

煤、火、风、光”一体化优势凸显

—晋控电力（000767）深度报告

所属部门：行业公司部

报告类别：公司研究报告

报告时间：2022年8月29日

分析师：孙灿

执业证书：S1100517100001

联系方式：Suncan@cczq.com

北京：东城区建国门内大街28号民生金融中心A座6层，100005

深圳：福田区福华一路6号免税商务大厦32层，518000

上海：陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120

成都：高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

❖ “双碳”政策驱动下，企业重组业务快速推进

在“双碳”目标引领下，新能源发电迎来了新的历史机遇期。风电、光伏发电属于重资产投资项目，前期项目投资较大。在国企改革和新能源发电高景气度的共同刺激下，近两年来新能源资产注入上市公司案例屡见不鲜，以广宇发展、文山电力为例的多家电力企业也充分受益于优质资产注入。国内大型电力央企以及地方性省属投资集团在项目竞配上具备更强的竞争力，同时从融资能力来看，有央企或地方国企背景的电力企业融资成本低。此外，大多数省份的新能源发电上市平台都具有唯一性，成长确定性相对高。从已有的数据来看，省属新能源发电平台均有避免同业竞争的相关承诺。因此，集团培育对于上市公司的生长是重要的一环，省属国企有望受益于内生增长和集团培育的共同作用，成长速度有望加快。

❖ 公司绿电转型目标明确，新能源业务空间广阔

公司围绕“打造国内一流的煤电一体化能源上市公司”的目标，坚持以“大容量、高参数、成本优、新能源占比高、效益好”为发展路径，全力抓好智慧能源基地项目开发，按照“上大压小”等容量替代方式积极推进清洁高效煤电项目规划建设，实施“碳达峰、碳中和”行动，大力发展清洁能源，促进新能源增长、消纳和储能协调有序发展，推动多能互补开发，构建绿色多元供应体系，提升清洁电力发展水平，力争“十四五”末，清洁能源占比达到50%以上，不断提升公司核心竞争力和抗风险能力。因此，当前公司制定了非常积极且明确的绿电转型目标，新能源业务未来将有更大的空间。

❖ “煤、火、风、光”一体化优势凸显

晋能控股集团“煤、火、风、光”一体化在未来发展绿电上优势凸显。资金层面来看，根据晋能控股集团披露，2021年全年，集团生产煤炭3.8亿吨，发电量846度，装备制造完成产值75亿元，营业收入达到5200亿元，实现利润172亿元。受益于煤价高企，集团公司盈利能力显著提升，集团旗下上市公司晋控煤业在2021年实现归属母公司净利润46.58亿元，经营性现金流净额78.2亿元，远超往年同期水平。煤炭板块的超额利润和优异的现金流未来有望为晋能控股集团新能源发电项目建设提供充沛的资金。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

我们预计2022-2024年，公司可实现营业收入192.81、206.01和217.61亿元；归属

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明



母公司净利润 0.41、2.66 和 3.80 亿元，对应 EPS0.01、0.09 和 0.12 元。2022 年 8 月 29 日，股价 4.05 元，对应市值 127.1 亿元，2022-2024 年 PE 约为 297、45 和 32 倍。公司大力加强低碳新能源装机比重，积极推进三新方向的综合智慧能源业务发展，充分受益国家双碳战略。首次覆盖，我们给与“增持”评级。

❖ 风险提示：新能源项目建设不及预期、煤炭价格持续上行。

盈利预测与估值

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	15274.80	19281.25	20600.96	21761.81
+/-%	30.69%	26.23%	6.84%	5.63%
净利润(百万)	3.84	40.68	266.07	379.87
+/-%	-98.30%	959.10%	554.11%	42.77%
EPS(元)	0.00	0.01	0.09	0.12
PE	3244.59	296.52	45.33	31.75

资料来源：公司公告，预测截止日期 2022 年 8 月 29 日，川财证券研究所



正文目录

一、	公司发展历程、实际控制人和股权结构.....	5
1.1.	公司概况.....	5
1.2.	控股股东和实际控制人基本情况及最新股权结构.....	5
1.1.1.	控股股东和实际控制人.....	5
1.1.2.	公司最新股权结构：公司实际控制人未发生变化.....	6
二、	主营业务结构和变化.....	7
2.1	主要业务和产品.....	7
2.1.1.	主营业务概述.....	7
2.1.2.	主营业务结构.....	7
2.1.3.	收入、利润和盈利能力变化.....	8
2.2	公司的主要业务布局和发展战略规划.....	9
2.2.1	公司最近战略总结.....	9
2.2.2	国企改革的重点任务.....	10
2.2.3	国改背景下的电力改革.....	10
2.2.4	“双碳”政策驱动下新能源投产节奏加快.....	10
2.2.5	煤炭价格对企业成本的影响.....	11
2.2.6	行业景气度下，省属新能源企业将发力.....	12
三、	投资建议.....	13
3.1	投资逻辑和观点.....	13
3.1.1	国改持续推进，企业重组业务快速推进.....	13
3.1.2	绿电转型目标明确，新能源业务空间广阔.....	13
3.1.3	“煤、火、风、光”一体化优势凸显.....	13
3.2	盈利预测与估值比较.....	14
3.2.1	盈利预测.....	14
3.2.2	估值比较.....	15
	盈利预测.....	17
	风险提示.....	18



图表目录	
图 1: 公司与控股股东之间的产权及控制关系的方框图	5
图 2: 2021 年业务分行业收入结构	8
图 3: 2021 年业务分行业毛利结构	8
图 4: 历年收入和毛利变化 (单位: 亿元)	8
图 5: 历年营业利润和净利润 (单位: 亿元)	8
图 6: 销售毛利率和净利率变化 (%)	9
图 7: 投资回报情况 (单位: 亿元)	9
图 8: 负债结构和流动性 (%)	9
图 9: 杠杆运用和资产运营状况 (单位: 亿元)	9
图 10: 光伏装机量	11
图 11: 风电装机量	11
表格 1. 公司 2022 年上半年最新十大股东情况	6
表格 2. 公司分业务和毛利率假设	15
表格 3. 可比公司估值	16

一、公司发展历程、实际控制人和股权结构

1.1. 公司概况

晋能控股山西电力股份有限公司前身为山西漳泽电力股份有限公司，于 1997 年 6 月在深交所挂牌上市。2002 年 12 月，国家实施厂网分开电力体制改革后，控股股东由山西省电力公司变为原中电投集团。2012 年 12 月，山西省委不断推动资源整合，同煤集团重组山西漳泽电力股份有限公司。2020 年 10 月，随着山西深入推进能源改革综合试点，晋能控股集团成立后，2020 年 12 月 21 日正式更名为晋能控股山西电力股份有限公司，隶属晋能控股电力集团管理，证券简称“晋控电力”，股票代码 000767。

目前，公司总资产 658.37 亿元，总股本 30.77 亿股，截至 2021 年底，公司在运发电机组总装机容量 1080.8 万千瓦，其中，火电 880 万千瓦，水电 12.8 万千瓦，新能源 188 万千瓦。公司清洁能源装机占比达到总装机的 18.58%，其中光伏 108.5 万千瓦，风电 79.5 万千瓦。

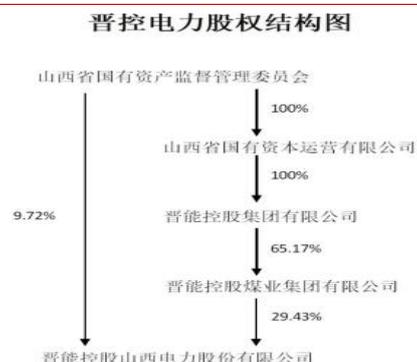
公司在坚定不移走以新能源为主体、以清洁高效煤电为基础支撑、以智慧能源一体化为方向的发展道路，打造具有竞争力、创造力的行业一流绿色能源综合服务企业。

1.2. 控股股东和实际控制人基本情况及最新股权结构

1.1.1. 控股股东和实际控制人

晋控电力控股股东是由晋能控股集团控股的晋能控股煤业集团，实际控制人为山西省国资委。根据公司 2022 年半年报，晋能控股煤业集团持有公司 29.43% 的股权，山西省国资委直接持有公司 9.72% 的股权。

图 1：公司与控股股东之间的产权及控制关系的方框图



资料来源：公告；公司半年报，iFinD，川财证券研究所



1.1.2. 公司最新股权结构：公司实际控制人未发生变化

公司的股权结构相对稳定，根据最新的十大股东情况，公司的实际控制人并未发生变化。

表格 1. 公司 2022 年上半年最新十大股东情况

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	变化
1	晋能控股煤业集团有限公司	905,653,810	29.43%	不变
2	山西省人民政府国有资产监督管理委员会	299,130,000	9.72%	不变
3	国电投华泽(天津)资产管理有限公司	212,132,800	6.89%	比上期减少
4	中投知本汇(北京)资产管理有限公司-晋商1号私募投资基金	138,121,547	4.49%	不变
5	中投知本汇(北京)资产管理有限公司-晋商2号私募投资基金	138,121,546	4.49%	不变
6	华安未来资产-工商银行-中航信托-天顺(2016)322号华安未来定增投资单一资金信托	127,391,546	4.14%	不变
7	山西晋信汇承企业管理咨询合伙企业(有限合伙)	107,352,146	3.49%	不变
8	上海瀚晓企业管理咨询合伙企业(有限合伙)	57,180,000	1.86%	新进
9	国开泰富基金-光大银行-华鑫国际信托-华鑫信托·专户投资2号单一资金信托	14,456,228	0.47%	比上期减少
10	曹桂香	10,008,042	0.33%	新进
	合计	2,085,154,715	67.76%	--

资料来源：公司公告；2022 年半年报，iFind，川财证券研究所

二、主营业务结构和变化

2.1 主要业务和产品

2.1.1. 主营业务概述

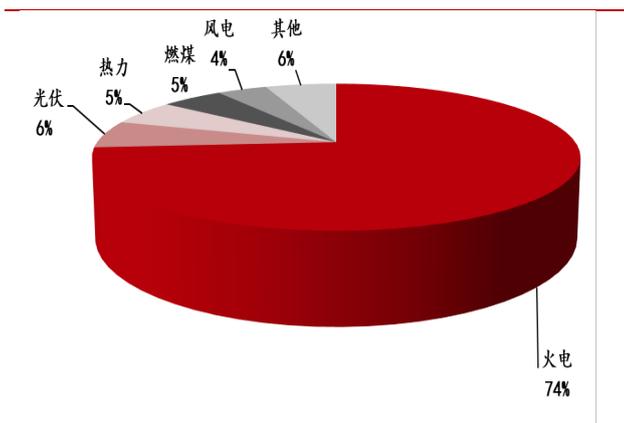
晋控电力作为山西最大的发电上市公司，为山西省经济发展提供了稳定的电源保障。2021年，山西省调发电装机容量 8583 万千瓦，省调机组平均利用小时 3438 小时，其中，常规火电平均利用小时 4418 小时。截止 2021 年底，公司在运总容量 1080.8 万千瓦（火电 880 万千瓦，水电 12.8 万千瓦，新能源 188 万千瓦，其中光伏 108.5 万千瓦，风电 79.5 万千瓦），占省调发电机组容量的 12.6%；累计完成发电量 427.96 亿千瓦时，火电发电利用小时 4987 小时，比省调平均值高 569 小时。

主营业务方面，公司的发电业务是公司的核心业务。在加快大容量、高参数火电发展的基础上，大力发展风电、太阳能发电等可再生能源产业，大力提高可再生能源的发电比重。全年公司完成发电量 427.96 亿千瓦时，同比增加 12.52%。热力业务是公司的重要业务。公司售热业务集中于山西地区，主要供热对象为公司所属各电厂所在地区的重点企业及居民。全年公司完成供热量 3713.9 万吉焦，增幅 7.71%。

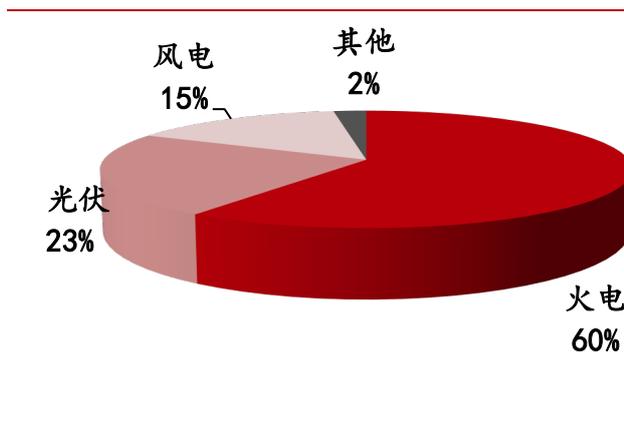
公司紧跟国家能源产业政策，将“多能互补智慧能源一体化”作为公司新发展路径，发展规划明确定位为“大容量、高参数、成本优、新能源占比高、效益好”的电源项目，全力打造大同、长治、新疆多能互补智慧能源基地，全面构建以清洁能源产业为主体的新发展格局，为公司主动融入“碳达峰、碳中和”提供有效的支撑。在双碳目标的指引下，公司新能源业务前景广阔。

2.1.2. 主营业务结构

2022 年上半年，公司实现营业收入 93.21 亿元，同比增加 58.03%；实现利润总额 0.79 亿元，同比增加 26.78%。其中火电收入占比 74%，较去年同期发电量提升，燃煤收入较去年同期大幅减少。公司当前清洁能源装机占比超过 18%，其中光伏占比 10%，风电占比 7%，水电占比 1%。公司在转型绿电的过程中正初见成效。作为集团的能源转型主力军，叠加其煤电一体化优势，公司未来成长确定性较高。

图 2：2022 年上半年业务分行业收入结构


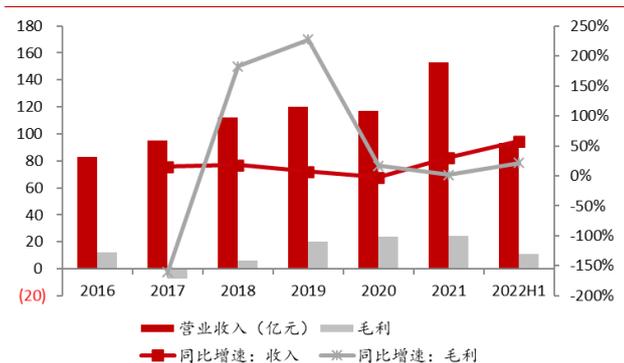
资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

图 3：2022 年上半年分行业毛利结构


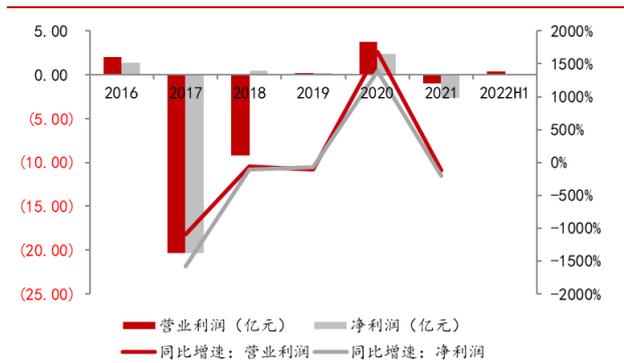
资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

2.1.3. 收入、利润和盈利能力变化

近年来，公司收入能力稳健，连年呈上升趋势，但归属母公司净利润方面有所波动。收入方面，由于公司装机规模不断提升，发电量和供热量持续增加，在带动下，公司收入整体呈现上升趋势。但由于公司电源结构相对单一，火电机组占比较高，燃料价格波动对公司盈利能力影响较大，公司的归属母公司净利润在 2021 年出现了较大的波动。2021 年下半年以来，煤价大幅上涨，电煤供应持续紧张，燃料价格吞噬了火电板块的利润。2022 年，由于保供限价政策的持续推进，用煤需求在疫情、天气等因素的影响下有所下降，煤价短期内或进入下降通道，同时根据国家电网目前披露的代理购电价格，2022 年市场化电价实现上浮，根据当前上半年的盈利情况，公司已经实现扭亏为盈，火电板块业绩有望实现反弹。

图 4：历年收入和毛利变化（单位：亿元）


资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

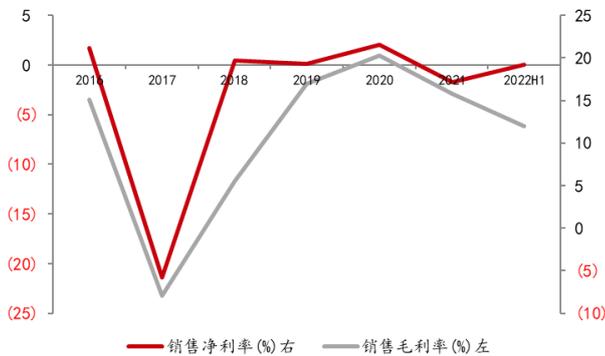
图 5：历年营业利润和净利润（单位：亿元）


资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

公司盈利能力财务费用率的影响相对较大。从历年营业利润和归属母公司净利来看，公司当前盈利能力偏弱，销售毛利率和销售净利率都相对偏低，2021 年净资产收益率为负，除成本大幅上升以外，和财务费用率和流动性等都有较大关系。对利润表整体分析后，公司资产负债率和融资成本偏高，受制于此，最终导致公司的财务费用率远

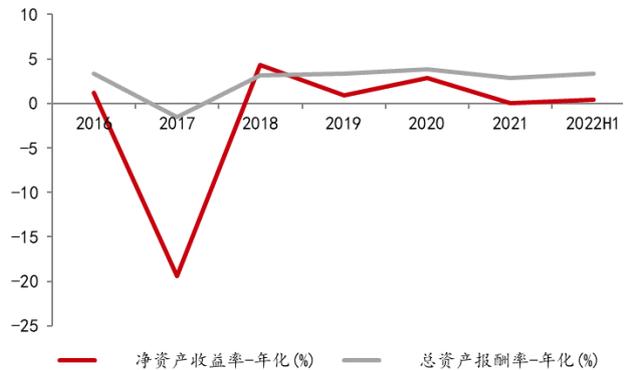
高于同行业，公司的净利润率因而较低。

图 6：销售毛利率和净利率变化 (%)



资料来源：公司公告，iFind，川财证券研究所

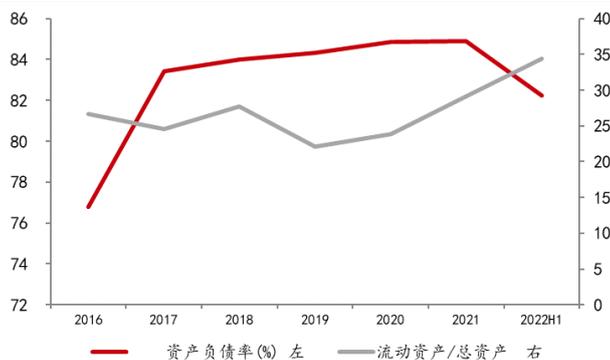
图 7：投资回报情况 (单位：亿元)



资料来源：公司公告，iFind，川财证券研究所

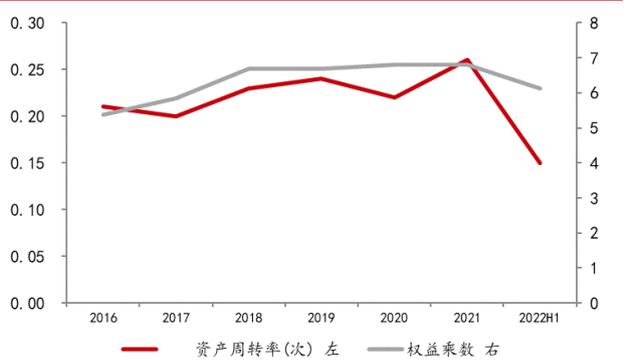
公司过去几年资产负债率一直维持在高位。2021 年，公司资产负债率为 84.91%，与主要电力企业相比，公司的资产负债率明显较高，相较于地方电力国企，公司的融资成本也维持在较高的水平，在融资和负债成本的压力下，公司的财务费用率较高，对公司净利润产生较大的侵蚀。若未来公司能在资产负债率和融资成本上进行优化控制，存量资产将迎来净利润率提升。公司当前清洁能源装机占比超过 18%，其中光伏占比 10%，风电占比 7%，水电占比 1%。公司在转型绿电的过程中正初见成效。作为集团的能源转型主力军，叠加其煤电一体化优势，公司未来成长确定性较高。

图 8：负债结构和流动性 (%)



资料来源：公司公告，iFind，川财证券研究所

图 9：杠杆运用和资产运营状况 (单位：亿元)



资料来源：公司公告，iFind，川财证券研究所

2.2 公司的主要业务布局和发展战略规划

2.2.1 公司最近战略总结

公司未来的发展战略目标为在夯实火电主业的基础上积极向绿电转型。根据 2021 年年报，公司将围绕“打造国内一流的煤电一体化能源上市公司”的目标，坚持以“大容量、高参数、成本优、新能源占比高、效益好”为发展路径，按照“上大压小”等容



量替代方式积极推进清洁高效煤电项目规划建设，实施“碳达峰、碳中和”行动，大力发展清洁能源，促进新能源增长、消纳和储能协调有序发展，力争“十四五”末，清洁能源占比达到 50%以上。该清洁能源装机目标较当前公司 18.58%的清洁能源装机比例有较大的提升空间。

2.2.2 国企改革的重点任务

2020 年 6 月 30 日，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)》，三年行动聚焦以下重点任务：

- 1) 完善中国特色现代企业制度，形成科学有效的公司治理机制。
- 2) 推进国有资本布局优化和结构调整，聚焦主责主业，推动高质量发展，提升国有资本配置效率。
- 3) 积极稳妥推进混合所有制改革，促进各类所有制企业取长补短、共同发展。
- 4) 要激发国有企业的活力，健全市场化经营机制，加大正向激励力度。
- 5) 形成以管资本为主的国有资产监管体制，着力从监管理念、监管重点、监管方式、监管导向等多方位实现转变，进一步提高国资监管的系统性、针对性、有效性。
- 6) 推动国有企业公平参与市场竞争，强化国有企业的市场主体地位，营造公开、公平、公正的市场环境。
- 7) 推动一系列国企改革专项行动落实落地。
- 8) 加强国有企业党的领导党的建设，推动党建工作与企业的生产经营深度融合。

党的十八大报告指出，“要毫不动摇巩固和发展公有制经济，推行公有制多种实现形式，深化国有企业改革，完善各类国有资产管理体制，推动国有资本更多投向关系国家安全和国民经济命脉的重要行业和关键领域，不断增强国有经济活力、控制力、影响力”。

2020 年 6 月 30 日，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)》，国企改革进入决定性的三年，2022 年是国企改革冲刺阶段的收官年。在中央层面发布国企改革三年行动方案后，各级地方政府也陆续发布省属国企改革三年行动方案，与央企的改革的步调保持高度一致。

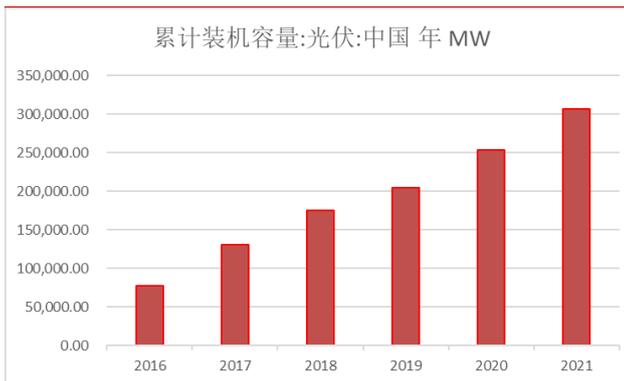
2.2.3 国改背景下的电力改革

2022 年 5 月 18 日，国资委在“深化国有控股上市公司改革争做国企改革三年行动表率专题推进会”提出多项要求，例如，做强做精主责主业，实现板块归属清晰，继续加大优质资产注入上市公司力度，稳妥探索符合条件的多板块上市公司分拆上市，盘活或退出低效无效上市平台，统筹优化上市平台布局。国企改革三年行动方案也要求在国有资本布局优化方面要积极推进兼并重组和战略性组合，在战略性重组上突破，围绕“主业”进行重组，推进专业产业链整合。因此，在国改的大背景之下，电力国企改革的速度将加快，在政策和地方政府的助力下，资产重组有望成为企业电力改革的重点，电力企业的战略性重组和发展有望提速。

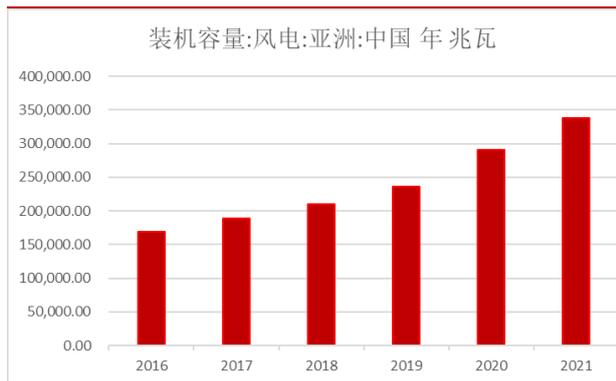
2.2.4 “双碳”政策驱动下新能源投产节奏加快

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

在“双碳”目标引领下，新能源发电迎来了新的历史机遇期。中国在气候峰会上提出，到2030年，风电、太阳能发电总装机容量将达到12亿千瓦以上等4项目标，这意味着我国风电和太阳能发电在过去快速发展的基础上，未来十年仍要实现持续的高速发展。我国风电装机容量由2015年的131GW增长至2021年的332GW，年复合增速17%；光伏装机容量由2015年的44GW增长至2021年的307GW，年复合增速38%。2021年，我国风电发电量达到6556亿kWh；太阳能发电量达到3270亿kWh。

图 10：光伏装机量


资料来源：公司公告，iFind，川财证券研究所

图 11：风电装机量


资料来源：公司公告，iFind，川财证券研究所

2021年12月份中央经济工作会议首次提出，要坚定不移推进碳达峰碳中和，但同时还要立足以煤为主的基本国情，要求传统能源逐步退出，是要建立在新能源安全可靠的替代基础上，明确了煤电在能源转型中的安全兜底战略地位，为煤电发展、煤电项目落地，提供了重要政策空间和建设窗口。随着国家深化电改举措的推出，放宽煤电电量交易价格上下浮动的限制，将改变近年来“量价齐跌”的现象，出现增产增收的好局面。山西省将深化能源革命综合改革试点，继续支持传统煤炭、煤电发挥兜底保障作用，要在“十四五”末煤电装机达到8900万千瓦，推动传统能源和新能源优化组合。国家和山西省的能源政策对公司优化产业布局、加快改革转型提出了更高要求。

2.2.5 煤炭价格对企业成本的影响

煤炭价格持续高位运行。2021年夏季以来，动力煤价格一直处于高位运行。中央层面密集部署要求确保能源正常供应，多举措缓解企业资金压力。从采矿端、企业端和成交端密切监督。煤炭行业当下呈现出高盈利、强需求、供给不稳定等几个特征。同时，近期在下游需求、海内外价格持续倒挂的催化下，市场交易情绪抬升，价格持续上涨。

当前，俄乌冲突导致的国际煤炭供应端不确定因素增加，国内部分终端用户在交易层面加大了采购力度。随着电厂用煤需求将有所增加。而在六月之后，受俄乌冲事件的不确定性仍较大，全球煤价将有较强支撑。国内不断强调保供稳价下，疫情叠加战争影响，俄罗斯煤炭运输效率较低的影响，海外供给增加的可能性较小。需求方面，国内方面，不断落实稳增长相关举措，在房地产、基建、制造业等环节纷纷助力，复工复产叠加稳增长对于煤炭的需求是较大的。国内的供给压力陡然增加，放开煤炭审批

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明



将会缓解部分动力煤的压力。

全球煤炭价格在受到碳达峰限制、疫情冲击、欧洲能源危机等政策事件的冲击的同时，国内保供稳价在其中发挥了重要作用。煤炭价格经历过山车后，国内动态调整当前煤炭产能，后续煤炭价格将逐渐稳定，进一步明确了中长期合同的基准价和浮动范围，煤电调节机制开始联动，后续出台了《煤炭市场价格监测方案》和《煤炭生产成本调查方案》，煤炭价格逐渐回归到合理区间，煤电企业的经营状况有望改善。2021年由于煤炭价格对利润端的吞噬，火电行业整体影响较大，公司净利率大幅下降。2022年煤炭价格逐渐企稳，企业盈利能力提升，后续也有助于企业在火电板块释放利润。

2.2.6 行业景气度下，省属新能源企业将发力

风电、光伏发电属于重资产投资项目，前期项目投资较大。在国企改革和新能源发电高景气度的共同刺激下，近两年来新能源资产注入上市公司案例屡见不鲜，以广宇发展、文山电力为例的多家电力企业也充分受益于优质资产注入。

国内大型电力央企以及地方性省属投资集团在项目竞配上具备更强的竞争力，同时从融资能力来看，有央企或地方国企背景的电力企业融资成本低。此外，大多数省份的新能源发电上市平台都具有唯一性，成长确定性相对高。从已有的数据来看，省属新能源发电平台均有避免同业竞争的相关承诺。因此，集团培育对于上市公司的成长是重要的一环，省属国企有望受益于内生增长和集团培育的共同作用，成长速度有望加快。

三、投资建议

3.1 投资逻辑和观点

3.1.1 国改持续推进，企业重组业务快速推进

随着山西省国企改革的推进，晋能控股集团的诞生也开启了山西省属电力资产的重组。从目前来看，从股权关系层面来看，目前晋能控股集团内电力资产仍分布于旗下不同的二级子公司，如晋控电力目前仍由晋控煤业集团控股，而晋控电力集团旗下主要的电力资产为山西国际电力集团，山西国际电力集团则是上市公司通宝能源的控股股东。晋能控股电力集团作为晋能控股集团旗下电力平台，在未完成全面重组前，已经拥有大量的传统电力和新能源发电资产。根据《晋能控股电力集团有限公司2022年度第一期中期票据募集说明书》披露，截至2021年3月，集团公司火电、燃气发电及水电权益装机总容量（含在建）为880.29万千瓦，已投产控股装机容量593.2万千瓦，在建控股装机容量70万千瓦。新能源发电方面，截至2021年3月，集团公司已投产风电128.3万千瓦，在建装机30万千瓦；已投产光伏发电装机83.42万千瓦。

3.1.2 绿电转型目标明确，新能源业务空间广阔

根据《晋能控股电力集团有限公司2022年度第一期中期票据募集说明书》披露，晋能控股电力集团总体战略定位，将是以“大容量、高参数、成本优、新能源占比高、效益好”为发展定位，以“54221”为核心发展目标，以“火电+新能源+电网+储能+光伏制造+智慧化”为发展路径，在有效经营、节能降碳、科技创新、对外合作等多个方面持续发力，打造为具有竞争力、创新力、可持续发展能力的国内知名、行业一流绿色电力服务企业，挺进国内电力行业前十名。

从晋控电力上市公司层面来看，公司面对新形势，全力推进“十四五”规划项目落实落地，公司围绕“打造国内一流的煤电一体化能源上市公司”的目标，坚持以“大容量、高参数、成本优、新能源占比高、效益好”为发展路径，全力抓好智慧能源基地项目开发，按照“上大压小”等容量替代方式积极推进清洁高效煤电项目规划建设，实施“碳达峰、碳中和”行动，大力发展清洁能源，促进新能源增长、消纳和储能协调有序发展，推动多能互补开发，构建绿色多元供应体系，提升清洁电力发展水平，力争“十四五”末，清洁能源占比达到50%以上，不断提升公司核心竞争力和抗风险能力。

因此，当前公司制定了非常积极且明确的绿电转型目标，新能源业务未来将有更大的空间。

3.1.3 “煤、火、风、光”一体化优势凸显

2021年末山西省发电装机容量11337.9万千瓦，比上年末增长9.2%。其中，火电装机



容量 7532.9 万千瓦，增长 9.5%；并网风电装机容量 2123.3 万千瓦，增长 7.6%；并网太阳能发电装机容量 1457.7 万千瓦，增长 11.4%；水电装机容量 224.1 万千瓦，增长 0.6%。“十四五”期间山西省清洁能源装机占比有望实现大幅提升，根据山西省出台的《关于加快建立健全我省绿色低碳循环发展经济体系的实施意见》，目标到 2025 年底清洁能源装机容量占比达到 50%。

山西省为国内煤炭大省，同时其地处于三北地区，风光资源同样较为优渥。山西风资源较好的区域主要分布在东部和西部，海拔相对较高。光伏方面，山西全省年日照数在 2200-3000h 之间，太阳能资源相对丰富，从利用小时情况看，根据最新数据，2021 年全省平均风电利用小时为 2348 小时，高出全国平均 116 小时；1-11 月光伏发电利用小时为 1249 小时，高出全国平均 55 小时。目前，山西省弃风弃光问题仍然存在，根据全国新能源消纳监测预警中心，2021 年弃风、弃光率分别为 2.5%和 0.9%，仍有下降空间。较为优渥的风光资源为公司在风电光伏领域的发展规划奠定了较好的基础。

同时，我们认为晋能控股集团“煤、火、风、光”一体化在未来发展绿电上优势凸显。资金层面来看，根据晋能控股集团披露，2021 年全年，晋能控股集团生产煤炭 3.8 亿吨，发电量 846 亿度，装备制造完成产值 75 亿元，营业收入达到 5200 亿元，实现利润 172 亿元。2022 年上半年，公司实现营业收入 93.21 亿元，同比增加 58.03%；实现利润总额 0.79 亿元，同比增加 26.78%。其中火电收入占比 73.08%。受益于煤价高企，晋能控股集团盈利能力显著提升，集团旗下上市公司晋控煤业在 2021 年实现归属母公司净利润 46.58 亿元，经营性现金流净额 78.2 亿元，远超往年同期水平。煤炭板块的超额利润和优异的现金流未来有望为晋能控股集团新能源发电项目建设提供充沛的资金。

3.2 盈利预测与估值比较

3.2.1 盈利预测

1. 近期关键财务数据

2022 年上半年，晋控电力实现营收 93.21 亿元，同比增长 55.34%；净利润 303.62 万元，同比下降 16.86%；实现归属于上市公司股东的净利润 1974.43 万元，同比下降 45.07%；基本每股收益为-0.00 元；平均净资产收益率 ROE 为 0.03%。截止报告期末公司净资产为 116.39 亿元，与去年同期相比增长 25.47%，资产负债率为 82.24%。经营活动、投资活动、筹资活动产生的现金流量净额分别为 5.87 亿元、-10.30 亿元、49.38 亿元，同比增长 28.52%、下降 15.42%、增长 517.63%。

从板块净利润来看，目前清洁能源业务已成为公司主要利润来源，清洁能源业务对公司业绩构成显著支撑。在清洁能源业务毛利率远高于火电业务的情况下，伴随未来新能源业务不断扩张，公司盈利能力有望持续改善。



表格 2. 公司分业务和毛利率假设

指标	分业务	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
收入	火电电力	8499	8056	10425	11363	11704	11938	
	同比增长		-5.21%	29.40%	9.00%	3.00%	2.00%	
	燃煤	802	1316	3629	2359	2548	2751	
	同比增长		64.18%	175.68%	-35.00%	8.00%	8.00%	
	其他业务	0	1370	2744	2470	2717	2852	
	同比增长			100.32%	-10.00%	10.00%	5.00%	
	光伏电力	0	1088	1061	1114	1282	1410	
	同比增长			-2.46%	5.00%	15.00%	10.00%	
	风电电力	365	492	820	738	959	1151	
	同比增长		34.71%	66.70%	-10.00%	30.00%	20.00%	
	毛利率	火电电力	12.32%	15.06%	7.56%	12.00%	11.00%	6.00%
		燃煤	0.81%	-0.26%	10.69%	10.00%	6.00%	6.00%
其他业务		0.00%	0.00%	45.23%	40.00%	30.00%	30.00%	
光伏电力		55.22%	57.47%	52.03%	40.00%	25.00%	20.00%	
风电电力		62.04%	64.48%	61.94%	30.00%	30.00%	30.00%	

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

2. 盈利预测结论：

我们预计 2022-2024 年，公司可实现营业收入 192.81、206.01 和 217.61 亿元；归属母公司净利润 0.41、2.66 和 3.80 亿元，对应 EPS0.01、0.09 和 0.12 元。2022 年 8 月 29 日，股价 4.05 元，对应市值 127.1 亿元，2022-2024 年 PE 约为 297、45 和 32 倍。公司大力加强低碳新能源装机比重，积极推进三新方向的综合智慧能源业务发展，充分受益国家双碳战略。首次覆盖，我们给予“增持”评级。

3.2.2 估值比较



表格 3.可比公司估值

序号	代码	公司	股价/ 元	市值/亿元		EPS/元			PE			PB	ROE
				总计	流通	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	最新	21
1	600011	华能国际	7.12	940	783	-0.92	0.50	0.66	-7.75	14.09	10.83	1.06	1.99
2	600886	国投电力	10.10	753	704	0.30	0.80	0.89	33.39	12.59	11.27	0.90	1.61
3	601991	大唐发电	2.43	372	301	-0.57	0.12	0.17	-4.24	20.40	14.54	0.73	1.56
4	600027	华电国际	3.82	352	311	-0.57	0.35	0.44	-6.75	10.88	8.68	1.05	0.95
5	000027	深圳能源	6.33	301	301	0.43			14.80			0.75	1.06
6	600642	申能股份	5.71	281	257	0.20	0.61	0.70	28.86	9.29	8.13		0.91
7	600021	上海电力	10.11	265	265	-0.79	0.88	1.24	-12.84	11.14	8.03		1.82
8	600863	内蒙华电	3.78	247	247	0.12	0.46	0.56	31.78	8.31	6.82		1.78
9	600098	广州发展	6.75	239	182	0.07			90.72				1.02
10	600578	京能电力	3.11	208	208	-0.43	0.11	0.19	-7.21	29.09	16.66		1.02
11	000875	吉电股份	7.37	206	180	0.16	0.37	0.50	46.76	19.91	14.79		1.89
12	000543	皖能电力	4.13	94	74	-0.58	0.19	0.30	-7.15	21.10	13.58	2.65	0.75
13	600726	*ST 华源	2.54	43	43	-1.89			-1.34			1.22	-1.67
	小计	几何平均	5.38	338	308	-0.31	0.40	0.51	-92.05	18.74	13.79	1.18	5.38

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所，更新于 2022 年 8 月 29 日



风险提示

燃料价格上涨超预期；
新布局的低碳能源项目投资及运行低于预期。

川财证券

川财证券有限责任公司成立于1988年7月,前身为经四川省人民政府批准、由四川省财政出资兴办的证券公司,是全国首家由财政国债中介机构整体转制而成的专业证券公司。经过三十余载的变革与成长,现今公司已发展成为由中国华电集团资本控股有限公司、四川省国有资产经营投资管理有限责任公司、四川省水电投资经营集团有限公司等资本和实力雄厚的大型企业共同持股的证券公司。公司一贯秉承诚实守信、专业运作、健康发展的经营理念,矢志服务客户、服务社会,创造了良好的经济效益和社会效益;目前,公司是中国证券业协会、中国国债协会、上海证券交易所、深圳证券交易所、中国银行间市场交易商协会会员。

研究所

川财证券研究所目前下设北京、上海、深圳、成都四个办公区域。团队成员主要来自国内一流学府。致力于为金融机构、企业集团和政府部门提供专业的研究、咨询和调研服务,以及投资综合解决方案。



分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时可就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明