



增持（维持）

所属行业：公用事业/电力
当前价格(元)：5.87

证券分析师

郭雪

资格编号：S0120522120001

邮箱：guoxue@tebon.com.cn

联系人

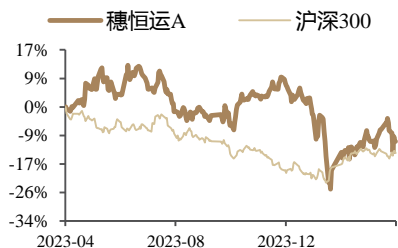
卢璇

邮箱：luxuan@tebon.com.cn

刘正

邮箱：liuzheng3@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.34	3.89	-7.52
相对涨幅(%)	-0.34	-0.16	-15.84

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《穗恒运 A (000531.SZ)：煤电业务盈利稳定，业绩大幅增长超出预期》，2023.11.6
- 《穗恒运 A (000531.SZ)：电、热销售价格量齐升，业绩稳步增长》，2023.9.7

穗恒运 A (000531.SZ)：上网电量电价齐升叠加煤炭价格下降，助力公司业绩大幅增长

投资要点

- 事件：**公司发布 2023 年年报，2023 年公司实现营业收入 48.22 亿元，同比增长 22.64%；归母净利润 2.93 亿元，同比增长 611.45%；扣非归母净利润 3.8 亿元，同比增长 359.16%；基本每股收益 0.3504 元/股，同比增长 602.73%。
- 上网电量、售汽量齐升，支撑公司业绩大幅增长。**2023 年公司完成上网电量 71.69 亿千瓦时，同比增长 21.56%；售汽量 394.33 万吨，同比增长 3.67%。2023 年公司实现营业收入 48.22 亿元，同比增加 22.64%；实现归属上市公司股东净利润 29,311.03 万元，同比增加 611.45%，主要是报告期内上网电价量齐升，燃煤价格下降及东区气电项目并网发电使得外购燃气成本增加等综合影响。公司积极发展气电，恒运东区 2×460MW 级“气代煤”项目于 2023 年 9 月全面投产；白云 2×460MW 级天然气发电项目于 2023 年 7 月全面开工建设；知识城 2×460MW 级天然气发电项目积极推进前期工作。上述六台天然气机组全部建成后，将为保障大湾区电力、热力供应提供更加低碳、更加安全、更加高效的电源点支撑。此外，根据公司 3 月 8 日投资者关系活动记录表，公司拟对 108 万千瓦小燃煤机组升级，谋划建设新的超超临界大机组。我们认为未来随着新的机组投产，将支撑公司业绩稳步增长。
- 聚焦能源主业，向清洁新能源转型升级。**1) 光伏电站方面：光伏电站方面，江门台山海宴 500MWp 渔业光伏项目 2023 年内实现全容量投产发电，经济效益、生态效益、社会效益都十分突出；目前汕头 550MWp 渔光互补光伏项目建设取得重大突破进展，预计将于 2024 年投产。2) 集中供热方面：热能集团践行“走出去”策略不断拓展优质供能项目，取得新的重大成果，新增东莞豪丰工业园、穗丰食品智慧港园等集中供热项目。3) 氢能方面：公司积极发挥氢能链主作用，实现了“一线一站一基金”（“一线”是指：开通了广州市首条氢能公交示范线；“一站”是指：建成了广州市首座“五位一体”综合能源站；“一基金”是指：设立广州市首支氢能产业母基金——广州开发区湾顶新动能产业投资基金）。与现代汽车氢燃料电池系统（广州）有限公司、广州开发区交通投资集团有限公司合资组建氢能科技公司，实施零部件本土化生产，首批 60 台氢能物流车正式交付使用。4) 储能方面：公司建成了全省首家国企配置智能化储能生产线——2GWh 新型储能集成和锂电池 PACK 高端制造生产线；积极开拓电网侧、电源侧、用户侧储能业务，探索锂电储能、飞轮储能、全钒液流、抽水蓄能等多种储能技术路线，全力打造“研发+制造+投资”储能新业态。
- 投资建议与估值：**公司聚焦能源主业，顺应国家能源发展战略，积极响应“碳达峰，碳中和”号召，全力做强做优做大“电、热、氢、储”四大板块，科技创新赋能，构建“能源+科技”的产业体系。我们根据公司实际运营情况，调整公司盈利预测，并新增 26 年预测，预计 2024-2026 年，公司收入分别为 53.24 亿元、66.28 亿元、69.76 亿元，增速分别为 10.4%、24.5%、5.2%，净利润分别为 3.11 亿元、3.62 亿元、4.1 亿元，增速分别为 6.2%、16.4%、13%，维持“增持”评级。

- **风险提示：**项目推进不及预期；审批进度不及预期；煤价上行的风险；电价下行风险；政策推进不及预期。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	1,041.40	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
流通 A 股(百万股):	822.10	营业收入(百万元)	3,932	4,822	5,324	6,628	6,976
52 周内股价区间(元):	4.93-7.37	(+/-)YOY(%)	0.1%	22.6%	10.4%	24.5%	5.2%
总市值(百万元):	6,113.03	净利润(百万元)	-57	293	311	362	410
总资产(百万元):	19,708.41	(+/-)YOY(%)	-135.7%	611.4%	6.2%	16.4%	13.0%
每股净资产(元):	6.30	全面摊薄 EPS(元)	-0.06	0.28	0.30	0.35	0.39
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	-1.4%	14.9%	10.4%	10.1%	11.7%
		净资产收益率(%)	-1.2%	4.5%	4.5%	5.0%	5.4%
		资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.35	0.30	0.35	0.39
每股净资产	6.30	6.59	6.94	7.34
每股经营现金流	0.54	0.65	0.78	1.53
每股股利	0.10	0.10	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	19.09	19.64	16.87	14.92
P/B	1.06	0.89	0.85	0.80
P/S	1.27	1.15	0.92	0.88
EV/EBITDA	19.45	16.36	16.57	13.94
股息率%	1.5%	1.7%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	14.9%	10.4%	10.1%	11.7%
净利润率	7.2%	6.5%	6.1%	6.5%
净资产收益率	4.5%	4.5%	5.0%	5.4%
资产回报率	1.5%	1.5%	1.6%	1.6%
投资回报率	2.2%	0.9%	0.9%	1.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	22.6%	10.4%	24.5%	5.2%
EBIT 增长率	184.4%	-41.2%	11.2%	44.1%
净利润增长率	611.4%	6.2%	16.4%	13.0%
偿债能力指标				
资产负债率	63.5%	64.5%	65.6%	66.4%
流动比率	0.8	0.8	0.7	0.6
速动比率	0.6	0.6	0.5	0.3
现金比率	0.5	0.5	0.3	0.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	39.4	39.7	40.6	39.9
存货周转天数	19.5	20.0	20.0	19.8
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3
固定资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.7

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	293	311	362	410
少数股东损益	54	35	41	47
非现金支出	440	750	833	1,059
非经营收益	-123	-140	-190	-166
营运资金变动	-103	-279	-230	240
经营活动现金流	561	676	817	1,589
资产	-2,206	-1,735	-2,566	-3,166
投资	-48	-559	-462	-435
其他	177	414	518	546
投资活动现金流	-2,077	-1,880	-2,510	-3,054
债权募资	2,259	1,210	1,212	1,312
股权募资	1,397	0	0	0
其他	-395	-256	-289	-324
融资活动现金流	3,261	954	923	988
现金净流量	1,744	-249	-770	-477

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 19 日
资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,822	5,324	6,628	6,976
营业成本	4,106	4,773	5,958	6,160
毛利率%	14.9%	10.4%	10.1%	11.7%
营业税金及附加	17	50	40	44
营业税金率%	0.4%	0.9%	0.6%	0.6%
营业费用	6	10	10	12
营业费用率%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	209	240	310	321
管理费用率%	4.3%	4.5%	4.7%	4.6%
研发费用	135	141	200	197
研发费用率%	2.8%	2.6%	3.0%	2.8%
EBIT	361	212	236	340
财务费用	287	197	236	289
财务费用率%	5.9%	3.7%	3.6%	4.1%
资产减值损失	-18	0	0	0
投资收益	388	426	530	558
营业利润	444	441	530	610
营业外收支	-123	-30	-51	-68
利润总额	322	411	479	542
EBITDA	778	962	1,069	1,399
所得税	-25	65	75	85
有效所得税率%	-7.9%	15.7%	15.7%	15.7%
少数股东损益	54	35	41	47
归属母公司所有者净利润	293	311	362	410

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,563	2,314	1,544	1,067
应收账款及应收票据	568	623	889	674
存货	230	301	361	318
其它流动资产	609	743	875	1,005
流动资产合计	3,969	3,980	3,669	3,063
长期股权投资	5,507	6,064	6,525	6,958
固定资产	5,644	7,078	8,121	10,355
在建工程	1,979	1,216	1,541	1,037
无形资产	763	916	1,125	1,359
非流动资产合计	15,739	17,265	19,421	21,907
资产总计	19,708	21,246	23,090	24,970
短期借款	1,170	1,180	1,192	1,204
应付票据及应付账款	1,203	918	1,233	1,312
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	2,688	2,954	2,868	2,901
流动负债合计	5,062	5,052	5,293	5,417
长期借款	6,802	8,002	9,202	10,502
其它长期负债	652	652	652	652
非流动负债合计	7,453	8,653	9,853	11,153
负债总计	12,515	13,706	15,147	16,570
实收资本	1,041	1,041	1,041	1,041
普通股股东权益	6,556	6,867	7,230	7,639
少数股东权益	637	673	714	761
负债和所有者权益合计	19,708	21,246	23,090	24,970

信息披露

分析师与研究助理简介

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有 5 年环保产业经验，2020 年 12 月加入安信证券，2021 年新财富第三名核心成员。2022 年 3 月加入德邦证券，负责环保及公用板块研究。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。