

**聚焦成长的能源环保服务商****—深圳能源（000027）深度报告**

所属部门：行业公司部

报告类别：公司研究报告

报告时间：2022 年 7 月 19 日

分析师：孙灿

执业证书：S1100517100001

联系方式：Suncan@cczq.com

北京：东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 6 层，100005

深圳：福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

上海：陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

成都：高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

❖ **公司定位于成长性的低碳清洁、多元综合、国际化的综合城市能源和环保服务商。**

公司“十四五”战略发展规划中明确提出：坚定不移实施转型发展培育新动能，紧抓“双区”建设重大历史机遇，聚焦“30·60-碳达峰、碳中和”重大战略目标，打造以“清洁电力、生态环保、综合燃气、能源国际”为核心，构建以“能源科技、金融资本”为驱动的“四核双驱”六大板块，努力将公司塑造成为具有国际影响力的清洁能源与生态环保综合服务商。

**多元化综合能源供应业务。**公司锚定绿色低碳发展路线，持续加大风电、光伏等能源项目开发力度和广度，促进新旧发展动能有机联动，转换增长动能。同时积极开拓可再生能源领域新业态，在特高压外送、矿山治理、光伏制氢、农光互补、共享储能、分散式风电等领域探索发展新项目，项目在全国各地多点开花。

**能源环保和综合燃气业务。**公司能源环保产业链条拓展至清运一体化、污泥处置、农林生物质发电、厨余垃圾处理、建筑垃圾资源化等领域。公司紧密围绕做实做细综合燃气的战略目标，进一步夯实城市燃气、城市高压管网、LNG 接收站和天然气贸易业务上中下游全产业链布局，产业协同和规模效应进一步体现。

❖ **公司传统煤电业务，受益于国家对煤炭价格的管控，公司相应业务收益 2022 有望改善。**发改委在 2022 年 2 月 24 日发布的关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知。在通知中着力强调引导煤炭价格在合理区间运行以及同时完善煤、电价格传导机制以及引导煤、电价格主要通过中长期交易形成两个重要要求。公司承担深圳的电力保障职责，公司将充分利用相关规则，控制采购煤价，以确保公司燃煤成本受控，保障正常的城市燃煤供电和供热的稳定运行。

❖ **首次覆盖予以“增持”评级**

我们预计 2022-2024 年，公司可实现营业收入 356.00（同比增长 9.27%）、424.49 和 506.55 亿元，归属母公司净利润 26.06、33.98 和 45.26 亿元。总股本 47.57 亿股，对应 EPS0.55、0.71 和 0.95 元。估值要点如下：2022 年 7 月 18 日，股价 6.81 元，对应市值 324 亿元，2022-2024 年 PE 约为 12、10 和 7 倍。公司以科技和资本为驱动，布局清洁电力、生态环保、综合燃气、能源国际四大核心业务，定位于成长性的国际化的清洁能源和生态环保城市综合服务商，充分受益国家双碳战略和双区（粤港澳大湾区建设与深圳建设中国特色社会主义先行示范区）战略。

❖ **风险提示：煤炭价格控制，新能源扩张进展，智慧能源业务拓展低于预期。**

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

**盈利预测与估值**

|          | 2021A    | 2022E    | 2023E    | 2024E    |
|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万) | 31569.55 | 35600.26 | 42449.57 | 50655.20 |
| +/-%     | 54.34%   | 12.77%   | 19.24%   | 19.33%   |
| 净利润(百万)  | 2128.52  | 2606.27  | 3398.77  | 4526.31  |
| +/-%     | -46.57%  | 22.45%   | 30.41%   | 33.17%   |
| EPS(元)   | 0.45     | 0.55     | 0.71     | 0.95     |
| PE       | 15.22    | 12.43    | 9.53     | 7.16     |

资料来源：公司公告，预测截止日期 2022 年 7 月 18 日，川财证券研究所

## 正文目录

|                                                         |    |
|---------------------------------------------------------|----|
| 一、 公司发展历程、实际控制人和股权结构.....                               | 5  |
| 1.1. 公司发展历程.....                                        | 5  |
| 1.2. 公司上市以来主营业务的变化情况: .....                             | 5  |
| 1.3. 控股股东和实际控制人基本情况及最新股权结构.....                         | 6  |
| 1.3.1. 控股股东和实际控制人 .....                                 | 6  |
| 1.3.2. 公司最新股权结构: 公司实际控制人未发生变化 .....                     | 7  |
| 二、 营业务结构和变化.....                                        | 8  |
| 2.1 主要业务和产品.....                                        | 8  |
| 2.1.1. 主营业务概述 .....                                     | 8  |
| 2.1.2. 主营业务结构 .....                                     | 8  |
| 2.1.3. 收入、利润和盈利能力变化 .....                               | 9  |
| 2.2 公司的主要业务布局和发展战略规划.....                               | 10 |
| 2.2.1. 能源电力板块 .....                                     | 11 |
| 2.2.2. 能源环保板块 .....                                     | 12 |
| 三、 公司近年重大资本运作.....                                      | 12 |
| 3.1 公司近年重大资本运作情况.....                                   | 12 |
| 3.2 2013 年非公开增发项目融资 .....                               | 13 |
| 3.3 公司近三年的收购项目.....                                     | 13 |
| 四、 投资建议.....                                            | 14 |
| 4.1 投资逻辑和观点.....                                        | 14 |
| 4.1.1. 公司坚持清洁能源经营特色, 定位于低碳、多元、国际化的成长性综合城市能源和环保服务商 ..... | 14 |
| 4.1.2. 传统煤电业务, 受益于国家对煤炭价格的管控, 公司相应业务收益 2022 有望改善 .....  | 15 |
| 4.2 盈利预测与估值比较.....                                      | 15 |
| 4.2.1. 盈利预测 .....                                       | 15 |
| 4.2.2. 估值比较 .....                                       | 17 |
| 盈利预测.....                                               | 18 |
| 风险提示.....                                               | 19 |
| 相关报告.....                                               | 19 |

## 图表目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 图 1: 公司与控股股东之间的产权及控制关系的方框图.....  | 6  |
| 图 2: 2021 年年度业务分行业收入结构 .....     | 8  |
| 图 3: 2021 年年度发电业务分类收入结构 .....    | 8  |
| 图 4: 2021 年年度业务分行业毛利结构 .....     | 9  |
| 图 5: 2021 年年度发电业务分行业毛利结构 .....   | 9  |
| 图 6: 历年收入和毛利变化 (单位: 亿元) .....    | 9  |
| 图 7: 历年营业利润和净利润 (单位: 亿元) .....   | 9  |
| 图 8: 销售毛利率和净利率变化 (%) .....       | 10 |
| 图 9: 投资回报情况 (单位: 亿元) .....       | 10 |
| 图 10: 负债结构和流动性 (%) .....         | 10 |
| 图 11: 杠杆运用和资产运营状况 (单位: 亿元) ..... | 10 |
| 表格 1. 公司 2022 年一季报最新十大股东情况 ..... | 7  |
| 表格 2. 公司近年重大资本运作关键时间节点和状态 .....  | 12 |
| 表格 3. 2013 定向增发项目融资 .....        | 13 |
| 表格 4. 近年公司对外收购的关键时间节点和内容 .....   | 13 |
| 表格 5. 近年公司对外投资的关键时间节点和内容 .....   | 14 |
| 表格 6. 公司分业务收入和毛利率假设 .....        | 16 |
| 表格 7. 可比公司估值 .....               | 17 |

## 一、公司发展历程、实际控制人和股权结构

### 1.1. 公司发展历程

深能集团起步于 1985 年，是一家承担深圳经济特区电力投资建设及运营的国有控股企业。目前该集团已发展为国内大型区域性独立发电企业之一，深圳市国有企业综合实力排名中位居第一，并在该市电力行业占据主导地位。其控股上市公司深圳能源于 1993 年以深圳市能源总公司（即深能集团前身）持有的主要资产妈湾电力 55% 股权折股设立，并于 2000 年进一步向深能集团收购西部电力 51% 股权。

为改善深能源的公司治理结构，全面提升核心竞争力，进一步提高上市公司质量，深能源 2007 年拟发行股份向深能集团购买深能集团拥有的除深能源股权、直接和间接持有的珠海洪湾及深南电股权、少数目前尚未明确产权的非主业房产等其余电力股权资产和其余非主业房产资产外的全部资产（标的资产），并将在满足收购前提条件时，自筹资金向深能集团收购其余电力股权资产和其余非主业房产资产。

### 1.2. 公司上市以来主营业务的变化情况：

1997 年 9 月 8 日，经营范围变更为：各种常规能源和新能源的投资开发；高新技术的研究开发；投资兴办与能源有关的实业（具体项目另行申报）；经营进出口业务（具体按深贸管审证字第 854 号文规定办理）。

1999 年 8 月 26 日，经营范围变更为：各种常规能源和新能源的投资开发；高新技术的研究开发；投资兴办与能源有关的实业（具体项目另行申报）；经营进出口业务（具体按深贸管审证字第 854 号文规定办理）；经营国产汽车（不含小轿车）；汽车配件的购销。

2008 年 4 月 7 日，经营范围变更为：各种常规能源和新能源的开发、生产、购销；投资和经营能提高能源使用效益的高科技产业；投资和经营与能源相关的原材料的开发和运输、港口、码头和仓储工业等；经营和进出口本公司能源项目所需的成套设备、配套设备、机具和交通工具等；投资和经营与能源相配套的地产、房地产业和租赁等产业；各种能源工程项目的设计、施工、管理和经营，以及与能源工程相关的人员培训、咨询及其他相关服务业务；环保技术开发、转让和服务；物业管理、自有物业租赁；能提高社会经济效益的其他业务。

2009 年 1 月 9 日，经营范围变更为：各种常规能源和新能源的开发、生产、购销；投资和经营能提高能源使用效益的高科技产业；投资和经营与能源相关的原材料的开发和运输、港口、码头和仓储工业等；经营和进出口本公司能源项目所需的成套设备、配套设备、机具和交通工具等；投资和经营与能源相配套的地产、房地产业和租赁等产业；各种能源工程项目的设计、施工、管理和经营，以及与能源工程相关的人员培训、咨询及其他相关服务业务；环保技术开发、转让和服务；物业管理、自有物业租赁；

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

在合法取得土地使用权范围内从事房地产开发经营；能提高社会经济效益的其他业务。

2012年9月19日，经营范围变更为：各种常规能源和新能源的开发、生产、购销；投资和经营能提高能源使用效益的高科技产业；投资和经营与能源相关的原材料的开发和运输、港口、码头和仓储工业等；经营和进出口本公司能源项目所需的成套设备、配套设备、机具和交通工具等；投资和经营与能源相配套的地产、房地产业和租赁等产业；各种能源工程项目的设计、施工、管理和经营，以及与能源工程相关的人员培训、咨询及其他相关服务业务；环保技术开发、转让和服务；物业管理、自有物业租赁；在合法取得土地使用权范围内从事房地产开发经营；从事信息系统运营维护，系统集成，软件开发的信息技术服务；计算机软硬件、电子产品、耗材、办公设备的销售与租赁；能提高社会经济效益的其他业务。

### 1.3. 控股股东和实际控制人基本情况及最新股权结构

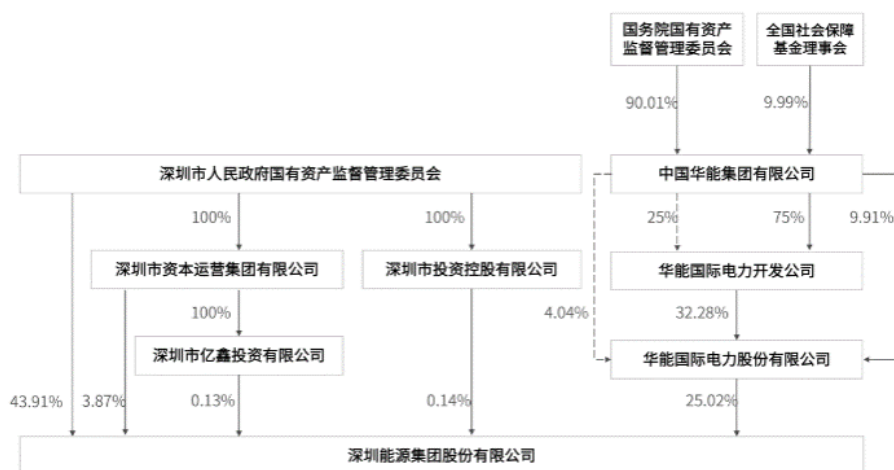
#### 1.3.1. 控股股东和实际控制人

公司历次控股股东的变更情况：1997年7月16日，控股股东深圳市能源总公司名称变更为深能集团。2012年1月13日，控股股东由深能集团变更为深圳市深能能源管理有限公司。2013年2月8日，控股股东由深圳市深能能源管理有限公司变更为深圳市国资委。

截至2021年底，公司的控股股东和实际控制人都是深圳市国资委。深圳市国资委作为深圳市政府的直属特设机构，仅代表国家履行出资人职责，对授权监管的国有资产依法进行监督和管理，不开展具体生产经营活动。

控股股东报告期内控股和参股的其他境内外上市公司的股权情况：直接持有深圳市燃气集团股份有限公司（简称“深圳燃气”，代码 601139）40.10%股权；直接持有深圳市振业(集团)股份有限公司（简称“深振业A”，代码 000006）21.93%股权。

图 1：公司与控股股东之间的产权及控制关系的方框图



资料来源：公告；公司年报，iFinD，川财证券研究所，时间截至2021年底

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

### 1.3.2. 公司最新股权结构：公司实际控制人未发生变化

根据 2022 年一季报披露信息，深圳市国资委直接持有公司 20.89 亿股，占公司总股本的 43.91%，为公司控股股东。公司最终的实际控制人也是深圳市国资委，最终持有公司 48.05% 的股权。

**表格 1. 公司 2022 年一季报最新十大股东情况**

| 排名 | 股东名称                               | 持股数量(股)       | 占总股本比例(%) | 变化    |
|----|------------------------------------|---------------|-----------|-------|
| 1  | 深圳市人民政府国有资产监督管理委员会                 | 2,088,856,782 | 43.91%    | 不变    |
| 2  | 华能国际电力股份有限公司                       | 1,190,089,991 | 25.02%    | 不变    |
| 3  | 深圳市资本运营集团有限公司                      | 184,181,107   | 3.87%     | 不变    |
| 4  | 香港中央结算有限公司                         | 43,822,543    | 0.92%     | 比上期增加 |
| 5  | 广东电力发展股份有限公司                       | 15,120,000    | 0.32%     | 不变    |
| 6  | 中国农业银行股份有限公司-中证 500 交易型开放式指数证券投资基金 | 8,993,289     | 0.19%     | 比上期减少 |
| 7  | 深圳市投资控股有限公司                        | 6,773,476     | 0.14%     | 不变    |
| 8  | 深圳市亿鑫投资有限公司                        | 5,982,505     | 0.13%     | 不变    |
| 9  | 李翔华                                | 5,545,000     | 0.12%     | 不变    |
| 10 | 中国国际金融香港资产管理有限公司-客户资金 2            | 5,209,383     | 0.11%     | 新进    |
| 11 | 合计                                 | 3,554,574,076 | 74.73%    | --    |

资料来源：公司公告；2022 年一季报，iFind，川财证券研究所

## 二、营业务结构和变化

### 2.1 主要业务和产品

#### 2.1.1. 主营业务概述

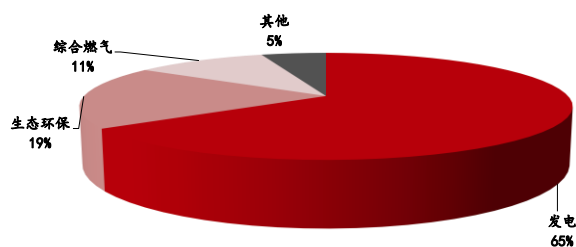
公司所从事的主要业务是各种常规能源和新能源的开发、生产、购销，以及城市固体废物处理、废水处理和城市燃气供应等。公司“十三五”战略发展规划明确以“创新、协调、绿色、开放、共享”为发展理念，确立了一个战略定位，即成为具有创新力和竞争力的低碳清洁能源领跑者和城市环境治理领跑者；实现“两个转变”，即从单一发电企业向综合性能源企业转变，从地区性企业向区域性、全国型乃至跨国型企业转变；打造“三轮两翼”产业体系，即在有效增长的基础上，逐步构建以能源电力、能源环保及能源燃气为核心业务，能源资本、能源置地为支撑业务的协同发展产业体系。近年来公司积极推进结构优化，加快产业布局 and 区域布局，可再生能源、环保和燃气板块快速发展。

#### 2.1.2. 主营业务结构

截至 2021 年年底，公司主营业务主要是能源电力、能源环保和能源燃气三个板块，发电业务中，公司目前包括燃煤、燃机、风电、光伏和水电五类发电业务。

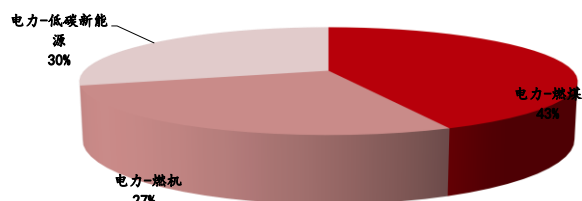
公司 2021 年全年实现总营业收入 315.70 亿元，其中主营业务收入 298.51 亿元，其他业务收入 17.19 亿元。主营业务中，能源电力、能源环保和能源燃气三个板块业务收入分别为 220.24、63.93 和 35.21 亿元，分别贡献了营业总收入的 65%、19% 和 11%。发电业务中，燃煤、燃机和低碳新能源（风电、光伏和水利）发电业务收入分别为 95.42、60.10 和 64.72 亿元，分别贡献了营业总收入的 43%、27% 和 30%。

图 2：2021 年年度业务分行业收入结构



资料来源：公司公告，iFind，川财证券研究所

图 3：2021 年年度发电业务分类收入结构

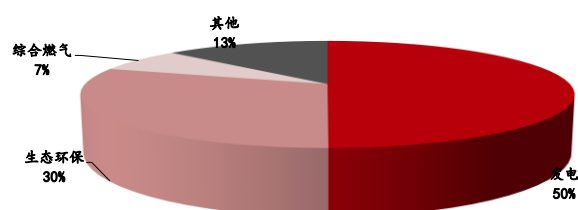


资料来源：公司公告，iFind，川财证券研究所

2021 年全年实现毛利 61.44 亿元，主营业务毛利 53.47 亿元，其他业务毛利 7.97 亿元。能源电力、能源环保和能源燃气三个板块业务毛利分别为 30.69、18.48 和 4.30 亿元。

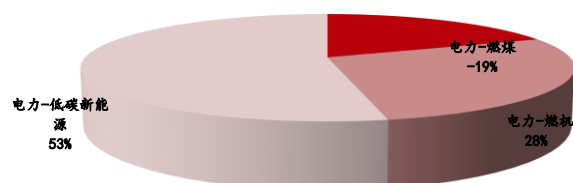
元，分别贡献了营业总毛利的 50%、30%和 7%。发电业务中，燃煤、燃机和低碳新能源（风电、光伏和水利）发电业务毛利分别为-9.35、13.74 和 26.30 亿元，分别贡献了营业总收入的-64.00%、20.30%、8.14%和 39.56%。

图 4：2021 年年度业务分行业毛利结构



资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

图 5：2021 年年度发电业务分行业毛利结构



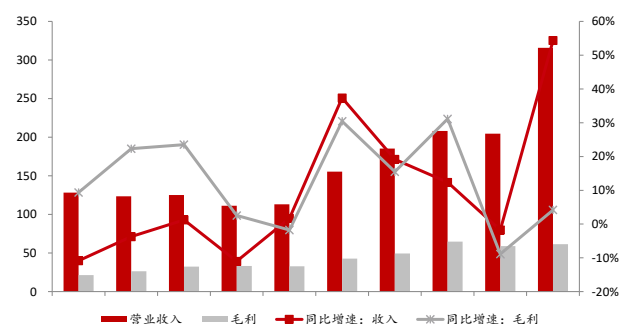
资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

### 2.1.3. 收入、利润和盈利能力变化

2021 年能源电力和能源环保相关业务占据公司销售收入和毛利中绝大部分。在发电业务中，受到煤价大幅上行影响，公司煤电业务毛利为负，低碳新能源业务毛利占比最大。

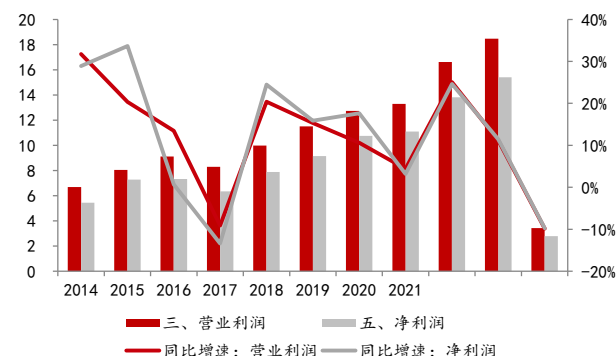
公司 2021 年实现营业利润 26.87 亿，同比增长 3.33%；归属母公司净利润 21.29 亿元，同比降低 46.57%，主要原因是 2020 年公司南山区能源工业小区搬迁补偿安置款收到 19.84 亿元。2022 年一季度公司实现营业收入 77.67 亿元，同比增加 31.27%；营业利润 6.23 亿元，同比降低 20.41%；归属母公司净利润 5.18 亿元，同比降低 15.24%。

图 6：历年收入和毛利变化（单位：亿元）



资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

图 7：历年营业利润和净利润（单位：亿元）



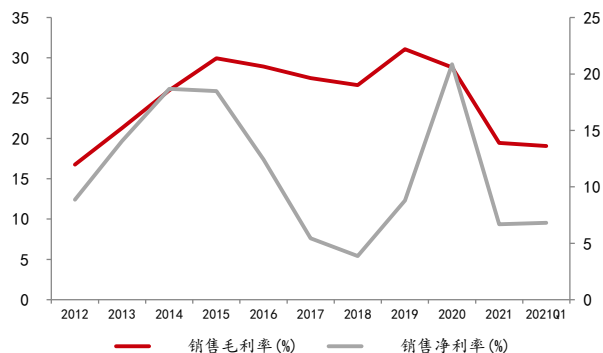
资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

2021 年公司综合毛利率和净利率分别为 19.46%和 6.68%，相比 2020 年的 28.83%和 20.86%，毛利率和净利率都有明显下降，主要是受制于 21 年煤炭价格大幅上涨，公司

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

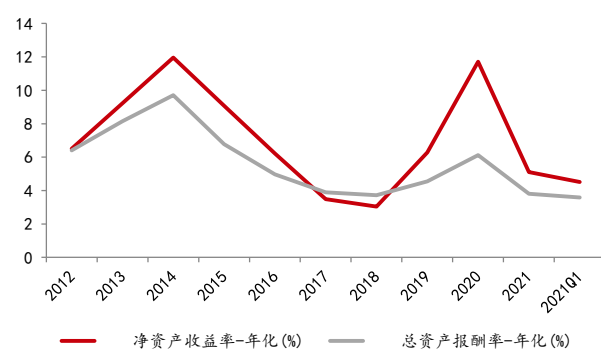
煤电业务全面亏损。2022 年一季度，公司综合毛利率和净利率分别为 19.06%和 6.82%，煤炭价格 2022 年初有所下行，公司在 2022 年一季度环比 2021 年四季度已经实现扭亏。

图 8：销售毛利率和净利率变化 (%)



资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

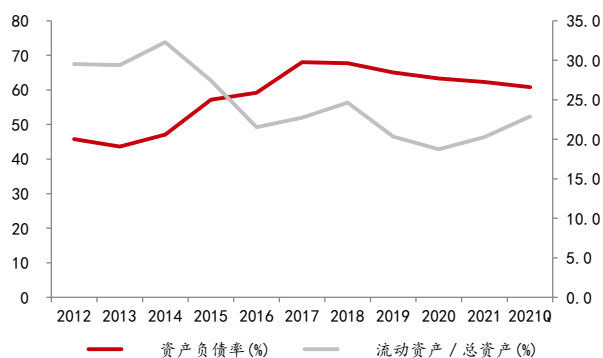
图 9：投资回报情况 (单位：亿元)



资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

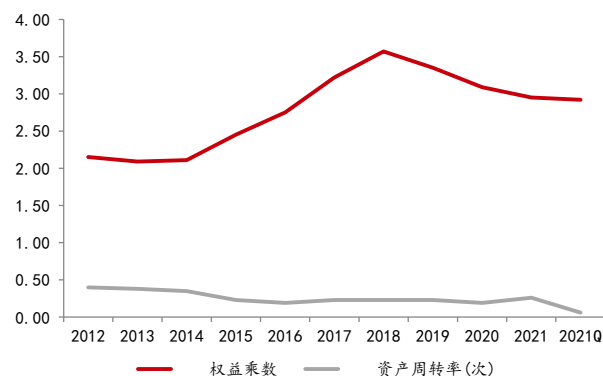
2021 年公司受煤炭价格影响，全年燃煤发电业务实现亏损，2021 年四季度公司主营业实现亏损。2022 年一季度，公司年化 ROE (年化) 和 ROA 分别为 4.51%和 3.59%，预期未来煤炭价格有望得到控制，资本回报率有望继续修复。

图 10：负债结构和流动性 (%)



资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

图 11：杠杆运用和资产运营状况 (单位：亿元)



资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

## 2.2 公司的主要业务布局和发展战略规划

公司“十四五”战略发展规划指出要积极应对能源行业变革，坚定不移实施转型发展培育新动能，紧抓“双区”建设重大历史机遇，聚焦“30·60-碳达峰、碳中和”重大战略目标，以“清洁的能源，清新的环境，卓越的企业，优质的服务”为核心理念，以“坚持清洁能源经营特色，引领环保产业先行示范，促进能源科技创新应用”为战略定位，实施“大能源、大环保、大服务、大协同”四大战略，打造以“清洁电力、

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

生态环保、综合燃气、能源国际”为核心，构建以“能源科技、金融资本”为驱动的“四核双驱”六大板块，努力将公司塑造成为具有国际影响力的清洁能源与生态环保综合服务商。

### 2.2.1. 能源电力板块

2021 年公司新投产装机容量共 375.91 万千瓦，其中新增燃煤发电 200 万千瓦，新增天然气发电 131 万千瓦，新增水力发电 2 万千瓦，新增风力发电 4.98 万千瓦，新增光伏发电 29.43 万千瓦，新增垃圾发电 8.50 万千瓦。截至 2021 年底，公司可控发电装机容量为 1,650.02 万千瓦，其中燃煤发电机组装机容量为 663.40 万千瓦，包括在珠三角地区的 516 万千瓦以及新疆、内蒙古、河北地区的 147.40 万千瓦，占比 40.21%；天然气发电机组装机容量为 376 万千瓦，包括在珠三角地区的 320 万千瓦及实施“走出去”战略在西非加纳投资发电的 56 万千瓦，占比 22.79%；水电发电机组装机容量为 101.15 万千瓦，主要分布在浙江、福建、四川、广西和云南地区，占比 6.13%；风电发电机组装机容量为 293.39 万千瓦，占比 17.78%；光伏发电发电机组装机容量为 135.63 万千瓦，占比 8.22%；垃圾发电机组装机容量为 80.45 万千瓦，占比 4.88%。2021 年公司坚持系统推进转型发展，一方面锚定绿色低碳发展路线，加大可再生能源项目开发力度和广度，另一方面立足于粤港澳大湾区资源禀赋，重点推进高性能清洁火电项目开发。截至 2021 年底，公司总体清洁能源占比维持在 60%左右，在粤港澳大湾区清洁电力市场的份额进一步巩固，为社会经济发展和环境保护治理持续贡献力量。

公司所属售电公司成立于 2015 年 9 月，是广东省首批获准开展电力市场化交易售电公司。作为公司统一的电力市场化平台，售电公司统筹公司市场化电力的营销业务，以购售电为核心业务，同时积极拓展电力增值服务，包括电力需求侧管理、合同能源管理、综合节能及用能电咨询服务、基于电热冷水等综合能源的供应、电力工程、智能电网建设、分布式电源投资、成熟工业园区微电网建设、新能源开发和应用、基于互联网的电力用户服务等。2021 年，售电公司代理用户购电量 140.1 亿千瓦时，同比增长 17.4%，其中 87.0%由公司控股发电企业提供。

新能源发电业务，2021 年公司锚定绿色低碳发展路线，持续加大风电、光伏等能源项目开发力度和广度，促进新旧发展动能有机联动。截至 2021 年底，公司已投产风电、光伏装机合计 429.02 万千瓦，占公司总装机容量的 26%。同时积极开拓可再生能源领域新业态，在特高压外送、矿山治理、光伏制氢、农光互补、共享储能、分散式风电等领域探索发展新项目，全年新核准备案各类新能源项目容量 131.18 万千瓦，项目在全国各地多点开花，包括深能苏尼特左旗 50 万千瓦特高压风电项目、贵州纳雍大闹地 5.28 万千瓦风电项目，新增备案张家口奥运主题游览 15 万千瓦光伏示范项目、鄂尔多斯市 25 万千瓦光伏制氢项目、湖北万全镇 9.9 万千瓦渔光互补项目、湖北深能云梦倒店乡 10 万千瓦农光互补项目、淮安刘老庄 8 万千瓦光伏项目、扬州小纪 8 万千瓦渔光互补项目。

未来公司将进一步加快布局新能源市场，积极拓宽业务范畴，转换增长动能。一方面，

紧抓市场新机遇，多渠道加快海上风电资源开发，力争打造基地型、规模化海上风电项目。抢抓西北地区“产业配套十大型新能源基地”项目开发机会，推进新能源项目全国化布局、基地化发展。把握分布式光伏推广应用的机遇，积极开展公建屋顶光伏、工业园屋顶光伏开发等试点项目。另一方面，积极探索项目多元化、协同化发展路径，积极尝试陆上高塔筒、大机型风电项目，努力探索深远海漂浮式风电制氢等前沿技术，大胆探索水电站库区资源综合利用，研究风光水的一体化和小型抽水蓄能改造建设。

## 2.2.2. 能源环保板块

2021 年，面对市场竞争日益白热化的垃圾焚烧项目市场，公司充分发挥自身技术和品牌优势，先后取得深圳市光明能源生态园、龙华能源生态园等多个优质项目，同时纵向深耕环卫一体化发展，成功斩获广东清远、潮州等地的环卫项目合同，产业链优势实现立体化延伸。凭借坚实的发展质量和广泛的市场影响力，公司所属环保公司连续两年获评 E20“固废十大影响力企业”。目前，能源环保产业链条拓展至清运一体化、污泥处置、农林生物质发电、厨余垃圾处理、建筑垃圾资源化等领域。截至 2021 年底，公司垃圾日处理量达 29,700 吨（含试生产），较 2020 年底增加 2,900 吨/日，增幅为 10.82%；2021 年累计完成垃圾处理量 1,042.99 万吨，同比增长 18.33%；另有多项固废处理项目在建或已核准，年末在建和已核准项目日处理生活垃圾能力为 17,450 吨。3. 能源燃气板块公司紧密围绕做实做细综合燃气的战略目标，进一步夯实城市燃气、城市高压管网、LNG 接收站和天然气贸易业务上中下游全产业链布局，产业协同和规模效应进一步体现。截至 2021 年底，公司燃气板块已拥有居民用户数近 60 万户，工商业 5,443 户，燃气管网 4,790 公里。2021 年，公司燃气板块实现年销售气量 18.99 亿立方米，较去年增长幅度达 78.18%。

## 三、公司近年重大资本运作

### 3.1 公司近年重大资本运作情况

表格 2. 公司近年重大资本运作关键时间节点和状态

| 序号 | 重要资本运作          | 状态 | 时间         |
|----|-----------------|----|------------|
| 1  | 1993 年 IPO 首发上市 | 完成 | 1993-9-3   |
| 2  | 1997 年配股        | 完成 | 1997-4-16  |
| 3  | 2000 年配股        | 完成 | 2000-10-20 |
| 4  | 2007 年非公开增发     | 完成 | 2007-12-19 |
| 7  | 2013 年非公开增发     | 完成 | 2013-2-6   |

资料来源：公司公告，iFind，川财证券研究所

### 3.2 2013 年非公开增发项目融资

深圳能源通过定向增发股份和现金支付相结合的方式吸收合并控股股东深能管理公司。本次吸收合并完成后，深能管理公司的法人资格以及深能管理公司持有的深圳能源的全部股份（共计 1,684,644,423 股）被注销；深圳市国资委、华能国际成为深圳能源的股东。

深圳市国资委以其拥有的深能管理公司全部股东权益作为认购深圳能源增发股份之对价，不涉及资金支付，因此不存在利用本次收购的股份向银行等金融机构质押取得融资的情形，也不存在用于本次收购的资金直接或间接来源于借贷以及直接或间接来源于上市公司及其关联方的情况。

本次吸收合并是深圳能源整体上市的重要后续步骤，通过吸收合并减少中间层次，实现深圳市国资委和华能国际直接持有深圳能源的股份，有利于优化深圳能源股权关系和结构，提高决策效率。同时，深圳市国资委和华能国际直接持有深圳能源的股份后，可以为深圳能源长期发展提供更强有力的支持，有利于进一步提升公司价值，从而实现全体股东利益的最大化。

**表格 3. 2013 定向增发项目融资**

| 序号 | 项目名称              | 计划总投资额       | 计划投入募集资金     | 已投入募集资金 |
|----|-------------------|--------------|--------------|---------|
| 1  | 吸收合并深圳市深能能源管理有限公司 | 1,041,111.27 | 1,039,425.61 | 0       |

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所（单位：万元）

### 3.3 公司近三年的收购项目

下表是公司近三年的对外收购和投资项目，主要涉及生态环保、水电和低碳新能源业务，其中，水电和低碳新能源相关项目占比最大。

**表格 4. 近年公司对外收购的关键时间节点和内容**

| 序号 | 交易标的                   | 方式 | 是否关联交易 | 交易金额（万元）   | 交易时间       |
|----|------------------------|----|--------|------------|------------|
| 1  | 杭州锦江集团生态科技有限公司 55%股权   | 收购 | 否      | 19,346.80  | 2020-11-28 |
| 2  | 东莞深能源樟洋电力有限公司部分股权      | 收购 | 否      | 0.00       | 2020-10-09 |
| 3  | 杭州曜恒新能源科技有限公司 100%股权   | 收购 | 否      | 0.00       | 2020-10-09 |
| 4  | 深圳市深投环保科技有限公司 34%股权    | 收购 | 否      | 71,978.72  | 2020-05-21 |
| 5  | 新疆金川集团有限责任公司 70%股权     | 收购 | 否      | 134,000.00 | 2019-12-25 |
| 6  | 泸水市泉益水电开发有限责任公司 100%股权 | 收购 | 否      | 11,251.00  | 2019-11-30 |
| 7  | 泸水市宏峰水电开发有限公司 100%股权   | 收购 | 否      | 11,597.00  | 2019-11-30 |
| 8  | 泸水市泉德水电开发有限责任公司 100%股权 | 收购 | 否      | 24,697.00  | 2019-11-30 |
| 9  | 睢宁阿特斯新能源有限公司 100%股权    | 收购 | 否      | 8,970.00   | 2019-04-04 |

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

**表格 5. 近年公司对外投资的关键时间节点和内容**

| 序号 | 交易标的                              | 方式 | 交易金额<br>(万元) | 交易时间      |
|----|-----------------------------------|----|--------------|-----------|
| 1  | 关于投资建设深能苏尼特左旗 50 万千瓦特高压风电项目的公告    | 投资 | 335,303      | 2022-6-30 |
| 2  | 关于投资建设深圳东部电厂二期工程项目的公告             | 投资 | 239,932      | 2022-4-22 |
| 3  | 关于投资建设深圳市光明能源生态园项目的公告             | 投资 | 239,932      | 2022-4-2  |
| 4  | 关于投资建设深圳能源光明电源基地项目的公告             | 投资 | 607,081      | 2022-1-29 |
| 5  | 关于投资建设龙华能源生态园项目的公告                | 投资 | 440,346      | 2021-12-9 |
| 6  | 关于投资建设越南安庆北江 65 万千瓦燃煤电厂项目并提供担保的公告 | 投资 | 95,730 万美元   | 2021-6-15 |
| 7  | 关于投资建设深能涟水 4.75 万千瓦风电项目并提供担保的公告   | 投资 | 46,231       | 2019-12-7 |
| 8  | 关于投资建设越南宁顺省正胜 5 万千瓦风电项目并提供担保的公告   | 投资 | 8,704 万美元    | 2019-12-7 |
| 9  | 关于投资建设深能临泽 3.5 万千瓦风电项目并提供担保的公告    | 投资 | 35,597       | 2019-6-25 |
| 10 | 关于投资建设深能甘垛 6.25 万千瓦风电项目并提供担保的公告   | 投资 | 60,434       | 2019-6-25 |
| 11 | 关于投资任丘市环保项目的公告                    | 投资 | 59,775       | 2019-2-23 |

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

## 四、投资建议

### 4.1 投资逻辑和观点

#### 4.1.1. 公司坚持清洁能源经营特色，定位于低碳、多元、国际化的成长性综合城市能源和环保服务商

公司所从事的主要业务是各种常规能源和新能源的开发、生产、购销，以及城市固体废物处理、废水处理和城市燃气供应等。

公司“十四五”战略发展规划指出要积极应对能源行业变革，坚定不移实施转型发展培育新动能，紧抓“双区”建设重大历史机遇，聚焦“30·60-碳达峰、碳中和”重大战略目标，以“清洁的能源，清新的环境，卓越的企业，优质的服务”为核心理念，以“坚持清洁能源经营特色，引领环保产业先行示范，促进能源科技创新应用”为战略定位，实施“大能源、大环保、大服务、大协同”四大战略，打造以“清洁电力、生态环保、综合燃气、能源国际”为核心，构建以“能源科技、金融资本”为驱动的“四核双驱”六大板块，努力将公司塑造成为具有国际影响力的清洁能源与生态环保综合服务商。

公司锚定绿色低碳发展路线，持续加大风电、光伏等能源项目开发力度和广度，促进新旧发展动能有机联动。截至2021年底，公司已投产风电、光伏装机合计429.02万千瓦，占公司总装机容量的26%。同时积极开拓可再生能源领域新业态，在特高压外送、矿山治理、光伏制氢、农光互补、共享储能、分散式风电等领域探索发展新项目，全

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

年新核准备案各类新能源项目容量131.18万千瓦，项目在全国各地多点开花。

未来公司将进一步加快布局新能源市场，积极拓宽业务范畴，转换增长动能。一方面，紧抓市场新机遇，多渠道加快海上风电资源开发，力争打造基地型、规模化海上风电项目。抢抓西北地区“产业配套十大型新能源基地”项目开发机会，推进新能源项目全国化布局、基地化发展。把握分布式光伏推广应用的机遇，积极开展公建屋顶光伏、工业园屋顶光伏开发等试点项目。另一方面，积极探索项目多元化、协同化发展路径，积极尝试陆上高塔筒、大机型风电项目，努力探索深远海漂浮式风电制氢等前沿技术，大胆探索水电站库区资源综合利用，研究风光水的一体化和小型抽水蓄能改造建设。

公司能源环保产业链条拓展至清运一体化、污泥处置、农林生物质发电、厨余垃圾处理、建筑垃圾资源化等领域。截至2021年底，公司垃圾日处理量达29,700吨（含试生产），较2020年底增加2,900吨/日，增幅为10.82%；2021年累计完成垃圾处理量1,042.99万吨，同比增长18.33%；另有多项固废处理项目在建或已核准，年末在建和已核准项目日处理生活垃圾能力为17,450吨。

公司紧密围绕做实做细综合燃气的战略目标，进一步夯实城市燃气、城市高压管网、LNG接收站和天然气贸易业务上中下游全产业链布局，产业协同和规模效应进一步体现。截至2021年底，公司燃气板块已拥有居民用户数近60万户，工商业5,443户，燃气管网4,790公里。2021年，公司燃气板块实现年销售气量18.99亿立方米，较去年增长幅度达78.18%。

#### **4.1.2. 传统煤电业务，受益于国家对煤炭价格的管控，公司相应业务收益 2022 有望改善**

发改委，在 2022 年 2 月 24 日发布的关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知。在通知中着力强调引导煤炭价格在合理区间运行，强调：煤炭价格由市场形成，但国家发改委会同有关方面综合采取供需衔接、储备吞吐、进出口调节、运输协调等措施，促进煤炭价格在合理区间运行。当煤炭价格显著上涨或者有可能显著上涨时，将根据《价格法》第三十条等规定，按程序及时启动价格干预措施，引导煤炭价格回归合理区间；当煤炭价格出现过度下跌时，综合采取适当措施，引导煤炭价格合理回升。同时完善煤、电价格传导机制。强调：引导煤、电价格主要通过中长期交易形成。煤炭中长期交易价格在合理区间内运行时，燃煤发电企业可在现行机制下通过市场化方式充分传导燃料成本变化，鼓励在电力中长期交易合同中合理设置上网电价与煤炭中长期交易价格挂钩的条款，有效实现煤、电价格传导。

公司承担深圳的电力保障职责，公司将充分利用相关规则，控制采购煤价，以确保公司燃煤成本受控，保障正常的城市燃煤供电和供热的稳定运行。

## **4.2 盈利预测与估值比较**

### **4.2.1. 盈利预测**

### 1. 近期关键财务数据

截至 2021 年年底，公司主营业务主要是能源电力、能源环保和能源燃气三个板块，发电业务中，公司目前包括燃煤、燃机、风电、光伏和水电五类发电业务。公司 2022 年一季度实现营业收入 77.67 亿元，营业利润 6.23 亿元，归属母公司净利润 5.18 亿元；实现毛利率 19.06%，净利率 6.82%。

### 2. 盈利预测假设：

收入：公司主营业务的四个板块中，电力业务主要受到公司新增装机、发电量和售电量的影响。2022 年深圳也受疫情扩散影响，社会生产生活受到影响，用力强度有所下行。

毛利率：公司是典型的重资产行业，固定成本占比大，收入的下滑将带来毛利率的下行。同时公司的毛利率对煤炭价格的波动十分敏感，2022 年受益于国家加大煤炭供给控制煤炭价格政策的发力以及下游用力需求下降的影响，公司用煤成本有望下行。2022 年公司毛利率上行和下行压力共存，我们预期最终公司毛利率大概率向上修复，但可能低于 2019 年同期水平，接近 2018 年的水平。

### 3. 盈利预测结论：

我们预计 2022-2024 年，公司可实现营业收入 356.00（同比增长 9.27%）、424.49 和 506.55 亿元，归属母公司净利润 26.06、33.98 和 45.26 亿元。总股本 47.57 亿股，对应 EPS0.55、0.71 和 0.95 元。

**表格 6. 公司分业务收入和毛利率假设**

| 指标  | 分业务   | 2019A  | 2020A  | 2021A   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-----|-------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 收入  | 电力-燃煤 | 0      | 4898   | 9542    | 9160   | 10992  | 13191  |
|     | 同比增长  |        |        | 94.81%  | -4.00% | 20.00% | 20.00% |
|     | 生态环保  | 0      | 2631   | 6393    | 7032   | 8438   | 10126  |
|     | 同比增长  |        |        | 143.00% | 10.00% | 20.00% | 20.00% |
|     | 电力-燃机 | 0      | 3716   | 6010    | 6611   | 7933   | 9520   |
|     | 同比增长  |        |        | 61.72%  | 10.00% | 20.00% | 20.00% |
|     | 综合燃气  | 0      | 2002   | 3521    | 3873   | 4648   | 5577   |
|     | 同比增长  |        |        | 75.91%  | 10.00% | 20.00% | 20.00% |
|     | 低碳新能源 | 0      | 7815   | 6472    | 7119   | 8543   | 10252  |
|     | 同比增长  |        |        | -17.18% | 10.00% | 20.00% | 20.00% |
| 毛利率 | 电力-燃煤 | 17.56% | 17.56% | 24.66%  | 24.67% | 25.27% | 26.17% |
|     | 生态环保  | 22.01% | 22.01% | 24.01%  | 24.02% | 24.62% | 25.52% |
|     | 电力-燃机 | 15.83% | 15.83% | 22.01%  | 22.02% | 22.62% | 23.52% |
|     | 综合燃气  | 12.14% | 12.14% | 14.21%  | 14.22% | 14.82% | 15.72% |
|     | 低碳新能源 |        | 17.76% | 40.64%  | 40.64% | 40.64% | 40.64% |

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

#### 4.2.2. 估值比较

2022 年 7 月 18 日，股价 6.81 元，对应市值 324 亿元，2022-2024 年 PE 约为 12、10 和 7 倍。公司以科技和资本为驱动，布局清洁电力、生态环保、综合燃气、能源国际四大核心业务，定位于成长性的国际化的清洁能源和生态环保城市综合服务商，充分受益国家双碳战略和双区（粤港澳大湾区建设与深圳建设中国特色社会主义先行示范区）战略。

**表格 7.可比公司估值**

| 序号 | 代码        | 公司    | 股价/元 | 市值/亿元 |    | EPS/元 |       |       | PE     |       |       | PB   | ROE    |
|----|-----------|-------|------|-------|----|-------|-------|-------|--------|-------|-------|------|--------|
|    |           |       |      | 总计    | 流通 | 2021A | 2022E | 2023E | 2021A  | 2022E | 2023E | 最新   |        |
| 1  | 000027.SZ | 深圳能源  | 6.81 | 324   | 41 | 0.45  |       |       | 15.22  |       |       | 1.17 | 4.06%  |
|    | 600642.SH | 申能股份  | 6.10 | 300   | 38 | 0.33  | 0.60  | 0.70  | 18.25  | 10.12 | 8.66  | 1.00 | 0.74%  |
|    | 600023.SH | 浙能电力  | 3.73 | 507   | 18 | -0.06 | 0.08  | 0.18  | -59.32 | 46.63 | 20.72 | 0.79 | 3.91%  |
|    | 600578.SH | 京能电力  | 3.56 | 238   | 11 | -0.47 | 0.12  | 0.18  | -7.65  | 30.07 | 19.72 | 1.17 | 5.39%  |
|    | 000543.SZ | 皖能电力  | 4.84 | 110   | 27 | -0.59 | 0.20  | 0.30  | -8.21  | 24.73 | 15.92 | 0.88 | 4.43%  |
|    | 000037.SZ | 深南电 A | 8.20 | 34    | 21 | -0.73 |       |       | -11.25 |       |       | 3.14 | -9.73% |
| 2  | 000531.SZ | 穗恒运 A | 7.73 | 64    | 57 | 0.20  |       |       | 39.60  |       |       | 1.28 | 1.63%  |
| 3  | 000539.SZ | 粤电力 A | 4.53 | 216   | 20 | -0.60 | 0.30  | 0.50  | -7.56  | 15.16 | 8.97  | 1.05 | -7.85% |
| 4  | 600982.SH | 宁波能源  | 5.64 | 63    | 19 | 0.42  |       |       | 13.31  |       |       | 1.71 | 4.29%  |
| 5  | 小计        | 粤电力 A |      |       |    |       |       |       | -0.84  | 25.34 | 14.80 | 1.35 | 0.76%  |
|    |           | 几何平均  |      |       |    |       |       |       |        | 22.14 | 13.83 | 1.24 |        |

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所，数据更新于 2022/7/18

盈利预测

财务报表预测及比率分析

| 资产负债表     |           |           |           |           |           |           | 利润表        |          |          |          |          |          |          |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 会计年度      | 2019      | 2020      | 2021      | 2022E     | 2023E     | 2024E     | 会计年度       | 2019     | 2020     | 2021     | 2022E    | 2023E    | 2024E    |
| 货币资金      | 3144.22   | 6560.89   | 6944.15   | 25094.02  | 36818.91  | 49667.96  | 营业收入       | 20817.00 | 20454.51 | 31569.55 | 35600.26 | 42449.57 | 50655.20 |
| 应收票据及账款   | 6816.27   | 7142.70   | 10756.22  | 12072.66  | 14395.38  | 17178.05  | 营业成本       | 14347.47 | 14557.87 | 25425.40 | 27870.77 | 33118.40 | 39118.93 |
| 预付账款      | 292.55    | 339.42    | 1171.08   | 803.88    | 958.55    | 1143.84   | 税金及附加      | 1018.16  | 161.71   | 245.30   | 766.43   | 913.88   | 1090.54  |
| 其他应收款     | 1314.84   | 819.27    | 1189.02   | 1671.77   | 1993.41   | 2378.74   | 销售费用       | 78.46    | 97.04    | 116.84   | 144.94   | 172.83   | 206.24   |
| 存货        | 944.01    | 904.89    | 1573.38   | 1763.63   | 2095.69   | 2475.40   | 管理费用       | 991.83   | 1461.39  | 1506.99  | 1979.69  | 2360.57  | 2816.87  |
| 其他流动资产    | 7038.45   | 5610.42   | 5027.12   | 8673.75   | 10250.84  | 12140.22  | 研发费用       | 186.09   | 246.27   | 244.77   | 340.96   | 406.56   | 485.14   |
| 流动资产总计    | 19550.34  | 21377.59  | 26660.96  | 50079.72  | 66512.78  | 84984.21  | 财务费用       | 1904.09  | 1927.26  | 1998.90  | 2133.31  | 2044.87  | 2001.86  |
| 长期股权投资    | 5638.59   | 6544.62   | 6314.73   | 6548.86   | 6782.99   | 7017.12   | 资产减值损失     | -428.23  | -12.56   | -268.88  | -352.47  | -420.28  | -501.52  |
| 固定资产      | 35743.96  | 35286.20  | 58780.31  | 56989.22  | 55150.21  | 53263.28  | 信用减值损失     | -30.46   | -18.85   | -19.89   | -35.78   | -42.66   | -50.91   |
| 在建工程      | 12599.79  | 19824.55  | 6117.00   | 5097.50   | 4078.00   | 3058.50   | 其他经营损益     | 0.00     | -0.00    | -0.00    | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 无形资产      | 5008.78   | 13532.68  | 16396.43  | 13692.52  | 10982.85  | 8267.41   | 投资收益       | 219.26   | 425.43   | 829.43   | 491.37   | 491.37   | 491.37   |
| 长期待摊费用    | 117.54    | 187.44    | 184.57    | 92.29     | 0.00      | 0.00      | 公允价值变动损益   | 83.53    | 140.87   | -36.85   | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其他非流动资产   | 17453.05  | 17309.18  | 17053.29  | 16838.63  | 16623.98  | 16409.32  | 资产处置收益     | -2.00    | 6.58     | 61.06    | 21.88    | 21.88    | 21.88    |
| 非流动资产合计   | 76561.71  | 92684.67  | 104846.33 | 99259.02  | 93618.02  | 88015.63  | 其他收益       | 113.84   | 55.62    | 90.33    | 86.60    | 86.60    | 86.60    |
| 资产总计      | 96112.05  | 114062.26 | 131507.29 | 149338.74 | 160130.80 | 172999.84 | 营业利润       | 2246.86  | 2600.06  | 2686.54  | 2575.77  | 3569.36  | 4983.02  |
| 短期借款      | 1477.19   | 1554.10   | 1662.64   | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 营业外收入      | 112.59   | 1984.75  | 97.34    | 731.56   | 731.56   | 731.56   |
| 应付票据及账款   | 2857.49   | 2302.89   | 2862.57   | 4365.85   | 5187.88   | 6127.84   | 营业外支出      | 63.45    | 23.08    | 32.56    | 39.70    | 39.70    | 39.70    |
| 其他流动负债    | 28923.38  | 18931.03  | 22970.88  | 38950.59  | 46298.03  | 54734.46  | 其他非经营损益    | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 流动负债合计    | 33258.06  | 22788.02  | 27496.09  | 43316.45  | 51485.91  | 60862.30  | 利润总额       | 2296.00  | 4561.73  | 2751.32  | 3267.63  | 4261.23  | 5674.89  |
| 长期借款      | 25079.09  | 39070.16  | 44396.16  | 44396.16  | 44396.16  | 44396.16  | 所得税        | 466.86   | 294.26   | 641.73   | 545.79   | 711.75   | 947.88   |
| 其他非流动负债   | 4190.05   | 10350.47  | 10027.88  | 10027.88  | 10027.88  | 10027.88  | 净利润        | 1829.14  | 4267.47  | 2109.59  | 2721.84  | 3549.48  | 4727.01  |
| 非流动负债合计   | 29269.13  | 49420.63  | 54424.03  | 54424.03  | 54424.03  | 54424.03  | 少数股东损益     | 127.92   | 283.41   | -18.93   | 115.57   | 150.71   | 200.70   |
| 负债合计      | 62527.19  | 72208.65  | 81920.12  | 97740.48  | 105909.94 | 115286.33 | 归属母公司股东净利润 | 1701.22  | 3984.06  | 2128.52  | 2606.27  | 3398.77  | 4526.31  |
| 股本        | 3964.49   | 4757.39   | 4757.39   | 4757.39   | 4757.39   | 4757.39   | EBITDA     | 6911.31  | 9364.74  | 8734.13  | 11222.38 | 12181.22 | 13513.27 |
| 资本公积      | 3949.20   | 3947.19   | 3957.75   | 3957.75   | 3957.75   | 3957.75   | NOPLAT     | 3241.95  | 4097.33  | 3574.02  | 3904.29  | 4658.26  | 5799.97  |
| 留存收益      | 22173.30  | 29258.44  | 36593.37  | 38488.89  | 40960.79  | 44252.74  | EPS (元)    | 0.36     | 0.84     | 0.45     | 0.55     | 0.71     | 0.95     |
| 归属母公司权益   | 30086.99  | 37963.03  | 45308.51  | 47204.03  | 49675.93  | 52967.88  | 主要财务比率     |          |          |          |          |          |          |
| 少数股东权益    | 3497.86   | 3890.58   | 4278.66   | 4394.22   | 4544.93   | 4745.63   | 会计年度       | 2019     | 2020     | 2021     | 2022E    | 2023E    | 2024E    |
| 股东权益合计    | 33584.85  | 41853.61  | 49587.17  | 51598.26  | 54220.86  | 57713.51  | 成长能力       |          |          |          |          |          |          |
| 负债和股东权益合计 | 96112.05  | 114062.26 | 131507.29 | 149338.74 | 160130.80 | 172999.84 | 营收增长率      | 12.36%   | -1.74%   | 54.34%   | 12.77%   | 19.24%   | 19.33%   |
| 现金流量表     |           |           |           |           |           |           | 营业利润增长率    | 87.47%   | 15.72%   | 3.33%    | -4.12%   | 38.57%   | 39.61%   |
| 会计年度      | 2019      | 2020      | 2021      | 2022E     | 2023E     | 2024E     | EBITDA增长率  | 38.84%   | 54.50%   | -26.80%  | 13.70%   | 16.76%   | 21.74%   |
| 税后经营利润    | 1829.14   | 4267.47   | 2109.59   | 1645.88   | 2473.51   | 3651.05   | EBITDA增长率  | 24.02%   | 35.50%   | -6.73%   | 28.49%   | 8.54%    | 10.94%   |
| 折旧与摊销     | 2711.22   | 2875.75   | 3983.90   | 5821.44   | 5875.12   | 5836.52   | 归母净利润增长率   | 146.31%  | 134.19%  | -46.57%  | 22.45%   | 30.41%   | 33.17%   |
| 财务费用      | 1904.09   | 1927.26   | 1998.90   | 2133.31   | 2044.87   | 2001.86   | 经营现金流增长率   | 24.43%   | 19.09%   | -30.44%  | 424.52%  | -35.23%  | 9.49%    |
| 投资损失      | -219.26   | -425.43   | -829.43   | -491.37   | -491.37   | -491.37   | 盈利能力       |          |          |          |          |          |          |
| 营运资金变动    | -1341.84  | -401.82   | -3706.68  | 12214.11  | 3461.29   | 3754.01   | 毛利率        | 31.08%   | 28.83%   | 19.46%   | 21.71%   | 21.98%   | 22.77%   |
| 其他经营现金流   | 316.65    | -2050.79  | 751.14    | 1269.83   | 1269.83   | 1269.83   | 净利率        | 8.79%    | 20.86%   | 6.68%    | 7.65%    | 8.36%    | 9.33%    |
| 经营性现金流净额  | 5200.01   | 6192.44   | 4307.43   | 22593.21  | 14633.26  | 16021.91  | 营业利润率      | 10.79%   | 12.71%   | 8.51%    | 7.24%    | 8.41%    | 9.84%    |
| 资本支出      | 8877.12   | 8523.38   | 12576.29  | 0.00      | 0.00      | 0.00      | ROE        | 5.65%    | 10.49%   | 4.70%    | 5.52%    | 6.84%    | 8.55%    |
| 长期投资      | -143.69   | -1817.00  | -554.07   | 0.00      | 0.00      | 0.00      | ROA        | 1.77%    | 3.49%    | 1.62%    | 1.75%    | 2.12%    | 2.62%    |
| 其他投资现金流   | -18426.27 | -21860.55 | -23158.39 | 63.37     | 63.37     | 63.37     | ROIC       | 5.74%    | 7.74%    | 4.92%    | 4.44%    | 6.56%    | 9.17%    |
| 投资性现金流净额  | -9692.84  | -15154.17 | -11136.18 | 63.37     | 63.37     | 63.37     | 估值倍数       |          |          |          |          |          |          |
| 短期借款      | -327.93   | 76.91     | 108.54    | -1662.64  | 0.00      | 0.00      | P/E        | 19.04    | 8.13     | 15.22    | 12.43    | 9.53     | 7.16     |
| 长期借款      | -7651.92  | 13991.07  | 5326.00   | 0.00      | 0.00      | 0.00      | P/S        | 1.56     | 1.58     | 1.03     | 0.91     | 0.76     | 0.64     |
| 普通股增加     | 0.00      | 792.90    | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      | P/B        | 1.34     | 1.20     | 1.19     | 1.11     | 1.02     | 0.93     |
| 资本公积增加    | 4.63      | -2.01     | 10.56     | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 股息率        | 0.61%    | 3.82%    | 2.57%    | 2.19%    | 2.86%    | 3.81%    |
| 其他筹资现金流   | 11998.47  | -4544.56  | 1619.56   | -2844.06  | -2971.74  | -3236.22  | EV/EBIT    | 11.30    | 9.81     | 17.09    | 10.40    | 7.29     | 4.55     |
| 筹资性现金流净额  | 4023.25   | 10314.31  | 7064.66   | -4506.70  | -2971.74  | -3236.22  | EV/EBITDA  | 6.87     | 6.80     | 9.30     | 5.00     | 3.77     | 2.59     |
| 现金流量净额    | -457.30   | 1330.51   | 218.40    | 18149.87  | 11724.89  | 12849.05  | EV/NOPLAT  | 14.64    | 15.53    | 22.72    | 14.39    | 9.87     | 6.03     |

数据来源：同花顺iFind

## 风险提示

燃料价格上涨超预期；  
新布局的低碳能源项目投产及运行低于预期；  
国家低碳能源相关补贴落地低于预期。

## 相关报告

【川财研究】通裕重工（300185）2021 年报和一季报点评：21 年核心业务毛利率超预期下行，二季度有望见底回升(20220429)

【川财研究】利君股份（002651）2021 年报和一季报点评：22 年一季度业绩略超预期，疫情管制带来二季度增长的不确定(20220427)

【川财研究】新莱应材（300260）2021 年报和一季报点评：公司业绩持续超预期，半导体业务景气度持续高位(20220426)

【川财研究】沪电股份（002463）2021 年报和一季报点评：21 年业绩低于预期，公司业绩修复程度受 22 年芯片出货量影响(20220426)

【川财研究】锋龙股份（002931）2021 年报和一季报点评：公司毛利率修复情况低于我们预期，疫情制约公司二季度经营发力(20220423)

【川财研究】杭氧股份（002430）2021 年报点评：气体业务稳步发展，装备业务期待石化和氢能发力(20220329)

## 川财证券

川财证券有限责任公司成立于1988年7月,前身为经四川省人民政府批准、由四川省财政出资兴办的证券公司,是全国首家由财政国债中介机构整体转制而成的专业证券公司。经过三十余载的变革与成长,现今公司已发展成为由中国华电集团资本控股有限公司、四川省国有资产经营投资管理有限责任公司、四川省水电投资经营集团有限公司等资本和实力雄厚的大型企业共同持股的证券公司。公司一贯秉承诚实守信、专业运作、健康发展的经营理念,矢志服务客户、服务社会,创造了良好的经济效益和社会效益;目前,公司是中国证券业协会、中国国债协会、上海证券交易所、深圳证券交易所、中国银行间市场交易商协会会员。

## 研究所

川财证券研究所目前下设北京、上海、深圳、成都四个办公区域。团队成员主要来自国内一流学府。致力于为金融机构、企业集团和政府部门提供专业的研究、咨询和调研服务,以及投资综合解决方案。



## 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并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明