

国电电力 (600795.SH)

业绩显著改善，加快推进新能源发展

买入

核心观点

电价上浮致营收增长，归母净利润显著改善。2022年，公司实现营业收入1926.80亿元(+14.40%)，归母净利润27.47亿元(+248.03%)，扣非归母净利润24.65亿元(+159.17%)。公司营业收入增长主要系电价上浮影响所致，2022年公司平均上网电价438.88元/兆瓦时，同比增长21.46%。公司归母净利润增长除受电价上浮影响外，还得益于公司煤炭长协覆盖率、执行率情况较好，燃料价格涨幅缩窄。

煤价中枢或有所下行，公司火电业务盈利有望进一步增长。国内煤炭市场政策调控力度不减，同时煤炭产能继续释放，煤炭进口大概率出现恢复性增长，国内煤炭市场将从供需偏紧转向基本平衡，资源供应紧张程度有望缓解；从需求端来看，随着新能源装机规模持续提升，火电发电量占比下降，预计对煤炭需求将呈现下行趋势。综合供需来看，预计未来煤价中枢或迎来下行，公司火电业务盈利有望进一步提升。

新能源发展加快推进，拓展业绩增量来源。2022年公司新能源产业快速发展，开发并购同步推进，全年获取资源19.47GW，核准备案16.20GW，开工7.93GW，新增装机3.15GW（风电、光伏分别新增装机0.39、2.76GW）；截至2022年末，公司风光新能源控股装机容量合计10.59GW（风电、光伏分别为7.46、3.13GW），在建风光新能源项目6.73GW。2023年，公司计划获取新能源资源超过14GW，核准12GW，开工9.6GW，投产8GW。公司新能源项目资源储备充足，未来加快新能源建设，项目投运将驱动公司业绩快速增长。

传统能源转型升级稳步推进，公司综合实力不断提升。2022年，公司加快传统能源转型升级，存量改造、增量开发、综合能源转型全线推进，加快火电扩能升级。2022年，公司火电项目开工4.85GW，投产2GW。截至2022年末，公司在建火电项目6.35GW，在建水电项目3.95GW，公司火电、水电装机容量有望进一步增长，推动业绩规模提升。

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：由于公司火电装机容量减少及风光新能源装机增长不及预期，下调盈利预测。我们预计2023-2025年公司归母净利润分别为72.33、88.24、102.11亿元（2023、2024年原值为74.3、89.5亿元），同比增长156.1%、22.0%、15.7%；EPS分别为0.41、0.49、0.57元，当前股价对应PE为9.6、7.9、6.8x。给予2023年公司12-13倍PE，对应合理市值为868-940亿元，对应4.87-5.27元/股合理价值，较当前股价有25%-36%的溢价。维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	168,185	192,681	189,263	198,646	212,529
(+/-%)	44.5%	14.6%	-1.8%	5.0%	7.0%
净利润(百万元)	-1845	2825	7233	8824	10211
(+/-%)	-170.1%	-253.1%	156.1%	22.0%	15.7%
每股收益(元)	-0.10	0.16	0.41	0.49	0.57
EBIT Margin	4.5%	11.0%	14.2%	16.1%	16.9%
净资产收益率(ROE)	-4.0%	6.3%	15.3%	17.7%	19.3%
市盈率(PE)	-37.6	24.6	9.6	7.9	6.8
EV/EBITDA	14.1	9.5	9.8	8.8	9.0
市净率(PB)	1.51	1.54	1.47	1.39	1.31

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

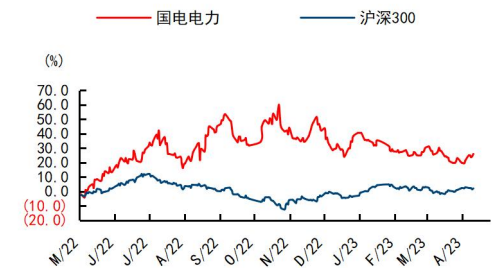
公用事业·电力

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(维持)
合理估值	4.87 - 5.27元
收盘价	3.89元
总市值/流通市值	69381/69381百万元
52周最高价/最低价	4.97/2.56元
近3个月日均成交额	492.27百万元

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(600795.SH)-净利润大幅增长，盈利能力显著提升》
——2022-10-26

电价上浮致营收增长，归母净利润显著改善。2022年，公司实现营业收入1926.80亿元（+14.40%），归母净利润27.47亿元（+248.03%），扣非归母净利润24.65亿元（+159.17%）。公司营业收入增长主要系电价上浮影响所致，2022年公司平均上网电价438.88元/兆瓦时，较上年增长77.54元/兆瓦时，增幅21.46%。公司归母净利润增长除受电价上浮影响外，还得益于公司煤炭长协覆盖率、执行率情况较好，燃料价格涨幅缩窄。2022年，公司共采购原煤1.95亿吨，其中长协煤总量1.89亿吨，占比97%，入炉标煤量1.20亿吨，入炉标煤单价978.78元/吨，同比增长78.36元/吨，涨幅8.70%，较2021年涨幅缩窄39.17个百分点。

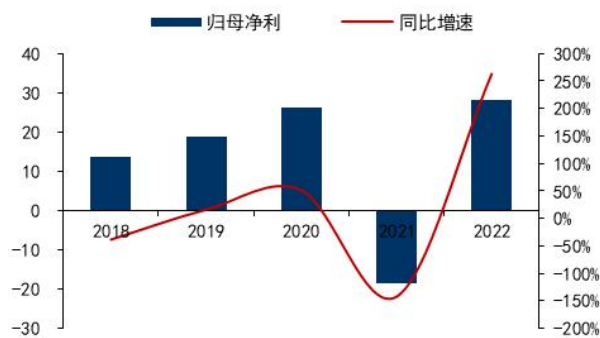
公司整体发电量同比小幅下降，光伏发电量大幅增长。2022年，公司发电量4633.55亿千瓦时（-0.16%），上网电量4405.45亿千瓦时（+0.04%）。分不同电源来看，火电发电量3883.30亿千瓦时（-0.32%），上网电量3665.08亿千瓦时（-0.08%）；水电发电量561.03亿千瓦时（-4.71%），上网电量556.70亿千瓦时（-4.71%）；风电发电量166.70亿千瓦时（+9.69%），上网电量161.85亿千瓦时（+9.70%）；光伏发电量22.52亿千瓦时（+424.52%），上网电量21.82亿千瓦时（+423.34%）。

图1：国电电力营业收入及增速（单位：亿元）



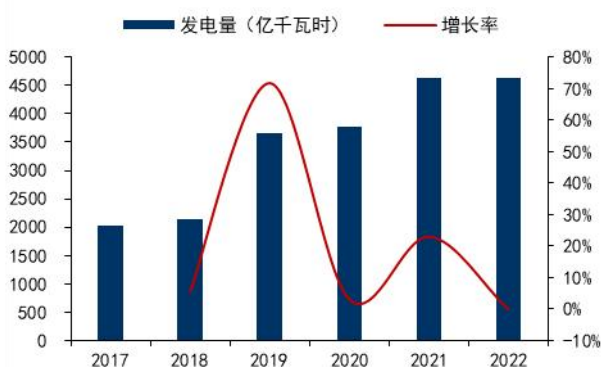
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：国电电力归母净利润及增速（单位：亿元）



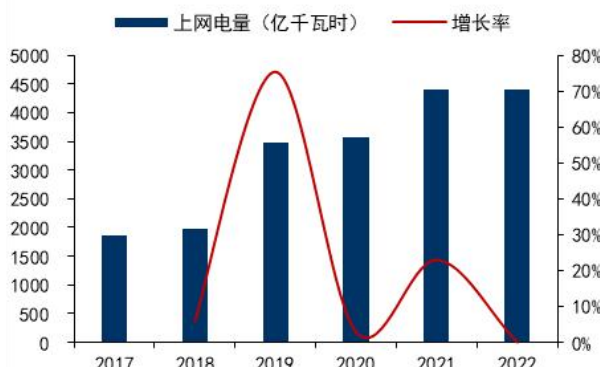
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：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4：国电电力上网电量情况

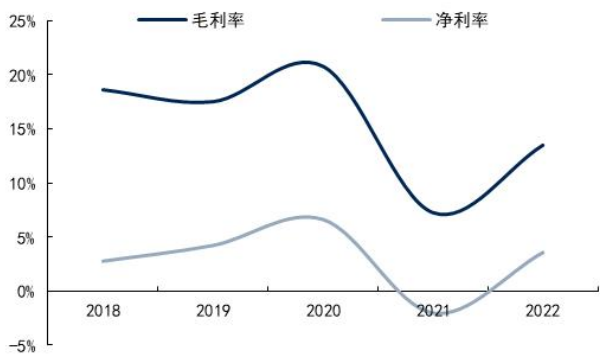


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

毛利率改善，财务费用率下降，净利率提升。2022年，公司毛利率为13.48%，较2021年同期的7.25%增加6.23pct，毛利率改善的原因在于平均上网电价大幅上

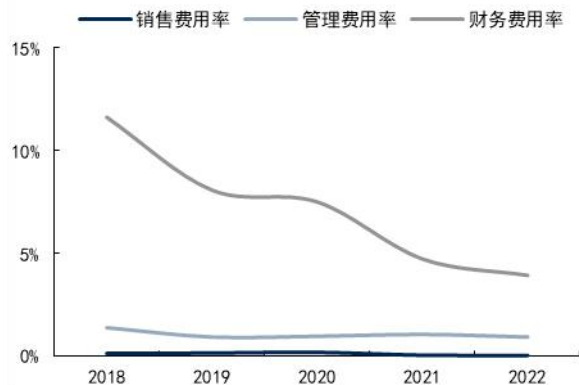
涨以及公司煤电一体化优势；期间费用率方面，2022年，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为0.02%、0.91%、3.92%，其中公司财务费用率较2021年同期下降0.80pct，财务成本有所下降。净利率方面，2022年，公司净利率为3.56%，较2021年同期增加5.60pct，盈利水平同比显著改善。

图5：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6：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

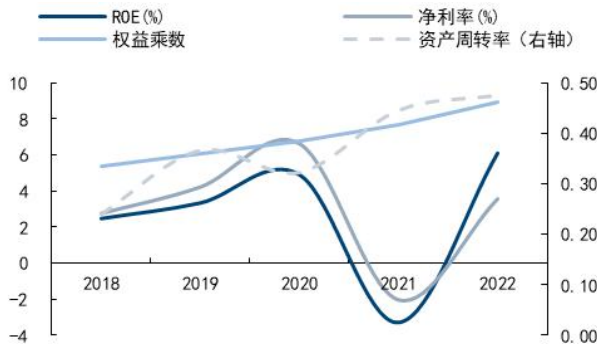
ROE 大幅增加，经营性现金明显提升。2022年，公司ROE为6.09%，较2021年同期的-3.10%增加9.19pct，盈利能力显著提升。公司ROE大幅增加的原因在于净利率、权益乘数均有所增加。现金流方面，2022年，公司经营性净现金流为394.48亿元，同比增加63.53%，主要系公司营业收入、利润较同比增加以及收到增值税退税同比增加所致；公司投资性净现金流流出393.65亿元，同比增加92.30%，主要系公司火电、水电、风光新能源项目投资增加所致；公司融资性净现金流为41.53亿元，同比增加243.23%，主要系融资规模增加导致带息债务同比增加所致。

图7：国电电力现金流情况（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：国电电力ROE情况及杜邦分析



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

煤价中枢或有所下行，公司火电业务盈利有望进一步增长。国内煤炭市场政策调控力度不减，同时煤炭产能继续释放，煤炭进口大概率出现恢复性增长，国内煤炭市场将从供需偏紧转向基本平衡，资源供应紧张程度有望缓解；从需求端来看，随着新能源装机规模持续提升，火电发电量占比下降，预计对煤炭需求将呈现下行趋势。综合供需来看，预计未来煤价中枢或迎来下行，公司火电业务盈利有望进一步提升。

资本开支大幅增加，新能源建设保持大力度投资，火电投资增加明显。2023年计

划公司资本性支出 618.00 亿元 (+29.21%)，其中前期基建支出 481.75 亿元，包括新能源项目 207.79 亿元 (+4.96%)，水电项目 111.06 亿元 (+16.83%)，火电项目 158.62 亿元 (+96.31%)，其他项目 1.93 亿元，新能源项目预留投资计划 2.36 亿元。

新能源转型加快推进，拓展业绩增量来源。2022 年公司新能源产业快速发展，开发并购同步推进，全年获取资源 19.47GW，核准备案 16.20GW，开工 7.93GW，新增装机 3.15GW（风电、光伏分别新增装机 0.39、2.76GW）；截至 2022 年末，公司风光新能源控股装机容量合计 10.59GW（风电、光伏分别为 7.46、3.13GW），在建风光新能源项目 6.73GW。2023 年，公司计划获取新能源资源超过 14GW，核准 12GW，开工 9.6GW，投产 8GW。公司新能源项目资源储备充足，未来加快新能源建设，项目投运将驱动公司业绩快速增长。

传统能源转型升级稳步推进，公司综合实力不断提升。2022 年，公司加快传统能源转型升级，存量改造、增量开发、综合能源转型全线推进，加快火电扩能升级。2022 年，公司火电项目开工 4.85GW，投产 2GW。截至 2022 年末，公司在建火电项目 6.35GW，主要分布在内蒙古、山东、浙江等省份，在建水电项目 3.95GW，主要分布在四川、新疆。公司火电、水电装机容量有望进一步增长，推动业绩规模提升。

投资建议：由于公司火电装机容量减少及风光新能源装机增长不及预期，下调盈利预测。我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 1893、1986、2125 亿元（2023、2024 年原值为 1999、2106 亿元），同比增长-1.8%、5.0%、7.0%；归母净利润分别为 72.33、88.24、102.11 亿元（2023、2024 年原值为 74.3、89.5 亿元），同比增长 156.1%、22.0%、15.7%；EPS 分别为 0.41、0.49、0.57 元，当前股价对应 PE 为 9.6、7.9、6.8x。给予 2023 年公司 12-13 倍 PE，对应合理市值为 868-940 亿元，对应 4.87-5.27 元/股合理价值，较当前股价有 25%-36%的溢价。维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				PEG (22E)	投资 评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E		
600011.SH	华能国际	9.08	1,425	-0.65	-0.47	0.67	0.83	-14.0	-19.3	13.6	10.9	0.08	买入
001289.SZ	龙源电力	18.24	1,529	0.76	0.61	1.01	1.09	24.0	29.9	18.1	16.7	0.28	增持
600025.SH	华能水电	6.94	1,249	0.32	0.39	0.43	0.47	21.7	17.8	16.1	14.8	0.94	无

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

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	11765	20968	14053	15732	16872	营业收入	168185	192681	189263	198646	212529
应收款项	23271	22809	22405	24839	25631	营业成本	155992	166699	157516	161602	171332
存货净额	7254	6096	6407	6674	6740	营业税金及附加	2313	2363	2321	2437	2607
其他流动资产	10428	8732	8874	10211	10173	销售费用	44	31	30	32	34
流动资产合计	52719	58617	51752	57469	59429	管理费用	1744	1753	1900	1970	2074
固定资产	312339	321153	363247	403835	453808	研发费用	497	602	591	620	664
无形资产及其他	9395	9695	9210	8726	8241	财务费用	7936	7551	6855	8065	8525
投资性房地产	9855	10466	10466	10466	10466	投资收益	3256	1400	1500	1550	1595
长期股权投资	13601	12921	13221	13521	13821	资产减值及公允价值变动	(1842)	(3646)	(3746)	(3746)	(3746)
资产总计	397909	412852	447895	494016	545764	其他收入	(3155)	259	(591)	(620)	(664)
短期借款及交易性金融负债	65866	67529	70776	66280	78840	营业利润	(1583)	12296	17804	21725	25143
应付款项	28924	32073	30943	31272	33116	营业外净收支	60	(2045)	25	25	25
其他流动负债	30441	20262	19551	19766	20934	利润总额	(1523)	10251	17829	21750	25168
流动负债合计	125231	119864	121270	117318	132890	所得税费用	1895	3384	3566	4350	5034
长期借款及应付债券	140445	157268	187268	217268	252268	少数股东损益	(1572)	4042	7030	8576	9923
其他长期负债	21060	25448	24807	26671	28542	归属于母公司净利润	(1845)	2825	7233	8824	10211
长期负债合计	161505	182716	212075	243940	280810	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	286736	302580	333345	361258	413700	净利润	(1845)	2825	7233	8824	10211
少数股东权益	65370	65211	67320	82880	79122	资产减值准备	234	1804	1282	30	221
股东权益	45802	45061	47231	49878	52941	折旧摊销	17598	17848	14136	16780	17968
负债和股东权益总计	397909	412852	447895	494016	545764	公允价值变动损失	1842	3646	3746	3746	3746
						财务费用	7936	7551	6855	8065	8525
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	8351	1868	(1250)	(1599)	4283
每股收益	(0.10)	0.16	0.41	0.49	0.57	其它	(13433)	(14942)	827	15530	(3978)
每股红利	0.76	0.67	0.28	0.35	0.40	经营活动现金流	12746	13049	25975	43312	32451
每股净资产	2.57	2.53	2.65	2.80	2.97	资本开支	0	(24507)	(60773)	(60660)	(71423)
ROIC	-0.07%	2.99%	5%	5%	5%	其它投资现金流	28	(13)	0	0	0
ROE	-4.03%	6.3%	15.3%	17.7%	19.3%	投资活动现金流	6740	(23840)	(61073)	(60960)	(71723)
毛利率	7%	13%	17%	19%	19%	权益性融资	(1)	1380	0	0	0
EBIT Margin	5%	11%	14%	16%	17%	负债净变化	14818	17621	30000	30000	35000
EBITDA Margin	15%	20%	22%	25%	25%	支付股利、利息	(13644)	(12006)	(5063)	(6177)	(7148)
收入增长	44%	15%	-2%	5%	7%	其它融资现金流	(19496)	7384	3247	(4496)	12560
净利润增长率	-170%	-253%	156%	22%	16%	融资活动现金流	(17149)	19993	28184	19327	40412
资产负债率	88%	89%	89%	90%	90%	现金净变动	2338	9203	(6914)	1679	1140
股息率	19.7%	17.3%	7.3%	8.9%	10.3%	货币资金的期初余额	9427	11765	20968	14053	15732
P/E	(37.6)	24.6	9.6	7.9	6.8	货币资金的期末余额	11765	20968	14053	15732	16872
P/B	1.5	1.5	1.5	1.4	1.3	企业自由现金流	0	9430	(26363)	(19890)	(20517)
EV/EBITDA	14.1	9.5	9.8	8.8	9.0	权益自由现金流	0	34435	1400	(838)	20223

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。本报告仅供我公司客户使用，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