

煤电一体化，布局新能源

—国电电力（600795）深度报告

所属部门：行业公司部

报告类别：公司研究报告

报告时间：2022年6月28日

分析师：孙灿

执业证书：S1100517100001

联系方式：Suncan@cczq.com

北京：东城区建国门内大街28号民生金融中心A座6层，100005

深圳：福田区福华一路6号免税商务大厦32层，518000

上海：陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120

成都：高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

❖ 火电企稳，水电盈利向上，新能源具备成长空间

2021年末公司控股装机容量达到99.81GW；权益装机49.77GW，其中火电、水电、风光装机分别占比66%、21%、13%。公司背靠国家能源集团，2021年长协煤占比达91.6%，在煤炭价格高企的情况下，公司的火电盈利能力较同业处于领先地位。2022Q1实现营业收入467.84亿元、归母净利润10.56亿元。2021年公司火电资产质量得到大幅提升，置换优质火电超11GW。随着当前保供稳价政策的推进，火电盈利改善后，未来每年可提供500亿元左右的现金流，将有力支撑新能源的投资，未来光伏等项目具备成长空间。

❖ 煤炭稳价保供，火电板块有望迎来盈利修复

2021年煤炭价格走高，公司火电板块营业成本同比上升40.1%，业绩出现亏损。但公司通过技术优势，适当降低了火电成本，通过机组灵活性改造，与中国神华的煤电协同优势下，火电业务的度电成本优于同业其他企业，亏损相对较小。2022年，煤炭保供和市场化交易电价浮动范围上调等一系列政策逐渐落地，公司火电板块毛利率将呈现回升态势，业绩有望改善。

❖ 集团能源主力军，“十四五”期间新能源转型加速

公司十四五期间拟新增风光装机35GW，其中2022年公司拟新增新能源装机4.84GW。公司新能源存量方面，公司抢抓新能源产业发展窗口期，装机规模快速扩张，截至2021年底，风光装机容量达743.65万千瓦，项目分布于全国多个省份。依托于当地优质风力资源及消纳外送能力，公司风电可利用小时数高于全国平均水平。增量方面，公司作为国家能源集团新能源发展的“三驾马车”之一，新能源开发进一步提速，“十四五”期间计划新增新能源装机35GW，清洁能源占比将超40%。另外，公司新老业务协同发展有望提升其项目获取能力，助力实现新能源转型加快。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

我们预计2022-2024年，公司可实现营业收入1886.10（同比增长12.14%）、1971.45和2066.12亿元；毛利率分别为13.19%、13.85%、13.89%。归属母公司净利润50.19、73.83和93.62亿元。总股本178.36亿股，对应EPS0.28、0.41和0.52元。

估值要点如下：2022年6月27日，股票收盘价3.72元，对应市值663亿元，2022-2024年PE约为13、9和7倍。首次覆盖，我们给予“增持”评级。



❖ 风险提示：新能源项目建设不及预期、煤炭价格持续上行。

盈利预测与估值

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	168185.48	188610.49	197145.10	206611.85
+/-%	44.46%	12.14%	4.52%	4.80%
净利润(百万)	-1845.35	5018.50	7383.37	9362.10
+/-%	-170.08%	371.95%	47.12%	26.80%
EPS(元)	-0.10	0.28	0.41	0.52
PE	-35.95	13.22	8.99	7.09

资料来源：公司公告，预测截止日期2022年6月28日，川财证券研究所

正文目录

一、 公司发展历程、实际控制人和股权结构.....	5
1.1. 公司概况.....	5
1.2. 控股股东和实际控制人基本情况及最新股权结构.....	5
1.1.1. 控股股东和实际控制人.....	5
1.1.2. 公司最新股权结构：公司实际控制人未发生变化.....	5
二、 营业务结构和变化.....	7
2.1 主要业务和产品.....	7
2.1.1. 主营业务概述.....	7
2.1.2. 主营业务结构.....	8
2.1.3. 收入、利润和盈利能力变化.....	8
2.2 公司的主要业务布局和发展战略规划.....	10
2.1.4. 公司最近战略总结.....	10
2.1.5. 转型思路.....	11
三、 投资建议.....	12
3.1 投资逻辑和观点.....	12
3.1.1 火电企稳，水电盈利向上，新能源具备成长空间.....	12
3.1.2 煤炭稳价保供，火电板块有望迎来修复.....	12
3.1.3 集团能源主力军，“十四五”期间新能源转型加速.....	12
3.2 盈利预测与估值比较.....	12
3.2.1 盈利预测.....	12
3.2.1 估值比较.....	13
盈利预测.....	14
风险提示.....	15
相关报告.....	15



图表目录

图 1: 公司与控股股东之间的产权及控制关系的方框图	5
图 2: 公司主营业务分布	8
图 3: 历年收入和毛利变化 (单位: 亿元)	9
图 4: 历年营业利润和净利润 (单位: 亿元)	9
图 5: 销售毛利率和净利率变化 (%)	9
图 6: 投资回报情况 (单位: 亿元)	9
图 7: 负债结构和流动性 (%)	9
图 8: 杠杆运用和资产运营状况 (单位: 亿元)	9
表格 1. 公司 2022 年一季报最新十大股东情况	6
表格 2. 可比公司估值	13

一、公司发展历程、实际控制人和股权结构

1.1. 公司概况

国电电力发展股份有限公司是国家能源集团控股的核心电力上市公司和常规能源发电业务的整合平台，产业涉及火电、水电、风电、光电、煤炭等领域，分布在全国 28 个省、市、自治区，为全国最大电力上市公司之一。截至 2021 年底，公司资产总额 3,979.09 亿元，控股装机容量 9,980.85 万千瓦，控制煤炭资源储量 28 亿吨，公司总股本 178.36 亿股。

公司于 1992 年成立，前身为东北热电有限公司，1997 年在 A 股上市后，在 2000 年重组为国电电力发展股份有限公司。公司于 2009 年在“大力发展新能源引领企业转型战略”下开始涉猎新能源发电产业。2022 年公司确立了“打造常规电力能源转型排头兵、新能源发展主力军、世界一流企业建设引领者”的新战略定位。

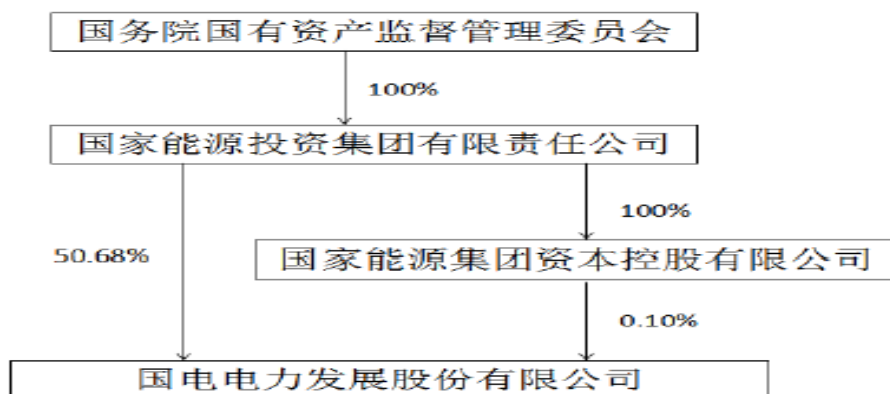
截至 2021 年底，公司火电装机 7,739.96 万千瓦，其中 60 万千瓦及以上机组容量占比 66.55%，100 万千瓦及以上机组容量占比 24.55%；水电装机 1,497.24 万千瓦，占总装机的 15%；风电装机 707.06 万千瓦，占总装机的 7.08%；光伏装机 36.59 万千瓦，占总装机的 0.37%。公司各项主要经济技术指标居于可比企业前列。

1.2. 控股股东和实际控制人基本情况及最新股权结构

1.1.1. 控股股东和实际控制人

公司控股股东为国家能源集团，最终控制方为国资委。国家能源集团合计持有公司 50.78% 股份。

图 1：公司与控股股东之间的产权及控制关系的方框图



资料来源：公告；公司年报，iFinD，川财证券研究所，时间截至 2021 年底

1.1.2. 公司最新股权结构：公司实际控制人未发生变化

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明



2017年，公司原控股股东中国国电和原神华集团重组为国家能源集团。2018年3月2日，国家能源集团对国电电力做出避免同业竞争承诺，明确将国电电力作为国家能源集团常规能源发电业务整合平台（包括火电、水电），逐步将常规能源发电业务（除集团其他控股公司资产及区域常规能源发电上市公司所在区域的相关资产）资产注入国电电力。

表格 1.公司 2022 年一季报最新十大股东情况

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	变化
1	国家能源投资集团有限责任公司	9,038,709,571	50.68%	不变
2	中国证券金融股份有限公司	896,934,967	5.03%	不变
3	香港中央结算有限公司	304,867,776	1.71%	比上期减少
4	中央汇金资产管理有限责任公司	209,375,400	1.17%	不变
5	上海电气控股集团有限公司	199,906,600	1.12%	比上期增加
6	银华基金-农业银行-银华中证金融资产管理计划	142,500,300	0.80%	不变
7	易方达基金-农业银行-易方达中证金融资产管理计划	142,500,300	0.80%	不变
8	广发基金-农业银行-广发中证金融资产管理计划	142,500,300	0.80%	不变
9	工银瑞信基金-农业银行-工银瑞信中证金融资产管理计划	142,500,300	0.80%	不变
10	大成基金-农业银行-大成中证金融资产管理计划	142,500,300	0.80%	不变
11	嘉实基金-农业银行-嘉实中证金融资产管理计划	142,500,300	0.80%	不变
12	博时基金-农业银行-博时中证金融资产管理计划	142,500,300	0.80%	不变
13	南方基金-农业银行-南方中证金融资产管理计划	142,500,300	0.80%	不变
14	华夏基金-农业银行-华夏中证金融资产管理计划	142,500,300	0.80%	不变
15	中欧基金-农业银行-中欧中证金融资产管理计划	142,500,300	0.80%	不变
16	合计	12,074,797,314	67.71%	--

资料来源：公司公告；2022年一季报，iFind，川财证券研究所

二、营业务结构和变化

2.1 主要业务和产品

2.1.1. 主营业务概述

公司是国家能源集团控股的全国性上市发电公司，主要经营业务为电力、热力生产及销售，产业涉及火电、水电、风电、光伏发电及煤炭等领域，分布在全国 28 个省、市、自治区，在华东、华南、华中等经济发达地区火电权益装机占总权益装机比例为 67.06%。公司业绩主要受发电量（供热量）、电价（热价）及燃料价格直接影响，技术创新、发展战略等对公司业绩产生长期驱动作用。

公司全面提速新能源发展，抢抓“十四五”重要战略机遇期，全线推进新能源项目开发，2021 年新投产风电和光伏并网装机 89.34 万千瓦，其中风电装机容量 73.95 万千瓦，分布在江西、安徽、山东等区域；光伏发电装机容量 15.39 万千瓦，分布在浙江、江苏、宁夏等区域。截至 2021 年底，公司已完成核准或备案的风电装机 47 万千瓦，光伏发电装机 609.19 万千瓦；完成 7 个新能源项目并购，共计 94.105 万千瓦，包括并购正泰新能源 51.205 万千瓦分布式光伏项目。

公司稳步推进常规能源开发，2021 年公司新投产火电装机容量为 105 万千瓦，包括内蒙古上海庙 1 号机 100 万千瓦、北仑三期增容 5 万千瓦；在建火电机组 350.4 万千瓦，主要为上海庙项目 3x100 万千瓦、邯郸东郊 50.4 万千瓦；在建水电机组 394.65 万千瓦，主要为新疆开都河霍尔古吐 42.65 万千瓦、大渡河公司双江口 200 万千瓦、金川 86 万千瓦，枕头坝二级 30 万千瓦、沙坪一级 36 万千瓦。

1、火电业务是核心业务，发电效率逐步提高。

截至 2021 年末，公司权益装机容量 4976.67 万千瓦，其中火电 3287.62 万千瓦，占比 66.06%。公司火电发电机组平均供电煤耗为 295.47 克/千瓦时，较上年下降 2.61 克/千瓦时；厂用电率 4.03%，较上年下降 0.01 个百分点，其中火电 4.75%，同比降低 0.10 个百分点；水电 0.20%，同比持平；风电 0.21%，同比降低 0.08 个百分点；光伏发电 0.45%，同比持平。公司火电机组平均等效可用系数 92.74%。

2、风电光伏增长加速，水电贡献收入增加。

2021 年，公司累计完成发电量 4640.96 亿千瓦时，上网电量 4403.79 亿千瓦时，较上年分别增长 9.69%和 9.74%，火电企业累计完成发电量 3895.91 亿千瓦时，上网电量 3667.83 亿千瓦时，较上年分别增长 11.94%和 12.14%；水电企业累计完成发电量 588.78 亿千瓦时，上网电量 584.24 亿千瓦时，较上年分别降低 4.17%和 4.20%；风电企业累计完成发电量 151.97 亿千瓦时，上网电量 147.54 亿千瓦时，较上年分别增长 14.32%和 14.25%；光伏企业累计完成发电量 4.29 亿千瓦时，上网电量 4.17 亿千瓦时，较上年分别增长 34.47%和 31.40%。2021 年，公司实现营业收入 1681.85 亿元，比上年同期增加了 16.55%；归属于上市公司股东的净利润实现-19.68 亿元，同比减少



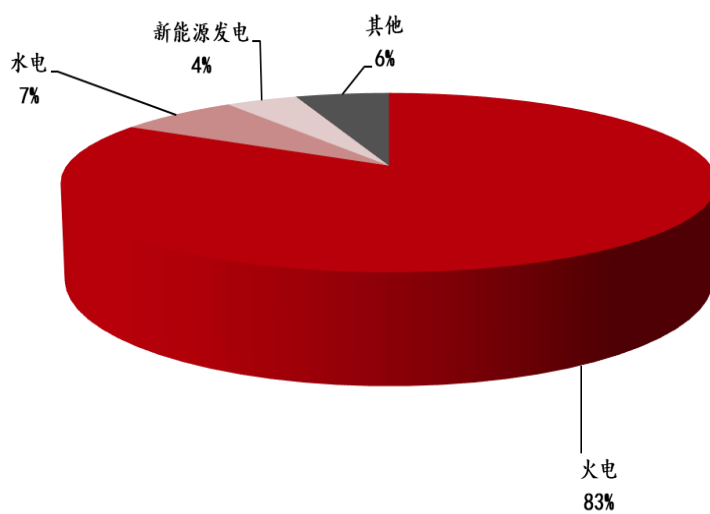
146.48%，其中水电板块净利润 25.00 亿元，风电及光伏板块净利润 13.04 亿元。基本每股收益-0.109 元/股，比上年同期减少了 150.00%。

2.1.2. 主营业务结构

受火电拖累，公司业绩下降，新能源成为利润主要来源。公司 2021 年实现总营业收入 1681.9 亿元，同比增加 16.6%，2022Q1，实现营收 467.84 亿元，同比增长 19.8%；2021 年实现归母净利润-19.7 亿元，同比下降 146.5%，主要系燃煤价格上涨导致公司火力发电业务营业成本较去年同期上升所致，2022Q1 归母净利润扭亏为盈，为 10.36 亿元。2021 年公司火电业务的入炉标煤单价为 900.42 元/吨，同比增长 291.49 元/吨，涨幅 47.87%。

电力为公司主要的收入来源，近 5 年占公司总营收的比重均超过 85%，2021 年进一步上涨至 94.5%，公司其他业务则包含热力、化工、煤炭销售等行业；在电力行业收入中，火电业务收入占比最大，2021 年占公司电力行业营收比重达 85%。因此，煤价持续走高造成公司火电板块业绩由盈转亏是公司整体净利润下降的主要原因，该部分净利润亏损 59 亿元；水电、新能源成为公司利润主要来源，分别贡献利润 25 亿元和 13 亿元。

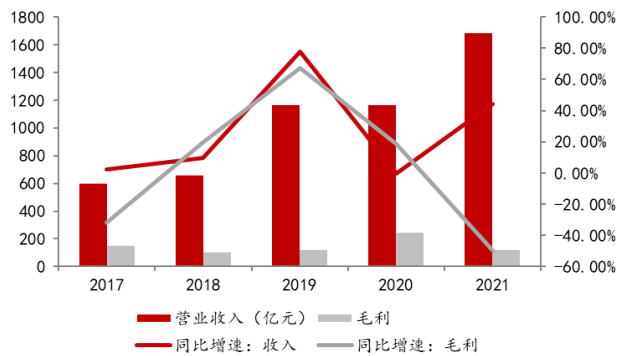
图 2：公司主营业务分布



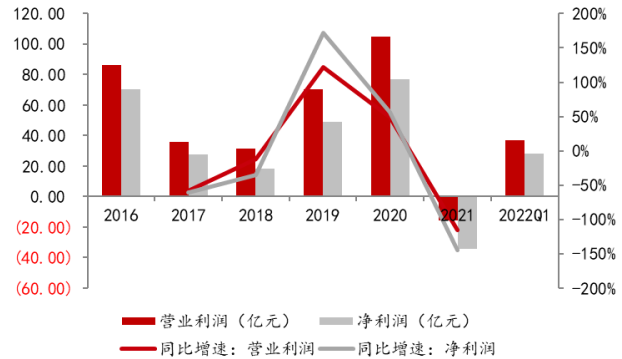
资料来源：公告；公司年报，iFinD，川财证券研究所，时间截至 2021 年底

2.1.3. 收入、利润和盈利能力变化

2022Q1 营收同比+19.83%，业绩实现正盈利。2021 年公司实现营业收入 1681.85 亿元，调整后同比+16.55%；受制于煤价大涨，归母净利润亏损 18.45 亿元，调整后同比-142.38%。受益于 2022Q1 平均电价环比上年 Q4+15.39%、动力煤价格环比回落，公司实现营收 467.84 亿元，调整后同比+19.83%，实现业绩 10.56 亿元（2021Q4 亏损 37.11 亿元）。

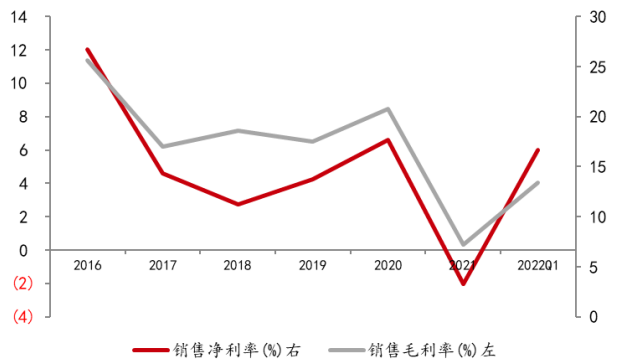
图 3：历年收入和毛利变化（单位：亿元）


资料来源：公司公告，iFind，川财证券研究所

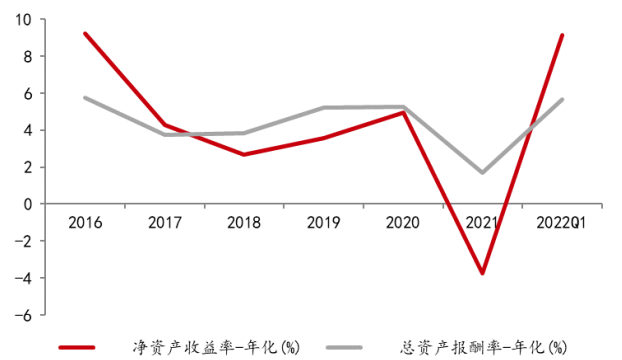
图 4：历年营业利润和净利润（单位：亿元）


资料来源：公司公告，iFind，川财证券研究所

从板块净利润来看，目前清洁能源业务已成为公司主要利润来源，2021 年公司火电板块实现净利润-59 亿元，水电板块实现净利润 25 亿元，风电及光伏板块实现净利润 13.04 亿元，清洁能源业务对公司业绩构成显著支撑。在清洁能源业务毛利率远高于火电业务的情况下，伴随未来新能源业务不断扩张，公司盈利能力有望持续改善。

图 5：销售毛利率和净利率变化（%）


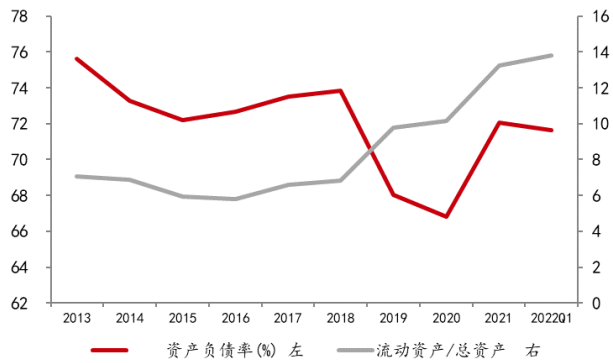
资料来源：公司公告，iFind，川财证券研究所

图 6：投资回报情况（单位：亿元）


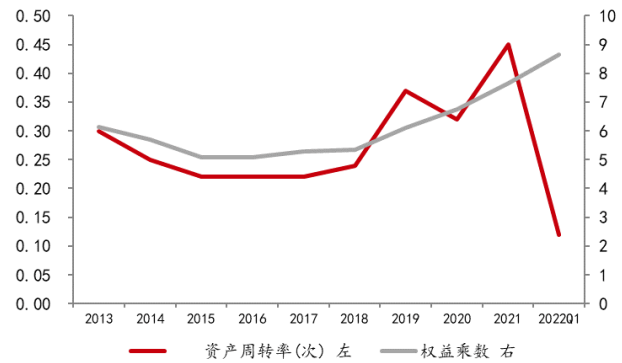
资料来源：公司公告，iFind，川财证券研究所

2021 年，公司共采购煤炭 1.91 亿吨，其中长协煤总量 1.75 亿吨，占比 92%，入炉标煤量 1.20 亿吨，入炉标煤单价 900.42 元/吨，同比增长 291.49 元/吨，涨幅 47.87%；入厂、入炉标煤单价差 6.59 元/吨，同比减少 9.33 元/吨，节约厂间费用约 11.22 亿元。公司资产负债率维持高位，充足现金流支撑快速发展。一方面，伴随常规能源板块的稳步发展及新能源装机容量高速扩张，公司资产负债率维持高位；另一方面，2021 年末公司现金余额达 115.8 亿元，在业绩亏损的情况下现金流仍较为充足且保持增长态势，有望支撑公司快速发展。

图 7：负债结构和流动性（%）
图 8：杠杆运用和资产运营状况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所



资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

2.2 公司的主要业务布局和发展战略规划

2.1.4. 公司最近战略总结

“十四五”规划对新能源发展提出明确目标和路径。《“十四五”现代能源体系规划》提出，要加快能源结构绿色低碳转型。聚焦 2025 年非化石能源消费比重达到 20% 的目标，重点加快发展风电、太阳能发电，积极安全有序发展核电，因地制宜开发水电和其他可再生能源，增强清洁能源供给能力。推动构建新型电力系统，促进新能源占比逐渐提高。加大力度规划建设以大型风电光伏基地为基础、以其周边清洁高效先进节能的煤电为支撑、以稳定安全可靠的特高压输变电线路为载体的新能源供给消纳体系，在沙漠、戈壁、荒漠规划建设大型风电光伏基地，是稳步快速且有保障地提高新能源供给能力的重要途径。在电源侧、电网侧、需求侧提升电力系统灵活调节能力，适应大规模新能源并网要求。通过全面落实淘汰落后机组、对高煤耗机组分类实施改造升级、加大力度整治和规范自备电厂运行、推广机组新型节能降碳技术等措施，全力促进煤电清洁低碳转型。

电力市场方面，预计 2022 年底全口径发电装机容量达到 26 亿千瓦左右，其中，非化石能源发电装机将有望首次达到总装机规模的 50%；2022 年全年全社会用电量同比增长 5%-6%。《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》提出燃煤发电电量原则上全部进入电力市场，燃煤发电市场交易电价上下浮动范围原则上扩大为不超过 20%，高耗能企业市场不受上浮 20% 限制。《关于加快建设全国统一电力市场体系的指导意见》指出，到 2025 年全国统一电力市场体系初步建成，有利于新能源、储能等发展的市场交易和价格机制初步形成。

煤炭市场方面，2022 年以来地缘政治冲突导致全球能源价格加速上涨，引发国内进口煤量缩价涨。国家有关部委连续出台一系列“保供稳价”政策措施，《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》进一步明确了中长期合同的基准价和浮动范围，并与电价调节机制形成联动，后续，又出台了《煤炭市场价格监测方案》和《煤炭生产成本调查方案》，将有利于煤炭价格回归到合理区间，也有利于改善煤电企业的经营状况。

资金市场方面，受疫情、通货膨胀等因素影响，全球经济复苏明显放缓，美联储开启



加息通道，且加息幅度大幅提升，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，人民银行货币政策执行报告提出稳健的货币政策要灵活适度，加大跨周期调节力度，着力稳定宏观经济大盘，推动经济行稳致远。

2.1.5. 转型思路

公司坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，认真贯彻落实“四个革命、一个合作”能源安全新战略，牢牢把握“打造常规电力能源转型排头兵、新能源发展主力军、世界一流企业建设引领者”的战略定位，加快建设具有全球竞争力的世界一流电力公司。公司将加快低碳化、高端化、服务化、数字化转型发展。一是加快低碳化转型，加快新能源规模化开发和煤电扩容升级，“十四五”期间新增新能源装机 3500 万千瓦，公司清洁能源装机占比达到 40%以上；进一步优化资源布局 and 结构，夯实公司新能源发展基本盘；加快推进场站式项目开发，跟踪各省区竞配政策，打造更多小型新能源基地。二是加快高端化转型，瞄准世界一流企业标准，积极推进资产结构优化、管理高效推动、经营稳健增长和创新引领见效，确保各项生产经营发展指标全面领先，推动公司在新兴电力系统建设中实现高标准、高质量、高效益；三是加快服务化转型，充分利用传统电力企业优势，推进综合能源开发，持续拓展多能供应业务，提升服务城市、服务园区发展能力，努力将每一个火电企业打造成区域能源中心、效益中心和发展中心；四是加快数字化转型，加快打造具有特色的工业互联网，以数字化对企业生产、经营、管理赋能，推进全产业提质增效、全要素效能提升、全链条价值重塑，不断提升新型电力系统服务水平。

三、投资建议

3.1 投资逻辑和观点

3.1.1 火电企稳，水电盈利向上，新能源具备成长空间

2021年末公司控股装机量达到99.81GW；权益装机49.77GW，其中火电、水电、风光装机分别占比66%、21%、13%。公司背靠国家能源集团，2021年长协煤占比达91.6%，在煤炭价格高企的情况下，公司的火电盈利能力较同业处于领先地位。2022Q1实现营收467.84亿元、归母净利润10.56亿元。2021年公司火电资产质量得到大幅提升，置换优质火电超11GW。随着当前保供稳价政策的推进，火电盈利改善后，未来每年可提供500亿元左右的现金流，将有力支撑新能源的投资，未来光伏等项目具备成长空间。

3.1.2 煤炭稳价保供，火电板块有望迎来修复

2021年煤炭价格走高，公司火电板块营业成本同比上升40.1%，业绩出现亏损。但公司通过技术优势，适当降低了火电成本，通过机组灵活性改造，与中国神华的煤电协同优势下，火电业务的度电成本优于同业其他企业，亏损相对较小。2022年，煤炭保供和市场化交易电价浮动范围上调等一系列政策逐渐落地，公司火电板块毛利率将呈现回升态势，业绩有望改善。

3.1.3 集团能源主力军，“十四五”期间新能源转型加速

公司十四五期间拟新增风光35GW，其中2022年公司拟投产新能源4.84GW。公司新能源存量方面，公司抢抓新能源产业发展窗口期，装机规模快速扩张，截至2021年底，风光装机容量达743.65万千瓦，项目分布于全国多个省份。依托于当地优质风力资源及消纳外送能力，公司风电可利用小时数高于全国平均水平。增量方面，公司作为国家能源集团新能源发展的“三驾马车”之一，新能源开发进一步提速，“十四五”期间计划新增新能源装机3500万千瓦，占比将超40%。另外，公司新老业务协同发展有望提升其项目获取能力，助力实现新能源转型加快。

3.2 盈利预测与估值比较

3.2.1 盈利预测

1. 近期关键财务数据

2022Q1 营收同比+19.83%，业绩实现正盈利。2021年公司实现营业收入1681.85亿元，调整后同比+16.55%；受制于煤价大涨，归母净利润亏损18.45亿元，调整后同比-142.38%。受益于2022Q1平均电价环比上年Q4+15.39%、动力煤价格环比回落，公司实现营收467.84亿元，调整后同比+19.83%，实现业绩10.56亿元。

从板块净利润来看，目前清洁能源业务已成为公司主要利润来源，2021年公司火电板



块实现净利润-59 亿元，水电板块实现净利润 25 亿元，风电及光伏板块实现净利润 13.04 亿元，清洁能源业务对公司业绩构成显著支撑。在清洁能源业务毛利率远高于火电业务的情况下，伴随未来新能源业务不断扩张，公司盈利能力有望持续改善。

2. 盈利预测假设：

截至 2021 年底，公司可控火电装机 77.40GW，可控水电装机 14.97GW，可控风电装机 7.07GW，可控光伏装机 0.37GW。结合公司 2021 年在建项目装机容量和十四五新增 35GW 新能源目标，2024 年累计在运装机火电将达 81.50GW，水电将达 16.40GW，风电将达 15.60GW，光伏将达到 14.80GW。

此外，根据《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》进一步明确了中长期合同的基准价和浮动范围，火电在第三季度毛利率随着煤炭价格受到压制，其业务毛利率将有所增加。

3. 盈利预测结论：

我们预计 2022-2024 年，公司可实现营业收入 1886.10、1971.45 和 2066.12 亿元；毛利率分别为 13.19%、13.85%、13.89%。归属母公司净利润 50.19、73.83 和 93.62 亿元。总股本 178.36 亿股，对应 EPS0.28、0.41 和 0.52 元。

3.2.1 估值比较

2022 年 6 月 27 日，股票收盘价 3.72 元，对应市值 663 亿元，2022-2024 年 PE 约为 13、9 和 7 倍。首次覆盖，我们给与“增持”评级。

表格 2.可比公司估值

序号	代码	公司	股价/元	市值/亿元		EPS/元			PE			PB	ROE
				总计	流通	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	最新	21
1	600011	华能国际	7.12	940	783	-0.92	0.50	0.66	-7.75	14.09	10.83	1.06	1.99
2	600886	国投电力	10.10	753	704	0.30	0.80	0.89	33.39	12.59	11.27	0.90	1.61
3	601991	大唐发电	2.43	372	301	-0.57	0.12	0.17	-4.24	20.40	14.54	0.73	1.56
4	600027	华电国际	3.82	352	311	-0.57	0.35	0.44	-6.75	10.88	8.68	1.05	0.95
5	000027	深圳能源	6.33	301	301	0.43			14.80			0.75	1.06
6	600642	申能股份	5.71	281	257	0.20	0.61	0.70	28.86	9.29	8.13		0.91
7	600021	上海电力	10.11	265	265	-0.79	0.88	1.24	-12.84	11.14	8.03		1.82
8	600863	内蒙华电	3.78	247	247	0.12	0.46	0.56	31.78	8.31	6.82		1.78
9	600098	广州发展	6.75	239	182	0.07			90.72				1.02
10	600578	京能电力	3.11	208	208	-0.43	0.11	0.19	-7.21	29.09	16.66		1.02
11	000875	吉电股份	7.37	206	180	0.16	0.37	0.50	46.76	19.91	14.79		1.89
12	000767	晋控电力	3.78	116	110	0.00	0.07	0.09	1557.55	56.11	43.01		1.51
13	000543	皖能电力	4.13	94	74	-0.58	0.19	0.30	-7.15	21.10	13.58	2.65	0.75
14	600726	*ST 华源	2.54	43	43	-1.89			-1.34			1.22	-1.67
	小计	几何平均	5.38	338	308	-0.31	0.40	0.51	-92.05	18.74	13.79	1.18	5.38

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所，数据更新于 2022/6/28

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明



盈利预测

财务报表预测及比率分析

资产负债表

会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	10421.63	9426.99	11765.18	18861.05	19714.51	20661.18
应收票据及账款	16204.21	17704.87	22151.77	24841.95	25966.05	27212.91
预付账款	901.16	1508.56	3914.06	4389.39	4588.01	4808.33
其他应收款	1606.78	2385.58	3196.35	3584.53	3746.73	3926.64
存货	4158.75	3091.79	7254.00	7613.76	7898.09	8273.88
其他流动资产	2422.36	2089.65	4437.22	4976.09	5201.25	5451.01
流动资产总计	35714.89	36207.44	52718.57	64266.77	67114.64	70333.96
长期股权投资	19792.93	20313.25	13601.04	14914.04	16227.04	17540.04
固定资产	273138.01	262980.08	267775.68	232272.23	195570.91	157671.73
在建工程	19909.56	22351.69	45875.58	38229.65	30583.72	22937.79
无形资产	8681.02	8638.17	9394.59	7880.05	6355.26	4820.23
长期待摊费用	179.97	140.38	279.22	139.61	0.00	0.00
其他非流动资产	7431.48	6706.34	8264.14	8203.81	8126.27	8048.74
非流动资产合计	329132.96	321129.91	345190.25	301639.38	256863.20	211018.52
资产总计	364847.85	357337.35	397908.82	365906.15	323977.84	281352.48
短期借款	34846.73	32224.46	37798.49	39201.33	24036.39	4.08
应付票据及账款	16427.22	18265.61	28924.47	30358.99	31492.70	32991.11
其他流动负债	40370.98	48333.52	58508.36	61507.21	63816.08	66853.12
流动负债合计	91644.93	98823.59	125231.33	131067.53	119345.17	99848.31
长期借款	129182.70	120763.03	141695.43	94561.62	50680.66	10212.25
其他非流动负债	27371.69	19213.09	19809.65	19809.65	19809.65	19809.65
非流动负债合计	156554.39	139976.12	161505.08	114371.27	70490.31	30021.90
负债合计	248199.31	238799.71	286736.41	245438.80	189835.47	129870.21
股本	19650.40	19650.40	17835.62	17835.62	17835.62	17835.62
资本公积	6059.80	6049.01	1392.61	1392.61	1392.61	1392.61
留存收益	28221.42	27267.01	26574.26	31592.75	38976.12	48338.23
归属母公司权益	53931.61	52966.41	45802.49	50820.98	58204.35	67566.46
少数股东权益	62716.93	65571.23	65369.93	69646.37	75938.02	83915.81
股东权益合计	116648.54	118537.65	111172.41	120467.36	134142.37	151482.27
负债和股东权益合计	364847.85	357337.35	397908.82	365906.15	323977.84	281352.48

利润表

会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	116599.29	116421.16	168185.48	188610.49	197145.10	206611.85
营业成本	96187.97	92221.11	155991.82	163728.27	169842.42	177923.47
税金及附加	1795.15	1860.02	2312.84	2593.72	2711.08	2841.27
销售费用	151.65	190.09	43.70	49.01	51.23	53.69
管理费用	1063.94	1104.44	1744.27	1956.10	2044.62	2142.80
研发费用	319.64	373.84	496.52	556.82	582.02	609.97
财务费用	9415.13	8730.85	7935.87	7350.38	4830.04	1928.88
资产减值损失	-1570.70	-1607.87	-1841.90	-2065.59	-2159.06	-2262.74
信用减值损失	-2862.87	-4437.88	-3291.37	-5170.58	-5404.55	-5664.07
其他经营损益	-0.00	0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
投资收益	3096.40	4017.05	3256.40	3456.62	3456.62	3456.62
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	295.05	189.94	193.49	226.16	226.16	226.16
其他收益	391.25	378.56	439.85	403.22	403.22	403.22
营业利润	7014.93	10480.62	-1583.08	9226.02	13606.09	17270.98
营业外收入	543.68	129.77	398.60	357.35	357.35	357.35
营业外支出	318.64	208.47	338.18	288.43	288.43	288.43
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	7239.98	10401.92	-1522.65	9294.94	13675.01	17339.90
所得税	2320.84	2694.75	1895.19	-0.00	-0.00	-0.00
净利润	4919.13	7707.17	-3417.85	9294.94	13675.01	17339.90
少数股东损益	3050.44	5074.08	-1572.49	4276.45	6291.64	7977.80
归属母公司股东净	1868.69	2633.09	-1845.35	5018.50	7383.37	9362.10
EBITDA	35399.93	35803.91	24195.70	61526.40	64594.23	66426.46
NOPLAT	10962.79	14093.75	13825.56	17914.27	19215.28	19335.87
EPS(元)	0.10	0.15	-0.10	0.28	0.41	0.52

主要财务比率

会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力						
营收增长率	78.04%	-0.15%	44.46%	12.14%	4.52%	4.80%
营业利润增长率	122.40%	49.40%	-115.10%	682.79%	47.48%	26.94%
EBIT增长率	56.00%	14.88%	-66.48%	159.55%	11.17%	4.13%
EBITDA增长率	52.79%	1.14%	-32.42%	154.29%	4.99%	2.84%
归母净利润增长率	36.47%	40.91%	-170.08%	371.95%	47.12%	26.80%
经营现金流增长率	45.59%	8.30%	-33.79%	143.78%	9.37%	5.37%
盈利能力						
毛利率	17.51%	20.79%	7.25%	13.19%	13.85%	13.89%
净利率	4.22%	6.62%	-2.03%	4.93%	6.94%	8.39%
营业利润率	6.02%	9.00%	-0.94%	4.89%	6.90%	8.36%
ROE	3.46%	4.97%	-4.03%	9.87%	12.69%	13.86%
ROA	0.51%	0.74%	-0.46%	1.37%	2.28%	3.33%
ROIC	5.35%	5.06%	5.13%	6.22%	7.63%	9.37%
估值倍数						
P/E	35.51	25.20	-35.95	13.22	8.99	7.09
P/S	0.57	0.57	0.39	0.35	0.34	0.32
P/B	1.30	1.33	1.51	1.36	1.18	1.01
股息率	1.48%	1.08%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EV/EBIT	16.26	13.63	46.62	16.06	11.59	8.20
EV/EBITDA	7.65	7.28	12.36	4.34	3.32	2.38
EV/NOPLAT	24.71	18.50	21.62	14.92	11.17	8.17

现金流量表

会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税后经营利润	4919.13	7707.17	-3417.85	6279.46	11630.51	16107.84
折旧与摊销	18744.83	16671.14	17782.48	44881.07	46089.18	47157.68
财务费用	9415.13	8730.85	7935.87	7350.38	4830.04	1928.88
投资损失	-3096.40	-4017.05	-3256.40	-3456.62	-3456.62	-3456.62
营运资金变动	-692.66	1851.12	97.77	-18.97	1448.17	2262.81
其他经营现金流	4431.76	5578.57	5038.10	3911.55	3928.76	3928.76
经营性现金净流量	33721.79	36521.79	24179.97	58946.89	64470.04	67929.34
资本支出	1705.78	22187.57	20802.82	0.00	0.00	0.00
长期投资	-1470.89	-157.90	-4394.48	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-11687.82	-34217.26	-36936.82	1230.34	259.36	-553.08
投资性现金净流量	-11452.93	-12187.59	-20528.49	1230.34	259.36	-553.08
短期借款	10804.53	-2622.27	5574.03	1402.84	-15164.94	-24032.31
长期借款	18040.67	-8419.67	20932.40	-47133.81	-43880.96	-40468.41
普通股增加	0.00	0.00	-1814.78	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	704.80	-10.79	-4656.40	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-46695.11	-14276.37	-22934.72	-7350.38	-4830.04	-1928.88
筹资性现金净流量	-17145.12	-25329.10	-2899.47	-53081.35	-63875.94	-66429.59
现金流量净额	5123.74	-994.90	751.37	7095.87	853.46	946.67

风险提示

燃料价格上涨超预期；
新布局的低碳能源项目投产及运行低于预期。

相关报告

【川财研究】通裕重工（300185）2021 年报和一季报点评：21 年核心业务毛利率超预期下行，二季度有望见底回升(20220429)

【川财研究】利君股份（002651）2021 年报和一季报点评：22 年一季度业绩略超预期，疫情管制带来二季度增长的不确定(20220427)

【川财研究】新莱应材（300260）2021 年报和一季报点评：公司业绩持续超预期，半导体业务景气度持续高位(20220426)

【川财研究】沪电股份（002463）2021 年报和一季报点评：21 年业绩低于预期，公司业绩修复程度受 22 年芯片出货量影响(20220426)

【川财研究】锋龙股份（002931）2021 年报和一季报点评：公司毛利率修复情况低于我们预期，疫情制约公司二季度经营发力(20220423)

【川财研究】杭氧股份（002430）2021 年报点评：气体业务稳步发展，装备业务期待石化和氢能发力(20220329)

川财证券

川财证券有限责任公司成立于1988年7月,前身为经四川省人民政府批准、由四川省财政出资兴办的证券公司,是全国首家由财政国债中介机构整体转制而成的专业证券公司。经过三十余载的变革与成长,现今公司已发展成为由中国华电集团资本控股有限公司、四川省国有资产经营投资管理有限责任公司、四川省水电投资经营集团有限公司等资本和实力雄厚的大型企业共同持股的证券公司。公司一贯秉承诚实守信、专业运作、健康发展的经营理念,矢志服务客户、服务社会,创造了良好的经济效益和社会效益;目前,公司是中国证券业协会、中国国债协会、上海证券交易所、深圳证券交易所、中国银行间市场交易商协会会员。

研究所

川财证券研究所目前下设北京、上海、深圳、成都四个办公区域。团队成员主要来自国内一流学府。致力于为金融机构、企业集团和政府部门提供专业的研究、咨询和调研服务,以及投资综合解决方案。



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并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明