

火电业务持续修复，量价齐升渐显弹性

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年半年报, 实现营收 50.0 亿元, 同比增长 32.6%; 实现归母净利润 3.14 亿元, 同比增长 3359%, 业绩符合预期。
- **煤价中枢下行, 2023 年火电业务持续修复。** 2023H1 公司实现营收 50.0 亿元 (+32.6%), Q2 实现营收/归母净利润 28.3/2.9 亿元, 环比提升显著 (Q1 单季归母净利润为 0.3 亿元); 公司电力主业盈利持续修复, Q2 业绩释放明显强于 Q1, 主要系 23 年以来煤价中枢整体下行, Q1 煤价仍处于相对高位, 6 月 30 日秦皇岛煤价较 4 月初下滑近 23.4%; 截至 2023 年 8 月 18 日, 秦皇岛 Q5500 动力煤价格为 805 元/吨, 较年初下降 33.1%。考虑到下游库存仍处于高位, 下半年煤价或将保持低位震荡运行, 公司业绩有望进一步释放。
- **量价齐升渐显弹性, 新增装机保障长期增长。** 2023H1, 全国火电平均利用小时数为 2142 小时 (+4.1%), 公司发电量同比增长 40.0%。考虑未来电力供需形式仍然偏紧, 广东作为用电缺口大省, 在云南地区来水偏枯背景下, 公司火电保供优势凸显, 发电量或将持续提升; 23 年广东年度电力双边协商交易均价为 0.554 元/千瓦时 (+11.4%), 公司有望量价齐升双驱动。在建新增装机方面, 陆丰甲湖湾电厂 (2GW) 预计 24 年底投产, 未来火电装机量有望持续提升。
- **梅州客商银行稳中求进, 参股公司收益同比下滑。** 2023H1 公司参股投资的梅州客商银行、东方富海、汕尾后湖海上风电项目分别实现净利润约 0.8、1.0、1.7 亿元, 分别同比+1.6%/-19%/-31%; 海上风电净利减少, 我们认为主要系来风情况不及去年, 机组可利用率同比有所下降。2023H1 公司实现投资净收益 0.7 亿元, 占净利润的 22.3% (22 年同期为 988.9%)。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 23-25 年归母净利润分别为 15.7 亿元/18.9 亿元/28.9 亿元, 对应 23-25 年 PE 分别为 9/8/5 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 煤价上行风险, 电价波动风险, 投资业务盈利不及预期风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9415.00	9750.84	9933.85	13689.23
增长率	0.05%	3.57%	1.88%	37.80%
归属母公司净利润(百万元)	183.17	1570.84	1894.27	2888.78
增长率	-77.78%	757.58%	20.59%	52.50%
每股收益EPS(元)	0.08	0.72	0.87	1.33
净资产收益率ROE	1.62%	11.77%	12.90%	17.08%
PE	80.2	9.3	7.8	5.1
PB	1.30	1.10	1.00	0.87

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 池天惠
执业证号: S1250522100001
电话: 13003109597
邮箱: cth@swsc.com.cn

分析师: 刘洋
执业证号: S1250523070005
电话: 18019200867
邮箱: ly21@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	21.76
流通A股(亿股)	21.74
52周内股价区间(元)	4.72-7.84
总市值(亿元)	146.87
总资产(亿元)	206.64
每股净资产(元)	5.30

相关研究

1. 宝新能源(000690): 电力主业盈利短期承压, 金融投资业绩高增 (2023-04-19)
2. 宝新能源(000690): 广东民营火电龙头, 量价齐升成本优化 (2023-02-16)

盈利预测

关键假设：

假设 1：截至 2022 年底，公司存量火电装机容量为 347 万千瓦，考虑公司火电机组装机规划，预计公司 2023-2025 年装机量分别为 347/347/497 万千瓦；由于短期内电力供需仍偏紧，假设 2023-2025 年火电机组利用小时数分别为 5335/5550/5100（广东陆丰甲湖湾电厂 3、4 号机组扩建工程项目预计于 2024 年底投产，故拉低平均利用小时数）；电价小幅上涨，2023-2025 年分别为 0.61/0.63/0.63 元/千瓦时；

假设 2：公司风电板块相对稳定，预计 2023-2025 年装机量保持 4.8 万千瓦，机组利用小时数分别为 1200/1170/1150 小时，平均上网电价为 0.69/0.72/0.74 元/千瓦时；

假设 3：公司 2023-2025 年其他业务收入增速保持 5%。

假设 4：公司 2023-2025 年入炉标煤单价分别为 1075/980/975 元/吨。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2022A	2023E	2024E	2025E
火电	收入	91.22	94.41	96.09	133.50
	增速	-1.0%	3.5%	1.8%	38.9%
	毛利率	4.8%	17.4%	22.1%	25.6%
风电	收入	0.30	0.34	0.35	0.35
	增速	8.7%	13.0%	1.7%	1.0%
	毛利率	-23.7%	6.0%	7.0%	9.0%
其他业务	收入	2.63	2.76	2.90	3.04
	增速	58.6%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	31.5%	40.0%	40.0%	40.0%
合计	收入	94.2	97.5	99.3	136.9
	增速	0.0%	3.6%	1.9%	37.8%
	毛利率	5.4%	18.3%	22.9%	26.1%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9415.00	9750.84	9933.85	13689.23	净利润	183.17	1570.84	1894.27	2888.78
营业成本	8904.47	7963.24	7662.51	10114.14	折旧与摊销	749.98	765.41	776.06	786.69
营业税金及附加	46.03	48.75	49.67	68.45	财务费用	163.79	220.67	223.95	310.05
销售费用	5.01	8.78	7.95	9.58	资产减值损失	-226.33	-248.96	-199.17	-219.09
管理费用	187.64	195.02	198.68	273.78	经营营运资本变动	-3507.43	2157.83	-463.44	-1040.54
财务费用	163.79	220.67	223.95	310.05	其他	3832.76	-3019.48	-33.72	-36.62
资产减值损失	-226.33	-248.96	-199.17	-219.09	经营活动现金流净额	1195.94	1446.31	2197.96	2689.26
投资收益	245.13	250.00	250.00	250.00	资本支出	575.38	-200.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	20.16	30.77	-17.30	11.21	其他	-678.76	500.77	482.70	511.21
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-103.38	300.77	282.70	311.21
营业利润	158.25	1844.11	2222.97	3393.54	短期借款	767.14	-1050.05	-500.00	0.00
其他非经营损益	8.87	3.93	5.58	5.03	长期借款	253.78	200.00	-300.00	-300.00
利润总额	167.13	1848.04	2228.55	3398.56	股权融资	32.32	0.00	0.00	0.00
所得税	-16.04	277.21	334.28	509.78	支付股利	-108.79	-64.11	-549.79	-662.99
净利润	183.17	1570.84	1894.27	2888.78	其他	-740.46	513.69	-223.95	-310.05
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	203.99	-400.47	-1573.75	-1273.04
归属母公司股东净利润	183.17	1570.84	1894.27	2888.78	现金流量净额	1294.04	1346.60	906.92	1727.44
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	5933.78	7280.38	8187.30	9914.74	成长能力				
应收和预付款项	1113.92	1259.98	1284.08	1769.41	销售收入增长率	0.05%	3.57%	1.88%	37.80%
存货	521.05	1523.14	1594.77	2264.82	营业利润增长率	-84.01%	1065.28%	20.54%	52.66%
其他流动资产	265.74	300.86	303.65	360.90	净利润增长率	-77.78%	757.58%	20.59%	52.50%
长期股权投资	2500.26	2500.26	2500.26	2500.26	EBITDA 增长率	-45.60%	164.01%	13.88%	39.32%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	8229.65	7685.13	7129.95	6564.15	毛利率	5.42%	18.33%	22.86%	26.12%
无形资产和开发支出	632.96	614.17	595.37	576.58	三费率	3.79%	4.35%	4.33%	4.33%
其他非流动资产	898.94	646.85	394.76	142.66	净利率	1.95%	16.11%	19.07%	21.10%
资产总计	20096.31	21810.77	21990.14	24093.52	ROE	1.62%	11.77%	12.90%	17.08%
短期借款	2050.05	1000.00	500.00	500.00	ROA	0.91%	7.20%	8.61%	11.99%
应付和预收款项	675.41	920.32	655.91	763.03	ROIC	3.50%	17.22%	20.22%	29.72%
长期借款	4766.69	4966.69	4666.69	4366.69	EBITDA/销售收入	11.39%	29.03%	32.44%	32.80%
其他负债	1316.05	1579.44	1478.76	1549.23	营运能力				
负债合计	8808.20	8466.45	7301.36	7178.95	总资产周转率	0.47	0.47	0.45	0.59
股本	2175.89	2175.89	2175.89	2175.89	固定资产周转率	1.16	1.30	1.43	2.15
资本公积	2985.78	2985.78	2985.78	2985.78	应收账款周转率	7.96	8.15	7.76	8.92
留存收益	6136.85	7643.58	8988.06	11213.84	存货周转率	4.61	3.16	4.92	5.24
归属母公司股东权益	11288.11	13344.31	14688.79	16914.58	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.13%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	11288.11	13344.31	14688.79	16914.58	资产负债率	43.83%	38.82%	33.20%	29.80%
负债和股东权益合计	20096.31	21810.77	21990.14	24093.52	带息债务/总负债	77.39%	71.66%	72.13%	69.18%
					流动比率	1.96	3.00	4.39	5.17
					速动比率	1.83	2.56	3.77	4.35
					股利支付率	59.40%	4.08%	29.02%	22.95%
					每股指标				
					每股收益	0.08	0.72	0.87	1.33
					每股净资产	5.19	6.13	6.75	7.77
					每股经营现金	0.55	0.66	1.01	1.24
					每股股利	0.05	0.03	0.25	0.30
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	1072.02	2830.20	3222.99	4490.27					
PE	80.18	9.35	7.75	5.08					
PB	1.30	1.10	1.00	0.87					
PS	1.56	1.51	1.48	1.07					
EV/EBITDA	14.26	4.78	3.74	2.29					
股息率	0.74%	0.44%	3.74%	4.51%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyif@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	徐铭婉	销售经理	15204539291	15204539291	xumw@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
