



增持（首次）

所属行业：公用事业/电力
当前价格(元)：7.79

证券分析师

倪正洋

资格编号：S0120521020003

邮箱：nizy@tebon.com.cn

联系人

郭雪

邮箱：guoxue@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	2.39	10.84	21.28
相对涨幅(%)	2.98	3.74	17.68

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

穗恒运 A (000531.SZ)：乘新能发展之势，“穗”有成长

投资要点

- **背靠国企平台积极转型新能源，长期发展动力足。**穗恒运 A 是广州市国资旗下的重点电力上市公司，公司主营业务包括电力、热力生产及销售，经过系列布局延伸，在光伏、储能、氢能等多领域进行布局，加速构建绿色能源生态圈。公司背靠广州高新区现代能源集团，在项目获取、融资、投资运营等方面具备较大竞争优势。
- **煤电价格传导机制改善，火电业务盈利能力持续向好。**我国长期实行的“市场煤+计划电”机制，导致火电盈利随煤价波动大幅变化。2021 年，煤炭价格大幅上涨导致火电亏损严重。2021 年 10 月，国常会将市场交易电价上下浮动范围有分别不超过 10%、15%，调整为原则上均不超过 20%。2022 年 6 月 7 日，国家能源局发布《关于加强煤炭先进产能核定工作的通知》，要求“严格履行电煤保供稳价责任。核增产能煤矿要积极承担电煤增产保供责任”。随着煤电价格传导机制逐步完善以及煤炭价格的逐步企稳，预计火电企业预计公司利润端将得到较大改善。
- **政策和产业驱动公司转型，预计 2024 年绿电装机容量可实现十倍增长。**政策端，2022 年 4 月 13 日，广东省人民政府办公厅印发《广东省能源发展“十四五”规划》，提出“十四五”期间全省新增光伏装机量 2000 万千瓦，大力提升光伏发电规模，光伏产业发展有望迎来催化。产业端，随着光伏技术的不断发展，光伏度电成本持续下降，Solar Power Europe 数据显示，2019 年太阳能发电度电成本已降至 40 美元/兆瓦时，较 2009 年已下降 89%，随着未来光伏技术的不断发展，预计光伏总装机占比将保持快速提升。公司背靠广州高新区现代能源集团，在光伏项目资源获取、投融资等方面均具优势。2021 年底，公司首个台山 200MW 光伏项目投产，实现光伏项目“零突破”，预计 2024 年公司光伏装机容量将达到 2000MW，较 2021 年实现 10 倍增长，具备广阔发展空间。
- **利用平台和资金优势，积极布局储能、氢能产业链。**公司利用自身在发展燃气发电和分布式光伏能源方面的优势，增设智能电力储备技术支撑板块，并于 2021 年 12 月出资 5 亿元设立全资子公司恒运储能，拟投资建设电源侧、电网侧、用户侧储能电站项目，并参与能量管理系统、储能变流器等新型储能技术的研发和设备制造，未来将通过储能电站出租、储能系统销售和用户侧售电价差收入等方式创收。此外，公司依托广州市氢能产业发展联合会、广州市中德氢能研究院、氢能产业基金等平台，集聚优质资源，加大氢能产业链布局力度。
- **投资建议与估值：**公司积极推动常规能源与新能源的发展，随着煤炭保供及限价政策的发展，火电业务盈利有望修复，实现困境反转。此外，十四五期间，公司光伏项目有望大规模投产并带动绿电业绩快速释放，带来广阔成长空间。我们预计公司 2022-2024 年收入分别为 46.14 亿元、43.60 亿元、50.77 亿元，增速分别为 17.4%、-5.5%、16.4%，净利润分别为 1.49 亿元、1.72 亿元、2.55 亿元，增速分别为 -7.1%、15.1%、48.4%，首次覆盖，给予增持评级。
- **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；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):	822.10		2020	2021	2022E	2023E	2024E
流通 A 股(百万股):	822.10	营业收入(百万元)	3,462	3,928	4,614	4,360	5,077
52 周内股价区间(元):	5.52-8.96	(+/-)YOY(%)	7.2%	13.5%	17.4%	-5.5%	16.4%
总市值(百万元):	6,404.15	净利润(百万元)	780	160	149	172	255
总资产(百万元):	16,004.11	(+/-)YOY(%)	89.8%	-79.4%	-7.1%	15.1%	48.4%
每股净资产(元):	7.41	全面摊薄 EPS(元)	0.95	0.20	0.18	0.21	0.31
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	27.5%	5.2%	7.4%	9.9%	12.1%
		净资产收益率(%)	15.3%	3.1%	2.9%	3.2%	4.6%
		资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

内容目录

1. 常规能源+新能源双轮驱动，未来发展前景向好.....	6
1.1. 背靠现代能源集团，具备较大竞争优势	6
1.2. 营收保持稳步增长，现金流情况充裕	7
2. 煤电极端供需矛盾有望改善，火电业绩有望回升	10
2.1. 煤电价格逐步回归，火电盈利能力有望实现边际改善.....	10
2.2. 稳步推进常规能源开发，持续巩固市场优势地位	11
3. 新能源蓬勃发展，具备广阔市场空间	12
3.1. 顺应新能源产业发展政策，光伏装机规模快速扩张	12
3.2. 电化学储能具备广阔发展空间，公司积极布局储能运营	14
3.3. 氢能市场空间广阔，未来发展动力足	16
4. 盈利预测及投资建议	18
4.1. 盈利预测	18
4.2. 投资建议	19
5. 风险提示	20

图表目录

图 1: 公司历史变革概况	6
图 2: 公司股权结构 (截至 2022 年 6 月)	6
图 3: 截至 2022 年 4 月公司电力装机结构分布	7
图 4: 2017-2022Q1 公司营业收入变化情况	7
图 5: 2017-2022Q1 公司归母净利润变化情况	7
图 6: 2021 年公司分业务营收及毛利率水平	8
图 7: 2017-2022Q1 公司销售毛利率与净利率变化情况	8
图 8: 2017-2021 年公司投资收益变化情况	8
图 9: 2017-2021 年公司长期股权投资收益变化情况	8
图 10: 2017-2022Q1 公司长期股权投资及其他权益工具投资情况	8
图 11: 2017-2022Q1 公司长期借款变化情况	9
图 12: 2017-2022Q1 公司资产负债率变化情况	9
图 13: 2017-2022Q1 经营性现金净额变化情况	9
图 14: 2017-2022Q1 公司投资、筹资现金流变化情况	9
图 15: 2017-2022Q1 公司期末现金余额情况	10
图 16: 2012-2021 年我国火电发电装机容量及其占比	10
图 17: 秦皇岛山西产 Q5500 动力末煤价格 (单位: 元/吨) 回归正常	11
图 18: 2019-2019 年各类电源发电度电成本变化情况	12
图 19: 2015-2021 年我国光伏发电累计装机容量与占比	12
图 20: 2015-2021 年我国光伏新增装机量及增速	12
图 21: 2022-2030 年我国光伏新增装机预测 (GW)	13
图 22: 中国电力储能市场累计装机规模 (2000-2021)	14
图 23: 中国新型储能市场累计装机	14
图 24: 中国新型储能累计投运规模预测 (保守场景, 2022-2026)	14
图 25: 中国新型储能累计投运规模预测 (理想场景, 2022-2026)	14
图 26: 电化学储能产业链	15
图 27: 2020 年中国储能系统集成行业市场竞争格局	15
图 28: 2020 年发电公司发电侧电网储能调频项目取得成功	16
图 29: 氢气优势	16
图 30: 天然气优势	16
图 31: 中国氢能源行业产业链结构图	17
图 32: 恒运集团参与华南首个“五位一体”综合能源站封顶	18

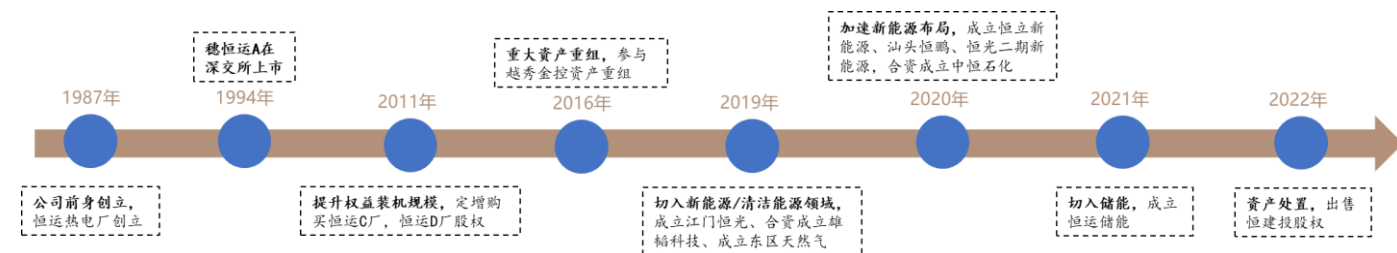
图 33: 雄韬氢恒配套燃料电池发动机系统的 15 台氢能源公交车完成交付	18
表 1: 国家出台的保障煤炭供应的系列政策	11
表 2: 公司在运与在建火电机组装机容量	11
表 3: 公司在运与在建光伏装机容量	13
表 4: 氢能产业相关政策	17
表 5: 公司营收预测	19
表 6: 可比公司估值	19

1. 常规能源+新能源双轮驱动，未来发展前景向好

1.1. 背靠现代能源集团，具备较大竞争优势

经过系列布局延伸，公司产业已涉及火电、光伏、储能及氢能等多个领域。广州恒运企业集团股份有限公司（简称“穗恒运 A”）是广州市属国有控股的重点电力生产和集中供热的上市企业，公司创建于 1987 年，主营业务主要为电力、热力生产及销售等。1994 年在深圳证券交易所挂牌上市，为广州市首批上市公司之一。2019 年公司成立广东江门恒光新能源有限公司、广州恒运东区天然气有限公司，合资成立广州雄韬氢恒科技有限公司，切入新能源领域。2020 年，公司加快新能源布局，成立恒立新能源、汕头恒鹏、恒光二期新能源，合资成立中恒石化。2021 年公司成立恒运储能，切入储能领域。经过 30 多年的发展，公司已经成长为区域主业突出、核心竞争力强、业绩优良、稳定分红的能源企业，未来将为“碳达峰”、“碳中和”贡献重要力量。

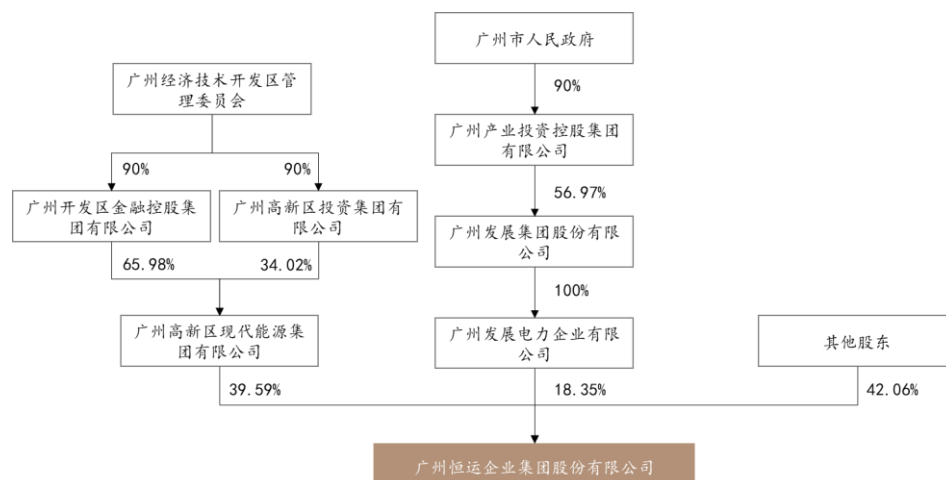
图 1：公司历史变革概况



资料来源：公司官网，格隆汇，公司公告，德邦研究所整理

背靠现代能源集团，获得长期发展优势。从公司股权结构来看，截至 2022 年 6 月，公司控股股东为广州高新区现代能源集团有限公司，持股比例为 39.59%，公司实控人为广州经济技术开发区管理委员会。公司背靠广州高新区现代能源集团有限公司，在项目获取、融资、投资运营等方面将具备较大竞争优势。

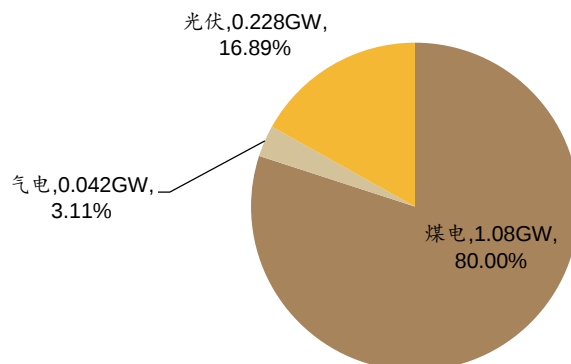
图 2：公司股权结构（截至 2022 年 6 月）



资料来源：Wind，德邦研究所

公司业务类型涉及煤电、气电、光伏、储能以及氢能等多个领域，其中电力结构中火电占据主导地位。据我们统计，截至 2022 年 4 月 9 日，公司总控股在运装机容量为 1.35GW，其中煤电、气电、光伏装机容量占比分别为 80.00%\3.11%\16.89%。

图 3：截至 2022 年 4 月公司电力装机结构分布

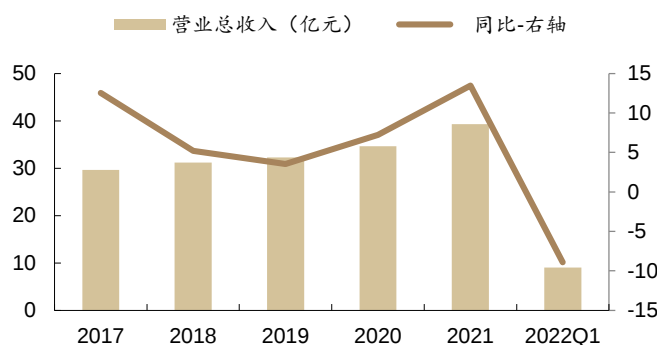


资料来源：公司公告，德邦研究所测算

1.2. 营收保持稳步增长，现金流情况充裕

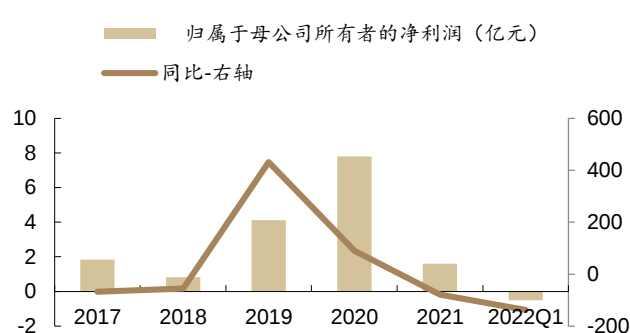
营收保持增长，净利润略有下滑。2021 年公司实现营业收入 39.28 亿元，同比增长 13.47%，主要原因是 2021 年公司电、热的销量以及价格有所提升。2021 年公司实现归母净利润 1.60 亿元，同比下降 79.42%，归母净利润出现下降的主要原因是 2021 年燃煤价格大幅上涨导致燃料成本大幅增加。

图 4：2017-2022Q1 公司营业收入变化情况



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

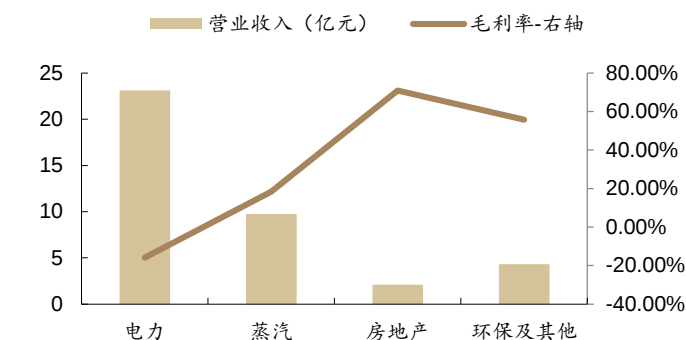
图 5：2017-2022Q1 公司归母净利润变化情况



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

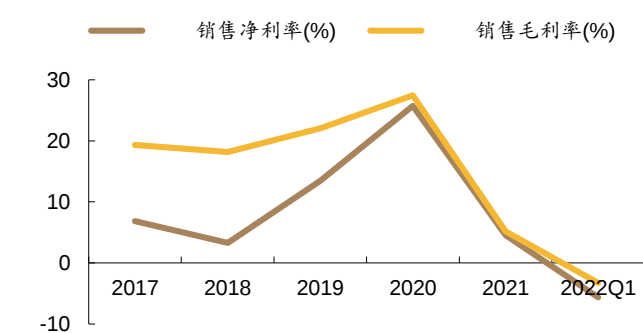
短期燃煤价格大幅上涨导致公司利润率有所下滑。从营收结构来看，2021 年公司电、热实现营收 32.85 亿元，占营收的比例达到 83.62%，因此公司利润率受燃煤电价影响较大。2021 年，公司销售毛利率与销售净利率分别为 5.16%\4.54%，较 2020 年分别下降 22.33、21.23 个百分点，主要系 2021 年燃煤价格大幅上涨，导致公司利润率承压。

图 6：2021 年公司分业务营收及毛利率水平



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

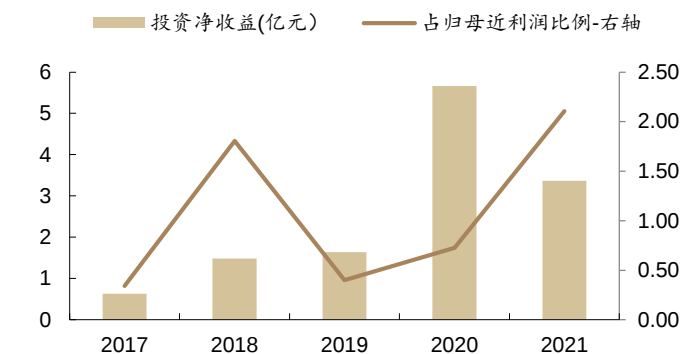
图 7：2017-2022Q1 公司销售毛利率与净利率变化情况



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

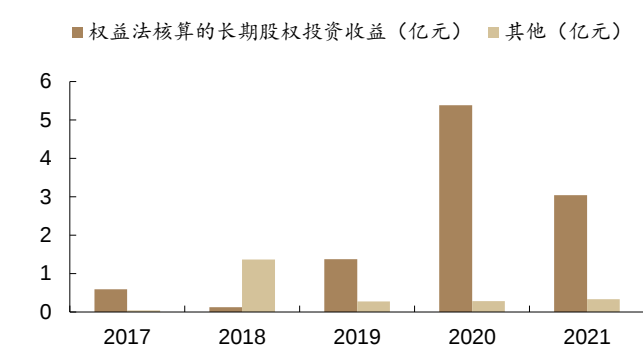
公司自 2018 年参股越秀金控以来，投资收益占归母净利润比例较高，基本保持在 0.40-2.11 倍，公司投资收益对利润水平的影响一直较大，2021 年燃料成本的上涨也并未影响到公司投资收益水平。

图 8：2017-2021 年公司投资收益变化情况



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

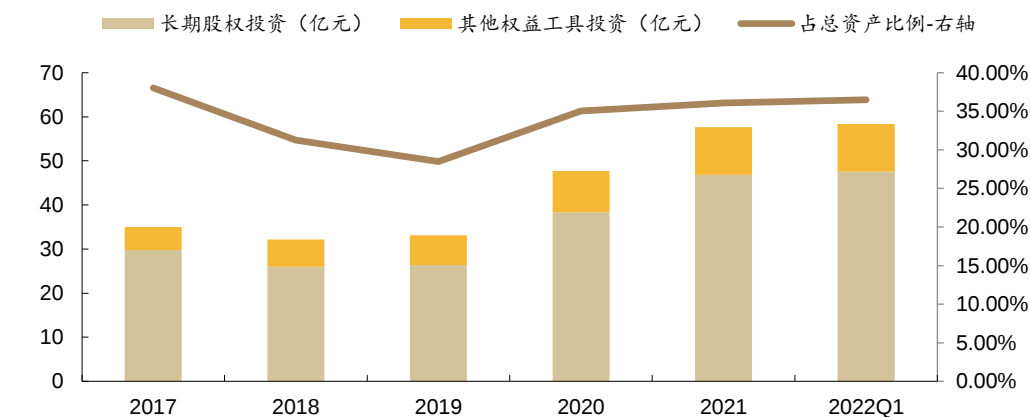
图 9：2017-2021 年公司长期股权投资收益变化情况



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

从资产端来看，长期股权投资及其他权益工具投资占比较高。截至 2022Q1，公司总资产为 160.04 亿元，同比增长 22.57%，其中长期股权投资及其他权益工具投资为 58.39 亿元，占总资产的 36.48%。公司长期股权投资主要包括中恒石化、越秀金控、雄韬氢恒等股权投资，合计为 47.58 亿元；其他权益工具投资达到 10.81 亿元，主要包括恒凯新兴股权投资及部分金融资产。

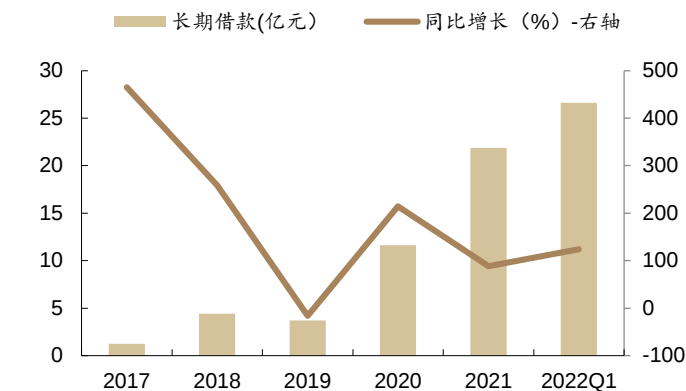
图 10：2017-2022Q1 公司长期股权投资及其他权益工具投资情况



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

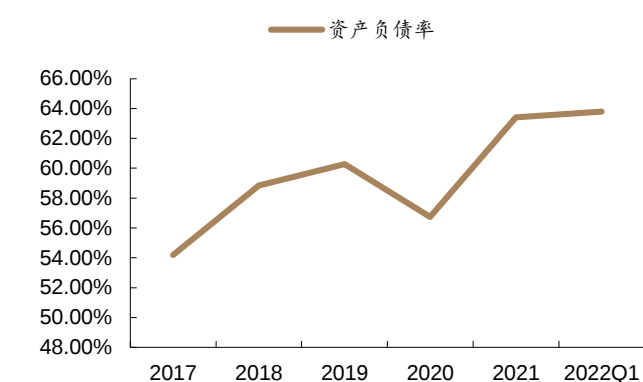
从负债端来看,公司资产负债率维持在高位水平。2022Q1,公司长期借款为 26.62 亿元,同比增长 124.31%,资产负债率为 63.79%,较 2021 年底增长 0.39 个百分点,主要系公司常规能源板块发展及新能源装机容量高速扩张,公司资产负债率保持高位。

图 11: 2017-2022Q1 公司长期借款变化情况



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

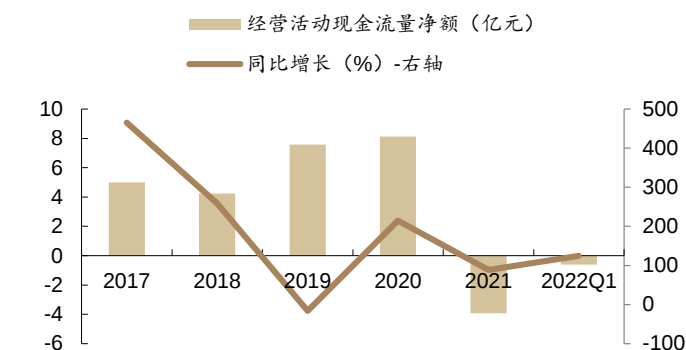
图 12: 2017-2022Q1 公司资产负债率变化情况



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

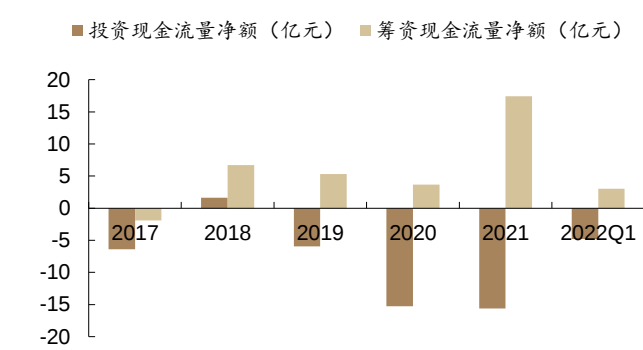
从净现金流量来看,2021 年公司经营性现金流净流出 3.93 亿元,同比降低 148.34%,主要受燃煤价格上涨,原材料采购支付现金同比增加影响。此外,随着公司在建项目投入的增大,2021 年公司投资现金净流出 15.62 亿元,筹资现金净流入 17.44 亿元。

图 13: 2017-2022Q1 经营性现金净额变化情况



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

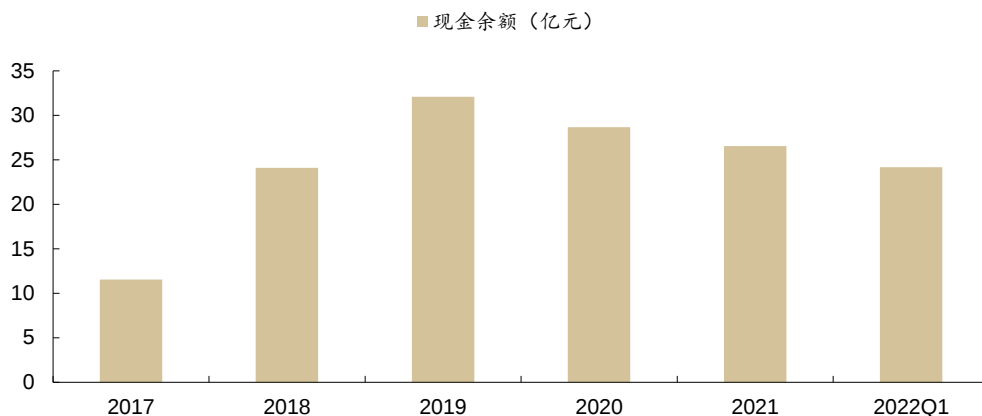
图 14: 2017-2022Q1 公司投资、筹资现金流变化情况



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

从现金流来看,2022Q1 公司现金余额为 24.17 亿元,在业绩亏损的情况下现金流较为充足,公司将于 2022 年内完成恒建投公司 58%股权、国企联合基金、美的基金的出售转让,届时有望获取 10.34 亿元对价,或将支撑公司快速发展。

图 15: 2017-2022Q1 公司期末现金余额情况



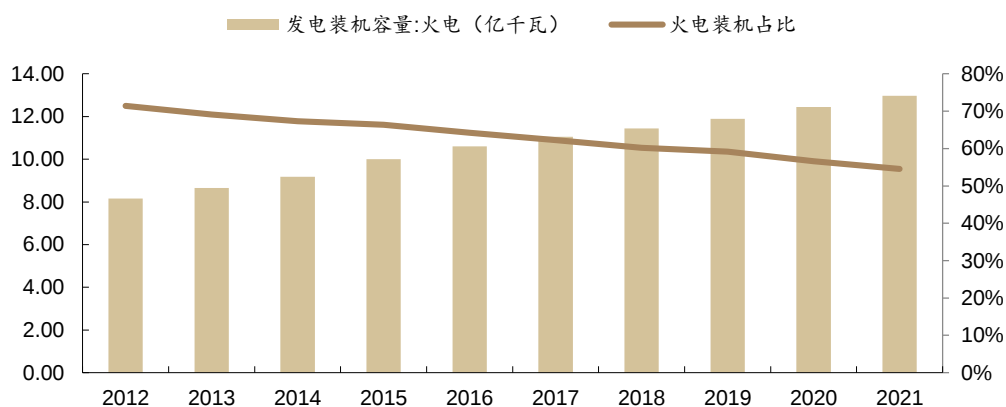
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

2. 煤电极端供需矛盾有望改善, 火电业绩有望回升

2.1. 煤电价格逐步回归, 火电盈利能力有望实现边际改善

火电装机占比保持趋势性下降。双碳战略背景下, 新能源发电实现快速发展, 化石能源发电被逐步压缩。2012-2021 年, 我国火电装机容量占比由 71.43% 下降至 54.56%, 火电装机占比呈现下降态势, 但火电仍然是中短期内最重要的电源, 在国民经济中的地位仍不可或缺。

图 16: 2012-2021 年我国火电发电装机容量及其占比



资料来源: Wind, 德邦研究所

煤电价格传导机制逐步完善, 火电行业状况有望实现边际改善。一直以来, 我国实现的是“市场煤+计划电”, 导致火电企业的盈利随着煤价的波动而大幅震荡。2021 年, 煤炭价格大幅上涨, 全国多地出现限电。2021 年 10 月 8 日, 国务院总理李克强主持召开国务院常务会议, 会议指出, 将市场交易电价上下浮动范围有分别不超过 10%、15%, 调整为原则上均不超过 20%, 其中高耗能企业不受 20% 限制, 同时会议还指出“支持煤电企业增加电力供应, 针对煤电企业困难, 实施阶段性税收缓缴政策, 引导金融机构保障合理融资需求”。政策发布后, 多省 2022 年长协电价已接近顶格 20% 上浮, 火电企业的至暗时刻已经过去。

政策推动下, 煤炭价格有望企稳。从 2022 年 2 月, 国家出台一系列政策保

障煤炭供应，2022年6月7日，国家能源局发布《关于加强煤炭先进产能核定工作的通知》，要求“严格履行电煤保供稳价责任。核增产能煤矿要积极承担电煤增产保供责任”，预计电煤供应有望得到保障，价格将进一步回归合理区间。

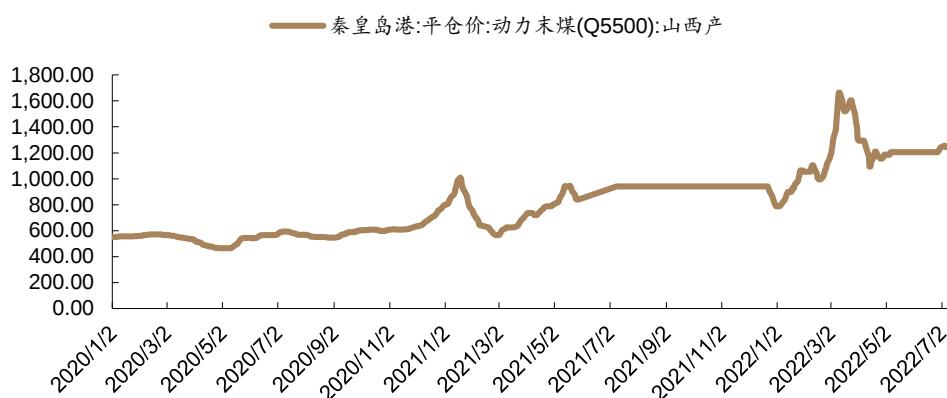
表 1：国家出台的保障煤炭供应的系列政策

颁布时间	颁布机构	相关政策	相关内容
2022 年 2 月 24 日	国家发改委	《国家发展改革委关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》	进一步完善煤炭产供储销体系，保障煤炭产能合理充裕，促进煤炭价格在合理区间运行。
2022 年 4 月 30 日	国家发改委	《关于明确煤炭领域经营者哄抬价格行为的公告》	进一步维护煤炭市场价格秩序，保障国家能源安全，明确了“捏造涨价信息”、“散布涨价信息”、“囤积居奇”、“无正当理由大幅度或者变相大幅度提高价格”四类哄抬价格行为。
2022 年 6 月 7 日	国家能源局	《应急管理部、国家矿山安监局、国家发改委、国家能源局关于加强煤炭先进产能核定工作的通知》	严格履行电煤保供稳价责任。核增产能煤矿要积极承担电煤增产保供责任。

资料来源：国家发改委，国家能源局，德邦研究所

从动力煤的价格来看，截至 2022 年 7 月 7 日，秦皇岛港山西产动力末煤（Q5500）平仓价报 1245 元/吨，较高点已大幅回落。

图 17：秦皇岛山西产 Q5500 动力末煤价格（单位：元/吨）回归正常



资料来源：Wind，德邦研究所

2.2. 稳步推进常规能源开发，持续巩固市场优势地位

目前火电业务仍是集团公司经营效益的主要构成，预计未来 3 年占营收比重依然较高，目前约为 80% 左右，未来三年下降幅度有限。公司火电机组主要分布在广东省广州开发区负荷中心，具有优先调配的优势，区域竞争力较强。截至 2022 年 4 月，公司投入运营的火电机组为 1.12GW，机组包括 2 台 210 兆瓦、2 台 330 兆瓦热电联产燃煤机组以及 2 台 21 兆瓦的天然气分布式能源机组。在建项目方面，公司有两台 460 兆瓦“气代煤”热电联产项目正在筹建，计划于 2023 年 6 月建成投产。储备项目方面，包括知识城 2×460MW 燃气机组、白云燃机项目 3×460MW，以及拟拆除两台 210MW 燃煤机组，并建设 1 台 660MW 超超临界燃煤机组。通过常规能源的不断更新迭代，持续巩固公司的市场优势地位。

表 2：公司在运与在建火电机组装机容量

序号	类型	状态	项目名称	总装机	机组构成	持股比例	权益装机	其他参股方
1	煤电	在运	恒运热电(C)厂、恒运热电(D)厂	1.08GW	2*210MW+2*330MW	100%	1.08GW	——

2	气电	在运	分布式能源站项目	42MW	2*21MW	50%	21MW	南方电网综合能源有限公司 30%；广州发展电力集团有限公司 20%
3	气电	在建	东区 2×460MW 级“气代煤”热电冷联产项目	920MW	2*460MW	100%	920MW	——
4	气电	储备	知识城 2×460MW 燃气机组	920MW	2*460MW	——	——	——
5	气电	储备	白云燃机项目 3×460MW	1380MW	3*460MW	——	——	——
6	煤电	储备	660MW 超超临界燃煤机组	660MW	660MW	——	——	——

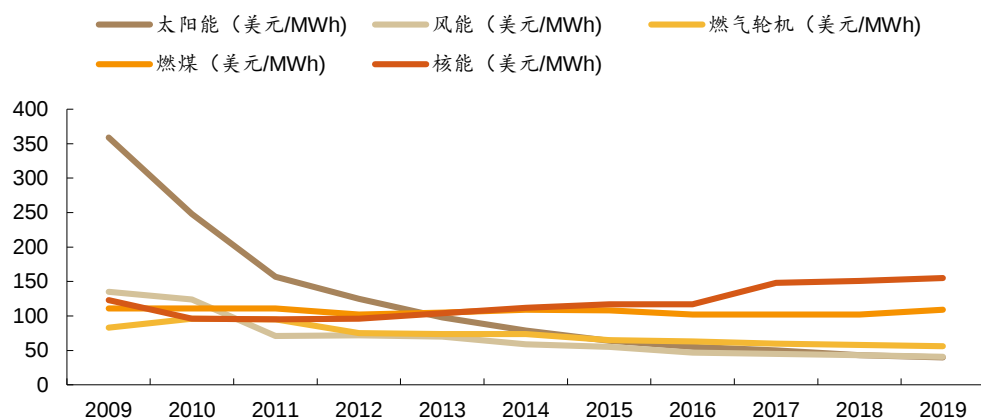
资料来源：公司公告，德邦研究所

3. 新能源蓬勃发展，具备广阔市场空间

3.1. 顺应新能源产业发展政策，光伏装机规模快速扩张

产业引导叠加技术驱动，光伏产业保持快速发展。Solar Power Europe 数据显示,2019 年太阳能发电度电成本已降至 40 美元/兆瓦时,较 2009 年已下降 89%,主要是由于技术迭代带来的成本下降。

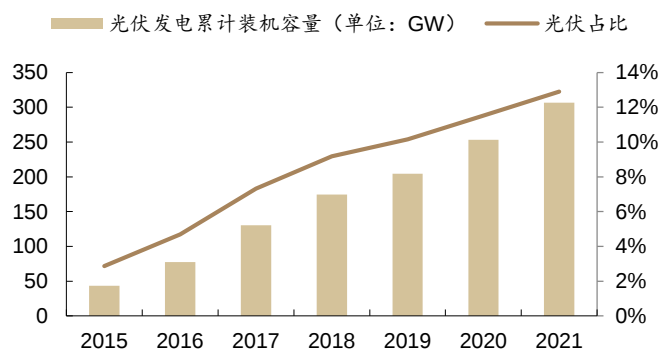
图 18：2009-2019 年各类电源发电度电成本变化情况



资料来源：Lazard, 《Lazard's Levelized cost of energy analysis-version 13.0》, 德邦研究所

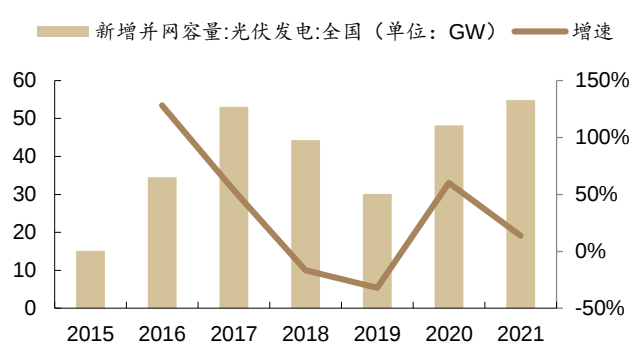
随着光伏技术的不断发展,光伏总装机占比保持快速提升。国家能源局数据显示 2021 年我国光伏发电累计装机容量为 306.56GW, 占发电累计装机容量的比例为 12.90%, 较 2020 年增长 1.38 个百分点, 国内新增光伏并网容量为 54.88GW, 同比增长 13.86%。

图 19：2015-2021 年我国光伏发电累计装机容量与占比



资料来源：Wind, 国家能源局, 前瞻产业研究院, 智研咨询, 德邦研究所

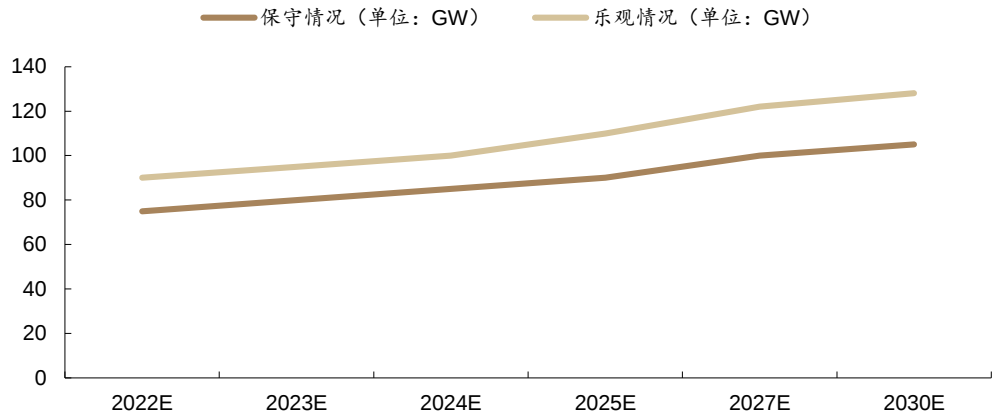
图 20：2015-2021 年我国光伏新增装机量及增速



资料来源：Wind, 前瞻产业研究院, 智研咨询, 德邦研究所

根据中国光伏行业协会名誉理事长王勃华发表的题为《我国光伏行业发展情况—2021 年回顾与 2022 年展望》的演讲，预计 2022 年新增光伏装机规模或将增至 75GW 以上，大约在 75-90GW 左右。同时，预计 2022-2025 年，中国年均新增光伏装机将达到 83-99GW，继续保持快速增长态势。

图 21：2022-2030 年我国光伏新增装机预测（GW）



资料来源：国际太阳能光伏网，中国光伏协会，德邦研究所

公司抢抓“十四五”重要战略机遇期，大力推进新能源业务发展。在运光伏项目方面，截至 2022 年 4 月 9 日，公司总控股在运光伏装机 228MW，包括台山首期项目 200MW 和二期项目先期并网 28MW，公司权益占比分别为 60%和 55%。

在建光伏项目方面，2022-2023 年主要增长来源于台山、汕头两大光伏基地。台山二期 300MW 项目预计 2022 年 9 月 30 日全容量并网投产。汕头陇田、和平 550MW 项目已于 2022 年 3 月 28 日开工建设，意味着公司拓展第二个光伏新能源基地取得重大阶段进展，该项目预计 2023 年三季度建成并网。届时投运光伏装机容量将达到 1.05GW。

储备项目方面，公司正在开发海南 100MW 农业光伏、阳江阳西 120MW 渔业光伏、台山深井 350MW 渔业光伏、化州 300MW 农业光伏等项目，目前正在推进开发中。

表 3：公司在运与在建光伏装机容量

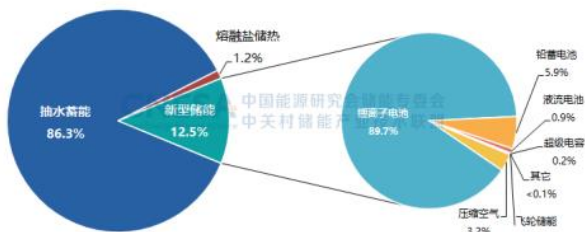
序号	类型	状态	项目名称	总装机	机组构成	持股比例	权益装机	其他参股方
1	光伏	在运	台山 200MW 渔业光伏发电项目	200MW	200MW	60%	120MW	中国能建广东院 40%
2	光伏	在运	台山 300MW 渔业光伏发电项目	28MW	28MW	55%	15.4MW	中国能建广东院 35%；广东一德新能源开发有限公司 10%
3	光伏	在建	台山 300MW 渔业光伏发电项目	272MW	272MW	55%	149.6MW	中国能建广东院 35%，广东一德新能源开发有限公司 10%
4	光伏	在建	陇田 400MW 渔光互补光伏发电项目	400MW	400MW	75%	300MW	汕头市鑫鹏投资有限公司 25%
5	光伏	在建	和平 150MW 渔光互补光伏发电项目	150MW	150MW	75%	112.5MW	汕头市华悦商贸有限公司 25%
6	光伏	储备	海南 100MW 农业光伏	100MW	100MW	—	—	—
7	光伏	储备	阳江阳西 120MW 渔业光伏	120MW	120MW	—	—	—
8	光伏	储备	台山深井 350MW 渔业光伏	350MW	350MW	—	—	—
9	光伏	储备	化州 300MW 农业光伏	300MW	300MW	—	—	—

资料来源：公司公告，德邦研究所

3.2. 电化学储能具备广阔发展空间，公司积极布局储能运营

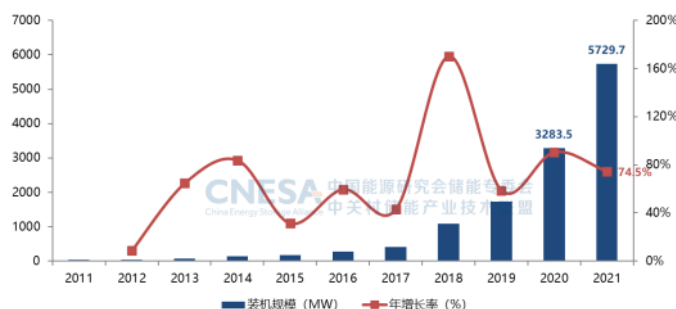
储能是推动新能源消纳的重要手段，电化学储能占比逐步提升。储能系统解决了新能源发电随机性、间歇性、波动性的问题，是保障电网运行的重要手段。根据 CNESA 发布的《储能产业研究白皮书 2022（摘要版）》，截至 2021 年底，中国已投运电力储能项目累计装机规模 46.1GW，其中抽水蓄能累计装机规模为 39.8GW，占比为 86.3%，抽水蓄能依然占据最大规模，但所占比重较去年同期下降了 3 个百分点。新型储能累计装机规模为 5729.7MW，同比增长 75%，市场增量主要来自新型储能。而新型储能中，锂离子电池占据主要地位，占比达到 89.7%。

图 22：中国电力储能市场累计装机规模（2000-2021）



资料来源：CNESA，《储能产业研究白皮书 2022（摘要版）》，德邦研究所

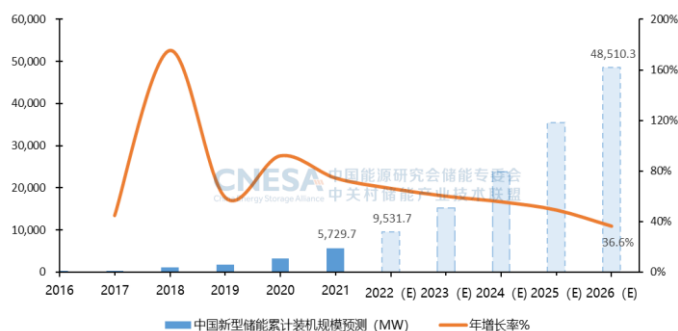
图 23：中国新型储能市场累计装机



资料来源：德邦研究所，《储能产业研究白皮书 2022（摘要版）》，德邦研究所

电化学储能是未来发展方向，具备广阔市场空间。相比抽水蓄能，电化学储能充电速度快、放电功率大，且不受自然条件影响。根据 CNESA 预测，保守和理想场景下，2026 年国内电化学储能累计规模将达到 48.5GW、79.5GW，2022-2026 年复合平均增长率（CAGR）分别为 53.3%、69.2%。

图 24：中国新型储能累计投运规模预测（保守场景，2022-2026）



资料来源：CNESA，《储能产业研究白皮书 2022（摘要版）》，德邦研究所

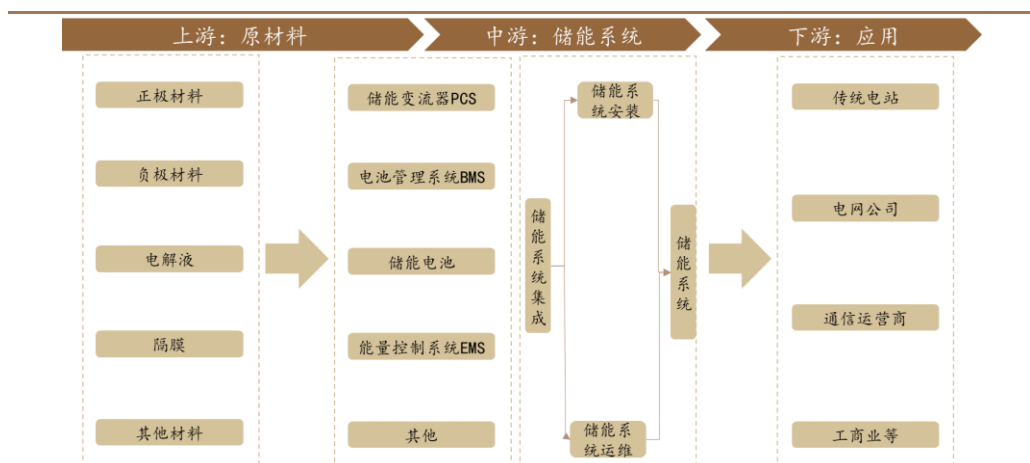
图 25：中国新型储能累计投运规模预测（理想场景，2022-2026）



资料来源：CNESA，《储能产业研究白皮书 2022（摘要版）》，德邦研究所

储能系统集成是储能产业链中最重要的环节之一，储能系统集成向上衔接设备厂商，向下打通应用服务，对各领域技术均有所涉及，且需要充足的资金与人力投入。

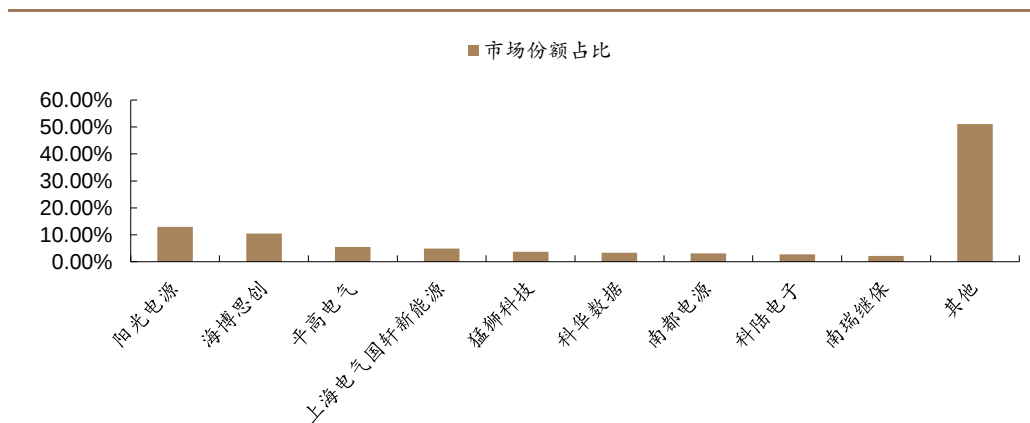
图 26：电化学储能产业链



资料来源：中商产业研究院，德邦研究所

储能系统集成具备广阔市场空间，但市场竞争激烈。集邦咨询数据显示，预计到 2025 年中国储能市场将突破 100Gwh, 具备广阔的发展空间。从发展现状来看，国内系统集成仍处于“组装机”阶段，行业内部存在低价恶性竞争以及缺乏标准等问题。从竞争格局来看，国内行业竞争格局仍较为分散，CNESA 数据显示，2020 年国内储能系统集成市场 CR5 占据 37.6%。以海外发展作为参考，大多中小型企业行业专业性以及财务稳定等方面有所欠缺，头部企业依靠技术优势和渠道优势将能抢占更多市场份额。

图 27：2020 年中国储能系统集成行业市场竞争格局



资料来源：CNESA，华经产业研究院，德邦研究所

公司储能业务主要侧重在运营，涉及部分储能系统集成。公司将规划建设面向华南地区的大型储能电站投资运营中心，建设电源侧、电网侧、用户侧储能电站项目。

从公司储能业务布局来看，2018 年，公司与广州陆恒能源服务公司签订储能调频项目能源管理合同，在 D 厂#8、#9 发电机组侧建设电网级储能系统，该项目由陆恒公司全额出资，发电公司提供场地并受托运维工作，享受收益分成。2020 年 3 月和 6 月，公司完成了#9、#8 机组试运行，并进入商业运营，整体储能调频系统运营良好，为集团带来了较好收益。

图 28：2020 年发电公司发电侧电网储能调频项目取得成功



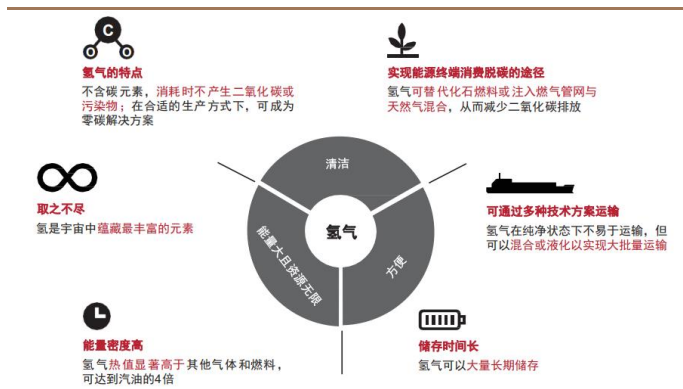
资料来源：国际能源网，德邦研究所

2021 年 12 月，公司出资 5 亿元设立全资子公司恒运储能科技公司，定位为集团储能产业投资开发运营管理平台，目前公司正在规划知识城 140MW 独立电站项目。同时公司大力拓展用户侧储能，广州市用户侧 500MW 储能项目预计未来 2-3 年内有望逐步开始建设。

3.3. 氢能市场空间广阔，未来发展动力足

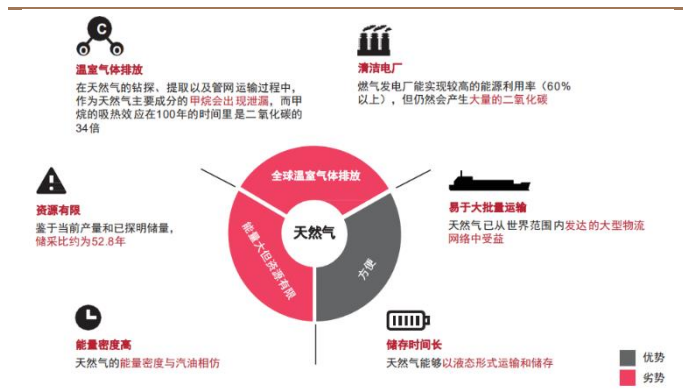
氢能是一种蕴藏丰富、用途广泛、清洁方便的能源载体，人类一直在研究将氢气作为燃料源的可能性，虽然目前开发有限，但随着技术突破以及能源成本的不断下降，氢能的大规模应用将具备可能性。氢气在电力、工业和化工制造中可替代天然气，在长途运输中可替代石油。随着俄乌的战争的拖延，以及欧洲和亚洲的天然气价格达到创纪录的高位，氢气的吸引力也越来越大。

图 29：氢气优势



资料来源：思略特《氢能行业前景分析与洞察》，德邦研究所

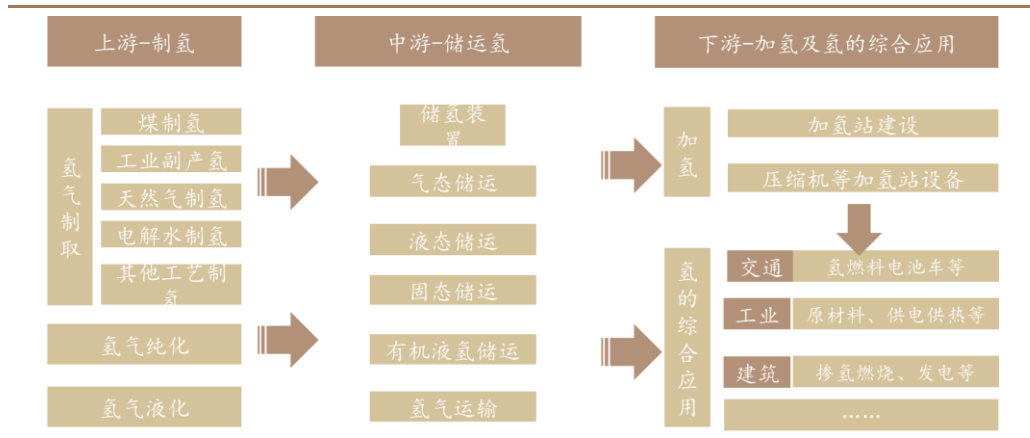
图 30：天然气优势



资料来源：思略特《氢能行业前景分析与洞察》，德邦研究所

从氢能产业链上下游来看，上游为制氢，包含氢气制取、氢气纯化、氢气液化等环节，中游是储运环节，包括气态储运、液态储运、固态储运以及有机液态储运等环节。氢能产业链下游为加氢及氢气的应用，涉及到加氢设备以及氢燃料电池等领域应用。

图 31：中国氢能行业产业链结构图



资料来源：前瞻产业研究院，贤集网，德邦研究所

自十三五计划以来，我国对氢能领域的重视程度显著提升。2020 年 9 月，财政部发布《关于开展燃料电池汽车示范应用的通知》，文件提出根据示范城市在燃料电池汽车推广应用、氢能供应等方面的实际情况给予奖励。2022 年 3 月 23 日，国家发改委、国家能源局联合印发了《氢能产业发展中长期规划(2021-2035 年)》，明确了氢的能源属性、产业规划、产业发展要求、发展目标、具体措施和实施的保障措施。《规划》明确提出，到 2025 年，燃料电池车辆保有量约 5 万辆，部署建设一批加氢站；可再生能源制氢量达到 10-20 万吨/年，成为新增氢能消费的重要组成部分，实现二氧化碳减排 100-200 万吨/年。这次规划落地表明国家对氢能战略地位的肯定，行业有望在政策加持下迎来快速发展。

表 4：氢能产业相关政策

颁布时间	相关政策	相关内容
2022 年 3 月	《氢能产业发展中长期规划（2021-2035 年）》	到 2025 年，燃料电池车辆保有量约 5 万辆，部署建设一批加氢站。可再生能源制氢量达到 10-20 万吨/年，成为新增氢能消费的重要组成部分，实现二氧化碳减排 100-200 万吨/年；到 2030 年，形成较为完备的氢能产业技术创新体系、清洁能源制氢及供应体系，产业布局合理有序，可再生能源制氢广泛应用，有力支撑碳达峰目标实现。
2021 年 12 月	《“十四五”工业绿色发展规划》	指出加快氢能技术创新和基础设施建设，推动氢能多元利用
2021 年 11 月	《综合运输服务“十四五”发展规划》	加快加氢等基础设施布局和建设
2021 年 11 月	《十四五全国清洁生产推行方案》	在石油化工行业，实行绿氢炼化等降碳工程，推动氢能产业的技术进步和产业发展
2021 年 11 月	《关于深入打好污染防治攻坚战的意见》	明确提到推动氢燃料电池汽车示范应用，有序推广清洁能源汽车
2021 年 11 月	《关于加强产融合作推动工业绿色发展指导意见》	引导企业加大可再生能源使用、推动电能、氢能、生物质能替代化石燃料；加快充电桩、换电站、加氢站等基础设施建设运营
2020 年 10 月	《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》	有序推进氢燃料供给体系建设，攻克氢能储运、加氢站、车载储氢等氢燃料电池汽车应用支撑技术
2020 年 9 月	《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	将购置补贴调整为选择示范城市或区域，重点围绕关键零部件的技术攻关和产业化应用开展示范。示范为期 4 年，采取“以奖代补”方式对示范城市给予奖励
2020 年 6 月	《2020 年能源工作指导意见》	推动氢能产业的技术进步和产业发展

资料来源：国家能源局、中国政府网等，德邦研究所

公司氢能板块处于前期布局阶段，具备广阔发展空间。公司积极布局氢能产业，覆盖制氢、加氢、氢燃料电池等产业链环节建设，其中加氢站建设是公司未来业务发展的重点。

在制氢加氢领域，公司与中石化合作，合资成立广东中恒石化能源发展有限公司，建设集加油、加氢、充电、光伏发电、商业服务“五位一体”的综合能源站，站内设 6 台加油机，能同时容纳 28 辆车；2 台加氢机，日加氢能力达 500KG，光伏发电装置及 4 车位充电桩，每天可服务 80 台电动汽车。此外，公司规划在“十四五”期间在广州市建设至少 20 座加氢站，未来也将基于终端应用与科研院所合

作制造制氢、加氢设备。

图 32：恒运集团参与华南首个“五位一体”综合能源站封顶



资料来源：中国能源网，德邦研究所

在氢燃料电池领域，公司与雄韬股份合资成立了广州雄韬氢恒科技有限公司，从事燃料电池系统的研发生产。截至 2022 年 6 月，已推动广州市首条公交示范线 15 台氢能公交车运行，在氢能环卫车、物流车等多种车型也得以推广应用。

图 33：雄韬氢恒配套燃料电池发动机系统的 15 台氢能源公交车完成交付



资料来源：南方都市报，汽车之家，德邦研究所

此外，公司依托广州市氢能产业发展联合会、广州市中德氢能源研究院、氢能产业基金等平台，集聚优质资源，引进国内外成熟的氢能技术，并择优投资前景良好的氢能项目。虽然短期内不会为公司形成营收和利润，但预计将能逐步取得实质性进展。

4. 盈利预测及投资建议

4.1. 盈利预测

核心假设：

1) 装机规模：根据公司十四五规划及现有项目投产情况，预计 2023 年、2024 年火电在运装机容量将分别达到 123.6 万千瓦、129.9 万千瓦，光伏在运装机容量 2023 年、2024 年分别达到 105 万千瓦、192 万千瓦。

2) 上网电量：燃煤机组、光伏的利用小时数稳定，根据以往分别假设为 5397 小时、1081 小时，燃气机组的利用小时数取前两年平均值。预计公司 2023 年、2024 年上网电量将分别达到 69.9 亿千瓦时、85.5 亿千瓦时。

3) 电价：预计未来电价将上浮，假设煤电 2022 年、2023 年、2024 年分别为 0.449 元/kwh、0.459 元/kwh、0.459 元/kwh，气电 2022 年、2023 年、2024 年分别为 0.640 元/kwh、0.640 元/kwh、0.650 元/kwh，光伏电价 2022 年、2023 年、2024 年分别为 0.453 元/kwh、0.463 元/kwh、0.463 元/kwh

4) 成本：2022 年剥离房地产业务，进一步聚焦常规能源与新能源的布局，假设 2022 年房地产业务毛利率为 50%，2022 年-2024 年光伏业务毛利率保持 32%，脱硫剂业务毛利率保持 50%。

表 5：公司营收预测

		2021	2022E	2023E	2024E
上网电量 (亿 kwh)	煤电	56.3	57.3	60.2	63.2
	气电	1.1	1.7	1.5	1.7
	光伏	0.0	3.0	8.3	20.6
	总计	57.3	62.2	70.5	85.9
电价 (元/kwh)	煤电	0.45	0.45	0.46	0.46
	气电	0.64	0.64	0.65	0.65
	光伏	0.45	0.45	0.46	0.46
营业收入 (亿元)	电力及蒸汽销售	32.85	36.44	40.00	47.07
	房地产	2.1	3	-	-
	脱硫剂	4.33	6.70	3.60	3.70
	总计	39.28	46.14	43.60	50.77
成本 (亿元)	电力及蒸汽销售	34.73	37.87	37.47	42.75
	房地产	0.61	1.5	-	-
	脱硫剂	1.92	3.35	1.8	1.85
	总计	37.26	42.72	39.27	44.60
毛利率	电力及蒸汽销售	-5.74%	-3.94%	6.33%	9.16%
	房地产	70.95%	50.00%	-	-
	脱硫剂	55.66%	50.00%	50.00%	50.00%
	总计	5.16%	7.40%	9.94%	12.14%

资料来源：公司公告，德邦研究所预测

4.2. 投资建议

公司常规能源+新能源发展，在能源保供、能源结构转型背景下，未来成长性高。我们预计公司 2022-2024 年收入分别为 46.14 亿元、43.60 亿元、50.77 亿元，增速分别为 17.4%、-5.5%、16.4%，净利润分别为 1.49 亿元、1.72 亿元、2.55 亿元，增速分别为-7.1%、15.1%、48.4%，首次覆盖，给予增持评级。

表 6：可比公司估值

公司代码	公司简称	股价(元)	EPS			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
600795.SH	国电电力	4.12	0.31	0.41	0.50	13.3	10.0	8.2
000767.SZ	晋控电力	3.96	0.07	0.09	0.11	56.6	44.0	36.0
600027.SH	华电国际	4.94	0.38	0.48	0.54	13.0	10.3	9.1

		可比公司平均估值				27.6	21.4	17.8
601985.SH	穗恒运 A	7.79	0.18	0.21	0.31	40.0	34.7	23.4

资料来源: wind, 德邦研究所 注: 所有公司盈利预测采用 wind 一致预测, 收盘价截止 (2022/7/20)

5. 风险提示

1) 项目推进不及预期:

核电建设需要较长时间, 若项目建设不及预期, 会影响公司业绩; 光伏新能源项目投运是公司业绩增长的驱动力之一, 若推进不及预期, 会对公司业绩带来不利影响。

2) 审批进度不及预期:

政府对光伏的审批进度, 会影响公司的装机, 若审批不及预期则可能会导致公司未来业绩增速受到影响。

3) 煤炭价格上涨的风险

2022 年国家对煤炭价格大力管控, 煤炭价格逐步稳定, 若受到市场影响, 煤炭价格持续上升, 将影响公司的业绩和现金流。

4) 政策推进不及预期:

新能源发电受政策影响, 政策变动可能影响公司对核电及新能源发展的规划及项目投运, 进而影响公司业绩。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	0.23	0.18	0.21	0.31
每股净资产	7.49	6.28	6.48	6.79
每股经营现金流	-0.57	2.65	2.16	3.31
每股股利	0.18	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	39.88	39.96	34.72	23.40
P/B	1.25	1.16	1.12	1.07
P/S	1.26	1.29	1.37	1.17
EV/EBITDA	38.37	7.00	6.23	5.36
股息率%	1.9%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	5.2%	7.4%	9.9%	12.1%
净利润率	4.5%	3.6%	4.4%	5.6%
净资产收益率	3.1%	2.9%	3.2%	4.6%
资产回报率	1.0%	0.8%	0.9%	1.1%
投资回报率	-0.3%	0.5%	0.9%	1.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	13.5%	17.4%	-5.5%	16.4%
EBIT 增长率	-105.3%	374.6%	109.0%	65.5%
净利润增长率	-79.4%	-7.1%	15.1%	48.4%
偿债能力指标				
资产负债率	63.4%	67.6%	68.6%	71.3%
流动比率	0.8	1.0	1.1	1.1
速动比率	0.6	0.7	0.9	0.8
现金比率	0.5	0.6	0.8	0.7
经营效率指标				
应收帐款周转天数	37.0	38.1	38.0	37.7
存货周转天数	81.4	90.0	89.7	87.0
总资产周转率	0.2	0.3	0.2	0.2
固定资产周转率	1.2	1.4	1.2	1.1

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	160	149	172	255
少数股东损益	18	17	19	29
非现金支出	339	1,545	1,928	2,516
非经营收益	-210	-74	4	11
营运资金变动	-700	539	-344	-88
经营活动现金流	-393	2,176	1,779	2,724
资产	-1,022	-1,297	-2,350	-3,608
投资	-668	-897	-1,090	-1,008
其他	129	371	351	409
投资活动现金流	-1,562	-1,822	-3,089	-4,207
债权募资	2,145	1,295	1,762	1,710
股权募资	19	0	0	0
其他	-420	-453	-387	-452
融资活动现金流	1,744	841	1,375	1,258
现金净流量	-210	1,195	65	-225

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 7 月 20 日
资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,928	4,614	4,360	5,077
营业成本	3,726	4,272	3,927	4,460
毛利率%	5.2%	7.4%	9.9%	12.1%
营业税金及附加	78	91	86	100
营业税金率%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
营业费用	9	14	13	15
营业费用率%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	151	209	196	229
管理费用率%	3.8%	4.5%	4.5%	4.5%
研发费用	68	31	44	76
研发费用率%	1.7%	0.7%	1.0%	1.5%
EBIT	-31	85	177	292
财务费用	207	293	335	399
财务费用率%	5.3%	6.4%	7.7%	7.9%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	337	369	349	406
营业利润	99	161	191	300
营业外收支	34	34	34	34
利润总额	133	195	225	334
EBITDA	306	1,630	2,105	2,809
所得税	-45	29	34	50
有效所得税率%	-33.9%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	18	17	19	29
归属母公司所有者净利润	160	149	172	255

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,885	4,080	4,145	3,921
应收账款及应收票据	453	541	399	687
存货	969	1,168	789	1,368
其它流动资产	378	400	494	595
流动资产合计	4,685	6,189	5,828	6,570
长期股权投资	4,681	5,374	6,288	7,106
固定资产	3,327	3,290	3,744	4,810
在建工程	566	290	162	81
无形资产	290	322	360	379
非流动资产合计	11,298	11,978	13,522	15,653
资产总计	15,983	18,168	19,349	22,223
短期借款	4,224	3,792	3,359	3,109
应付票据及应付账款	597	1,069	356	1,167
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,114	1,490	1,431	1,500
流动负债合计	5,935	6,350	5,146	5,775
长期借款	2,187	3,096	4,064	5,002
其它长期负债	2,011	2,829	4,056	5,079
非流动负债合计	4,199	5,926	8,120	10,081
负债总计	10,134	12,276	13,266	15,856
实收资本	685	822	822	822
普通股股东权益	5,133	5,159	5,331	5,585
少数股东权益	716	733	753	782
负债和所有者权益合计	15,983	18,168	19,349	22,223

信息披露

分析师与研究助理简介

倪正洋，2021 年加入德邦证券，任研究所大制造组组长、机械行业首席分析师，拥有 5 年机械研究经验，1 年高端装备产业经验，南京大学材料科学学士、上海交通大学材料科学硕士。2020 年获得 iFinD 机械行业最具人气分析师，所在团队曾获机械行业 2019 年新财富第三名，2017 年新财富第二名，2017 年金牛奖第二名，2016 年新财富第四名。

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。