

宝新能源 (000690.SZ)

业绩对煤价高弹性, 新增装机储备多

公司评级

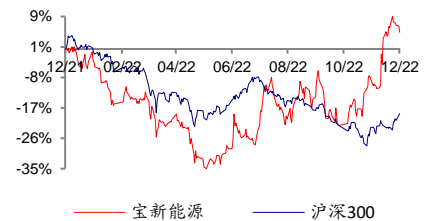
买入

当前价格	6.37 元
合理价值	7.67 元
报告日期	2022-12-06

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	2175.89/2174.47
总市值/流通市值 (百万元)	13860.41/13851.38
一年内最高/最低 (元)	6.65/4.00
30 日日均成交量/成交额 (百万)	42.53/260.40
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	17.10/47.80

相对市场表现



分析师:

郭鹏



SAC 执证号: S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

分析师:

姜涛



SAC 执证号: S0260521070002



021-38003624



shjiangtao@gf.com.cn

请注意, 姜涛并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

联系人: 许子怡 021-38003618
xuziyi@gf.com.cn

核心观点:

- **民营火电运营商, Q3 盈利快速改善。**公司是广东地区民营火电龙头, 2021 年末在运火电装机为 3.52GW, 另有在建 2GW、远期规划 6GW。2022 年前三季度公司收入 69.51 亿元, 归母净利 1.90 亿元。受制于煤价高企, 2022H1 归母净利仅盈利 0.09 亿元, 受益于电量、电价及煤价综合改善, Q3 归母净利盈利 1.81 亿元。大股东为广东宝丽华集团, 持股 16.0%。坚持高分红政策, 2017~2021 年累计分红 14.8 亿元, 分红率达 36%。股权及证券投资多元丰富, 前三季度投资收益达 1.17 亿元 (占利润总额 61%), 其中上半年为 0.89 亿元、显著增厚业绩。
- **高市场化煤占比, 若煤价下跌业绩弹性较大。**公司火电燃料主要是市场煤, 11 月末秦皇岛 Q5500、印尼烟煤 Q4200 价格相较 10 月高点降幅超 20%, 公司燃煤成本有望加速下降, 亦期待公司 2023 年煤炭长协比率提升。测算若综合用煤成本每下降 30 元/吨时 (考虑煤矸石及劣质煤), 对应度电毛利将提升 0.0095 元/千瓦时。
- **火电装机弹性高, 在建 2GW+规划 6GW。**公司火电在运 3.47GW、在建 2GW (陆丰二期/3、4 号机组)、规划 6GW (陆丰三四期/5~8 号机组、荷树园四期/7、8 号机组), 装机弹性较高。其中陆丰 3/4 号机组 11 月底已开工建设, 预计十四五期间实现双投。在运装机中, 荷树园属于资源综合利用电厂, 上网电价在 0.6 元/度左右。新能源方面, 公司联合中广核共同运营汕尾后湖 0.5GW 海风项目 (持股 8.09%, 2021 年 11 月并网、高电价), 未来仍将加大绿电项目开发力度。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2022~2024 年归母净利分别为 4.31、11.12、12.41 亿元, 按最新收盘价对应 PE 分别为 32.13、12.46、11.17 倍。公司火电集中于广东省, 盈利对煤价弹性较大, 且新增装机弹性较高。参考同业估值水平, 给予公司 2023 年 15 倍 PE 估值, 对应 7.67 元/股合理价值, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。**煤价持续上行; 项目建设进度、用电需求增长不及预期等。

盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	7,160	9,411	9,720	9,550	9,618
增长率 (%)	27.2	31.4	3.3	-1.7	0.7
EBITDA (百万元)	3,333	1,834	1,181	2,020	2,495
归母净利润 (百万元)	1,818	824	431	1,112	1,241
增长率 (%)	105.8	-54.7	-47.7	157.8	11.6
EPS (元/股)	0.84	0.38	0.20	0.51	0.57
市盈率 (x)	8.74	15.63	32.13	12.46	11.17
ROE (%)	16.7	7.4	3.8	8.8	9.0
EV/EBITDA (x)	5.50	8.09	12.77	8.46	7.44

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、民营火电运营商，盈利能力优于同业	5
(一) 广东地区民营火电龙头，区位优势显著	5
(二) 装机投产带动收入高增，盈利能力优于同业	7
(三) 在手资金充裕推动投资，股权及证券投资多元丰富	10
二、火电装机预期翻倍，煤价下降弹性显著	12
(一) 高市场煤采购比例，煤价-盈利联动明显	12
(二) 火电在建 2GW 及规划 6GW，新增装机高增	15
(三) 资源综合利用电价高，煤价下降弹性显著	18
三、稳健开发甲湖湾基地，携手中广核共建海风	21
四、盈利预测与投资建议	22
(一) 关键业务核心假设	22
(二) 盈利预测与投资建议	23
五、风险提示	24
(一) 煤价持续上行风险	24
(二) 项目建设不及预期风险	24
(三) 宏观经济波动大导致利用小时波动超预期	25

图表索引

图 1: 截至 2022 年 9 月末, 控股股东宝丽华集团直接持股 16%.....	5
图 2: 截至 2021 年末公司控股装机达 3.52GW, 火电占 98.6%.....	5
图 3: 2017~2021 年公司累计分红近 15 亿元.....	6
图 4: 近年公司营收体量不断提升, 2021 年已近百亿.....	7
图 5: 2022H1 公司电力业务实现营收 36 亿元.....	7
图 6: 2022 年前三季度公司业绩盈利 1.9 亿元.....	7
图 7: 2022 年前三季度公司扣非业绩为 2.5 亿元.....	7
图 8: 2021 年公司发电量同比增长 38.1%.....	8
图 9: 2021 年公司上网电量同比增长 37.8%.....	8
图 10: 2021 年公司火电利用小时同比提升 1472 小时.....	8
图 11: 2022 年 9 月末公司长短期借款为 55 亿元.....	8
图 12: 2022 年 9 月末公司资产负债率为 42.8%.....	8
图 13: 测算近三年公司融资成本不断下降.....	9
图 14: 2022 年 9 月末公司期间费率已降至 4.0%.....	9
图 15: 2022 年前三季度公司毛、净利率降至 6.5%、2.7%.....	9
图 16: 2022H1 公司电力业务毛利率降至 1.7%.....	10
图 17: 公司火电毛利率显著高于同业.....	10
图 18: 公司近年经营现金流净额均为正.....	10
图 19: 2022 年 9 月末公司固定资产+在建工程达 83 亿元.....	11
图 20: 2022 年 9 月末公司长期股权投资达 26 亿元.....	11
图 21: 2022 年 9 月末公司存货达 3.9 亿元.....	11
图 22: 公司投资收益波动较大.....	11
图 23: 公司投资收益构成(单位: 亿元).....	11
图 24: 2016~2020 年公司燃料采购均价.....	12
图 25: 2021 年公司度电燃料成本大幅增长 70%.....	13
图 26: 2021 年公司火电原材料成本占比大幅升至 85%.....	13
图 27: 2022 年单三季度公司毛利率升至 10.7%.....	13
图 28: 11 月 27 日秦皇岛动力煤市价降至 1251 元/吨.....	14
图 29: 2022 年 11 月秦皇岛年度长协煤价为 728 元/吨.....	14
图 30: 广州港动力煤印尼烟煤价格情况(元/吨).....	14
图 31: 2022 年至今国家加大电煤中长期合同监管力度.....	14
图 32: 2022 年 1-9 月原煤单月产量基本保持 10% 以上的同比增速.....	15
图 33: 2025 年公司装机有望达 5.47GW, 较 2021 年增长 57.6%.....	15
图 34: 2021 年广东省火电装机占比达 62%.....	16
图 35: 2021 年广东省火电+核电发电量占比超 95%.....	16
图 36: 历年广东省 GDP 增速基本高于全国.....	17
图 37: 2021 年广东省用电量增速高出全国 3.3pct.....	17
图 38: 2021 年梅州、汕尾 GDP 约 1300 亿元.....	17
图 39: 2021 年汕尾 GDP 增长居广东地级市之首.....	17

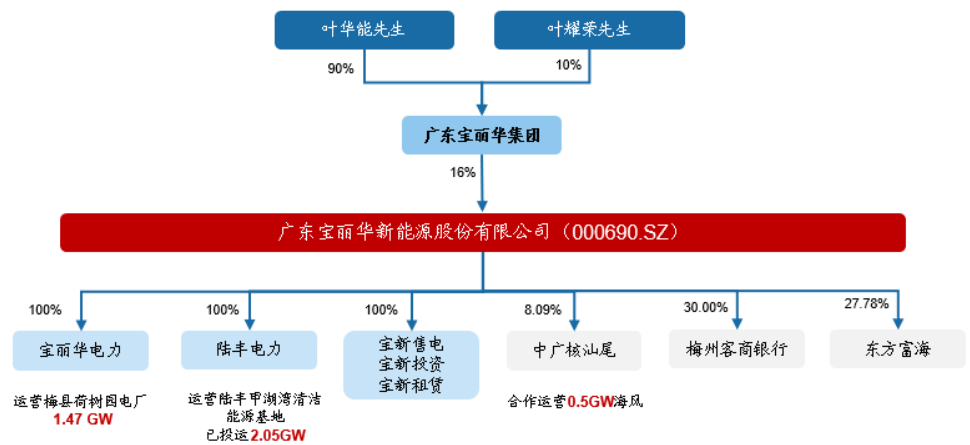
图 40: 近年广东省输入电量在 2000 亿千瓦时左右.....	18
图 41: 云南送广东电量占广东省用电量的 15%~20%	18
图 42: 2022 年广东新增核准大量火电装机 (统计数据截至 2022/11/13)	18
图 43: 公司火电上网电价始终处于较高水平	18
图 44: 2022 年以来广东成交电价保持在 500 元/兆瓦时左右	19
图 45: 公司与中广核合作开发汕尾海风资源	21
表 1: 公司在运火电项目	6
表 2: 公司已推出七期员工持股计划	6
表 3: 2017~2022H1 公司长期股权投资及金融资产损益情况.....	12
表 4: 公司在建及远期规划火电项目	16
表 5: 公司荷树园电厂属资源综合利用、具备高电价优势.....	19
表 6: 2022、2023 年度广东电力交易市场有关事项内容对比	19
表 7: 公司火电度电毛利润敏感性测算 (单位: 元/千瓦时)	20
表 8: 汕尾市陆丰甲湖湾清洁能源基地规划总装机容量达 9.54GW	21
表 9: 公司当前在运、拟建新能源项目	22
表 10: 公司火电业务经营数据预测	22
表 11: 公司各分部业务预测	23
表 12: 宝新能源同业对比 (收盘价日期: 2022/12/6)	24

一、民营火电运营商，盈利能力优于同业

(一) 广东地区民营火电龙头，区位优势显著

广东地区民营火电龙头，大股东为宝丽华集团。公司是A股少有的民营火电运营商，控股股东为广东宝丽华集团有限公司，截至2022年9月末持股16%，实际控制人为叶华能先生。1997年成立至今，公司业务历经两次转型调整，2021年先后注销与主业关联度较低的子公司宝丽华建设、信用宝，2022年确定“立足能源电力主业，拓展金融投资领域，构建绿色崛起格局”的最新发展战略。

图 1：截至2022年9月末，控股股东宝丽华集团直接持股16%

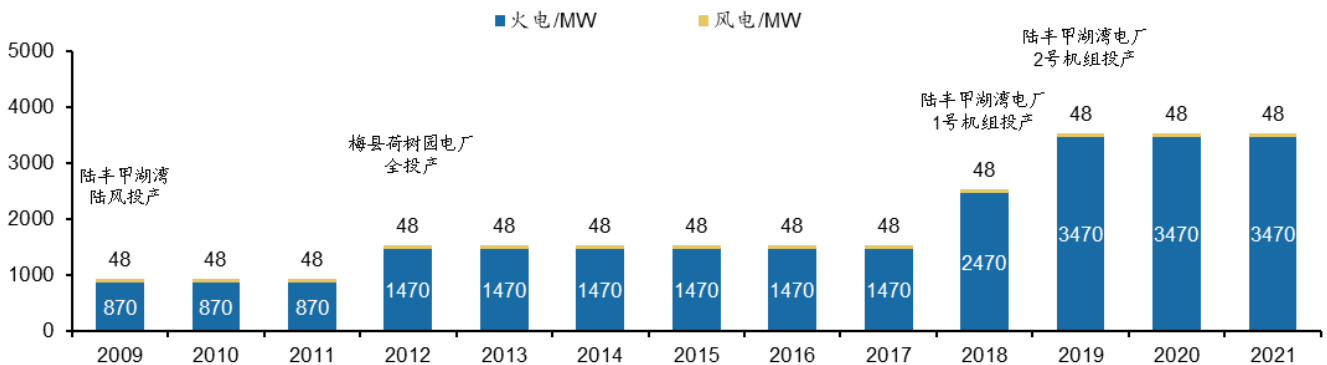


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：2022年10月27日公司发布公告拟注销全资子公司宝新租赁

电力资产集中于广东梅州、陆丰，区位优势显著。截至2021年末，公司总控股装机容量为3.52GW，其中火电装机3.47GW，其中梅县荷树园电厂1.47GW、陆丰甲湖湾电厂2GW（另有在建2GW）。公司在运风电装机0.05GW，此外公司参与投资开发的汕尾后湖（0.5GW）海风项目于2021年11月底成功并网发电（原持股20%，后被稀释至8.09%），扩张新能源领域布局。

图 2：截至2021年末公司控股装机达3.52GW，火电占98.6%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 1: 公司在运火电项目

序号	类型	项目名称	运营子公司	装机容量/GW	机组构成	持股比例/%	投产时间
1	劣质煤资源综合利用	梅县荷树园电厂一期	宝丽华电力	0.27	2×135MW	100%	2005年5月、9月
2	劣质煤资源综合利用	梅县荷树园电厂二期	宝丽华电力	0.6	2×300MW	100%	2008年6月、9月
3	劣质煤资源综合利用	梅县荷树园电厂三期	宝丽华电力	0.6	2×300MW	100%	2012年8月、11月
4	燃煤/超超临界	陆丰甲湖湾电厂一期	陆丰电力	2.0	2×1GW	100%	2018年底/2019年初
合计			-	3.47	-	-	-

数据来源: 自然资源部, Wind, 广发证券发展研究中心

员工持股计划已完成七期。2015年公司提出《员工持股计划管理办法》，计划实施2015~2024年十年期员工持股计划，资金来源之一为：公司每年按照上一会计年度经审计净利润的10%提取“员工持股计划奖励金”，至2021年共完成七期。截止目前，公司第一至五期员工持股计划所持本公司的股份已通过大宗交易方式减持完毕；尚在存续期内的第六、七期员工持股计划合计持有公司股票2681.25万股，占公司总股本的1.23%。综合考虑第一至七期员工持股计划的实施效果，结合市场环境及公司发展需要，公司拟取消实施后续暂未实施的第八、九、十期员工持股计划。

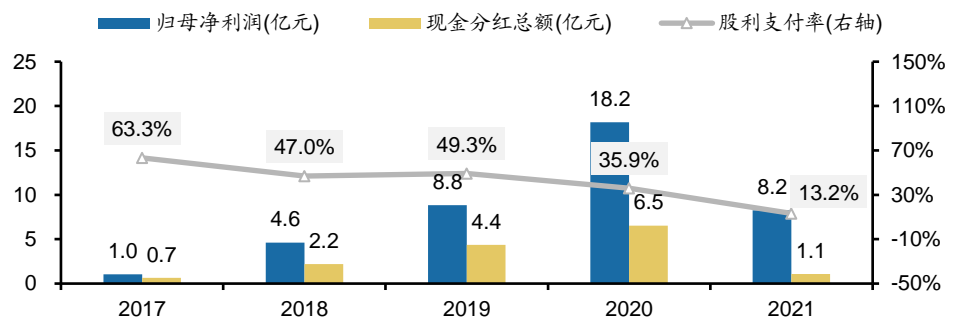
表 2: 公司已推出七期员工持股计划

实施时间	期数	持股数量/万股	占总股本比例/%
2021年8月	第七期员工持股计划	1818.05	0.84%
2020年8月	第六期员工持股计划	863.20	0.40%
2019年5月	第五期员工持股计划	388.68	0.18%
2018年5月	第四期员工持股计划	81.66	0.04%
2017年7月	第三期员工持股计划	662.01	0.30%
2016年6月	第二期员工持股计划	521.69	0.24%
2015年6月	第一期员工持股计划	419.74	0.19%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

坚持高分红政策，2017~2021年累计分红14.8亿元，分红率达36%。公司历年现金流稳定且充裕（近10年经营现金流均为正），自1997年上市至今已连续现金分红24次，累计金额达38.68亿元、分红率达36.50%。2017~2021年公司累计分红14.8亿元，平均分红率达36%。

图 3: 2017~2021年公司累计分红近15亿元

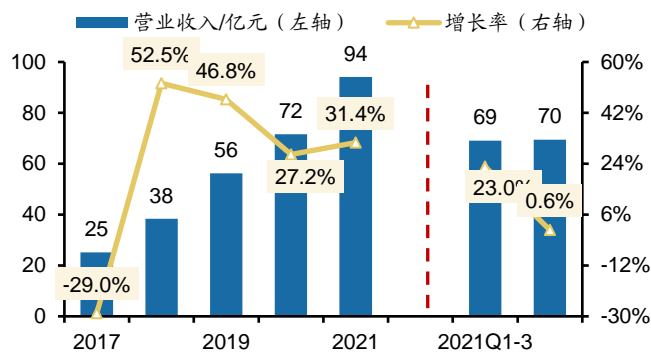


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

（二）装机投产带动收入高增，盈利能力优于同业

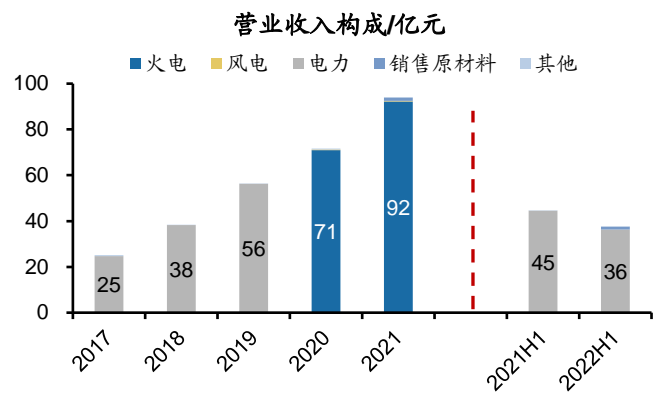
受益于公司机组持续投产，近年来收入持续高增。公司2018/2019年持续投产火电项目，带动发电量持续增长、带动收入2018~2021年收入复合增速超30%。从盈利维度来看，一方面公司持续优化财务费用，2017~2020年利润增幅远大于收入增幅。但另一方面公司受市场煤比例较高影响，2021年利润大幅下滑54.7%。2022年1~3月煤价持续攀升，后期有所回落但仍在高位，导致上半年公司业绩至盈亏平衡点；三季度受益于电量、电价及煤价的综合影响，公司业绩大幅改善、实现盈利1.81亿元。此外，公司具有股权投资、证券投资等金融资产，其损益亦对业绩产生一定影响，2022年前三季度公司扣非业绩为2.45亿元。

图 4：近年公司营收体量不断提升，2021年已近百亿



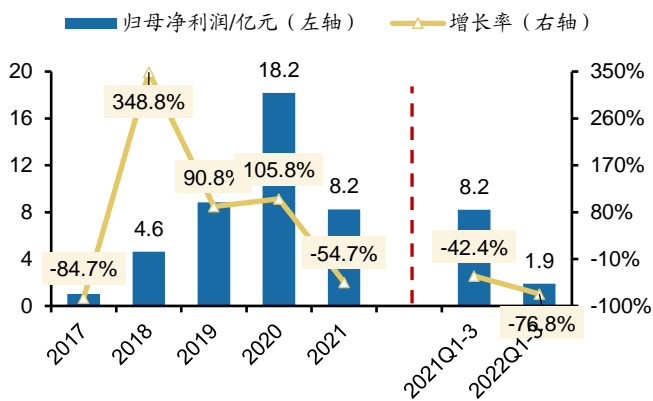
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 5：2022H1公司电力业务实现营收36亿元



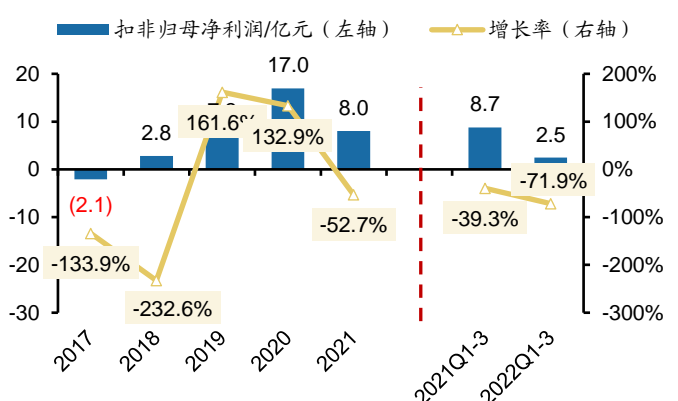
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 6：2022年前三季度公司业绩盈利1.9亿元



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

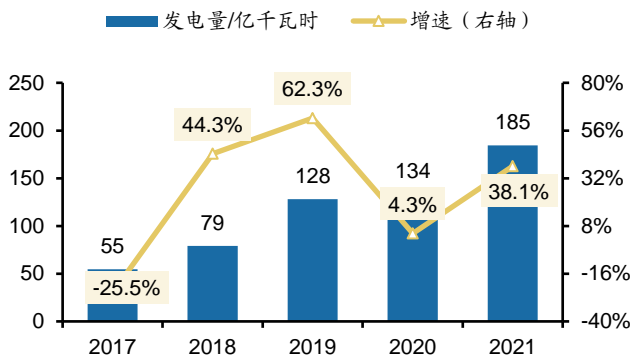
图 7：2022年前三季度公司扣非业绩为2.5亿元



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

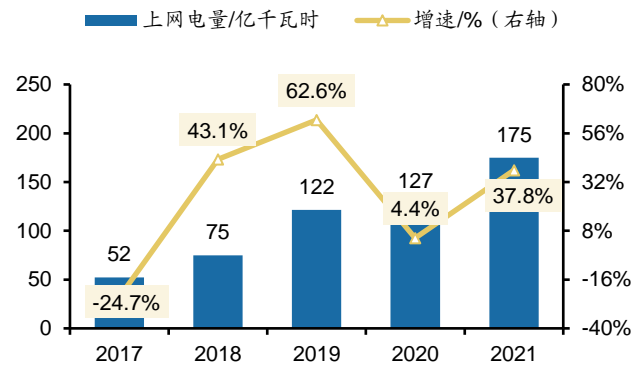
2021年火电利用小时数突破5300小时，发电量达到185亿千瓦时。回顾历史，2018年11月公司陆丰甲湖湾电厂一号机组投产（1GW超超临界机组，下同），2019年4月二号机组投产，发电量、上网电量呈阶梯式提升，2017~2021年CAGR均在35%以上。2021年用电需求超预期增长，加上持续高温天气及来水减少，电力供应紧张，公司火电利用小时数同比增加1472小时至5305小时，完成发电量184.56亿千瓦时（同比+38.1%），完成上网电量174.79亿千瓦时（同比+37.8%）。

图 8: 2021年公司发电量同比增长38.1%



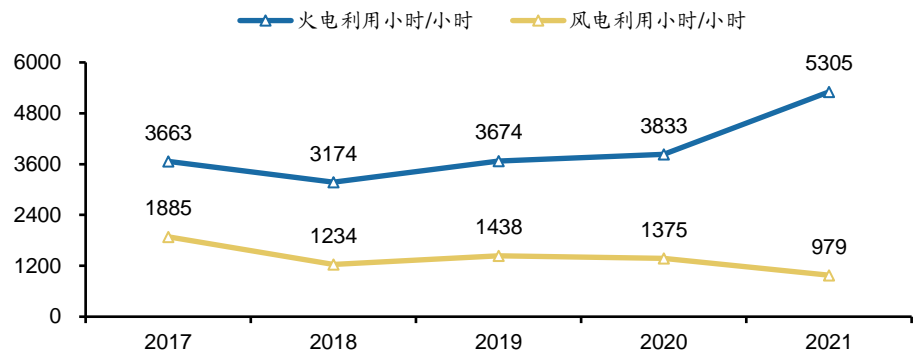
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 9: 2021年公司上网电量同比增长37.8%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

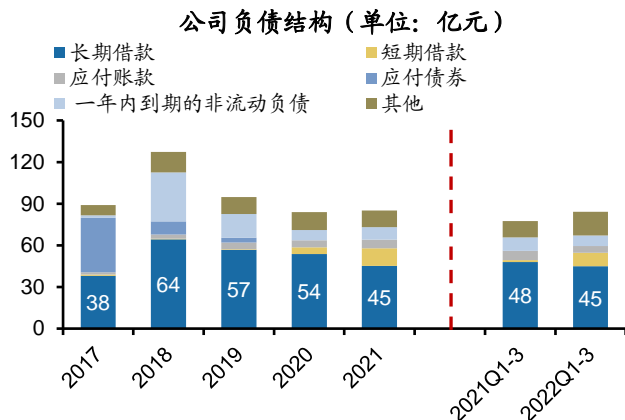
图 10: 2021年公司火电利用小时同比提升1472小时



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

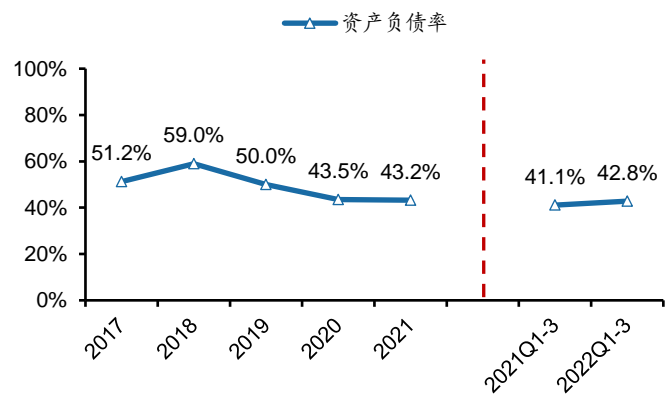
公司资产负债率持续下滑，2021年末为43%，相较2018年下降16pct。从负债端来看，伴随陆丰甲湖湾2GW煤电机组于2019年全部投产，公司负债规模降至80~90亿元左右，自此公司持续降低负债规模，2021年资产负债率为43.2%。测算2021年融资成本降至4.37%，负债结构持续改善。

图 11: 2022年9月末公司长短期借款为55亿元



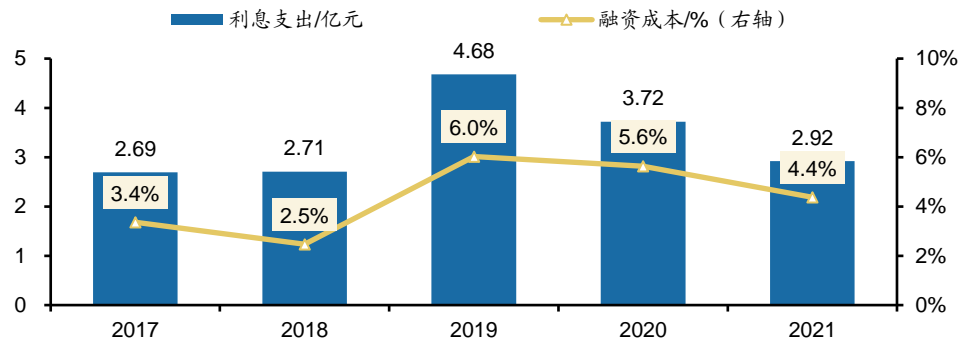
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 12: 2022年9月末公司资产负债率为42.8%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 13: 测算近三年公司融资成本不断下降

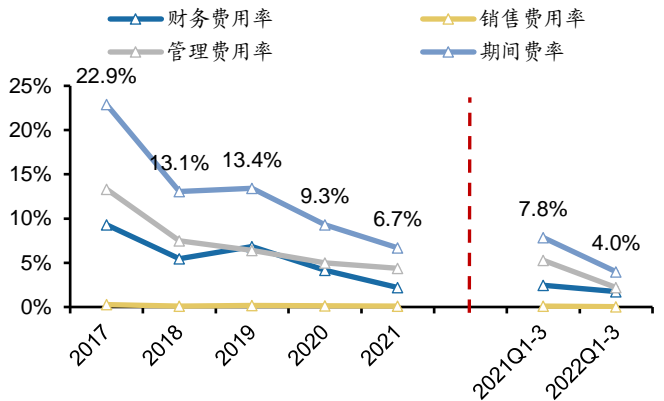


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 融资成本=利息支出/(长期借款+短期借款+应付债券+一年内到期的非流动负债)*100%

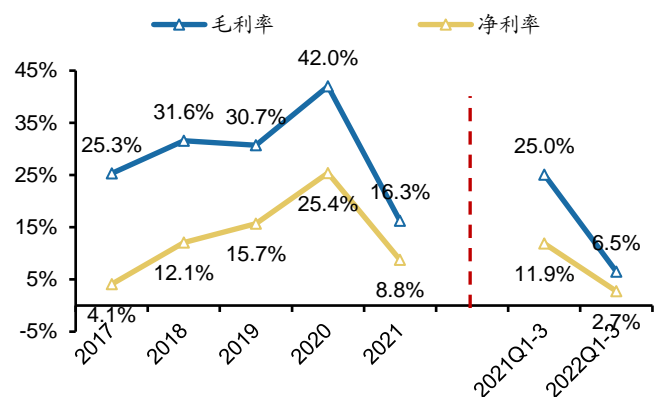
负债下降叠加管理费用控制, 带动公司期间费用率持续下降, 带动盈利边际改善。2021年公司财务费用率仅为2.2%, 管理费用率为4.4%, 期间费用率相较2017年下降16.2pct至6.7%。因此尽管公司毛利率2021年大幅下滑, 但净利率降幅相对缓和。2022年前三季度毛利率同比下降18.56pct至6.5%, 净利率同比下降9.14pct至2.7%。

图 14: 2022年9月末公司期间费率已降至4.0%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

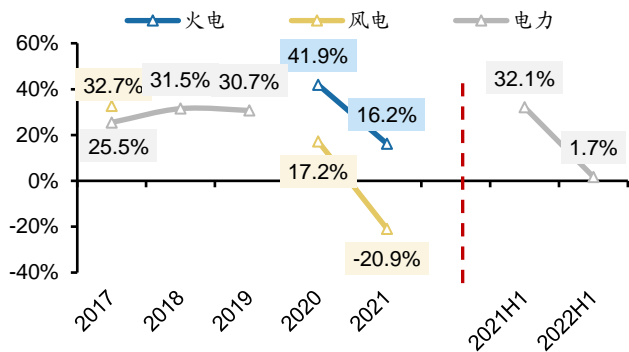
图 15: 2022年前三季度公司毛、净利率降至6.5%、2.7%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

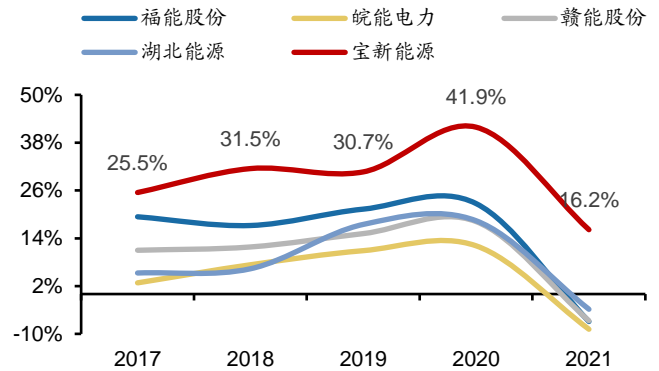
受上网电价较高影响, 公司盈利能力显著高于同业。公司历年火电机组占比超95%, 盈利水平受燃料价格影响较大, 但受益于公司火电上网电价始终处于0.55元/千瓦时以上较高水平, 历年电力业务毛利率均为正、且显著高于同业。2021年受制于燃煤价格大涨, 火电板块巨亏, 而公司火电毛利率为16.2%, 盈利韧性出众。2021年风电毛利率降至-20.9%, 主要系设备维修致成本中制造费用提升50%+。

图 16: 2022H1公司电力业务毛利率降至1.7%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 17: 公司火电毛利率显著高于同业

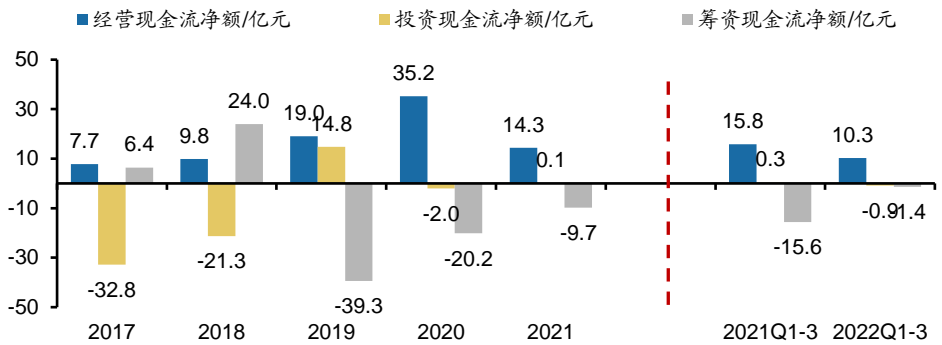


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 2017~2019年宝新能源毛利率为电力业务口径毛利率

优质火电资产持续运营, 2012年至今经营现金流均为正。尽管公司业绩受煤价影响波动较大, 但火电资产的持续运营, 赋予公司相对稳定的现金流, 2012年荷树园电厂全投产、而后公司经营现金流均为正。

图 18: 公司近年经营现金流净额均为正

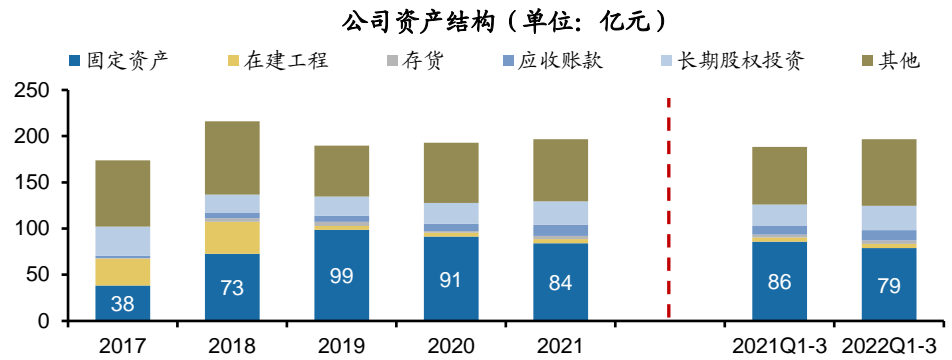


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(三) 在手资金充裕推动投资, 股权及证券投资多元丰富

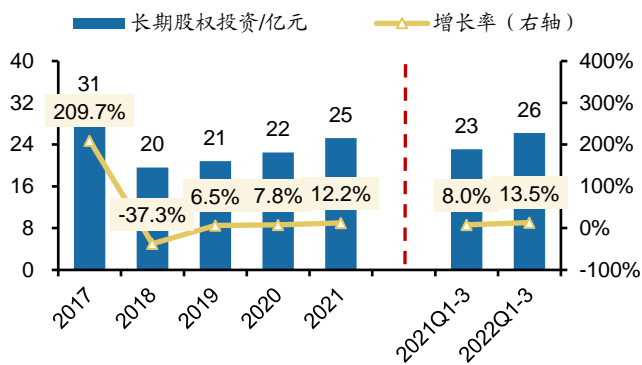
公司总资产中, 长期股权投资及金融资产占比相对较高。从资产端来看, 截至2022年9月末公司总资产达197亿元, 其中以在运机组为主的固定资产达到79亿元, 在建工程为4.60亿元, 货币资金54.58亿元。公司拥有长期股权投资+其他权益工具投资+交易性金融资产合计达29.37亿元, 占总资产的14.93%。

图 19: 2022年9月末公司固定资产+在建工程达83亿元



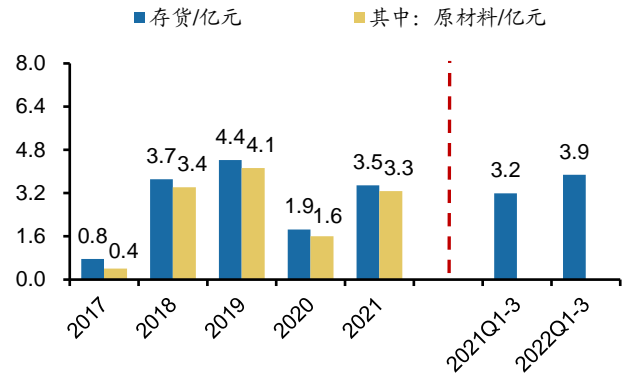
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 20: 2022年9月末公司长期股权投资达26亿元



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

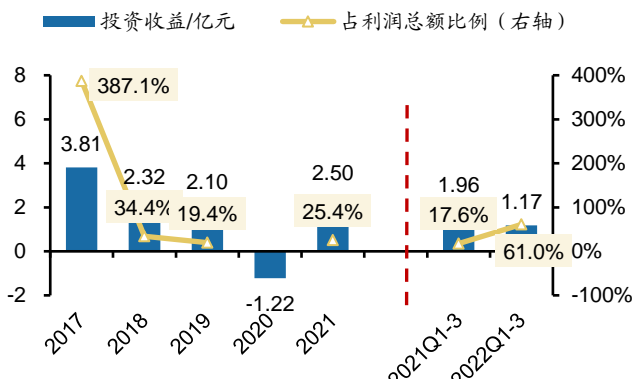
图 21: 2022年9月末公司存货达3.9亿元



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

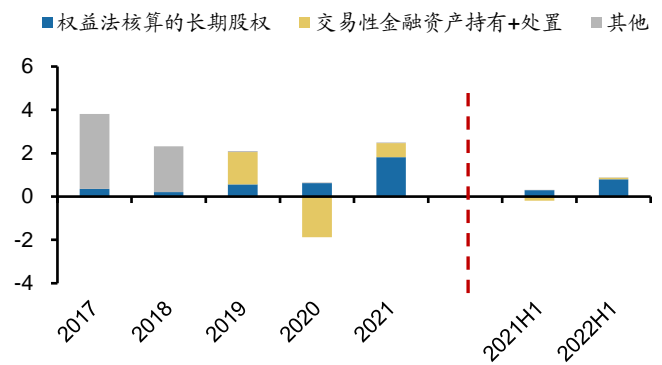
历年股权投资、证券投资多元丰富, 投资收益波动较大。2022年前三季度公司长期股权投资达26.24亿元, 占总资产13.34%, 主要包括对梅州客商银行、东方富海、中广核汕尾(海上风电)的股权投资; 同期公司其他权益工具投资、交易性金融资产分别为1.92、1.21亿元。2022年前三季度实现投资收益1.17亿元, 回顾历史公司投资收益波动较大, 主要系证券投资损益影响。

图 22: 公司投资收益波动较大



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 23: 公司投资收益构成 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 3: 2017~2022H1公司长期股权投资及金融资产损益情况

长期股权投资-联营企业-权益法确认的投资损益/亿元						
公司名称	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1
梅州客商银行	0.04	0.15	0.17	0.18	0.20	0.24
东方富海	0.18	0.27	0.46	0.56	1.75	0.35
中广核汕尾公司	-	-	0.00	0.00	-	0.20
其他	0.13	-0.21	-0.07	-0.12	-0.13	0.00
合计	0.35	0.21	0.57	0.62	1.82	0.79

以公允价值计量的金融资产投资情况/亿元						
科目名称	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1
证券投资（股票）报告期损益 （不含衍生品）	-0.05	-0.33	3.31	0.54	-0.26	-0.31
衍生品投资报告期实际损益	-	-	-	-	0.04	-0.01
合计	-0.05	-0.33	3.31	0.54	-0.22	-0.32

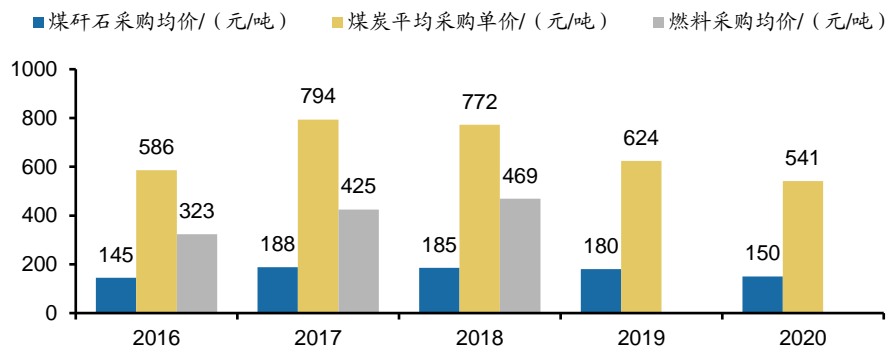
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

二、火电装机预期翻倍，煤价下降弹性显著

（一）高市场煤采购比例，煤价-盈利联动明显

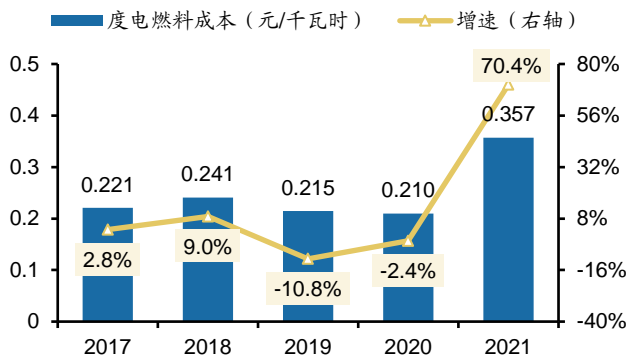
高市场煤比例，2021年煤价大涨、度电燃料成本升至0.36元/千瓦时。公司燃料构成分为两部分，荷树园电厂为流化床，采用煤矸石与劣质煤作为燃料，陆丰甲湖湾电站为纯凝机组，为正常采煤。2021年公司采购均为国内市场煤，受制于煤价高企，公司火电营业成本为77.28亿元，同比大幅增长87.54%，主要系原材料采购成本达65.75亿元，同比增长135.80%，占火电总成本比例升至85.07%；度电燃料成本升至0.357元/千瓦时（同比+70.4%）。

图 24: 2016~2020年公司燃料采购均价



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

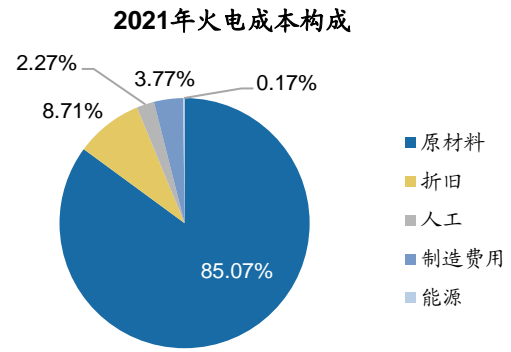
图 25: 2021年公司度电燃料成本大幅增长70%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 度电燃料成本=原材料采购金额/火电发电量

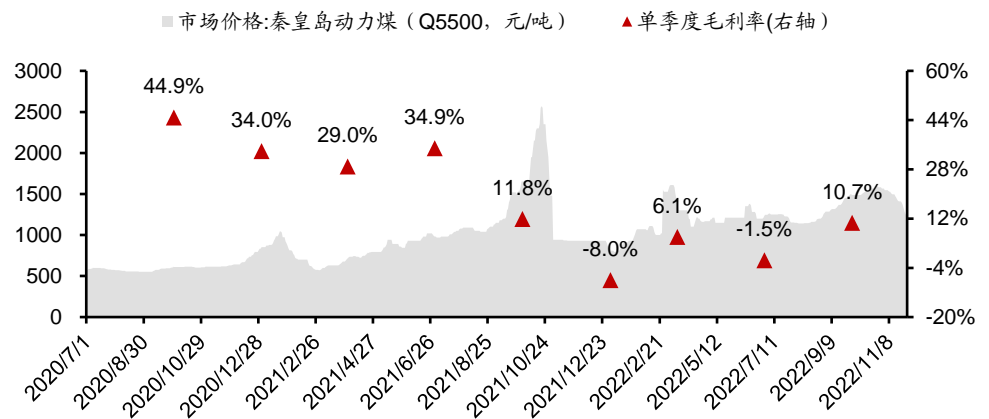
图 26: 2021年公司火电原材料成本占比大幅升至85%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

煤价对利润率影响显性，Q3已持续改善。受公司采购均为市场煤所致，因此公司利润率受市场煤价影响明显。自2021Q2市场煤价开始提升（2021年下半年市场煤价一度高达2400元/吨），公司毛利率持续下降。2022年起市场煤价持平，Q3出现阶段性下降，公司积极调整煤炭采购策略下、Q3毛利率升至10.66%（环比Q2提升12.2pct）。

图 27: 2022年单三季度公司毛利率升至10.7%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

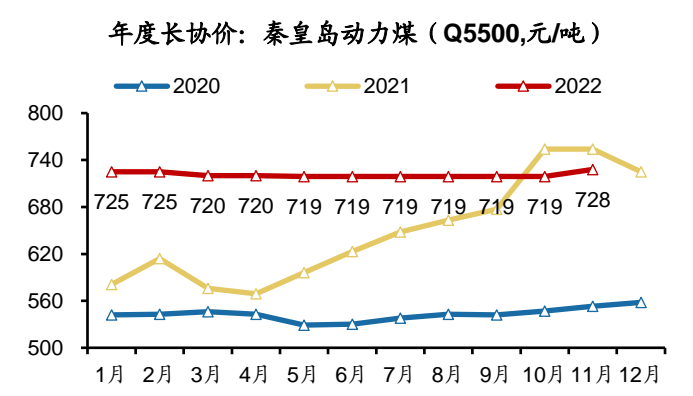
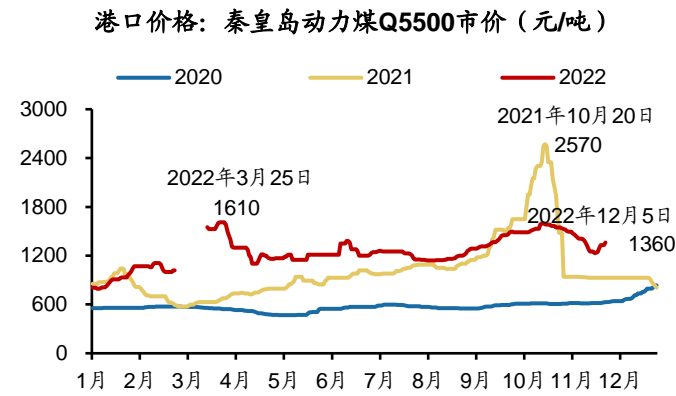
备注: 秦皇岛动力煤价为季度均值

我们预期公司盈利有望持续改善，从以下两方面来看：

(1) 市场煤价格持续下降，公司购煤策略灵活。截至2022年11月末，秦皇岛5500大卡煤价已降至1249元/吨，相较此前高点降幅约20%，印尼烟煤Q4200下降至849元/吨，降幅亦接近20%。当前国内市场煤与进口煤价格波动起伏大，公司可基于市场价格变动情况灵活改变煤炭采购策略，实现燃煤成本最优、增厚盈利。

图 28: 12月5日秦皇岛动力煤市价为1360元/吨

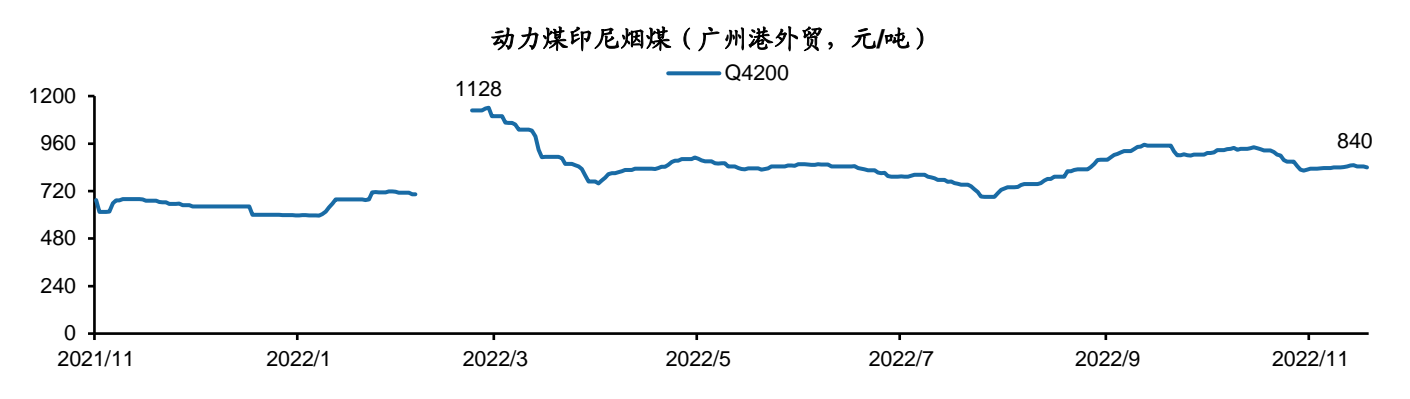
图 29: 2022年11月秦皇岛年度长协煤价为728元/吨



数据来源: 百川盈孚, 广发证券发展研究中心

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

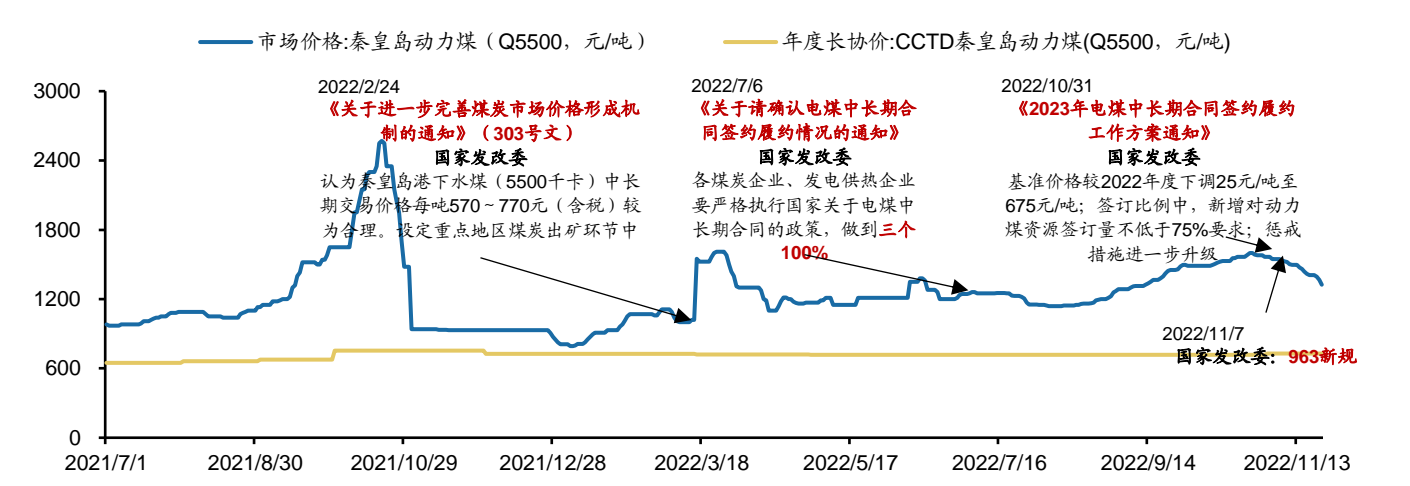
图 30: 广州港动力煤印尼烟煤价格情况 (元/吨)



数据来源: 百川盈孚, 广发证券发展研究中心

(2) 电煤管控日趋严格, 公司正积极衔接、洽谈长协煤, 若签订、履约成功燃料成本将大幅改善。考虑当前市场煤仍在1000元/吨以上的高位, 而长协煤价基本在720元/吨左右, 公司若换改签成功、即使在考虑运费等其他费用影响下, 预计综合用煤成本仍将下降、火电盈利有望改善。

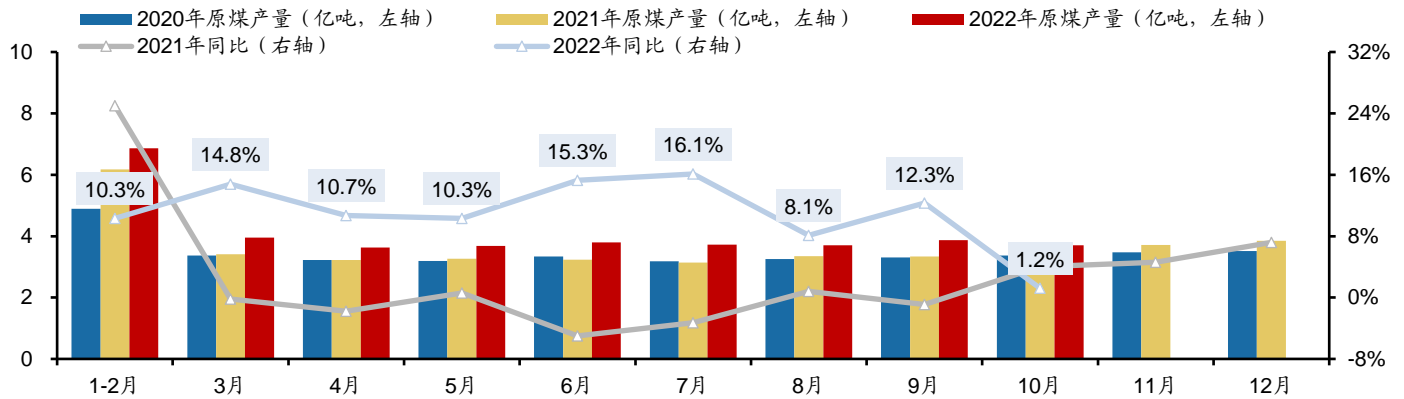
图 31: 2022年至今国家加大电煤中长期合同监管力度



数据来源: 政府官网, 广发证券发展研究中心

原煤产量同比继续提升，煤炭供应偏紧有望缓解。2021年10月，国务院出台多项措施保障煤炭供应；结合2022年全国能源工作会议强调，要继续发挥煤炭“压舱石”作用，原煤产量持续提升，2022年10月单月产量达3.70亿吨（同比+1.2%），2022年1-9月原煤单月产量基本保持10%以上的同比增速。政策督促煤企加快释放先进产能下，预计未来2~3年煤炭供需格局有望同比改善。

图 32: 2022年1-9月原煤单月产量基本保持10%以上的同比增速



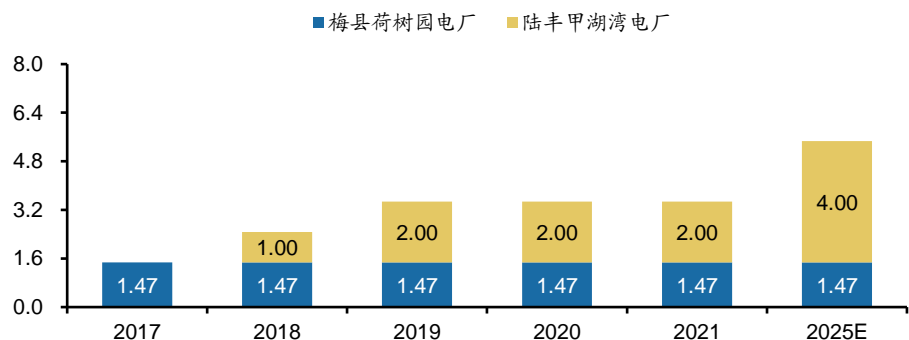
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

（二）火电在建 2GW 及规划 6GW，新增装机高增

火电在运3.47GW、在建2GW、规划6GW，装机高弹性。2022年6月，公司陆丰甲湖湾电厂3、4号机组扩建工程在广东省发改委开展的煤电项目优选中排位第一，省发改委同意将国家“十四五”电力建设规划新增我省的200万千瓦煤电建设规模用于陆丰甲湖湾电厂3、4号机组扩建工程（2×1GW）建设。2022年11月28日公司公告项目已开工建设，预计两台机组分别于2024年底、2025年初实现投产，则2025年公司火电装机有望达5.47GW，较2021年增长57.6%。

此外，公司目前正在开展项目前期工作的有：（1）陆丰甲湖湾基地电厂远期规划三期、四期百万煤电机组共计4GW；（2）梅县荷树园电厂四期资源综合利用机组2GW，公司火电装机远期亦有提升可能。

图 33: 2025年公司装机有望达5.47GW，较2021年增长57.6%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

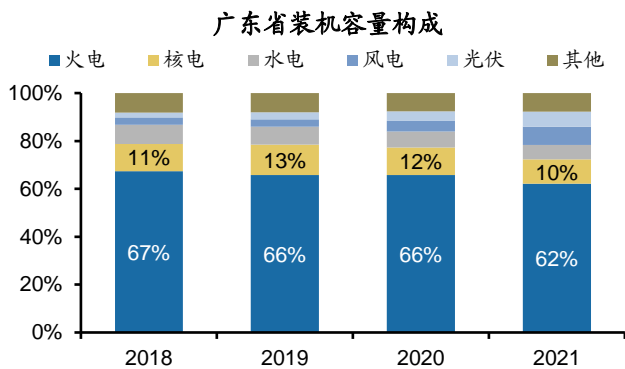
表 4: 公司在建及远期规划火电项目

序号	类型	项目名称	运营子公司	装机容量/GW	机组构成	持股比例/%	投产时间
1	燃煤/超超临界	陆丰甲湖湾电厂二期	陆丰电力	2.0	2x1GW	100%	预计 2024 年 10 月 2024 年 12 月
2	燃煤/超超临界	陆丰甲湖湾电厂三、四期	-	4.0	4x1GW	-	远期规划
3	劣质煤资源综合利用	梅县荷树园电厂四期	宝丽华电力	2.0	2x1GW	100%	规划项目, 前期工作 开展中
合计			-	8.0	-	-	-

数据来源: 自然资源部, Wind, 广发证券发展研究中心

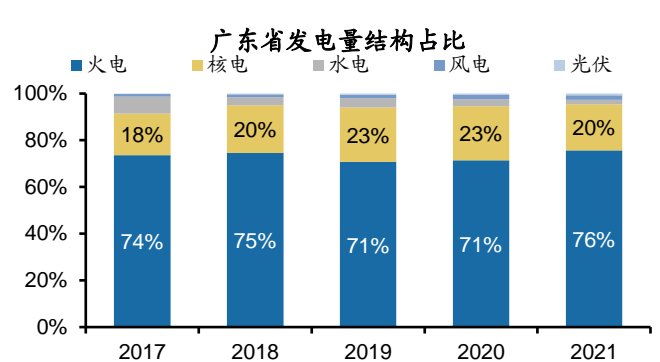
广东省发电装机以火电、核电为主, 2021年二者发电量占比超95%。2021年广东省发电装机容量158.56GW, 其中火电98.42GW(占总装机62.1%, 下同), 水电9.46GW(占5.7%), 核电16.14GW(占10.2%), 并网风电12.24GW(占7.7%), 并网光伏10.04GW(占6.3%), 另有生物质发电等其他电源装机12.27GW(占7.7%)。2021年全省完成发电量6115亿千瓦时, 其中火电+核电发电量占比达95.4%(装机占比为72.3%)。

图 34: 2021年广东省火电装机占比达62%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 35: 2021年广东省火电+核电发电量占比超95%

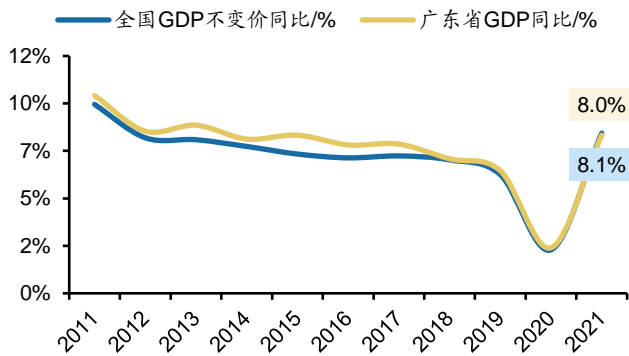


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

经济持续恢复下, 2021年广东省用电量增速高出全国3.3pct, 用电需求持续高增。2021年广东地区生产总值达12.44万亿, 同比增长8.0%, 两年平均增长5.1%; 同期用电量达7867亿千瓦时, 同比增长13.6%, 高出全年用电量增速3.3pct。根据《广东省“十四五”能源发展专项规划》, 预计2025年广东全省用电量将达8800亿千瓦时, “十四五”期间年均增长约4.9%, 保持增长态势。

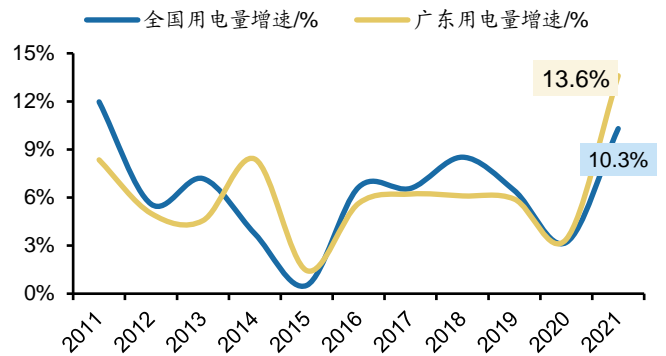
考虑公司发电装机集中在梅州、陆丰(汕尾代管县级市), 从地级市角度来看, 2021年汕尾GDP增长领跑全省, 增长12.7%; 全社会用电量为74.92亿千瓦时, 增长13.6%。2021年梅州GDP增长5.5%, 全社会用电为122.69亿千瓦时, 增长9.5%。预计“十四五”期间粤东地区的加速发展将对广东的区域协调发展起到支撑作用, 用电量有望持续提升。

图 36: 历年广东省GDP增速基本高于全国



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

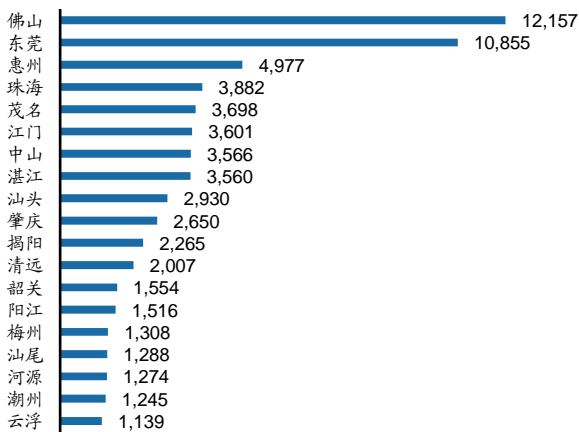
图 37: 2021年广东省用电量增速高出全国3.3pct



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 38: 2021年梅州、汕尾GDP约1300亿元

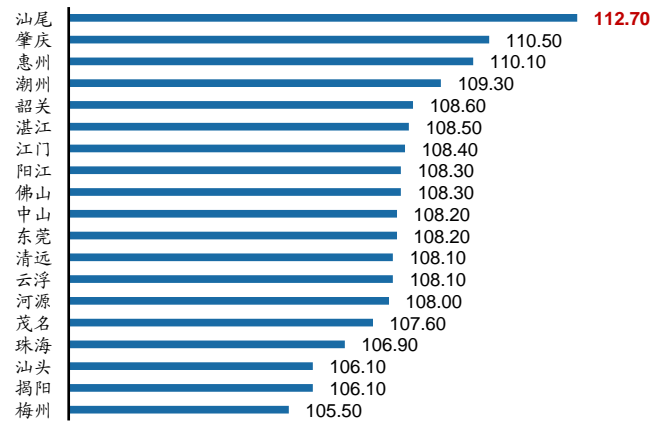
2021年广东各地级市GDP/亿元



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 39: 2021年汕尾GDP增长居广东地级市之首

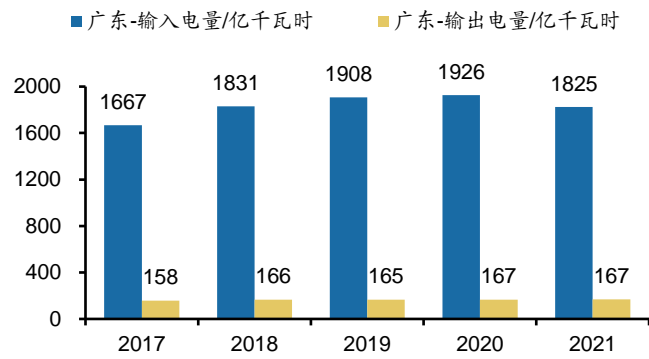
2021年广东各地级市GDP指数/上年=100



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

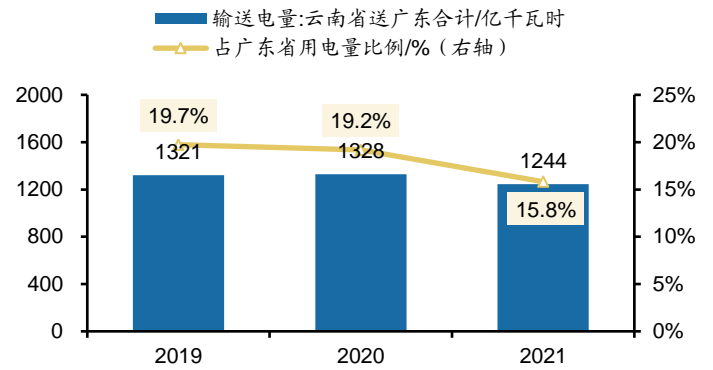
广东为电力输入省，火电新增核准装机年内全国第一。广东作为我国“西电东送”南部通道的接收省份之一，主要接收贵州、广西、云南三省区的水电资源以及云南、贵州两省的火电资源，其中以云南的水电贡献居首。2021年广东省输入电量为1825亿千瓦时，云南送广东电力达1244亿千瓦时，占广东输入电量的84.5%、占广东用电量的15.8%，广东省内电源供应能力有待挖掘。根据全国各省市发改委披露数据统计，截至2022年11月27日，广东省新增核准火电装机全国第一，公司陆丰甲湖湾电厂远期规划4GW煤电及梅县荷树园电厂远期规划2GW资源综合利用机组有望得以审批，期待后续审批加速。

图 40: 近年广东省输入电量在2000亿千瓦时左右



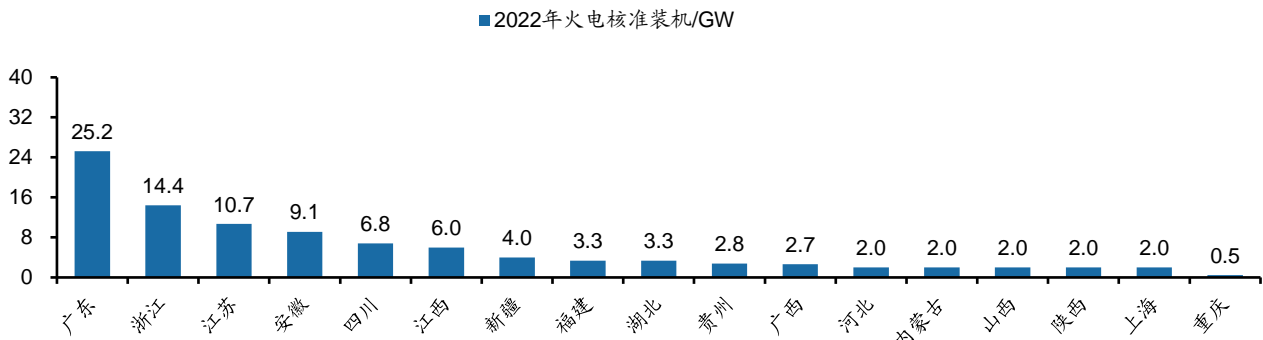
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心
备注: 图中均为当年前 11 个月数据

图 41: 云南送广东电量占广东省用电量的15%~20%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 42: 2022年广东新增核准大量火电装机 (统计数据截至2022/11/27)

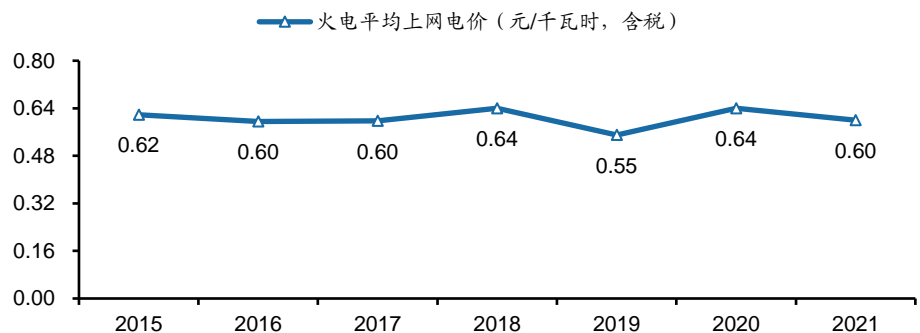


数据来源: 各省市区发改委, 北极星电力网, 广发证券发展研究中心

(三) 资源综合利用电价高, 煤价下降弹性显著

荷树园属资源综合利用电厂, 含补贴高电价、优先上网优势显著。公司历年上网电价相较广东省燃煤标杆电价始终处于较高水平, 主要为荷树园电厂属于循环流化床资源综合利用机组, 除优先上网外, 还具备含补贴高电价优势。2019年4月陆丰甲湖湾一期煤电项目全投产后 (广东省最新燃煤标杆电价为0.453元/千瓦时), 公司上网电价略有下降, 但仍在0.55元/千瓦时以上的较高水平。

图 43: 公司火电上网电价始终处于较高水平



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

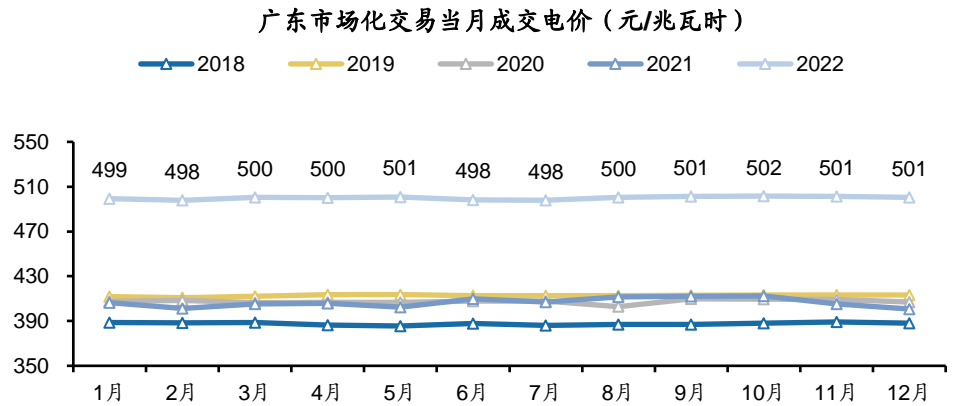
表 5: 公司荷树园电厂属资源综合利用、具备高电价优势

公告时间	政策名称	调整方向	相关电厂	调整后电价/(元/度)	广东燃煤标杆电价/(元/度)
2017/07/20	《广东省发展改革委关于提高我省燃煤发电企业上网电价有关问题的通知》	提高 0.25 分/千瓦时 (含税)	荷树园电厂		0.4530
2016/01/16	《广东省发展改革委关于降低我省燃煤发电企业上网电价有关问题的通知》	降低 2.3 分/千瓦时 (含税)	荷树园电厂	0.5955	0.4505
2015/04/21	《关于降低我省燃煤发电企业上网电价有关问题的通知》	降低 2.85 分/千瓦时 (含税)	荷树园电厂	0.6185	0.4735
2014/10/11	《关于降低我省有关发电企业上网电价的通知》等	下调 1.2 分/千瓦时、增加 0.2 分/千瓦时的除尘电价	荷树园电厂	0.6470	0.5020

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

广东省市场化交易电价持续上浮，零售侧增设浮动电价，公司亦有望受益。参考广东电力交易中心数据，2022年1月至今市场化交易当月成交电价在500元/兆瓦时左右，同比保持在高位。广东省2023年电力市场交易细则中针对零售电价增加浮动费用(可选0-2分/千瓦时)，预计也可扩大市场化交易电价上浮空间。

图 44: 2022年以来广东成交电价保持在500元/兆瓦时左右



数据来源: 广东电力交易中心, 广发证券发展研究中心

表 6: 2022、2023 年度广东电力交易市场有关事项内容对比

	2022 年度	2023 年度
文件名称	《关于 2022 年电力市场交易有关事项的通知》 (粤能电力〔2021〕110 号)	《关于 2023 年电力市场交易有关事项的通知》 (粤能电力〔2022〕90 号)
发布时间	2021 年 12 月 4 日	2022 年 11 月
市场交易规模	广东电力市场规模约 5500 亿千瓦时，包括直接参与市场交易电量和电网企业代理购电量	
市场主体准入标准: 发电侧市场主体	2022 年起，适时选取可再生能源、储能示范应用项目以及可调节负荷等试点参与电能量市场交易。	有序推动 220kV 及以上电压等级的中调调管风电场站、光伏电站参与现货市场交易，适时参与中长期市场交易；适时推动储能等新兴市场主体试点参与电能量市场交易。
市场主体准入标准:	-	新增市场购电用户的全部工商业电量均需通过市场直接购

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

参与市场交易要求

买。

年度交易安排	2022年可从市场直接购电的用户电量规模约4800亿千瓦时，安排年度交易规模上限3150亿千瓦时。	2023年可从市场直接购电的用户电量规模约4900亿千瓦时，安排年度交易规模上限3000亿千瓦时。
交易品种	年度交易包括年度双边协商交易和年度挂牌交易，先行开展年度双边协商交易，上限为3000亿千瓦时；后开展年度挂牌交易，上限为年度规模上限3150亿千瓦时扣除双边协商交易成交电量。在此基础上，若仍有剩余电量，市场主体可在年内每月提交后续月份年度中长期合同。	年度交易包括双边协商、挂牌交易、集中竞价交易等交易品种，不同交易品种多轮次交易开展。在2022年底组织的年度交易结束后，若仍有剩余电量，市场主体可在2023年内每月提交后续月份年度中长期合同。
交易方式	按照“绝对价格+曲线”的模式组织签订含分时价格的年度合同，成交结果适用于现货和非现货两种模式。	按照“绝对价格+曲线”的模式组织签订含分时价格的年度合同，其中年度集中竞争交易标的为分月、分峰平谷的方式组织开展。
交易价格	按照“基准价+上下浮动”原则，对每份年度合同成交均价设置上下限，其中上限为0.554元/千瓦时，下限为0.372元/千瓦时。	按照“基准价+上下浮动”原则，对每份年度合同成交均价设置上下限，其中基准价为0.463元/千瓦时，成交均价上限暂定为0.554元/千瓦时，下限暂定为0.372元/千瓦时。
现货交易关键机制	变动成本补偿机制、用户侧峰谷平衡机制、容量补偿机制、市场分摊机制、建立市场管控措施	
零售交易安排及要求： 零售交易模式	<p>2022年，售电公司与零售用户需签订分峰平谷的绝对价格零售合同，适用于现货模式 and 应急情况下的非现货模式。</p> <p>1.按照“基准价+上下浮动”的原则，对每份年度合同成交均价设置上下限，其中上限为0.554元/千瓦时，下限为0.372元/千瓦时</p> <p>2.售电公司和零售用户签订的零售合同中，不少于10%实际用电量比例的部分应采用市场价格联动方式。</p>	<p>按照“固定价格+联动价格+浮动费用”的模式开展零售合同签订，具体包括：</p> <p>1.固定价格，上限为0.554元/千瓦时，下限为0.372元/千瓦时。</p> <p>2.联动价格，零售合同中应不少于10%实际用电量比例的部分采用市场价格联动方式，联动价格包括月度交易综合价、月度集中竞争交易综合价、日前市场月度综合价、月度及现货偏差电量加权平均价，以上价格均包含批发市场分摊费用。</p> <p>3.浮动费用，为可选项，售电公司和零售用户可在零售合同约定对全电量收取浮动费用，上限为0.02元/千瓦时，下限为0元/千瓦时。</p>
一次能源价格传导机制	<p>鼓励售电公司和市场用户在零售合同中增加煤、气等一次能源价格联动条款。</p> <p>售电公司统筹考虑零售用户不同的用电特性，选择签订相应的零售合同模式，鼓励签订联动价格、服务费、一次能源联动等模式的零售合同。</p>	当综合煤价或天然气到厂价高于/低于一定值时，煤机或气机平均发电成本（扣减变动成本补偿后）超过/低于允许上浮部分，按照一定比例对年度或月度等电力进行补偿/回收，相关费用由全部工商业用户分享。

数据来源：广东省能源局、南方能监局，广发证券发展研究中心

电价高位保持+燃料成本改善下，测算火电边际利润有望大幅改善。参考历史数据，计算2019~2021年公司火电度电毛利润分别为0.158、0.227、0.083元/千瓦时，假设公司煤电利用小时数在4900~5000小时、煤耗同比持平，当上网电价为0.66元/千瓦时（广东省燃煤标杆电价上浮10%+综合利用补贴电价）、煤炭采购价格为684元/吨时（综合考虑煤矸石后的加权成本），对应度电毛利润约0.061元/千瓦时，伴随煤价的回落或电价的进一步提升，公司火电度电利润边际改善显著。

表 7：公司火电度电毛利润敏感性测算（单位：元/千瓦时）

电价/(元/千瓦时)	0.62	0.64	0.66	0.68	0.70
煤价(元/吨)	547	0.113	0.130	0.147	0.163

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

616	0.070	0.087	0.104	0.121	0.137
684	0.027	0.044	0.061	0.078	0.094
753	-0.016	0.001	0.018	0.035	0.052
821	-0.058	-0.042	-0.025	-0.008	0.009

数据来源：广发证券发展研究中心

备注：度电毛利润=毛利润/发电量

三、稳健开发甲湖湾基地，携手中广核共建海风

十四五重点打造陆丰甲湖湾清洁能源基地，规划总装机容量达9.54GW。汕尾市陆丰甲湖湾清洁能源基地立足8GW火电，打造1.45GW海上风电场及0.1GW陆上风电场，公司具备建设经营权。截至2021年末，基地新能源项目已投产50MW陆风，以及中广核风电合作开发的0.5GW海风。

表 8：汕尾市陆丰甲湖湾清洁能源基地规划总装机容量达 9.54GW

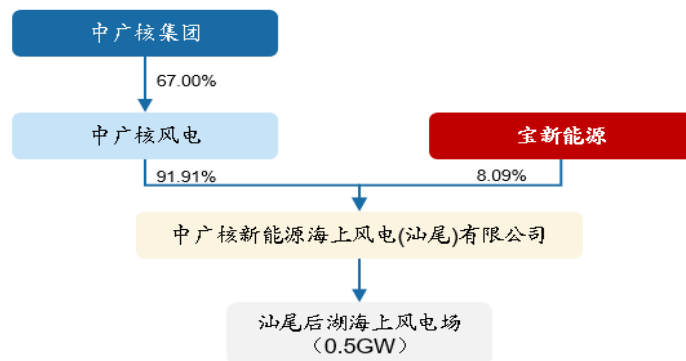
类型	项目名称	规划容量/GW	当前投产/建设情况
煤电	陆丰甲湖湾电厂	8.0	一期 2x1GW 超超临界发电机组已投产，二期 2x1GW 预计 2024 年投产，远期规划三期、四期共计 4GW
陆风	陆丰甲湖湾（陆上）风电场	0.1	一期 48MW 已投运，二期规划建设 49.5MW
海风	陆丰甲湖湾（海上）风电场	1.45	其中汕尾后湖海上风电场（0.5GW）已投运
合计		9.54	-

数据来源：自然资源部，Wind，广发证券发展研究中心

与中广核合资成立海上风电公司，共同开发汕尾优质海风资源。汕尾是广东省海洋大市，全市海域面积2.39万平方公里，位居全省第一，海岸线长455.2公里，位居全省第二，具备优良的海上风电资源和开发条件。“十四五”时期，汕尾市计划建设新能源项目装机容量为25.70GW，其中海上风电19.50GW。

2018年公司与中广核风电签署协议、成立合资公司中广核新能源海上风电（汕尾）有限公司，公司以全资子公司陆丰风能100%股权作价出资1.04亿元，持股20%（中广核风电现金出资4.17亿元，持股80%），联合开发运营汕尾后湖海上风电场（0.5GW）；2021年11月末因其他股东增资致公司持股比例下降为8.09%。

图 45：公司与中广核合作开发汕尾海风资源



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

汕尾后湖0.5GW海风于2021年内并网、高电价，增厚公司投资收益。海风项目上，汕尾后湖0.5GW海上风电场于2021年11月26日全部机组并网投运；2022年上半年公司参股中广核汕尾公司投资收益达2033万元。陆风项目上，公司将在陆丰甲湖湾（陆上）风电场一期工程投产基础上，投资建设陆丰甲湖湾（陆上）风电场二期工程49.5MW。

表 9：公司当前在运、拟建新能源项目

序号	类型	项目名称	状态	参股/控股	装机容量/GW
1	陆上风电	陆丰甲湖湾陆风一期	在运	控股	0.05
2	陆上风电	陆丰甲湖湾陆风二期	拟建	控股	0.05
3	海上风电	汕尾后湖海上风电场	在运	参股	0.50
合计				-	0.60

数据来源：自然资源部，广东省发改委，广发证券发展研究中心

四、盈利预测与投资建议

（一）关键业务核心假设

（1）火电业务

截至2021年底，公司控股火电装机3.47GW，2022年11月28日公司公告陆丰甲湖湾电厂二期项目已开工建设，预计两台机组分别于2024年底、2025年初实现投产，则2024年公司火电装机有望达4.47GW。

（2）风电业务

截至2021年底，公司控股风电装机50MW，陆风二期项目暂未开工，故暂不考虑新增装机投产。

表 10：公司火电业务经营数据预测

火力发电	2020	2021	2022E	2023E	2024E
累计在运装机规模/GW	3.47	3.47	3.47	3.47	4.47
利用小时数/Hour	3833	5305	4934	4884	4787
发电量/亿千瓦时	133.02	184.09	171.20	169.49	172.08
平均上网电价同比变化/%	16.4%	-6.3%	10.0%	-1.0%	-1.0%
燃料采购均价同比变化/%	-14.0%	68.7%	20.0%	-13.0%	-5.0%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：表中 2020~2021 年数据为拟合值，2022~2024 年数据为假设值

(二) 盈利预测与投资建议

我们将公司收入分为电力业务、销售原材料业务、其他业务三部分，预计公司2022~2024年：

电力业务营收分别为95.37、93.49、93.98亿元，对应毛利率分别为11.0%、20.1%、22.6%；其中**火电业务**营收分别为94.99、93.10、93.58亿元，对应毛利率分别为11.0%、20.1%、22.6%。重要假设如下：

其中火电业务：收入端，基于前述装机假设，假设2022~2024年利用小时数同比分别-7%、-1%、-2%，则发电量为171、169、172亿千瓦时；假设同期电价同比分别+10%、-1%、-1%；**成本端**，假设2022~2024年公司燃料采购均价同比分别+20%、-13%、-5%。

销售原材料业务假设营收增速均为10%，则对应营收分别为1.42、1.56、1.72亿元，毛利率参考2021年为8.1%的水平，假设维持稳定。

表 11：公司各分部业务预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
合计					
收入/亿元	71.60	94.11	97.20	95.50	96.18
yoy	27.2%	31.4%	3.3%	-1.7%	0.7%
成本/亿元	41.53	78.81	86.20	76.11	74.32
毛利润/亿元	30.06	15.30	10.99	19.38	21.86
毛利率/%	42.0%	16.3%	11.3%	20.3%	22.7%
电力业务					
收入/亿元	71.31	92.45	95.37	93.49	93.98
yoy	26.8%	29.6%	3.2%	-2.0%	0.5%
成本/亿元	41.53	77.62	84.90	74.67	72.74
毛利润/亿元	29.78	14.83	10.48	18.82	21.23
毛利率/%	41.8%	16.0%	11.0%	20.1%	22.6%
其中：火电业务					
收入/亿元	70.92	92.17	94.99	93.10	93.58
yoy	27.5%	30.0%	2.6%	-2.0%	0.5%
成本/亿元	41.21	77.28	84.57	74.35	72.42
毛利润/亿元	29.71	14.89	10.42	18.75	21.16
毛利率/%	41.9%	16.2%	11.0%	20.1%	22.6%
销售原材料业务					
收入/亿元	-	1.29	1.42	1.56	1.72
yoy	-	-	10.0%	10.0%	10.0%
成本/亿元	-	1.19	1.30	1.43	1.58
毛利润/亿元	-	0.10	0.11	0.13	0.14
毛利率/%	-	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%
其他					

收入/亿元	0.29	0.37	0.40	0.44	0.49
yoy	1695.5%	28.6%	10.0%	10.0%	10.0%
成本/亿元	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利润/亿元	0.29	0.37	0.40	0.44	0.49
毛利率/%	99.9%	100.0%	98.9%	99.6%	99.5%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

预计公司2022~2024年营业收入分别为97.20、95.50、96.18亿元, 同期归母净利润分别为4.31、11.12、12.41亿元, 按最新收盘价对应PE分别为32.13、12.46、11.17倍。参考Wind一致预期, 全国性火电龙头(华能国际、华电国际等)业绩改善程度有限、目前2023年PE估值为10~13倍, 地方区域龙头(上海电力、皖能电力等)业绩改善显著、目前2023年PE估值为15~16倍。公司火电集中于广东省, 盈利对煤价弹性较大, 且新增装机弹性较高, 综合考虑下给予2023年15倍PE估值, 对应7.67元/股合理价值, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 12: 宝新能源同业对比 (收盘价日期: 2022/12/6)

公司代码	公司名称	市值 /亿元	最新收盘价 元/股	PE 倍				归母净利润/亿元			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
000690.SZ	宝新能源	138.60	6.37	15.63	32.13	12.46	11.17	8.24	4.31	11.12	12.41
600011.SH	华能国际	1,188.35	7.57	-	-	12.98	9.88	-102.64	-8.36	91.54	120.32
600027.SH	华电国际	563.57	5.71	-	15.86	10.72	9.12	-49.65	35.53	52.59	61.82
600021.SH	上海电力	286.18	10.16	-	27.20	16.34	12.87	-18.93	10.52	17.51	22.23
000543.SZ	皖能电力	111.98	4.94	-	20.93	15.73	13.19	-13.37	5.38	6.88	8.20

数据来源: 同业对比公司盈利预测来自 Wind 一致预测, 广发证券发展研究中心

五、风险提示

(一) 煤价持续上行风险

由于公司煤电机组占比较高, 盈利水平受动力煤价格影响仍然较大。虽预计未来一段时间内, 随着煤炭行业下游需求的放缓和新增产能的增加, 我国煤炭市场供求整体形势将相对宽松, 煤炭价格将处于平稳态势, 但也不排除煤炭价格的再次大幅上涨挤压公司的盈利空间, 带来盈利水平波动的风险。

(二) 项目建设不及预期风险

公司未来重点打造陆丰甲湖湾清洁能源基地: 煤电方面, 加快推进广东陆丰甲湖湾电厂二期扩建工程(2x1GW)的项目实施工作, 确保“十四五”建成投产; 新能源方面, 积极投资建设陆丰甲湖湾(陆上)风电场二期工程49.5MW。若上述项目建设进度不及预期, 将对公司未来3年营收、业绩产生较大影响。

（三）宏观经济波动大导致利用小时波动超预期

经济发展情况对全社会用电量影响较大，从而影响电力公司需求，若广东地区用电量需求不足则会影响公司火电利用小时数，对未来营收、业绩产生较大影响。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	5,916	6,803	6,885	6,819	6,898
货币资金	4,161	4,779	5,197	4,908	5,234
应收及预付	792	1,228	799	1,222	799
存货	185	349	441	244	417
其他流动资产	779	446	447	446	447
非流动资产	13,385	12,875	12,833	15,291	18,523
长期股权投资	2,249	2,523	2,523	2,523	2,523
固定资产	9,140	8,411	7,854	7,297	11,276
在建工程	414	439	939	3,939	3,176
无形资产	622	650	672	695	717
其他长期资产	961	852	844	838	830
资产总计	19,302	19,678	19,717	22,110	25,420
流动负债	3,003	3,936	3,650	2,927	2,994
短期借款	477	1,283	983	683	483
应付及预收	514	878	767	438	718
其他流动负债	2,012	1,775	1,900	1,807	1,793
非流动负债	5,399	4,569	4,569	6,569	8,569
长期借款	5,381	4,513	4,513	6,513	8,513
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	18	56	56	56	56
负债合计	8,402	8,505	8,219	9,497	11,563
股本	2,176	2,176	2,176	2,176	2,176
资本公积	2,937	2,953	2,953	2,953	2,953
留存收益	5,800	6,051	6,377	7,492	8,736
归属母公司股东权益	10,898	11,173	11,498	12,613	13,857
少数股东权益	1	0	0	0	0
负债和股东权益	19,302	19,678	19,717	22,110	25,420

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7,160	9,411	9,720	9,550	9,618
营业成本	4,153	7,881	8,620	7,611	7,432
营业税金及附加	70	58	63	62	63
销售费用	10	9	10	10	10
管理费用	358	412	428	430	433
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	297	209	225	259	352
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	175	-103	0	0	0
投资净收益	-122	250	156	153	154
营业利润	2,297	989	531	1,333	1,490
营业外收支	4	-6	-17	-6	-10
利润总额	2,301	984	515	1,327	1,480
所得税	483	159	83	215	240
净利润	1,818	824	431	1,112	1,241
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,818	824	431	1,112	1,241
EBITDA	3,333	1,834	1,181	2,020	2,495
EPS (元)	0.84	0.38	0.20	0.51	0.57

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3,518	1,435	1,493	1,208	2,816
净利润	1,818	824	431	1,112	1,241
折旧摊销	792	782	575	575	801
营运资金变动	508	-317	350	-646	515
其它	400	145	137	167	259
投资活动现金流	-200	6	-393	-2,887	-3,888
资本支出	-342	-281	-557	-3,046	-4,050
投资变动	-535	-5	0	0	0
其他	677	292	163	160	161
筹资活动现金流	-2,019	-973	-681	1,389	1,399
银行借款	1,340	1,283	-300	1,700	1,800
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-3,359	-2,255	-381	-311	-401
现金净增加额	1,299	467	418	-290	327
期初现金余额	2,842	4,141	4,608	5,026	4,736
期末现金余额	4,141	4,608	5,026	4,736	5,063

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	27.2%	31.4%	3.3%	-1.7%	0.7%
营业利润增长	103.5%	-56.9%	-46.3%	151.0%	11.8%
归母净利润增长	105.8%	-54.7%	-47.7%	157.8%	11.6%
获利能力					
毛利率	42.0%	16.3%	11.3%	20.3%	22.7%
净利率	25.4%	8.8%	4.4%	11.6%	12.9%
ROE	16.7%	7.4%	3.8%	8.8%	9.0%
ROIC	11.5%	4.9%	2.8%	5.8%	6.0%
偿债能力					
资产负债率	43.5%	43.2%	41.7%	43.0%	45.5%
净负债比率	77.1%	76.1%	71.5%	75.3%	83.4%
流动比率	1.97	1.73	1.89	2.33	2.30
速动比率	1.82	1.58	1.70	2.17	2.09
营运能力					
总资产周转率	0.37	0.48	0.49	0.43	0.38
应收账款周转率	9.04	7.66	12.16	7.82	12.03
存货周转率	38.64	26.94	22.04	39.13	23.09
每股指标 (元)					
每股收益	0.84	0.38	0.20	0.51	0.57
每股经营现金流	2	1	1	1	1
每股净资产	5.01	5.13	5.28	5.80	6.37
估值比率					
P/E	8.74	15.63	32.13	12.46	11.17
P/B	1.46	1.15	1.21	1.10	1.00
EV/EBITDA	5.50	8.09	12.77	8.46	7.44

广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。
- 许 浩：联席首席分析师，复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 姜 涛：资深分析师，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 龙：高级研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 荣 凌 琪：研究员，帝国理工学院金融科技硕士，同济大学金融学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 许 子 怡：研究员，硕士，毕业于香港城市大学，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 舒 心：研究员，新加坡国立大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 郝 兆 升：研究员，复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。