

经营风险缓释, 转型加速在即

投资要点

- **事件:** 公司发布2022年业绩预告, 预计2022年度公司归母净利润为22~32亿元(+212%~+263%), 扣非归母净利润为20~30亿元(+147%~+170%), 实现扭亏为盈。
- **22年量价齐升, 推动公司业绩稳步增长。** 预计2022年度公司归母净利润为22~32亿元(+212%~+263%), 扣非归母净利润为20~30亿元(+147%~+170%), 实现扭亏为盈。主要系平均上网电价和上网电量同比增加。2022年累计完成上网电量4405亿千瓦时(+2.8%), 平均上网电价439元/千千瓦时。22Q4完成上网电量1032亿千瓦时, 同比上涨1.9%, 环比减少22.1%; 平均上网电价450元/千千瓦时, 环比增加6.4%。2022年度业绩稳中向好, 主要系上网电量和电价同比增加的同时转让宁夏区域股权带来的投资收益增加。
- **Q4发电量环比减少22.3%, 业绩不及预期。** 22Q4公司归母净利约-28.7~-18.7亿元, 同比减亏, 环比转亏, 低于预期。Q4完成发电量1083亿千瓦时, 同比增加1.8%, 环比减少22.3%; 上网电量1032亿千瓦时, 同比增加1.9%, 环比减少22.1%, 其中火电/水电/风电/光伏上网电量为833/148/45.4/6.4亿千瓦时, 同比增减幅度分别为-0.06%/+6.4%/+14.4%/+538%, 环比增减幅度分别为-24.6%/-17.3%/+33.2%/-25.4%。
- **Q4业绩主要受计提以及煤炭专项费用拖累, 但经营风险将有所缓释。** 1) 按照《企业会计准则》以及公司计提减值准备的会计政策, 公司部分控股子公司计提减值准备。主要为: 大连开发区热电厂计提减值12.65亿, 大连庄河计提减值准备4.08亿, 朝阳热电计提减值准备是3.15亿元, 保德神东计提减值准备4.13亿。上述合计影响本期利润总额减少24.01亿。2) 公司控股子公司国电建投内蒙古能源有限公司的煤炭专项整治费用, 影响本期利润总额减少20.2亿。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司22-24年归母净利润分别为25.3亿元/61.1亿元/83.8亿元, 23-24年CAGR达82.2%; 考虑到公司拥有火电成本优势, 各业务协同效应显著, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 煤价上行风险, 新能源发展不及预期, 水电投产不及预期, 资产及信用减值超预期等。

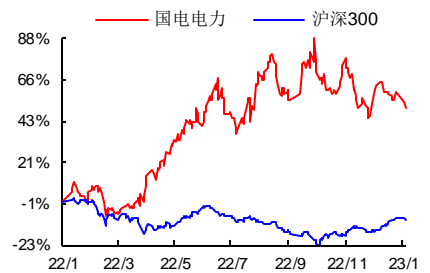
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	168185.48	188482.98	204053.80	216270.05
增长率	44.46%	12.07%	8.26%	5.99%
归属母公司净利润(百万元)	-1845.35	2526.54	6111.80	8384.99
增长率	-170.08%	236.91%	141.90%	37.19%
每股收益EPS(元)	-0.10	0.14	0.34	0.47
净资产收益率ROE	-3.07%	4.15%	8.91%	11.32%
PE	-	28.0	11.6	8.4
PB	1.55	1.44	1.31	1.19

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 池天惠
执业证号: S1250522100001
电话: 13003109597
邮箱: cth@swsc.com.cn
联系人: 刘洋
电话: 18019200867
邮箱: ly21@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	178.36
流通A股(亿股)	178.36
52周内股价区间(元)	2.43-4.94
总市值(亿元)	708.07
总资产(亿元)	3,814.08
每股净资产(元)	2.59

相关研究

1. 国电电力(600795): 资产结构有所优化, 量价齐升推动业绩高增 (2022-10-28)
2. 国电电力(600795): 优质资产持续注入, 风光转型效果初显 (2022-08-23)
3. 国电电力(600795): 新能源转型提速, 火电成本有望持续下降 (2022-07-20)
4. 国电电力(600795): 火电成本占优, 风光高速发展 (2022-05-13)

盈利预测

公司主营业务可主要分为火电、水电、新能源、煤炭四大板块，我们结合过往经营数据，按业务类型对分部收入及成本进行了以下关键假设：

假设 1：考虑到国家控煤价决心强，公司火电燃料成本优势显著，此外 22 年公司火电发电量同比增加 3.2%，但公司对部分控股火电公司计提减值准备，预计未来公司火电盈利能力将逐年恢复，22-24 年火电业务毛利率为 2.5%/4.5%/6.0%；

假设 2：考虑到公司水电重点布局地区四川省水电消纳条件逐年改善，水电电价有望上行，预计公司水电权益资产占比保持在 70%，22 年公司水电发电量同比下降 4.7%，且 22H1 公司水电毛利率为 44.7%，预计 22-24 年毛利率分别为 45.0%/47.0%/50.0%；

假设 3：考虑到公司十四五新能源规划目标大幅上调，且明确给出了 2022 年风光装机指引，预计公司 22-24 年风光装机量为 12.3GW/18.3GW/25.3GW，且预计未来风光的投资成本将下降，风光业务毛利率为 50.0%/52.0%/53.0%；

假设 4：考虑到 22 年整体煤价仍维持较高区间，预计公司享有的煤炭权益占比保持稳定，22-24 年毛利率为 50.0%/40.0%/40.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入及成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
火电	收入	116975	139738	152315	159930	164728
	增速		19.5%	9.0%	5.0%	3.0%
	成本	101483	142188	148507	152734	154845
	毛利率	13.2%	-1.8%	2.5%	4.5%	6.0%
水电	收入	12202	11999	11399	11969	12567
	增速		-1.7%	-5.0%	5.0%	5.0%
	成本	5743	5840	6269	6343	6284
	毛利率	52.9%	51.3%	45.0%	47.0%	50.0%
风光	收入	6486	7172	12910	19364	25174
	增速		10.6%	80.0%	50.0%	30.0%
	成本	3543	3879	6455	9295	11832
	毛利率	45.4%	45.9%	50.0%	52.0%	53.0%
煤炭	收入	2885	4498	6747	7421	8163
	增速		55.9%	50.0%	10.0%	10.0%
	成本	1188	1439	3373	4453	4898
	毛利率	58.8%	68.0%	50.0%	40.0%	40.0%
其他	收入	5753	4779	5113	5369	5638
	增速		-16.9%	7.0%	5.0%	5.0%
	成本	3504	2645	3068	3221	3383
	毛利率	39.1%	44.6%	40.0%	40.0%	40.0%

单位：百万元		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
合计	收入	144302	168185	188483	204054	216270
	增速		16.6%	12.1%	8.3%	6.0%
	成本	115461	155992	167672	176046	181240
	毛利率	20.0%	7.3%	11.0%	13.7%	16.2%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	168185.48	188482.98	204053.80	216270.05	净利润	-3417.85	4858.72	11318.15	15820.74
营业成本	155991.82	167672.25	176046.05	181240.38	折旧与摊销	17655.30	24627.54	25930.40	27590.35
营业税金及附加	2312.84	2783.40	2985.39	3142.32	财务费用	7935.87	8002.53	8760.25	9506.65
销售费用	43.70	167.93	164.10	160.56	资产减值损失	-1841.90	-2500.00	-2000.00	-2000.00
管理费用	1744.27	1860.06	2034.91	2163.62	经营营运资本变动	9147.79	1675.66	-71.59	-556.16
财务费用	7935.87	8002.53	8760.25	9506.65	其他	-5299.24	-496.29	-1000.54	-1000.35
资产减值损失	-1841.90	-2500.00	-2000.00	-2000.00	经营活动现金流净额	24179.97	36168.17	42936.67	49361.22
投资收益	3256.40	3000.00	3000.00	3000.00	资本支出	-29443.37	-50000.00	-55000.00	-60000.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	8914.88	2945.61	3018.14	2993.95
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-20528.49	-47054.39	-51981.86	-57006.05
营业利润	-1583.08	8496.81	15063.10	21056.53	短期借款	5574.03	9656.56	672.16	3195.63
其他非经营损益	60.42	-2018.51	27.77	37.78	长期借款	14818.05	17000.00	18000.00	19000.00
利润总额	-1522.65	6478.30	15090.87	21094.31	股权融资	-6471.18	0.00	0.00	0.00
所得税	1895.19	1619.57	3772.72	5273.58	支付股利	-835.89	922.68	-1263.27	-3055.90
净利润	-3417.85	4858.72	11318.15	15820.74	其他	-15984.48	-9609.89	-6806.63	-10273.28
少数股东损益	-1572.49	2332.19	5206.35	7435.75	筹资活动现金流净额	-2899.47	17969.34	10602.27	8866.45
归属母公司股东净利润	-1845.35	2526.54	6111.80	8384.99	现金流量净额	751.37	7083.12	1557.08	1221.63
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	11765.18	18848.30	20405.38	21627.01	成长能力				
应收和预付款项	27185.34	31491.05	33985.09	35596.81	销售收入增长率	44.46%	12.07%	8.26%	5.99%
存货	7254.00	7050.99	7449.47	7790.66	营业利润增长率	-115.10%	636.73%	77.28%	39.79%
其他流动资产	6514.05	5249.50	5888.83	6408.79	净利润增长率	-144.35%	242.16%	132.95%	39.78%
长期股权投资	13601.04	13601.04	13601.04	13601.04	EBITDA 增长率	-33.09%	71.30%	20.98%	16.88%
投资性房地产	120.95	175.37	157.23	163.27	获利能力				
固定资产和在建工程	310422.76	336131.25	365536.88	398282.57	毛利率	7.25%	11.04%	13.73%	16.20%
无形资产和开发支出	11121.68	10799.61	10477.54	10155.47	三费率	5.78%	5.32%	5.37%	5.47%
其他非流动资产	9923.83	9909.87	9895.91	9881.94	净利率	-2.03%	2.58%	5.55%	7.32%
资产总计	397908.82	433256.97	467397.36	503507.56	ROE	-3.07%	4.15%	8.91%	11.32%
短期借款	37798.49	47455.05	48127.21	51322.84	ROA	-0.86%	1.12%	2.42%	3.14%
应付和预收款项	33322.53	36621.98	38720.23	39792.07	ROIC	4.97%	3.97%	5.25%	6.15%
长期借款	132019.23	149019.23	167019.23	186019.23	EBITDA/销售收入	14.27%	21.82%	24.38%	26.89%
其他负债	83596.16	83206.90	86521.99	86599.89	营运能力				
负债合计	286736.41	316303.16	340388.66	363734.03	总资产周转率	0.45	0.45	0.45	0.45
股本	17835.62	17835.62	17835.62	17835.62	固定资产周转率	0.64	0.71	0.76	0.78
资本公积	1392.61	1392.61	1392.61	1392.61	应收账款周转率	9.88	8.78	8.70	8.59
留存收益	22812.63	26261.84	31110.37	36439.46	存货周转率	29.25	22.94	23.76	23.30
归属母公司股东权益	45802.49	49251.70	54100.23	59429.32	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.89%	—	—	—
少数股东权益	65369.93	67702.11	72908.46	80344.21	资本结构				
股东权益合计	111172.41	116953.81	127008.69	139773.53	资产负债率	72.06%	73.01%	72.83%	72.24%
负债和股东权益合计	397908.82	433256.97	467397.36	503507.56	带息债务/总负债	62.16%	64.78%	65.68%	67.57%
					流动比率	0.42	0.45	0.47	0.48
					速动比率	0.36	0.40	0.42	0.43
					股利支付率	-45.30%	-36.52%	20.67%	36.44%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	24008.10	41126.89	49753.75	58153.53	每股收益	-0.10	0.14	0.34	0.47
PE	-38.37	28.03	11.59	8.44	每股净资产	2.57	2.76	3.03	3.33
PB	1.55	1.44	1.31	1.19	每股经营现金	1.36	2.03	2.41	2.77
PS	0.42	0.38	0.35	0.33	每股股利	0.05	-0.05	0.07	0.17
EV/EBITDA	10.64	6.64	5.87	5.37					
股息率	1.18%	—	1.78%	4.32%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yflyu@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn