

入炉煤价改善，水电受电价结算影响

华泰研究

2022年8月23日 | 中国内地

中报点评

发电

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

5.01

研究员	王玮嘉
SAC No. S0570517050002	wangweijia@htsc.com
SFC No. BEB090	+(86) 21 2897 2079
研究员	黄波
SAC No. S0570519090003	huangbo@htsc.com
SFC No. BQR122	+(86) 755 8249 3570
联系人	李雅琳
SAC No. S0570121040031	liyalin018092@htsc.com
	+(86) 21 2897 2228
联系人	胡知
SAC No. S0570121120004	huzhi019072@htsc.com
	+(86) 21 2897 2228

入炉煤价改善带来火电净利环比增长，水电利润暂受电价结算影响

公司1H22实现营业收入/归母净利润911.6/23.3亿元，同比+20%/-22.4%；对应2Q22营业收入/归母净利润为443.7/12.8亿元，同比+20.2%/+47.3%。1H22营收增长主要系本期发电业务总体量价齐升，归母净利润下降主要系燃料成本同比上涨。考虑公司1H21少数股东损益占比提升，下调22-24年归母净利至55/69/82亿元（前值：62/77/92亿元）。根据公司22年新能源板块归母净利润18.4亿元，水电/火电归母净资产228/394亿元，参考可比公司Wind一致预期22E PE/PB/PB均值22.2/2.1/0.9x，考虑公司新能源/水电资产盈利较可比公司有一定差距及火电可比公司PB一致预期含新能源资产预期，给予公司22E PE/PB/PB预期15.5/1.6/0.7x，扣除永续债权益19.95亿元后目标市值894亿元，目标价5.01元，“买入”评级。

2Q22 入炉标煤单价环比改善，新能源稳步发展

1H22，公司分别完成火电/水电/新能源板块净利润18.63/6.98/14.97亿元，对应2Q22净利润分别为9.76/4.51/7.89亿元，环比增长10%/83%/11%。火电：1H22，公司火电上网电量仅同比下降0.5%，低于全国平均降幅3.9%；平均入炉标煤单价为968.22元/吨，虽同比大幅增长，但低于1Q22的985.51元/吨，说明2Q22公司入炉标煤单价已环比改善。水电：国能大渡河1H22归母净利润同比大幅下降49.26%至4.4亿元，主要系上半年电价结算时序政策变化所致，而非年度平均电价出现显著变化。新能源：1H22公司新增风电/光伏38.87/114.46万千瓦，合计完成全年新增规划的32%。

优化资产布局，拟收购国能大渡河股权及置出宁夏区域火电资产

公司拟收购国家能源集团持有的大渡河公司11%股权，收购价格暂为43.7亿元，对应收购PB(以2022/5/31为基准日)/PE(以2021年归母净利为基准)为1.8x/19.5x。公司还拟向国家能源集团宁夏公司转让宁夏区域资产(2021年度除宁夏销售公司均亏损)，转让价格共计4.03亿元，其中石嘴山一发/大武口热电/宁东一发等净资产评估值为负的公司交易价格为1元，宁夏销售公司/石嘴山有限/大武口分公司对价对应净资产评估值的PB均为1x(以2022/5/31为基准日；石嘴山有限净资产评估值较账面值溢价28%；大武口净资产账面值为0，评估值为0.95亿元)。

目标价5.01元，维持“买入”评级

下调22-24年归母净利至55/69/82亿元。给予公司目标市值894亿元，对应目标价5.01元（前值：4.65元），维持“买入”评级。

风险提示：煤价超预期及长协煤保障不及预期；煤电电价上涨/新能源发展/大渡河水能利用/大渡河电价不及预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	116,421	168,185	202,221	209,259	218,481
+/-%	(0.15)	44.46	20.24	3.48	4.41
归属母公司净利润(人民币百万)	2,633	(1,845)	5,529	6,878	8,243
+/-%	40.91	(170.08)	399.62	24.39	19.85
EPS(人民币，最新摊薄)	0.15	(0.10)	0.31	0.39	0.46
ROE(%)	4.93	(3.74)	11.38	12.75	13.82
PE(倍)	26.69	(38.08)	12.71	10.22	8.52
PB(倍)	1.33	1.53	1.37	1.24	1.12
EV EBITDA(倍)	9.20	14.49	10.33	9.71	8.86

资料来源：公司公告、华泰研究预测

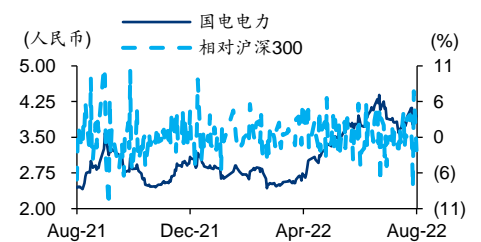
点击查阅华泰证券研究团队介绍和观点



基本数据

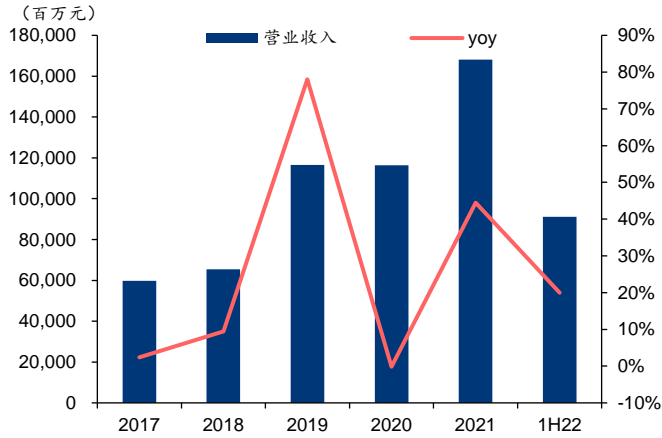
目标价(人民币)	5.01
收盘价(人民币 截至8月22日)	3.94
市值(人民币百万)	70,272
6个月平均日成交额(人民币百万)	622.00
52周价格范围(人民币)	2.41-4.39
BVPS(人民币)	2.69

股价走势图



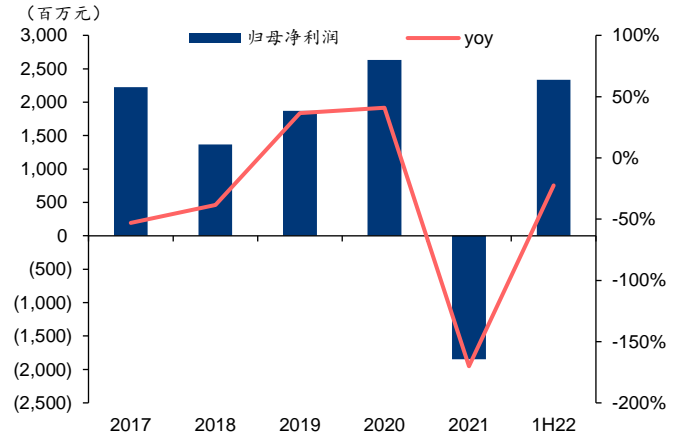
资料来源：Wind

图表1: 公司营业收入及同比增速 (右轴)



资料来源: 公司报告、华泰研究

图表2: 公司归母净利润及同比增速 (右轴)



资料来源: 公司报告、华泰研究

图表3: 新能源板块可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价 (元/股)	市值(mn)	市盈率(x)		市净率(x)		ROE(%)	
				2022/8/22	2022/8/22	22E	23E	22E	23E
龙源电力	001289 CH	23.88	200,161	25.5	21.2	2.8	2.5	11%	12%
三峡能源	600905 CH	6.38	182,599	21.9	17.9	2.4	2.1	11%	12%
节能风电	601016 CH	5.48	27,469	19.4	16.1	2.0	1.7	11%	11%
平均值				22.2	18.4	2.4	2.1	11%	12%

注: 可比公司盈利预测来自 Wind 一致预测

资料来源: Wind、华泰研究

图表4: 水电资产可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价 (元/股)	市值(mn)	市盈率(x)		市净率(x)		ROE(%)	
				2022/8/22	2022/8/22	22E	23E	22E	23E
华能水电	600025 CH	7.19	129,420	18.0	16.7	1.9	1.8	11%	11%
川投能源	600674 CH	13.18	58,091	16.1	14.5	1.7	1.6	11%	11%
长江电力	600900 CH	23.48	533,979	17.9	17.0	2.7	2.6	15%	15%
平均值				17.4	16.1	2.1	2.0	12%	12%

注: 可比公司盈利预测来自 Wind 一致预测

资料来源: Wind、华泰研究

图表5: 火电资产可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价 (元/股)	市值(mn)	市盈率(x)		市净率(x)		ROE(%)	
				2022/8/22	2022/8/22	22E	23E	22E	23E
华能国际	600011 CH	7.94	124,643	27.8	12.5	1.2	1.1	4%	9%
华电国际	600027 CH	5.48	54,087	12.9	9.9	0.8	0.8	7%	9%
华润电力	0836 HK	16.28	78,314	8.2	6.5	0.8	0.7	9%	11%
平均值				16.3	9.6	0.9	0.9	7%	9%

注: 可比公司盈利预测来自 Wind 一致预测

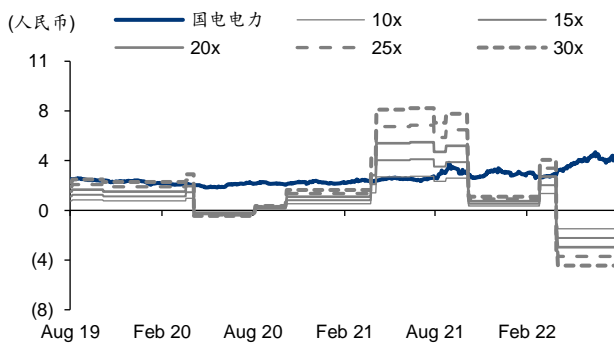
资料来源: Wind、华泰研究

图表6：分部估值

	单位	2022E
新能源业务归母净利润	百万元	1,841
PE	倍	15.5
新能源市值	百万元	28,542
水电归母净资产	百万元	22,752
PB	倍	1.6
水电板块市值	百万元	35,265
火电归母净资产	百万元	39,362
PB	倍	0.7
火电板块市值	百万元	27,553
总市值	百万元	91,360
永续债权益	百万元	1,985
目标市值	百万元	89,375
股份数	百万股	17,836
目标价	元	5.01

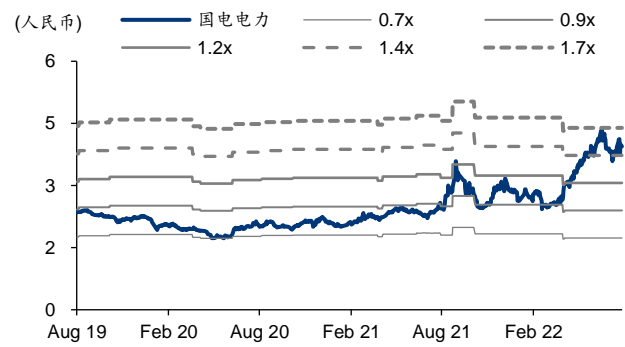
资料来源：华泰研究预测

图表7：国电电力 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表8：国电电力 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	36,207	52,719	59,452	58,230	65,646
现金	9,427	11,765	14,409	14,528	17,413
应收账款	13,623	20,440	20,516	21,866	22,384
其他应收账款	2,386	3,196	3,515	3,430	3,821
预付账款	1,509	3,914	2,606	4,141	2,903
存货	3,092	7,254	8,451	7,888	8,870
其他流动资产	6,172	6,149	9,955	6,378	10,254
非流动资产	321,130	345,190	383,806	423,351	454,371
长期投资	20,313	13,601	15,445	17,289	19,133
固定投资	262,980	266,464	279,825	299,598	319,756
无形资产	8,638	9,395	10,451	11,787	13,396
其他非流动资产	29,198	55,731	78,085	94,677	102,087
资产总计	357,337	397,909	443,258	481,581	520,017
流动负债	98,824	125,231	141,806	150,706	171,127
短期借款	32,224	37,798	37,798	37,798	37,798
应付账款	15,548	21,837	25,536	23,301	26,788
其他流动负债	51,051	65,596	78,471	89,606	106,540
非流动负债	139,976	161,505	179,385	196,362	199,083
长期借款	117,201	132,019	149,899	166,876	169,598
其他非流动负债	22,775	29,486	29,486	29,486	29,486
负债合计	238,800	286,736	321,191	347,068	370,210
少数股东权益	65,571	65,370	70,735	77,963	87,076
股本	19,650	17,836	17,836	17,836	17,836
资本公积	6,049	1,393	1,393	1,393	1,393
留存公积	25,680	22,813	30,439	40,312	52,462
归属母公司股东权益	52,966	45,802	51,332	56,551	62,730
负债和股东权益	357,337	397,909	443,258	481,581	520,017

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	36,522	24,180	38,020	36,365	47,349
净利润	7,707	(3,418)	10,894	14,105	17,356
折旧摊销	16,671	17,782	17,456	18,616	20,233
财务费用	8,731	7,936	8,431	8,853	9,158
投资损失	(4,017)	(3,256)	(1,644)	(1,644)	(1,644)
营运资金变动	1,851	97.77	4,406	(2,834)	2,781
其他经营现金	5,579	5,038	(1,522)	(731.27)	(536.49)
投资活动现金	(12,188)	(20,528)	(54,234)	(56,324)	(49,416)
资本支出	(14,029)	(21,399)	(54,022)	(56,075)	(49,124)
长期投资	(157.90)	(111.24)	(1,844)	(1,844)	(1,844)
其他投资现金	1,999	982.13	1,632	1,595	1,552
筹资活动现金	(25,329)	(2,899)	18,857	20,078	4,952
短期借款	(2,622)	5,574	0.00	0.00	0.00
长期借款	(4,388)	14,818	17,880	16,977	2,721
普通股增加	0.00	(1,815)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(10.79)	(4,656)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(18,308)	(16,820)	977.08	3,101	2,231
现金净增加额	(994.90)	751.37	2,644	119.46	2,885

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	116,421	168,185	202,221	209,259	218,481
营业成本	92,221	155,992	173,981	176,917	181,452
营业税金及附加	1,860	2,313	2,781	2,878	3,004
营业费用	190.09	43.70	52.55	54.37	56.77
管理费用	1,104	1,744	2,097	2,170	2,266
财务费用	8,731	7,936	8,431	8,853	9,158
资产减值损失	(1,608)	(1,842)	(799.10)	(617.66)	(426.39)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4,017	3,256	1,644	1,644	1,644
营业利润	10,481	(1,583)	14,431	18,891	23,406
营业外收入	129.77	398.60	398.60	398.60	398.60
营业外支出	208.47	338.18	338.18	338.18	338.18
利润总额	10,402	(1,523)	14,492	18,952	23,467
所得税	2,695	1,895	3,597	4,846	6,110
净利润	7,707	(3,418)	10,894	14,105	17,356
少数股东损益	5,074	(1,572)	5,365	7,228	9,113
归属母公司净利润	2,633	(1,845)	5,529	6,878	8,243
EBITDA	35,743	24,112	36,738	42,968	49,581
EPS (人民币, 基本)	0.13	(0.11)	0.31	0.39	0.46

主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	(0.15)	44.46	20.24	3.48	4.41
营业利润	49.40	(115.10)	1,012	30.90	23.90
归属母公司净利润	40.91	(170.08)	399.62	24.39	19.85
获利能力 (%)					
毛利率	20.79	7.25	13.96	15.46	16.95
净利率	6.62	(2.03)	5.39	6.74	7.94
ROE	4.93	(3.74)	11.38	12.75	13.82
ROIC	6.45	5.91	5.39	5.99	6.78
偿债能力					
资产负债率 (%)	66.83	72.06	72.46	72.07	71.19
净负债比率 (%)	162.75	192.24	195.27	199.85	188.32
流动比率	0.37	0.42	0.42	0.39	0.38
速动比率	0.30	0.30	0.31	0.28	0.29
营运能力					
总资产周转率	0.32	0.45	0.48	0.45	0.44
应收账款周转率	8.54	9.88	9.88	9.88	9.88
应付账款周转率	6.00	8.35	7.35	7.25	7.25
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.15	(0.10)	0.31	0.39	0.46
每股经营现金流(最新摊薄)	2.05	1.36	2.13	2.04	2.65
每股净资产(最新摊薄)	2.97	2.57	2.88	3.17	3.52
估值比率					
PE (倍)	26.69	(38.08)	12.71	10.22	8.52
PB (倍)	1.33	1.53	1.37	1.24	1.12
EV EBITDA (倍)	9.20	14.49	10.33	9.71	8.86

免责声明

分析师声明

本人, 王玮嘉、黄波, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰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。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰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。在法律许可的情况下, 华泰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, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他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。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

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(无论整份或部分)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, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师王玮嘉、黄波本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 国电电力（600795 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前12个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 国电电力（600795 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后3个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限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: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司