

## 公用事业

2022 年 08 月 23 日

# 国电电力 (600795)

——资产组合不断优化 业绩有望持续释放

报告原因：有业绩公布需要点评

## 买入 (维持)

**市场数据：** 2022 年 08 月 22 日

收盘价 (元) 3.94  
 一年内最高/最低 (元) 4.42/2.4  
 市净率 1.5  
 息率 (分红/股价) -  
 流通 A 股市值 (百万元) 70272  
 上证指数/深证成指 3277.79/12505.68

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

**基础数据：** 2022 年 06 月 30 日

每股净资产 (元) 2.69  
 资产负债率% 72.26  
 总股本/流通 A 股 (百万) 17836/17836  
 流通 B 股/H 股 (百万) -/-

### 一年内股价与大盘对比走势：



### 相关研究

相关报告

### 证券分析师

刘晓宁 A0230511120002

liuxn@swsresearch.com

查浩 A0230519080007

zhahao@swsresearch.com

### 联系人

查浩

(8621)23297818x

zhahao@swsresearch.com

### 投资要点：

- **事件：1) 公司发布 2022 年半年度报告。**公司 22H1 实现营收 911.58 亿元，调整后同比增长 20.03%；归母净利润 22.95 亿元，调整后同比下降 22.1%；扣非后归母净利润 20.79 亿元，调整后同比下降 1.62%，符合我们预期。**2) 公司发布多份关联交易及项目投资建设公告。**公司拟现金收购集团持有的大渡河 11% 股权，收购价 43.7 亿元；公司及控股子公司北京国电拟向集团宁夏公司转让宁夏区域相关资产；公司子公司拟增资 5.22 亿元投资肇庆二期热电联产项目，预计项目资本金收益率约 10.07%；公司控股子公司北京国电拟增资 8.83 亿元投资建设舟山三期 (2\*66 万千瓦) 扩建项目，预计项目资本金收益率为 15.38%。
- **高煤价拖累公司业绩，煤电联营优势尽显。**公司 22H1 上网电量 2047.62 亿千瓦时 (yoy +0.68%)，上网均价 0.44 元/千瓦时 (yoy +23.05%)，受益于电量与电价双升，公司 22H1 实现营收 911.58 亿元 (调整后 yoy +20.03%)，但由于上半年煤价维持在高位，使得公司 22H1 综合入炉煤单价 968.22 元/吨，同比增长 230.35 元/吨，拖累公司业绩，22H1 公司归母净利润 22.95 亿元，其中 22Q1 实现 10.36 亿元 (yoy -50.88%)，22Q2 实现 12.59 亿元 (yoy +50.29%)。我们强调高煤价格局下公司煤电联营优势，公司入炉煤单价远低于其他火电龙头公司，并且为行业内火电业务少有的实现盈利的企业，22H1 公司燃煤板块净利润 18.62 亿元，归母净利润 2.56 亿元。受益于公司火电板块优秀的盈利能力，公司 22H1 ROE 达到 5.11%，高于华润电力 (4.98%) 与华能国际 (-7.35%)。
- **转让不良资产+投资高质量项目提振业绩，缺电格局看好下半年控煤政策力度加强。**公司拟向集团公司转让旗下宁夏区域合计 664 万千瓦火电资产，交易作价 4.03 亿元，2021 年宁夏区域相关公司亏损 24.18 亿元，净资产为负值，22H1 拖累公司利润 4.63 亿元。另一方面，公司全资子公司拟增资 5.22 亿元投资建设肇庆二期热电联产项目，预计项目资本金内部收益率为 10.07%；公司控股子公司北京国电拟增资 8.83 亿元投资建设舟山三期 (2\*66 万千瓦) 扩建项目，预计项目资本金收益率为 15.38%。我们认为公司向集团转让经营欠佳资产体现了集团对公司的大力支持，减少业绩拖累；投资建设的两个项目回报率喜人，均将提振公司业绩。我们多次强调，十四五期间将面临严峻缺电问题，近期浙江、四川、重庆等地限电措施验证我们的观点，我们认为，相比夏季缺电，冬季面临更加严峻的缺负荷问题，短期看控煤政策有望在冬季来临前加速落地，中长期看火电电价机制有望改革，火电稀缺的调峰能力将被定价。公司目前火电控股装机 7646 万千瓦，将显著受益。
- **电价结算变动致大渡河利润波动，川内限电助推水电电价上涨，收购集团 11% 大渡河股权体现集团支持。**22H1 国能大渡河上网电量 187.57 亿千瓦时 (yoy +5.15%)，归母净利润 4.38 亿元 (yoy -49.26%)，归母净利润同比大幅下滑系上半年电价结算时序政策变化，预计在其他条件不变情况下，全年平均电价保持不变。四川于 8 月 15 日发布有序用电通知，要求全省多个地区工业用户仅保留安全必要用电直到 20 日结束，并延长至 25 日；部分地区于 17 日发布居民有序用电通知。高温天气延续加剧用电需求，引发电量负荷双缺局面，为四川水电电价上涨提供较强支撑，同时在来水剧烈波动下，拥有年度调节能力的水电站将更为稀缺，国能大渡河在 7-8 月来水严重偏枯情况下，调蓄型水库通过“拉库发电”方式增发电量近 8 亿千瓦时。而公司拟通过现金收购集团持有的大渡河 11% 股权，交易作价 43.7 亿元，表明大渡河净资产作价 400 亿元，有助于提振公司市值，收购完成后公司将持有国能大渡河 80% 股权，体现集团对公司的大力支持，为公司业绩提供支撑。
- **新能源业务有序推进，22H1 业绩占比过半，通威入局组件成本下降节奏有望加速，看好下半年光伏建设加速。**截至 2022 年 6 月底，公司风电、光伏分别控股装机 745.93、151.05 万千瓦，其中 22H1 风电、光伏分别新增 38.87、114.46 万千瓦，分别完成核准或备案 39.2、872.47 万千瓦。(接第二页)

### 财务数据及盈利预测

	2021	2022H1	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	168,185	91,158	187,109	194,682	207,055
同比增长率 (%)	16.6	20.0	11.3	4.0	6.4
归母净利润 (百万元)	-1,845	2,334	5,007	6,488	7,958
同比增长率 (%)	-	-22.4	-	29.6	22.7
每股收益 (元/股)	-0.10	0.13	0.28	0.36	0.45
毛利率 (%)	7.3	12.7	13.3	15.1	16.4
ROE (%)	-4.0	4.9	10.3	12.3	13.8
市盈率	-	-	-	-	-

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

- 22H1 公司新能源合计实现归母净利润 12.61 亿元，占比达到 54%，净利润首次超过其他板块。22H1 受制于光伏组件价格高企，发电企业光伏装机进度不及预期，8 月 17 日通威全资子公司以单价约 1.942 元/瓦竞标华润电力光伏项目（比第二名报价低 0.053 元/瓦），标志着硅料龙头通威入局光伏组件领域。我们认为，通威有望通过其硅料业务的支持带动组件价格下降，组件价格下降节奏有望加快，下半年光伏建设速度或将超预期，公司有望享受新能源装机提升带来的业绩释放。
- **盈利预测与估值：**综合考虑公司上半年经营情况、新能源项目投产进度以及电力供需格局，我们上调公司 2022-2024 年归母净利润预测分别为 50、65 和 80 亿元（此前分别为 45、60 和 75 亿元），当前股价对应 PE 分别为 14、11 和 9 倍。我们强调公司煤电一体化优势以及新型电力系统下常规能源多能互补优势，继续维持“买入”评级。
- **风险提示：**煤价持续高位、来水不及预期、资产减值超预期、新能源装机不及预期。

## 财务摘要

百万元, 百万股	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	144,302	168,185	187,109	194,682	207,055
其中: 营业收入	144,302	168,185	187,109	194,682	207,055
减: 营业成本	115,461	155,992	162,208	165,210	173,105
减: 税金及附加	2,130	2,313	2,573	2,677	2,847
主营业务利润	26,710	9,881	22,328	26,795	31,103
减: 销售费用	190	44	49	51	54
减: 管理费用	1,685	1,744	1,941	2,019	2,071
减: 研发费用	459	497	552	575	611
减: 财务费用	9,309	7,936	9,022	9,685	11,002
经营性利润	15,067	-340	10,764	14,465	17,365
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-4,441	-3,291	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-1,823	-1,842	-500	-500	-500
加: 投资收益及其他	4,833	3,890	2,440	2,440	2,440
营业利润	13,635	-1,583	12,704	16,405	19,306
加: 营业外净收入	-81	60	0	0	0
利润总额	13,555	-1,523	12,704	16,405	19,306
减: 所得税	3,400	1,895	3,361	4,472	5,342
净利润	10,155	-3,418	9,343	11,934	13,964
少数股东损益	5,801	-1,572	4,336	5,445	6,006
归属于母公司所有者的净利润	4,354	-1,845	5,007	6,488	7,958
全面摊薄总股本	19,650	17,836	17,836	17,836	17,836
每股收益 (元)	0.22	-0.11	0.28	0.36	0.45

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 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，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。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhy.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhy.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhy.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhy.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。