

国电电力 (600795)

火电盈利率先修复，高储备助力新能源快速扩张

事件：2022年上半年公司实现营业收入911.58亿元，同比增加20.03%；归母净利润23.34亿元，同比减少22.38%。

点评

火电：高长协比例下盈利率先修复，资产质量有望优化

公司长协煤覆盖率较高，22H1已实现盈利。具体来看，上半年公司共采购煤炭超过9000万吨，长协煤合同覆盖率达到100%；入炉标煤量约5700万吨，入炉综合标煤单价968.22元/吨，同比增长230.35元/吨。火电板块上半年实现归母净利润2.56亿元。公司及公司控股子公司北京国电电力拟向控股股东国家能源集团全资子公司国家能源集团宁夏电力有限公司非公开协议转让公司所属宁夏区域相关资产。截至2021年末，相关标的资产净资产合计-2.29亿元，2021年实现利润总额合计-24.18亿元。未来随着资产质量的逐步提升及煤炭价格的回落，火电盈利有望改善。

新能源：上半年新增装机1.5GW，高储备助力业绩持续增长

2022年公司新增新能源装机153.33万千瓦，其中风电38.87万千瓦，光伏114.46万千瓦。截至2022年6月，公司风电控股装机容量7.46GW，光伏1.51GW。装机增长带动发电量增长，2022H1公司完成风电发电量82.37亿千瓦时，光伏6.85亿千瓦时。业绩方面，上半年公司风电板块完成归母净利润11.53亿元，光伏1.08亿元。此外，上半年公司获取新能源资源量837.79万千瓦，完成核准或备案新能源容量911.67万千瓦，其中风电39.2万千瓦，光伏872.47万千瓦，有望助力公司业绩持续增长。

水电：22H1实现归母净利4.4亿元，拟收购大渡河公司11%股权

截至2022年6月末，公司水电控股装机容量14.96GW，主要集中在大渡河、开都河流域。上半年公司完成水电发电量230亿千瓦时，同比增长7.62%，平均上网电价为246.67元/兆瓦时。综合来看，水电板块实现归母净利润4.44亿元。此外，公司发布公告，拟通过非公开协议方式现金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43.70亿元。川投能源拟参与竞标购买大渡河公司10%股权。

盈利预测与估值：

考虑到公司22H1业绩及业务拓展情况，加之四川来水偏枯，下调公司业绩，预计2022-2024年归母净利润为55、74、86亿元（前值为59.94、76.54、88.90亿元），对应PE为14/10/9倍，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济大幅下行、煤炭价格大幅上升、电价下调的风险、行业竞争过于激烈的风险、补贴持续拖欠的风险、公司开发建设项目的进度不及预期、交易实施存在变更、收购或转让交易中止或终止的风险等

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	116,421.16	168,185.48	185,846.64	190,594.31	193,859.74
增长率(%)	(0.15)	44.46	10.50	2.55	1.71
EBITDA(百万元)	43,271.16	30,789.05	40,846.79	45,072.08	47,184.54
净利润(百万元)	2,633.09	(1,845.35)	5,499.27	7,412.70	8,628.14
增长率(%)	40.91	(170.08)	(398.01)	34.79	16.40
EPS(元/股)	0.15	(0.10)	0.31	0.42	0.48
市盈率(P/E)	29.06	(41.46)	13.91	10.32	8.87
市净率(P/B)	1.44	1.67	1.56	1.46	1.34
市销率(P/S)	0.66	0.45	0.41	0.40	0.39
EV/EBITDA	6.43	10.01	8.04	7.29	7.22

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	公用事业/电力
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	4.27元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	17,835.62
流通A股股本(百万股)	17,835.62
A股总市值(百万元)	76,158.09
流通A股市值(百万元)	76,158.09
每股净资产(元)	2.57
资产负债率(%)	72.26
一年内最高/最低(元)	4.42/2.40

作者

郭丽丽 分析师
SAC执业证书编号：S1110520030001
guolili@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《国电电力-首次覆盖报告:国家能源集团旗下常规能源发电业务平台》2022-05-25
- 《国电电力-年报点评报告:发电业务盈利能力改善但资产减值拖累业绩，与中国神华成立合资公司》2019-04-16
- 《国电电力-公司研究简报:前三季度净利润同比下滑，与神华实质性合并进行时》2017-10-31

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	9,426.99	11,765.18	14,867.73	15,247.55	15,508.78
应收票据及应收账款	17,704.87	21,822.40	23,506.52	25,424.70	22,113.37
预付账款	1,508.56	3,914.06	172.55	4,495.29	341.86
存货	3,091.79	7,254.00	4,432.16	7,333.26	4,162.46
其他	4,475.23	7,962.93	5,572.65	7,064.16	6,207.20
流动资产合计	36,207.44	52,718.57	48,551.61	59,564.96	48,333.67
长期股权投资	20,313.25	13,601.04	13,601.04	13,601.04	13,601.04
固定资产	262,980.08	266,463.74	249,001.97	231,540.19	214,078.41
在建工程	22,351.69	45,875.58	60,875.58	84,875.58	114,875.58
无形资产	8,775.69	9,763.40	9,499.81	9,236.23	8,972.64
其他	6,709.20	9,486.49	8,116.03	8,145.36	8,429.80
非流动资产合计	321,129.91	345,190.25	341,094.43	347,398.40	359,957.47
资产总计	357,337.35	397,908.82	389,646.03	406,963.35	408,291.14
短期借款	32,224.46	37,798.49	50,988.18	63,487.30	77,741.81
应付票据及应付账款	18,265.61	28,924.47	24,821.79	29,944.76	23,008.57
其他	47,875.76	57,827.39	45,878.58	57,985.49	47,547.52
流动负债合计	98,365.83	124,550.35	121,688.55	151,417.56	148,297.90
长期借款	117,201.18	132,019.23	119,433.21	101,843.40	96,256.23
应付债券	3,561.85	8,425.75	6,527.09	6,171.56	7,041.46
其他	19,213.09	21,060.10	22,548.29	20,940.49	21,516.30
非流动负债合计	139,976.12	161,505.08	148,508.59	128,955.46	124,813.99
负债合计	238,799.71	286,736.41	270,197.13	280,373.02	273,111.90
少数股东权益	65,571.23	65,369.93	70,306.24	74,191.53	78,283.17
股本	19,650.40	17,835.62	17,835.62	17,835.62	17,835.62
资本公积	6,049.01	1,392.61	1,392.61	1,392.61	1,392.61
留存收益	25,679.95	22,812.63	26,851.43	30,366.69	34,458.33
其他	1,587.05	3,761.63	3,063.00	2,803.89	3,209.51
股东权益合计	118,537.65	111,172.41	119,448.90	126,590.34	135,179.24
负债和股东权益总计	357,337.35	397,908.82	389,646.03	406,963.35	408,291.14

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	7,707.17	(3,417.85)	5,499.27	7,412.70	8,628.14
折旧摊销	16,671.14	17,655.30	17,725.36	17,725.36	17,725.36
财务费用	8,756.65	8,022.70	5,739.56	5,632.97	5,690.40
投资损失	(4,244.24)	(3,256.40)	(3,636.73)	(3,636.73)	(3,636.73)
营运资金变动	(6,069.08)	(2,281.20)	(4,980.13)	3,003.79	(4,828.05)
其它	13,700.16	7,457.42	6,721.33	8,192.98	8,628.14
经营活动现金流	36,521.79	24,179.97	27,068.67	38,331.08	32,207.28
资本支出	17,470.26	37,564.79	13,511.81	25,607.80	29,424.20
长期投资	520.32	(6,712.21)	0.00	0.00	0.00
其他	(30,178.16)	(51,381.07)	(24,891.90)	(45,969.26)	(55,783.07)
投资活动现金流	(12,187.59)	(20,528.49)	(11,380.09)	(20,361.47)	(26,358.87)
债权融资	(9,658.40)	14,673.94	(8,641.91)	(9,125.56)	3,080.21
股权融资	(2,977.47)	(4,296.60)	(3,944.12)	(8,464.25)	(8,667.38)
其他	(12,693.23)	(13,276.81)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(25,329.10)	(2,899.47)	(12,586.02)	(17,589.80)	(5,587.17)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(994.90)	752.01	3,102.56	379.81	261.23

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	116,421.16	168,185.48	185,846.64	190,594.31	193,859.74
营业成本	92,221.11	155,991.82	162,339.38	162,708.11	163,742.19
营业税金及附加	1,860.02	2,312.84	2,369.86	2,430.40	2,472.04
营业费用	190.09	43.70	48.29	49.52	50.37
管理费用	1,104.44	1,744.27	1,555.75	1,595.49	1,622.82
研发费用	373.84	496.52	548.66	600.80	649.86
财务费用	8,730.85	7,935.87	5,739.56	5,632.97	5,690.40
资产减值损失	(6,045.75)	(5,133.28)	(1,500.00)	(1,500.00)	(1,500.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4,017.05	3,256.40	3,636.73	3,636.73	3,636.73
其他	3,488.89	3,120.41	0.00	0.00	0.00
营业利润	10,480.62	(1,583.08)	15,381.87	19,713.74	21,768.78
营业外收入	129.77	398.60	357.35	295.24	350.40
营业外支出	208.47	338.18	288.43	278.36	301.66
利润总额	10,401.92	(1,522.65)	15,450.79	19,730.62	21,817.52
所得税	2,694.75	1,895.19	3,230.19	4,124.94	4,561.23
净利润	7,707.17	(3,417.85)	12,220.60	15,605.68	17,256.29
少数股东损益	5,074.08	(1,572.49)	6,721.33	8,192.98	8,628.14
归属于母公司净利润	2,633.09	(1,845.35)	5,499.27	7,412.70	8,628.14
每股收益(元)	0.15	(0.10)	0.31	0.42	0.48

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-0.15%	44.46%	10.50%	2.55%	1.71%
营业利润	49.40%	-115.10%	-1071.64%	28.16%	10.42%
归属于母公司净利润	40.91%	-170.08%	-398.01%	34.79%	16.40%
获利能力					
毛利率	20.79%	7.25%	12.65%	14.63%	15.54%
净利率	2.26%	-1.10%	2.96%	3.89%	4.45%
ROE	4.97%	-4.03%	11.19%	14.15%	15.16%
ROIC	5.01%	4.97%	5.61%	6.66%	7.13%
偿债能力					
资产负债率	66.83%	72.06%	69.34%	68.89%	66.89%
净负债率	147.02%	174.99%	157.84%	145.88%	142.90%
流动比率	0.37	0.42	0.40	0.39	0.33
速动比率	0.34	0.36	0.36	0.34	0.30
营运能力					
应收账款周转率	6.87	8.51	8.20	7.79	8.16
存货周转率	32.11	32.51	31.81	32.40	33.73
总资产周转率	0.32	0.45	0.47	0.48	0.48
每股指标(元)					
每股收益	0.15	-0.10	0.31	0.42	0.48
每股经营现金流	2.05	1.36	1.52	2.15	1.81
每股净资产	2.97	2.57	2.76	2.94	3.19
估值比率					
市盈率	29.06	-41.46	13.91	10.32	8.87
市净率	1.44	1.67	1.56	1.46	1.34
EV/EBITDA	6.43	10.01	8.04	7.29	7.22
EV/EBIT	10.43	23.37	14.21	12.02	11.57

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com