

盈利能力大幅提升，新能源装机新增空间大

国电电力(600795.SH)

推荐(维持)

核心观点:

● 事件:

公司发布2022年三季报,前三季度实现营业收入1462.76亿元,同比增长22.25%;实现归母净利润50.15亿元(扣非39.30亿元),同比增长169.10%(扣非增长653.29%)。

第三季度实现营业收入551.18亿元,同比增长26.10%;实现归母净利润27.20亿元(扣非18.52亿元),同比增长351.08%(扣非增长165.59%)。

● 火电板块量价齐升,盈利能力大幅提升

第三季度归母净利润27.20亿元(同比+351.08%),主要由于火电板块盈利边际改善,以及转让宁夏区域股权带来投资收益增加。

受益于第三季度电力保供,火电板块实现量价齐升。第三季度火电发电量1104.1亿千瓦时(同比+8.1%),火电发电量占比79%;第三季度全部电源平均上网电价423.31元/千千瓦时(同比+28.2%)。从成本端来看,从303号文发布的半年来,国家及地方不断加大履约监管,我们预计公司第三季度入炉煤均价有所回落。在入炉煤价下行以及上网电价提升的共同作用下,火电板块盈利能力大幅提升。

● 光伏装机增长迅速,后续风光装机增长有望带动盈利能力提升

新能源板块盈利随着装机规模增加而稳健增长。截至三季度末,公司控股装机95.57GW(同比-3.0%),其中风电7.46GW(同比+8.4%),光伏2.32GW(同比+785%)。上半年风电发电量116.44亿千瓦时(同比+5.7%),光伏发电量15.42亿千瓦时(同比+383.8%)。目前新能源装机仅占公司总装机的10.2%,随着新能源装机不断增长,盈利有较大上涨空间。

● 盈利能力大幅提升,经营性现金流量净额同比大幅增加

第三季度毛利率14.15%,同比提升9.44pct,较第二季度环比提升2.31pct,盈利能力提升明显;第三季度净利率9.74%,同比提升11.26pct,较第二季度环比提升4.64pct;第三季度经营性现金净流量177.6亿元,同比增长85.7%,主要由于发电量同比增加,以及收到的留抵退税同比增加所致。

● 长协比例提升促进火电盈利能力回升

根据10月13日国务院新闻办公室政策例行吹风会,央企带头多签中长期合同,努力稳定市场价格,国家能源集团和中煤集团两家中央煤炭企业中长协合同兑现率超过90%,向下游企业让利超过500亿。我们认为四季度火电企业长协覆盖比例有望明显提升,入炉标煤单价较前三季度有望大幅下降。考虑到煤电电价最高可上浮20%,且高耗能行业涨幅不受此限制,预计火电盈利能力有望持续回升。

分析师

陶贻功

☎: 010-80927673

✉: taoyigong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030001

分析师

严明

☎: 010-80927667

✉: yanming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520070002

研究助理

梁悠南

☎: 010-80927656

✉: liangyounan_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2022-10-24

A股收盘价(元)	4.62
股票代码	600795
A股一年内最高价(元)	4.81
A股一年内最低价(元)	2.41
沪深300	3633.37
市盈率(TTM)	60.5
总股本(万股)	1,783,562
实际流通A股(万股)	1,783,562
流通A股市值(亿元)	824

相对沪深300表现图



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

● **十四五目标新增新能源 35GW，目前仍有较大装机新增空间**

公司目前火电装机占比仍然较高，响应集团及国资委能源转型要求的积极性强。根据公司规划，“十四五”期间，新增新能源装机 35GW，“十四五”末清洁能源装机占比达到 40%以上。公司依托常规能源支撑调节能力，利用调峰、通道等资源，在获取和开发新能源项目方面具有明显优势。前三季度公司新增新能源装机 2.34GW，其中风电 0.39GW，光伏 1.95GW。十四五以来公司新增新能源装机 3.93GW，其中风电 1.82GW，光伏 2.11GW。公司新增新能源装机距离 35GW 的目标仍有较大空间，预计后续新能源建设有望加速。

● **估值分析与评级说明**

预计第四季度长协煤比例继续提升，至 2023 年长协 100%覆盖，且价格不超过规定区间。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 61.76 亿元、73.45 亿元、91.73 亿元，对应 PE 分别为 13.3 倍、11.2 倍、9.0 倍，维持“推荐”评级。

● **风险提示：**

煤价维持高位；新能源开发进度不及预期；电价上涨幅度受限等。

主要财务指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	168185.48	196497.28	204099.67	211766.36
收入增长率%	16.55	16.83	3.87	3.76
归母净利润（百万元）	-1845.35	6176.71	7345.14	9172.83
利润增速%	-142.38	—	18.92	24.88
毛利率%	7.25	12.23	13.64	15.58
摊薄 EPS(元)	-0.11	0.35	0.41	0.51
PE	—	13.34	11.22	8.98
PB	1.23	1.59	1.39	1.20
PS	0.03	0.05	0.05	0.05

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(一) 公司财务预测表

资产负债表 (百万元)				利润表 (百万元)					
2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E		
流动资产	52718.57	55296.63	59507.92	78663.31	营业收入	168185.48	196497.28	204099.67	211766.3
现金	11765.18	7093.00	10493.97	27489.50	营业成本	155991.82	172458.95	176254.06	178762.7
应收账款	20440.12	22641.25	24161.06	24734.63	营业税金及附加	2312.84	2711.66	2816.58	2922.38
其它应收款	3196.35	5822.83	4963.51	5712.63	营业费用	85.44	98.25	102.05	105.88
预付账款	3914.06	3738.82	4121.78	4027.96	管理费用	1744.27	1964.97	2041.00	2117.66
存货	7254.00	7171.93	7763.00	7653.79	财务费用	7935.87	7005.81	8163.99	9236.20
其他	6148.86	8828.80	8004.60	9044.81	资产减值损失	-1841.90	-1003.29	-1003.39	-1003.05
非流动资产	345190.25	377536.27	411259.74	449305.97	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	13601.04	10523.01	5123.66	884.97	投资净收益	3256.40	1964.97	2041.00	2117.66
固定资产	266463.74	297608.81	331353.88	367523.94	营业利润	-1583.08	13356.87	15902.48	19884.38
无形资产	9394.59	11205.35	12355.73	13660.57	营业外收入	398.60	500.00	600.00	700.00
其他	55730.89	58199.10	62426.48	67236.49	营业外支出	338.18	400.00	500.00	600.00
资产总计	397908.82	432832.90	470767.66	527969.29	利润总额	-1522.65	13456.87	16002.48	19984.38
流动负债	125231.33	108717.07	93049.71	93264.63	所得税	1895.19	2018.53	2400.37	2997.66
短期借款	37798.49	18299.74	0.00	0.00	净利润	-3417.85	11438.34	13602.11	16986.72
应付账款	21837.19	25943.89	25594.25	26425.36	少数股东损益	-1572.49	5261.64	6256.97	7813.89
其他	65595.65	64473.44	67455.47	66839.26	归属母公司净利润	-1845.35	6176.71	7345.14	9172.83
非流动负债	161505.08	201505.08	241505.08	281505.08	EBITDA	22451.85	42599.05	48636.89	56122.72
长期借款	132019.23	162019.23	192019.23	222019.23	EPS (元)	-0.11	0.35	0.41	0.51
其他	29485.85	39485.85	49485.85	59485.85					
负债合计	286736.41	310222.14	334554.79	374769.70	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	65369.93	70631.57	76888.54	84702.43	营业收入	16.55%	16.83%	3.87%	3.76%
归属母公司股东权益	45802.49	51979.19	59324.33	68497.16	营业利润	-111.61%	943.73%	19.06%	25.04%
负债和股东权益	397908.82	432832.90	470767.66	527969.29	归属母公司净利润	-142.38%	434.72%	18.92%	24.88%
					毛利率	7.25%	12.23%	13.64%	15.58%
					净利率	-1.10%	3.14%	3.60%	4.33%
					ROE	-4.03%	11.88%	12.38%	13.39%
					ROIC	3.29%	4.53%	4.91%	5.22%
					资产负债率	72.06%	71.67%	71.07%	70.98%
					净负债比率	257.92%	253.01%	245.61%	244.63%
					流动比率	0.42	0.51	0.64	0.84
					速动比率	0.33	0.41	0.51	0.72
					总资产周转率	0.42	0.45	0.43	0.40
					应收帐款周转率	8.23	8.68	8.45	8.56
					应付帐款周转率	7.70	7.57	7.97	8.01
					每股收益	-0.11	0.35	0.41	0.51
					每股经营现金	1.36	2.07	2.73	2.92
					每股净资产	2.57	2.91	3.33	3.84
					P/E	—	13.34	11.22	8.98
					P/B	1.23	1.59	1.39	1.20
					EV/EBITDA	11.24	7.12	6.61	6.14
					PS	0.49	0.42	0.40	0.39

数据来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

分析师简介及承诺

陶贻功，毕业于中国矿业大学（北京），超过 10 年行业研究经验，长期从事环保公用及产业链上下游研究工作。曾就职于民生证券、太平洋证券，2022 年 1 月加入中国银河证券。

严明，北京化工大学硕士，2018 年加入银河证券研究院，从事环保公用行业研究。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系方式

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn