

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

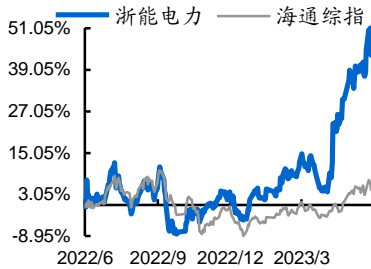
高韧性+高弹性提供业绩改善空间

股票数据

06月05日收盘价(元)	5.18
52周股价波动(元)	3.09-5.23
总股本/流通A股(百万股)	13409/13409
总市值/流通市值(百万元)	66239/66239

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	10.0	38.0	29.7
相对涨幅(%)	14.2	42.7	35.9

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) 23185698

Email: fyf11758@haitong.com

证书: S0850519100001

联系人: 阎石

Tel: (021) 23185741

Email: ys14098@haitong.com

投资要点:

- 23Q1 业绩大幅改善。**公司 23Q1 实现归母净利润为 10.11 亿元, YOY+61.19%, 主因煤炭价格有所回调, 公司控股机组及参股煤机经营效益上升。由于浙江省 1、2 月份全社会用电量下降, 23Q1 公司上网电量 308 亿千瓦时, YOY-7.6%。我们看好未来经济好转带来用电需求的回升, 公司未来业绩仍有增长点。
- 弹性较大, 有望受益煤价下跌。**公司煤电为主, 22 年受煤价高企影响归母净利润亏损 18.2 亿。23 年以来, 煤价持续下跌, 截至 5 月 26 日, 秦港 Q5500 动力煤报价 870 元/吨, 距离去年 10 月 24 日高点下跌 758 元/吨。我们测算公司在可比公司中长协煤比例较低, 为 20%~30%, 业绩受煤价影响的弹性较大; 倘若全年秦港煤均价保持在 950 元/吨的水平, 测算全年归母净利润 57 亿元。
- 投资收益稳定贡献归母净利。**公司深度布局核电领域, 参股中国核电以及秦山核电、核电秦山联营、秦山第三核电、三门核电等核电及核能多用途公司。核电业务贡献稳定现金流, 1H22 主要参股核电公司中, 核电秦山联营、秦山、三门核电有限公司合计贡献 6.6 亿净利润。公司还在进一步扩大核电投资规模, 于 3 月 3 日发布公告拟合资设立中广核苍南第二核电有限公司, 持有 31% 股权。
- 布局新能源制造, 优化产业结构布局。**公司于 22 年 11 月发布公告拟受让中来股份 9.7% 的股份, 已于 23 年 2 月完成过户。目前已签署对赌协议, 林建伟承诺中来股份三年内累计实现归母净利 16 亿元, 否则将对公司进行现金补偿。我们认为公司此举切入新能源高端装备制造制造业的新赛道, 推动“火力发电+新能源制造”双主业转型升级, 从而培育新的利润增长点, 增强公司核心竞争力与抗风险能力。
- 盈利预测与投资建议。**我们预计公司 23-25 年净利润分别为 59.1, 70.5, 84.2 亿元。我们认为参股核电公司成为公司业绩的压舱石, 公司或持续受益煤价回调带来的成本端的改善。参考可比公司 23 年 PE, 我们给予公司 2023 年 13-14xPE, 对应合理价值区间为 5.72-6.16 元/股, 首次覆盖给予“优于大市”评级。
- 风险提示: 煤价大幅反弹, 浙江电价下调风险。**

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	71076	80195	80337	82891	85469
(+/-)YoY(%)	37.5%	12.8%	0.2%	3.2%	3.1%
净利润(百万元)	-837	-1822	5912	7054	8419
(+/-)YoY(%)	-113.7%	-117.8%	424.4%	19.3%	19.4%
全面摊薄 EPS(元)	-0.06	-0.14	0.44	0.53	0.63
毛利率(%)	-2.1%	-4.0%	10.7%	13.0%	15.3%
净资产收益率(%)	-1.3%	-3.0%	8.8%	9.5%	10.2%

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)		
			2021	2022	2023E	TTM	2022	2023E
600011	华能国际	1296.2	-0.65	-0.28	0.63	-38.5	-37.2	16.4
000600	建投能源	142.1	-1.23	0.04	0.25	-127.3	187.5	31.0
600027	华电国际	643.6	-0.49	0.22	0.50	118.5	33.0	14.3
000543	皖能电力	151.0	-0.59	0.21	0.45	38.9	34.5	15.9
	平均值	600.4	(0.6)	0.0	0.5	(11.2)	28.6	17.6
600023	浙能电力	662.3	-0.06	-0.14	0.43	-47.6	-35.2	10.8

注：收盘价为 2023 年 6 月 2 日价格。
资料来源：Wind，海通证券研究所

盈利预测假设：假设全年秦港 Q5500 动力煤均价保持在 950 元/吨； 23-25 无新增控股风光装机。

表 2 分业务盈利预测

年份	2023E	2024E	2025E
火电业务收入 (亿元)	707.53	728.32	749.12
火电业务成本 (亿元)	626.94	626.00	623.95
其他业务收入 (亿元)	95.83	100.58	105.57
其他业务成本 (亿元)	90.69	95.20	99.94
总收入 (亿元)	803.4	828.9	854.7
总成本 (亿元)	717.63	721.20	723.89

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
每股指标 (元)					营业总收入	80195	80337	82891	85469
每股收益	-0.14	0.44	0.53	0.63	营业成本	83364	71763	72120	72389
每股净资产	4.57	5.01	5.54	6.17	毛利率%	-4.0%	10.7%	13.0%	15.3%
每股经营现金流	0.02	0.65	0.97	0.89	营业税金及附加	330	321	539	556
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.4%	0.4%	0.7%	0.7%
价值评估 (倍)					营业费用	0	0	0	0
P/E	-35.17	10.84	9.09	7.61	营业费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/B	1.05	0.95	0.86	0.78	管理费用	1649	1848	2072	2137
P/S	0.80	0.80	0.77	0.75	管理费用率%	2.1%	2.3%	2.5%	2.5%
EV/EBITDA	118.32	6.72	4.99	3.53	EBIT	-5226	6517	7944	10079
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	1271	1529	1388	1449
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.6%	1.9%	1.7%	1.7%
毛利率	-4.0%	10.7%	13.0%	15.3%	资产减值损失	-137	0	0	0
净利润率	-2.3%	7.4%	8.5%	9.9%	投资收益	3299	3100	3100	2900
净资产收益率	-3.0%	8.8%	9.5%	10.2%	营业利润	-3172	8111	9680	11556
资产回报率	-1.5%	4.8%	5.2%	6.0%	营业外收支	78	10	9	8
投资回报率	-5.6%	4.6%	5.2%	6.1%	利润总额	-3094	8121	9689	11564
盈利增长 (%)					EBITDA	626	12196	13681	15871
营业收入增长率	12.8%	0.2%	3.2%	3.1%	所得税	505	1624	1938	2313
EBIT 增长率	-44.9%	224.7%	21.9%	26.9%	有效所得税率%	-16.3%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润增长率	-117.8%	424.4%	19.3%	19.4%	少数股东损益	-1777	585	698	833
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	-1822	5912	7054	8419
资产负债率	44.2%	40.3%	39.8%	35.4%					
流动比率	1.12	1.62	1.99	2.77	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.85	1.45	1.73	2.59	货币资金	13123	22519	36229	48455
现金比率	0.49	0.98	1.34	2.10	应收账款及应收票据	9172	9875	9777	10487
经营效率指标					存货	5536	2437	5576	2467
应收账款周转天数	37.48	38.61	38.61	38.61	其它流动资产	1914	2550	2389	2616
存货周转天数	21.30	20.00	20.00	20.00	流动资产合计	29745	37382	53970	64025
总资产周转率	0.68	0.66	0.64	0.62	长期股权投资	30123	30123	30123	30123
固定资产周转率	1.80	1.99	2.28	2.67	固定资产	42292	38403	34219	29814
					在建工程	4967	4177	3624	3237
					无形资产	2439	2439	2439	2439
					非流动资产合计	91247	86568	81831	77039
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	120992	123950	135801	141064
净利润	-1822	5912	7054	8419	短期借款	10615	10615	10615	10615
少数股东损益	-1777	585	698	833	应付票据及应付账款	9374	5377	9448	5432
非现金支出	6021	5679	5737	5791	预收账款	50	0	0	0
非经营收益	-1931	-1648	-1648	-1341	其它流动负债	6507	7015	7044	7071
营运资金变动	-268	-1781	1221	-1816	流动负债合计	26547	23007	27107	23118
经营活动现金流	224	8748	13062	11885	长期借款	24540	24540	24540	24540
资产	-5227	-966	-966	-966	其它长期负债	2348	2348	2348	2348
投资	-2836	0	0	0	非流动负债合计	26887	26887	26887	26887
其他	2248	3100	3100	2900	负债总计	53434	49895	53995	50006
投资活动现金流	-5816	2134	2134	1934	实收资本	13409	13409	13409	13409
债权募资	9622	0	0	0	归属于母公司所有者权益	61285	67197	74251	82670
股权募资	355	0	0	0	少数股东权益	6273	6858	7555	8388
其他	-2115	-1486	-1486	-1592	负债和所有者权益合计	120992	123950	135801	141064
融资活动现金流	7861	-1486	-1486	-1592					
现金净流量	2278	9396	13710	12226					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 06 月 02 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, 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; 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。	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。
	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。