

2023年02月14日

证券研究报告·公司研究报告

宝新能源（000690）公用事业

买入（首次）

当前价：6.72元

目标价：8.27元（6个月）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

广东民营火电龙头，量价齐升成本优化

投资要点

- 推荐逻辑：**1) 煤价调控叠加广东电价上涨，盈利能力持续修复。一次能源价格传导机制发布，2023年广东省电价有望持续保持高位，火电企业盈利水平改善空间较大；2) 火电利用率领跑全省，2025年公司火电装机量有望大幅提升至5.47GW，产能保持高速增长；3) 公司货币资金及应收款稳中有增，2022Q3分别大幅增至54.6亿/11.1亿元，账期总体较短，有利于后续业务扩张，投资公司业绩良好，收益稳步提升。
- 煤价调控叠加广东电价上涨，盈利能力持续修复。**保供政策下，煤价已从高位震荡逐步回落，有望继续下行，缓解煤电成本压力，为煤电企业业绩修复打开空间。2022年广东省电力缺口为1561亿KWh，显著高于其他省份，11月广东月度电价成交均价达到峰值548厘/KWh，并有7个月电价成交均价超过540厘/KWh，广东2023年电价有望保持高位，火电企业盈利水平改善空间较大。
- 电量利用行业领先，火电装机量未来有望大幅提升。**公司旗下电厂均位于政策扶持区域，享受增加年度电量计划政策红利。2021年公司火电利用小时数为5305小时，远超广东省及全国平均水平，装机量增长迅速并在2018年后保持稳定，2021年公司火电装机量为3.47GW，占总装机量的98.6%，预计2025年梅县荷树园电厂和陆丰甲湖湾电厂装机量达5.47GW。公司2021年平均上网电价为0.6元/KWh，显著高于广东省其他火电企业。
- 货币资金充足，有序推进金融投资业务。**2017-2022Q3公司货币资产资金充沛，由21.4亿元增至54.6亿元，同时拥有1.2亿交易性金融资产，应收款由2.6亿元增至11.1亿元，其中90%以上为1年内到期，账期总体较短，可在短时间内回收较多现金流，有利于后续业务扩张。2018-2022H1公司长期投资收益稳步提升，由19.6亿元逐步增至26.0亿元。目前分别持有梅州客商银行、东方富海和中广核新能源海风（汕尾）公司股权30%/29%/8%。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司22-24年归母净利润分别为2.0/13.8/18.7亿元，CAGR达31.4%；考虑到公司火电集中于广东省，电价有望提升，盈利对煤炭价格弹性较大，且未来新增装机增速较高，给予公司2023年1.6倍PB，对应目标价8.27元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**煤价上行风险；电力价格波动；投资业务盈利不及预期。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	9410.65	9712.51	10021.51	10829.51
增长率	31.44%	3.21%	3.18%	8.06%
归属母公司净利润（百万元）	824.37	202.84	1375.79	1871.66
增长率	-54.65%	-75.39%	578.25%	36.04%
每股收益EPS（元）	0.38	0.09	0.63	0.86
净资产收益率ROE	7.38%	1.74%	10.63%	13.06%
PE	18	72.1	10.6	7.8
PB	1.31	1.26	1.13	1.02

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

联系人：刘洋

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)	4.0-6.72
总市值(亿元)	146.22
总资产(亿元)	196.78
每股净资产(元)	5.13

相关研究

目 录

1 立足电力能源主业，双轮驱动稳健发展	1
1.1 专注电力能源发展，双核业态引领企业成长	1
1.2 业务涵盖两大领域，营收平稳利润承压	2
1.3 债务水平改善，财务运营稳健	4
2 电力业务：电价电量双轮驱动，资产盈利能力突出	5
2.1 煤价调控叠加广东电价上涨，盈利能力持续修复	5
2.2 电量利用优势显著，核准量行业领先	9
3 金融投资提振业绩，合作开发汕头海风	11
4 盈利预测和估值	15
4.1 盈利预测	15
4.2 相对估值	15
5 风险提示	16

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权架构.....	1
图 3: 2021 年公司电力业务占总营收 98.2%.....	3
图 4: 2021 年公司火力发电占电力业务营收 99.7%.....	3
图 5: 梅县荷树园电厂资源综合利用基地.....	3
图 6: 陆丰甲湖湾清洁能源基地.....	3
图 7: 2022Q1-Q3 公司营收达 129.4 亿(+1%).....	4
图 8: 2022Q1-Q3 公司归母净利润 2.03 亿元(-77%).....	4
图 9: 2022Q1-Q3 公司净利率为 2.7%.....	4
图 10: 2022Q1-Q3 公司 ROE 为 1.7%.....	4
图 11: 2022Q1-Q3 公司期间费用率降低至 4.0%.....	5
图 12: 2022Q3 公司资产负债率降至 42.8%.....	5
图 13: 2022 年市场交易电量超过 5 万亿 KWh.....	5
图 14: 2022 年市场交易电量占全社会用电量比重为 60.8%.....	5
图 15: 2022 年 1-11 月火电交易额为 736 亿元.....	6
图 16: 2022 年 6 月后火电利用小时数回升.....	6
图 17: 2022Q4 全国火电核准量为 29.4GW.....	6
图 18: 2022 年广东省火电核准量为 15.5GW.....	6
图 19: 2022Q1-Q3 月发用电缺口为 2064 亿 KWh.....	7
图 20: 预计 2025 全社会用电量达到 95000 亿 KWh.....	7
图 21: 2022 年广东电力缺口为 1561 亿 KWh.....	7
图 22: 2023 年 1 月 3 日煤价为 1190 元/吨.....	8
图 23: 一次能源价格传导机制.....	9
图 24: 2022 年 11 月广东省月度电价成交均价为 548 厘/KWh.....	9
图 25: 2021 年公司火电利用小时数为 5305 小时.....	10
图 26: 2021 年公司平均上网电价为 0.6 元/KWh.....	10
图 27: 2021 年广东省主要火电企业平均上网电价.....	10
图 28: 2021 年公司火力装机量为 3470MW, 占总量 98.6%.....	10
图 29: 2025 年公司总装机量有望达 5.47GW.....	10
图 30: 2021 年公司发电量为 185 亿 KWh.....	11
图 31: 2021 年公司上网电量为 175 亿 KWh.....	11
图 32: 2022Q1-Q3 公司经营活动现金流净额达到 10.3 亿元.....	11
图 33: 2022Q3 末公司货币资金达 54.6 亿元.....	11
图 34: 2022Q3 末公司应收款达 11.1 亿元.....	12
图 35: 2022H1 公司长期股权投资达 26 亿元(+14%).....	12
图 36: 2022H1 公司投资收益达 0.9 亿元.....	12
图 37: 公司参股客商银行/东方富海及中广核海风公司.....	13
图 38: 2022H1 客商银行营收达 2.2 亿元(同比+54%).....	13
图 39: 2022H1 客商银行净利润达 8018 万元(同比+505%).....	13

图 40: 2022H1 客商银行不良贷款率 0.43%位于行业低位	13
图 41: 2021 年东方富海净利润达 6 亿元	14
图 42: 东方富海投资领域主要集中于 5 大领域	14
图 43: 陆丰甲湖湾清洁能源基地示意图	14
图 44: 陆丰甲湖湾清洁能源基地装机结构 (GW)	14

表 目 录

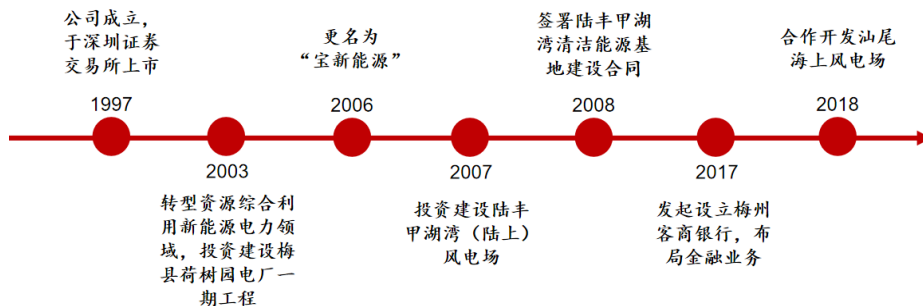
表 1: 公司管理层	2
表 2: 上网电价&标煤成本对火电业务净利润的影响	8
表 3: 分业务收入及毛利率	15
表 4: 可比公司估值	16
附表: 财务预测与估值	17

1 立足电力能源主业，双轮驱动稳健发展

1.1 专注电力能源发展，双核业态引领企业成长

专注电力能源 20 余年，广东民营电力企业龙头。广东宝丽华新能源股份有限公司于 1997 年 1 月在广东注册成立，同月在深圳证券交易所上市，为广东宝丽华集团有限公司下属控股公司，2003 年从服装领域转型至综合利用新能源电力领域，2006 年更名为宝新能源，逐步发展为以“新能源电力+新金融投资”为双核心业务的大型民营电力企业，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”的发展战略。公司拥有广东省首家采用先进循环硫化床洁净燃烧技术及全国规模最大的资源综合利用电厂，重点打造大型节能环保绿色能源基地陆丰甲湖湾电厂，致力于成为中国电力智造走向世界的新标杆。

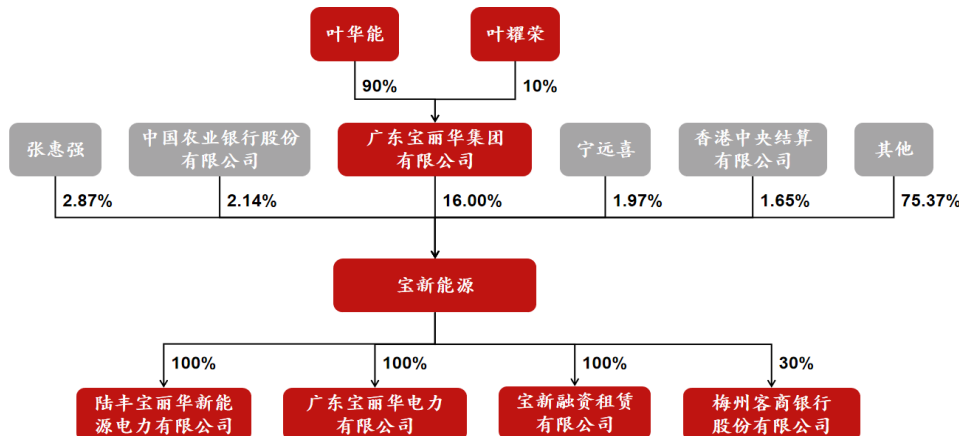
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

控股结构稳定多元，员工持股计划赋能发展。广东宝丽华集团有限公司为宝新能源第一大股东，持有 16% 股份，叶华能为宝丽华集团实际控制人。公司主要业务布局电力能源和金融投资领域，截至 2022 年 9 月 30 日，公司下设有陆丰宝丽华新能源电力有限公司、广东宝丽华电力有限公司、宝新融资租赁有限公司等八家全资子公司。2015 年公司提出《员工持股计划管理办法》，至 2021 年共完成七期，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%。

图 2：公司股权架构



数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

管理团队企业管理经验丰富，专业跨度多元。公司的管理团队成员于电力能源、公司治理等方面拥有丰富经验及多层次专业知识结构，核心管理层成员，包括董事长邹锦开先生、总经理刘洋先生服务建设宝新能源公司逾十年，其他经验丰富的核心管理层成员均将为公司实现可持续、高质量增长提供指引。

表 1：公司管理层

姓名	职位	主要经历
邹锦开	董事长	历任公司子公司广东宝丽华建设工程有限公司设计室主任，公司第四、五届监事会主席，公司子公司梅县宝丽华房地产开发有限公司总经理，公司副总经理，公司第七、八届监事会主席兼公司子公司陆丰宝丽华新能源电力有限公司副总经理。2021 年 4 月起，兼任董事会战略发展委员会主任委员。
温惠	董事	第十二、十三届广东省人大代表，中共梅州市委第六、七届候补委员，广东国际商会副会长，广东省妇联执委，梅州市妇联（兼职）副主席，梅州市工商联副主席。历任广东宝丽华集团有限公司办公室主任、党支部书记、工会主席、常务副总经理。2010 年 8 月起，任广东宝丽华集团有限公司总经理。2021 年 4 月起，兼任公司董事会薪酬与考核委员会委员，拥有丰富企业管理经验。
刘洋	董事、总经理、董事会秘书	历任公司第五、六、七、八届董事会秘书，公司第六、七、八届董事会董事，自 2018 年 3 月起，任公司总经理。2021 年 4 月起，兼任公司董事会战略发展委员会委员，兼任公司董事会战略发展委员会委员、公司子公司宝新融资租赁有限公司董事、国金基金管理有限公司董事。
丁珍珍	董事、财务总监	2011 年 4 月起，任公司财务总监。2015 年 3 月至 10 月，兼任公司第七届董事会董事。2018 年 3 月起，任公司第八届董事会董事。
邹孟红	董事	历任公司第六、七、八届董事会董事。2015 年 12 月起，任广东宝丽华集团有限公司法定代表人。2021 年 4 月起，兼任公司董事会审计委员会委员。
叶林	董事、副总经理	历任经理、副总经理。2021 年 2 月起，在公司工作。2021 年 4 月起，兼任百合佳缘网络集团股份有限公司副董事长、深圳市东方富海投资管理股份有限公司董事、国金基金管理有限公司监事。
刘大成	独立董事	曾任清华大学精密仪器与机械学系系党委委员、清华大学工程管理硕士教育中心执行主任等，现任清华大学工业工程系博士生导师、清华大学互联网产业研究院副院长兼物流产业研究中心主任等。2021 年 4 月起，兼任公司董事会提名委员会主任委员、战略发展委员会委员、薪酬与考核委员会委员。
Jonathan Jun Yan	独立董事	曾任悉尼科技大学商学院中文国际 MBA 教育中心主任、英世企咨询（上海）有限公司总经理、意国时尚管理咨询（北京）有限公司总经理等，现任深圳国际公益学院院长。2021 年 4 月起，兼任公司董事会薪酬与考核委员会主任委员、战略发展委员会委员、审计委员会委员。
吴世农	独立董事	曾任厦门大学工商管理学院院长、厦门大学管理学院常务副院长及院长、厦门大学副校长等。现任厦门大学管理学院 MBA 教育中心教授、博士生导师。2021 年 4 月起，兼任公司董事会审计委员会主任委员、战略发展委员会委员、提名委员 33 会委员。

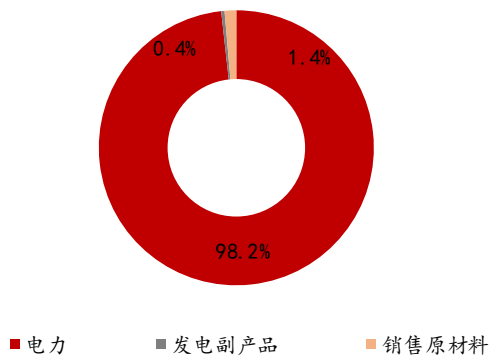
数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 业务涵盖两大领域，营收平稳利润承压

聚焦能源电力领域，两大基地并驾齐驱。公司以做强做大能源电力核心主业为核心，已形成资源综合利用发电、可再生能源发电两大核心电力能源业务。目前已全面建成梅县荷树园电厂资源综合利用基地，并将重点打造陆丰甲湖湾清洁能源基地。其中梅县荷树园电厂以火力发电为主，总装机容量 147 万千瓦。陆丰甲湖湾清洁能源基地以风力发电和火力发电为主，规划建设 5 大项目：陆丰甲湖湾陆上风电场、陆丰甲湖湾海上风电场、广东陆丰甲湖湾电厂、陆丰甲湖湾煤电及通用码头、陆丰东湖一级公路项目，规划总装机容量达到 950 万千瓦。

电力业务营收超九成，火电营收为核心电力业务。从营收结构来看，2021 年电力/发电副产品/销售原材料业务营收占比分别为 98.2%/0.4%/1.4%，其中，电力业务营收显著高于其余业务，占比超过九成。从电力业务营收结构来看，2021 年火力发电/风力发电业务营收占比分别为 99.7%/0.3%，火电业务为核心营收。

图 3：2021 年公司电力业务占总营收 98.2%



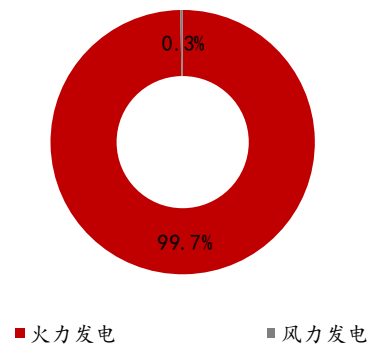
数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

图 5：梅县荷树园电厂资源综合利用基地



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 4：2021 年公司火力发电占电力业务营收 99.7%



数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

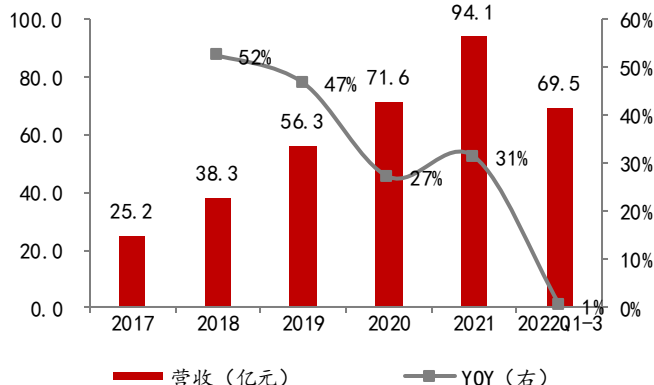
图 6：陆丰甲湖湾清洁能源基地



数据来源：公司官网，西南证券整理

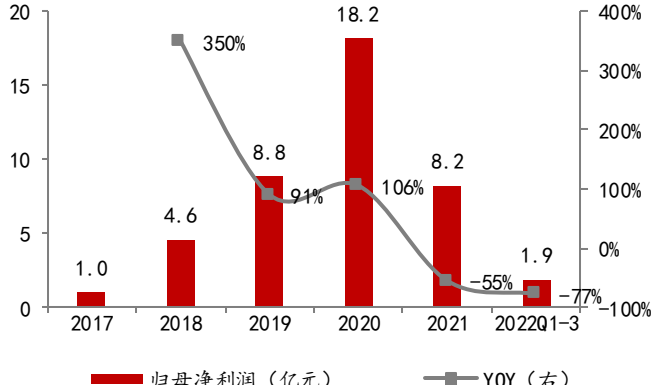
公司营收稳中有增，归母净利润短期承压。17-21 年公司营收从 25.2 亿元增至 94.1 亿元，5 年 CAGR 为 39.1%，营收增长稳健；22Q1-Q3 公司实现营业收入 69.5 亿元，同比上升 1%。17-21 年公司归母净利润从 1.0 亿元增至 8.2 亿元，5 年 CAGR 为 68.2%；22Q1-Q3 公司实现归母净利润 1.9 亿元，同比下降 77%，2022 业绩预告显示报告期内公司实现盈利约 1.6 亿元-2.4 亿元，同比下降约 71%-81%，利润下滑核心原因是 2021-2022 年燃煤价格大幅上涨导致公司成本增加。未来随着燃煤价格回落，业绩有望得到改善。

图 7：2022Q1-Q3 公司营收达 129.4 亿(+1%)



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 8：2022Q1-Q3 公司归母净利润 2.03 亿元(-77%)

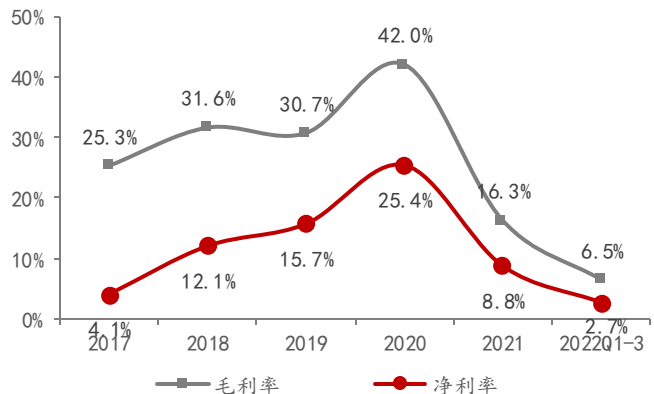


数据来源：Wind, 西南证券整理

1.3 债务水平改善，财务运营稳健

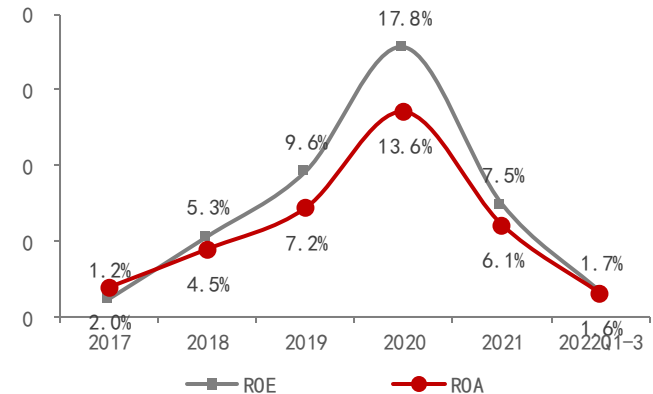
综合净利率承压下滑，盈利水平波动较大。近五年公司盈利状况有一定起伏，2020 年后出现下滑，2022Q1-3 毛利率为 6.5%，净利率为 2.7%。资产回报率和净资产收益率与净利率变化趋势保持一致，ROE 和 ROA 从 2017 年的 1.2%、2.0%变为 2022Q1-3 的 1.7%和 1.6%。由于燃料成本保持高位，且近期受欧洲能源短缺的影响，国际煤价上行，公司盈利水平在短期内仍然承压。

图 9：2022Q1-Q3 公司净利率为 2.7%



数据来源：公司公告, 西南证券整理

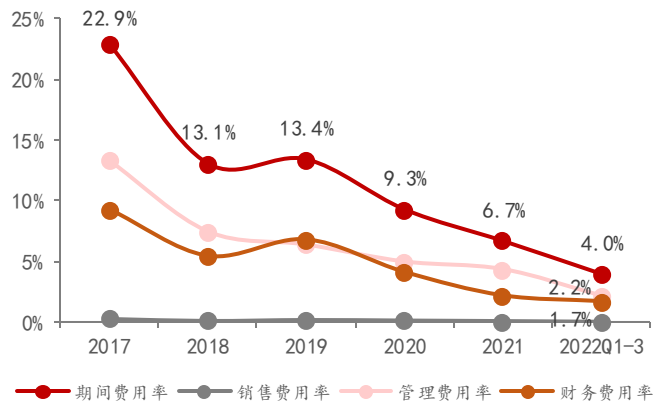
图 10：2022Q1-Q3 公司 ROE 为 1.7%



数据来源：公司公告, 西南证券整理

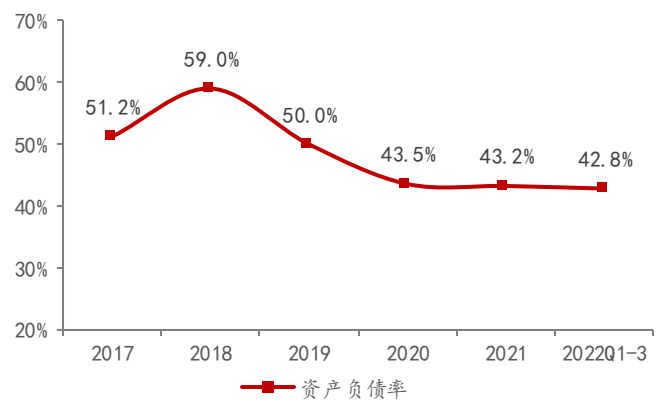
期间费用率大幅下降，负债水平显著改善。2017 年到 2022 年 Q1-Q3 公司期间费用率从 22.9%下降至 4%，整体下降 18.9pp，其中管理费用率、财务费用率和销售费用率分别下降 11.1pp/7.6pp/0.3pp，报告期内公司进一步聚焦核心主业，有效减轻了财务费用负担，通过科学有序的运作实现了降本增效的效果。2017-2022Q1-Q3 公司资产负债率由 51.2%下降至 42.8%，下降 8.4pp，公司资产负债率保持在较低区间，表现出良好的偿债能力和抗风险能力。基于稳健财务状况，公司综合授信额度充足，按时完成了 16 宝新债的本息兑付工作。

图 11: 2022Q1-Q3 公司期间费用率降低至 4.0%



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 12: 2022Q3 公司资产负债率降至 42.8%



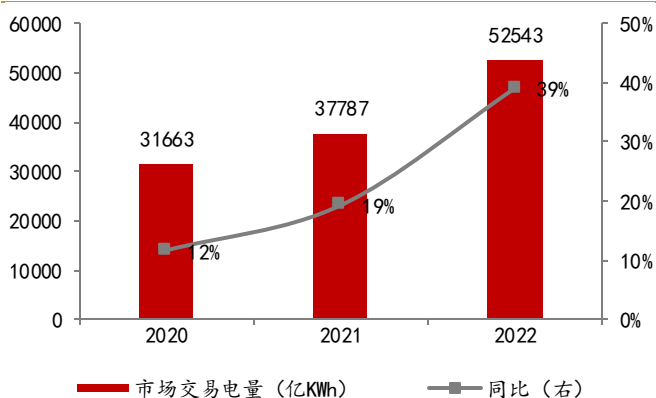
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2 电力业务: 电价电量双轮驱动, 资产盈利能力突出

2.1 煤价调控叠加广东电价上涨, 盈利能力持续修复

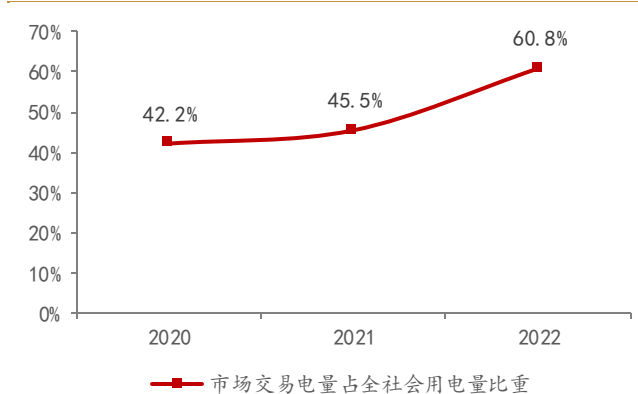
市场交易加快, 交易电量首次超 5 万亿。国内市场交易电量保持高速增长, 从 2020 年的 31663 亿 KWh 增长至 2022 年的 52543 亿 KWh, 首次超过 5 万亿大关。2022Q1-Q3 市场交易电量占全社会用电量比重为 60.8%, 综合来看, 伴随《省间电力现货交易规则(试行)》、《加快电力装备绿色低碳创新发展行动计划》等行业重大政策发布, 国内市场化交易电量逐渐提高。未来随着售电侧市场化程度的不断提高, 中国市场化交易电量将保持上升趋势。

图 13: 2022 年市场交易电量超过 5 万亿 KWh



数据来源: Wind, 西南证券整理

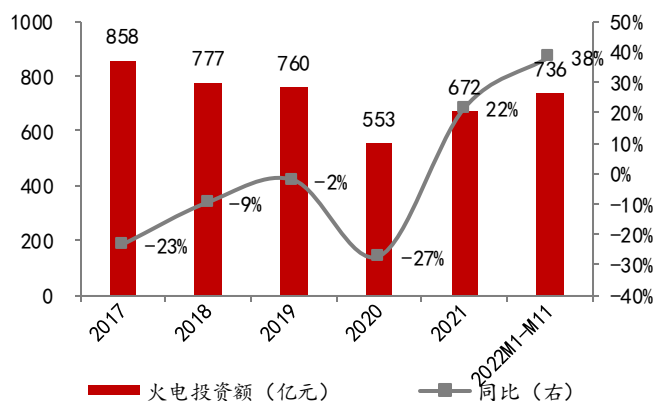
图 14: 2022 年市场交易电量占全社会用电量比重为 60.8%



数据来源: Wind, 西南证券整理

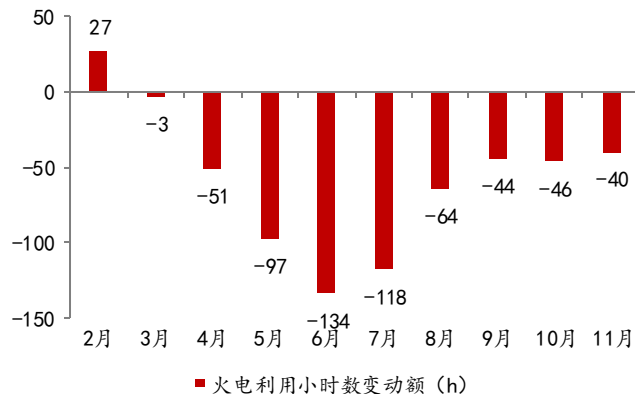
火电投资加速, 火电利用小时数回升。2021 年后国内火电投资逐步回暖, 2022 年 1-11 月火电投资金额为 736 亿元, 同比增长 38%, 火电投资同比快速提升。而在 2022 年 6 月后火电利用小时数开始回升, 从最低点 -134 小时增长到 -40 小时, 其他电力对火电的替代效逐步减弱, 火电发展势头较好。

图 15: 2022 年 1-11 月火电交易额为 736 亿元



数据来源: Wind, 中电联, 西南证券整理

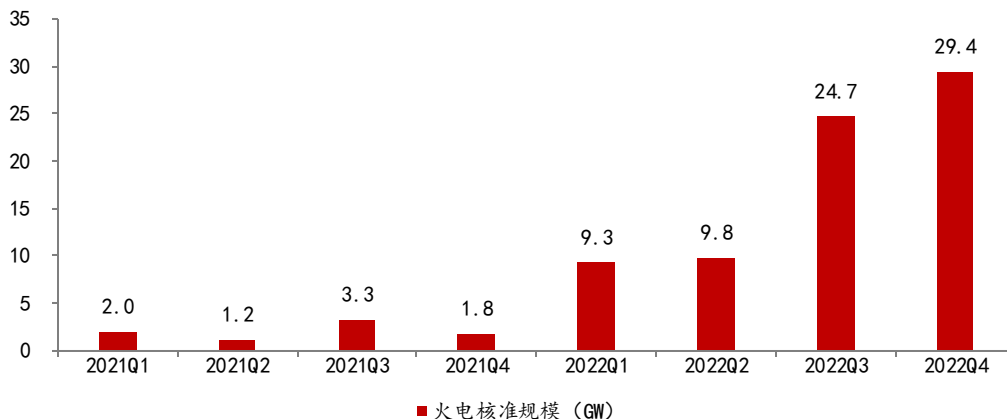
图 16: 2022 年 6 月后火电利用小时数回升



数据来源: Wind, 西南证券整理

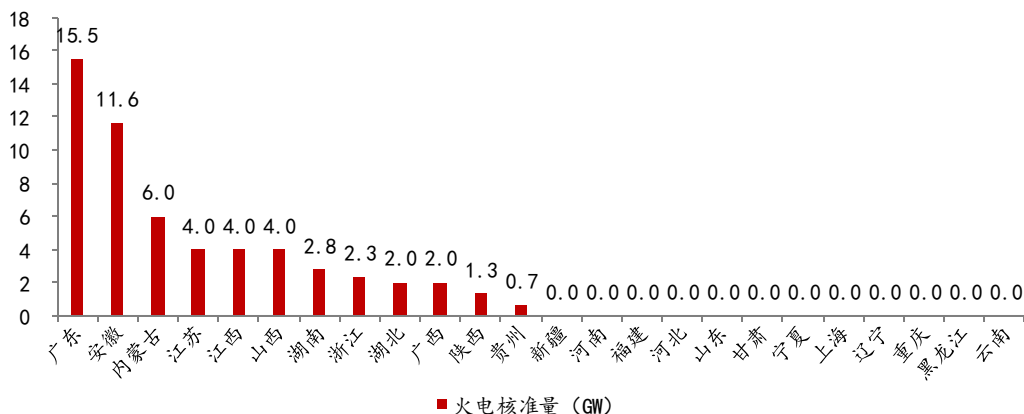
火电核准速度加快, 广东核准量领先。自 2021Q4 开始, 火电核准装机速度明显加快。2022Q4 火电核准装机规模为 29.4GW, 增势较为强劲。2022 年全国火电核准量为 226.8GW, 广东火电核准量领跑全国, 共计 15.5GW, 占比约 15%, 大幅领先其他省份。

图 17: 2022Q4 全国火电核准量为 29.4GW



数据来源: Wind, 西南证券整理

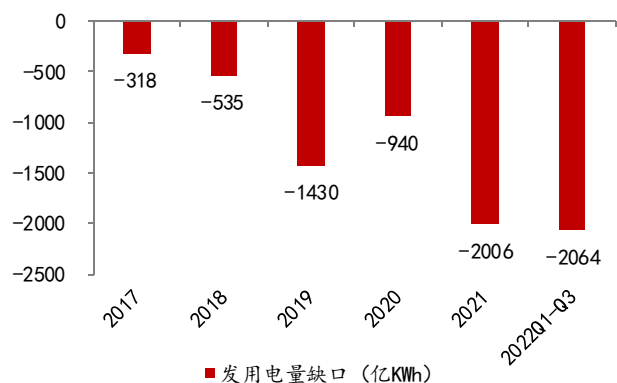
图 18: 2022 年广东省火电核准量为 15.5GW



数据来源: Wind, 西南证券整理

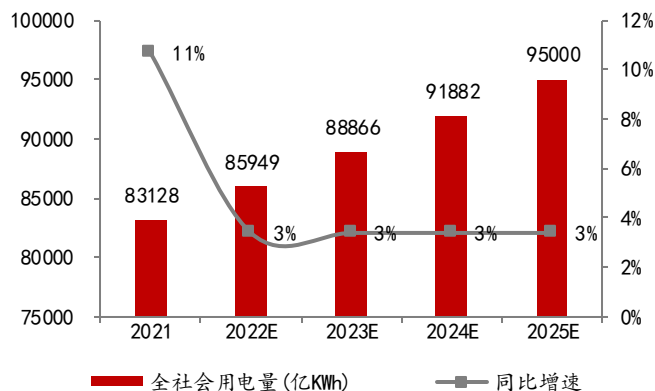
社会总需求旺盛，广东电力缺口大。我国新能源装机占比较高，但稳定性不足，导致全国多个地区电力供应紧张并出现电力缺口，2017 年至 2022Q3，我国发用电缺口从 318 亿 KWh 增长到 2064 亿 KWh，其中广东省电力缺口为 1561 亿 KWh，显著高于其他省份。而全社会用电量 2021 年为 83128 亿 KWh，在 2022 年后，随着国内经济发展和疫情逐渐缓解，国内电力需求预计将保持稳定增长。

图 19：2022Q1-Q3 月发用电缺口为 2064 亿 KWh



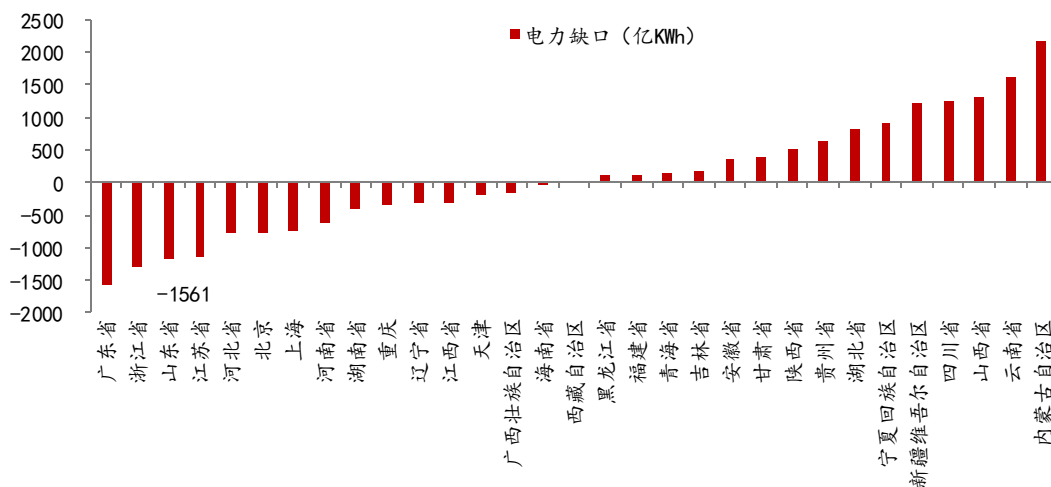
数据来源：Wind，西南证券整理

图 20：预计 2025 全社会用电量达到 95000 亿 KWh



数据来源：中电联，西南证券整理 (2025 年预测数据来源于中电联，逐年采用平均增速测算)

图 21：2022 年广东电力缺口为 1561 亿 KWh

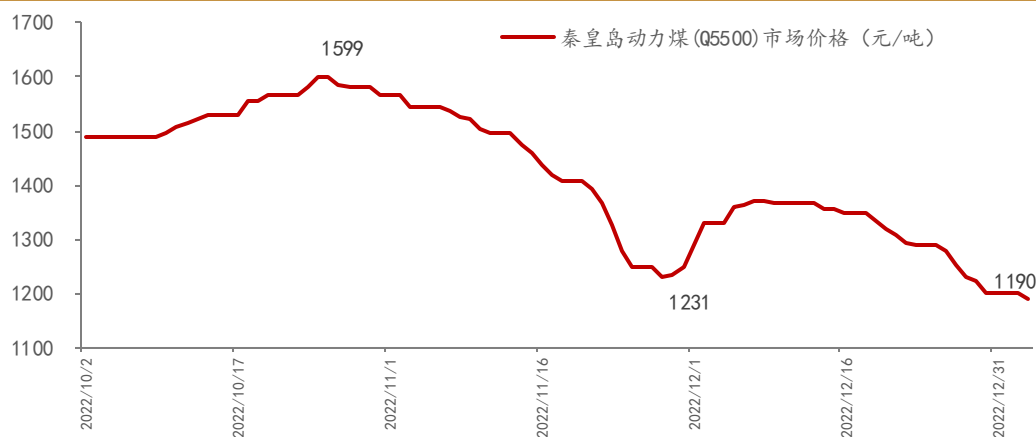


数据来源：Wind，西南证券整理

煤价回落合理区间，支撑火电盈利修复，2022 年以来，受国际俄乌冲突、国内干旱高温天气、电力需求复苏等因素影响，煤炭出现供求紧张。随着国家出台煤炭稳价保供政策，煤价从高位震荡逐步回归新的合理区间，2023 年 1 月 3 日秦皇岛 Q5500 动力煤市场价已降至 1190 元/吨。在保供政策下，煤价有望继续下行，缓解成本压力。电力市场化改革、容量电价补偿等政策有望加速推出，为煤电企业业绩修复打开空间。

预计 2023-2024 年国内煤炭均价将位于 900-1000 元/吨。近日国内煤价持续性下跌，近一周全球海运煤至国内的数量环比回落 3.8%，同时海外煤价目前需求疲软，价格下行，受通胀压力影响，海外主流矿山经营费用、人工成本逐年增加，且澳大利亚、印尼矿山的政府特许经营费征收近 1 年增长 1-3 倍，IEA 最新数据显示 2021 年全球炼焦煤主流矿山开采成本增至 150 美元/吨。预计 2023-2024 年国内煤炭均价将位于 900-1000 元/吨。

图 22：2023 年 1 月 3 日煤价为 1190 元/吨



数据来源：Wind，西南证券整理

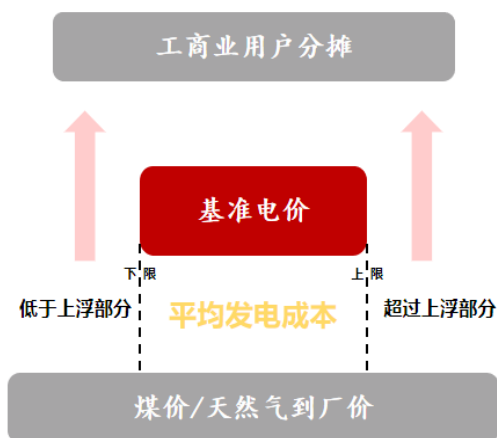
表 2：上网电价&标煤成本对火电业务净利润的影响

单位：亿元	0.52	0.53	0.54	0.55	0.56	0.57	0.58
950	16.51	18.21	19.92	21.63	23.34	25.05	26.76
1000	13.68	15.39	17.09	18.80	20.51	22.22	23.93
1050	10.85	12.56	14.27	15.97	17.68	19.39	21.10
1100	8.02	9.73	11.44	13.15	14.85	16.56	18.27
1150	5.19	6.90	8.61	10.32	12.03	13.74	15.44

数据来源：公司公告，西南证券。注：横向为净利润随电价（税后，元/kWh）变动，纵向为净利润随煤价（元/t）变动

一次能源价格传导机制发布，火电业务盈利能力有望显著改善。2022 年 11 月，广东省能源局、南方能监局联合发布《关于 2023 年电力市场交易有关事项的通知》，文件指出 2023 年广东电力市场规模为 5500 亿 KWh，年度交易规模上限 3000 亿 KWh，零售市场交易按照“固定价格+联动价格+浮动费用”的模式，浮动费用上限 2 分/KWh；当综合煤价或天然气到厂价高于一定值时，煤机或气机平均发电成本超过允许上浮部分，按照一定比例对年度/月度等电量进行补偿，相关费用由全部工商业用户分摊。在此背景下，火电业务盈利能力预计将显著改善。

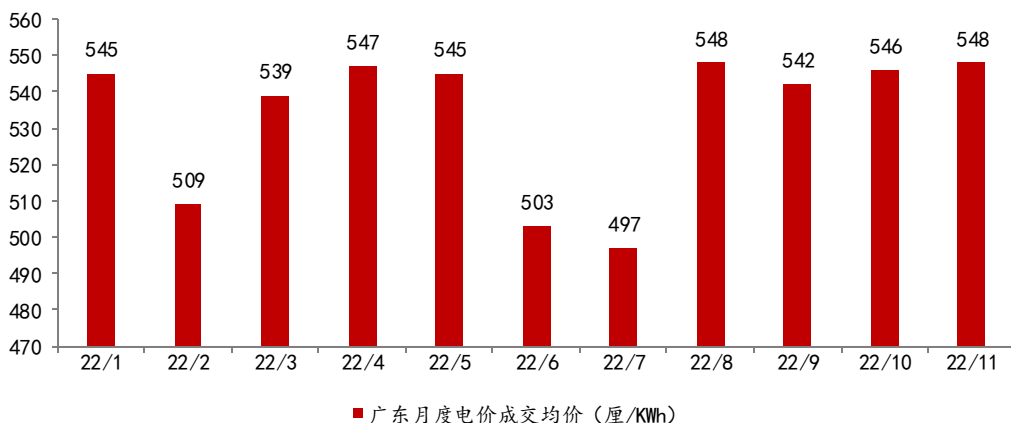
图 23：一次能源价格传导机制



数据来源：广东省能源局、南方能监局，西南证券整理

电价优势明显，盈利水平有望改善。2021 年 10 月国家发改委发布《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》，提出将煤电交易价格浮动范围扩大为上下浮动均不超过 20%，且高耗能企业市场交易电价不受限制，电价上涨趋势明显。2022 年 11 月广东月度电价成交均价为 548 厘/KWh，并有 7 个月电价成交均价超过 540 厘/KWh，广东 2023 年电价有望保持高位，火电企业盈利水平改善空间较大。

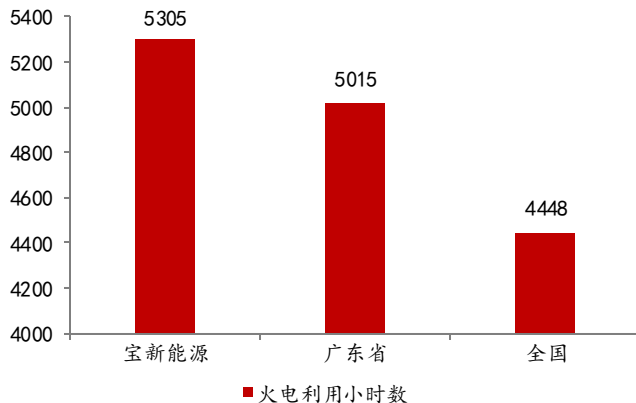
图 24：2022 年 11 月广东省月度电价成交均价为 548 厘/KWh



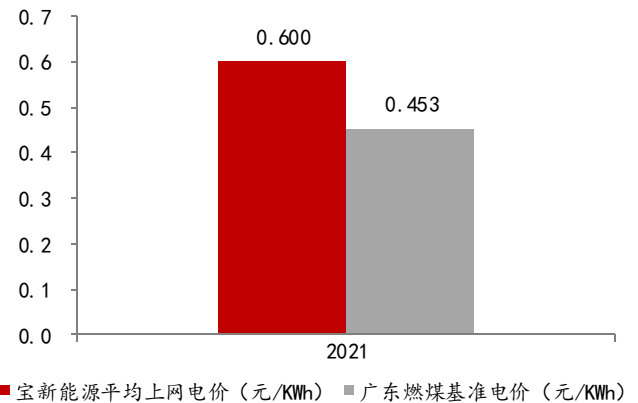
数据来源：Wind，西南证券整理

2.2 电量利用优势显著，核准量行业领先

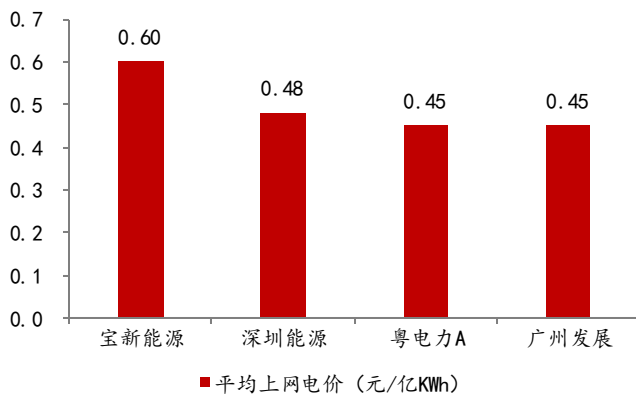
政策区位优势明显，火电利用效率领先。公司旗下电厂均位于政策扶持区域，2016 年中共中央、国务院发布《关于加大脱贫攻坚力度支持革命老区开发建设的指导意见》，明确指出“增加位于贫困老区的发电企业年度电量计划”。而公司电厂位于广东革命根据地海陆丰和梅州，是目前少数能够享受政策支持的公司。2021 年公司火电利用小时数为 5305 小时，超过广东省火电平均利用小时数 5015 小时和全国平均水平 4448 小时。公司 2021 年平均上网电价为 0.6 元/KWh，显著高于广东省售电合同平均价格及广东省其他火力电力企业。

图 25：2021 年公司火电利用小时数为 5305 小时


数据来源: Wind, 西南证券整理

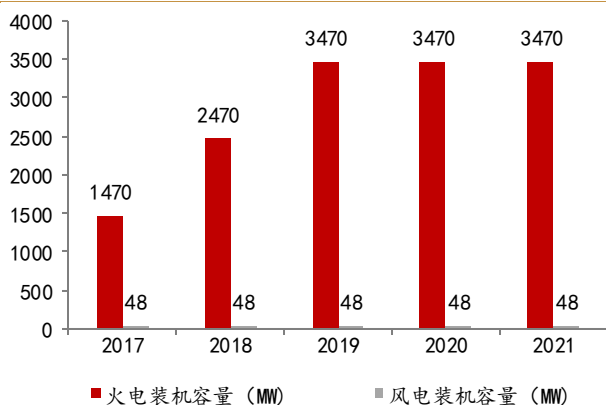
图 26：2021 年公司平均上网电价为 0.6 元/KWh


数据来源: 广东省发改委, 公司公告, 西南证券整理

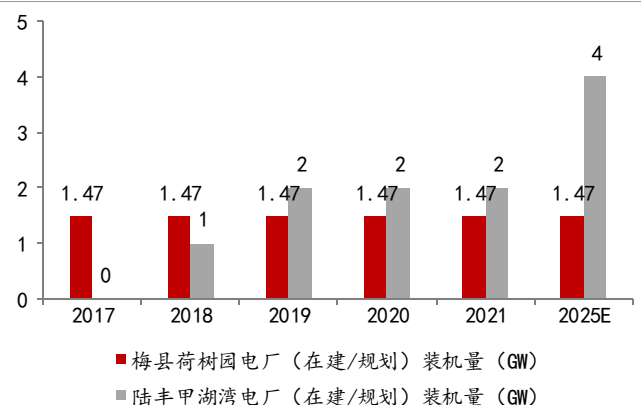
图 27：2021 年广东省主要火电企业平均上网电价


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

火力装机量占比超九成，总装机量增长稳定。公司装机量增长迅速，并在 2018 年后保持稳定，在 2021 年火力装机量为 3.47GW，占总装机量的 98.6%。公司在 2017 年后总装机量稳中有增，预计 2025 年梅县荷树园电厂和陆丰甲湖湾电厂装机量达 5.47GW。

图 28：2021 年公司火力装机量为 3470MW，占总量 98.6%


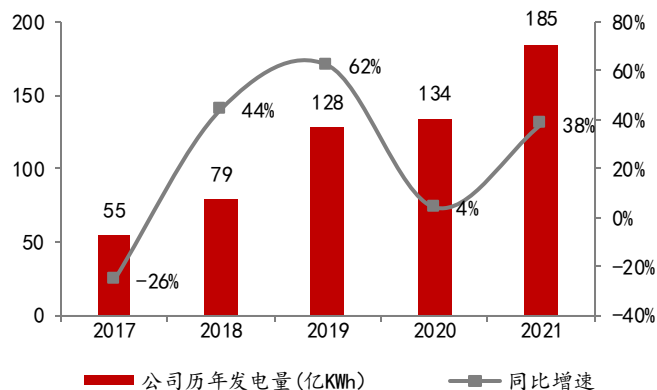
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 29：2025 年公司总装机量有望达 5.47GW


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

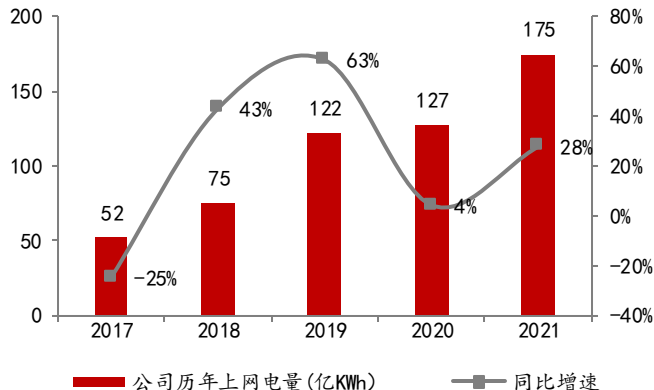
产能稳健增长，可供应电量充足。公司发电量及上网电量在 2017 年后增速回正并保持稳健增长，2021 年公司发电量为 185 亿 KWh，同比增长 38%，上网电量为 175 亿 KWh，同比增长 28%，可供应电量充足，为公司业务扩张提供有力保障。

图 30：2021 年公司发电量为 185 亿 KWh



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 31：2021 年公司上网电量为 175 亿 KWh



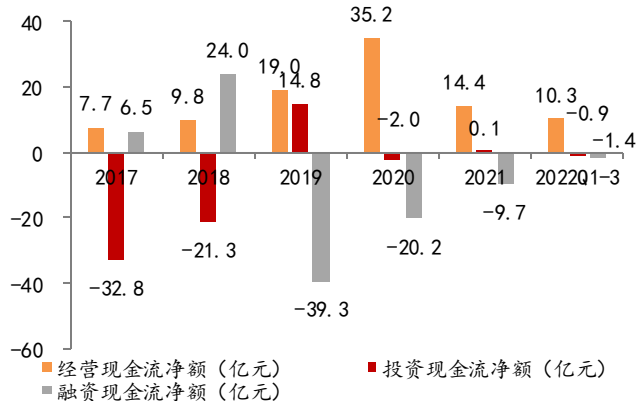
数据来源：公司公告，西南证券整理

3 金融投资提振业绩，合作开发汕头海风

公司打造新金融投资模式，以资本运营促进产业发展。公司自 2007 年进入金融投资领域，凭借电力行业现金流充沛的特点，积极摸索多种股权投资工具，目前持有梅州客商银行、东方富海和中广核新能源海风（汕尾）公司的股权，分别持股 30%/29%/8%。

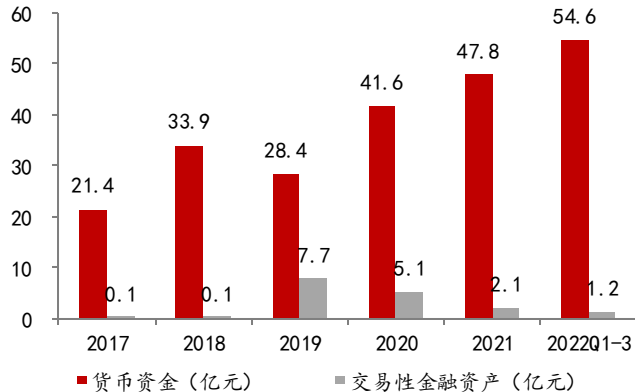
货币资金充足，应收款稳中有升。公司筹资活动现金流整体稳定，经营活动现金流净额 2021 年达 14.4 亿元，2022Q1-Q3 达 10.3 亿元，2020-2022Q3 由于电厂经营成本急剧上升，现金流情况趋紧，随着煤价的平稳回落，现金流回流将有所改善。2017-2022Q3 公司货币资金充沛，由 21.4 亿元增至 54.6 亿元，同时拥有 1.2 亿交易性金融资产。2017-2022Q3 公司应收款由 2.6 亿元增至 11.1 亿元，其中 90% 以上为 1 年内到期，其余为 2-3 年内到期，账期总体较短，可在短时间内回收较多现金流，叠加现有的充足货币资金，有利于后续业务的不断扩张。

图 32：2022Q1-Q3 公司经营活动现金流净额达到 10.3 亿元



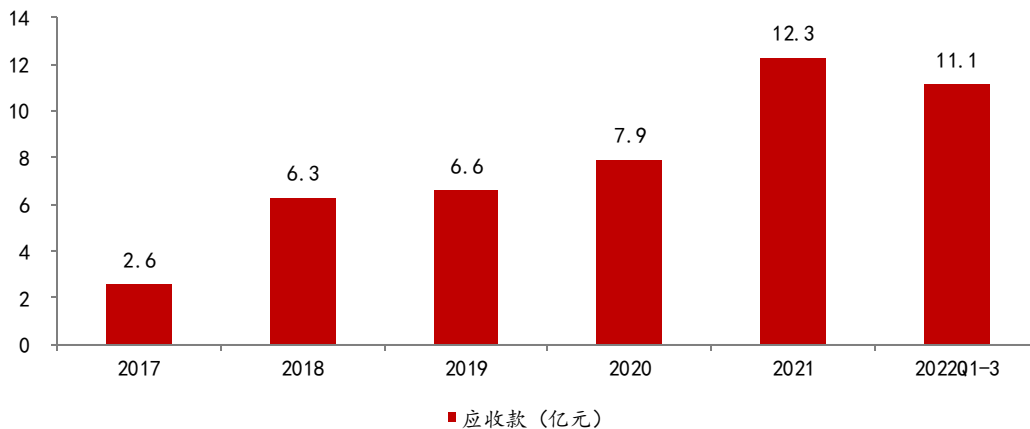
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 33：2022Q3 末公司货币资金达 54.6 亿元



数据来源：公司公告，西南证券整理

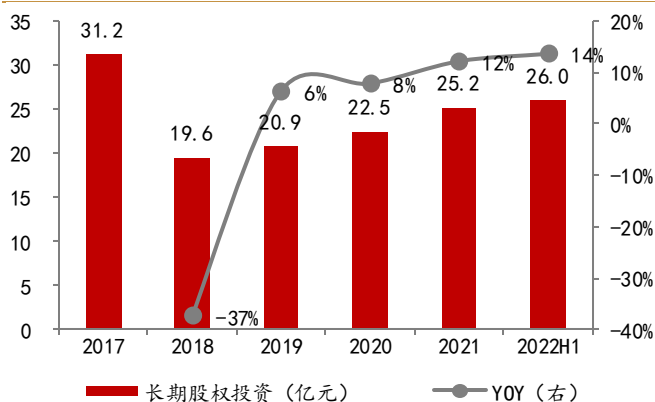
图 34：2022Q3 末公司应收款达 11.1 亿元



数据来源：公司公告，西南证券整理

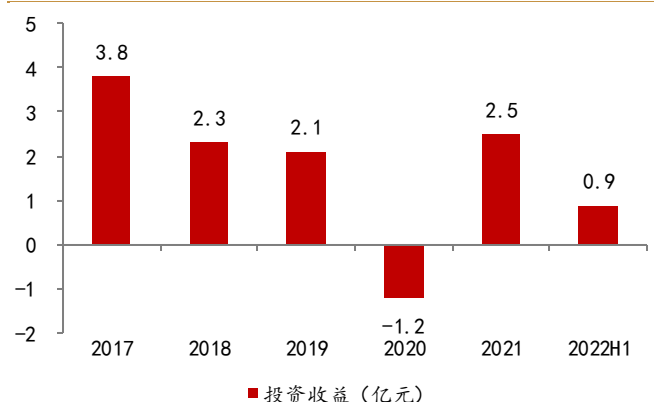
公司长期股权投资规模稳步提升，投资有所波动但多为正收益。2018-2022H1 公司长期投资收益稳步提升，由 19.6 亿元逐步增至 26.0 亿元，总资产占比由 9% 逐步提升至 14%。2017-2022H1 公司投资收益较为波动，但多为正收益，累积投资收益达 10.4 亿元。

图 35：2022H1 公司长期股权投资达 26 亿元 (+14%)



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 36：2022H1 公司投资收益达 0.9 亿元



数据来源：公司公告，西南证券整理

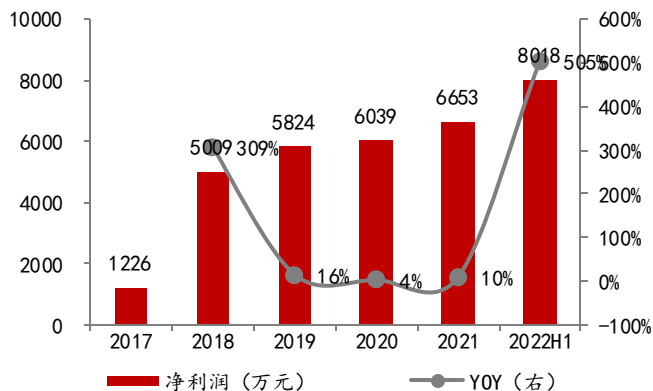
梅州客商银行资产持续增长，不良贷款率处于行业低位。2017 年公司发起设立的梅州客商银行获批开业运营，明确“科技赋能、金融向善”，做“特专精美”的新型价值银行，扎根湾区，2017-2022H1 客商银行总资产由 66 亿元大幅增至 250 亿元，CAGR 高达 34%；2017-2021 年营收由 0.7 亿元增至 2.9 亿元，CAGR 高达 43%，2022H1 公司营收 2.2 亿元，同比增长 54%；2017-2021 年净利润由 1226 万元增至 6653 万元，CAGR 高达 53%，2022H1 公司净利润为 8018 万元，同比增长 505%。2022H1 公司不良贷款率仅 0.43%，位于行业低位，已经形成了业务规模增长、资产质量优质的态势。

图 37：公司参股客商银行/东方富海及中广核海风公司



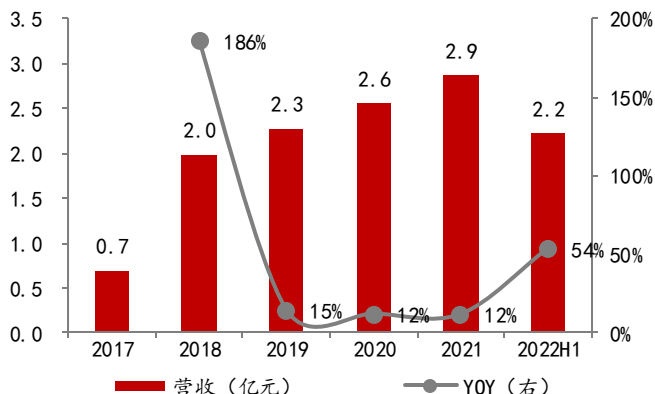
数据来源：公司官网，西南证券整理

图 39：2022H1 客商银行净利润达 8018 万元(同比+505%)



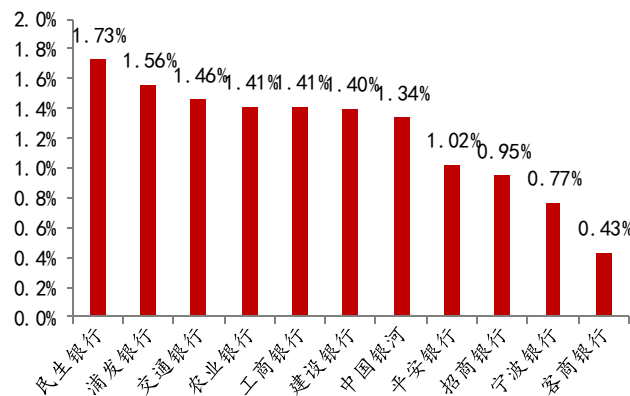
数据来源：公司官网，西南证券整理

图 38：2022H1 客商银行营收达 2.2 亿元(同比+54%)



数据来源：公司公告，西南证券整理

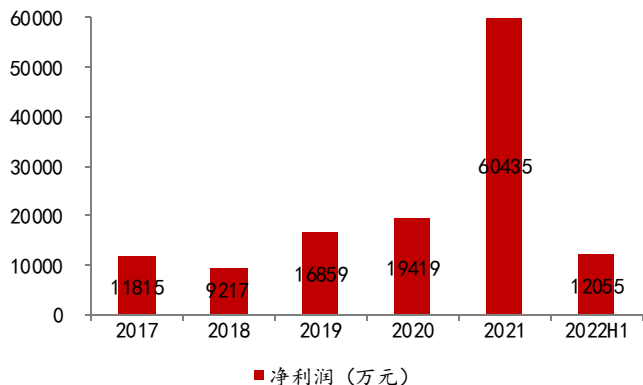
图 40：2022H1 客商银行不良贷款率 0.43%位于行业低位



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司收购东方富海，介入 PE 领域。公司受让东方富海股份，最终持有其 29% 股权，2017-2021 年公司净利润稳中有升，近 5 年累计净利润达 11.8 亿，2022H1 公司营收 1.5 亿元，净利润 1.2 亿元。东方富海自成立后累计管理基金规模近 250 亿元，在管基金 52 只，目前已投资项目超 480 个，已有 125 个项目通过 IPO 或并购等方式退出。公司投资阶段侧重 A/B 轮，80% 资金投资于早期，80% 资金投资于成熟期，投资领域则分布在信息科技、节能环保、健康医疗、新材料和文化消费等 5 大领域。

图 41：2021 年东方富海净利润达 6 亿元



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 42：东方富海投资领域主要集中于 5 大领域



数据来源：公司官网，西南证券整理

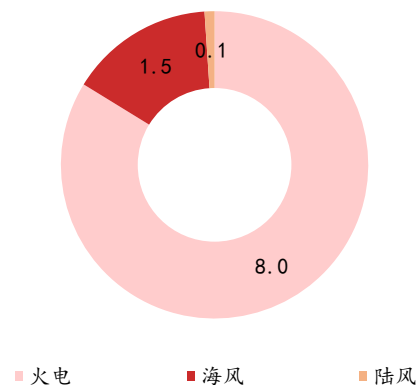
携手中广核共建汕头海风资源，陆丰甲湖湾清洁能源基地规划装机达 9.5GW。2018 年公司与中广核合资成立海风公司，共同开发汕尾海风资源，公司出资 1.04 亿持股 20%（中广核持股 80%），2021 年末其他股东增资后公司持股降至 8%。陆丰甲湖湾清洁能源基地规划建设陆上风电场、海上风电场、煤电厂等项目，规划总装机达 9.5GW，包括 8GW 火电、1.45GW 海风及 0.1GW 陆风。2021 年公司参透的海风项目（500MW）并网发电，2022 年进入满产发电首年，2022H1 已实现净利润 2.5 亿元，机组利用率达 94%。

图 43：陆丰甲湖湾清洁能源基地示意图



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 44：陆丰甲湖湾清洁能源基地装机结构 (GW)



数据来源：公司公告，西南证券整理

4 盈利预测和估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：考虑公司火电机组装机规划，预计 2022-2024 年装机量分别为 347/347/447 万千瓦，由于短期内电力供需形式较为紧张，预计火电需求量仍将维持高位，假设 2022-2024 年火电机组利用小时数分别为 5200/5200/4300 小时（2024 年新增 100 万千瓦机组预计在年底投产，故拉低平均利用小时数），电价小幅上涨。考虑到海内外煤价价格下行，预计 2023-2024 年煤价将位于 900-1000 元/吨。

假设 2：公司风电板块相对稳定，预计 2022-2024 年装机量保持 4.8 万千瓦，机组利用小时数分别为 1250/1200/1150 小时，电价保持不变。

假设 3：公司 2022-2024 年其他业务收入增速保持 5%。

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 3：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2021A	2022E	2023E	2024E
火电	收入	92.17	95.03	98.05	106.05
	增速	30.0%	3.1%	3.2%	8.2%
	毛利率	16.2%	6.0%	20.0%	25.0%
风电	收入	0.28	0.35	0.34	0.32
	增速	-29.0%	25.7%	-4.0%	-4.2%
	毛利率	-21.1%	5.9%	2.0%	-2.3%
其他	收入	1.66	1.74	1.83	1.92
	增速	464.3%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	28.5%	28.5%	28.5%	28.5%
合计	收入	94.1	97.1	100.2	108.3
	增速	31.4%	3.2%	3.2%	8.1%
	毛利率	16.3%	6.7%	20.4%	25.3%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

华电国际、上海电力、内蒙华电、大唐发电、国电电力主营业务均为燃煤火力发电，选取这 5 家作为可比公司，2023 年可比公司平均 PE 为 11.6 倍，平均 PB 为 1.7 倍。考虑到公司火电集中于广东省，电价有望提升，盈利对煤价弹性较大，且未来新增装机增速较高，我们给予公司 2023 年 1.6 倍 PB，根据公司最新报告期 BPS 为 5.17 元，对应目标价 8.27 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)				PE (倍)				PB (倍)
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	LF
600027.SH	华电国际	543	-4965	185	4833	6035	-	293.9	11.2	9.0	1.5
600021.SH	上海电力	299	-1893	1009	1932	2332	-	29.6	15.5	12.8	1.9
600863.SH	内蒙华电	237	452	2465	3222	3712	56.9	9.6	7.4	6.4	1.7
601991.SH	大唐发电	457	-9264	-469	3360	4933	-	-	13.6	9.3	1.9
600795.SH	国电电力	708	-1845	2750	6887	8700	-	25.7	10.3	8.1	1.5
平均值							56.9	89.7	11.6	9.1	1.7

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

煤价上行风险；电力价格波动；投资业务盈利不及预期。

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	9410.65	9712.51	10021.51	10829.51	净利润	824.37	202.84	1375.79	1871.66
营业成本	7880.76	9057.70	7974.80	8091.28	折旧与摊销	772.18	761.78	771.96	782.26
营业税金及附加	58.40	48.56	50.11	54.15	财务费用	208.81	216.57	223.83	240.30
销售费用	9.20	8.74	8.02	7.58	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	412.47	407.93	400.86	433.18	经营营运资本变动	-3585.84	1775.31	-482.82	-386.18
财务费用	208.81	216.57	223.83	240.30	其他	3215.27	-3261.69	-281.24	-233.34
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1434.79	-305.19	1607.52	2274.69
投资收益	249.66	250.00	250.00	250.00	资本支出	666.94	-200.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	-102.81	21.60	31.24	-16.66	其他	-660.87	524.82	531.24	483.34
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	6.06	324.82	331.24	283.34
营业利润	989.49	244.61	1645.13	2236.36	短期借款	805.78	-282.91	-500.00	0.00
其他非经营损益	-5.96	-2.61	-3.73	-3.35	长期借款	-867.89	200.00	-300.00	-300.00
利润总额	983.53	242.01	1641.40	2233.01	股权融资	16.00	0.00	0.00	0.00
所得税	159.16	39.16	265.62	361.35	支付股利	-652.77	-288.53	-71.00	-481.53
净利润	824.37	202.84	1375.79	1871.66	其他	-273.99	340.30	-223.83	-240.30
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-972.86	-31.15	-1094.83	-1021.83
归属母公司股东净利润	824.37	202.84	1375.79	1871.66	现金流量净额	467.50	-11.51	843.93	1536.20
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	4779.33	4767.82	5611.75	7147.95	成长能力				
应收和预付款项	1234.53	1269.43	1309.81	1415.42	销售收入增长率	31.44%	3.21%	3.18%	8.06%
存货	349.27	1989.76	1876.01	2016.41	营业利润增长率	-56.92%	-75.28%	572.54%	35.94%
其他流动资产	439.98	443.21	449.81	467.09	净利润增长率	-54.65%	-75.39%	578.25%	36.04%
长期股权投资	2523.22	2523.22	2523.22	2523.22	EBITDA 增长率	-41.80%	-37.94%	115.95%	23.40%
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	8850.30	8309.79	7759.10	7198.12	毛利率	16.26%	6.74%	20.42%	25.28%
无形资产和开发支出	649.56	630.77	611.97	593.17	三费率	6.70%	6.52%	6.31%	6.29%
其他非流动资产	851.88	599.40	346.93	94.45	净利率	8.76%	2.09%	13.73%	17.28%
资产总计	19678.07	20533.40	20488.61	21455.83	ROE	7.38%	1.74%	10.63%	13.06%
短期借款	1282.91	1000.00	500.00	500.00	ROA	4.19%	0.99%	6.71%	8.72%
应付和预收款项	1100.76	1505.26	1122.05	1071.91	ROIC	9.92%	3.69%	14.51%	19.41%
长期借款	4512.91	4712.91	4412.91	4112.91	EBITDA/销售收入	20.94%	12.59%	26.35%	30.09%
其他负债	1608.87	1681.01	1514.63	1441.87	营运能力				
负债合计	8505.45	8899.17	7549.59	7126.69	总资产周转率	0.48	0.48	0.49	0.52
股本	2175.89	2175.89	2175.89	2175.89	固定资产周转率	1.07	1.19	1.32	1.54
资本公积	2953.46	2953.46	2953.46	2953.46	应收账款周转率	9.32	7.80	7.81	7.99
留存收益	6051.49	5965.81	7270.60	8660.73	存货周转率	4.47	3.40	4.13	4.16
归属母公司股东权益	11172.62	11634.22	12939.01	14329.14	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.10%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	11172.62	11634.22	12939.01	14329.14	资产负债率	43.22%	43.34%	36.85%	33.22%
负债和股东权益合计	19678.07	20533.40	20488.61	21455.83	带息债务/总负债	68.14%	65.32%	66.40%	66.13%
					流动比率	1.73	2.05	3.00	3.74
					速动比率	1.64	1.57	2.39	3.05
					股利支付率	79.18%	142.24%	5.16%	25.73%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	1970.48	1222.96	2640.93	3258.92	每股收益	0.38	0.09	0.63	0.86
PE	17.74	72.08	10.63	7.81	每股净资产	5.13	5.35	5.95	6.59
PB	1.31	1.26	1.13	1.02	每股经营现金	0.66	-0.14	0.74	1.05
PS	1.55	1.51	1.46	1.35	每股股利	0.30	0.13	0.03	0.22
EV/EBITDA	7.86	12.82	5.41	3.90					
股息率	4.46%	1.97%	0.49%	3.29%					

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。

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	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yflyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@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
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@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
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	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	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn