

新能源转型提速, 火电成本有望持续下降

投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 22H1 公司完成发电量 2155.3 亿千瓦时, 上网电量 2047.6 亿千瓦时, 按照可比口径较上年同期分别增长 2.8% 和 2.8%; 参与市场化交易电量占上网电量的 92.4%; 平均上网电价 0.4400 元/千瓦时。
- **新能源转型提速, 22H1 风光装机增长 1.5GW。** 截至 2022 年 6 月 30 日, 公司合并报表口径控股装机容量 100.4GW, 其中火电 76.5GW, 水电 15.0GW, 风电 7.5GW, 光伏 1.5GW, 清洁能源装机占比 23.8%, 较 2021 年底上升 1.3pp; 公司装机规模较 2021 年底上升 0.6GW, 其中火电装机量减少 0.9GW, 风电装机量上升 0.4GW, 光伏装机量上升 1.1GW。公司明确 2022 年将加快新能源开发, 计划获取新能源资源超过 10GW, 核准 9.3GW, 新能源装机增速有望加快。
- **风光装机增长驱动发电量提升, 火电电价上升有望带动业绩增长。** 22H1 公司完成发电量 2155.3 亿千瓦时 (+2.8%), 上网电量 2047.6 亿千瓦时 (+2.8%), 其中火电上网电量 1728.4 亿千瓦时 (+1.9%), 水电上网电量 230.0 亿千瓦时 (+7.6%), 风电上网电量 82.4 亿千瓦时 (+3.8%), 光伏上网电量 6.9 亿千瓦时 (+241.6%)。风光新增装机带动了发电量的增加, 来水情况好转也有利于水力发电量的增加。22H1 公司参与市场化交易电量占上网电量的 92.4%, 较 21H1 同比提高 30.3pp, 较上年年末提高 29.3pp。22H1 公司平价上网电价 0.4400 元/千瓦时, 较同期增长 0.0906 元/千瓦时, 较上年年末增长 0.0816 元/千瓦时。目前市场化竞价水平普遍高于当地标杆电价, 市场化交易电量提高有助于提高公司营业收入。
- **电煤长协履约率有望进一步落实, 公司火电成本有望持续下降。** 全国煤炭交易中心在《关于加快推进 2022 年电煤中长期合同补签换签相关工作的公告》中明确加快推进 2022 年电煤中长期合同补签换签相关工作, 发电供热企业年度用煤扣除进口煤后应实现中长期合同全覆盖, 尽快达到三个“100%”的目标要求。长协煤炭资源比例及兑现率的提升有助于公司控制火电成本, 扭转亏损局面。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 22-24 年归母净利润分别为 47.9 亿元/62.5 亿元/79.7 亿元; 考虑到公司拥有火电成本优势, 各业务协同效应显著, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 煤价上行风险, 新能源发展不及预期, 市场化交易不及预期。

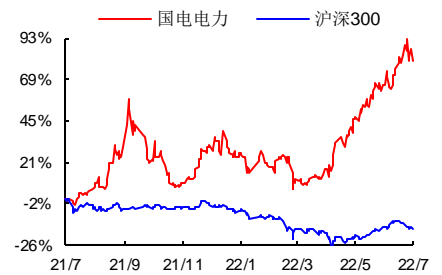
| 指标/年度 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 168185.48 | 192944.94 | 213623.66 | 228405.36 |
| 增长率 | 44.46% | 14.72% | 10.72% | 6.92% |
| 归属母公司净利润(百万元) | -1845.35 | 4791.14 | 6252.79 | 7965.12 |
| 增长率 | -170.08% | 359.63% | 30.51% | 27.39% |
| 每股收益 EPS(元) | -0.10 | 0.27 | 0.35 | 0.45 |
| 净资产收益率 ROE | -3.07% | 7.88% | 9.49% | 11.02% |
| PE | -39.6 | 15.3 | 11.7 | 9.2 |
| PB | 0.66 | 0.60 | 0.55 | 0.51 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷
执业证号: S1250515090004
电话: 023-67610701
邮箱: wyting@swsc.com.cn
联系人: 池天惠
电话: 13003109597
邮箱: cth@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|--------------|-----------|
| 总股本(亿股) | 178.36 |
| 流通 A 股(亿股) | 178.36 |
| 52 周内股价区间(元) | 2.21-4.39 |
| 总市值(亿元) | 731.26 |
| 总资产(亿元) | 3,814.08 |
| 每股净资产(元) | 2.59 |

相关研究

1. 国电电力(600795): 火电成本占优, 风光高速发展 (2022-05-13)

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 现金流量表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 营业收入 | 168185.48 | 192944.94 | 213623.66 | 228405.36 | 净利润 | -3417.85 | 9582.27 | 12505.57 | 15930.25 |
| 营业成本 | 155991.82 | 168758.69 | 184281.45 | 193326.58 | 折旧与摊销 | 17655.30 | 24627.54 | 25930.40 | 27590.35 |
| 营业税金及附加 | 2312.84 | 2849.29 | 3125.40 | 3318.64 | 财务费用 | 7935.87 | 8026.08 | 8768.34 | 9602.99 |
| 销售费用 | 43.70 | 171.90 | 171.80 | 169.57 | 资产减值损失 | -1841.90 | -1500.00 | -1500.00 | -1500.00 |
| 管理费用 | 1744.27 | 1904.09 | 2130.35 | 2285.03 | 经营营运资本变动 | 9147.79 | 1301.96 | 1227.44 | 160.93 |
| 财务费用 | 7935.87 | 8026.08 | 8768.34 | 9602.99 | 其他 | -5299.24 | -1496.29 | -1500.54 | -1500.35 |
| 资产减值损失 | -1841.90 | -1500.00 | -1500.00 | -1500.00 | 经营活动现金流净额 | 24179.97 | 40541.56 | 45431.21 | 50284.17 |
| 投资收益 | 3256.40 | 3000.00 | 3000.00 | 3000.00 | 资本支出 | -29443.37 | -50000.00 | -55000.00 | -60000.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | 8914.88 | 2945.61 | 3018.14 | 2993.95 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -20528.49 | -47054.39 | -51981.86 | -57006.05 |
| 营业利润 | -1583.08 | 12734.87 | 16646.33 | 21202.55 | 短期借款 | 5574.03 | 5752.91 | -171.20 | 2696.06 |
| 其他非经营损益 | 60.42 | 41.49 | 27.77 | 37.78 | 长期借款 | 14818.05 | 17000.00 | 18000.00 | 19000.00 |
| 利润总额 | -1522.65 | 12776.36 | 16674.10 | 21240.33 | 股权融资 | -6471.18 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 1895.19 | 3194.09 | 4168.52 | 5310.08 | 支付股利 | -835.89 | 922.68 | -2395.57 | -3126.39 |
| 净利润 | -3417.85 | 9582.27 | 12505.57 | 15930.25 | 其他 | -15984.48 | -9633.44 | -6814.72 | -10369.63 |
| 少数股东损益 | -1572.49 | 4791.14 | 6252.79 | 7965.12 | 筹资活动现金流净额 | -2899.47 | 14042.15 | 8618.52 | 8200.04 |
| 归属母公司股东净利润 | -1845.35 | 4791.14 | 6252.79 | 7965.12 | 现金流量净额 | 751.37 | 7529.32 | 2067.87 | 1478.17 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 财务分析指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 货币资金 | 11765.18 | 19294.49 | 21362.37 | 22840.54 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 27185.34 | 32172.59 | 35578.46 | 37637.96 | 销售收入增长率 | 44.46% | 14.72% | 10.72% | 6.92% |
| 存货 | 7254.00 | 7097.71 | 7805.37 | 8320.74 | 营业利润增长率 | -115.10% | 904.44% | 30.71% | 27.37% |
| 其他流动资产 | 6514.05 | 5373.77 | 6165.00 | 6768.40 | 净利润增长率 | -144.35% | 380.36% | 30.51% | 27.39% |
| 长期股权投资 | 13601.04 | 13601.04 | 13601.04 | 13601.04 | EBITDA 增长率 | -33.09% | 89.05% | 13.12% | 13.73% |
| 投资性房地产 | 120.95 | 175.37 | 157.23 | 163.27 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 310422.76 | 336131.25 | 365536.88 | 398282.57 | 毛利率 | 7.25% | 12.54% | 13.74% | 15.36% |
| 无形资产和开发支出 | 11121.68 | 10799.61 | 10477.54 | 10155.47 | 三费率 | 5.78% | 5.24% | 5.18% | 5.28% |
| 其他非流动资产 | 9923.83 | 9909.87 | 9895.91 | 9881.94 | 净利率 | -2.03% | 4.97% | 5.85% | 6.97% |
| 资产总计 | 397908.82 | 434555.70 | 470579.79 | 507651.92 | ROE | -3.07% | 7.88% | 9.49% | 11.02% |
| 短期借款 | 37798.49 | 43551.40 | 43380.20 | 46076.27 | ROA | -0.86% | 2.21% | 2.66% | 3.14% |
| 应付和预收款项 | 33322.53 | 36924.16 | 40532.04 | 42400.27 | ROIC | 4.97% | 4.98% | 5.59% | 6.20% |
| 长期借款 | 132019.23 | 149019.23 | 167019.23 | 186019.23 | EBITDA/销售收入 | 14.27% | 23.52% | 24.04% | 25.57% |
| 其他负债 | 83596.16 | 83383.54 | 87860.95 | 88564.94 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 286736.41 | 312878.33 | 338792.43 | 363060.70 | 总资产周转率 | 0.45 | 0.46 | 0.47 | 0.47 |
| 股本 | 17835.62 | 17835.62 | 17835.62 | 17835.62 | 固定资产周转率 | 0.64 | 0.73 | 0.80 | 0.82 |
| 资本公积 | 1392.61 | 1392.61 | 1392.61 | 1392.61 | 应收账款周转率 | 9.88 | 8.88 | 8.79 | 8.63 |
| 留存收益 | 22812.63 | 28526.44 | 32383.66 | 37222.39 | 存货周转率 | 29.25 | 23.01 | 24.21 | 23.52 |
| 归属母公司股东权益 | 45802.49 | 51516.30 | 55373.52 | 60212.25 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 110.89% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 65369.93 | 70161.06 | 76413.85 | 84378.97 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 111172.41 | 121677.36 | 131787.37 | 144591.22 | 资产负债率 | 72.06% | 72.00% | 71.99% | 71.52% |
| 负债和股东权益合计 | 397908.82 | 434555.70 | 470579.79 | 507651.92 | 带息债务/总负债 | 62.16% | 64.24% | 64.59% | 66.25% |
| | | | | | 流动比率 | 0.42 | 0.48 | 0.50 | 0.51 |
| | | | | | 速动比率 | 0.36 | 0.42 | 0.44 | 0.46 |
| | | | | | 股利支付率 | -45.30% | -19.26% | 38.31% | 39.25% |
| 业绩和估值指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 每股指标 | | | | |
| EBITDA | 24008.10 | 45388.50 | 51345.07 | 58395.89 | 每股收益 | -0.10 | 0.27 | 0.35 | 0.45 |
| PE | -39.63 | 15.26 | 11.69 | 9.18 | 每股净资产 | 6.23 | 6.82 | 7.39 | 8.11 |
| PB | 0.66 | 0.60 | 0.55 | 0.51 | 每股经营现金 | 1.36 | 2.27 | 2.55 | 2.82 |
| PS | 0.43 | 0.38 | 0.34 | 0.32 | 每股股利 | 0.05 | -0.05 | 0.13 | 0.18 |
| EV/EBITDA | 10.73 | 5.97 | 5.63 | 5.28 | | | | | |
| 股息率 | 1.14% | — | 3.28% | 4.28% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| 行业评级 | 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下 |
| | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|-----|------|-----------------|--------------|------------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理 销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 高级销售经理 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 王昕宇 | 高级销售经理 | 17751018376 | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn |
| | 陈慧琳 | 销售经理 | 18523487775 | 18523487775 | chhl@swsc.com.cn |
| | 薛世宇 | 销售经理 | 18502146429 | 18502146429 | xsy@swsc.com.cn |
| 北京 | 李杨 | 销售总监 | 18601139362 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 销售副总监 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 杜小双 | 高级销售经理 | 18810922935 | 18810922935 | dxsyf@swsc.com.cn |
| | 王兴 | 销售经理 | 13167383522 | 13167383522 | wxing@swsc.com.cn |
| | 来趣儿 | 销售经理 | 15609289380 | 15609289380 | lqe@swsc.com.cn |
| 王宇飞 | 销售经理 | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com | |
| 广深 | 郑龔 | 广州销售负责人 销售经理 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| | 陈慧玲 | 销售经理 | 18500709330 | 18500709330 | chl@swsc.com.cn |
| | 杨新意 | 销售经理 | 17628609919 | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn |
| | 张文锋 | 销售经理 | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn |