

火力全开，“开源节流”业绩持续高增

2023 年 10 月 27 日

➤ **事件概述：**10 月 26 日，公司发布 2023 年三季度报告，前三季度实现营业收入 202.11 亿元，同比增长 4.6%（经重述）；归母净利润 13.05 亿元，同比增长 161.0%（经重述）；扣非归母净利润 12.52 亿元，同比增长 207.8%（经重述）。第三季度公司实现营业收入 79.75 亿元，同比增长 17.5%（经重述）；归母净利润 7.20 亿元，同比增长 336.7%（经重述）；扣非归母净利润 7.18 亿元，同比增长 359.4%（经重述）。

➤ **“开源节流”推高毛利：**收入端，据公司投资者关系纪要披露，Q3 的 7、8 两个月公司发电量连创月度发电历史新高，季度发电量也是历史单季最高，电量高增助推单季度应收同比增长 17.5%（经重述）。成本端，我们测算 Q3 秦皇岛港 Q5500 动力末煤平仓价均值为 866 元/吨，同比下降 31.5%，环比下降 5.3%；若以 6、7、8 三个月口径考虑煤价，秦皇岛港 Q5500 动力末煤平仓价均值为 825 元/吨，同比下降 31.3%。“开源节流”下，Q3 公司毛利率 10.7%，同比提高 7.2 个百分点（未重述），环比提高 1.7 个百分点，现货煤价下降以及电煤采购结构的优化，火电业绩正持续向好。

➤ **降本增利增厚业绩：**Q3 公司研发费用支出同比减少 1.73 亿元至 0.35 亿元，期间费用同比减少 0.8 亿元，期间费用率同比下降 2.0 个百分点 3.6%。此外公司 Q3 对联营/合营公司投资收益同比增加 2.63 亿元至 5.07 亿元。降费、增利推动公司 Q3 营业利润同比增加 9.44 亿元至 10.59 亿元，营业利润率同比增加 11.5 个百分点至 13.3%，环比亦提高 4 个百分点。

➤ **投资建议：**Q3 公司机组火电全开的同时，持续的降本增利进一步增厚公司业绩。维持对公司盈利预测，预计 23/24/25 年 EPS 分别为 0.62/0.66/0.67 元，对应 2023 年 10 月 26 日收盘价 PE 分别 9.5/8.9/8.7 倍。参考行业可比公司平均估值水平，给予公司 2023 年 12.0 倍 PE，目标价 7.44 元，维持“谨慎推荐”评级。

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

谨慎推荐

维持评级

当前价格：

5.85 元

目标价：

7.44 元



分析师 严家源

执业证书：S0100521100007

电话：021-60876734

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

研究助理 赵国利

执业证书：S0100122070006

电话：021-60876734

邮箱：zhaoguoli@mszq.com

相关研究

1.长三角火电四小龙系列（三）：皖能电力（000543.SZ）首次覆盖报告：高纯度火电，控、参并进-2023/09/22

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	24,276	28,041	30,106	31,100
增长率（%）	15.4	15.5	7.4	3.3
归属母公司股东净利润（百万元）	425	1,397	1,490	1,524
增长率（%）	132.0	228.6	6.7	2.3
每股收益（元）	0.19	0.62	0.66	0.67
PE	31.2	9.5	8.9	8.7
PB	1.2	1.1	1.0	0.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 26 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	24,276	28,041	30,106	31,100
营业成本	24,058	26,158	27,781	28,560
营业税金及附加	101	112	120	124
销售费用	13	14	15	16
管理费用	95	112	120	124
研发费用	208	280	301	311
EBIT	-180	1,443	1,854	2,053
财务费用	568	676	834	942
资产减值损失	-34	-50	-50	-50
投资收益	868	1,144	1,149	1,151
营业利润	115	1,862	2,119	2,212
营业外收支	5	5	5	5
利润总额	120	1,867	2,124	2,217
所得税	-62	181	244	266
净利润	182	1,686	1,880	1,950
归属于母公司净利润	425	1,397	1,490	1,524
EBITDA	1,018	3,016	3,608	3,906

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,582	1,367	1,164	1,267
应收账款及票据	2,274	2,453	2,634	2,722
预付款项	568	523	556	571
存货	720	738	787	811
其他流动资产	521	643	665	676
流动资产合计	5,666	5,724	5,806	6,047
长期股权投资	11,229	12,373	13,522	14,673
固定资产	15,880	20,055	25,734	29,236
无形资产	752	751	751	751
非流动资产合计	39,525	45,212	49,779	51,531
资产合计	45,191	50,936	55,585	57,578
短期借款	603	703	903	703
应付账款及票据	5,527	5,733	6,089	6,260
其他流动负债	3,233	3,896	1,009	1,037
流动负债合计	9,363	10,332	8,000	8,000
长期借款	16,505	19,585	25,105	25,595
其他长期负债	2,347	2,366	2,366	2,366
非流动负债合计	18,852	21,951	27,471	27,961
负债合计	28,215	32,284	35,472	35,961
股本	2,267	2,267	2,267	2,267
少数股东权益	4,376	4,665	5,055	5,481
股东权益合计	16,975	18,652	20,113	21,617
负债和股东权益合计	45,191	50,936	55,585	57,578

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	15.42	15.51	7.37	3.30
EBIT 增长率	88.91	901.23	28.43	10.75
净利润增长率	131.99	228.59	6.67	2.26
盈利能力 (%)				
毛利率	0.90	6.71	7.72	8.17
净利润率	1.75	4.98	4.95	4.90
总资产收益率 ROA	0.94	2.74	2.68	2.65
净资产收益率 ROE	3.37	9.99	9.90	9.44
偿债能力				
流动比率	0.61	0.55	0.73	0.76
速动比率	0.44	0.40	0.52	0.54
现金比率	0.17	0.13	0.15	0.16
资产负债率 (%)	62.44	63.38	63.82	62.46
经营效率				
应收账款周转天数	34.14	30.00	30.00	30.00
存货周转天数	10.93	11.00	11.00	11.00
总资产周转率	0.57	0.58	0.57	0.55
每股指标 (元)				
每股收益	0.19	0.62	0.66	0.67
每股净资产	5.56	6.17	6.64	7.12
每股经营现金流	1.27	1.28	1.53	1.62
每股股利	0.05	0.18	0.20	0.20
估值分析				
PE	31.2	9.5	8.9	8.7
PB	1.1	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	33.97	11.47	9.58	8.85
股息收益率 (%)	0.82	3.16	3.37	3.45

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	182	1,686	1,880	1,950
折旧和摊销	1,198	1,573	1,755	1,854
营运资金变动	1,828	7	76	7
经营活动现金流	2,869	2,896	3,466	3,670
资本开支	-4,630	-5,592	-5,167	-2,449
投资	-13	0	0	0
投资活动现金流	-4,075	-6,110	-5,167	-2,449
股权募资	187	0	0	0
债务募资	2,645	3,710	2,773	290
筹资活动现金流	1,605	2,999	1,498	-1,117
现金净流量	398	-216	-203	104

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

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

免责声明

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

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

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

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

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

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

民生证券研究院：

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

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

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026