

放下包袱，轻装上阵

2022年03月09日

➤ **事件概述：**公司召开董事会会议，审议通过了《关于公司计提资产减值准备的议案》，并聘任陈涛为公司副总裁（主持工作）。

➤ **吴忠热电计提减值超 5 亿。**2021 年度公司拟确认各类减值 5.17 亿元，其中，除信用减值 459 万元外，全部为计提控股电厂宁夏吴忠热电的资产减值。吴忠热电由公司 2015 年收购自国电电力，因宁夏地区电价、热价偏低，且燃煤成本受市场行情波动影响较大，所以自 2016 年底建成投产后持续亏损，但此前因部分原因未计提减值。2021 年在前所未有的高煤价压力下，吴忠电厂大幅亏损至净资产为负，因此在减值测试评估后计提减值 5.12 亿元。

➤ **资产结构优异，风险相对可控。**与其他火电企业受煤价影响业绩波动较大不同，公司火电板块经营稳健。因煤耗远低于行业平均水平，煤电板块即使在煤价相对较高时期也能保证盈利，虽 2021 年极端情况下出现亏损，但情况仍好于绝大多数同业。此外，两部制的容量电价、气源自给，确保收入、成本均可控，公司气电板块旱涝保收；参股的煤、气、水、核、风各类发电企业以及其他各类金融资产，年均实现投资收益约 14 亿元，在营业利润中占比超四成且波动性较小。

➤ **新能源利润丰厚，发展势头迅猛。**随着装机规模扩张、煤电板块下行，新能源对公司利润的贡献已举足轻重。在建工程陆续投产、现金流充裕，公司“十四五”规划明确年均新增 1.6-2.0GW 风、光装机，五年 CAGR 约 40%。预计到 2025 年，风、光将在公司装机中占比过半、在发电量中占比约三分之一。

➤ **投资建议：**公司“十四五”规划明确、管理层调整陆续到位，放下包袱后轻装上阵，可更好地发力双碳目标。根据此次减值情况调整对公司的盈利预测，预计 21 年 EPS 为 0.39 元（前值 0.49 元），维持 22/23 年 EPS 预测值 0.70/0.73 元不变，对应 3 月 8 日收盘价 PE 分别为 16.5/9.3/8.8 倍。考虑到近期火电板块的股价调整，给予公司 2022 年 12 倍 PE、目标价 8.40 元，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**1) 宏观经济承压降低用电需求；2) 燃料价格上涨提高运营成本；3) 电力市场竞争降低上网电价；4) 供应结构调整压制机组出力。

推荐

维持评级

当前价格：

6.49 元

目标价：

8.40 元



分析师：严家源

执业证号：S0100521100007

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

相关研究

1. 申能股份(600642)公司深度研究:低调前行，不鸣则已

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	19709	23830	26447	27272
增长率(%)	-49.3	20.9	11.0	3.1
归属母公司股东净利润(百万元)	2393	1927	3437	3605
增长率(%)	4.6	-19.5	78.3	4.9
每股收益(元)	0.49	0.39	0.70	0.73
PE	13.3	16.5	9.3	8.8
PB	0.8	1.0	0.9	0.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 03 月 08 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	19709	23830	26447	27272
营业成本	15867	20686	21275	21781
营业税金及附加	131	119	132	136
销售费用	5	5	5	5
管理费用	772	834	899	900
研发费用	17	24	26	27
EBIT	2310	2162	4109	4422
财务费用	799	834	913	998
资产减值损失	0	-512	0	0
投资收益	1425	1965	1342	1342
营业利润	3457	2968	4750	4984
营业外收支	31	40	40	40
利润总额	3488	3008	4790	5024
所得税	448	439	599	628
净利润	3040	2569	4191	4396
归属于母公司净利润	2393	1927	3437	3605
EBITDA	4899	5208	7758	8634

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2023E
货币资金	8768	8937	9069	9257
应收账款及票据	5052	6104	6779	6991
预付款项	325	424	436	447
存货	620	809	832	851
其他流动资产	1719	2135	2145	2148
流动资产合计	16484	18409	19261	19693
长期股权投资	9204	9704	11204	12704
固定资产	33798	39141	48314	50069
无形资产	306	394	479	561
非流动资产合计	59814	68330	71790	75567
资产合计	76298	86739	91051	95261
短期借款	6946	5118	2627	1369
应付账款及票据	5563	7252	7459	7636
其他流动负债	3979	7826	7912	7956
流动负债合计	16488	20197	17998	16961
长期借款	12897	11897	10897	9897
其他长期负债	7978	14004	18945	22514
非流动负债合计	20876	25901	29842	32412
负债合计	37363	46098	47840	49372
股本	4912	4912	4912	4912
少数股东权益	8087	8729	9483	10275
股东权益合计	38935	40641	43211	45888
负债和股东权益合计	76298	86739	91051	95261

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-49.26	20.91	10.98	3.12
EBIT 增长率	25.53	-6.39	90.02	7.62
净利润增长率	4.64	-19.46	78.34	4.90
盈利能力 (%)				
毛利率	19.49	13.19	19.56	20.14
净利润率	15.42	10.78	15.85	16.12
总资产收益率 ROA	3.14	2.22	3.77	3.78
净资产收益率 ROE	7.76	6.04	10.19	10.12
偿债能力				
流动比率	1.00	0.91	1.07	1.16
速动比率	0.94	0.85	1.00	1.08
现金比率	0.53	0.44	0.50	0.55
资产负债率 (%)	48.97	53.15	52.54	51.83
经营效率				
应收账款周转天数	87.67	87.67	87.67	87.67
存货周转天数	14.27	14.27	14.27	14.27
总资产周转率	0.26	0.27	0.29	0.29
每股指标 (元)				
每股收益	0.49	0.39	0.70	0.73
每股净资产	6.28	6.50	6.87	7.25
每股经营现金流	0.99	1.07	1.43	1.69
每股股利	0.28	0.28	0.33	0.35
估值分析				
PE	13	17	9	9
PB	0.8	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	7.64	8.96	6.19	5.69
股息收益率 (%)	4.31	4.31	5.08	5.39

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	3040	2569	4191	4396
折旧和摊销	2589	3046	3649	4211
营运资金变动	-464	278	-429	-23
经营活动现金流	4845	5271	7028	8287
资本开支	-4436	-11022	-5569	-6449
投资	-2111	-500	-1500	-1500
投资活动现金流	-5462	-6057	-5727	-6607
股权募资	0	0	0	0
债务募资	2312	3198	1450	1311
筹资活动现金流	-766	955	-1169	-1493
现金净流量	-1384	170	132	188

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001