半年售电量100亿度测算，度电增收约0.073元/度。2) 煤价端。测算22年公司度电燃料成本上涨0.05元/度至0.17元/度，对应标煤价格上涨约150元/吨，输配电价上调不能完全覆盖煤炭成本上涨，或是22年业绩下滑的主因。我们认为，23年公司输配电价上调有望全年覆盖，同时受益于电煤供需矛盾缓解，燃料成本困境有望逐步舒缓（22年新疆印发煤炭产能规划，预计“十四五”期间新疆新增煤炭产能1.6亿吨/年至4.6亿吨/年）；我们测算若全年电价继续上涨0.037元/度，标煤价格下降40元/吨，度电有望增利0.042元，23年有望增利约7.2亿元。
- 新疆新能源项目电价支持明确，石河子地区光伏“十四五”空间3GW。**公司于22年公告拟非公开募集15亿元投资建设兵团北疆石河子100万千瓦光伏基地中的天富40万千瓦光伏发电项目（根据中能建、中电建各自招标平台，剩余容量两家各负责30万千瓦）；根据公司22年年报，该100万千瓦项目预计将于23Q4实现全容量并网发电。根据新疆发改委22年4月发布的《完善我区新能源价格机制的方案》，明确平价新能源发电量全部纳入电力市场，目标上网电价0.262元/度，按此测算40万千瓦自建项目预计有望增厚24年归母净利润0.8亿元（发电+输配电）。我们认为，1) 新疆新建新能源电价底线受政策支持，电价上限则取决于石河子地区电力供需格局，光伏项目收益率有保障；2) 另外第八师石河子地区十四五规划并网光伏3GW，公司有望凭借厂网资源优势，在后续资源获取中保持强劲势头。
- 盈利预测与估值。**我们预计公司2023-25年实现归母净利润6.0、8.3、10.4亿元，对应EPS为0.52、0.72、0.90元。参考可比公司2023年18倍PE估值，兼顾公司厂网一体化优势，给予公司2023年18-20倍PE，对应合理价值区间9.36-10.40元，首次覆盖给予优于大市评级。
- 风险提示。**石河子地区用电需求、煤价下行、新能源装机等假设不及预期。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	7065	8143	9247	9546	9882
(+/-)YoY(%)	44.3%	15.3%	13.6%	3.2%	3.5%
净利润(百万元)	-45	-199	602	832	1041
(+/-)YoY(%)	-192.4%	-342.9%	403.1%	38.3%	25.2%
全面摊薄EPS(元)	-0.04	-0.17	0.52	0.72	0.90
毛利率(%)	13.0%	9.2%	20.6%	23.2%	25.2%
净资产收益率(%)	-0.8%	-3.5%	9.6%	11.7%	12.7%

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

图1 天富能源股权结构图 (截至 23Q1)


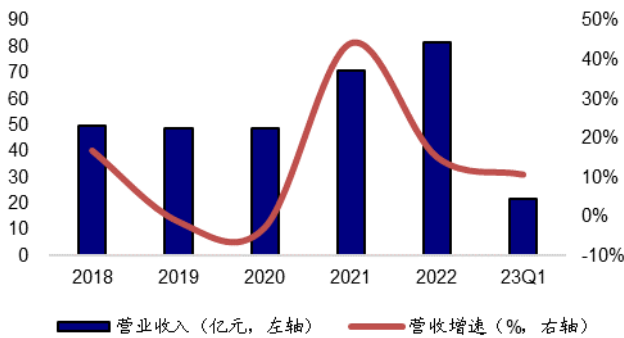
资料来源: wind, 海通证券研究所

表 1 子公司经营数据

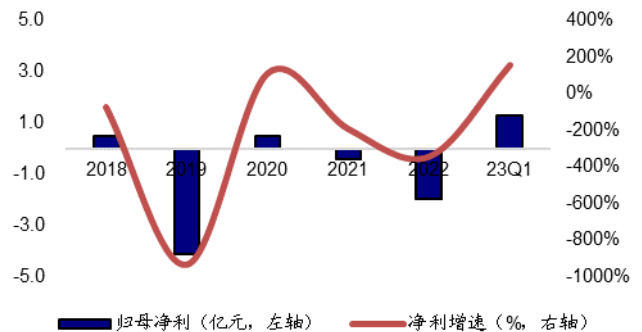
简称	主营业务	直接持股 比例 (%)	21 年		22 年	
			净利润 (万元)	权益利润 (万元)	净利润 (万元)	权益利润 (万元)
玛纳斯水利	水利发电; 水利工程设备制作、维护、安装	100	-70	-70	985	985
天富农电	电力供应销售	100	1472	1472	32	32
金阳新能源	太阳能、风能等新能源的开发和利用	100	803	803	2017	2017
肯斯瓦特	水力发电	100	-254	-254	668	668
天富售电	购售电业务、火力发电、供热	54	-9923	-5372	-16129	-8730
天源燃气	天然气的零售、储存	100	4463	4463	1716	1716
天富伟业	水利水电、电力、建筑工程	87	1986	1722	80	69
特种纤维	纸、保温材料等生产与销售	80	-218	-175	-0.11	-0.09
天富生化	丙酮酸生产、销售	75	163	123	983	738
南热电	电力、蒸汽的生产与销售	75	-4099	-3091	-3931	-2948
天富检测	检测、计量服务	100	-0.06	-0.06	-287	-287
泽众水务	生活饮用水; 城镇供水、排水、污水处理	100	1493	1493	154	154
绿能光伏	太阳能发电技术服务; 发电业务、输电业务、供(配)电业务	100		0	-30	-30

资料来源: 公司年报 (2021-22 年), 海通证券研究所

注: 由于存在内部抵消, 各子公司加总权益净利润与公司披露的归母略有差距。

图2 22 年营收增加主因为大工业电价调整, 供电量增加


资料来源: Wind, 22 年年报, 海通证券研究所

图3 输配电价上涨、煤价下行, 23Q1 扭亏为盈


资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 第八师电网输配电价表

用电分类	电度电价 (元/千瓦时)					容(需)量电价	
	不满 1 千伏	1~10 千伏	35 千伏	110 千伏	220 千伏	最大需量(元/千瓦·月)	变压器量(元/千伏安·月)
一般工商业及其他用电	0.1737	0.1707					
大工业用电		0.1305	0.0753	0.0620	0.0488	33	26

资料来源:关于收到兵团发改委核定 2022~2025 年第八师电网输配电价(试行)通知的公告,海通证券研究所
 注:公司于 2022 年 7 月收到新疆生产建设兵团发展和改革委员会明确输配电价的文件,主要内容包括,1)电网内直接交易的,上网电价参照每月《新疆电力交易中心月度电力市场信息披露报告》中公布的双边直接交易火电成交均价执行,输配电价按照上表执行。2)10 千伏及以上工业用户执行两部制电价。

表 3 八师各电压等级大工业用户到户电价构成表(两部制)(单位:元/千瓦时)

序号	电压等级	电度电价			基本电价	到户结算电价(预测)
		上网电价(参照 7 月火电交易均价)	政府性基金及附加	网内输配电价		
1	220KV	0.252	0.0041	0.0488	0.0458	0.3507
2	110KV	0.252	0.0041	0.062		0.3639
3	35KV	0.252	0.0041	0.0753		0.3772
4	10KV	0.252	0.0041	0.1305		0.4324

资料来源:关于收到兵团第八师发改委《关于执行<兵团贯彻落实关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革方案>的通知》的公告,关于《兵团发改委关于核定 2022~2025 年第八师电网输配电价(试行)的通知》实施的进展公告,海通证券研究所

注 1: ①到户度电电价(两部制)=电度电价+基本电价; ②电度电价=上网电价+政府性基金及附加+国内输配电价,电度电价中政府性基金及附加、国内输配电价由兵团核定,为固定数值。电网内直接交易的,上网电价(变化数值)参照每月《新疆电力交易中心月度电力市场信息披露报告》中公布的双边直接交易火电成交均价执行。③基本电价是根据用户装变容量按照 26 元/千伏安·月或根据用户最大需量按照 33 元/千瓦·月标准计算,后期会随每月实际用电负荷变化而变化,为变化数值。

注 2: 根据输配电价调整实施进展公告,本次纳入电价调整范围内的客户占公司 22 年售电量的 87.94%;截至 23 年 1 月,已签署新的供用电合同客户 2H22 用电量 40.17 亿千瓦时,占同期电价调整范围内客户用电量的 47.30%。已签署合同客户增量电费收入占同期电价调整范围内客户增量电费收入的 68.85%。

盈利预测核心假设:

- 1、电量:** 根据公司 22 年年报, 计划 2023 年全年发电量 196 亿度, 供电量 210 亿度, 外购电量不超过 32 亿度。按照该指引, 我们假设 **1) 供电量:** 2023-25 年公司供电量分别 210、221、232 亿度, 维持年均 5% 增长; **2) 自发电:** 火电利用小时 7150、水电利用小时 3000、光伏利用小时 1500 假设下, 2023-25 年自发电量分别为 196、202、205 亿度; **3) 外购电:** 按照供电总量减去自发电, 同时考虑石河子地区新增光伏发电量 (其余运营主体负责部分), 2023-25 年外购电每年约 30 亿度。
- 2、电价:** 2022 年 7 月起执行新输配电价政策, 2023 年该政策全年覆盖, 度电有望继续上涨约 0.037 元。
- 3、煤价:** 假设 2023-25 年煤价分别下降 40、30、30 元/吨。
- 4、新能源:** 根据公司 2022 年年报, 募投的 40 万千瓦光伏项目将于 2023 年四季度并网; 同时考虑公司厂网一体化优势与石河子地区十四五光伏新增 3GW 的规划, 假设公司 2025 年光伏装机有望突破 100 万千瓦。

表 4 盈利预测表

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
电力业务营收 (亿元)	48.5	59.8	68.7	70.5	72.6
电力业务 YOY (%)	38.7%	23.5%	14.8%	2.6%	3.0%
电力业务毛利率 (%)	14.4%	10.8%	24.5%	28.1%	30.9%
其他业务营收 (亿元)	22.2	21.6	23.8	25.0	26.2
其他业务 YOY (%)	58.1%	-2.7%	10.0%	5.0%	5.0%
其他业务毛利率 (%)	9.9%	4.9%	9.2%	9.2%	9.2%
合计营收 (亿元)	70.7	81.4	92.5	95.5	98.8
YOY (%)	44.3%	15.3%	13.6%	3.2%	3.5%
毛利率 (%)	13.0%	9.2%	20.6%	23.2%	25.2%

资料来源: 公司年报 (2021-22 年), 海通证券研究所

表 5 可比公司估值表 (单位: 倍)

	PE(TTM)	PE(2023E)	PE(2024E)	PE(2025E)	PB(MRQ)
华能国际	-36	15	12	10	3.1
华电国际	110	13	11	9	1.8
建投能源	-119	29	20	16	1.3
皖能电力	35	13	11	9	1.1
平均值	-15	18	13	11	1.8
天富能源	55	13	9	7	1.4

资料来源: Wind, 海通证券研究所

可比公司估值来自于 Wind 一致盈利预期 (2023/6/6), 天富能源估值来自于海通证券测算

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
每股指标 (元)					营业总收入	8143	9247	9546	9882
每股收益	-0.17	0.52	0.72	0.90	营业成本	7393	7346	7335	7393
每股净资产	4.95	5.47	6.20	7.10	毛利率%	9.2%	20.6%	23.2%	25.2%
每股经营现金流	0.80	1.99	2.26	2.63	营业税金及附加	56	92	95	99
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.7%	1.0%	1.0%	1.0%
价值评估 (倍)					营业费用	96	139	143	148
P/E	-41.34	13.64	9.87	7.88	营业费用率%	1.2%	1.5%	1.5%	1.5%
P/B	1.44	1.30	1.15	1.00	管理费用	330	481	458	455
P/S	1.01	0.89	0.86	0.83	管理费用率%	4.0%	5.2%	4.8%	4.6%
EV/EBITDA	9.88	6.52	5.51	4.31	EBIT	276	1258	1584	1857
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	486	363	329	294
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	6.0%	3.9%	3.4%	3.0%
毛利率	9.2%	20.6%	23.2%	25.2%	资产减值损失	-11	-10	-10	-10
净利润率	-2.4%	6.5%	8.7%	10.5%	投资收益	-34	20	20	20
净资产收益率	-3.5%	9.6%	11.7%	12.7%	营业利润	-262	866	1225	1533
资产回报率	-0.9%	2.8%	3.6%	4.6%	营业外收支	-1	-1	-1	-1
投资回报率	1.7%	6.4%	7.6%	8.8%	利润总额	-264	865	1224	1532
盈利增长 (%)					EBITDA	1484	2605	2941	3359
营业收入增长率	15.3%	13.6%	3.2%	3.5%	所得税	12	112	184	230
EBIT 增长率	-35.1%	355.1%	25.9%	17.2%	有效所得税率%	-4.5%	13.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	-342.9%	403.1%	38.3%	25.2%	少数股东损益	-77	150	208	260
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	-199	602	832	1041
资产负债率	71.7%	68.2%	65.4%	59.3%					
流动比率	0.59	0.53	0.60	0.68	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.45	0.28	0.44	0.42	货币资金	1745	1370	1745	2478
现金比率	0.20	0.16	0.19	0.30	应收账款及应收票据	1800	388	1852	469
经营效率指标					存货	286	929	274	938
应收账款周转天数	52.85	40.00	40.00	40.00	其它流动资产	1244	1742	1606	1841
存货周转天数	20.29	30.00	30.00	30.00	流动资产合计	5075	4429	5477	5726
总资产周转率	0.37	0.42	0.43	0.43	长期股权投资	641	641	641	641
固定资产周转率	0.54	0.62	0.65	0.67	固定资产	14803	15081	14250	15172
					在建工程	409	809	1809	409
					无形资产	176	171	166	161
					非流动资产合计	16734	17408	17571	17089
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	21809	21837	23048	22814
净利润	-199	602	832	1041	短期借款	3189	3389	3589	3389
少数股东损益	-77	150	208	260	应付票据及应付账款	1655	1079	1651	1101
非现金支出	1265	1377	1387	1532	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	522	344	310	275	其它流动负债	3738	3890	3888	3904
营运资金变动	-590	-184	-132	-81	流动负债合计	8582	8357	9128	8393
经营活动现金流	921	2288	2605	3028	长期借款	5082	4582	3982	3182
资产	-457	-2021	-1521	-1021	其它长期负债	1963	1963	1963	1963
投资	-6	0	0	0	非流动负债合计	7045	6545	5945	5145
其他	0	20	20	20	负债总计	15628	14903	15073	13538
投资活动现金流	-463	-2001	-1501	-1001	实收资本	1151	1151	1151	1151
债权募资	205	-300	-400	-1000	归属于母公司所有者权益	5699	6301	7133	8174
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	483	633	841	1102
其他	-745	-363	-329	-294	负债和所有者权益合计	21809	21837	23048	22814
融资活动现金流	-540	-663	-729	-1294					
现金净流量	-81	-375	375	733					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 06 月 06 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： 思源电气,中煤能源,福能股份,神火股份,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,信捷电气,电投能源,隆基绿能,科华数据,炬华科技,天地科技,阳光电源,国轩高科,华电国际,山西焦煤,汇川技术,亿纬锂能,潞安环能,江苏国信,爱旭股份,伟创电气,索通发展,璞泰来

投资评级说明

	类别	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;	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。
2. 市场基准指数的比较标准: 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。