

总量研究

甘肃电投集团信用分析报告

——电力行业发债主体专题研究之三

要点

本文聚焦于甘肃电投集团，从公司的历史沿革、生产经营、财务指标、外部支持情况等多个维度对其信用资质进行分析。

电源结构

甘肃电投集团是甘肃省第二大电力企业（地方性最大），其电源结构呈现出以火为核、水电为辅、风电光伏持续发展的特征。截至 2022 年 3 月末，公司控股装机容量为 751.57 万千瓦，占同期末甘肃省发电装机容量的 12.01%，在省内地位突出。

经营情况

火电：火电业务是甘肃电投集团的核心，截至 2021 年末，公司火电控股装机容量约占全省火电装机容量的五分之一。2019 年以来控股火电装机容量及占比均有提升，但是公司大容量煤电机组占比较小、供电煤耗较高，面临一定的升级改造压力。2019 年以来火电发电量、上网电量持续增长，受燃料成本和上网电价波动的影响，度电盈利空间呈现先收窄后恢复的态势。度电盈利敏感性分析显示，在供电煤耗为 300 克/千瓦时、基准电价为 307.80 元/千千瓦时、燃料成本的占比为 80% 的假设下，综合电价较基准电价不上浮时入炉标煤的均衡价格为 820 元/吨。展望 2022 全年，燃料成本可能低于一季度高点，市场化交易电价可能进一步上行，甘肃电投集团火电的盈利空间有望维持恢复态势。

水电：水电为公司营收贡献排名第二的业务，截至 2022 年 3 月末，公司控股装机容量占全省的 18.84%。2021 年公司水电机组所在流域来水偏枯，水电发电量、上网电量和设备平均利用小时数同比均有所下滑，后续需要关注来水的丰枯及水电上网电价情况。

风电、光电：公司风电、光电的业务量相对较小，市场份额不高。截至 2022 年 3 月末，甘肃电投集团风电、光电的控股装机容量分别占甘肃省各电源装机容量的 4.43%、1.89%。随着公司在建项目的投产，未来风电、光电控股装机容量将有所增加。

其他业务：公司其他业务主要包括产业置业、会展文创、产业金融、能源化工和数据信息等，2019 年以来其他业务收入占营收的比值呈下降趋势。

财务情况

甘肃电投集团资产负债率低于电力发债企业平均水平，2019 年以来逐年缓慢上升。盈利能力方面，公司毛利率低于电力发债企业平均水平，2022 年 1-3 月电力业务毛利率小幅回升，但受其他业务亏损的拖累，当期整体毛利率仍有所下滑。偿债能力方面，截至 2022 年 3 月末，公司有息负债规模同比增加，债务期限较长，短期偿债能力有所下滑。现金流方面，2022 年 1-3 月，公司经营性净现金流同比下滑，投资性净现金流同比上升，自由现金流（经营性净现金流与投资性净现金流之和）为负。同期，筹资性净现金流、现金及现金等价物则有所上升。综合来看，甘肃电投集团基本面出现一定波动，但其具有较强的股东背景，拥有稳定的外部融资能力，能持续获得政府支持，信用资质仍较优。

风险提示

煤价若高企将加重火电业务成本负担；来水、来风情况超预期下滑；政策加速收紧，警惕再融资压力。

作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001
010-56513035

zhang_xu@ebsecn.com

分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001
010-56513078

weiwx@ebsecn.com

分析师：李枢川

执业证书编号：S0930521040004
010-56513038

lishuchuan@ebsecn.com

联系人：董乃睿

010-56513033
dongnr@ebsecn.com

联系人：方钰涵

010-56513071
fangyuhuan@ebsecn.com

联系人：毛振强

010-56513030
maozhenqiang@ebsecn.com

相关研报

首批公募 REITs 2022 年一季报点评与解禁分析——REITs 专题研究报告之四（2022-6-11）

关注高股息品种——信用债 2022 年下半年投资策略（2022-5-20）

彼之砒霜，吾之蜜糖：不良资产市场概况——不良资产专题研究报告之一（2022-4-14）

以十大发债央企为例观察发电行业格局——电力行业发债主体专题研究之一（2022-4-6）

物流行业分析框架搭建——物流行业债券专题研究报告之一（2022-4-2）

如何投资天津城投债？——城投债专题研究之十七（2022-3-15）

蓝色债券的“蓝海”——特定品种债券研究（2022-1-21）

目 录

1、甘肃电投集团概况.....	4
2、电源结构.....	4
3、经营情况.....	6
3.1、火电.....	6
3.2、水电.....	8
3.3、风电、光电.....	8
3.4、其他业务	9
4、财务情况.....	10
4.1、资产负债结构	10
4.2、盈利能力	10
4.3、偿债能力	12
4.4、现金流分析.....	12
5、外部支持力度.....	13
6、小结.....	14
7、风险提示.....	15

图表目录

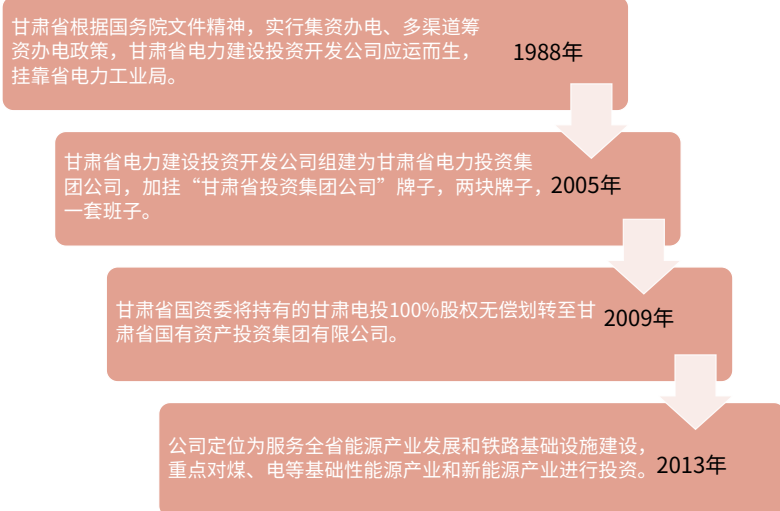
图表 1：甘肃电投集团历史沿革.....	4
图表 2：截至 2022 年 3 月末甘肃省与甘肃电投集团电力装机容量.....	5
图表 3：甘肃电投集团历年电源结构	5
图表 4：甘肃电投集团供电煤耗情况	6
图表 5：甘肃电投集团火电业务情况	7
图表 6：甘肃电投集团火电业务盈利空间.....	7
图表 7：甘肃电投集团火电度电盈利敏感性分析	7
图表 8：截至 2022 年 3 月末甘肃电投集团水电控股装机情况	8
图表 9：甘肃电投集团水电业务情况	8
图表 10：甘肃电投集团风电、光电上网电量及上网电价	9
图表 11：甘肃电投集团弃风率、弃光率情况	9
图表 12：甘肃电投集团非电力业务营收情况	10
图表 13：甘肃电投集团及发债电力主体资产负债率情况	10
图表 14：甘肃电投集团及发债电力主体销售毛利率情况	11
图表 15：甘肃电投集团电力业务毛利率情况	11
图表 16：甘肃电投集团火电、水电、风电、光电业务毛利率情况	11
图表 17：甘肃电投集团有息负债及增长情况	12
图表 18：甘肃电投集团现金到期债务比情况	12
图表 19：甘肃电投集团经营性净现金流、投资性净现金流情况	13
图表 20：甘肃电投集团筹资性净现金流、现金及现金等价物情况	13
图表 21：甘肃电投集团银行授信情况	14

煤价波动、来水枯荣以及电价政策调整等因素均会对电力行业的信用资质产生影响。本文聚焦于甘肃电投集团，从公司的历史沿革、生产经营、财务指标、外部支持情况等多个维度对其信用资质进行分析。

1、甘肃电投集团概况

甘肃省电力投资集团有限责任公司（下称甘肃电投集团或公司）组建于 2005 年，其前身为甘肃省电力建设投资开发公司。2009 年，甘肃省国资委将持有的甘肃电投集团 100% 股权无偿划转至甘肃省国有资产投资集团有限公司（甘肃国投）。截至 2022 年 3 月末，甘肃电投集团的控股股东为甘肃国投，实际控制人为甘肃省国资委。甘肃电投集团是甘肃省内发电装机容量排名第二的电力企业，其经营范围除煤、电、新能源能产业发展以外，还包括对甘肃省铁路项目的投融资（参股甘肃铁投），在省内具有重要地位。

图表 1：甘肃电投集团历史沿革



资料来源：Wind，光大证券研究所

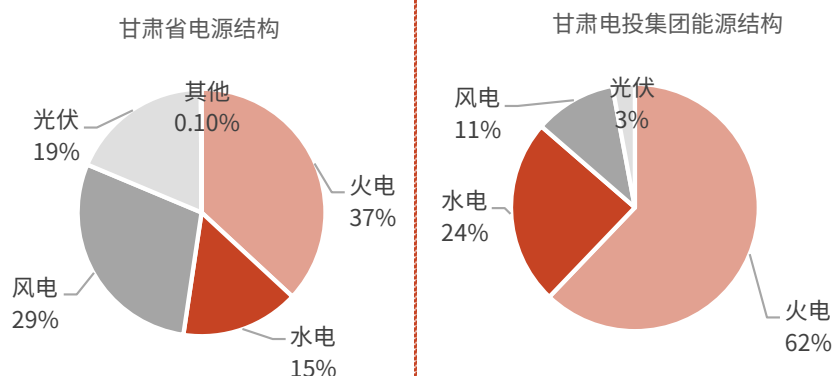
2、电源结构

截至 2022 年 3 月末，甘肃电投集团控股发电装机容量为 751.57 万千瓦，占同期末甘肃省发电装机容量 6260.31 万千瓦的 12.01%，装机容量在甘肃省排名第二，仅次于华能甘肃能源开发有限公司¹。

¹ 截至 2020 年底，华能甘肃发电装机容量 1142.31 万千瓦，其中火电 972 万千瓦、风电 129.15 万千瓦、光伏 25 万千瓦、水电 16.16 万千瓦，电力总装机接近甘肃省总装机的五分之一，是甘肃省最大的发电企业和供热企业。

图表 2：截至 2022 年 3 月末甘肃省与甘肃电投集团电力装机容量

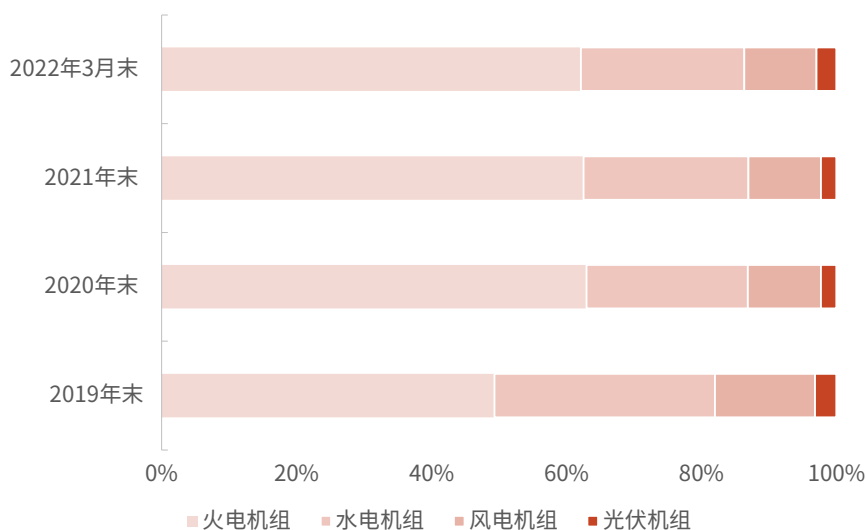
	甘肃省	甘肃电投集团	占比(%)
发电装机容量	6260.31	751.57	12.01
火电	2310.07	467	20.22
水电	967.17	182.22	18.84
风电	1814.3	80.35	4.43
光伏	1162.78	22	1.89
其他	5.99	-	-



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：发电装机容量单位为万千瓦

甘肃电投集团的电源结构呈现出以火为核、水电为辅、风电光伏持续发展的特征，2019 年以来火电、水电、光伏装机容量都有不同程度的上升。截至 2022 年 3 月底，甘肃电投集团火电、水电、风电、光伏装机容量占比分别为 62.14%、24.25%、10.69%和 2.93%。2020 年甘肃电投集团常乐发电有限责任公司 2 台 100 万千瓦火电项目投产，期末火电装机容量占比明显提升。2021 年，水电控股装机容量新增 5.2 万千瓦。2022 年 1-3 月，光伏控股装机容量新增 5 万千瓦。截至 2022 年 3 月末，甘肃电投集团的在建项目中包含火电机组、风电场和光伏项目，未来随着项目投产控股装机容量将进一步提升，电源结构逐步优化改善。

图表 3：甘肃电投集团历年电源结构



资料来源：Wind，光大证券研究所

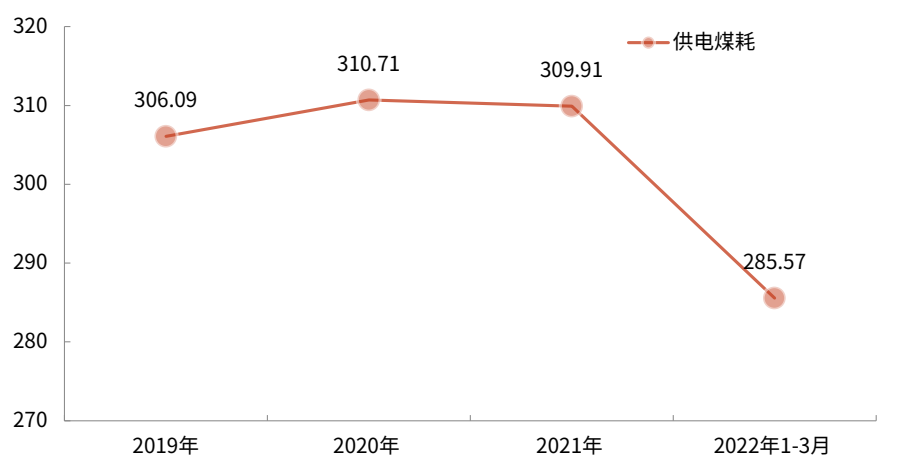
3、经营情况

3.1、火电

火电业务是甘肃电投集团的核心，截至 2021 年末，公司火电控股装机容量约占全省火电装机容量的五分之一。2019 年以来控股火电装机容量及占比均有提升，但是公司大容量煤电机组占比较小、供电煤耗较高，面临一定的升级改造压力。截至 2022 年 3 月末，甘肃电投集团控股火电装机容量为 467 万千瓦，控股火电机组均位于甘肃省内，销售区域则包括省外。

从火电机组质量来看，除常乐公司的两台机组为 100 万千瓦以外，其余火电单机组功率均在 32.5-35 万千瓦之间。一般来说，单机组容量越大，供电煤耗越低，甘肃电投集团 2021 年供电煤耗为 309.91 克/千瓦时，高于发改委、国家能源局于 2021 年发布的《关于开展全国煤电机组改造升级的通知》中规定的标准，即“供电煤耗在 300 克标准煤/千瓦时以上的煤电机组，应加快创造条件实施节能改造，对无法改造的机组逐步淘汰关停，并视情况将具备条件的转为应急备用电源”，公司面临一定的升级改造压力。截至 2022 年 3 月末，甘肃电投集团供电煤耗降低至 285.57 克/千瓦时，2021 年同期供电煤耗率为 301.31 克/千瓦时，同比明显下滑，节能减排的效果在一定程度上有所体现。

图表 4：甘肃电投集团供电煤耗情况



资料来源：Wind，光大证券研究所 单位：克/千瓦时

2019 年以来发电量、上网电量持续增长，受燃料成本和上网电价波动的影响，度电盈利空间呈现先收窄后恢复的态势。

电量方面，随着火电控股装机容量的提升，2019 年至 2021 年发电量、设备平均利用小时数、上网电量持续提升。结合设备利用小时数和发电量来看，2020 年火电机组存在未充分利用的情况。

电价方面，市场化交易电价自 2019 年以来呈现上升趋势，2021 年已上升至 0.31 元/千瓦时，甘肃电投集团市场化交易电量的占比同时提升，但市场化交易电价相对较低，因此火电综合上网电价有所波动，2021 年相比于 2020 年小幅回落，2022 年 1-3 月有所回升。

图表 5：甘肃电投集团火电业务情况

项目	2022 年 1-3 月	2021 年	2020 年	2019 年
平均利用小时数 (小时)	1,419	5,030	4,665	4,046
发电量 (亿千瓦时)	66.25	234.91	150.12	108.02
上网电量 (亿千瓦时)	61.79	219.47	139.03	99.13
厂用电率估算值 (%)	6.73	6.57	7.39	8.23
平均上网电价 (元/千千瓦时, 含税)	422.95	304.08	315.58	312.13
市场化交易电价 (元/千千瓦时)	-	309.5	295.9	290.8
标杆电价 (元/千千瓦时)	307.8	307.8	307.8	307.8
火电装机容量 (万千瓦)	467	467	467	267
火电业务营业收入 (亿元)	24.51	65.98	42.42	32.83

资料来源：Wind，光大证券研究所

注：上述厂用电率=（发电量-上网电量）/发电量；2020 年火电发电量与设备平均利用小时数之比计算可得实际利用的火电装机容量为 321.80 万千瓦，截至 2020 年底火电装机容量为 467 万千瓦，火电机组未充分利用

度电盈利空间方面，2021 年公司燃料成本同比上升、火电综合上网电价同比下滑，在此影响下度电盈利空间收窄至 25.12 元/千千瓦时。2022 年 1-3 月，尽管燃料成本进一步上升，但甘肃电投集团的供电煤耗同比明显下滑，同时火电平均上网电价提升，度电盈利空间恢复至 88.39 元/千千瓦时。展望 2022 全年，燃料成本大概率低于一季度高点，市场化交易电价可能进一步上行，甘肃电投集团火电的盈利空间有望维持恢复态势。

图表 6：甘肃电投集团火电业务盈利空间

时间	度电盈利空间	度电燃料成本	单位发电综合成本	平均上网电价	燃料成本占比 (%)
2019 年	42.13	160.00	270.00	312.13	59.26
2020 年	95.00	134.81	220.58	315.58	61.12
2021 年	25.12	196.05	278.96	304.08	70.28
2022 年 1-3 月	88.39	271.28	334.56	422.95	81.09

资料来源：Wind，光大证券研究所

单位：元/千千瓦时

注：度电盈利空间=平均上网电价-单位发电综合成本

我们针对甘肃电投集团的度电盈利做了敏感性分析。在供电煤耗为 300 克/千瓦时、基准电价为 307.80 元/千千瓦时、燃料成本的占比为 80%的假设下，我们发现综合电价较基准电价不上浮时入炉标煤的均衡价格为 820 元/吨，假如综合电价较基准上浮 15%，则入炉标煤的均衡价格可达 940 元/吨。

图表 7：甘肃电投集团火电度电盈利敏感性分析

入炉标煤单价	综合电价较基础电价上浮比例								
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
700	-0.02	-0.00	0.01	0.03	0.05	0.06	0.08	0.09	0.11
760	-0.04	-0.02	-0.01	0.01	0.02	0.04	0.05	0.07	0.08
820	-0.06	-0.05	-0.03	-0.02	0.00	0.02	0.03	0.05	0.06
880	-0.08	-0.07	-0.05	-0.04	-0.02	-0.01	0.01	0.02	0.04
940	-0.11	-0.09	-0.08	-0.06	-0.04	-0.03	-0.01	0.00	0.02

资料来源：Wind，光大证券研究所

单位：元/吨

注：前提假设供电煤耗为 300 克/千瓦时、基准电价 307.80 元/千千瓦时、燃料成本的占比 80%

3.2、水电

水电为甘肃电投集团营收贡献排名第二的业务，截至 2022 年 3 月末，公司水电机组控股装机容量占全省的 18.84%，为 182.22 万千瓦。水电站分布于甘肃省内的白龙江、黑河、大通河、洮河以及黄河干流流域，水电销售区域均位于省内。

图表 8：截至 2022 年 3 月末甘肃电投集团水电控股装机情况

水电企业	控股装机容量	机组数台	功率	所在流域
河西水电开发有限责任公司	46.4	17	17*2.73	黑河
甘肃电投大容电力有限责任公司	38.72	24	21*1.61	大通河、白龙江
甘肃电投炳灵水电开发有限责任公司	31.4	9	9*3.49	黄河
甘肃电投九甸峡水电开发有限责任公司	30	3	3*10	洮河
甘肃电投洮河水电开发有限责任公司	23.5	14	14*1.68	洮河
迭部汇能水电开发有限责任公司	9.2	7	3*1.00 3*2.00 1*0.2	白龙江
卓尼县汇能水电开发有限责任公司	3	3	3*1.00	洮河
合计	182.22	77	-	-

资料来源：Wind，光大证券研究所 单位：万千瓦、台

2021 年公司水电机组所在流域来水偏枯，水电发电量、上网电量和设备平均利用小时数同比均有所下滑。2021 年公司水电发电量/上网电量为 65.32/64.02 亿千瓦时，相比于 2020 年的 81.77/80.25 亿千瓦时均有所下滑。上网电价方面，2021 年以来水电上网电价呈现上升趋势，一方面市场交易电价有所回升，另一方面国网公司调升上网电价。

图表 9：甘肃电投集团水电业务情况

项目	2022 年 1-3 月	2021 年	2020 年	2019 年
平均利用小时数（小时）	447.00	3668.00	4619.00	4442.00
发电量（亿千瓦时）	8.15	65.32	81.77	78.63
上网电量（亿千瓦时）	7.93	64.02	80.25	77.06
平均上网电价（元/千千瓦时，含税）	275.24	251.99	235.40	255.46
厂用电率估算（%）	2.70	1.99	1.86	2.00
控股装机容量（万千瓦）	182.22	182.22	177.02	177.02
水电业务营业收入（亿元）	1.95	14.66	17.05	17.69

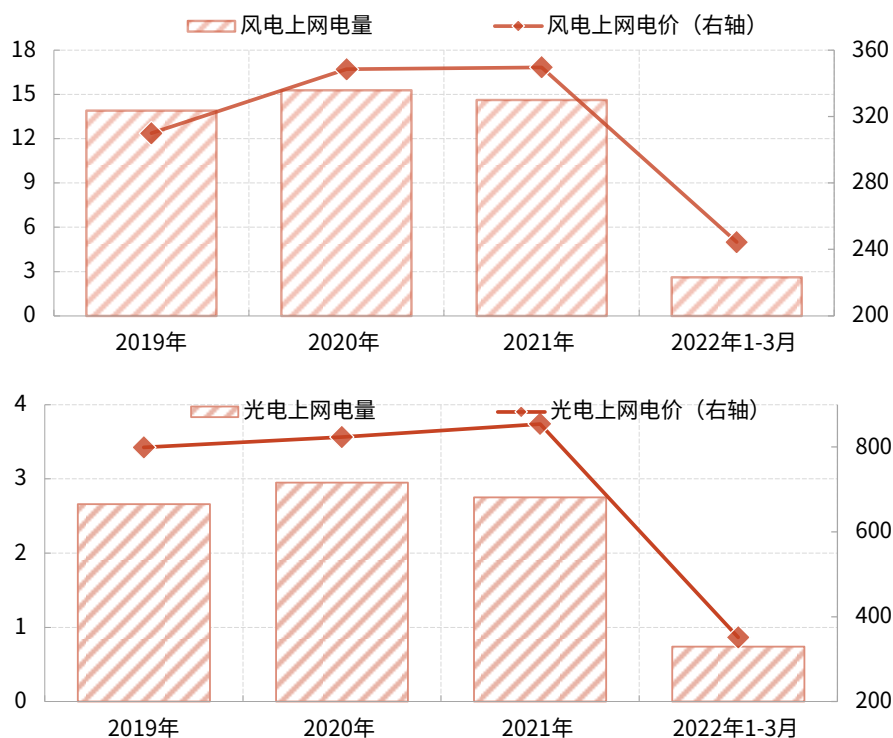
资料来源：Wind，光大证券研究所

注：上述厂用电率=（发电量-上网电量）/发电量

3.3、风电、光电

公司风电、光电的业务量相对较小，市场份额不高。截至 2022 年 3 月末，甘肃省风电、光电装机容量分别为 1814.3、1162.78 万千瓦，同期末甘肃电投集团风电、光电的控股装机容量为 80.35、22 万千瓦，分别占比 4.43%、1.89%，公司所占市场份额较小。2022 年 1-3 月公司新增光电装机容量 5 万千瓦，随着在建项目的投产，未来风电、光电控股装机容量进一步增加。

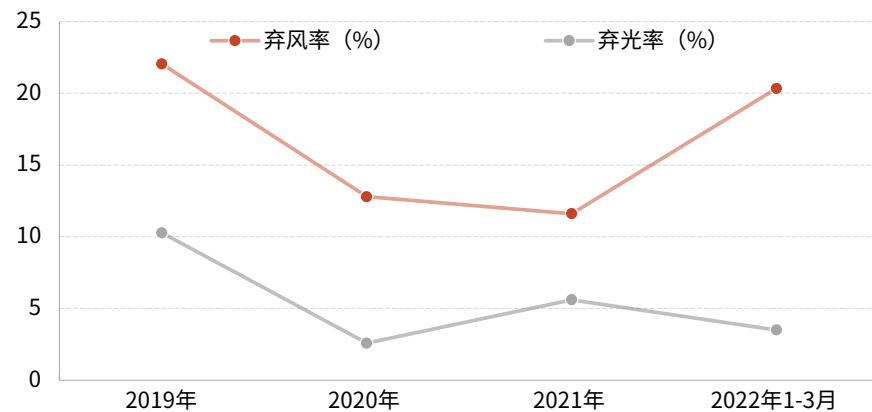
图表 10：甘肃电投集团风电、光电上网电量及上网电价



资料来源：Wind，光大证券研究所

单位：左轴亿千瓦时，右轴元/千千瓦时

图表 11：甘肃电投集团弃风率、弃光率情况



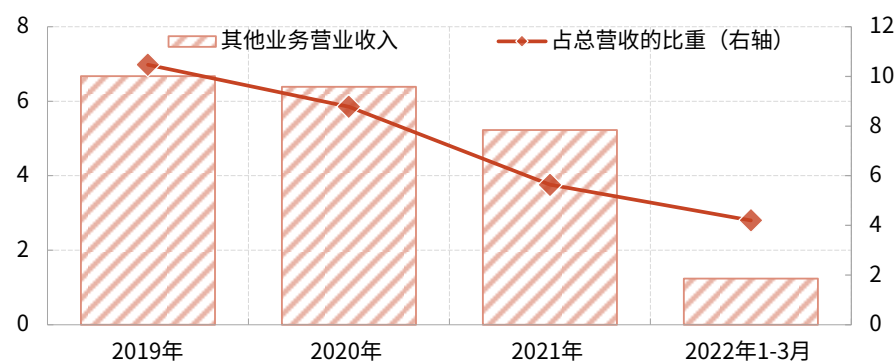
资料来源：Wind，光大证券研究所

单位：%

3.4、其他业务

其他业务主要包括产业置业、会展文创、产业金融、能源化工和数据信息等，截至 2022 年 3 月末收入贡献较低。随着金昌紫金云数据中心一期项目、武威陇能家园项目的投产，收入贡献将会小幅增加。

图表 12：甘肃电投集团非电力业务营收情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

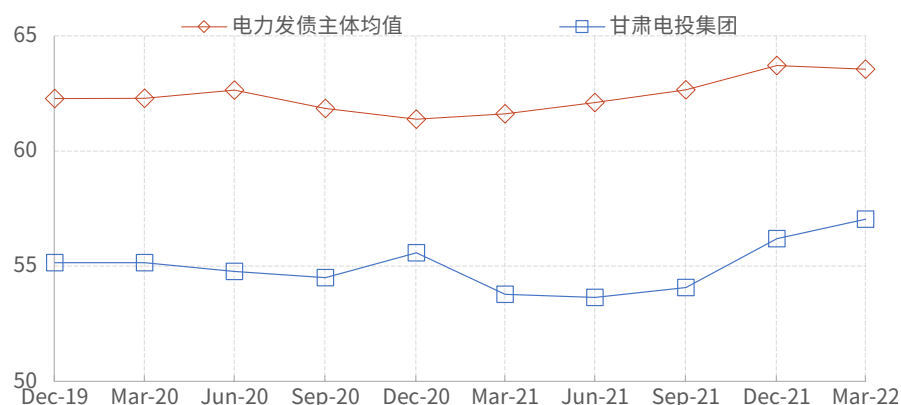
单位：亿元、%

4、财务情况

4.1、资产负债结构

甘肃电投集团资产负债率低于电力发债企业平均水平，2019 年以来逐年缓慢上升。截至 2022 年 3 月末，公司资产负债率为 57.04%，相比于 2021 年底上升了 0.84 个百分点，同期末电力发债企业平均资产负债率为 63.55%，公司资产负债率处于较低水平。

图表 13：甘肃电投集团及发债电力主体资产负债率情况



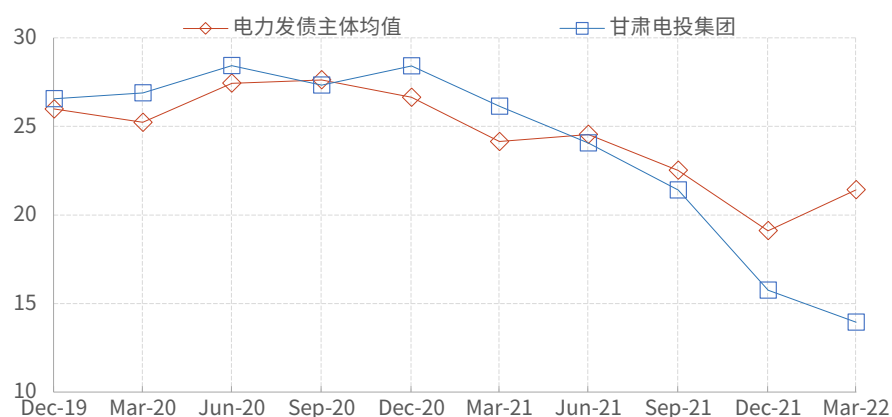
资料来源：Wind，光大证券研究所

单位：%

注：统计时间为 2019 年 12 月至 2022 年 3 月

4.2、盈利能力

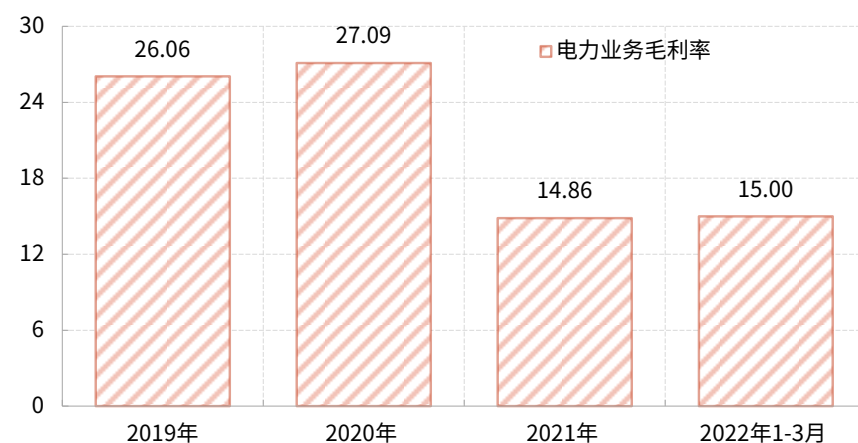
公司毛利率低于电力发债企业平均水平，2022 年 1-3 月电力业务毛利率小幅回升，但受其他业务亏损的拖累，当期整体毛利率仍有所下滑。2022 年 1-3 月，电力发债主体平均毛利率为 21.42%，公司毛利率为 13.95%，低于行业均值，且相比于 2021 年的 15.76%有所下滑。2022 年 1-3 月公司电力业务毛利率为 15.00%，相比于 2021 年的 14.86%有所回升。

图表 14：甘肃电投集团及发电电力主体销售毛利率情况

资料来源：Wind，光大证券研究所

单位：%

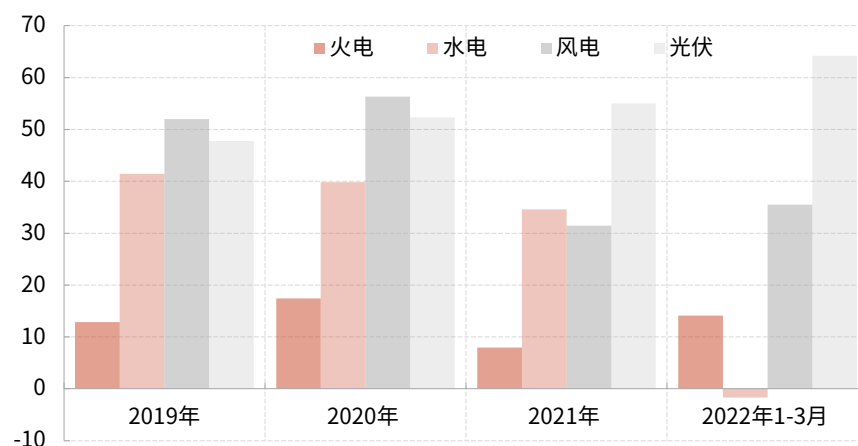
注：统计时间为 2019 年 12 月至 2022 年 3 月

图表 15：甘肃电投集团电力业务毛利率情况

资料来源：Wind，光大证券研究所

单位：%

细分来看，2022 年 1-3 月公司火电、风电和光伏业务的毛利率分别为 14.14%、35.48%、64.19%，相比于 2021 年均有回升。而水电业务受来水偏枯影响，发电量下降，在成本较为刚性的情况下有所亏损，毛利率为-1.70%。

图表 16：甘肃电投集团火电、水电、风电、光电业务毛利率情况

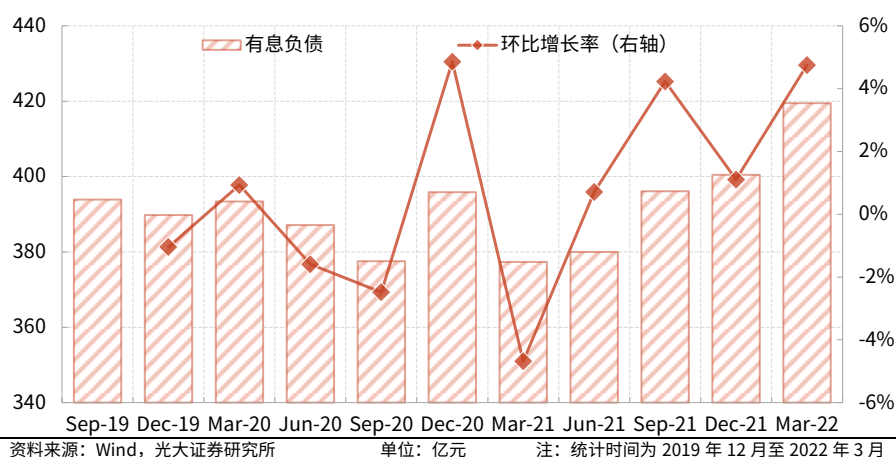
资料来源：Wind，光大证券研究所

单位：%

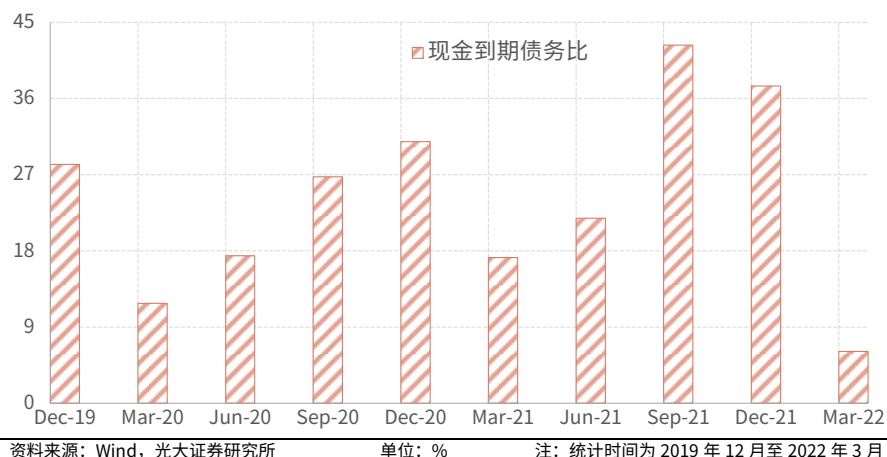
4.3、偿债能力

截至 2022 年 3 月末，公司有息负债规模同比增加，债务期限较长，短期偿债能力有所下滑。截至 2022 年 3 月末，公司有息负债规模为 419.5 亿元，相比于 2021 年 3 月末的 377.34 亿元，有息负债同比有所增加。长期负债（长期借款、应付债务和长期应付款）占比为 82.65%，债务期限结构较为合理。采用现金到期债务比（即经营活动产生的现金流量净额对到期债务的覆盖能力）来对公司的短期偿债能力进行判断，截至 2022 年 3 月末公司现金到期债务比为 6.12%，同比和环比均有下滑，短期偿债能力有所下滑。

图表 17：甘肃电投集团有息负债及增长情况



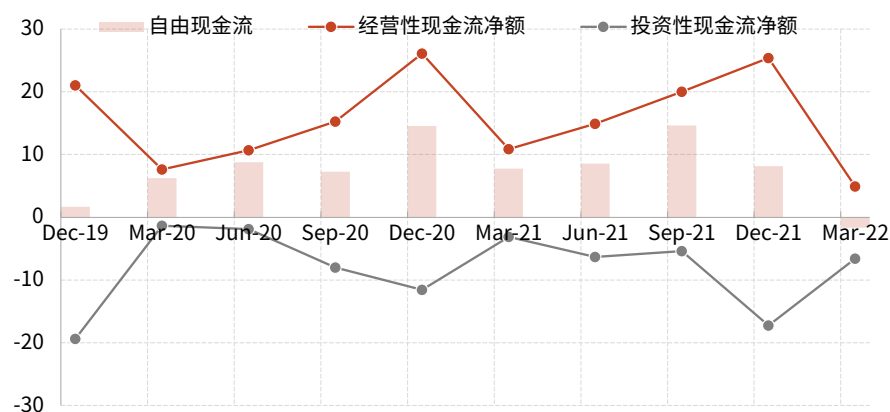
图表 18：甘肃电投集团现金到期债务比情况



4.4、现金流分析

2022 年 1-3 月，公司经营性净现金流同比下滑，投资性净现金流同比上升，自由现金流（经营性净现金流与投资性净现金流之和）为负。同期，筹资性净现金流、现金及现金等价物则有所上升。

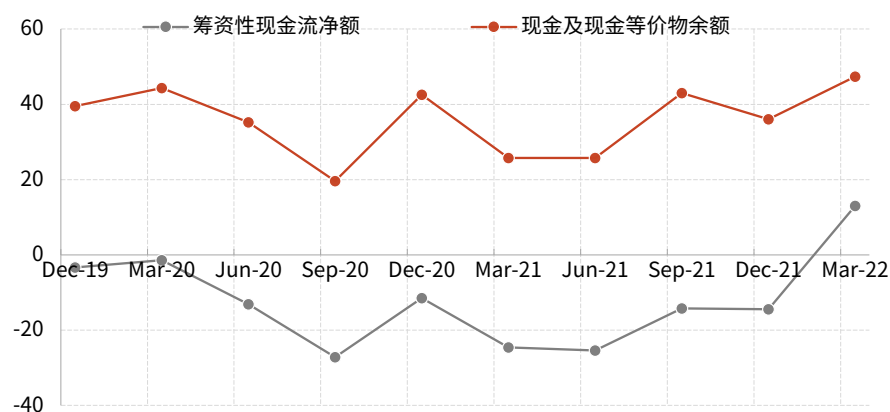
图表 19：甘肃电投集团经营性净现金流、投资性净现金流情况



资料来源：Wind，光大证券研究所
 统计时间为 2019 年 12 月至 2022 年 3 月

单位：亿元 注：自由现金流=经营性净现金流+投资性净现金流；

图表 20：甘肃电投集团筹资性净现金流、现金及现金等价物情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

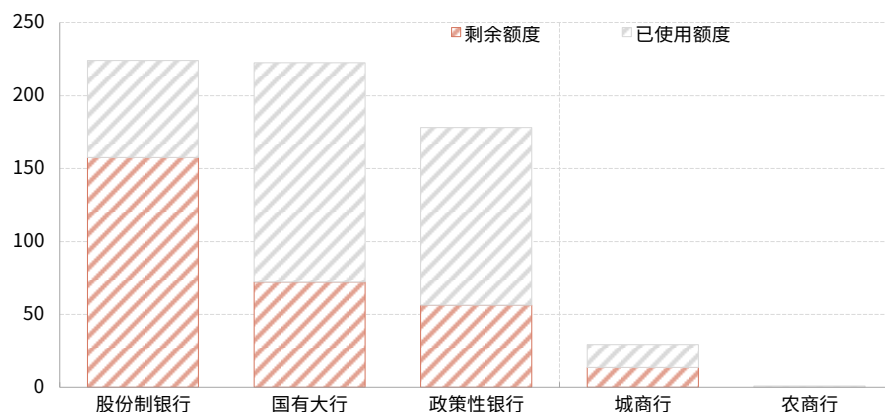
单位：亿元

注：统计时间为 2019 年 12 月至 2022 年 3 月

5、外部支持力度

电力企业项目建设资金需求较大，稳定的外部融资能力是电力企业的核心竞争优势。从公司银行授信来看，甘肃电投集团与各大商业银行建立了长期稳定的关系，授信银行类型多元，包括政策性银行、国有大型银行、股份制银行、城商行以及农商行。截至 2022 年 3 月末，银行授信额度为 654.59 亿元，未使用授信额度 300.06 亿元，未使用授信额度充足。除银行贷款以外，公司可通过发行债券、旗下上市公司（甘肃电投，000791.SZ）股权融资等方式获取资金，融资渠道通畅。此外，甘肃电投集团是甘肃省内权益装机容量最大的地方性电力企业，在项目获取、税收方面能持续获得政府支持。

图表 21：甘肃电投集团银行授信情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

单位：亿元

注：统计时间截至 2022 年 3 月末

6、小结

甘肃电投集团是甘肃省第二大电力企业（地方性最大），其电源结构呈现出以火为核、水电为辅、风电光伏持续发展的特征。截至 2022 年 3 月末，公司控股装机容量为 751.57 万千瓦，占同期末甘肃省发电装机容量的 12.01%，在省内地位突出。

经营情况

火电：火电业务是甘肃电投集团的核心，截至 2022 年 3 月末，公司火电控股装机容量约占全省火电装机的五分之一。2019 年以来控股火电装机容量及占比均有提升，但是公司大容量煤电机组占比较小、供电煤耗较高，面临一定的升级改造压力。2019 年以来火电发电量、上网电量持续增长，受燃料成本和上网电价波动的影响，度电盈利空间呈现先收窄后恢复的态势。度电盈利敏感性分析显示，在供电煤耗为 300 克/千瓦时、基准电价为 307.80 元/千千瓦时、燃料成本的占比为 80% 的假设下，综合电价较基准电价不上浮时入炉标煤的均衡价格为 820 元/吨。展望 2022 全年，燃料成本可能低于一季度高点，市场化交易电价可能进一步上行，甘肃电投集团火电的盈利空间有望维持恢复态势。

水电：水电为公司营收贡献排名第二的业务，截至 2022 年 3 月末，控股装机容量占全省的 18.84%。2021 年公司水电机组所在流域来水偏枯，水电发电量、上网电量和设备平均利用小时数同比均有所下滑，后续需要关注来水的丰枯及水电上网电价情况。

风电、光电：公司风电、光电的业务量相对较小，市场份额不高。截至 2022 年 3 月末，甘肃电投集团风电、光电的控股装机容量分别占甘肃省各电源装机总量的 4.43%、1.89%。随着公司在建项目的投产，未来风电、光电控股装机容量将有所增加。

其他业务：公司其他业务主要包括产业置业、会展文创、产业金融、能源化工和数据信息等，2019 年以来其他业务收入占营收的比值呈下降趋势。

财务情况

甘肃电投集团资产负债率低于电力发债企业平均水平，2019 年以来逐年缓慢上升。盈利能力方面，公司毛利率低于电力发债企业平均水平，2022 年 1-3 月电

力业务毛利率小幅回升，但受其他业务亏损的拖累，当期整体毛利率仍下滑。偿债能力方面，截至 2022 年 3 月末，公司有息负债规模同比增加，债务期限较长，短期偿债能力有所下滑。现金流方面，2022 年 1-3 月，公司经营性净现金流同比下滑，投资性净现金流同比上升，自由现金流（经营性净现金流与投资性净现金流之和）为负。同期，筹资性净现金流、现金及现金等价物则有所上升。

综合来看，甘肃电投集团基本面出现一定波动，但其具有较强的股东背景，拥有稳定的外部融资能力，能持续获得政府支持，信用资质仍较优。

7、风险提示

煤价若高企将加重火电业务成本负担；来水、来风情况超预期下滑；政策加速收紧，警惕再融资压力。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE