

## 火电厚积增势强，持股绿电收益高

### 投资要点

- **业绩总结：**2022年上半年，公司实现营收495.4亿元，同比下降8.99%；归母净利润16.5亿元，同比下降51.2%；扣非归母净利润12.9亿元，同比增长20.6%。上半年公司营收下降主要系煤炭销售收入大减所致，扣非净利润增长主要系参股华电新能和煤炭企业股权投资收益大增所致。分季度看，公司Q1/Q2营收分别为288.2亿元/207.3亿元，Q1/Q2利润分别为6.2亿元/10.3亿元。
- **发电营收微增稳定公司业绩，继续加大煤电资产投入。**22H1，公司总营收495.4亿元（-8.99%），其中发电营收430.2亿元（+3.5%）；售煤营收10.3亿元（-86.6%）；供热营收49.0亿元（+14.6%）。上网电量同比下降5.02%，上网电价提升21.94%，综合导致发电营收小幅增长3.5%。煤炭营收大降导致公司22H1总营收下滑，发电营收微增且占总营收86.8%，稳定公司业绩。公司继续加码煤电业务，22H1煤电在建机组装机容量4490MW，占在建机组的81.6%。
- **煤炭价格维持高位，增加煤炭自用量降低燃煤成本冲击。**22H1公司总营业成本487.6亿元（-0.87%），主要系燃煤成本上涨以及煤炭销售成本大幅下降综合导致。22H1公司入炉标煤单价为1179.9元/吨（+38.2%），导致燃料成本同比增长28.3%。为降低煤价成本上涨冲击，公司加大煤炭自用量，由此煤炭销售成本同比下降87.3%。
- **华电新能股权收益大增，公司实际投资收益翻倍增长。**22H1公司归母净利润同比下降51.2%，而扣非净利润同比增长20.6%，主要系21H1公司处置宁夏武灵和宁夏供热子公司获得40.7亿元，导致21H1实际投资收益较高。22H1公司实际投资收益为29.0亿元，同比大增15.1倍。主要系投资的华电新能贡献收益15.9亿元，投资的华电煤业、银星煤业等煤炭企业贡献收益10.1亿元。华电新能业绩高增长，将为公司贡献持续稳定高额投资回报。
- **盈利预测与投资建议。**预计22-24年EPS分别为0.41元/0.55元/0.66元，未来两年归母净利润增速分别为32.0%/20.0%。22H1公司盈利势头好，火电业绩有望持续修复，我们给予公司23年1.9倍PB估值，对应目标价7.35元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**煤价上涨风险、电价下跌风险、华电新能业绩不及预期风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	104422.21	108236.61	112302.71	114751.32
增长率	15.07%	3.65%	3.76%	2.18%
归属母公司净利润（百万元）	-4965.35	4091.27	5401.57	6481.29
增长率	-218.80%	182.40%	32.03%	19.99%
每股收益EPS（元）	-0.50	0.41	0.55	0.66
净资产收益率ROE	-9.18%	5.52%	6.96%	7.95%
PE	-11.5	14.0	10.6	8.8
PB	0.78	0.71	0.68	0.65

数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：王颖婷  
执业证号：S1250515090004  
电话：023-67610701  
邮箱：wyting@swsc.com.cn  
联系人：池天惠  
电话：13003109597  
邮箱：cth@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)	98.70
流通A股(亿股)	81.46
52周内股价区间(元)	3.35-5.81
总市值(亿元)	573.44
总资产(亿元)	2,188.60
每股净资产(元)	3.98

### 相关研究

1. 华电国际（600027）：火电修复弹性强，绿电持股收益高（2022-08-05）

## 盈利预测

### 关键假设：

假设 1：公司火电燃料成本不断下降，公司火电盈利能力逐步恢复。未来三年电力业务收入增长率分别为 5%/3%/1%，未来三年毛利率分别为 11%/12%/13%；

假设 2：公司火电供电煤耗及利用小时数均保持稳定，未来三年供电煤耗保持在 288 克/千瓦时，未来三年发电机组利用小时数保持在 4066 小时；

假设 3：公司参股的华电新能保持高速发展，未来三年贡献投资收益分别 26/30/35 亿元；

假设 4：公司计提资产减值保持稳定，未来三年资产减值损失均保持在 15 亿。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
电力	收入	83642	87824	90459	91363
	增速	19.2%	5.0%	3.0%	1.0%
	毛利率	-5.8%	11.0%	12.0%	13.0%
热力	收入	7468	8215	9036	9940
	增速	12.2%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	-32.1%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
售煤	收入	11617	12197	12807	13448
	增速	-7.4%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	-5.6%	10.0%	10.0%	10.0%
其他	收入	1695	2119	2649	3311
	增速	24.5%	25.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	83.9%	85.0%	85.0%	85.0%
合计	收入	104422	108237	112303	114751
	增速	15.1%	3.7%	3.8%	2.2%
	毛利率	-6.2%	9.7%	10.4%	11.1%

数据来源：Wind，西南证券

## 相对估值

我们选取火电行业中的三家主流公司作为对比，分别为华能国际、国电电力、大唐发电，三家公司目前平均 PB 为 2.1 倍。22H1 公司扣除永续债后的净资产为 381.6 亿元，考虑到 22H1 公司盈利势头好，火电业绩有望持续修复，我们给予公司 23 年 1.9 倍 PB 估值，对应目标价 7.35 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				PB(倍)
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	LF
600011.SH	华能国际	8.41	-0.65	0.29	0.64	0.76	-14.82	29.44	13.23	11.04	2.47
600795.SH	国电电力	4.48	-0.10	0.31	0.41	0.50	-30.64	14.59	11.05	8.92	1.74
601991.SH	大唐发电	3.09	-0.50	0.14	0.17	0.22	-6.47	22.74	17.77	14.23	1.99
平均值							-	22.25	14.02	11.40	2.06
600027.SH	华电国际	5.81	-0.50	0.41	0.55	0.66	-10.63	14.02	10.62	8.85	1.54

数据来源：Wind，西南证券整理

## 风险提示

煤价上涨风险、电价下跌风险、华电新能业绩不及预期风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	104422.21	108236.61	112302.71	114751.32	净利润	-6754.24	4447.03	5871.27	7044.88
营业成本	110856.82	97766.96	100618.74	102026.30	折旧与摊销	10997.14	11575.86	12052.82	12648.03
营业税金及附加	1023.94	1191.23	1215.93	1229.73	财务费用	4278.79	4249.09	4038.57	3759.81
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	-2934.45	-1500.00	-1500.00	-1500.00
管理费用	1806.70	1972.96	2037.21	2068.95	经营营运资本变动	-8819.77	1881.50	-671.53	-605.41
财务费用	4278.79	4249.09	4038.57	3759.81	其他	-3117.96	-1457.94	-1963.98	-2462.97
资产减值损失	-2934.45	-1500.00	-1500.00	-1500.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-6350.51</b>	<b>19195.54</b>	<b>17827.14</b>	<b>18884.34</b>
投资收益	7242.10	3000.00	3500.00	4000.00	资本支出	39110.38	-20000.00	-20000.00	-20000.00
公允价值变动损益	-37.23	-37.23	-37.23	-37.23	其他	-45505.72	3046.13	3459.49	3963.87
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-6395.33</b>	<b>-16953.87</b>	<b>-16540.51</b>	<b>-16036.13</b>
<b>营业利润</b>	<b>-8549.39</b>	<b>4519.14</b>	<b>6355.04</b>	<b>8129.28</b>	短期借款	6865.83	1707.38	2270.80	1329.67
其他非经营损益	123.16	161.94	168.60	158.81	长期借款	-7720.65	4000.00	3000.00	2000.00
<b>利润总额</b>	<b>-8426.23</b>	<b>4681.08</b>	<b>6523.64</b>	<b>8288.09</b>	股权融资	-430.32	0.00	0.00	0.00
所得税	-1671.99	234.05	652.36	1243.21	支付股利	-2465.74	2482.67	-2045.63	-2700.79
净利润	-6754.24	4447.03	5871.27	7044.88	其他	15673.01	-5698.60	-4105.19	-3232.23
少数股东损益	-1788.90	355.76	469.70	563.59	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>11922.13</b>	<b>2491.46</b>	<b>-880.02</b>	<b>-2603.34</b>
归属母公司股东净利润	-4965.35	4091.27	5401.57	6481.29	<b>现金流量净额</b>	<b>-823.76</b>	<b>4733.13</b>	<b>406.61</b>	<b>244.86</b>
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	6090.53	10823.66	11230.27	11475.13	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	12670.34	14267.39	14460.83	14645.21	销售收入增长率	15.07%	3.65%	3.76%	2.18%
存货	6116.15	4359.94	4613.85	4794.51	营业利润增长率	-226.38%	152.86%	40.63%	27.92%
其他流动资产	4701.75	3475.51	3673.21	3814.27	净利润增长率	-216.92%	165.84%	32.03%	19.99%
长期股权投资	37250.04	37250.04	37250.04	37250.04	EBITDA 增长率	-70.08%	202.45%	10.33%	9.31%
投资性房地产	61.83	51.98	55.26	54.17	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	137500.08	146157.72	154338.41	161923.87	毛利率	-6.16%	9.67%	10.40%	11.09%
无形资产和开发支出	7657.95	7424.45	7190.95	6957.45	三费率	5.83%	5.75%	5.41%	5.08%
其他非流动资产	6811.76	6811.76	6811.76	6811.76	净利率	-6.47%	4.11%	5.23%	6.14%
<b>资产总计</b>	<b>218860.43</b>	<b>230622.45</b>	<b>239624.58</b>	<b>247726.41</b>	ROE	-9.18%	5.52%	6.96%	7.95%
短期借款	27644.55	29351.93	31622.72	32952.40	ROA	-3.09%	1.93%	2.45%	2.84%
应付和预收款项	16610.53	19650.47	19494.27	19331.31	ROIC	-2.07%	5.42%	5.79%	5.94%
长期借款	56682.11	60682.11	63682.11	65682.11	EBITDA/销售收入	6.44%	18.80%	19.99%	21.38%
其他负债	44357.13	40442.13	40504.02	41095.04	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>145294.31</b>	<b>150126.63</b>	<b>155303.12</b>	<b>159060.86</b>	总资产周转率	0.46	0.48	0.48	0.47
股本	9869.86	9869.86	9869.86	9869.86	固定资产周转率	0.75	0.89	0.93	0.95
资本公积	13105.54	13105.54	13105.54	13105.54	应收账款周转率	10.90	10.93	10.37	10.46
留存收益	16066.62	22640.56	25996.50	29777.00	存货周转率	25.86	18.47	22.15	21.44
归属母公司股东权益	61829.64	68403.58	71759.52	75540.02	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.05%	—	—	—
少数股东权益	11736.47	12092.23	12561.94	13125.53	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>73566.12</b>	<b>80495.82</b>	<b>84321.46</b>	<b>88665.55</b>	资产负债率	66.39%	65.10%	64.81%	64.21%
负债和股东权益合计	218860.43	230622.45	239624.58	247726.41	带息债务/总负债	70.09%	71.64%	72.64%	73.02%
					流动比率	0.45	0.50	0.49	0.49
					速动比率	0.36	0.43	0.43	0.43
					股利支付率	-49.66%	-60.68%	37.87%	41.67%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	6726.53	20344.09	22446.42	24537.13	每股收益	-0.50	0.41	0.55	0.66
PE	-11.55	14.02	10.62	8.85	每股净资产	7.45	8.16	8.54	8.98
PB	0.78	0.71	0.68	0.65	每股经营现金	-0.64	1.94	1.81	1.91
PS	0.55	0.53	0.51	0.50	每股股利	0.25	-0.25	0.21	0.27
EV/EBITDA	23.88	7.87	7.35	6.87					
股息率	4.30%	—	3.57%	4.71%					

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

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间  
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，，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。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 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：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

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	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrlyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@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
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyx@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn