

国电电力 (600795.SH)

净利润大幅增长，盈利能力显著提升

买入

核心观点

电量及电价双升，公司归母净利润大幅增长。2022年前三季度，公司实现营业收入1462.76亿元(+22.25%)，归母净利润50.73亿元(+169.10%)。其中，第三季度单季度实现营业收入551.18亿元(+26.10%)，归母净利润27.19亿元(+351.08%)。公司净利润大幅增长的原因在于：一是公司发电量同比增加，2022年前三季度，公司发电量3550.30亿千瓦时(+3.01%)；二是公司平均上网电价上行；三是公司转让宁夏区域股权，投资收益增加。

ROE同比大幅增加，经营性现金流向好。2022年前三季度，公司ROE为10.85%，较2021年同期的2.67%增加8.18pct，盈利能力显著提升，主要原因在于平均上网电价大幅上涨、煤电一体化优势以及财务费用率下降致净利率增加。现金流方面，2022年前三季度，公司经营性净现金流为390.93亿元，同比增加94.76%，主要系电量同比增加使得收入增长以及收到的留抵退税同比增加所致。

火电盈利有望进一步提升，水电盈利将迎来改善。国家政策大力推动煤炭保供调价，“3个100%”政策落地，煤炭新长协换改签完成，预计公司煤炭燃料成本压力将有所缓解。同时，煤电市场化交易电价上浮，助力公司对冲燃料成本压力，预计未来煤电市场化交易价格将保持上浮态势，促进公司火电盈利进一步修复。水电方面，四川特高压交流电网加快建设，未来公司水电消纳情况有望改善；同时，双江口水电站建成后，其年调节水库将有助于增发电量，促进公司水电盈利改善。此外，公司收购大渡河公司11%股权，持股权益增加，有望更为充分地享受大渡河盈利改善带来的发展红利。

风光新能源装机增加，推动未来业绩增长。截至2022年9月，公司风电、光伏累计装机容量分别为7.46、2.32GW，今年新增风电、光伏装机分别为0.39、1.95GW，合计新增装机2.34GW。根据公司规划，预计四季度将有2.50GW风光新能源装机投运，驱动公司未来收入和业绩增长。公司十四五期间风光新能源增量空间大，未来随着项目投运，公司收入和净利润有望持续增长。

风险提示：风光新能源项目投运不及预期，政策不及预期，电价下调。

投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计2022-2024年公司归母净利润分别为58.5、74.3、89.5亿元，2023-2024年同比增长27.0%、20.5%；EPS分别为0.33、0.42、0.50元，当前股价对应PE为14.6、11.5、9.5x。通过分部估值，测算公司2023年权益市值为916.0-1034.8亿元，对应5.14-5.80元/股合理价值，较当前股价有7%-21%的溢价。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	116,421	168,185	192,239	199,878	210,627
(+/-%)	-0.2%	44.5%	14.3%	4.0%	5.4%
净利润(百万元)	2633	-1845	5853.58	7431.46	8952.78
(+/-%)	40.9%	-170.1%	-417.2%	27.0%	20.5%
每股收益(元)	0.13	-0.10	0.33	0.42	0.50
EBIT Margin	18.1%	4.8%	9.7%	11.4%	12.3%
净资产收益率(ROE)	5.0%	-4.0%	11.7%	13.4%	14.5%
市盈率(PE)	35.7	-46.3	14.6	11.5	9.5
EV/EBITDA	8.8	14.5	11.2	10.2	9.6
市净率(PB)	1.78	1.87	1.71	1.54	1.38

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

公用事业·电力

证券分析师：黄秀杰

021-61761029

huangxiujie@guosen.com.cn

S0980521060002

证券分析师：郑汉林

0755-81982169

zhenghanlin@guosen.com.cn

S0980522090003

基础数据

投资评级	买入(首次覆盖)
合理估值	5.14 - 5.80元
收盘价	4.79元
总市值/流通市值	85434/85434百万元
52周最高价/最低价	4.85/2.41元
近3个月日均成交额	837.39百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

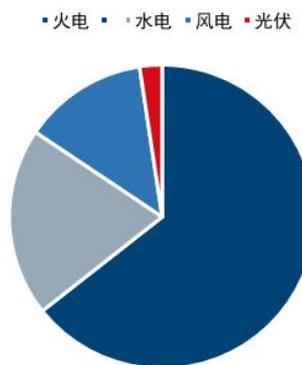
国电电力是国家能源集团控股的全国性上市发电公司，主要经营业务为电力、热力生产及销售，产业涉及火电、水电、风电、光伏发电及煤炭等领域，分布在全国 28 个省、市、自治区。国电电力坚持“打造常规电力能源转型排头兵、新能源发展主力军、世界一流企业建设引领者”的战略定位，截至 2022 年 6 月，公司控股装机容量 10038.64 万千瓦，其中：火电 7646 万千瓦，水电 1495.66 万千瓦，风电 745.93 万千瓦，光伏 151.05 万千瓦，非化石能源控股装机合计 2392.64 万千瓦，占比 23.83%；公司权益装机容量 5178.02 万千瓦，其中：火电 3332.44 万千瓦，水电 1038.84 万千瓦，风电 683.64 万千瓦，光伏 123.10 万千瓦，非化石能源权益装机合计 1845.58 万千瓦，占比 35.64%。

图1：国电电力各板块控股装机容量（万千瓦）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：国电电力权益装机容量结构（万千瓦）

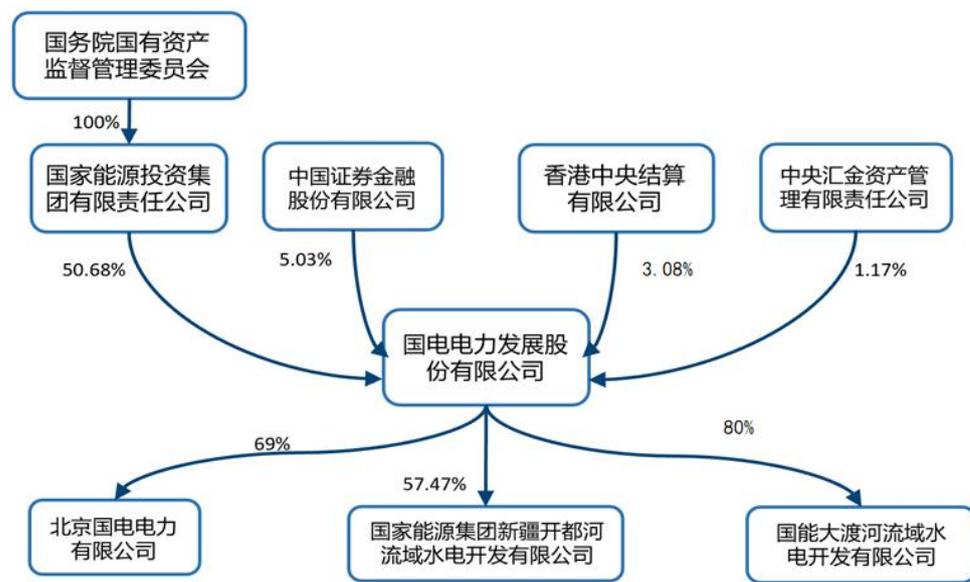


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

国家能源集团持股国电电力 50.68%的股权，为公司的控股股东。国家能源集团于 2017 年 11 月 28 日正式挂牌成立，由中国国电集团和神华集团联合重组而成，拥有煤炭、电力、运输、化工等全产业链业务，是全球规模最大的煤炭生产公司、火力发电公司、风力发电公司和煤制油煤化工公司。

国家能源集团明确将国电电力作为国家能源集团常规能源发电业务整合平台，授予国电电力常规能源发电业务的优先选择权，并且计划在 2022 年之前将存续常规能源发电业务逐步注入国电电力。重组以来，控股股东承诺的事项正在逐步推进。2019 年 1 月，国电电力和国家能源集团另一控股子公司中国神华以各自持有的相关火电公司股权及资产，共同组建北京国电电力有限公司，公司持股 57.47%，中国神华持股 42.53%，从而加快优质资产整合，新增控股火电装机 3053 万千瓦。2021 年 9 月，公司与国家能源集团实施资产置换，公司向国家能源集团置出河北银行和英力特集团（化工）股权，国家能源集团向公司置入山东、江西、福建、广东、海南、湖南等区域火电控股装机容量 1506 万千瓦。国电电力通过资产置换，减少了同业竞争，更加聚焦于发电主业。

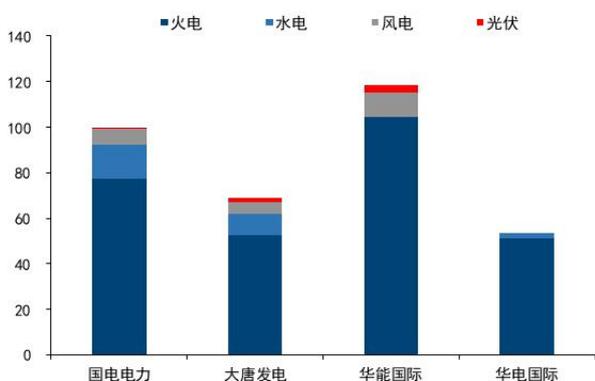
图3: 国电电力股权结构图



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

公司装机结构多元, 盈利能力较好, 但风光新能源装机有待进一步提升。大型火电上市公司有国电电力、华能国际、大唐发电、华电国际, 从装机规模来看, 国电电力控股装机规模仅次于华能国际, 装机规模居于行业前列。在风光新能源装机占比方面, 截至 2021 年底, 国电电力、大唐发电、华能国际风光新能源装机规模分别 7.44、6.99、13.85GW, 分别占总装机规模的 9.6%、13.3%、13.3%。华电国际参股 31%华电新能源, 权益风光新能源装机达 8.44GW。盈利能力方面, 从毛利率、净利率、ROE 指标来看, 2021 年以来, 国电电力毛利率、净利率均好于可比公司, 原因在于一方面国电电力与中国神华同属国家能源集团, 在煤炭供应保障具有相对优势, 火电业务成本端压力相对较小; 另一方面, 国电电力装机结构多元, 水电、风光新能源等可再生能源发展可对冲火电盈利波动的影响, 整体盈利水平更为稳定。

图4: 2021 年国电电力与可比公司装机容量结构 (GW)



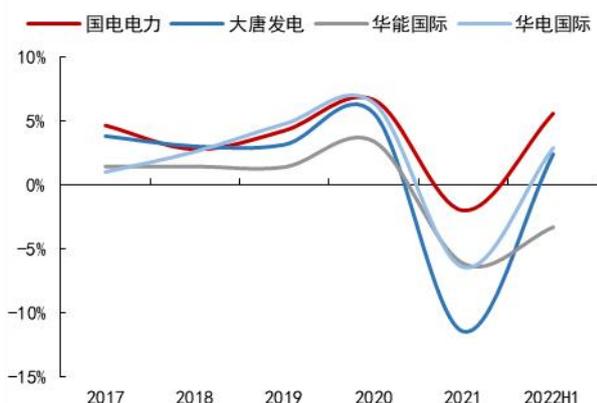
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图5: 国电电力与可比公司毛利率比较



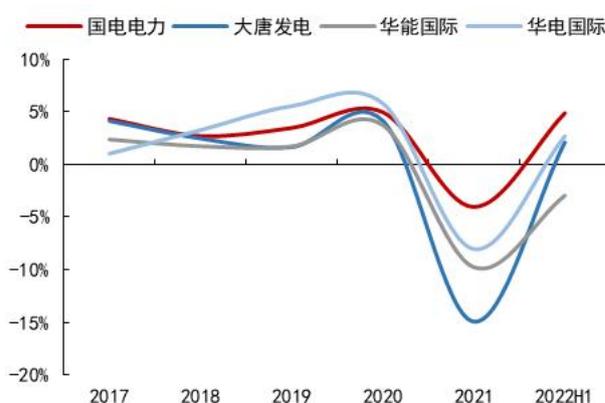
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 国电电力与可比公司净利率比较



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 国电电力与可比公司 ROE 比较



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

电量及电价双升, 公司归母净利润大幅增长。2022 年前三季度, 公司实现营业收入 1462.76 亿元 (+22.25%), 归母净利润 50.73 亿元 (+169.10%), 扣非归母净利润 39.31 亿元 (+653.29%)。其中, 第三季度单季度实现营业收入 551.18 亿元 (+26.10%), 归母净利润 27.19 亿元 (+351.08%), 扣非归母净利润 18.52 亿元 (同比+165.59%)。公司净利润大幅增长的原因在于: 一是公司发电量同比增加, 2022 年前三季度, 公司完成发电量 3550.30 亿千瓦时 (+3.01%), 上网电量 3373.17 亿千瓦时 (+2.93%); 二是公司平均上网电价上行, 2022 年前三季度公司平均上网电价为 435.39 元/MWh, 同比增加 25.47%; 三是公司转让宁夏区域股权, 投资收益增加, 第三季度非流动性资产处置收益增加 14.82 亿元。

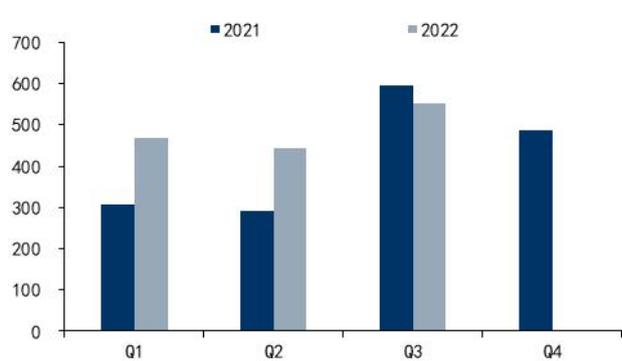
分不同电源来看, 2022 年前三季度, 公司火电、水电、风电、光伏发电量分别为 2832.49、408.81、116.44、15.42 亿千瓦时, 同比变化分别为+4.21%、-8.32%、+5.70%、+383.83%; 2022 年第三季度, 公司火电、水电、风电、光伏发电量分别为 1104.09、178.81、34.08、8.57 亿千瓦时, 同比变化分别为+8.09%、-22.99%、+10.62%、+625.15%。

图8: 国电电力营业收入及增速 (单位: 亿元)



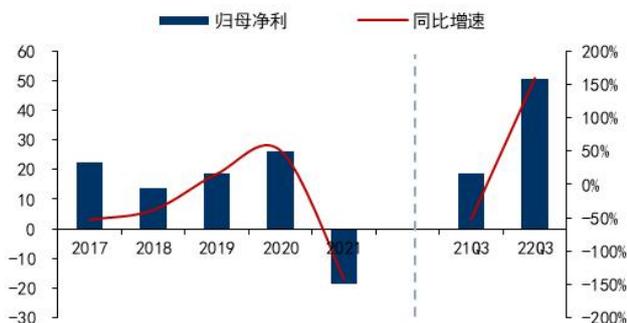
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 国电电力单季度营业收入 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 国电电力归母净利润及增速 (单位: 亿元)



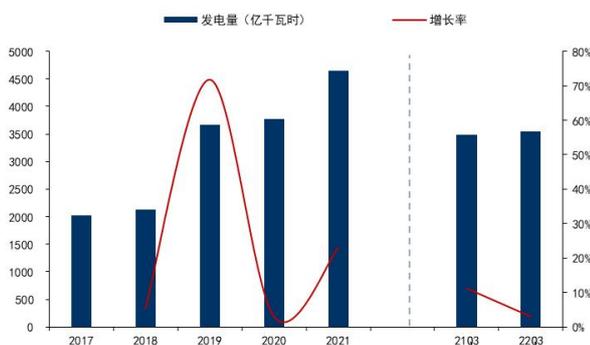
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 国电电力单季度归母净利润 (单位: 亿元)



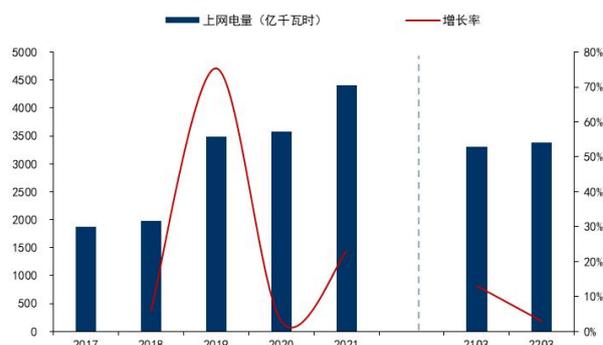
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 国电电力发电量情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

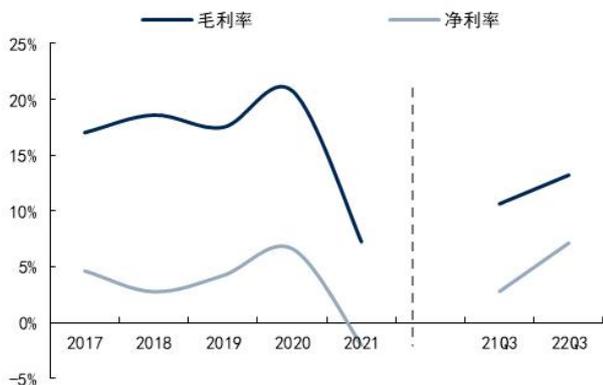
图13: 国电电力上网电量情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

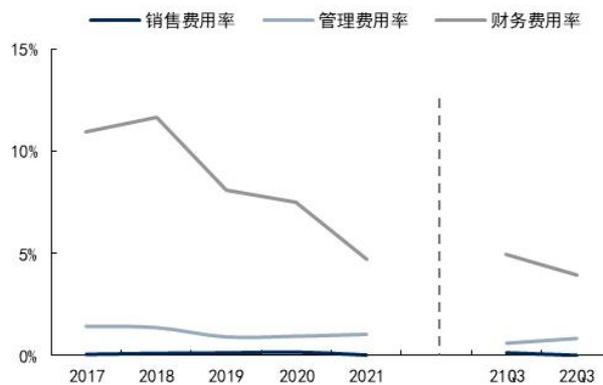
毛利率、净利率改善, 财务费用率有所下降。2022年前三季度, 公司毛利率为13.22%, 较2021年同期的10.65%增加2.57pct, 毛利率改善的原因在于平均上网电价大幅上涨以及公司煤电一体化优势; 期间费用率方面, 2022年前三季度, 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为0.01%、0.84%、3.96%, 其中公司财务费用率较2021年同期下降0.97pct, 财务成本有所下降。净利率方面, 2022年前三季度, 公司净利率为7.13%, 较2021年同期增加4.33pct, 盈利水平同比显著改善。

图 14: 国电电力毛利率及净利率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 15: 国电电力三项费用率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

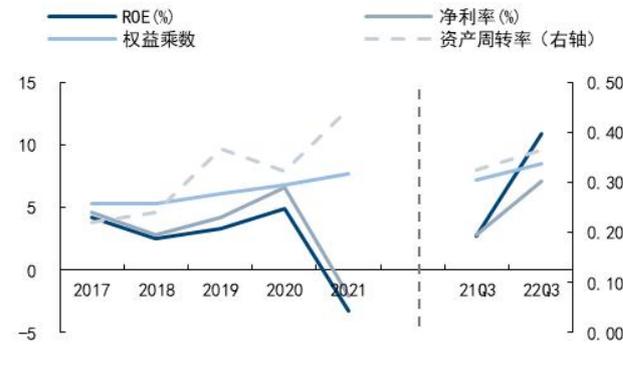
ROE 大幅增加, 经营性现金改善向好。2022 年前三季度, 公司 ROE 为 10.85%, 较 2021 年同期的 2.67% 增加 8.18pct, 盈利能力显著提升。公司 ROE 大幅增加的原因在于净利率、资产周转率、权益乘数均有所增加。现金流方面, 2022 年前三季度, 公司经营性净现金流为 390.93 亿元, 同比增加 94.76%, 主要系电量同比增加使得销售收入同比增加以及收到的留抵退税同比增加所致; 公司投资性净现金流为 -344.15 亿元, 主要系公司水电、风光新能源项目投资增加所致。

图 16: 国电电力现金流情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

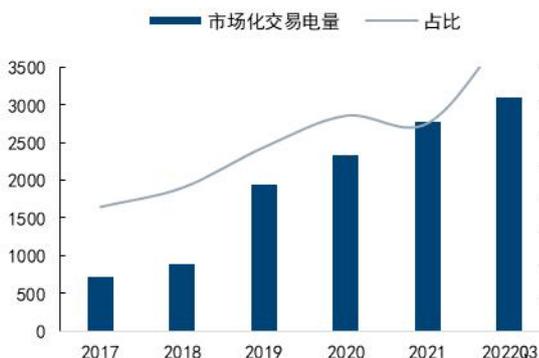
图 17: 国电电力 ROE 情况及杜邦分析



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

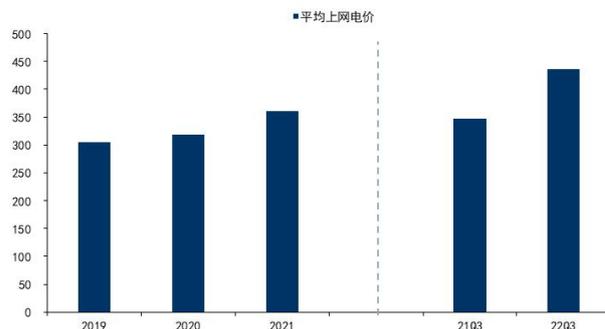
国家政策大力推动煤炭保供调价, “3 个 100%” 政策落地, 煤炭新长协换改签完成, 预计公司煤炭燃料成本压力将有所缓解。同时, 煤电市场化交易电价上浮, 2022Q3, 公司平均上网电价为 435.39 元/MWh, 提高 88.38 元/MWh, 上浮 25.47%, 助力公司对冲燃料成本压力, 预计煤电市场化交易价格将保持上浮态势, 促进公司火电盈利进一步修复。

图18: 国电电力市场化交易电力及占比 (亿千瓦时)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图19: 国电电力平均上网电价 (元/MWh)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

国电电力的水电资产主要集中在大渡河流域, 而大渡河发源青海省, 主要流经四川省。公司水电资产受“弃水”问题影响较大, 原因在于外送能力不足, 同时由于大渡河只是省调电站, 在调度优先级上处于劣势。对比国电电力、长江电力(采用三峡水电站的数据)、华能水电和全国平均的利用小时数, 国电电力水电的利用小时数呈现明显的上升趋势, 高于全国平均水平, 但低于可比公司, 未来还有进一步改善的空间。

图20: 国电电力水电利用小时数提升, 但仍不及可比公司



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

加快建设四川特高压交流电网, 水电消纳情况有望改善。根据《四川省十四五能源发展规划》, 四川省将结合水电和多种能源外送需求, 继续统筹建设特高压直流外送通道, 包括要完全建成白鹤滩至江苏(该项目已于2022年5月全线完工)、雅砻江中游至江西、白鹤滩至浙江等多座±800千伏直流换流站, 以及多座1000千伏特高压交流输电工程; 破土开工建设金沙江上游至湖北的多能互补外送特高压直流工程; 研究规划与西北电网联通第二通道, 研究布局藏东南和雅鲁藏布江下游水电入川接续转送特高压工程; 提升优化“十三五”期间建成的输电通道利用率。由此, 四川省的输电格局预计将由“十三五”期间的“六直八交”进化为“十四五”期间的“八直八交”, 并拥有进一步提升的空间和计划。

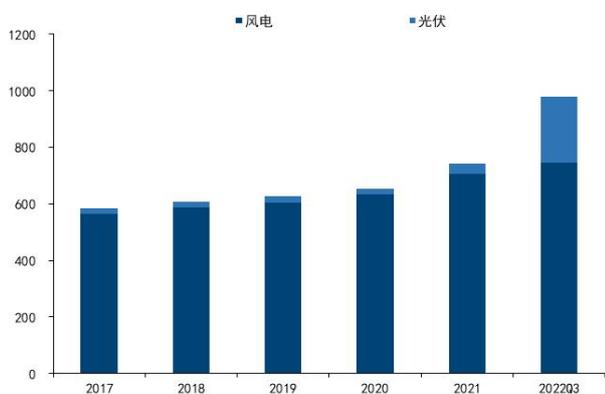
双江口水电站建成后有望进一步扩大盈利空间。大渡河流域内的电站多为径流式水电站，难以应对水资源的季节波动。据《四川省十四五能源发展规划》披露，具有季调节能力的水库电站装机不足水电总装机的 40%，具有年调节能力的则更少，因此四川调节能力不足，丰枯矛盾突出。调节性水电站在丰水期蓄水，在平水期和枯水期放水，从而平滑水电站发电的季节性波动和增加流域内的联合调度能力。目前，国电电力正在加快大渡河流域龙头水库双江口水电站的建设，计划在 2025 年首台机组投产。双江口水电站是《四川省大渡河干流水电规划调整报告》推荐的 3 库 22 级开发方案中的第 5 级，调节库容 21.52 亿立方米，为年调节水库，通过水库调节可增加下游梯级电站枯期电量约 60 亿千瓦时。增加的电量多是枯水期或者高定价电量，因此，双江口水电站会带来丰厚的收入。

公司于 2022 年 9 月完成收购国家能源集团所持大渡河公司 11% 股权，股权交易完成后，公司持有大渡河公司 80% 股权，未来有望更为充分地享受大渡河盈利改善带来的发展红利，增厚公司业绩。

新能源装机规模有望持续快速提升。近年来，国电电力全面提速新能源发展，争做新能源发展的主力军。根据公司“十四五”规划，“十四五”期间计划新增新能源装机 3500 万千瓦，清洁能源装机占比达到 40% 以上。2022 年公司计划获取新能源资源超过 1000 万千瓦，核准 930.96 万千瓦，开工 665.94 万千瓦，投产 484.21 万千瓦。已知 2021 年新增 89.34 万千瓦，2022 年按计划要投产 484.21 万千瓦，我们合理估算，如果要在 2025 年实现新增新能源装机 3500 万千瓦的目标，公司 2023-2025 年平均每年要增加 976 万千瓦左右。由此可见，公司新能源的装机规模会在未来三年保持高速增长。

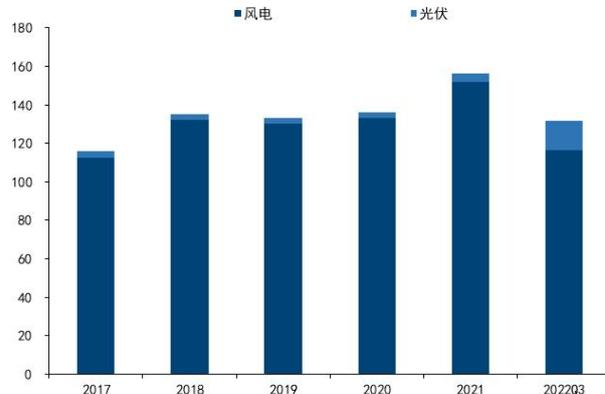
国电电力依托火电的调峰优势，积极实施“火电+新能源+调峰”开发战略，争取更多风光大基地项目落地开发。2022 年，国家发改委和能源局联合印发《以沙漠、戈壁、荒漠地区为重点的大型风电光伏基地规划布局方案》，确定以沙漠、戈壁、荒漠区域为重点布局大型风电光伏基地，到 2030 年，规划建设风光基地总装机约 4.55 亿千瓦，同时明确要求大型风光基地项目要基于在运、在建或已核准的外送通道并配套煤电灵活性改造。各地区纷纷响应国家政策，如新疆，按照机组灵活性改造后新增调峰能力的 1.5 倍，配置新能源规模。公司的火电资产在内蒙古、宁夏、浙江、云南等区域均有重点布置，可以充分利用这些区域内的火电机组的调峰能力及现有的外送通道优势，争取到更多风光大基地项目。

图 21：国电电力风光新能源发电累计装机规模（万千瓦）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 22：国电电力风光新能源发电量情况（亿千瓦时）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提：

1) 火电方面，根据公司在建项目及未来发展规划，假设 2022-2024 年公司分别新增火电装机 200、50、50 万千瓦；利用小时数方面，由于整体电力供需格局仍偏紧，预计 2022-2024 年公司火电利用小时数维持在较高水平，假设 2022-2024 年利用小时数与 2021 年持平；电价方面，由于煤电成本上升，预计公司 2022 年煤电市场化交易交易电价将大幅上涨，而 2023、2024 年将于 2022 年电价持平。

2) 风光新能源方面，根据公司“十四五”发展规划以及资源储备情况，假设 2022-2024 年公司风电新增装机规模分别为 50、300、300 万千瓦，光伏新增装机规模分别为 430、650、650 万千瓦；利用小时数方面，参考公司过往风光新能源项目利用小时数情况，假设新增风电、光伏机组利用小时数分别为 2200、1200 小时；电价方面，由于新增项目均为平价项目，且未来可能受市场竞价影响，因而假设未来电价呈下降趋势。

3) 水电方面，根据公司在建项目情况，预计 2024、2025 年开始水电将会有新增装机，根据公司在建项目及投产规划，假设公司 2022、2023 无新增水电装机规模，2024 年新增装机 110 万千瓦；利用小时数，根据公司过往水电机组利用小时数情况，同时考虑到 2022 年来水量相对较差，假设 2022 年公司水电利用小时数为 3700 小时，2023-2024 年水电利用小时数则为 4000 小时；电价方面，假设水电机组电价与 2021 年持平。

4) 成本及期间费用方面，主要考虑煤炭价格变化趋势、风光新能源项目投资成本等因素进行假设。同时销售费用率、研发费用率、管理费用率、所得税率较为稳定，参考公司过往水平进行设定。

综合以上假设，预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 1922.4/1998.9/2106.2 亿元，增长率分别为 14%/4%/5%。由于火电市场化交易电价上浮和煤炭燃料成本下降，公司火电业务实现盈利，同时发电边际成本较低的风电新能源收入占比提升，因而公司净利润将快速增长，我们预计 2022-2024 年那公司归母净利润分别为 58.5/74.3/89.5 亿元。

表1：公司电力业务收入测算

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
火电						
装机规模（万千瓦）	6874	6708	7740	7940	7990	8040
发电量（亿千瓦时）	2982	3035	3896	3998	4062	4088
平均上网电价（元/KWh）	0.30	0.29	0.30	0.36	0.36	0.36
营业收入（亿元）	834	828	1113	1370	1364	1373
毛利率				9.5%	11.0%	11.5%
风电						
装机规模（万千瓦）	606	633	707	757	1057	1357
发电量（亿千瓦时）	130	133	152	167	207	275
平均上网电价（元/KWh）	0.48	0.48	0.47	0.46	0.44	0.43
营业收入（亿元）	61	61	69	74	89	114
毛利率				48.8%	51.2%	52.7%
光伏						
装机规模（万千瓦）	21	21	37	472	1122	1772
发电量（亿千瓦时）	3	3	4	32	97	175
平均上网电价（元/KWh）	0.83	0.81	0.72	0.44	0.39	0.37
营业收入（亿元）	3	3	3	13	37	64
毛利率				34.3%	32.2%	32.6%
水电						
装机规模（万千瓦）	1437	1437	1497	1497	1497	1607

发电量（亿千瓦时）	548	602	589	554	599	643
平均上网电价（元/KWh）	0.21	0.20	0.21	0.21	0.21	0.21
营业收入（亿元）	113	119	120	113	122	131
毛利率				51.3%	51.3%	51.3%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

表2：公司未来三年业绩测算表（百万元）

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	168185	192239	199878	210627
营业成本	155992	168170	171480	178617
销售费用	44	50	52	55
管理费用	2052	2431	2606	2811
财务费用	7936	7513	7600	8348
营业利润	-1583	11744	14926	17994
利润总额	-1523	11805	14987	18055
归属于母公司净利润	-1845	5854	7431	8953
EPS	-0.10	0.33	0.42	0.50
ROE	-4%	12%	13%	14%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

表3：公司未来三年业绩测算表（百万元）

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	168185	192239	199878	210627
营业成本	155992	168170	171480	178617
销售费用	44	50	52	55
管理费用	2052	2431	2606	2811
财务费用	7936	7513	7600	8348
营业利润	-1583	11744	14926	17994
利润总额	-1523	11805	14987	18055
归属于母公司净利润	-1845	5854	7431	8953
EPS	-0.10	0.33	0.42	0.50
ROE	-4%	12%	13%	14%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

可比公司的选择：公司为传统电源转型新能源业务的大型发电企业，且为电力集团央企背景，因此我们选择同样是火电转型新能源的央企华能国际、大唐发电、龙源电力作为对比。此外，由于公司水电业务对公司业绩有较大影响，因而选取以水电为主且电力资产主要分布于西南地区的华能水电、川投能源作为公司水电业务的可比公司。

投资建议：我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 1922、1999、2106 元，同比增长 14.3%、4.0%、5.4%；归母净利润分别为 58.5、74.3、89.5 亿元，2023-2024 年同比增长 27.0%、20.5%；EPS 分别为 0.33、0.42、0.50 元，当前股价对应 PE 为 14.6、11.5、9.5x。据我们测算，2023 年公司火电业务归母净利润为 26.9 亿元，给予 9-10 倍 PE，对应权益市值 241.7-268.8 亿元；2023 年公司风光新能源业务归母净利润为 25.7 亿元，给予 16-18 倍 PE，对应权益市值 411.8-463.3 亿元；2023 年公司水电业务归母净利润为 20.2 亿元，给予 13-15 倍 PE，对应权益市值 262.5-302.9 亿元。综上，对应公司权益市值为 916.0-1034.8 亿元，对应

5.14-5.80 元/股合理价值，较当前股价有 7%-21%的溢价。首次覆盖，给予“买入”评级。

表4: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值		EPS				PE				PEG (22E)	投资 评级
			亿元		21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E		
600011.SH	华能国际	8.17	1283	-0.65	0.20	0.71	0.94	-12.6	40.9	11.5	8.7	0.26	买入	
601991.SH	大唐发电	3.79	701	-0.50	0.21	0.31	0.37	-7.6	18.0	12.2	10.2	0.35	增持	
001289.SZ	龙源电力	18.93	1587	0.80	0.86	0.99	1.38	23.7	22.0	19.1	13.7	1.50	买入	
600025.SH	华能水电	6.71	1208	0.32	0.39	0.44	0.48	21.0	17.2	15.3	14.0	0.78	无	
600674.SH	川投能源	11.44	509	0.70	0.79	0.91	0.96	16.3	14.5	12.6	11.9	0.99	无	

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 华能水电、川投能源数据取自 Wind 一致预测。

风险提示

估值的风险

我们采取相对估值方法计算得出公司的合理估值在 5.14-5.80 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年的业务成本和业务收入加入了很多个人的判断：

1、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2023 年 PE 水平作为相对估值的参考，同时考虑公司成长性，对行业平均动态 PE 进行修正。

2、考虑到公司新能源装机规划目标较大，同时公司为央企背景，因此假设规划可以得到 100% 执行，但新能源建设具有一定不确定性，如光伏组件价格持续高位、风电资源竞争激烈等，公司新能源装机规模增速可能不及预期。

3、随着电力市场化交易的不断推进，新能源电力的不稳定性导致在电力市场化交易中相较传统能源具备一定劣势，因此存在电价大幅下跌的风险。同时市场上也在推进新能源配储能的进程，一定程度上将给新能源的建设成本增加压力，也有可能造成新能源装机进展不及预期。

4、煤炭价格持续高位，国家发改委于 2022 年 2 月发布《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》，给出秦皇岛港下水煤（5500 千卡）中长期交易价格在合理区间 570~770 元/吨（含税），但煤炭市场存在不确定性，有可能出现燃料价格下跌不及预期的情况。

5、考虑公司新能源装机规模及增速，给予公司风光新能源业务 2023 年 16-18 倍 PE，可能未充分考虑市场整体估值波动的风险。

盈利预测的风险

在对公司火电、水电及新能源项目未来盈利预测中，我们设定了很多参数，这些参数为基于历史数据及对未来变化的个人判断：

1、我们认为若国家从煤炭供给侧对电力运营上游进行调控，电力市场化推进不及预期可能导致电价的上浮不及我们预期；

2、若新能源投运增长不及预期，可能影响公司业绩增长；

3、若新能源当年来风、光照条件较差，可能影响公司当年新能源分部的业绩。

4、若水电来水较差，可能影响公司当年水电分部的业绩。

经营及其它风险

1、电价波动风险。上网电价是影响公司盈利能力的重要因素。我国发电企业上网电价受到政府的严格监管，未来随着电力改革的深入及竞价上网的实施，可能导致公司的上网电价水平发生变化，这将可能影响公司的盈利水平。

2、政策风险。随着对新能源与传统能源公平竞争的互生越来越大，新能源配比储能将大大增加成本，从而影响新能源盈利不及预期。

3、宏观经济下行风险。若宏观经济下行，将可能会影响电力消费需求，导致电力消纳不及预期；同时，电力供需格局偏松，将可能导致电价下行，影响公司收入和净利润水平。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	9427	11765	37010	46564	40014	营业收入	116421	168185	192239	199878	210627
应收款项	19780	23271	26334	27381	28853	营业成本	92221	155992	168170	171480	178617
存货净额	3092	7254	7982	8120	8448	营业税金及附加	1860	2313	3076	3198	3370
其他流动资产	3881	10428	11919	12393	13060	销售费用	190	44	50	52	55
流动资产合计	36207	52719	83263	94485	90418	管理费用	1389	2052	2431	2606	2811
固定资产	285472	312619	309469	320108	352939	财务费用	8731	7936	7513	7600	8348
无形资产及其他	8638	9395	11649	13967	16352	投资收益	4017	3256	3457	3256	3556
投资性房地产	6706	9576	9576	9576	9576	资产减值及公允价值变动	(1608)	(1842)	(1144)	(1158)	(1199)
长期股权投资	20313	13601	11228	8373	4393	其他收入	(3959)	(2847)	(1569)	(2114)	(1789)
资产总计	357337	397909	425186	446509	473678	营业利润	10481	(1583)	11744	14926	17994
短期借款及交易性金融负债	62938	65866	65866	65866	65866	营业外净收支	(79)	60	60	60	60
应付款项	18266	28924	31829	32380	33687	利润总额	10402	(1523)	11805	14987	18055
其他流动负债	17620	30441	33540	34130	35515	所得税费用	2695	1895	2951	3747	4514
流动负债合计	98824	125231	131234	132376	135068	少数股东损益	5074	(1572)	3000	3809	4588
长期借款及应付债券	120763	140445	153923	167599	181730	归属于母公司净利润	2633	(1845)	5854	7431	8953
其他长期负债	19213	21060	22435	20789	21314						
长期负债合计	139976	161505	176358	188388	203045	现金流量表 (百万元)					
负债合计	238800	286736	307592	320764	338113	净利润	2633	(1845)	5854	7431	8953
少数股东权益	65571	65370	67546	70308	73635	资产减值准备	37	234	(698)	15	40
股东权益	52966	45802	50048	55437	61930	折旧摊销	16671	17655	16451	17290	18315
负债和股东权益总计	357337	397909	425186	446509	473678	公允价值变动损失	37	234	(698)	15	40
						财务费用	8731	7936	7513	7600	8348
关键财务与估值指标						营运资本变动	(1795)	9279	721	(517)	226
每股收益	0.13	(0.10)	0.33	0.42	0.50	其它	18938	(1377)	6930	7091	8078
每股红利	0.04	0.00	0.09	0.11	0.14	经营活动现金流	36522	24180	28558	31326	35652
每股净资产	2.70	2.57	2.81	3.11	3.47	资本开支	(14029)	(21399)	(14858)	(30262)	(53572)
ROIC	6%	6%	5%	6%	6%	其它投资现金流	(6)	28	(17)	(10)	(16)
ROE	5%	-4%	12%	13%	14%	投资活动现金流	(12188)	(20528)	(12502)	(27417)	(49608)
毛利率	21%	7%	13%	14%	15%	权益性融资	428	3884	0	0	0
EBIT Margin	18%	5%	10%	11%	12%	负债净变化	(4388)	14818	13478	13676	14131
EBITDA Margin	32%	15%	18%	20%	21%	支付股利、利息	(786)	0	(1608)	(2042)	(2460)
收入增长	-0%	44%	14%	4%	5%	其它融资现金流	(3679)	(23633)	0	0	0
净利润增长率	41%	-170%	-417%	27%	20%	融资活动现金流	(25329)	(2899)	9188	5644	7406
资产负债率	85%	88%	88%	88%	87%	现金净变动	(995)	2338	25245	9554	(6550)
股息率	0.9%	0.0%	1.9%	2.4%	2.9%	货币资金的期初余额	10422	9427	11765	37010	46564
P/E	35.7	(46.3)	14.6	11.5	9.5	货币资金的期末余额	9427	11765	37010	46564	40014
P/B	1.8	1.9	1.7	1.5	1.4	企业自由现金流	0	23573	16275	3545	(15617)
EV/EBITDA	8.8	14.5	11.2	10.2	9.6	权益自由现金流	0	14759	24119	11520	(7747)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032