

► **大国重企的改革新方向：**央企作为国民经济的重要支柱，国企改革三年行动方案收官后，其考核体系由 2019 年的“两利一率”逐步演变为 2023 年的“一利五率”、“一增一稳四提升”，更加注重投资回报和现金流、强调高质量增长。电力行业的“大国重企”们此前经历了数轮改革，有望在新国改中找到新的发展方向。

► **重识电力行业的潜在投资机遇：**1) A 股电力行业估值明显低于 Wind 全行业平均估值水平，存在修复空间，在监管层多次强调“中国特色估值体系”的指引下，有望获得估值重构。2) 在常年反复轮回的“煤电顶牛”困局中，煤电联营不啻为一剂良方，对煤与电的盈利模式或将带来根本性改变。3) 国资委新考核体系下，资产负债率指标将由“控制在 65%以下”调整为“稳定在 65%左右”，适当的提高杠杆率有助于电力央企更好地履行能源保供与电力低碳转型双重责任，资金的筹措、使用也将更为灵活。4) 从分红比例来看，2021 年 A 股电力行业仅有 5 家公司分红比例高于 50%，其中 4 家为水电公司，高折旧带来的强现金流、高分红进一步强化了水电公司的防御属性，凸显其配置价值；此外，核电、绿电与水电相近的成本结构，也有潜在的高分红潜力。

► **投资建议：**作为央、国企中的代表典范，电力行业的“大国重企”们承担着能源保供与电力低碳转型双重责任，有望在新一轮国企改革中释放出潜在的投资机会，值得重新认识、思考。水电板块推荐长江电力、黔源电力，谨慎推荐国投电力、华能水电、川投能源；火电板块推荐申能股份、福能股份；核电板块推荐中国核电，谨慎推荐中国广核；绿电板块推荐三峡能源，谨慎推荐龙源电力、浙江新能。

► **风险提示：**1) 国企改革进度不及预期；2) 电力需求下滑；3) 电价降低；4) 燃料成本上升；5) 地方财政压力。

推荐

维持评级



分析师 严家源

执业证书：S0100521100007

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

研究助理 赵国利

执业证书：S0100122070006

邮箱：zhaoguoli@mszq.com

相关研究

- 1.公用事业行业周报（2023 年第 8 周）：绿电&绿证市场扩容，节能降碳与资源回收并行-2023/02/25
- 2.《关于享受中央政府补贴的绿电项目参与绿电交易有关事项的通知》点评：明确补贴绿电交易，绿电&绿证市场规模扩容-2023/02/23
- 3.公用事业行业周报（2023 年第 7 周）：大步追光，“美丽乡村”建设正当时-2023/02/18
- 4.环保行业事件点评：“美丽乡村”建设正当时，关注环境治理“补短板”-2023/02/14
- 5.公用事业行业周报（2023 年第 6 周）：热情不减，海风或有惊喜，减污降碳助力碳达峰-2023/02/12

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
600900	长江电力	20.95	1.16	0.94	1.29	18.1	22.3	16.3	推荐
002039	黔源电力	14.50	0.55	1.02	1.37	26.4	14.3	10.6	推荐
601985	中国核电	6.02	0.43	0.48	0.61	14.1	12.5	9.8	推荐
600905	三峡能源	5.57	0.20	0.25	0.33	28.3	22.5	16.8	推荐
600642	申能股份	5.46	0.33	0.42	0.65	16.3	13.1	8.3	推荐
600483	福能股份	12.68	0.65	1.33	1.36	19.5	9.5	9.3	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

(注：股价为 2023 年 02 月 27 日收盘价)

目录

1 大国重企的改革新方向	3
1.1 大国重企的改革往事	3
1.2 新国改，新方向	5
2 重识电力行业的潜在投资机遇	11
2.1 “中国特色估值体系”重构	11
2.2 困局中再提煤电联营，国能投模式或是良方	12
2.3 负债率考核放松，央企带头挑重担	14
2.4 提高分红回馈社会	15
3 投资建议	19
4 风险提示	20
插图目录	21
表格目录	21

1 大国重企的改革新方向

1.1 大国重企的改革往事

国有企业分为中央企业（由中央政府监督管理的国有企业）和地方企业（由地方政府监督管理的国有企业），其中央企在关系国家安全和国民经济命脉的主要行业和关键领域占据支配地位，是国民经济的重要支柱。中央企业的合并重组一直是国资委力推的国有企业改革的重要内容，将时间线拉长来看，自 2003 年国资委成立以来，央企合并重组潮已走过近 20 年的风风雨雨，其主要历程大致可划分为三个阶段：

- 第一阶段从 2003 年至 2010 年，是央企合并重组的起步发展阶段，国资委明确要求央企必须做到行业“前三”，否则将被要求强制重组，不少规模较小的央企被整体并入到规模相对大的央企，整合的行政色彩较为浓厚，属于规模导向型改革。
- 第二阶段是 2011 年至 2015 年 8 月，是央企合并重组的平稳推进阶段，这一阶段国资委更加关注央企整合的质量与效益，放慢了央企整合的进程与步伐，按照“成熟一家，重组一家”的策略，旨在解决同类央企产品和服务的市场过度重叠与无序竞争。
- 2015 年 8 月发布的《关于深化国有企业改革的指导意见》明确了国企改革的方向和要求，拉开央企改革第三阶段的序幕。《意见》为央企合并重组指明了战略性的方向，2016 年 7 月，国务院办公厅进一步出台《关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见》，对央企结构调整与重组工作作出具体部署，央企整合更加重视向产业链、价值链的横向或纵向延伸，进一步强调国有资本应重点向前瞻性、战略性和具有核心竞争力的优势企业集中，属于价值导向型改革。

电力是传统的重资产行业，呈现高投资、长周期、强技术壁垒等特点，拥有众多如三峡、白鹤滩水电站，秦山、大亚湾核电等“大国重器”。在目前 98 家央企中，主营业务（或主营业务之一）为发电的有 10 家，占比超过 10%，均可称得上是“大国重企”。电力行业作为国民经济的基础性产业，长期采用高度集中的管理体制与模式，电力央企也是伴随着我国电力体制改革而诞生和成长的。原电力工业部整体改制而成的国家电力公司，是一家涵盖发输配售及设计施工于一体的超级“巨无霸”，在 2002 年根据电改 5 号文被分拆为 2 大电网公司、5 大发电集团和 4 家电力辅业集团，这 11 家电力企业统一纳入国务院国资委管理。

图1：2002 年国家电力公司拆分重组为 11 家公司



资料来源：国务院《电力体制改革方案》，民生证券研究院

在央企合并重组的第一、第二阶段，电力央企的改革主要围绕四大辅业集团的业务进行整合提效。

- 2004 年 12 月，中国水利水电对外公司整体并入中国水利投资公司，成为电力央企领域合并重组的第一个“吃螃蟹者”。
- 2008 年 10 月，中国水利投资公司又整体并入到三峡建设集团，成为其全资子公司。
- 2011 年 9 月，国资委将两大电网的设计、施工、装备企业与四大电力辅业集团进行合并重组，形成中国电建与中国能建两大电力建设央企。

自党的十八大以来，国企改革日益向纵深推进，国资监管也在不断变革转型，发电央企接棒第三阶段电力央企改革，主导了 2016 年至今的电力央企重组大戏。

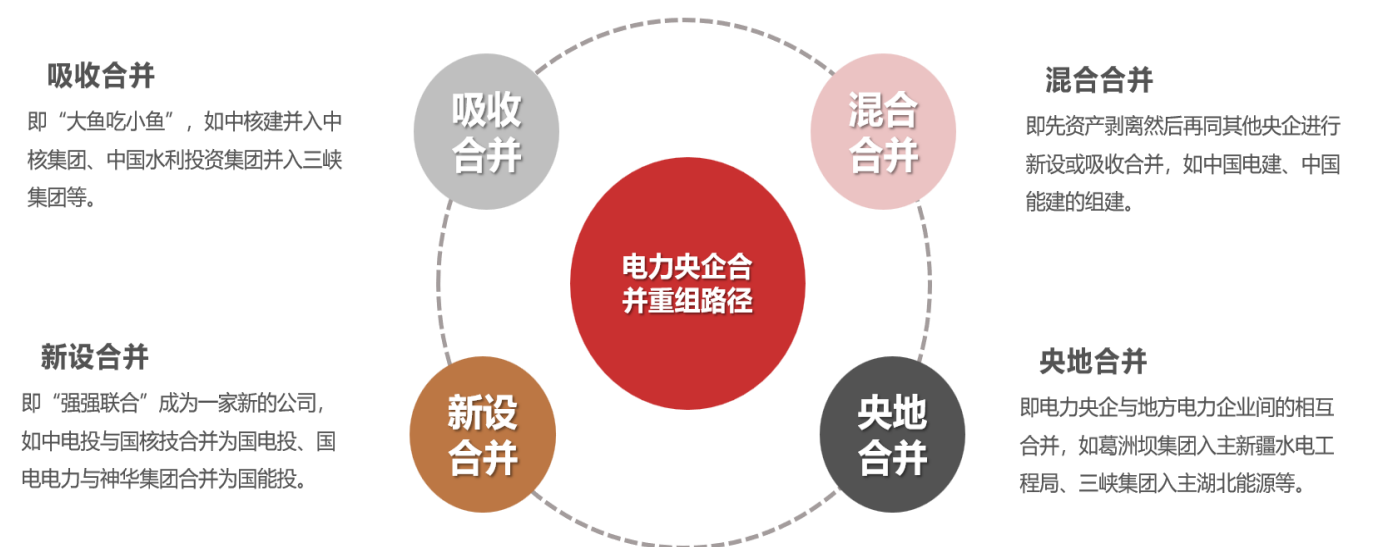
- 2015 年 6 月，中国电力投资集团和国家核电技术公司合并重组为国家电力投资集团，是首次常规发电企业和新型能源企业的合并，核电产业迎来“新三角”格局。

- 2017 年 8 月，国电集团与神华集团合并重组为国家能源投资集团，成为中国乃至世界最大的发电集团。
- 2018 年 1 月，中国核工业建设集团整体划入中核集团成为其全资子公司，形成核电产业上下游业务的一体化发展态势。

从改革历程和发展经验来看，电力央企的资产整合主要有四种方式。

- 吸收合并：即人们常说的“大鱼吃小鱼”，如中核建并入中核集团、中国水利投资集团并入三峡集团等。
- 新设合并：即所谓的“强强联合”成为一家新的公司，如中电投与国家核电技术公司合并为国家电力投资集团、国电电力与神华集团合并为国家能源投资集团；
- 混合合并：即先资产剥离然后再同其他央企进行新设或吸收合并，如中国电建、中国能建的组建。
- 央地合并：即电力央企与地方电力企业间的相互合并，如葛洲坝集团入主新疆水电工程局、三峡集团入主湖北能源等。

图2：电力央企合并重组路径



资料来源：CNKI《电力央企合并重组之管见》 徐进，民生证券研究院

1.2 新国改，新方向

2015 年 8 月，中共中央、国务院正式发布了《关于深化国有企业改革的指导意见》。《指导意见》从改革的总体要求到分类推进国有企业改革、完善现代企业制度和国有资产管理体制、发展混合所有制经济、强化监督防止国有资产流失、加强

和改进党对国有企业的领导、为国有企业改革创造良好环境条件等方面，全面提出了新时期国有企业改革的目标任务和重大举措，是新时期指导和推进国有企业改革的纲领性文件。

2020年6月，中央全面深化改革委员会第十四次会议审议通过了《国企改革三年行动方案(2020-2022年)》。《行动方案》针对此前国企改革中不平衡、落实不到位的情况，重点聚焦“推进国有资本布局优化与结构调整”等8个方面的重点任务，是“1+N”顶层设计、政策体系的落实与具体施工图。

2023年1月，国新办就2022年中央企业经济运行情况举行发布会。国资委发言人介绍，国资委正在围绕提升企业核心竞争力和增强核心功能，谋划新一轮的深化国资国企改革方案。总的是要在巩固深化三年行动成果的基础上，完善中国特色现代公司治理，提高企业活力效率，打造一批创新型国有企业，加快建设世界一流企业，更好发挥国有经济支撑作用。

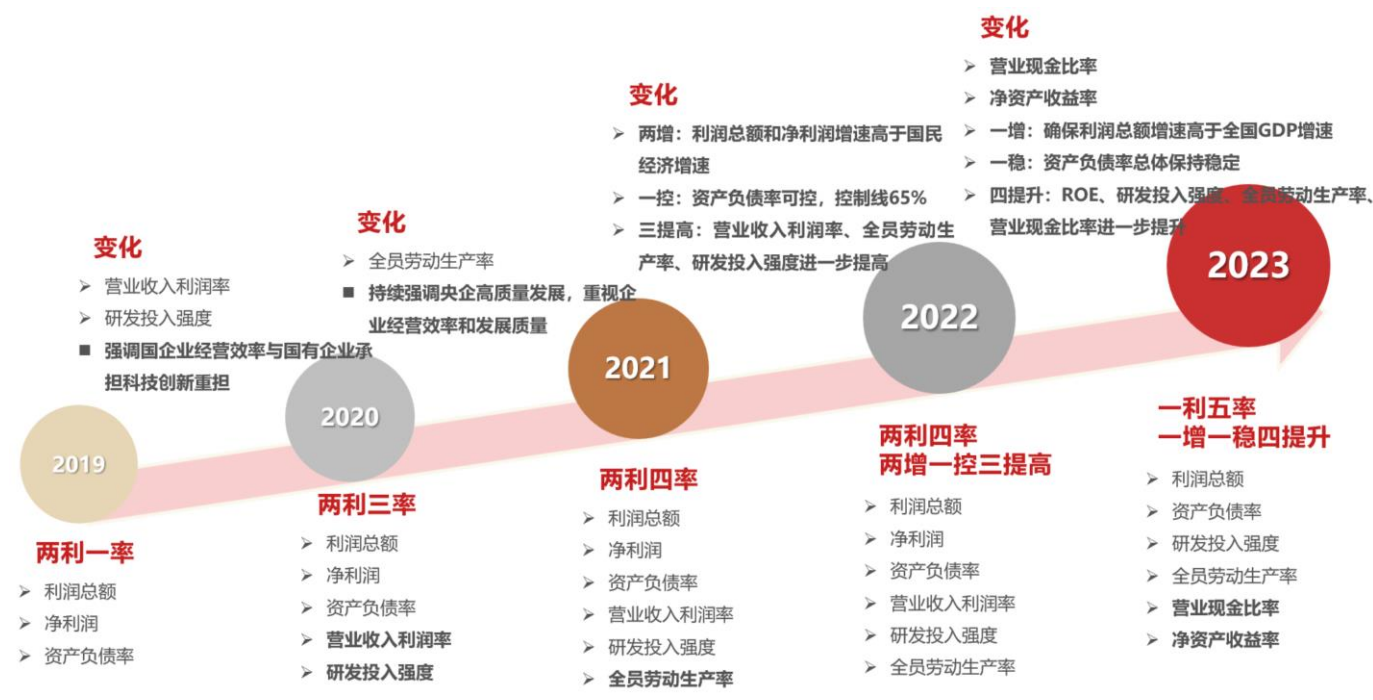
图3：国企改革从“1+N”政策体系搭建，到三年行动方案落地



资料来源：国务院国资委，民生证券研究院整理

在三年行动方案期间，国资委对央企考核体系逐年优化，2019-2022年，该体系由最初“两利一率”逐步完善成“两利四率”、并在2022年进一步提出“两增一控三提高”的具体指标。在经历2015-2018年的行业重组之后，三年行动方案期间，发电央企承担起“双碳”目标下的电力行业低碳转型重担又恰逢国内“缺电”周期，保供与低碳转型双重压力下，发电央企仍交出较为理想的国资考核答卷。

图4：国务院国资委对央企的考核体系变更



资料来源：国务院国资委，民生证券研究院整理

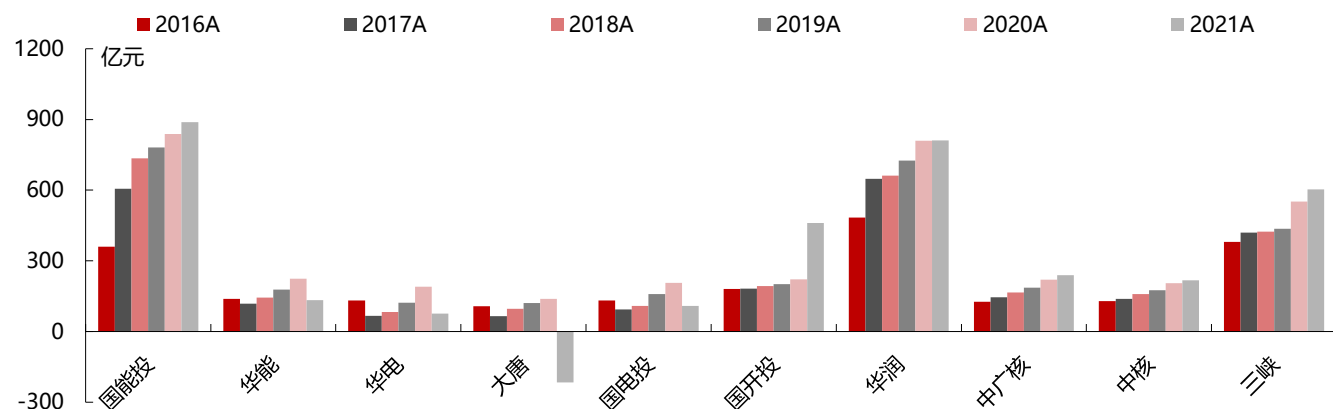
表1：截至 2022 年底，10 家以发电为主营业务（或主业之一）的央企名单

序号	企业（集团）名称	涉电业务
1	国家能源投资集团公司	煤炭、火电、风电、光伏
2	中国华能集团公司	火电、水电、风电、光伏
3	中国华电集团公司	火电、水电、风电、光伏
4	中国大唐集团公司	火电、水电、风电、光伏
5	国家电力投资集团公司	火电、核电、风电、光伏
6	国家开发投资集团	煤炭、火电、水电
7	华润（集团）有限公司	火电、风电、光伏
8	中国广核集团有限公司	核电、风电、光伏
9	中国核工业集团公司	核电、风电、光伏
10	中国长江三峡集团公司	水电、风电、光伏

资料来源：各公司公告，百度百科，民生证券研究院

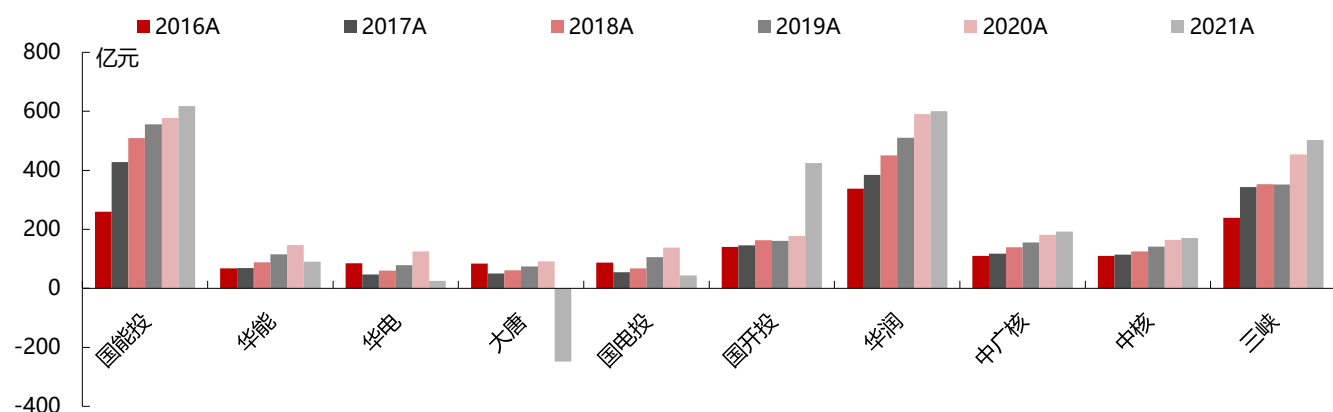
从利润总额与净利润两项考核指标来看，10 家发电央企的利润总额与净利润规模均实现大幅增长。而此前作为国资委考核指标重点的资产负债率，截至 2021 年底，10 家发电央企中仅剩华能集团、大唐集团、国家电力投资集团资产负债率仍高于 70%，其中国家能源集团与三峡集团的资产负债率更是低于 60%。

图5：2016-2021 年，10 家发电央企利润总额



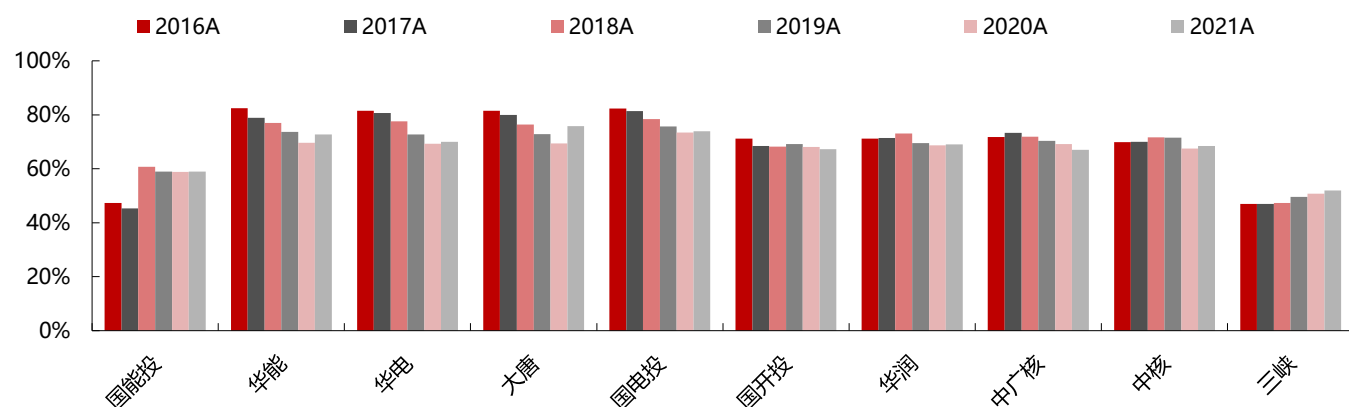
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：2016-2021 年，10 家发电央企净利润

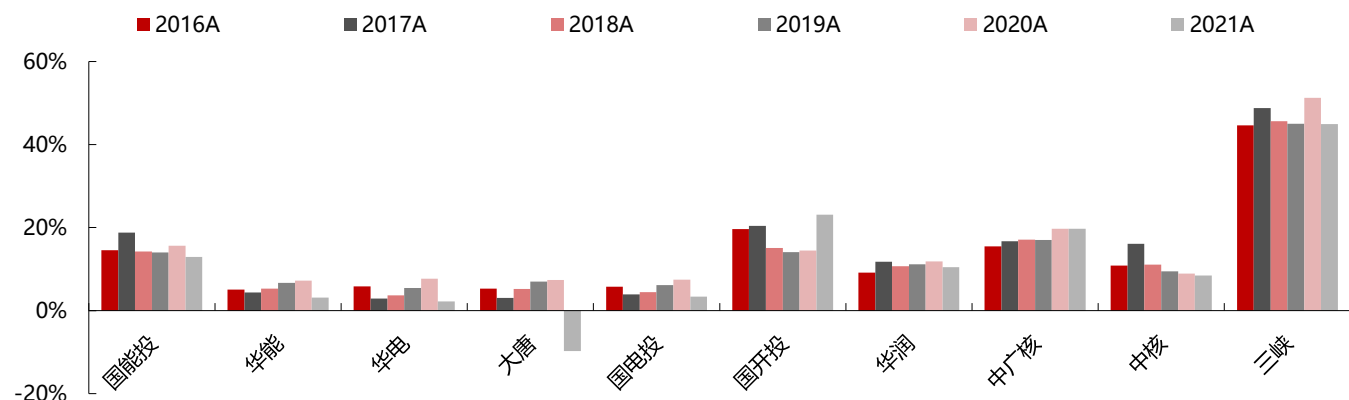


资料来源：wind，民生证券研究院

图7：2016-2021 年，10 家发电央企资产负债率



资料来源：wind，民生证券研究院

图8：2016-2021 年，10 家发电央企营业利润率


资料来源：wind，民生证券研究院

国资委在 2022 年初首提央企考核中的“两增”，即利润总额增速与净利润增速高于国民经济增速，从 2022 年上半年表现来看，除华润集团尚未公布数据外，9 家发电央企中，仅华能、国开投两项数据增速低于国资委考核目标，其余 7 家电力央企两项数据增速均远超国内 GDP 增速。但其实回顾 2016-2021 年，尽管彼时国资委尚未提出“两增”考核，剔除掉煤价大幅波动对以火电装机为主的“五大”发电企业影响，在主要年份电力央企的利润总额增速与净利润增速已经显著高于国民经济增速。

表2：2016-1H22，10 家发电央企利润总额增速与 GDP 增速对比

集团	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	1H22
国能投	13.2%	67.9%	12.9%	7.0%	7.5%	5.9%	13.2%
华能	-54.1%	-16.7%	21.2%	24.3%	25.6%	-40.6%	-20.0%
华电	-48.1%	-47.8%	18.5%	49.3%	54.5%	-60.1%	13.2%
大唐	-38.0%	-38.2%	48.3%	27.8%	15.0%	-274.0%	22.2%
国电投	-4.3%	-28.7%	20.3%	43.2%	30.2%	-47.2%	10.0%
国开投	9.2%	1.2%	6.0%	3.8%	10.0%	108.6%	-29.8%
华润	9.9%	34.2%	2.0%	9.8%	11.6%	0.2%	/
中广核	12.0%	15.3%	14.2%	12.2%	18.3%	8.5%	9.1%
中核	7.6%	7.8%	11.5%	10.3%	16.8%	5.9%	23.0%
三峡	10.3%	10.5%	0.9%	2.8%	26.6%	14.4%	17.7%
GDP 增速	6.8%	6.9%	6.7%	6.0%	2.2%	8.4%	2.5%

资料来源：wind，民生证券研究院

表3：2016-1H22，10 家发电央企净利润增速与 GDP 增速对比

集团	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	1H22
国能投	29.7%	65.2%	18.9%	9.3%	3.8%	7.0%	17.0%
华能	-66.9%	1.3%	27.2%	31.6%	27.3%	-38.2%	-23.0%
华电	-54.8%	-44.4%	27.3%	30.6%	58.6%	-79.7%	15.1%
大唐	-16.7%	-39.7%	22.2%	19.6%	23.8%	-371.7%	24.3%

国电投	3.1%	-37.6%	24.0%	56.3%	31.3%	-68.5%	9.3%
国开投	7.0%	3.9%	11.5%	-1.0%	9.8%	140.2%	-32.7%
华润	13.3%	13.9%	17.3%	13.2%	15.6%	1.8%	/
中广核	20.8%	6.8%	17.7%	12.3%	16.5%	6.0%	7.7%
中核	8.0%	3.9%	9.8%	13.4%	15.8%	3.9%	19.9%
三峡	-17.0%	43.4%	2.8%	-0.1%	28.9%	10.7%	17.4%
GDP 增速	6.8%	6.9%	6.7%	6.0%	2.2%	8.4%	2.5%

资料来源：wind，民生证券研究院

2022 年 12 月 21 号，国资委官网发布通知，经报国务院批准，中国宝武与中钢集团实施重组，中钢集团整体划入中国宝武，本次重组为国企改革三年行动计划圆满收官画上句号。

表4：国企改革三年行动部分重组案例

时间	新设央企	行业	事件
2021.04	中国卫星网络集团	通信	经国务院批准，新组建中国卫星网络集团有限公司
2021.05	中国中化控股	化工	中国中化集团和中国化工集团重组为中国中化控股
2021.06	/	通信	中国普天整体无偿划转进入中国电科，成为中国电科的全资子公司
2021.08	/	钢铁	鞍钢集团重组本钢集团
2021.09	中国电气装备集团	电气	中国西电集团、许继集团、平高集团、山东电工电气集团等重组整合
2021.12	中国稀土集团	金属	国务院国资委、中国铝业集团、中国五矿股份有限公司、中国钢研科技集团、有研科技集团、赣州稀土集团共同出资成立
2021.12	中国物流集团	交通	中国铁路物资集团、中国诚通控股集团物流板块的中国物资储运集团、港中旅华贸国际物流股份有限公司、中国物流股份有限公司、中国包装公司 4 家企业整合而成
2022.07	中国矿产资源集团	金属	经国务院批准，新组建中国矿产资源集团有限公司
2022.12	/	工程	中国南水北调集团正式转隶作为国资委监管的中央企业
2022.12	/	钢铁	中国宝武集团重组中钢集团

资料来源：国务院国资委，民生证券研究院整理

在三年行动期间内，电力央企未发生企业间的合并重组，主要通过项目合作或资产划拨等形式开展合作。

表5：近期电力央企与其他同业/非同业央企产业合作

签约时间	交易双方	合作形式	整合内容
2022.12.30	国家电投、中煤集团	项目合作	双方签署了战略合作框架协议暨煤电项目专业化整合协议，涉及的煤电装机容量预计将超过1000万千瓦。
2023.01.06	华能集团、中国船舶等13家央企	项目合作	中央企业新能源智慧运维服务合作集中签约22个风光项目，总容量288MW。
2023.01.10	国家电网、国家电投	资产划拨	国家电网将国能生物正式划转国家电投。国能生物是我国生物质发电龙头企业，年利用农林剩余物1000万吨。
2023.01.14	三峡集团、中交集团	资产划拨	三峡集团将所属中国水利电力对外公司划转至中交集团。中水电公司在80多个国家和地区成功建设了800多项水利水电和基础设施工程项目。

资料来源：新华社，国资委，民生证券研究院整理

2 重识电力行业的潜在投资机遇

2023 年初，国务院国资委将央企考核体系优化为“一利五率”，并以“一增一稳四提升”为年度发展目标，即：确保利润总额增速高于全国 GDP 增速；资产负债率总体保持稳定；净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率和营业现金比率进一步提升。三年行动方案收官，新考核体系使用营业现金比率取代营业利润率，并新增净资产收益率考核，体现出新的考核体系更加注重投资回报和现金流、强调有质量的增长。

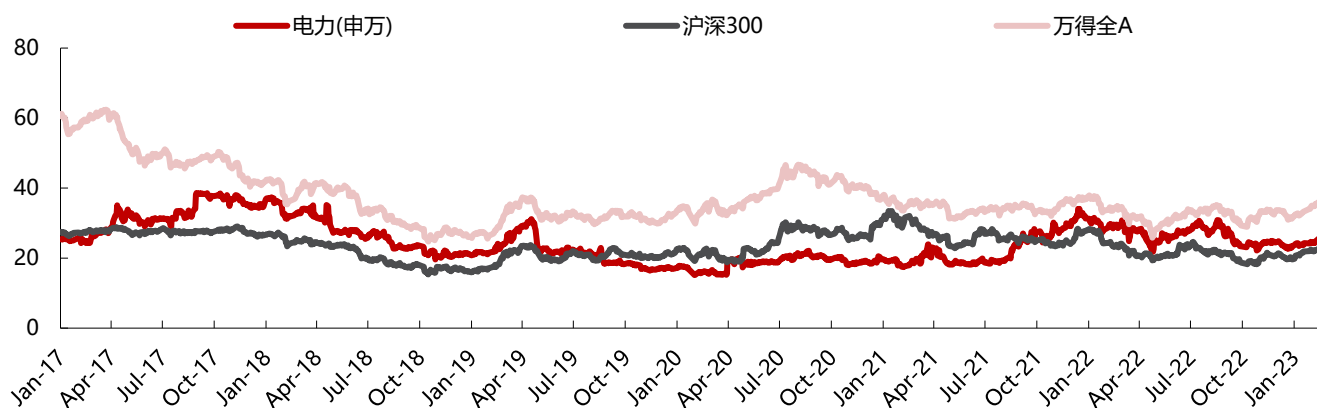
在 A 股电力行业 93 家上市公司中，央企有 31 家，占比 33.3%；地方国企有 39 家，占比 41.9%；国资系公众企业 3 家，占比 3.2%。三者合计占比高达 78.5%。因此，电力行业有望显著受益于本轮国企改革。

2.1 “中国特色估值体系” 重构

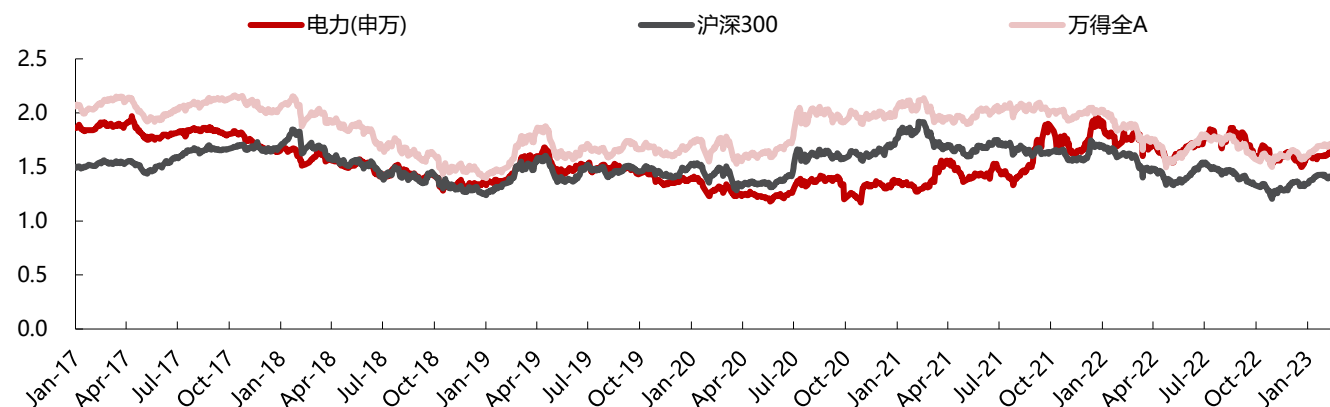
2022 年 11 月 21 日，中国证监会主席易会满提出要把握好不同类型上市公司的估值逻辑，探索建立具有中国特色的估值体系。2022 年 12 月 2 日，上交所发布《中央企业综合服务三年行动计划》，提出“服务推动央企估值回归合理水平”。2023 年 2 月 2 日，中国证监会召开 2023 年系统工作会议，针对“建设中国特色现代资本市场”再次提及“具有中国特色的估值体系”。近期监管层多次强调“中国特色估值体系”，政策端有望推动电力行业估值重构。

在最近一年中，A 股电力行业 PE、PB 中位数约 25.71 倍、1.66 倍，低于 Wind 全行业的 PE、PB 中位数 26.8%、1.4%，高于沪深 300 的 PE、PB 中位数 21.6%、18.3%，低于全行业平均估值水平、高于沪深 300 均值。如果考虑到占据电力行业上市公司数量近半的火电行业在 2021-2022 年期间因煤价大幅上行导致净利润巨额亏损、净资产显著受损的扰动因素，电力行业的实际 PE、PB 中枢或位于沪深 300 均值之下，存在估值修复空间。

图9：SW 行业二级电力行业 PE (TTM，中位数)



资料来源：wind，民生证券研究院

图10: SW 行业二级电力行业 PB (LF)


资料来源: wind, 民生证券研究院

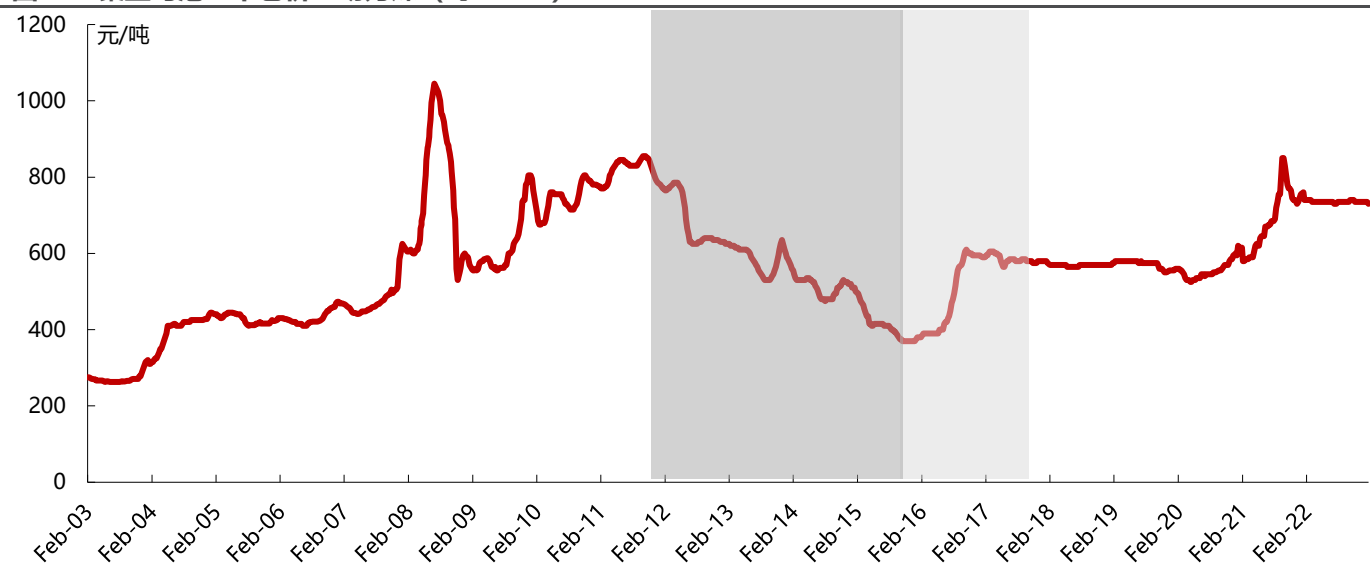
2.2 困局中再提煤电联营，国能投模式或是良方

2022 年 12 月 28 日，国电投旗下的中国电力将全资子公司新源融合 60% 的股权作价 12.65 亿元人民币售予中煤集团旗下的中煤电力，标的公司持有大别山电厂 51% 股权及姚孟电厂 100% 股权，两大电厂合计持有九台装机容量总计 4760 兆瓦位于中国河南及湖北省的燃煤发电机组及一个正在兴建的热电项目。

2022 年 12 月 30 日，国资委召开在京部分中央企业主要负责同志座谈会，会议提出“深化煤炭与煤电、煤电与可再生能源‘两个联营’，加大对优质煤炭资源储备和开发力度，多措并举、开源挖潜，进一步增强能源电力供应支撑托底能力”，同日，中煤集团与国家电投煤电项目专业化整合签约仪式在北京举行。

2023 年 2 月 17 日，《学习时报》头版头条刊发国务院国资委党委书记、主任张玉卓署名文章《为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步作出国资央企更大贡献》，文章提到：推动煤电、清洁能源等领域推动专业化整合，切实提高产业竞争力。

短时间内，国资委多次提及煤电联营，中煤集团与国电投更是已经开始部分煤电资产的煤电联营整合。而在国资委会议的前后，五大发电中的华电集团与华能集团领导纷纷前往国家能源集团，后续有望在煤炭供应、煤电联营等领域开展合作。在当前的煤电困境下，煤电联营俨然成为拯救煤电行业的救命方，而煤电联营的效果如何，国能投或是答案。2017 年 8 月 28 日，中国国电集团公司与神华集团有限责任公司合并重组为国家能源投资集团有限责任公司，国能投一举成为我国最大的发电与煤炭集团。

图11：秦皇岛港：平仓价：动力煤（Q5500K）


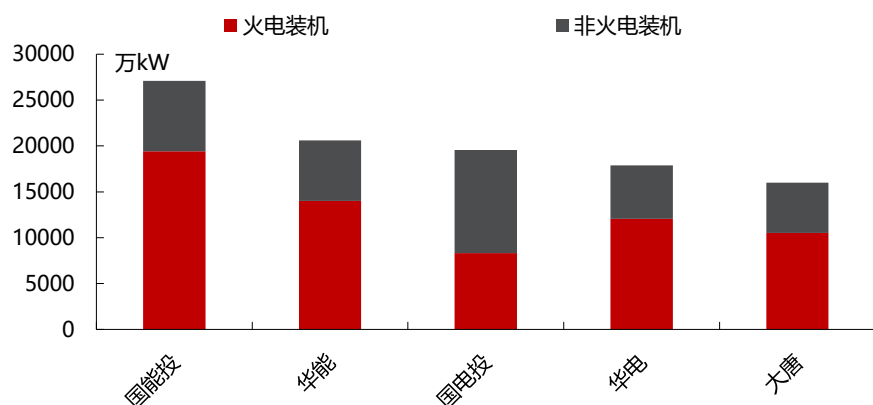
资料来源：wind，民生证券研究院

煤电联营通过将业绩的波动在内部对冲消化掉，以应对煤价大幅度波动对上游煤炭企业和下游电力企业盈利水平的冲击，有利于保持整个产业链的稳定。

表6：2021年五大发电央企资产经营情况

	总资产(亿元)	营收(亿元)	利润总额(亿元)	装机容量(万 kW)	煤炭产量(亿吨)	发电量(亿 kWh)
国能投	18976	6908	888	27100	57000	11032
华能	13399	3855	133	20592	8664	7745
国电投	14911	3323	108	19544	7717	6426
华电	9481	2764	76	17872	5358	6404
大唐	8302	2238	-217	16006		5830

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

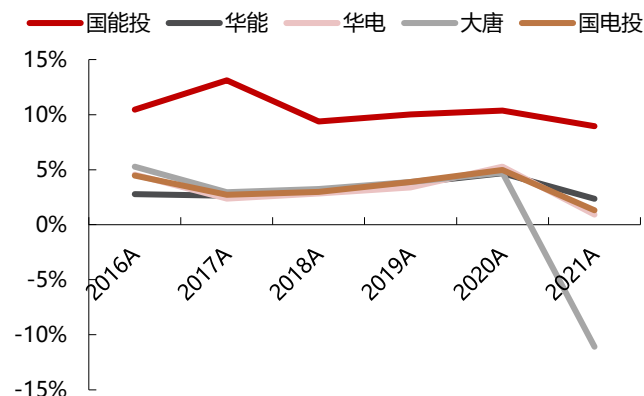
图12：2021年五大发电集团火电装机


资料来源：各公司公告，民生证券研究院

在五大发电央企中，国能投拥有最大规模的火电装机，面对高企的电煤价格，

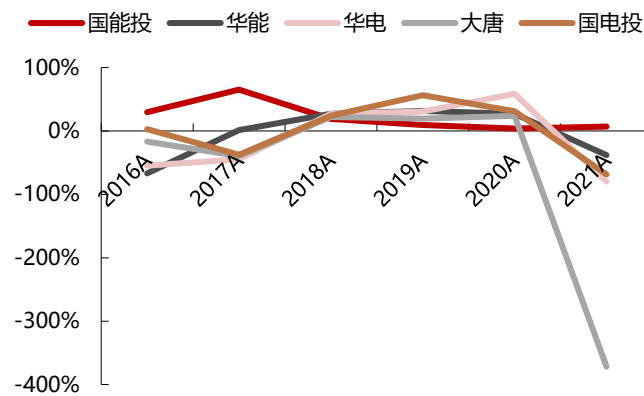
国能投净利率显著高于另外 4 家发电央企,并在 2021 年唯一实现净利润正增长。

图13: 国能投净利率显著高于其余 4 家发电央企



资料来源: wind, 民生证券研究院

图14: 2021 年国能投唯一实现净利润正增长

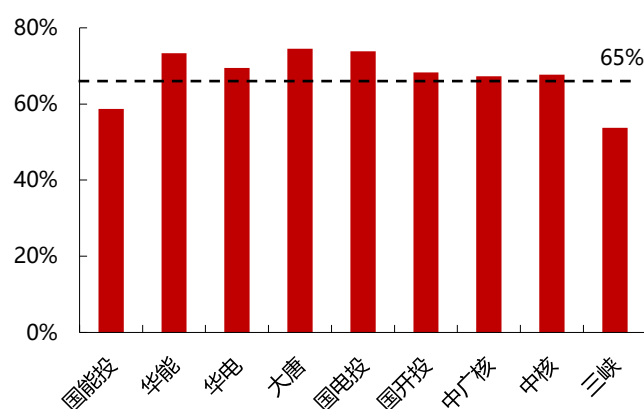


资料来源: wind, 民生证券研究院

2.3 负债率考核放松, 央企带头挑重担

在新的“一利五率”考核体系下,国资委对于资产负债率的考核将“资产负债率控制在 65%以下”调整为“稳定在 65%左右”。国资委对负债率管控将坚持“有保有压, 总体稳定”原则, 对于处于战略投入期且本身负债率较低、风险可控的企业可以允许负债率适度合理上升。当前发电央企既面临着保供压力又担负电力系统低碳转型的重担, 传统的煤电机组与风光新能源项目均需要大笔的资金投入, 国资委放松对于资产负债率的考核, 部分发电央企如华能、国电投、大唐等降杠杆压力缓解, 而像国能投、三峡等又具备充足的加杠杆空间。

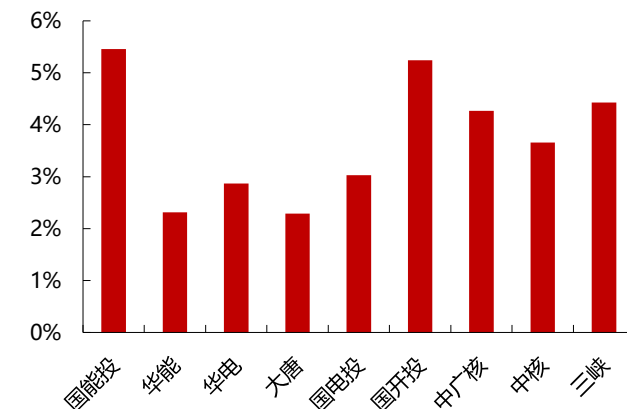
图15: 1H22, 9 家发电央企资产负债率情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

注: 华润集团尚未公布 1H22 半年报数据

图16: 1H22, 9 家发电央企净资产收益率情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

注: 华润集团尚未公布 1H22 半年报数据

就 10 家发电央企旗下电力上市平台而言, 上市公司资产负债率明显低于集团公司, 凭借自身良好的融资渠道同时背靠集团的资源支持, 新一轮的发电央企资产

扩张或将主要由旗下上市平台主导。

表7：10 家发电央企旗下电力上市平台资产负债率情况

所属集团	证券代码	公司简称	截至 1H22 公司资产负债率
华能集团	600011.SH	华能国际	75.1%
	600863.SH	内蒙华电	51.3%
	600025.SH	华能水电	58.7%
华电集团	600027.SH	华电国际	66.3%
	002039.SZ	黔源电力	64.3%
	600396.SH	金山股份	102.8%
大唐集团	601991.SH	大唐发电	72.6%
	600744.SH	华银电力	98.1%
	600236.SH	桂冠电力	53.1%
国电投集团	2380.HK	中国电力	71.9%
	600021.SH	上海电力	76.2%
	000875.SZ	吉电股份	78.4%
国能投集团	600795.SH	国电电力	72.3%
	001289.SZ	龙源电力	62.9%
	000966.SZ	长源电力	59.0%
三峡集团	600900.SH	长江电力	44.9%
	600905.SH	三峡能源	66.0%
	000883.SZ	湖北能源	51.4%
	600116.SH	三峡水利	50.4%
国开投集团	600886.SH	国投电力	63.7%
华润集团	0836.HK	华润电力	62.9%
中核集团	601985.SH	中国核电	67.0%
中广核集团	003816.SZ	中国广核	62.0%

资料来源：wind，民生证券研究院

2.4 提高分红回馈社会

2022 年 5 月 18 日，国务院国企改革领导小组办公室召开深化国有控股上市公司改革专题推进会，国务院国有企业改革领导小组办公室副主任翁杰明在会上表示各地国资委要按照便利企业的原则，对国有控股上市公司股份回购、现金分红给予积极指导支持；同时国有上市公司要依法依规、适时运用大股东增持、关键核心人员增持、增加现金分红比重等手段，引导上市公司价值合理回归。

从分红比例来看，2021 年仅有 5 家公司分红比例高于 50%，除内蒙华电外其余 4 家均为水电公司。另外两家核电公司中，近三年中广核根据自身股东分红规划逐步提高分红比例，未来有望超越 50%；中国核电现金分红比率稳定在 30%+，未来随着新机组投产与资本开支计划下降，或将逐步提高自身分红比率。支持这些企业进行高分红的是其强劲、稳健的现金流。

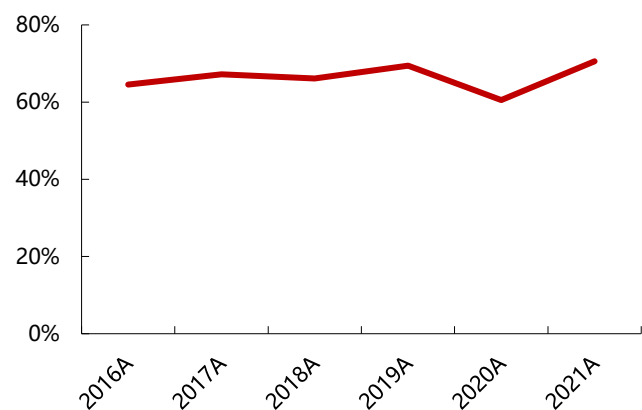
表8：10 家发电央企旗下电力上市平台年度分红情况

证券代码	公司简称	现金分红比率			股息率		
		2019A	2020A	2021A	2019A	2020A	2021A
600011.SH	华能国际	125.7%	61.9%	0.0%	2.4%	4.0%	0.0%
600863.SH	内蒙华电	66.3%	96.4%	144.3%	4.6%	4.9%	2.5%
600025.SH	华能水电	49.4%	59.6%	52.4%	7.8%	3.6%	2.6%
600027.SH	华电国际	42.3%	59.0%	-49.7%	4.0%	7.4%	4.7%
002039.SZ	黔源电力	34.7%	24.8%	26.0%	2.3%	2.3%	0.9%
600396.SH	金山股份	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
601991.SH	大唐发电	112.9%	55.4%	0.0%	2.7%	3.8%	0.0%
600744.SH	华银电力	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
600236.SH	桂冠电力	70.8%	68.2%	87.5%	3.9%	4.3%	2.3%
600021.SH	上海电力	35.4%	32.4%	0.0%	1.6%	1.5%	0.0%
000875.SZ	吉电股份	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
600795.SH	国电电力	52.6%	27.1%	0.0%	2.1%	1.8%	0.0%
001289.SZ	龙源电力	0.0%	0.0%	19.2%	0.0%	0.0%	0.0%
000966.SZ	长源电力	30.9%	36.0%	0.0%	3.4%	1.2%	0.0%
600900.SH	长江电力	69.4%	60.5%	70.6%	3.7%	3.7%	3.6%
600905.SH	三峡能源	0.0%	0.0%	30.0%	0.0%	0.0%	0.8%
000883.SZ	湖北能源	43.4%	31.8%	42.1%	2.4%	3.1%	2.9%
600116.SH	三峡水利	51.8%	30.8%	33.2%	1.3%	1.2%	1.3%
600886.SH	国投电力	35.0%	35.4%	50.0%	2.7%	3.2%	1.4%
601985.SH	中国核电	41.2%	37.9%	35.2%	2.4%	2.6%	1.8%
003816.SZ	中国广核	40.5%	42.2%	43.6%	2.1%	2.8%	2.7%

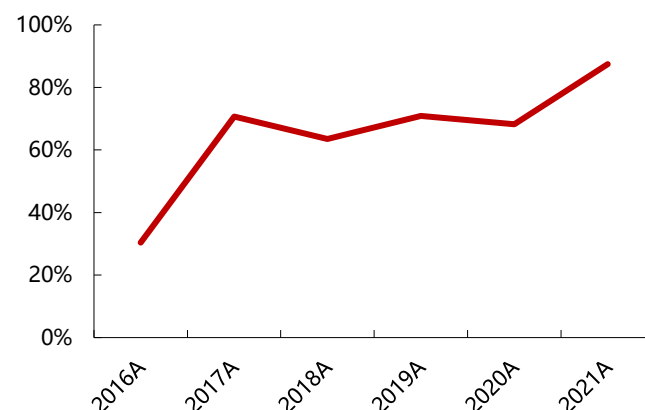
资料来源：wind，民生证券研究院

股息率计算使用报告期末最后一个交易日收盘价

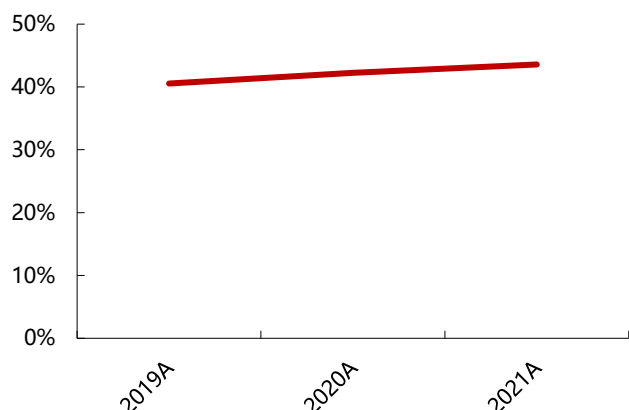
众所周知，重资产行业高额的建设期投入，在进入运营期后会带来营业成本中固定资产折旧/无形资产摊销成本占比较高的结果。而折旧/摊销并没有产生实际的现金流支出，因此公司的经营性现金流往往高于利润表中的归母净利润。这是支持高分红的有力保障。

图17：2016-2021 年，长江电力分红率情况


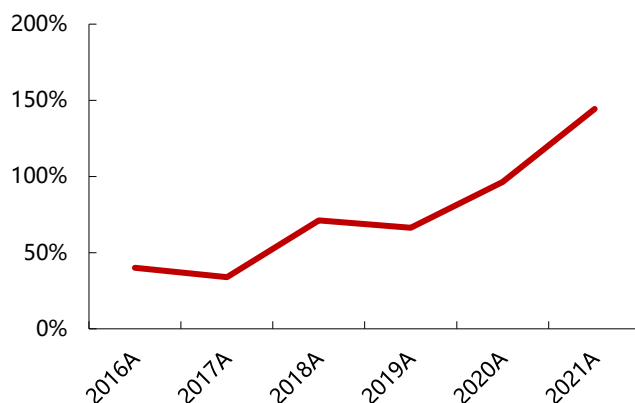
资料来源：wind，民生证券研究院

图18：2016-2021 年，桂冠电力分红率情况


资料来源：wind，民生证券研究院

图19：2019-2021 年，中国广核分红率情况


资料来源：wind，民生证券研究院

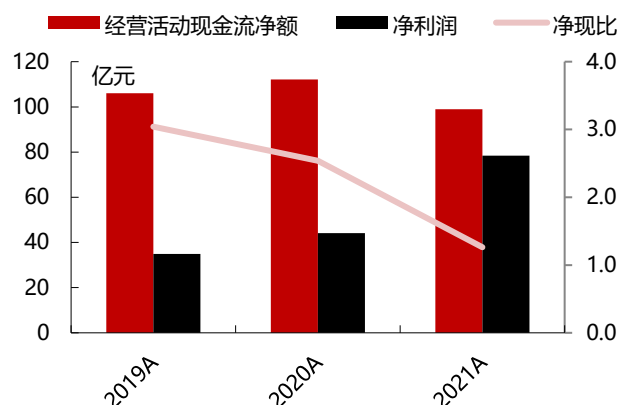
图20：2016-2021 年，内蒙华电分红率情况


资料来源：wind，民生证券研究院

此外，虽然绿电目前尚处于跑马圈地的“吞金兽”阶段，但其与水电相近的商业模式和成本结构，具备未来转变为“印钞机”的潜质。以 6 家头部新能源运营商为例，2021 年：

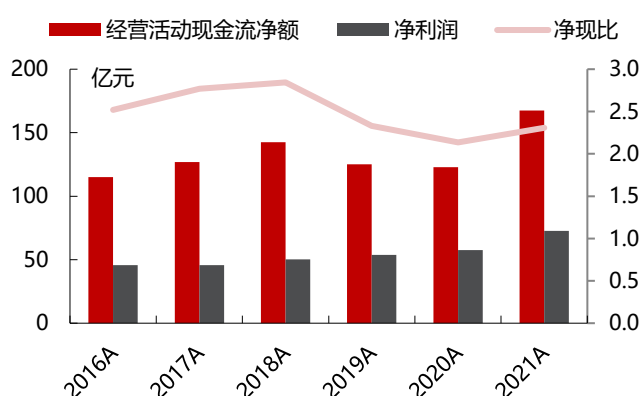
- 华电新能：净利润为 78.40 亿元，经营性现金流净额 98.97 亿元，净现比为 1.26；
- 龙源电力：净利润为 72.63 亿元，经营性现金流净额 167.55 亿元，净现比为 2.31；
- 三峡能源：净利润为 60.86 亿元，经营性现金流净额 88.18 亿元，净现比为 1.45；
- 中广核风电：净利润为 42.57 亿元，经营性现金流净额 122.35 亿元，净现比为 2.87；
- 华能新能源：净利润为 59.39 亿元，经营性现金流净额 86.46 亿元，净现比为 1.46；
- 大唐新能源：净利润为 18.31 亿元，经营性现金流净额 60.02 亿元，净现比为 3.28。

图21：华电新能净现比情况



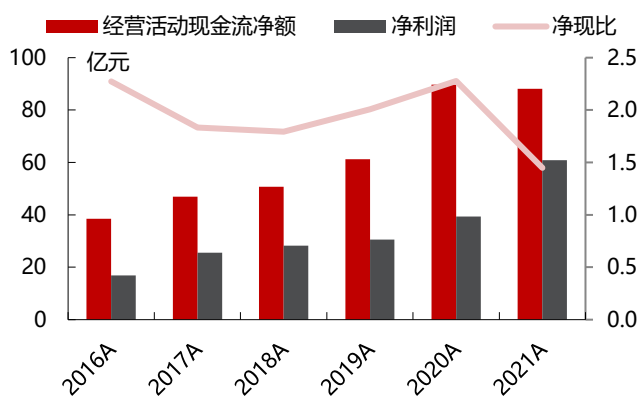
资料来源：wind，民生证券研究院

图22：龙源电力净现比情况



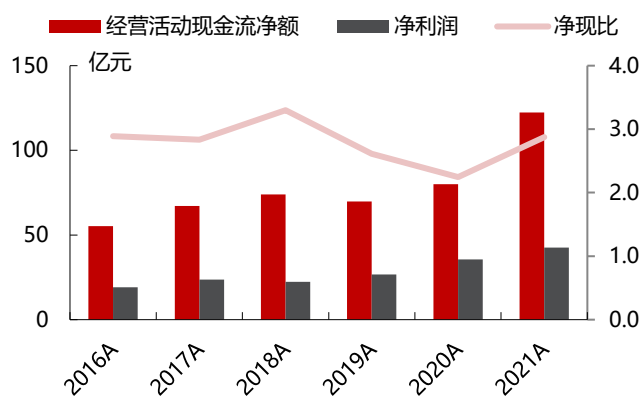
资料来源：wind，民生证券研究院

图23：三峡能源净现比情况



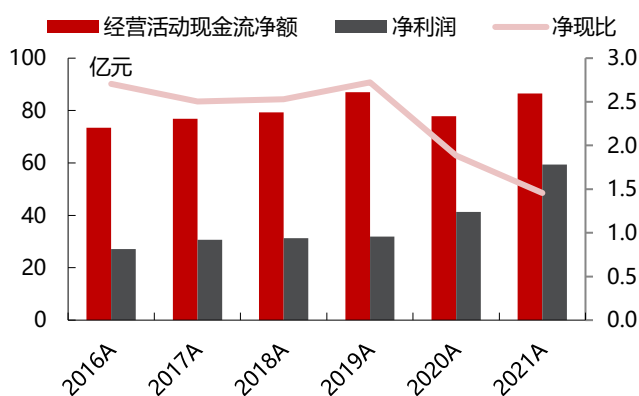
资料来源：wind，民生证券研究院

图24：中广核风电净现比情况



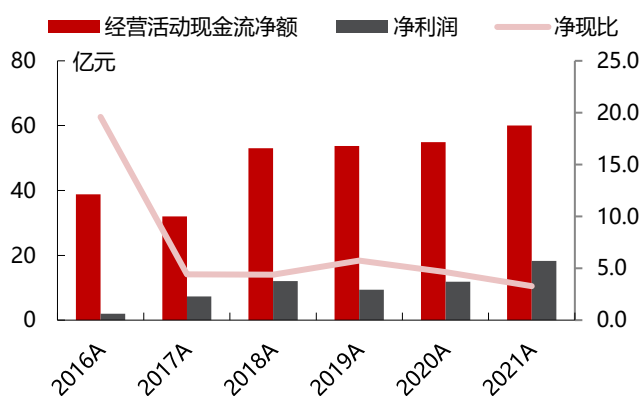
资料来源：wind，民生证券研究院

图25：华能新能源净现比情况



资料来源：wind，民生证券研究院

图26：大唐新能源净现比情况



资料来源：wind，民生证券研究院

3 投资建议

作为央、国企中的代表典范，电力行业的“大国重企”们承担着能源保供与电力低碳转型双重责任，有望在新一轮国企改革中释放出潜在的投资机会，值得重新认识、思考。水电板块推荐长江电力、黔源电力，谨慎推荐国投电力、华能水电、川投能源；火电板块推荐申能股份、福能股份；核电板块推荐中国核电，谨慎推荐中国广核；绿电板块推荐三峡能源，谨慎推荐龙源电力、浙江新能。

4 风险提示

1) 国企改革进度不及预期。国企涉及行业覆盖国计民生的各方面，在改革实际推进过程中可能因社会面因素或行业因素导致实际推进进程受阻。

2) 电力需求下滑。电力工业作为国民经济运转的支柱之一，供需关系的变化在较大程度上受到宏观经济运行状态的影响，将直接影响到发电设备的利用小时数。

3) 电价降低。下游用户侧降低销售电价的政策可能向上游发电侧传导，导致上网电价降低；随着电改的推进，电力市场化交易规模不断扩大，可能拉低平均上网电价。

4) 燃料成本上升。煤炭优质产能的释放进度落后，且环保限产进一步压制了煤炭的生产和供应；用电需求的大幅增长提高了煤炭生产商及供应商的议价能力，导致电煤价格难以得到有效控制；对于以煤机为主的火电企业，燃料成本上升将减少利润。

5) 地方财政压力。央地共担的补贴模式下，经济发展水平相对较低地区的地方财政补贴不到位；债务问题相对严重的地方政府偿债能力进一步恶化。

插图目录

图 1: 2002 年国家电力公司拆分重组为 11 家公司	4
图 2: 电力央企合并重组路径	5
图 3: 国企改革从“1+N”政策体系搭建, 到三年行动方案落地	6
图 4: 国务院国资委对央企的考核体系变更	7
图 5: 2016-2021 年, 10 家发电央企利润总额	8
图 6: 2016-2021 年, 10 家发电央企净利润	8
图 7: 2016-2021 年, 10 家发电央企资产负债率	8
图 8: 2016-2021 年, 10 家发电央企营业利润率	9
图 9: SW 行业二级电力行业 PE (TTM, 中位数)	11
图 10: SW 行业二级电力行业 PB (LF)	12
图 11: 秦皇岛港: 平仓价: 动力煤 (Q5500K)	13
图 12: 2021 年五大发电集团火电装机	13
图 13: 国能投净利润率显著高于其余 4 家发电央企	14
图 14: 2021 年国能投唯一实现净利润正增长	14
图 15: 1H22, 9 家发电央企资产负债率情况	14
图 16: 1H22, 9 家发电央企净资产收益率情况	14
图 17: 2016-2021 年, 长江电力分红率情况	16
图 18: 2016-2021 年, 桂冠电力分红率情况	16
图 19: 2019-2021 年, 中国广核分红率情况	17
图 20: 2016-2021 年, 内蒙华电分红率情况	17
图 21: 华电新能净现比情况	18
图 22: 龙源电力净现比情况	18
图 23: 三峡能源净现比情况	18
图 24: 中广核风电净现比情况	18
图 25: 华能新能源净现比情况	18
图 26: 大唐新能源净现比情况	18

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 截至 2022 年底, 10 家以发电为主营业务 (或主业之一) 的央企名单	7
表 2: 2016-1H22, 10 家发电央企利润总额增速与 GDP 增速对比	9
表 3: 2016-1H22, 10 家发电央企净利润增速与 GDP 增速对比	9
表 4: 国企改革三年行动部分重组案例	10
表 5: 近期电力央企与其他同业/非同业央企产业合作	10
表 6: 2021 年五大发电央企资产经营情况	13
表 7: 10 家发电央企旗下电力上市平台资产负债率情况	15
表 8: 10 家发电央企旗下电力上市平台年度分红情况	16

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026