

电力及公用事业

行业研究/动态报告

火电重回“至暗时刻”，倒逼机制改革提速

——电力行业 2021 年三季度报综述

动态研究报告/电力及公用事业

2021 年 11 月 01 日

报告摘要：

● 3Q21 近七成公司业绩表现不佳

电力行业 84 家上市公司中，1Q-3Q21 归母净利润同比增长、扭亏为盈的分别有 36、2 家，同比下降、出现亏损、持续亏损的分别有 30、8、8 家；3Q21 归母净利润同比增长、扭亏为盈的分别有 24、3 家，同比下降、出现亏损、持续亏损的分别有 28、20、9 家。

● 火电：六成亏损、三成下滑，“至暗时刻”再临

火电板块 43 家公司中，1Q-3Q21 归母净利润同比增长、扭亏为盈的分别有 12、1 家，同比下降、出现亏损、持续亏损的分别有 18、8、4 家；3Q21 归母净利润同比增长、扭亏为盈的分别有 4、1 家，同比下降、出现亏损、持续亏损的分别有 12、19、7 家。煤价失控导致 Q3 成本同比增速超过营收增速 32.8 个百分点，单季毛利率同比下滑 20.0 个百分点至 1.8%，近年首次在 Q4 外出现单季亏损，且近百亿亏损额远超 4Q17 和 4Q19。

● 水电：颓势延续

水电板块的 21 家公司中，1Q-3Q21 归母净利润同比增长、扭亏为盈的分别有 9、1 家，同比下降、出现亏损、持续亏损的分别有 11、0、0 家；3Q21 归母净利润同比增长、扭亏为盈的分别有 7、1 家，同比下降、出现亏损、持续亏损的分别有 13、0、0 家。Q3 来水依然未见改善，板块营收、成本、归母净利润同比分别下降 18.8%、24.6%、13.1%。

● 新能源：高歌猛进势头不减

新能源板块 20 家公司中，1Q-3Q21 归母净利润同比增长、扭亏为盈的分别有 15、0 家，同比下降、出现亏损、持续亏损的分别有 1、0、4 家；3Q21 归母净利润同比增长、扭亏为盈的分别有 13、1 家，同比下降、出现亏损、持续亏损的分别有 3、1、2 家。

● 投资建议

拉尼娜带来的冷冬预期下，冬季用电需求易涨难跌。火电行业严重亏损对于电力供应稳定性的影响，倒逼价格机制改革加速出台，有望重塑整个电力体系的利益分配格局。水电板块建议关注长江电力、国投电力、华能水电、文山电力；火电板块建议关注申能股份、华能国际；核电板块建议关注中国核电、中国广核（A）/中广核电力（H）；风光运营板块建议关注三峡能源。

● 风险提示

1、利用小时下降；2、上网电价降低；3、煤炭价格上升；4、降水量减少；5、政策推进不及预期。

盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 10月29日	EPS			PE			评级
			20A	21E	22E	20A	21E	22E	
601985	中国核电	6.85	0.34	0.46	0.52	20.1	14.9	13.2	暂未评级
003816	中国广核	2.92	0.19	0.21	0.22	15.4	13.9	13.3	暂未评级
600905	三峡能源	7.24	0.18	0.18	0.26	40.2	40.2	27.8	暂未评级
600642	申能股份	6.19	0.49	0.51	0.55	12.6	12.1	11.3	暂未评级
600900	长江电力	21.25	1.16	1.14	1.21	18.3	18.6	17.6	暂未评级

资料来源：公司公告、民生证券研究院 注：未评级公司盈利预测采用 Wind 一致预期。

推荐

维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：严家源

执业证号：S0100521100007

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

相关研究

1. 电力月谈

目录

1	电力行业 2021 年三季度业绩综述.....	3
2	各子板块 2021 年三季度业绩汇总.....	5
2.1	火电：六成亏损、三成下滑，“至暗时刻”再临	5
2.2	水电：颓势延续	7
2.3	新能源：高歌猛进势头不减	9
3	投资建议	11
4	风险提示	12
	插图目录	13
	表格目录	13

1 电力行业 2021 年三季度业绩综述

3Q21 全国大部分地区均经历了持续高温天气的考验,其中 9 月为 1961 年以来历史同期最高、7 月为历史同期第二高。但水电出力持续疲弱、火电受制于上游燃料成本暴涨和“双控”的双重的压力,电力供给提升有限,“电荒”重临且来势汹汹。在优先民生保供的要求下,“限电”、“限产”愈演愈烈,二产、三产均让位于居民需求,压制了部分用电需求,3Q21 全社会用电量同比增长 8.4%,与 3Q19 相比 CAGR 达到 7.1%,环比 2Q21 的 CAGR 增速回落 1.3 个百分点,与 1Q21 的 7.0% 基本持平;全国发电量同比增长 7.6%,两年 CAGR 增速 6.8%,环比 2Q21 回落 1.0 个百分点。

图1: 3Q21 全社会用电量同比增长 8.4%

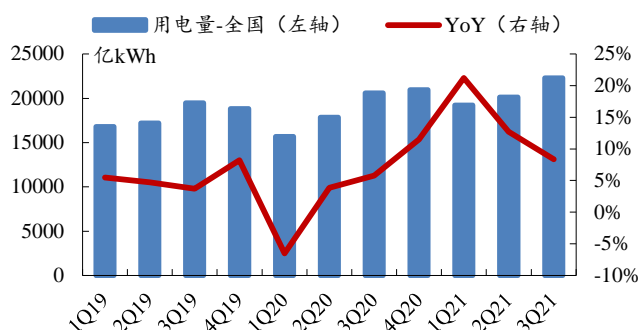
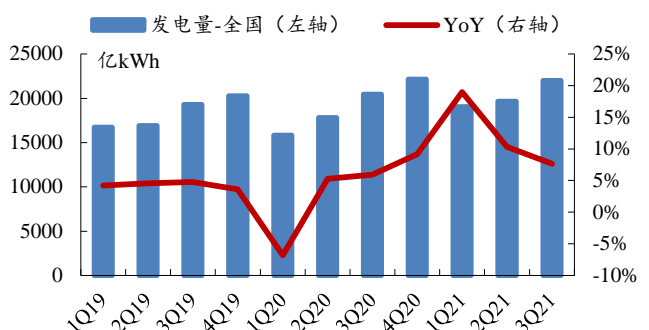


图2: 3Q21 全国发电量同比增长 7.6%



资料来源: 国家能源局, 中电联, Wind, 民生证券研究院

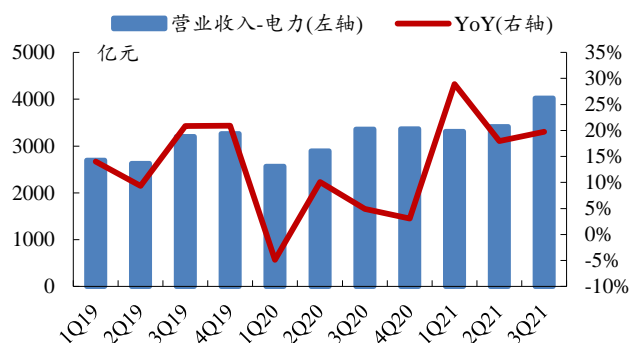
资料来源: 国家能源局, 中电联, Wind, 民生证券研究院

前三季度, 电力行业 84 家上市公司中, 实现归母净利润同比增长的有 36 家, 另有 2 家公司扭亏为盈; 有 30 家公司归母净利润同比下降, 另有 8 家出现亏损、8 家持续亏损。其中第三季度有 24 家公司实现归母净利润同比增长, 另有 3 家扭亏为盈; 归母净利润同比下降的有 28 家公司, 另有 20 家出现亏损、9 家持续亏损。

在各子板块中, 前三季度火电(含热电、生物质发电等)板块 43 家公司中, 有 12 家实现归母净利润同比增长, 有 1 家扭亏为盈, 同比下降的有 18 家, 另有 8 家出现亏损、4 家持续亏损; 水电(含地电等)板块的 21 家公司中有 9 家实现归母净利润同比增长, 有 1 家扭亏为盈, 同比下降的有 11 家; 新能源(核电、风电、光伏发电)板块 20 家公司中, 有 15 家实现归母净利润同比增长, 同比下降的有 1 家, 另有 4 家持续亏损。其中, 第三季度火电板块实现净利润同比增长的有 4 家, 扭亏为盈的有 1 家; 同比下滑的有 12 家, 出现亏损的 19 家、持续亏损的 7 家; 水电板块实现净利润同比增长的有 7 家, 扭亏为盈的有 1 家, 同比下滑的有 13 家; 新能源板块实现净利润同比增长的有 13 家, 扭亏为盈的有 1 家, 同比下滑的有 3 家, 出现亏损的 1 家, 持续亏损的 2 家。

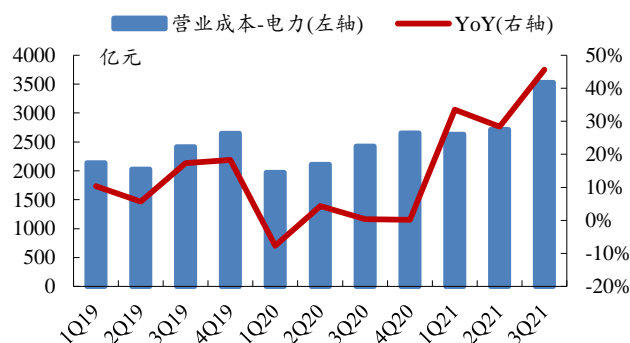
前三季度, 全行业营业收入、营业成本、归母净利润同比分别增长 21.8%、增长 36.4%、下降 25.3%。第三季度, 全行业营收、成本、归母净利润同比分别增长 19.8%、增长 45.6%、下降 66.8%, 对比 3Q19 同期 CAGR 分别为 12.1%、20.9%、-32.0%; 毛利率、净利率分别为 12.3%、4.0%, 比 3Q20 分别回落 15.6、12.7 个百分点。

图3: 3Q21 电力行业营业收入同比增长 19.8%



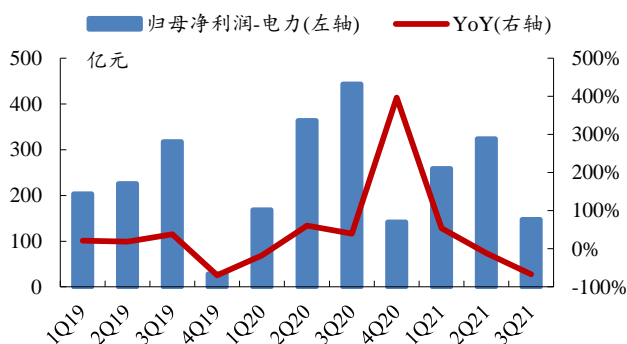
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图4: 3Q21 电力行业营业成本同比增长 45.6%



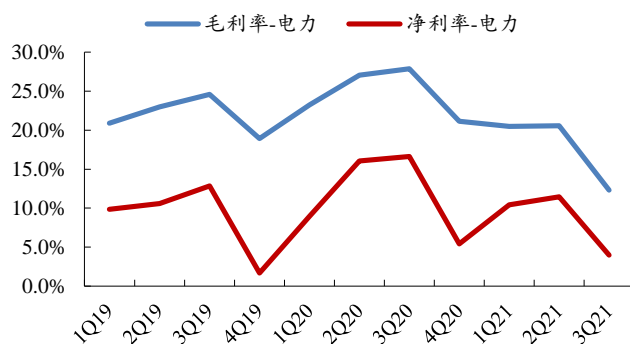
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图5: 3Q21 电力行业归母净利润同比下降 66.8%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图6: 3Q21 电力行业毛利率、净利率同比下降 15.6、12.7pct



资料来源: Wind, 民生证券研究院

2 各子板块 2021 年三季度报业绩汇总

2.1 火电：六成亏损、三成下滑，“至暗时刻”再临

火电（含热电、生物质发电等）板块 43 家公司中，前三季度有 12 家实现归母净利润同比增长，有 1 家扭亏为盈；同比下降的有 18 家，另有 8 家出现亏损、4 家持续亏损。其中 3Q21 实现净利润同比增长的有 4 家，扭亏为盈的有 1 家；同比下滑的有 12 家，出现亏损的 19 家、持续亏损的 7 家。

表1: 火电板块 2021 年三季度报业绩汇总（不追溯调整）

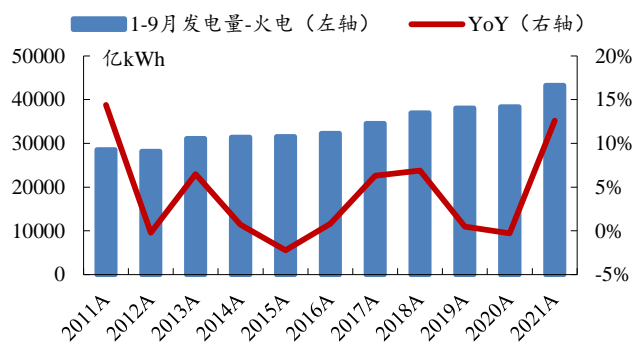
代码	证券简称	归母净利润（亿元）					归母净利润变化		
		1Q20-3Q20	1Q21-3Q21	YoY	3Q20A	3Q21A	YoY	1Q21-3Q21	3Q21A
600011.SH	华能国际	91.33	7.83	-91.43%	34.01	-34.99	-202.90%	下降	亏损
600795.SH	国电电力	22.27	18.65	-16.23%	15.44	-5.16	-133.39%	下降	亏损
601991.SH	大唐发电	26.70	0.13	-99.50%	8.92	-16.23	-281.86%	下降	亏损
600027.SH	华电国际	36.32	16.23	-55.32%	12.46	-16.94	-235.95%	下降	亏损
600023.SH	浙能电力	52.08	22.61	-56.59%	21.85	-2.15	-109.84%	下降	亏损
000539.SZ	粤电力 A	15.69	-2.21	-114.09%	7.56	-3.30	-143.69%	亏损	亏损
600098.SH	广州发展	8.47	7.43	-12.31%	3.11	0.79	-74.44%	下降	下降
600021.SH	上海电力	12.07	3.89	-67.75%	4.51	-3.16	-170.23%	下降	亏损
000027.SZ	深圳能源	38.95	25.32	-34.99%	10.54	8.69	-17.54%	下降	下降
600157.SH	永泰能源	1.98	7.16	261.01%	0.96	2.62	172.43%	增长	增长
600642.SH	申能股份	19.51	24.03	23.19%	7.95	8.32	4.63%	增长	增长
600578.SH	京能电力	12.79	-16.08	-225.70%	4.42	-13.08	-395.80%	亏损	亏损
000543.SZ	皖能电力	8.09	-5.10	-163.04%	3.07	-6.12	-299.60%	亏损	亏损
600863.SH	内蒙华电	9.92	2.05	-79.34%	3.08	-2.37	-176.96%	下降	亏损
000600.SZ	建投能源	8.25	-7.40	-189.69%	3.20	-8.81	-375.02%	亏损	亏损
000767.SZ	晋控电力	1.75	0.05	-97.18%	0.60	-0.08	-113.91%	下降	亏损
600483.SH	福能股份	8.11	10.42	28.41%	4.30	0.93	-78.45%	增长	下降
000966.SZ	长源电力	2.27	2.81	23.45%	0.94	0.23	-76.07%	增长	下降
000875.SZ	吉电股份	4.29	6.77	57.87%	-0.34	-0.27	不适用	增长	持续亏损
002015.SZ	协鑫能科	6.33	8.05	27.20%	2.79	3.06	9.71%	增长	增长
001896.SZ	豫能控股	4.13	-8.03	-294.36%	2.16	-7.31	-439.05%	亏损	亏损
000690.SZ	宝新能源	14.26	8.21	-42.45%	7.88	1.59	-79.82%	下降	下降
600726.SH	华电能源	-6.57	-14.68	不适用	-4.84	-9.45	不适用	持续亏损	持续亏损
600744.SH	华银电力	-0.07	-8.88	不适用	1.58	-6.15	-488.61%	持续亏损	亏损
600780.SH	通宝能源	1.67	0.09	-94.86%	0.63	-0.99	-257.70%	下降	亏损
600509.SH	天富能源	0.27	1.20	347.30%	0.13	-0.19	-241.43%	增长	亏损
600396.SH	金山股份	0.02	-9.13	-51583.57%	-1.02	-5.98	不适用	亏损	持续亏损
600758.SH	辽宁能源	-4.29	0.08	不适用	-2.35	0.61	不适用	扭亏为盈	扭亏为盈
600982.SH	宁波能源	1.49	1.55	3.59%	0.65	0.62	-5.63%	增长	下降
002479.SZ	富春环保	2.15	2.95	36.95%	0.97	0.62	-36.28%	增长	下降
000531.SZ	穗恒运 A	7.67	2.21	-71.12%	1.53	0.02	-98.61%	下降	下降
600167.SH	联美控股	11.60	7.30	-37.02%	2.21	0.59	-73.12%	下降	下降
605011.SH	杭州热电	1.54	1.89	22.60%	0.72	0.56	-22.77%	增长	下降
000899.SZ	赣能股份	2.83	-0.09	-103.04%	1.20	-0.85	-170.83%	亏损	亏损
002616.SZ	长青集团	2.63	0.31	-88.12%	1.17	-0.47	-140.39%	下降	亏损

000692.SZ	惠天热电	-3.17	-1.90	不适用	-1.16	-1.62	不适用	持续亏损	持续亏损
002893.SZ	华通热力	0.27	0.19	-30.75%	-0.56	-0.54	不适用	下降	持续亏损
000037.SZ	深南电 A	1.28	-0.44	-134.39%	0.76	-0.46	-159.83%	亏损	亏损
605162.SH	新中港	1.09	0.79	-27.60%	0.47	0.20	-58.21%	下降	下降
605580.SH	恒盛能源	0.79	0.90	14.32%	0.32	0.25	-21.23%	增长	下降
001210.SZ	金房节能	0.71	0.69	-1.88%	-0.19	-0.21	不适用	下降	持续亏损
600719.SH	大连热电	-0.31	-0.41	不适用	-0.43	-0.50	不适用	持续亏损	持续亏损
605028.SH	世茂能源	0.64	1.27	99.15%	0.23	0.44	94.12%	增长	增长

资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

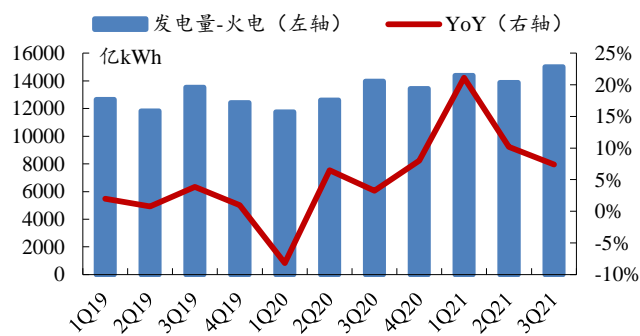
虽然水电仍未见起色，但“限电”抑制了部分用电需求，3Q21 火电发电量同比增长 7.4%，2019-2021 年同期 CAGR 回落至 5.3%。A 股火电板块单季营收同比增长 27.8%，两年 CAGR 达 13.2%；但电煤价格失控并上涨至历史高点，火电营业成本同比增速超过营收增速 32.8 个百分点达到 60.6%，两年 CAGR 为 23.9%。单季毛利率同比下滑 20.0 个百分点至 1.8%，近年来首次出现 Q4 外的单季亏损，且近 100 亿元的亏损额远超 4Q17 的 17.68 亿元和 4Q19 的 12.57 亿元。

图7: 1Q-3Q21 火电发电量同比增长 12.6%



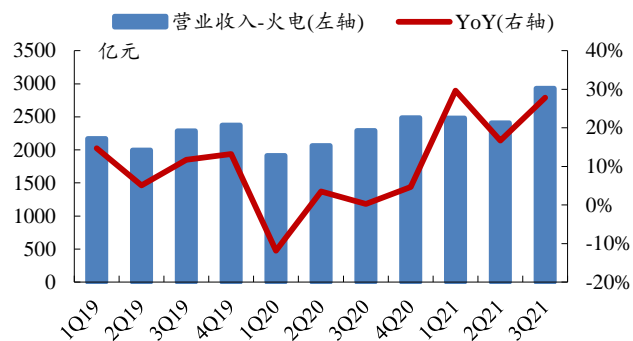
资料来源：国家能源局，中电联，Wind，民生证券研究院

图8: 3Q21 火电发电量同比增长 7.4%



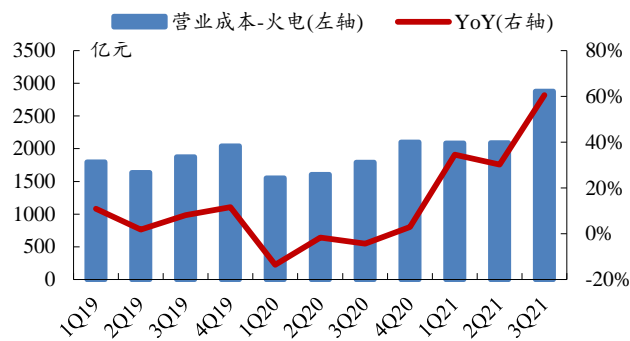
资料来源：国家能源局，中电联，Wind，民生证券研究院

图9: 3Q21 火电板块营业收入同比增长 27.8%



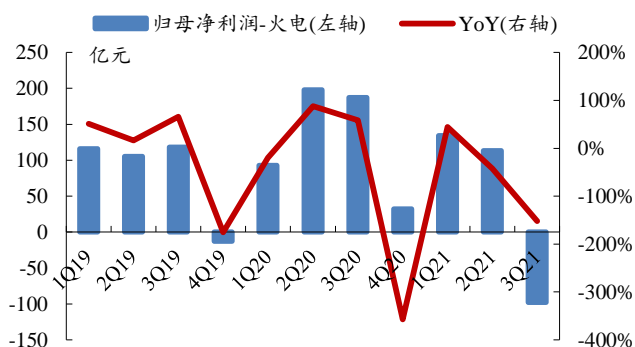
资料来源：Wind，民生证券研究院

图10: 3Q21 火电板块营业成本同比增长 60.6%



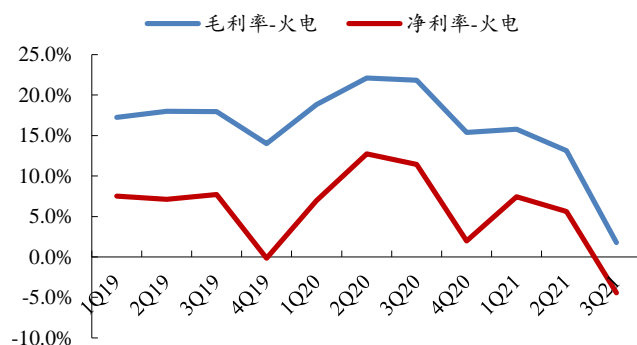
资料来源：Wind，民生证券研究院

图11: 3Q21 火电板块归母净利润同比下降 152.2%



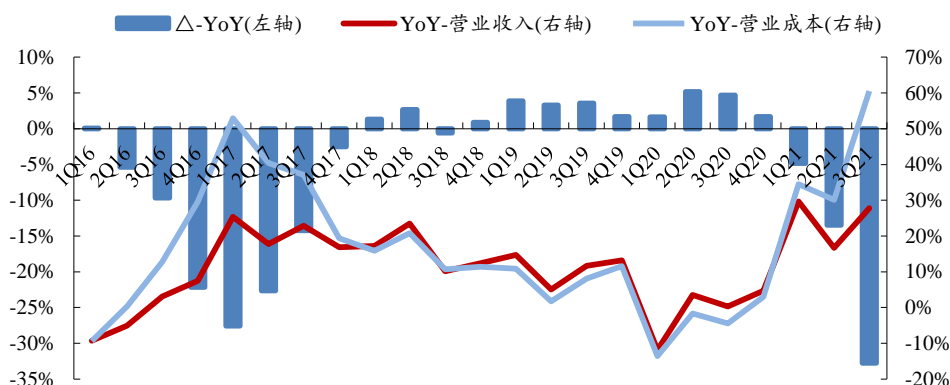
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图12: 3Q21 火电板块毛、净利率同比下降 20.0、15.9pct



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图13: 3Q21 火电板块营收、成本增速差进一步扩大至-32.8pct



资料来源: Wind, 民生证券研究院

2.2 水电: 颓势延续

水电（含地电等）板块 21 家公司中，前三季度有 9 家实现归母净利润同比增长，有 1 家扭亏为盈；同比下降的有 11 家。其中 3Q21 实现净利润同比增长的有 7 家，扭亏为盈的有 1 家；同比下滑的有 13 家。

表2: 水电板块 2021 年三季度业绩汇总（不追溯调整）

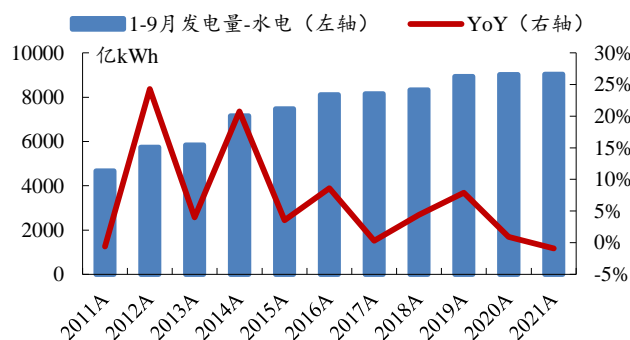
代码	证券简称	归母净利润 (亿元)					归母净利润变化		
		1Q20-3Q20	1Q21-3Q21	YoY	3Q20A	3Q21A	YoY	1Q21-3Q21	3Q21A
600900.SH	长江电力	202.51	195.67	-3.38%	123.48	109.85	-11.04%	下降	下降
600886.SH	国投电力	52.11	34.61	-33.58%	21.35	11.24	-47.34%	下降	下降
600310.SH	桂东电力	1.10	0.57	-48.13%	1.65	1.83	10.63%	下降	增长
000883.SZ	湖北能源	24.86	27.15	9.23%	12.35	10.79	-12.62%	增长	下降
600025.SH	华能水电	43.47	48.62	11.85%	29.59	21.68	-26.73%	增长	下降
600116.SH	三峡水利	3.84	8.11	111.23%	1.80	3.79	110.91%	增长	增长
600236.SH	桂冠电力	16.69	15.63	-6.34%	6.74	3.26	-51.58%	下降	下降
000601.SZ	韶能股份	3.47	1.41	-59.30%	0.92	0.09	-89.87%	下降	下降

600969.SH	郴电国际	0.57	0.38	-32.88%	0.18	0.10	-43.11%	下降	下降
600452.SH	涪陵电力	2.82	4.34	54.02%	1.23	1.93	56.63%	增长	增长
600644.SH	乐山电力	1.74	1.72	-1.15%	0.77	0.89	15.64%	下降	增长
002039.SZ	黔源电力	4.52	3.14	-30.55%	2.92	2.01	-31.20%	下降	下降
600979.SH	广安爱众	1.67	1.82	8.74%	0.82	0.77	-5.79%	增长	下降
600995.SH	文山电力	2.51	1.53	-39.06%	0.55	0.30	-45.56%	下降	下降
000791.SZ	甘肃电投	4.82	3.09	-35.94%	2.89	1.62	-43.96%	下降	下降
600101.SH	明星电力	0.79	1.02	29.82%	0.35	0.41	15.92%	增长	增长
600674.SH	川投能源	27.09	27.80	2.61%	14.66	14.69	0.19%	增长	增长
600505.SH	西昌电力	0.26	0.41	54.91%	0.61	0.44	-28.27%	增长	下降
000993.SZ	闽东电力	-0.05	1.28	不适用	-0.17	0.61	不适用	扭亏为盈	扭亏为盈
000722.SZ	湖南发展	0.91	1.04	13.75%	0.16	0.51	213.46%	增长	增长
600868.SH	梅雁吉祥	0.31	0.04	-87.40%	0.15	0.08	-43.15%	下降	下降

资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

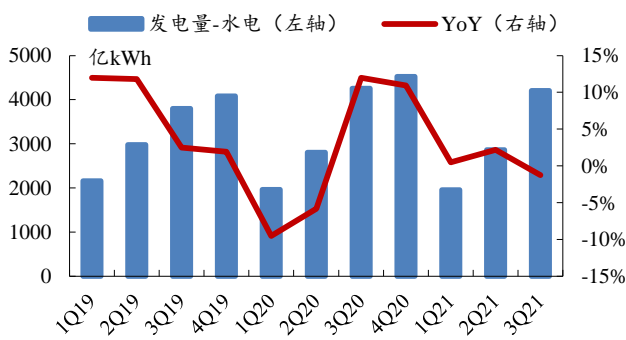
Q3 来水依然未见改善，单季发电量同比下降 1.2%，两年 CAGR 为 5.3%，板块营收、成本、归母净利润同比分别下降 18.8%、24.6%、13.1%，毛利率、净利率同比分别提高 3.8、2.6 个百分点至 50.2%、38.8%。

图14: 1Q-3Q21 水电发电量同比下降 0.9%



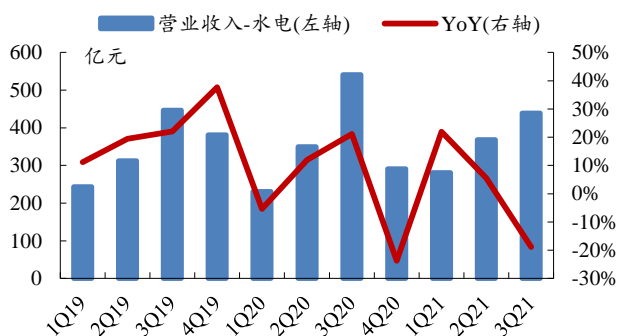
资料来源：国家能源局，中电联，Wind，民生证券研究院

图15: 3Q21 水电发电量同比下降 1.2%



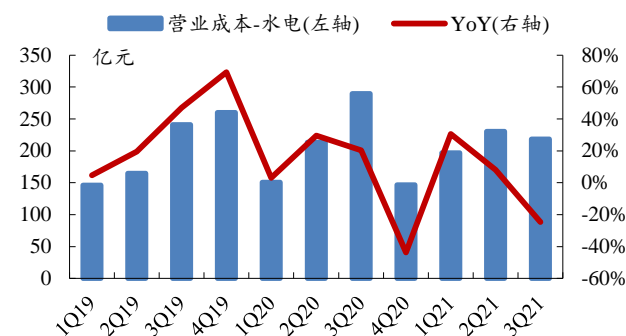
资料来源：国家能源局，中电联，Wind，民生证券研究院

图16: 3Q21 水电板块营业收入同比下降 18.8%



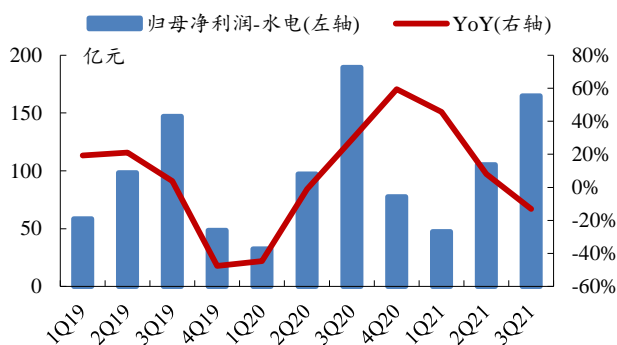
资料来源：Wind，民生证券研究院

图17: 3Q21 水电板块营业成本同比下降 24.6%



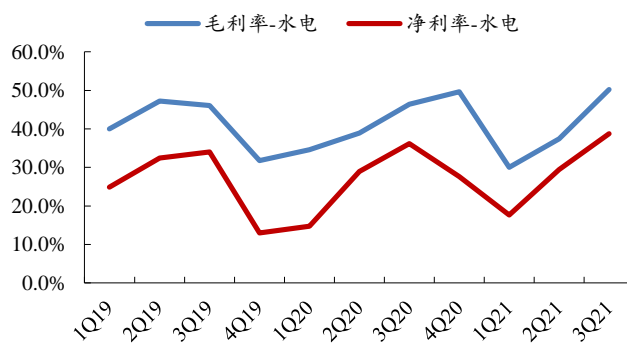
资料来源：Wind，民生证券研究院

图18: 3Q21 水电板块归母净利润同比下降 13.1%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图19: 3Q21 水电板块毛、净利率同比提高 3.8、2.6pct



资料来源: Wind, 民生证券研究院

2.3 新能源: 高歌猛进势头不减

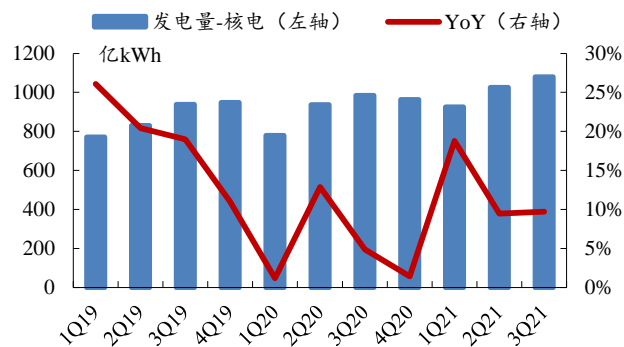
新能源（核电、风电、光伏发电）板块 20 家公司中，前三季度有 15 家实现归母净利润同比增长；同比下降的有 1 家，另有 4 家持续亏损。其中 3Q21 实现净利润同比增长的有 13 家，扭亏为盈的有 1 家；同比下滑的有 3 家，出现亏损的 1 家，持续亏损的 2 家。

表3: 新能源板块 2021 年三季度报业绩汇总（不追溯调整）

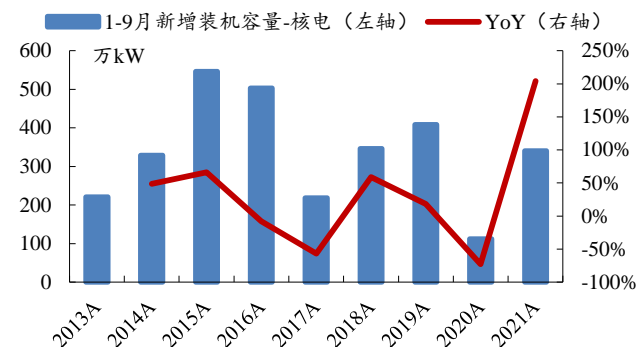
代码	证券简称	归母净利润 (亿元)				归母净利润变化			
		1Q20-3Q20	1Q21-3Q21	YoY	3Q20A	3Q21A	YoY	1Q21-3Q21	3Q21A
003816.SZ	中国广核	81.85	87.11	6.43%	29.79	32.12	7.82%	增长	增长
601985.SH	中国核电	49.08	65.07	32.58%	19.33	20.33	5.14%	增长	增长
600905.SH	三峡能源	28.11	39.98	42.22%	6.24	7.24	16.02%	增长	增长
000591.SZ	太阳能	9.79	11.88	21.32%	3.74	3.75	0.28%	增长	增长
601908.SH	京运通	4.16	7.07	69.83%	1.87	2.52	34.55%	增长	增长
000040.SZ	东旭蓝天	-1.99	-1.79	不适用	0.82	0.17	-78.71%	持续亏损	下降
601778.SH	晶科科技	4.02	3.54	-11.84%	1.83	1.84	0.42%	下降	增长
601016.SH	节能风电	5.36	7.41	38.36%	1.65	1.55	-6.10%	增长	下降
000155.SZ	川能动力	1.90	2.25	18.67%	0.01	0.01	-46.23%	增长	下降
600032.SH	浙江新能	2.92	4.08	39.74%	1.19	1.85	54.56%	增长	增长
003035.SZ	南网能源	2.61	3.05	16.66%	1.35	1.40	3.16%	增长	增长
600821.SH	金开新能	0.28	3.33	1087.09%	1.05	1.14	7.93%	增长	增长
603693.SH	江苏新能	3.51	3.91	11.43%	0.49	0.91	86.01%	增长	增长
601619.SH	嘉泽新能	1.93	4.08	111.42%	0.75	1.55	107.37%	增长	增长
600163.SH	中闽能源	2.00	3.90	94.92%	0.59	0.75	25.72%	增长	增长
000862.SZ	银星能源	0.30	1.44	381.41%	0.04	0.36	751.48%	增长	增长
300125.SZ	聆达股份	-0.07	-0.39	不适用	-0.03	-0.38	不适用	持续亏损	持续亏损
300317.SZ	珈伟新能	0.11	0.55	395.11%	-0.06	0.65	不适用	增长	扭亏为盈
002256.SZ	兆新股份	-0.77	-3.08	不适用	-0.25	-2.36	不适用	持续亏损	持续亏损
002499.SZ	*ST科林	-0.14	-0.35	不适用	0.11	-0.07	-158.56%	持续亏损	亏损

资料来源: 公司公告, Wind, 民生证券研究院

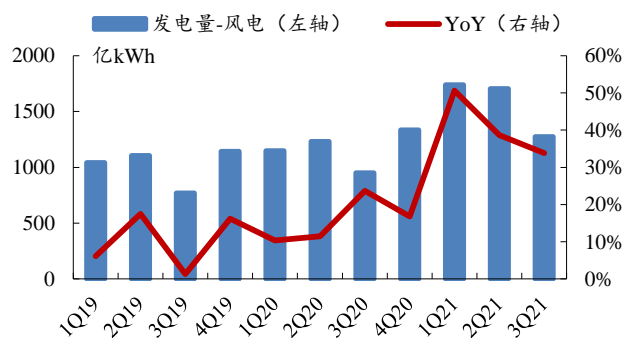
截止9月底，全国核电装机容量同比增长6.8%，规模以上并网风电、光伏的装机容量同比增长32.7%、20.2%。其中Q3单季核、风、光新增装机113、559、1525万千瓦，发电量同比增长9.7%、33.9%、35.8%。新能源板块继续高歌猛进。

图20: 3Q21 核电发电量同比增长 9.7%


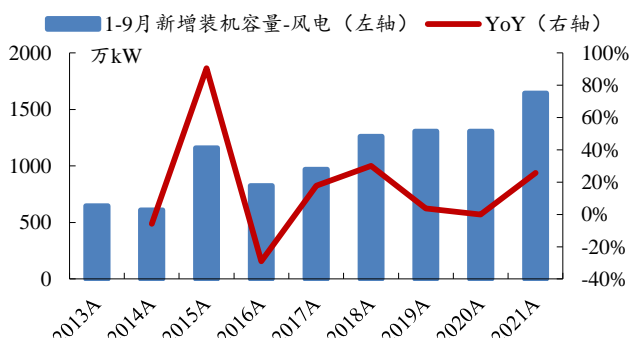
资料来源：国家能源局，中电联，Wind，民生证券研究院

图21: 1Q-3Q21 核电新增装机同比增长 204.1%


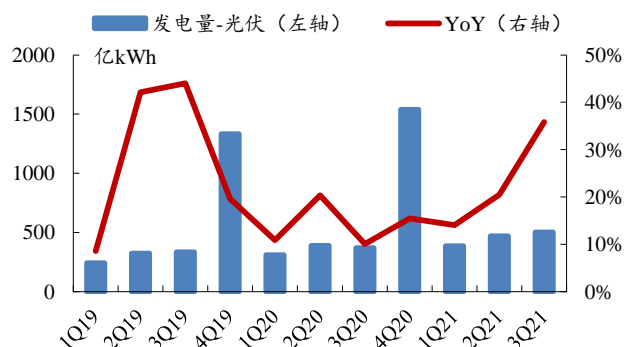
资料来源：国家能源局，中电联，Wind，民生证券研究院

图22: 3Q21 风电发电量同比增长 33.9%


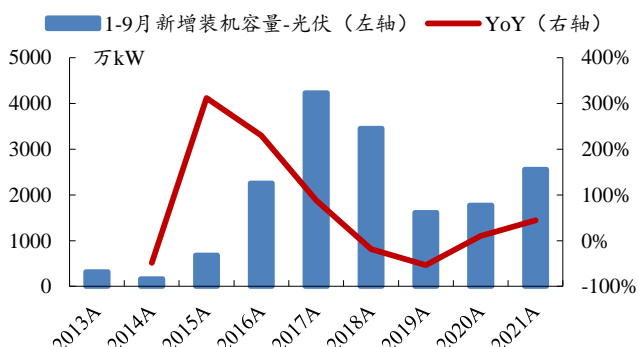
资料来源：国家能源局，中电联，Wind，民生证券研究院

图23: 1Q-3Q21 风电新增装机同比增长 25.8%


资料来源：国家能源局，中电联，Wind，民生证券研究院

图24: 3Q21 光伏发电量同比增长 35.8%


资料来源：国家能源局，统计局，中电联，Wind，民生证券研究院

图25: 1Q-3Q21 光伏新增装机同比增长 44.3%


资料来源：国家能源局，中电联，Wind，民生证券研究院

3 投资建议

3Q21 全国大部分地区均经历了持续高温天气的考验，而水电出力持续疲弱、火电受制于上游燃料成本暴涨和“双控”的双重的压力，供给提升有限，“电荒”重临且来势汹汹。在优先民生保供的要求下，“限电”、“限产”愈演愈烈，压制了部分用电需求。拉尼娜带来的冷冬预期下，冬季用电需求易涨难跌。火电行业严重亏损对于电力供应稳定性的影响，倒逼价格机制改革加速出台，有望重塑整个电力体系的利益分配格局。

水电板块建议关注具备乌白注入预期的全球水电领头羊长江电力、进入雅中时代的国投电力、西电东送大湾区的华能水电；火电板块建议关注经营稳健的申能股份、加速清洁能源转型的华能国际；核电板块建议关注单核升级双核的中国核电、占据规模优势的中国广核（A）/中广核电力（H）；风光运营板块建议关注三峡集团旗下的三峡能源。

4 风险提示

■ 利用小时下降

电力工业作为国民经济运转的支柱之一,供需关系的变化在较大程度上受到宏观经济运行状态的影响,将直接影响到发电设备的利用小时数。

■ 上网电价降低

下游用户侧降低销售电价的政策可能向上游发电侧传导,导致上网电价降低;随着电改的推进,电力市场化交易规模不断扩大,可能拉低平均上网电价。

■ 煤炭价格上升

煤炭优质产能的释放进度落后,且环保限产进一步压制了煤炭的生产和供应;用电需求的大幅增长提高了煤炭生厂商及供应商的议价能力,导致电煤价格难以得到有效控制;对于以煤机为主的火电企业,燃料成本上升将减少利润。

■ 降水量减少

水电的经营业绩主要取决于来水和消纳情况,而来水情况与降水、气候等自然因素相关,可预测性不高。

■ 政策推进不及预期

政策对于电价的管制始终存在,仍有可能因为经济发展不及预期等原因调整电价政策;国内部分地区的电力供需目前仍处于供大于求的状态,可能影响存量核电机组的电量消纳、以及新建核电机组的开工建设。

插图目录

图 1: 3Q21 全社会用电量同比增长 8.4%	3
图 2: 3Q21 全国发电量同比增长 7.6%	3
图 3: 3Q21 电力行业营业收入同比增长 19.8%	4
图 4: 3Q21 电力行业营业成本同比增长 45.6%	4
图 5: 3Q21 电力行业归母净利润同比下降 66.8%	4
图 6: 3Q21 电力行业毛利率、净利率同比下降 15.6、12.7pct.....	4
图 7: 1Q-3Q21 火电发电量同比增长 12.6%	6
图 8: 3Q21 火电发电量同比增长 7.4%	6
图 9: 3Q21 火电板块营业收入同比增长 27.8%	6
图 10: 3Q21 火电板块营业成本同比增长 60.6%	6
图 11: 3Q21 火电板块归母净利润同比下降 152.2%	7
图 12: 3Q21 火电板块毛、净利率同比下降 20.0、15.9pct.....	7
图 13: 3Q21 火电板块营收、成本增速差进一步扩大至-32.8pct	7
图 14: 1Q-3Q21 水电发电量同比下降 0.9%	8
图 15: 3Q21 水电发电量同比下降 1.2%	8
图 16: 3Q21 水电板块营业收入同比下降 18.8%	8
图 17: 3Q21 水电板块营业成本同比下降 24.6%	8
图 18: 3Q21 水电板块归母净利润同比下降 13.1%	9
图 19: 3Q21 水电板块毛、净利率同比提高 3.8、2.6pct	9
图 20: 3Q21 核电发电量同比增长 9.7%	10
图 21: 1Q-3Q21 核电新增装机同比增长 204.1%	10
图 22: 3Q21 风电发电量同比增长 33.9%	10
图 23: 1Q-3Q21 风电新增装机同比增长 25.8%	10
图 24: 3Q21 光伏发电量同比增长 35.8%	10
图 25: 1Q-3Q21 光伏新增装机同比增长 44.3%	10

表格目录

表 1: 火电板块 2021 年三季报业绩汇总 (不追溯调整)	5
表 2: 水电板块 2021 年三季报业绩汇总 (不追溯调整)	7
表 3: 新能源板块 2021 年三季报业绩汇总 (不追溯调整)	9

分析师简介

严家源，东南大学电气工程硕士，曾就职于国家电网、陆金所、平安证券投行部、平安研究所。2021年10月加入民生证券，现任电力及公用事业行业负责人。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

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：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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。