

证券研究报告 / 公司深度报告

**买入**

首次覆盖

## 广东综合电力龙头，火力纾困绿电启航

### 报告摘要:

**广东最大电力上市公司，火绿协同前景广阔。**公司为广东省内最大的电力上市公司之一，也是广东省属国资控股唯一资产过千亿的上市公司，是全国沿海省份少有的地方火绿一体化上市公司。截至 22H1 末，公司可控装机容量、受托管理装机容量合计 3928.7 万千瓦，约占广东省统调装机容量 1/4，是广东省装机规模最大的电力上市公司，其中控股装机 2868.52 万千瓦，煤电 2055 万千瓦，占比 71.6%，新能源 197.04 万千瓦，占比 6.9%，公司规划“十四五”期间新能源装机 CAGR 达 88.8%。

**背靠需求及电改大省，火电盈利有望修复。**广东 2021 年 GDP 及用电量均高居全国第一，同比分别增长 8.0%、13.6%，且近 3 年用电量增速均高于全国，电力需求高于全国平均水平。此外，广东作为电改排头兵，电力市场建设较为完善，22H1 公司电价同比增长达 18.5%，22Q1 市场化交易电量占比达 94.1%，高于全国性同业公司。成本方面，随着国家政策不断加码以及煤炭产能逐步释放，火电盈利能力有望逐步修复。测算可知燃料成本每降低 1%，公司火电净利润将提升 4 亿元，在燃料成本预期回落背景下，公司火电具有较大盈利弹性。

**绿电装机快速增长，海风发展潜力巨大。**近年来公司加快新能源发展，2021 年新增新能源装机 136.5 万千瓦，为“十三五”新增新能源装机量的 3.44 倍。公司规划“十四五”期间新增新能源装机 1400 万千瓦，其中风电、光伏各为 700 万千瓦，含海上风电 280 万千瓦，目前风光项目储备均已超过“十四五”规划。广东海风资源高居全国第一，且为全国仅有的三个对海风项目进行补贴的省份之一，“十四五”计划新增新能源装机约 4000 万千瓦，其中海风 1700 万千瓦。公司作为广东省属最大电力企业，在海风项目竞配中预计具有一定优势，公司海风发展潜力巨大。预计公司 2022 年新能源业务净利润 6.06 亿元，未来 4 年 CAGR 达 74.13%，成长性显著。

**盈利预测:** 预计 2022-2024 年公司营业收入 506.02/524.55/573.74 亿元，归母净利润 0.15/17.27/21.64 亿元，EPS 0.00/0.33/0.41 元，对应 PE 分别为 2011.55/17.36/13.85 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示:** 燃料成本回落不及预期，新能源项目进展不及预期

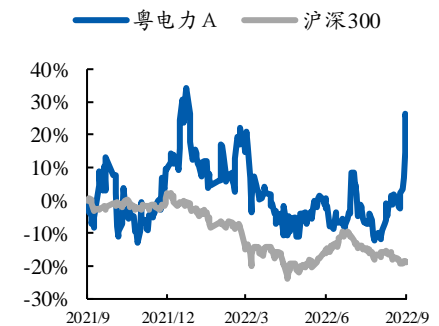
财务摘要(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	33,603	44,167	50,602	52,455	57,374
(+/-)%	14.45%	31.44%	14.57%	3.66%	9.38%
归属母公司净利润	2,054	-3,148	15	1,727	2,164
(+/-)%	79.10%	-253.26%	100.47%	11488.23%	25.31%
每股收益(元)	0.39	-0.60	0.00	0.33	0.41
市盈率	9.95	—	2011.55	17.36	13.85
市净率	0.64	1.39	1.29	1.20	1.14
净资产收益率(%)	6.45%	-13.58%	0.06%	6.93%	8.20%
股息收益率(%)	2.10%	0.00%	0.00%	0.00%	2.31%
总股本(百万股)	5,250	5,250	5,250	5,250	5,250

### 股票数据

2022/09/09

6 个月目标价(元)	--
收盘价(元)	5.71
12 个月股价区间(元)	3.99~6.15
总市值(百万元)	29,979.12
总股本(百万股)	5,250
A 股(百万股)	4,452
B 股/H 股(百万股)	798/0
日均成交量(百万股)	119

### 历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	40%	28%	25%
相对收益	43%	31%	43%

### 相关报告

《华能国际(600011)深度报告: 电力龙头厚积薄发, 绿色转型行稳致远》

--20220711

《内蒙华电(600863)深度报告: 煤电联营优势明显, 绿电转型乘风而上》

--20220526

《电投能源(002128)深度报告: 煤电铝产业协同, 新能源跃马扬鞭》

--20220505

### 证券分析师: 董佳敏

执业证书编号: S0550516050002

021-20361230 djm@nesc.cn

### 研究助理: 岳挺

执业证书编号: S0550120110024

0755-33975865 yueting@nesc.cn

## 目 录

1.	广东最大电力上市公司，火绿协同发展前景广阔.....	6
1.1.	可控装机超三千万千瓦，清洁能源占比快速提升.....	6
1.2.	广东区域电力龙头，背靠国资委背景强.....	7
1.3.	煤价过高盈利能力下滑，22Q1 业绩环比改善明显.....	9
2.	背靠需求及电改大省，火电边际向好盈利有望修复.....	13
2.1.	深耕经济强省广东，区域优势明显.....	13
2.2.	广东电改排头兵，火电量价齐升.....	20
2.3.	电煤合同逐步落地，煤价回落弹性兑现.....	23
2.4.	敏感性分析.....	28
3.	绿电装机快速增长，海风发展潜力巨大.....	30
3.1.	电力结构转型升级，绿电装机快速增长.....	30
3.2.	背靠广东资源丰富，海上风电大有可为.....	34
3.3.	盈利预测.....	36
4.	风险提示.....	38

## 图表目录

图 1: 公司 22H1 末装机构成.....	7
图 2: 公司清洁能源装机及占比变化情况.....	7
图 3: 公司 2021 年发电量构成.....	7
图 4: 公司发电量构成变化情况（亿千瓦时）.....	7
图 5: 公司股权结构图.....	8
图 6: 公司平均上网电价及涨幅变化情况.....	9
图 7: 公司市场化交易电量及占比变化情况.....	9
图 8: 公司装机容量及涨幅变化情况.....	9
图 9: 公司营业收入及涨幅变化情况.....	9
图 10: 公司 22H1 营业收入构成.....	10
图 11: 公司 22H1 年各项业务毛利（亿元）.....	10
图 12: 公司 22H1 年各项业务毛利率.....	10
图 13: 公司归母净利润变化情况.....	11
图 14: 公司扣非归母净利润变化情况.....	11
图 15: 公司毛利率、净利率变化情况.....	11
图 16: 公司 ROE、ROA、ROIC 变化情况.....	11
图 17: 公司 EPS、BPS 变化情况.....	11
图 18: 公司 EBIT、EBITDA 变化情况.....	11
图 19: 公司资产负债率变化情况.....	12
图 20: 公司借款变化情况（亿元）.....	12
图 21: 公司期间费用率变化情况.....	12
图 22: 公司经营性现金流净额变化情况.....	12

图 23: 公司资本开支变化情况.....	12
图 24: 公司现金流与资本开支对比情况.....	12
图 25: 公司股利支付率变化情况.....	13
图 26: 公司股息率变化情况.....	13
图 27: 可比公司股利支付率对比.....	13
图 28: 可比公司股息率对比.....	13
图 29: 2021 年全国 GDP 前 10 省份 (万亿元).....	14
图 30: 2021 年全国用电量前 10 省份 (亿千瓦时).....	14
图 31: 近 10 年广东及全国用电量增速对比情况.....	14
图 32: 近 10 年广东用电量增速相对变化情况.....	14
图 33: 2010-2020 年净流入人口前 10 省份 (万人).....	14
图 34: 2021 年常住人口净增前 10 省份 (万人).....	14
图 35: 2021 年广东各类机组统调装机占比情况.....	15
图 36: 2021 年广东省电力供应占比情况.....	15
图 37: 公司煤电装机量及占比变化情况.....	15
图 38: 公司煤电发电量及占比变化情况.....	15
图 39: 公司与全国平均煤电利用小时数变化情况.....	16
图 40: 公司机组利用小时数变化情况.....	16
图 41: 公司 22H1 广东省内煤电发电量分布 (亿千瓦时).....	16
图 42: 公司 22H1 煤电机组发电量分布情况.....	17
图 43: 公司 22H1 广东省内煤电发售电量分布.....	17
图 44: 公司 22H1 广东省内煤电发电量分布 (亿千瓦时).....	18
图 45: 公司煤电机组装机容量分布.....	18
图 46: 公司超超临界发电机组占比.....	18
图 47: 公司燃机发电量变化情况.....	19
图 48: 公司燃机售电量变化情况.....	19
图 49: 公司气电机组发电量分布情况.....	19
图 50: 公司 22H1 广东省内煤电发售电量分布.....	19
图 51: 公司 22H1 气电发电量分布 (亿千瓦时).....	19
图 52: 全国市场化交易电量及占比变化情况.....	21
图 53: 22H1 全国三大电网区域市场化交易对比.....	21
图 54: 22H1 年全国市场化交易电量构成.....	22
图 55: 公司与可比公司市场化交易电量对比.....	22
图 56: 2022 年全国电网代理购电月度价格相对燃煤基准价涨幅.....	22
图 57: 2022 年广东月度中长期交易电价 (元/兆瓦时).....	22
图 58: 公司不同类型装机平均上网电价 (元/兆瓦时, 不含税) 变化情况.....	23
图 59: 可比公司 22H1 平均上网电价涨幅.....	23
图 60: 公司发电标煤单价变化情况.....	23
图 61: 公司燃料成本变化情况.....	23
图 62: 公司燃料费用及占成本比例.....	24
图 63: 公司电力及整体业务毛利率变化情况.....	24
图 64: 2021 年可比公司标煤单价及同比涨幅.....	24
图 65: 可比公司燃料成本及占公司总成本比例.....	24
图 66: 我国原煤产量当月同比增速.....	26
图 67: 我国原煤产量累计同比增速.....	26

图 68: 我国煤炭固定资产投资完成额累计同比增速.....	26
图 69: 我国煤炭产能利用率.....	26
图 70: 秦皇岛 5500 大卡下水煤年度长协价变化情况 (元/吨) .....	27
图 71: 广州港印尼煤、澳洲煤、山西优混库提价变化情况 (元/吨) .....	27
图 72: 公司单季度营收变化情况 (亿元) .....	27
图 73: 公司单季度归母净利润变化情况 (亿元) .....	27
图 74: 公司单季度毛利率变化情况.....	28
图 75: 公司单季度净利率变化情况.....	28
图 76: 全国液化天然气市场价 (元/吨) .....	28
图 77: 全国液化天然气到岸价 (美元/mmBtu) .....	28
图 78: 主要指标提升 1%时火电净利润增加值 (亿元) .....	30
图 79: 主要指标提升 1 个单位时火电净利润增加值 (亿元) .....	30
图 80: 公司新能源装机量及占比 (万千瓦) .....	30
图 81: 公司新能源发电量及占比 (亿千瓦时) .....	30
图 82: 公司新能源售电量及占比 (亿千瓦时) .....	31
图 83: 公司风电利用小时数对比.....	31
图 84: 公司 22H1 广东省内风电装机分布 (万千瓦) .....	33
图 85: 公司“十四五”新增装机规划分布.....	33
图 86: 公司新能源装机量预测情况.....	33
图 87: 可比公司财债务融资成本变化情况.....	34
图 88: 可比公司财务费用率变化情况.....	34
图 89: 截至 22H1 末公司在运新能源装机分布.....	34
图 90: 公司风电装机量及占比变化情况.....	34
图 91: 风资源技术可开发量前 10 省份 (亿千瓦) .....	35
图 92: 海风资源技术可开发量 (亿千瓦) .....	35
图 93: 2021 年底全国海风累计装机分布.....	35
图 94: 2021 年全国海风新增装机分布.....	35
图 95: 2022 年风电毛利、毛利率与风电度电成本涨幅相关性.....	38
图 96: 2022 年光伏毛利、毛利率与光伏度电成本涨幅相关性.....	38
表 1: 公司历史沿革.....	6
表 2: 截至 2022 年 6 月 30 日公司前十大股东持股情况.....	8
表 3: 沿海省份省属能源集团电力上市平台 .....	9
表 4: 公司 22H1 煤电机组概况.....	17
表 5: 公司已核准煤电项目情况 (万千瓦、亿元) .....	20
表 6: 公司在建气电项目情况 (万千瓦、亿元) .....	20
表 7: 广东 (南方区域) 电改大事记.....	21
表 8: 近期煤炭保供稳价主要相关政策.....	24
表 9: 秦皇岛 5500 大卡动力煤年度长协价年度变化情况 (元/吨) .....	27
表 10: 公司 2022 年火电业务净利润 (亿元) 与火电标煤单价及煤电电价涨幅相关性 .....	29
表 11: 公司 2022 年火电业务净利润 (亿元) 与火电标煤单价及煤电利用小时数涨幅相关性.....	29
表 12: 公司 2022 年火电业务净利润 (亿元) 与煤电利用小时数及火电电价涨幅相关性.....	29
表 13: 公司 2021 年新能源项目合作开发协议签订情况.....	31
表 14: 截至 22H1 末公司已投产新能源项目概况.....	31
表 15: 截至 22H1 末公司在建新能源项目概况.....	32

表 16: 截至 2021 年末公司主要在建新能源项目情况 (万千瓦、亿元) .....	32
表 17: 全国各省海风补贴方案对比 .....	36
表 18: 公司新能源业务盈利预测 .....	36
表 19: 公司 2022 年风电业务度电毛利 (元/度) 与风电上网电价及利用小时数涨幅相关性 .....	37
表 20: 公司 2022 年风电业务毛利率与风电上网电价及利用小时数涨幅相关性 .....	37
表 21: 公司 2022 年光伏业务度电毛利 (元/度) 与光伏上网电价及利用小时数涨幅相关性 .....	37
表 22: 公司 2022 年光伏业务毛利率与光伏上网电价及利用小时数涨幅相关性 .....	37



## 1. 广东最大电力上市公司，火绿协同发展前景广阔

### 1.1. 可控装机超三千万千瓦，清洁能源占比快速提升

**广东龙头电力公司，资产规模超千亿元。**公司全称广东电力发展股份有限公司，总部位于广州市，成立于 1992 年 9 月 8 日，曾先后于 1993、1995 年成功发行 A 股、B 股。公司的主要发电资产位于广东省内，22H1 末资产规模总额达 1174.73 亿元，为广东省属国资控股唯一资产过千亿的上市公司。截至 22H1 末，公司拥有可控装机容量 3043.3 万千瓦，受托管理装机容量 885.4 万千瓦（火电 665 万千瓦、水电 220.4 万千瓦），合计 3928.7 万千瓦，占比超过广东省统调装机容量的 24%，为广东省装机规模最大的电力上市公司。

**表 1: 公司历史沿革**

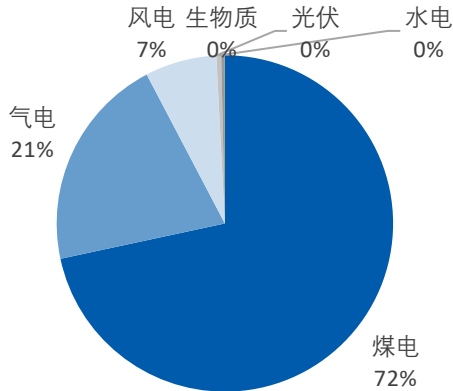
主要事件	
1992	广东省股份制试点联审小组粤股审（92）54 号文批复同意公司创立 沙角 A 电厂（一期）资产权移交
1993	粤电力 A 股在深圳证券交易所挂牌上市
1995	粤电力 B 股在深圳证券交易所挂牌上市
2000	受让广东省韶关粤江发电有限责任公司 65% 的权益，全资收购沙角 A 电厂（二期）
2001	增发 8400 万 A 股
2006	完成股权分置改革，粤电集团持股占比由 50.15% 减少至 46.31% 控股 70% 成立广东粤电湛江风力发电有限公司
2007	参股 35% 组建成立广东省电力工业燃料有限公司
2008	发行 20 亿元公司债券
2010	向控股股东粤电集团非公开发行 1.38 亿股 A 股，募集资金 8.2 亿元投资云南威信煤电一体化项目、徐闻勇士风电项目
2011	成立广东粤电风电开发筹备组，进一步加大风电资源开发力度。
2012	向广东省粤电集团有限公司发行股份购买资产完成重大资产重组 发行 12 亿元公司债券
2014	全资控股临沧云投水电开发有限公司，实现控股水电项目零的突破
2017	临沧粤电能源有限公司大丫口水电项目整体投产 下属全部燃煤机组完成超低排放改造工作
2020	湛江外罗一期海上风电机组（19.8 万千瓦）全部正式投产
2021	建成海上风电 100 万千瓦，新能源新增超 136 万千瓦，清洁能源占比提升至 27.2%

数据来源：公司公告，公司官网，东北证券

**煤电装机占比超七成，清洁能源装机占比逐步提升。**主要受益于清洁能源装机不断增加，截至 22H1 末，公司拥有控股装机 2868.52 万千瓦、参股权益装机 174.78 万千瓦，其中燃煤发电控股装机容量 2055 万千瓦，占比 71.64%，气电控股装机容量 593.2 万千瓦，占比 20.68%，风电、水电、生物质等可再生能源发电控股装机容量 220.32 万千瓦，占比 7.68%，清洁能源装机合计占比 28.36%，较“十三五”末提升 7.7pcts。发电量方面主要受益于装机量容量增长及电价提升，公司 2021 年累计完成合并报表口径发电量 1107.03 亿千瓦时，同比大幅增长 50.1%；其中煤电完成 907.85 亿千瓦时，占比 82.01%。2022 年上半年累计完成合并报表口径发电量 490.77 亿千瓦时，同比减

少 6.10%；其中煤电完成 397.14 亿千瓦时，同比减少 5.84%。

图 1: 公司 22H1 末装机构成



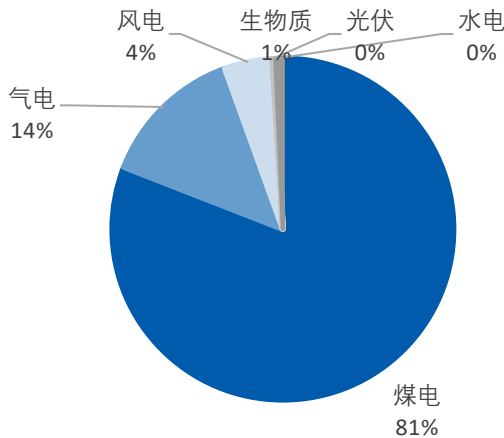
数据来源：公司公告，东北证券

图 2: 公司清洁能源装机及占比变化情况



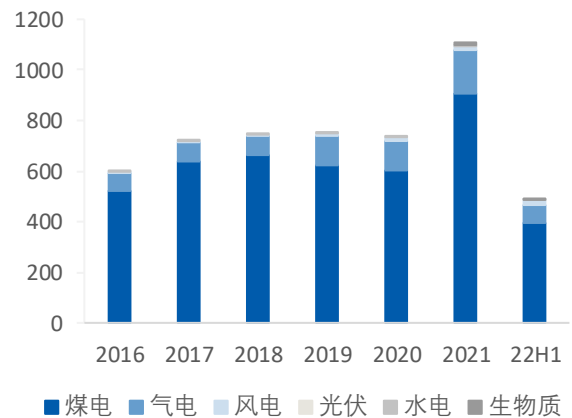
数据来源：公司公告，东北证券

图 3: 公司 2021 年发电量构成



数据来源：公司公告，东北证券

图 4: 公司发电量构成变化情况 (亿千瓦时)

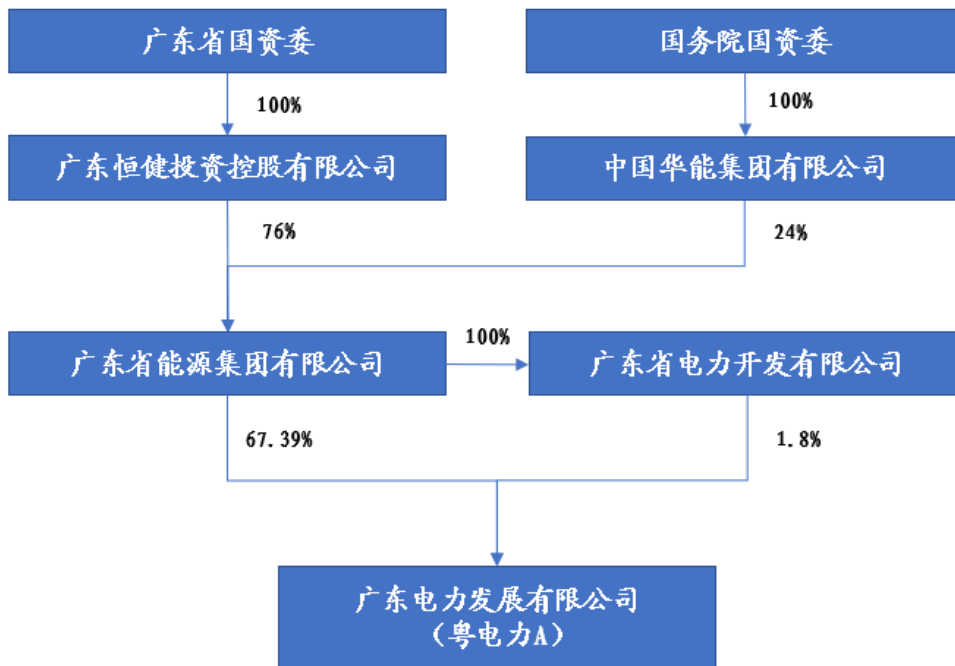


数据来源：公司公告，东北证券

### 1.2. 广东区域电力龙头，背靠国资委背景强

**控股股东广东省能源集团，持股比例近七成。**公司控股股东为广东省能源集团有限公司，直接持股比例 67.39%，并通过超康投资有限公司及广东省电力开发公司间接持股 2.26%，合计持股 69.65%，其中广东省电力开发公司为公司的第三大股东。广东省能源集团有限公司股东为广东省恒健投资控股（持股 76%）和中国华能集团（持股 24%），二者分别由广东省国资委和国务院国资委全资控股。公司实控人为广东省国资委，公司为典型地方国企。2021 年公司总资产和营业总收入分别占广东能源集团的 58.55%和 66.89%。

图 5: 公司股权结构图



数据来源: Wind, 东北证券

表 2: 截至 2022 年 6 月 30 日公司前十大股东持股情况

排名	股东名称	持股数量 (股)	占总股本比例 (%)
1	广东省能源集团有限公司	3,538,005,285	67.3900
2	广州发展集团股份有限公司	116,693,602	2.2200
3	广东省电力开发有限公司	94,367,341	1.8000
4	前海开源新经济灵活配置混合型证券投资基金	43,245,455	0.8200
5	全国社保基金 102 组合	36,986,590	0.7000
6	郑建祥	25,514,900	0.4900
7	博时成长优势混合型证券投资基金	18,915,500	0.3600
8	中国证券金融股份有限公司	18,246,045	0.3500
9	VANGUARD TOTAL INTERNATIONAL STOCK INDEX FUND	15,855,512	0.3000
10	中国国际金融 (香港) 有限公司	15,216,066	0.2900
	合计	3,923,046,296	74.7200

数据来源: Wind, 东北证券

**控股股东大力支持, 唯一上市平台优势明显。**公司控股股东广东能源集团是广东省政府在全国率先实行“厂网分家”电力体制改革之时, 从广东省电力集团公司分立组建而成, 是广东省实力最强、规模最大的发电企业, 也是支撑广东电网、保障广东电力供应的骨干企业。为避免同业竞争、履行相关同业竞争的承诺, 广东能源集团在境内电源项目开发、资产收购等方面给予公司优先选择权, 并对于未来符合上市条件的托管资产, 择机注入公司。不同于某些省份有不止一个省属电力上市平台, 公司作为省属能源集团旗下唯一上市公司, 不涉及下属上市平台同业竞争问题, 分拆风险较低, 能够充分发挥火绿结合发展优势。



表 3: 沿海省份省属能源集团电力上市平台

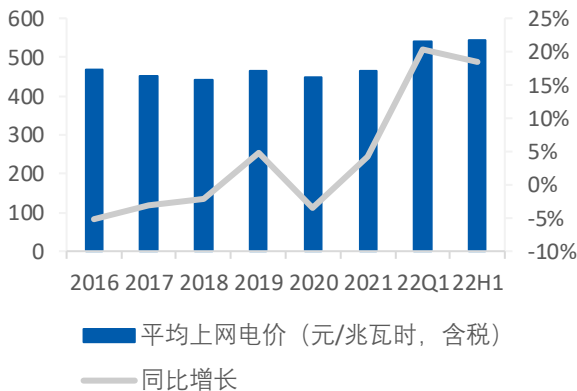
省份	省属能源集团名称	电力上市公司名称	电力上市公司数量
广东	广东省能源集团	粤电力 A	1
福建	福建省能源集团	福能股份	2
	福建省投资开发集团	中闽能源	
浙江	浙江省能源集团	浙能电力、浙江新能	2
江苏	江苏省国信集团	江苏国信、江苏新能	2
河北	河北建设投资集团	建投能源、新天绿能	2

数据来源: 公司公告, 公司官网, 东北证券

### 1.3. 煤价过高盈利能力下滑, 22Q1 业绩环比改善明显

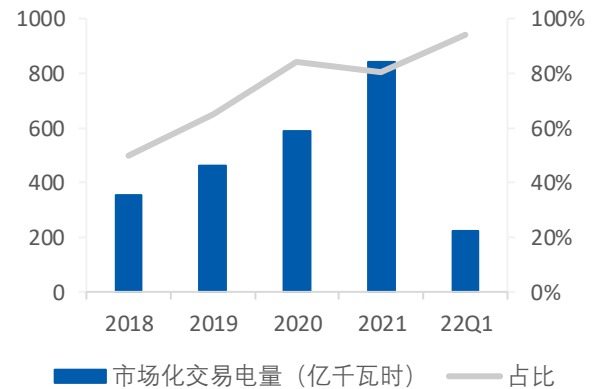
**受益电价提升, 营收同比增长。**受益于电改深化, 公司 2021、22Q1、22H1 平均上网电价同比分别提升 4.12%、23.30%、18.5%, 22Q1 市场化交易电量占比大幅提升至 94.10%。此外受益于装机容量快速增长, 公司 2021 年营业收入实现 441.67 亿元, 同比增长 55.91%; 22Q1 公司实现营收 113.89 亿元, 同比增长 44.98%; 22H1 公司实现营收 226.11, 同比增长 9.8%。

图 6: 公司平均上网电价及涨幅变化情况



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 7: 公司市场化交易电量及占比变化情况



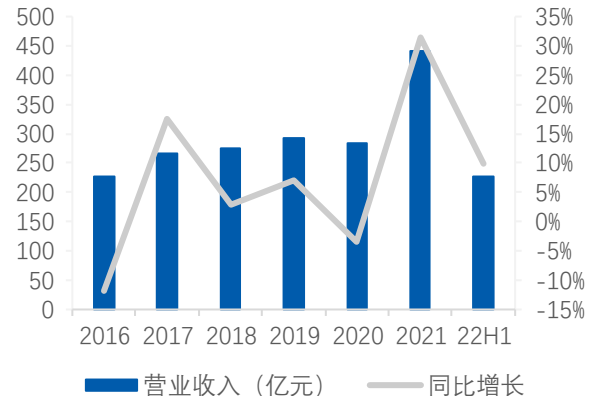
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 8: 公司装机容量及涨幅变化情况



数据来源: 公司公告, 东北证券

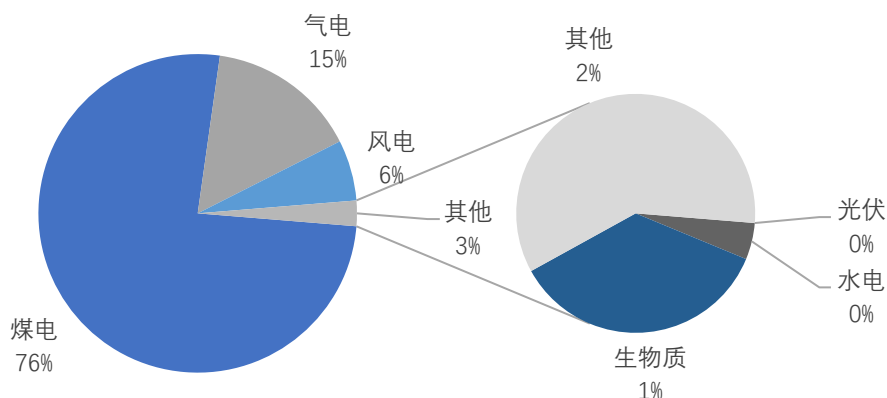
图 9: 公司营业收入及涨幅变化情况



数据来源: 公司公告, 东北证券

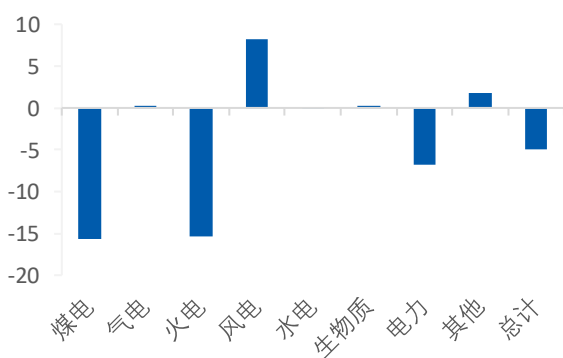
煤价高企拖累煤电毛利，清洁能源表现较好。公司主营构成中，电力及热力业务占比达 98%以上，其中燃煤发电营业收入占比 76%。2022H1，受煤价上涨影响，公司煤电业务毛利润-15.6 亿元，毛利率仅为-11.15%，公司整体售电业务毛利率下降至-3.06%，同比降低 8.64pcts。清洁能源方面表现较好，其中燃气发电营业收入 34.61 亿元，毛利率 0.73%，风力发电营业收入 13.94 亿元，毛利率 58.97%，水力发电营业收入 0.29 亿元，毛利率 2.39%，生物质发电营业收入 2.09 亿元，毛利率 15.03%。

图 10: 公司 22H1 营业收入构成



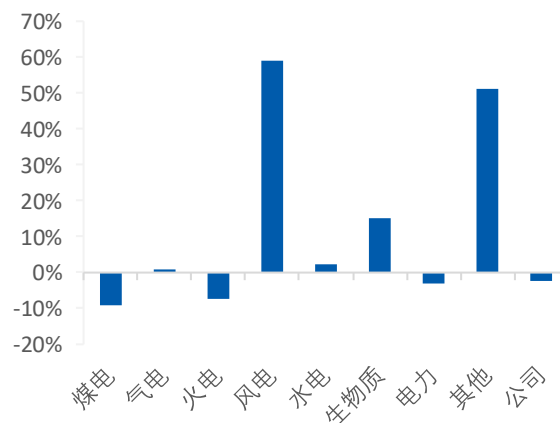
数据来源：公司公告，东北证券

图 11: 公司 22H1 年各项业务毛利 (亿元)



数据来源：公司公告，东北证券

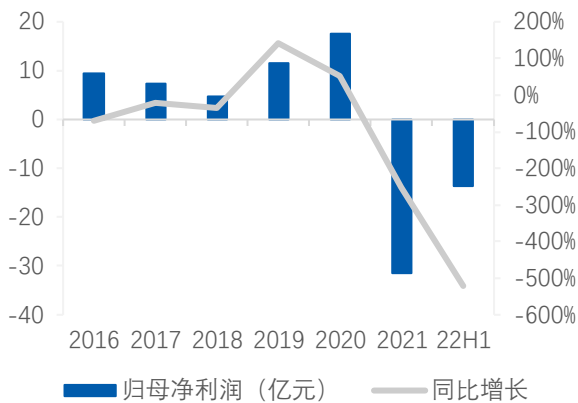
图 12: 公司 22H1 年各项业务毛利率



数据来源：公司公告，东北证券

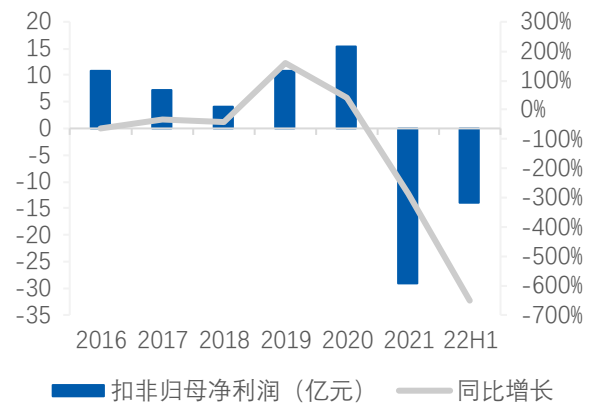
盈利能力持续承压，部分指标环比改善。主要由于 2021 年国内外煤价过高过快上涨，公司发电标煤单价高达 1249.32 元/吨，同比提升 60.57%，归母净利润、扣非净利润同比跌幅分别为 253.26%、287.29%。22Q1 公司发电标煤单价 1353.48 元/吨，燃料成本 90.35 亿元，同比增加 37.54%，归母净利润、扣非净利润跌幅分别为 436.51%、253.29%。22H1 公司燃料成本 181.83 亿元，同比增加 20.98%，占主营业务成本的 78.72%。公司毛利率、净利率、ROE、EPS 等指标于 22H1 回升。随着下半年电煤中长期合同执行力度加大，公司燃料成本有望环比改善，盈利能力有望回升。

图 13: 公司归母净利润变化情况



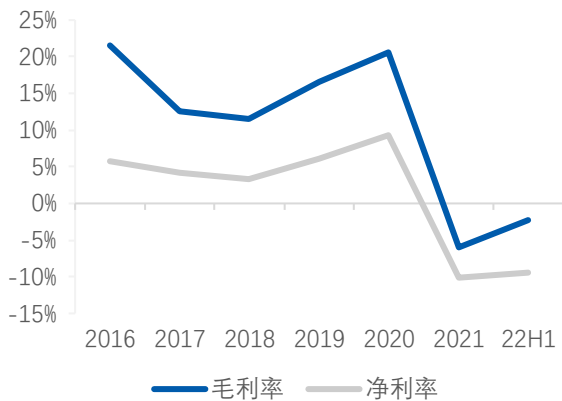
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 14: 公司扣非归母净利润变化情况



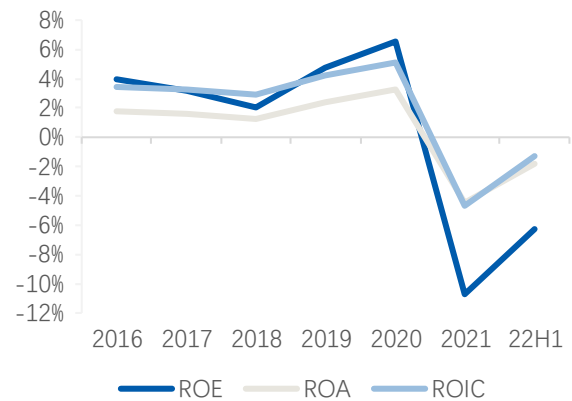
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 15: 公司毛利率、净利率变化情况



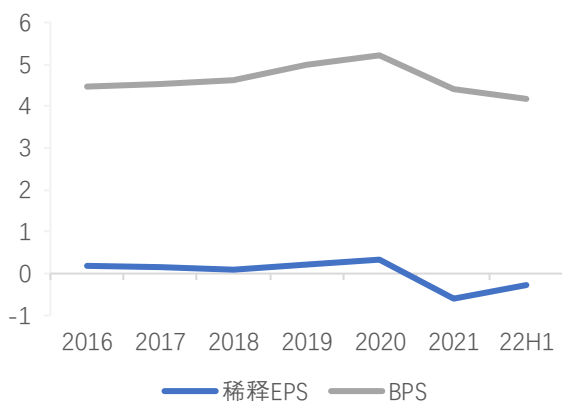
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 16: 公司 ROE、ROA、ROIC 变化情况



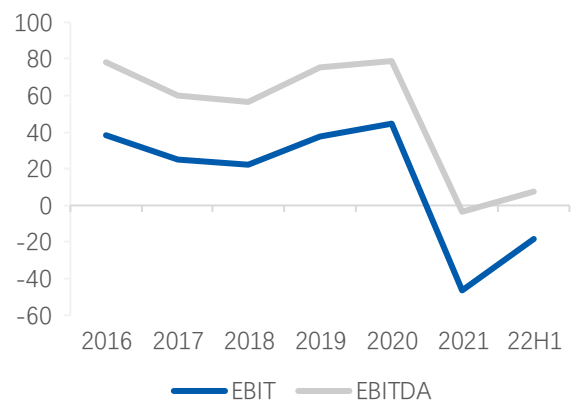
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 17: 公司 EPS、BPS 变化情况



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 18: 公司 EBIT、EBITDA 变化情况

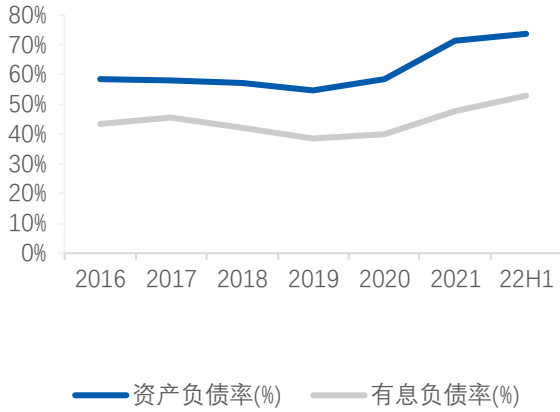


数据来源: 公司公告, 东北证券

借款总额增长, 现金流下降。公司近年来资产负债率整体保持稳定且低于 60%, 然而由于 2021 年煤价大幅上涨, 为保证正常生产经营, 公司借款总额及资产负债率均有增加, 22H1 末资产负债率 73.72%, 同比提升 11.67pcts。现金流方面, 公司 2020 年

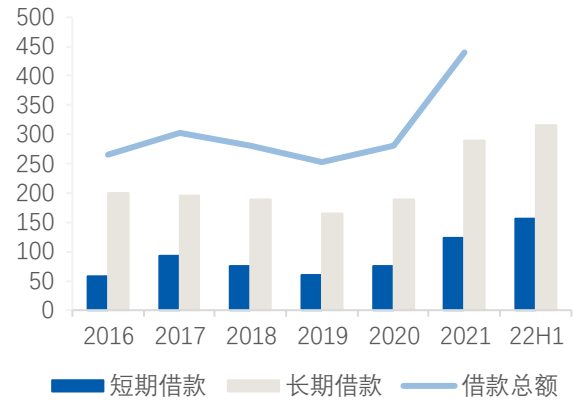
经营性现金流净额达 62.81 亿元，然而由于 2021 年煤价大幅上涨，公司 CFO 下降至 -0.4 亿元，22H1 扩大至 -2.08 亿元。近年来公司资本开支逐步提升，(CFO+CFF) 与资本开支比例约为 1，基本能够满足公司发展所需资金。

图 19: 公司资产负债率变化情况



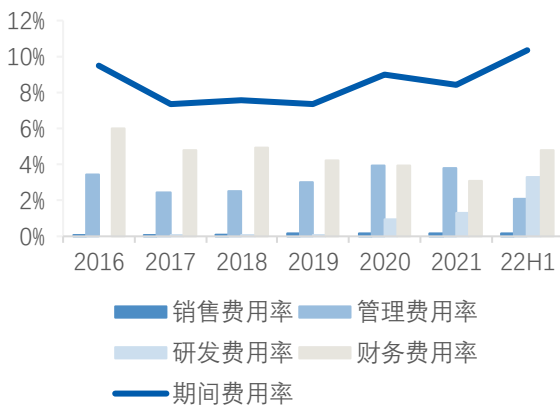
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 20: 公司借款变化情况 (亿元)



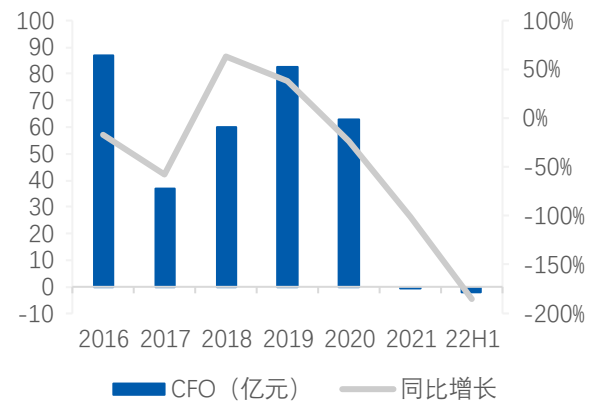
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 21: 公司期间费用率变化情况



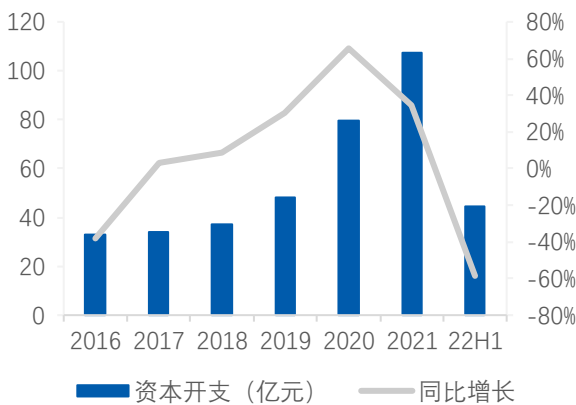
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 22: 公司经营性现金流净额变化情况



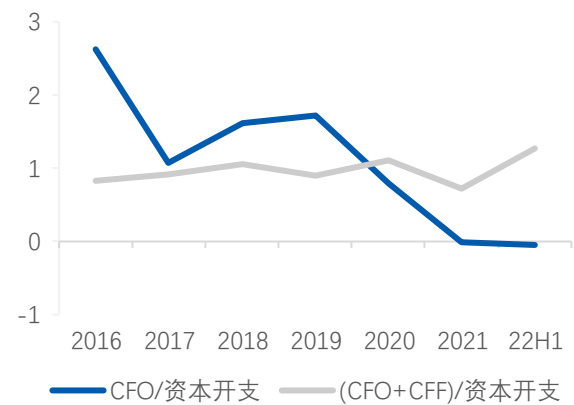
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 23: 公司资本开支变化情况



数据来源: 公司公告, 东北证券

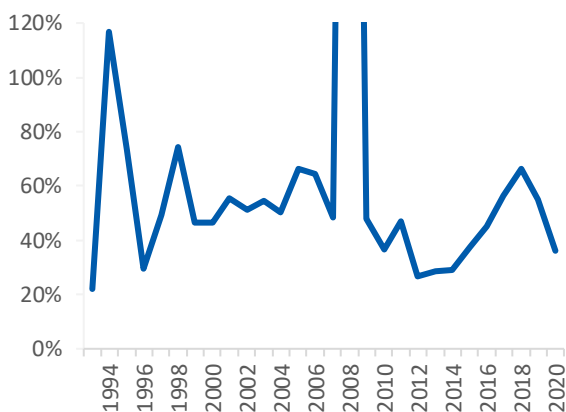
图 24: 公司现金流与资本开支对比情况



数据来源: 公司公告, 东北证券

上市以来连续 28 年现金分红，股息率达到行业平均水平。除 2021 年公司由于亏损没有分红外，公司自 1993 年 A 股上市以来，已连续实施现金分红 28 次，累计现金分红 132.1 亿元，占累计实现净利润比例为 50.63%，平均股息率 2.91%。与五大发电集团旗舰上市公司相比，公司上市以来股利支付率及平均股息率基本达到了行业平均水平。

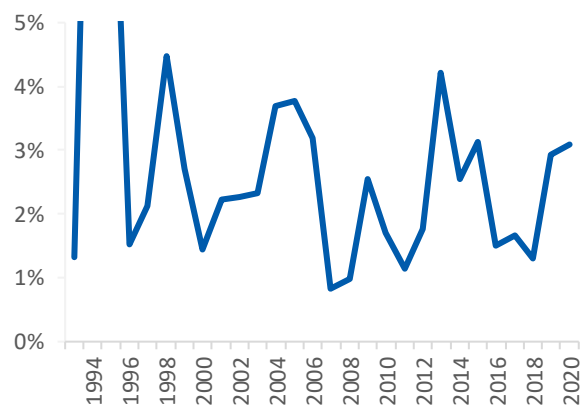
图 25: 公司股利支付率变化情况



数据来源: Wind, 东北证券

注: 2008 年为 550.58%

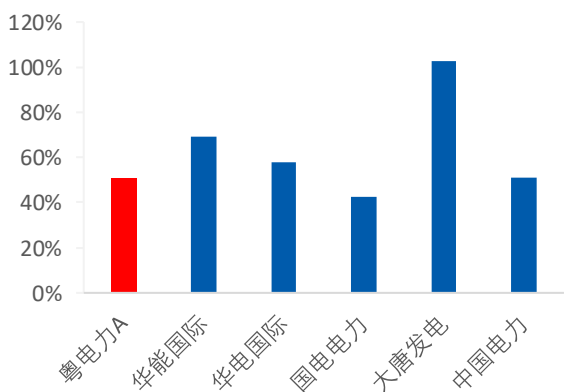
图 26: 公司股息率变化情况



数据来源: Wind, 东北证券

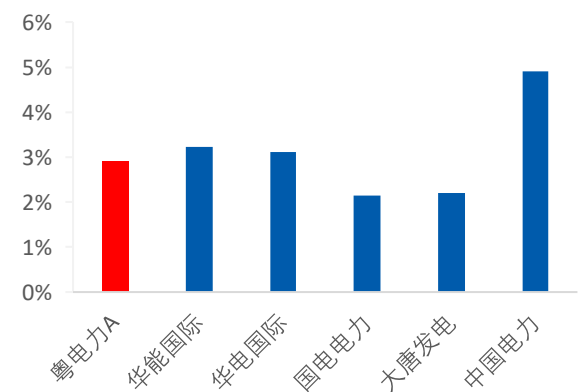
注: 1994 年为 12.27%

图 27: 可比公司股利支付率对比



数据来源: Wind, 东北证券

图 28: 可比公司股息率对比



数据来源: Wind, 东北证券

## 2. 背靠需求及电改大省，火电边际向好盈利有望修复

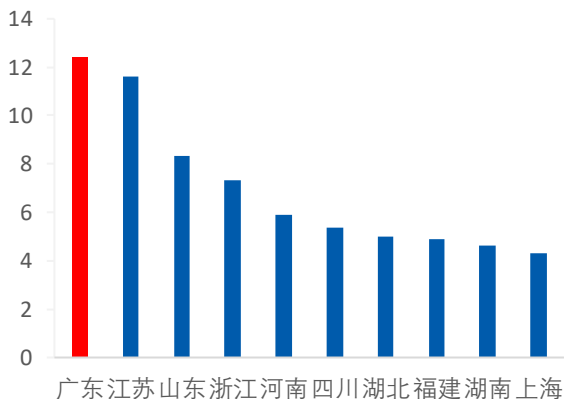
### 2.1. 深耕经济强省广东，区域优势明显

广东为全国经济强省，用电量增速高于全国平均。广东省是我国经济强省，2021 年 GDP 及用电量均高居全国第一，分别达 12.4 万亿元、7867 亿千瓦时，同比分别增长 8.0%、13.6%。对比广东及全社会用电量增速，近 10 年有 6 年、近 7 年有 5 年、近 3 年广东省用电量增速高于全国用电量，表明广东省电力需求高于全国平均水平。人口方面，根据第七次全国人口普查结果，与 2010 年相比，截至 2020 年广东省净流入人口高居全国第一，达 2793.5 万人。此外据统计，2021 年广东省常住人口同比净增



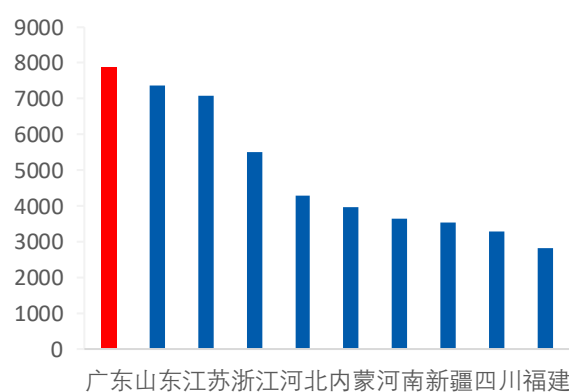
60 万人，高居全国第二，人口的持续大量流入为广东省经济发展及用电量提升提供了很好的支撑作用，除去疫情等扰动因素外，预计未来较长时间内广东省电力需求增速将持续高于全国平均水平。

图 29: 2021 年全国 GDP 前 10 省份 (万亿元)



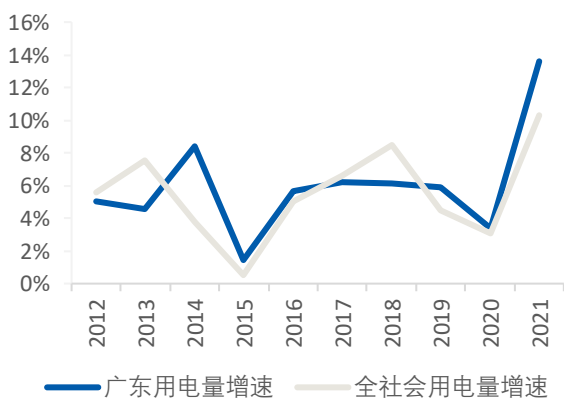
数据来源: Wind, 东北证券

图 30: 2021 年全国用电量前 10 省份 (亿千瓦时)



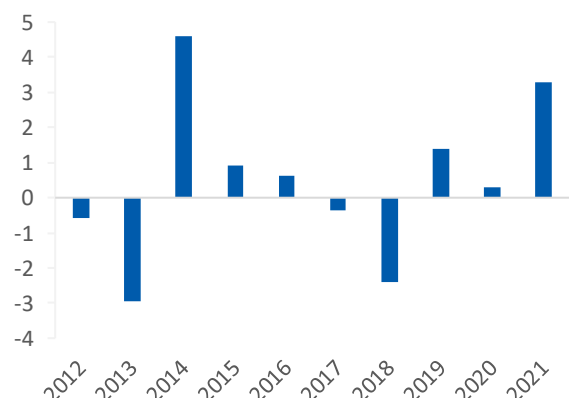
数据来源: Wind, 东北证券

图 31: 近 10 年广东及全国用电量增速对比情况



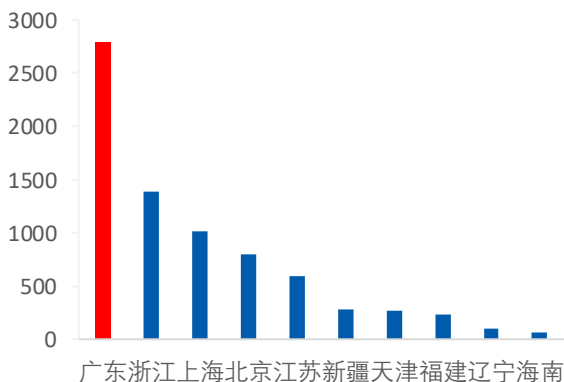
数据来源: Wind, 东北证券

图 32: 近 10 年广东用电量增速相对变化情况



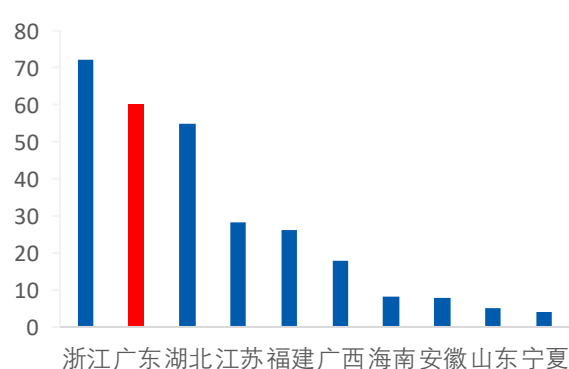
数据来源: Wind, 东北证券

图 33: 2010-2020 年净流入人口前 10 省份 (万人)



数据来源: 《中国人口普查年鉴-2020》, 东北证券

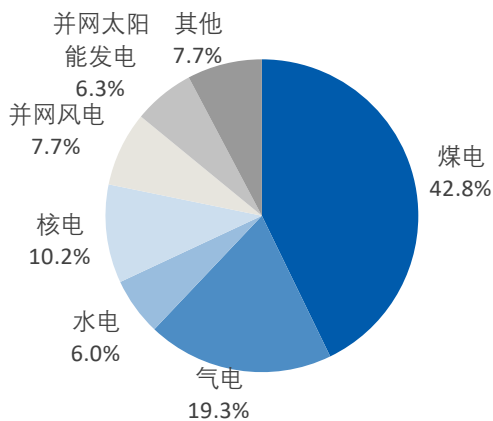
图 34: 2021 年常住人口净增前 10 省份 (万人)



数据来源: 第一财经, 东北证券

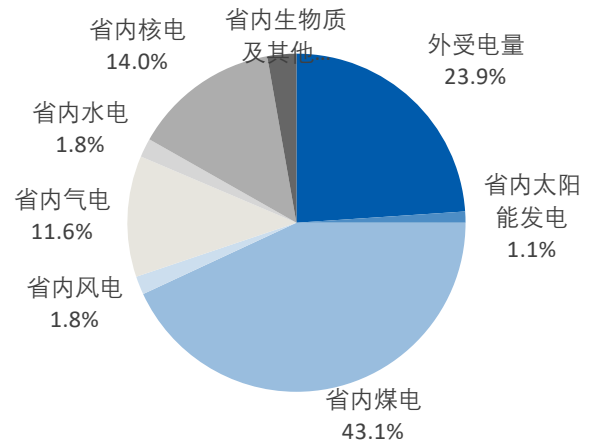
广东新能源装机快速增长，外受电量同比下降。截至2021年底，广东省各类机组总装机15855.6万千瓦，同比增长12.6%，其中煤电装机占比42.8%，同比增长了3.1%，煤电机组作为重要调峰电源装机增速低于平均水平。受限于当地发电能力不足以及靠近西南地理位置优势，广东省有较大部分比例电量来自省外，2021年广东全省发受电量合计7694亿千瓦时，其中外受电量1842亿千瓦时，占比23.9%，主要由于来水偏枯，外受电量同比下降8.3%，省内发电量5853亿千瓦时，占比76.1%，同比增长22.37%。虽然今年来水或偏丰，但从较长时间维度考虑，由于水电开发周期较长叠加开发难度逐步加大，广东外受水电预计增量有限，广东本地企业有望从中获益。

图 35: 2021 年广东各类机组统调装机占比情况



数据来源：广东电网，东北证券

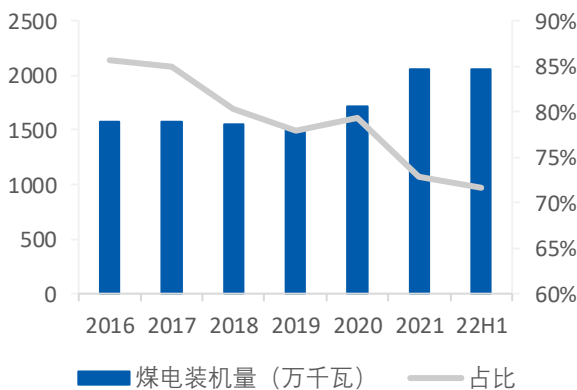
图 36: 2021 年广东省电力供应占比情况



数据来源：广东电网，东北证券

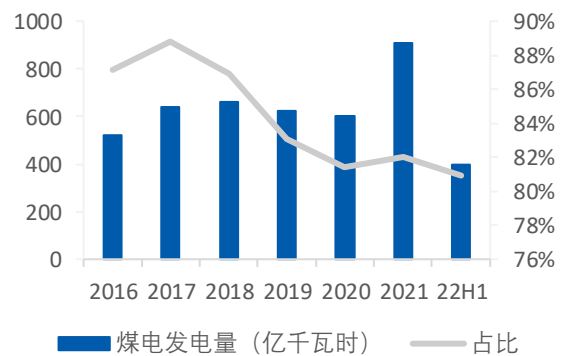
煤电构成装机主体，对公司业绩影响较大。公司作为广东省内最大的电力上市公司，煤电占比较高，随着清洁能源装机快速提升，公司煤电装机比例逐年降低。截至22H1末，公司煤电装机量2055万千瓦，占总装机比例71.64%，22H1发电量397.14亿千瓦时，占比80.92%。利用小时数方面，2021年受西电减送、天然气价格高企导致气机欠发、省内可再生能源大幅增长导致调峰需求同步增加等因素影响，公司煤电利用小时数由2020年3882小时大幅提升至5063小时，超过全国平均煤电机组利用小时数（4586小时）。

图 37: 公司煤电装机量及占比变化情况



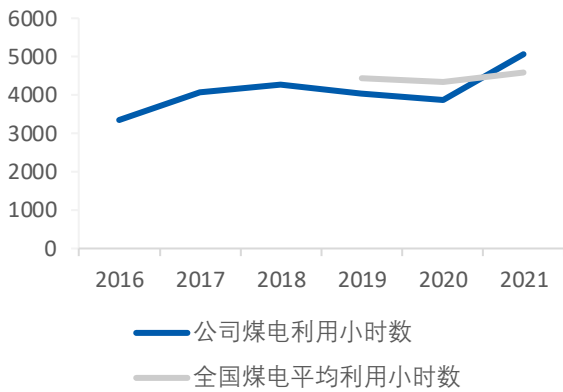
数据来源：公司公告，东北证券

图 38: 公司煤电发电量及占比变化情况



数据来源：公司公告，东北证券

图 39: 公司与全国平均煤电利用小时数变化情况



数据来源: 公司公告, 东北证券

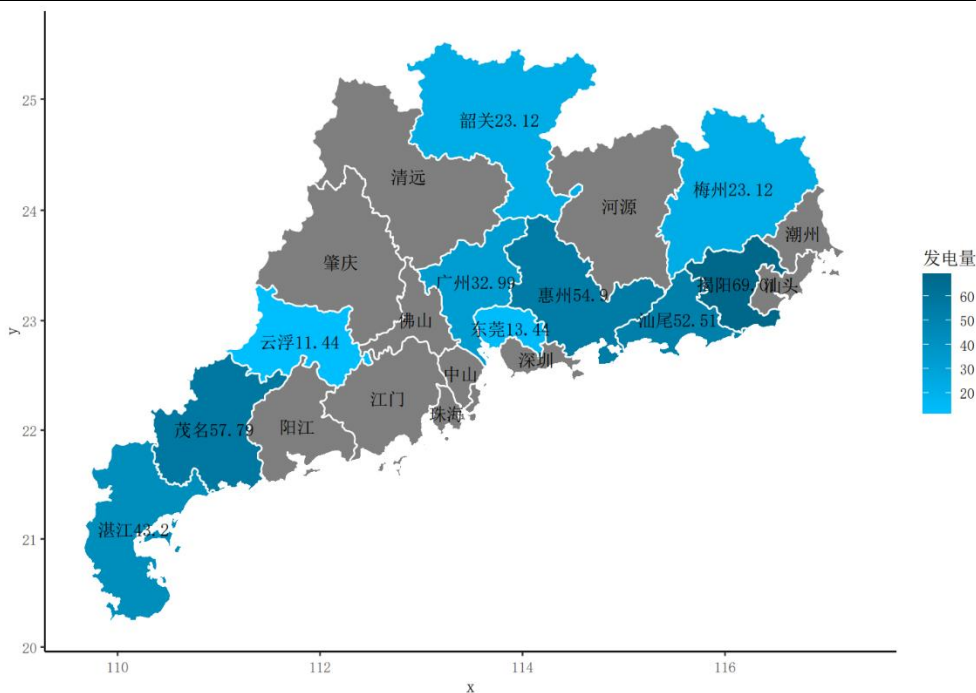
图 40: 公司机组利用小时数变化情况



数据来源: 公司公告, 东北证券

煤电分布集中于广东省, 能源区域发展主力军。除装机容量为 70 万千瓦的新疆图木舒克热电厂外, 公司燃煤发电机组全部位于广东省内。截至 22H1 末, 广东省内的煤机可控装机容量为 1985 万千瓦, 占比达 96.59%。公司煤电机组在广东省内分布较为平均, 其中揭阳、茂名两市装机超 300 万千瓦。此外公司煤电机组性能较为先进, 60 万千瓦以上机组容量占比达 61.6%, 超超临界发电机组装机容量 984 万千瓦, 占比达 47.9%。

图 41: 公司 22H1 广东省内煤电发电量分布 (亿千瓦时)



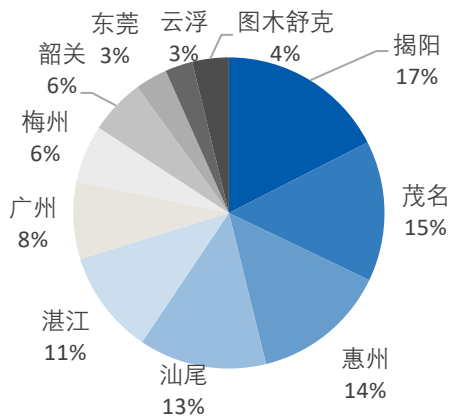
数据来源: 公司公告, 东北证券

表 4: 公司 22H1 煤电机组概况

序号	所在市	装机容量 (万千瓦)	发电量 (亿千瓦时)	上网电量 (亿千瓦时)
1	揭阳	320	69.01	65.21
2	茂名	313	57.79	54.38
3	惠州	200	54.90	52.37
4	汕尾	252	52.51	49.44
5	湛江	258	43.20	40.22
6	广州	198	32.99	29.96
7	梅州	132	23.12	22.22
8	韶关	186	23.12	21.49
9	东莞	66	13.44	12.46
10	云浮	60	11.44	10.67
<b>广东合计</b>		<b>1985</b>	<b>381.99</b>	<b>358.42</b>
11	新疆图木舒克	70	15.15	14.13
<b>煤机总计</b>		<b>2055</b>	<b>397.14</b>	<b>372.55</b>

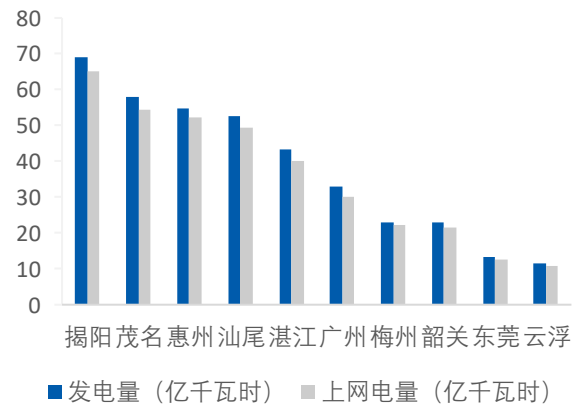
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 42: 公司 22H1 煤电机组发电量分布情况



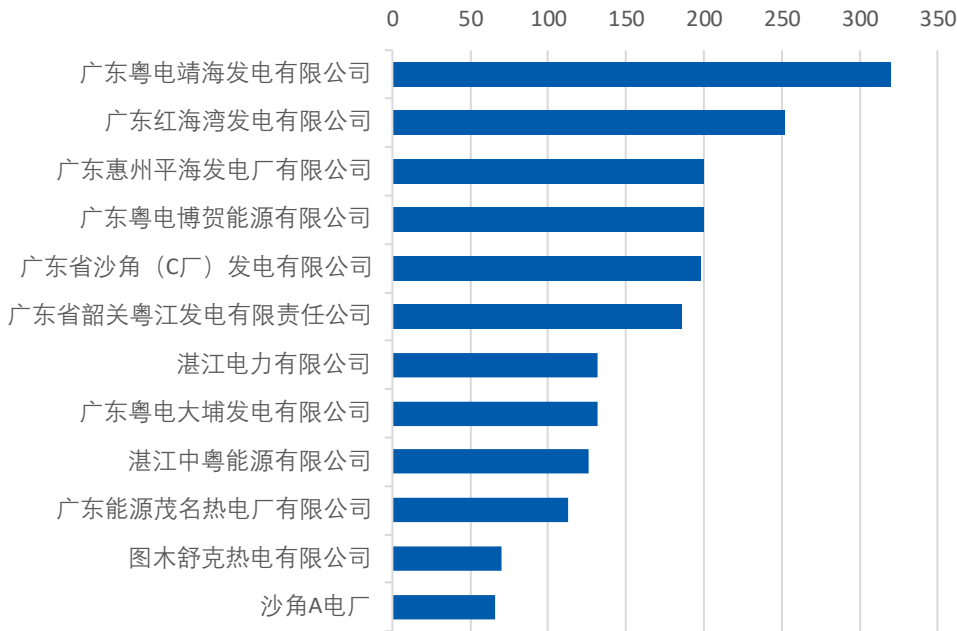
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 43: 公司 22H1 广东省内煤电发电售电量分布



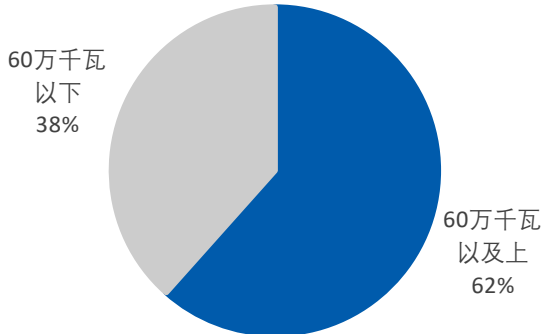
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 44: 公司 22H1 广东省内煤电发电量分布 (亿千瓦时)



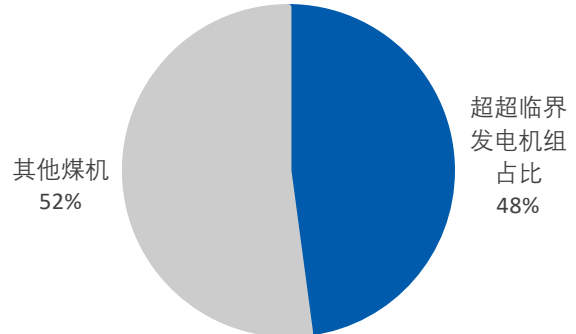
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 45: 公司煤电机组装机容量分布



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 46: 公司超超临界发电机组占比

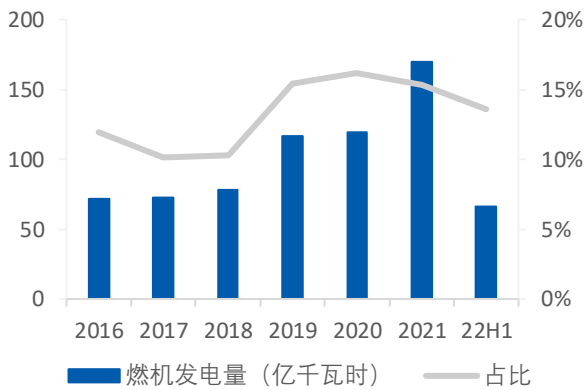


数据来源: 公司公告, 东北证券

气机均位于广东省, 气价高企盈利降低。公司燃机全部位于广东省内, 分布于广州、深圳、惠州、江门等市。截至 22H1, 公司气电总装机为 593.2 万千瓦, 同比增加 59.46%, 22H1 发电量 66.55 亿千瓦时, 同比增加 14.66%。随着 2022 年 7 月 25 日花都天然气热电公司第二台 260MW 机组顺利投产, 公司气电总装机达到 639.2 万千瓦。2021 年, 公司气电机组发电量占比由 2020 年 16.17% 下降至 15.32%, 预计主要由于气价高企叠加用电需求减弱, 22H1 发电量占比进一步下降至 13.56%。

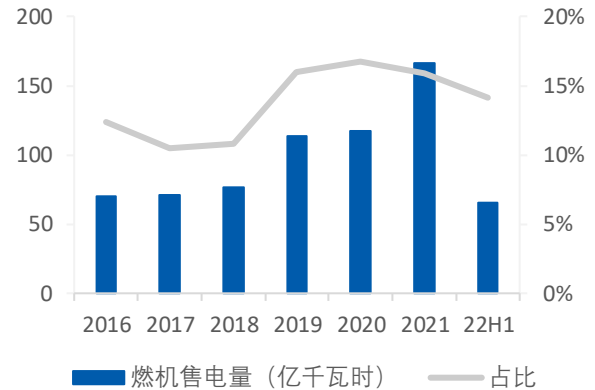


图 47: 公司燃机发电量变化情况



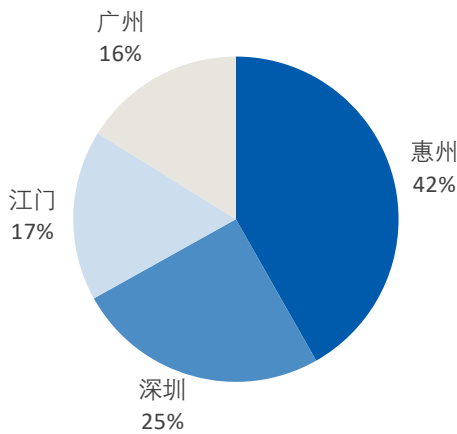
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 48: 公司燃机售电量变化情况



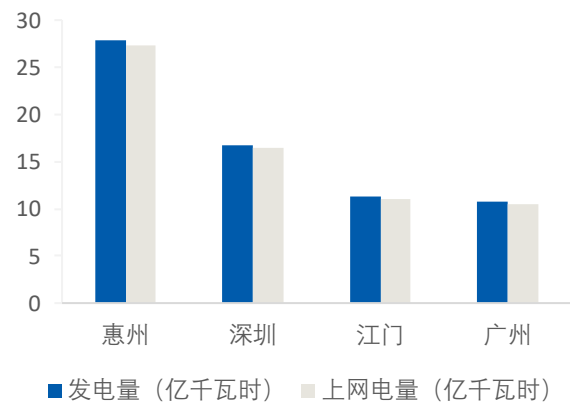
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 49: 公司气电机组发电量分布情况



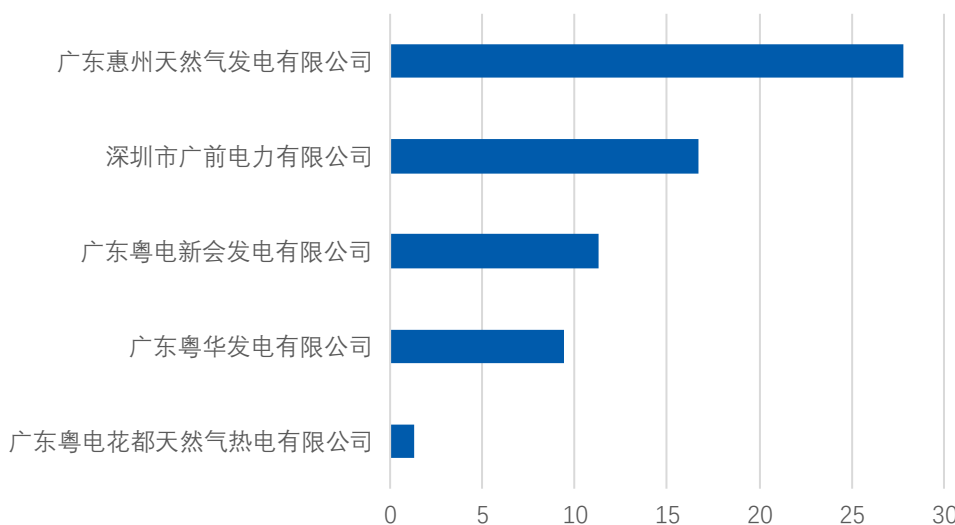
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 50: 公司 22H1 广东省内煤电发售电量分布



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 51: 公司 22H1 气电发电量分布 (亿千瓦时)



数据来源: 公司公告, 东北证券

**新增火电性能优越，装机量有望快速增长。**公司于 2022 年 8 月 25 日发布广东粤电大埔电厂二期工程项目获得核准的公告，该项目规划建设 2×1000 兆瓦高效超超临界二次再热燃煤发电机组，同步建设烟气脱硫及脱硝、污水处理设施；8 月 27 日发布茂名博贺电厂 3、4 号 2×1000MW 机组工程 3 号机组项目获得核准的公告，该项目规划建设 1 台 100 万千瓦超超临界二次再热燃煤发电机组，同步建设烟气脱硫、脱硝装置。两项目均使用高效率、超低排放、调节性能优秀机组，核准装机共计 300 万千瓦，占现有煤电装机 14.6%，公司煤电装机有望稳步提升。此外，公司现有在建气电装机 343.4 万千瓦，占现有气电装机 53.7%，公司气电装机有望快速提升。

**表 5：公司已核准煤电项目情况（万千瓦、亿元）**

项目名称	装机容量	预计总投资	资本金	公告日期
广东粤电大埔电厂二期工程项目	200	80.62	16.12	2022.8.25
茂名博贺电厂 3、4 号 2×1000MW 机组工程 3 号机组项目	100	45.88	9.18	2022.8.27
<b>合计</b>	<b>300</b>	<b>126.5</b>	<b>25.3</b>	-

数据来源：公司公告，东北证券

**表 6：公司在建气电项目情况（万千瓦、亿元）**

项目名称	装机容量	预计总投资	已投资	2022 年预计投资	计划投产时间
沙角宁洲气电项目	248.4	59.28	14.66	34.37	2023.6
肇庆鼎湖天然气热电联产项目	95	29.98	5.55	15.59	2023.6
<b>合计</b>	<b>343.4</b>	<b>89.26</b>	<b>20.21</b>	<b>49.96</b>	-

数据来源：公司公告，东北证券

## 2.2. 广东电改排头兵，火电量价齐升

**电改排头兵，广东先行先试。**作为全国经济及用电大省，广东在电改领域勇于创新，为全国首批售电侧改革试点省份及现货市场试点省份。经过多年的电力市场化改革建设，广东省内市场化电量规模由 2016 年的 1510 亿千瓦时增长到 2021 年的 5740 亿千瓦时，CAGR 达 30.6%，此外，广东建立了调频、备用辅助服务市场并成功推广至南方区域，并明确辅助服务费用由全体工商业用户共同分摊，具有划时代意义。2022 年 6 月 13 日，国家能源局南方监管局印发《南方区域电力辅助服务管理实施细则》，首次明确了南方区域独立储能电站参与电力辅助服务补偿标准；7 月 23 日，中国南方电网、国家能源局南方监管局印发《关于开展南方区域电力市场试运行的通知》，标志着全国统一电力市场体系率先在南方区域落地，在一定程度上表明以广东为代表的南方区域电力市场建设较为领先，具备进一步改革的条件。公司作为广东龙头发电企业，有望享受南方及广东电改带来的电价弹性及辅助服务收益。

表 7: 广东（南方区域）电改大事记

主要事件	
2006	广东台山签出 1.9 亿千瓦时的直购电试点合同，为全国首个“一对多点”直购电合同
2013	《广东省电力大用户与发电企业集中竞争交易实施细则》发布，在直接交易中引入竞价模式，在广东清远举行首次季度集中竞价，采用“价差传导模式”
2015	9 号文出台，广东主动请求开展售电侧改革，获批成为首批售电侧改革试点省份，全国首家售电公司在广东深圳注册，全省首批成立 13 家售电企业
2016	5 月，广州电力交易中心成立，作为区域级电力交易中心与省级交易中心协同运行
2018	南方（以广东起步）电力现货市场作为全国首批 8 个试点地区之一率先启动模拟运行
2020	9 月，广东调频辅助服务市场正式运行；
	11 月，南方（以广东起步）电力现货市场启动连续运行
2021	7 月，中国南方区域调频辅助服务市场转入正式运行；
	12 月，《广东省电网企业代理购电实施方案（试行）》发布，明确现阶段辅助服务费用由直接参与市场交易和电网企业代理购电的全体工商业用户共同分摊
2022	5 月，南方区域跨省电力备用辅助服务市场组织开展首次模拟出清，备用辅助服务成为南方区域继调频后第二个开展市场化交易的区域级电力辅助服务品种；
	7 月，南方区域电力市场启动试运行，标志着全国统一电力市场体系率先在南方区域落地
	8 月，广州电力交易中心与南网总调联合印发南方区域电力市场交易实施细则系列文件

数据来源：公开资料，东北证券

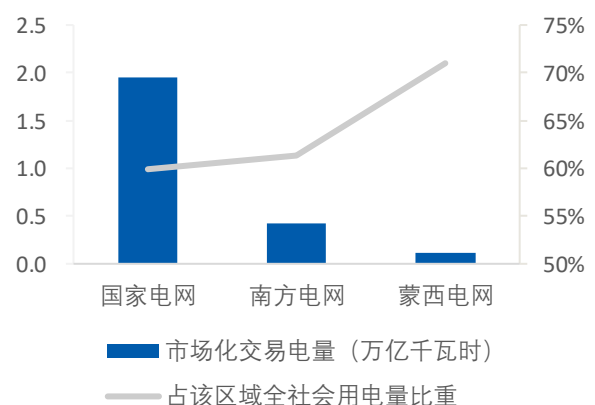
**市场化交易方兴未艾，市场化交易电量大幅提升。**2021 年 10 月，国家发改委发布《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》，一方面要求燃煤发电电量原则上全部进入电力市场，另一方面扩大了市场交易电价上下浮动范围。此后，全国及各主要火力发电企业市场化交易电量及占比快速增长，其中 22H1 省内电力直接交易占比 78%、省间外送交易占比 17%。22H1，南方电网市场化交易占比 61.3%，略高于全国平均水平 60.6%，22Q1 公司、华能国际、国电电力、华电国际、大唐发电市场化交易电量占比分别为 94.1%、88.92%、94.1%、85.75%、84.93%，公司市场化交易电量占比高于可比公司。

图 52: 全国市场化交易电量及占比变化情况



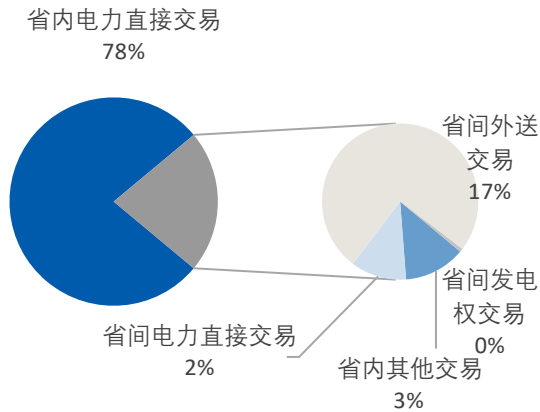
数据来源：中电联，东北证券

图 53: 22H1 全国三大电网区域市场化交易对比



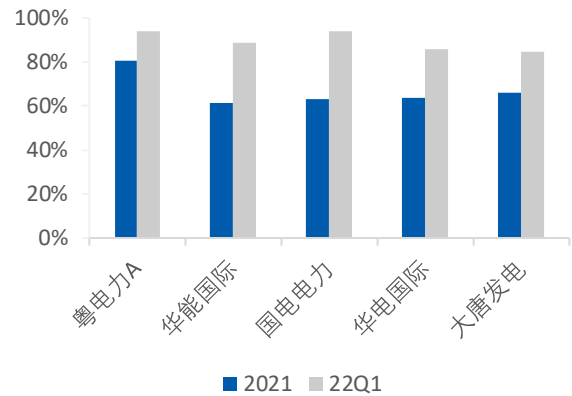
数据来源：中电联，东北证券

图 54: 22H1 年全国市场化交易电量构成



数据来源: 中电联, 东北证券

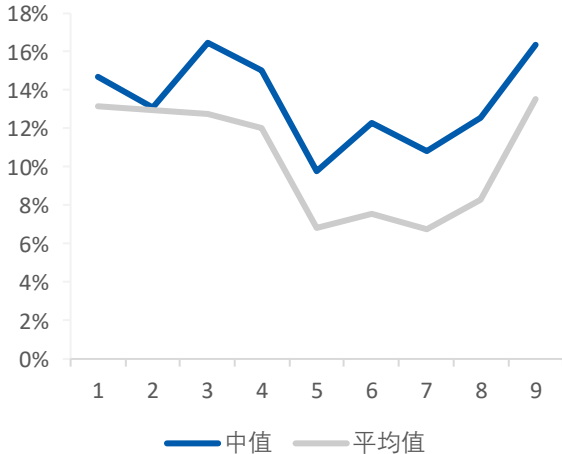
图 55: 公司与可比公司市场化交易电量对比



数据来源: 公司公告, 东北证券

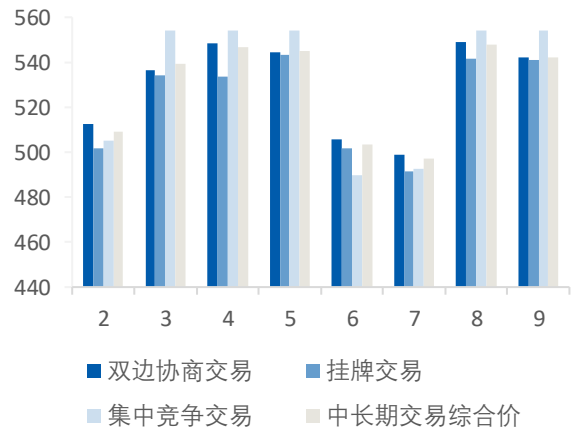
**成本压力叠加电力供需紧张, 市场化电价上浮明显。** 电价方面, 在成本压力及电力供需关系紧张的背景下交易电价上浮较为明显, 全国电网电力购电价格普遍上浮 10% 以上, 8 月回升较大。广东省主要受疫情影响, 2022 年 6、7 月份交易电价环比降低, 但随着复工复产及气温快速升高, 8 月中长期交易电价综合价达 547.6 元/兆瓦时, 创历史新高。预计下半年随着电力需求持续提升, 市场化交易电价有望维持高位。

图 56: 2022 年全国电网代理购电月度价格相对燃煤基准价涨幅



数据来源: 北极星售电网, 东北证券

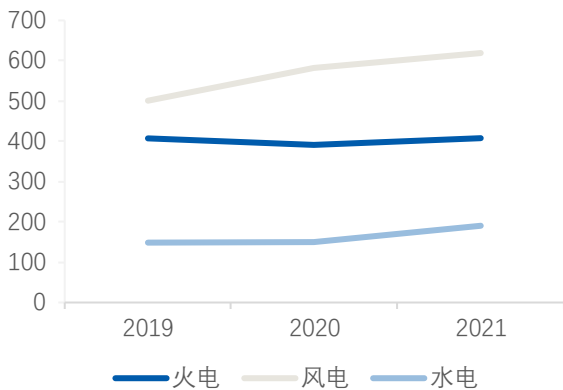
图 57: 2022 年广东月度中长期交易电价 (元/兆瓦时)



数据来源: 北极星售电网, 东北证券

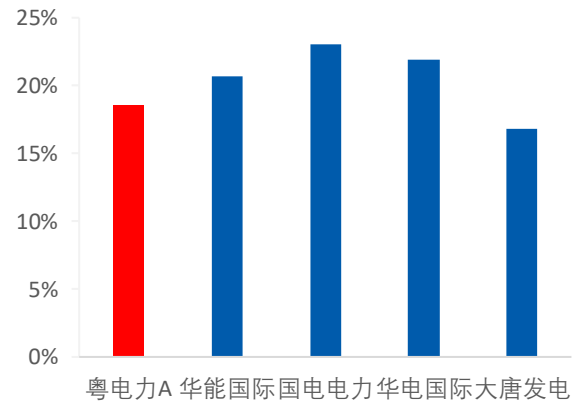
**公司电价上浮范围扩大, 电力年度长协占比约七成。** 2021 年、22Q1 及 22H1 公司平均上网结算电价分别为 465.70、538.8、542.74 元/兆瓦时 (含税), 同比分别增长 4.12%、20.3%、18.5%。此外, 2021 年公司火电、风电、水电平均电价分别为 459、682、210 元/兆瓦时 (含税), 同比分别增长 3.85%、3.81%、24.3%。此外, 由于年度长协电量占比约七成, 公司全年售电收益有望得到保证。

图 58: 公司不同类型装机平均上网电价 (元/兆瓦时, 不含税) 变化情况



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 59: 可比公司 22H1 平均上网电价涨幅



数据来源: 公司公告, 东北证券

### 2.3. 电煤合同逐步落地, 煤价回落弹性兑现

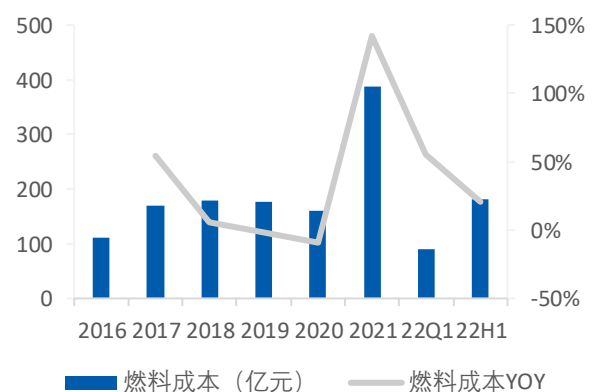
**煤价大涨致发电成本与上网电价倒挂, 公司毛利率降低。**主要受动力煤供需紧张及国内外局势影响, 公司燃料成本大幅上升。2021 年, 公司燃料成本为 386.64 亿元, 同比增长 141.97%, 发电标煤单价 1249.32 元/吨 (不含税), 同比增长 60.57%。公司燃料成本占总成本比例为 82.59%, 同比增长 11.48pcts, 燃料费用的大幅上涨严重拉低了公司的毛利率水平, 公司整体毛利率由 2020 年 20.67% 大幅下降至 2021 年 -5.99%。22Q1 由于电价及装机容量同比提升导致营收同比增长 28.29%, 同业公司来看, 燃料采购标煤单价均有较大幅度上涨。公司由于火电厂沿海进口煤占比约四成, 受进口煤价影响较大, 此外由于新能源装机占比较低, 导致燃料成本占总成本比例较高, 公司对煤价敏感性更强, 能够更充分地享受到煤价下跌时带来的业绩弹性。22H1 公司燃料成本 181.83 亿元, 占主营业务成本的 78.72%, 受燃料价格同比大幅上涨影响, 同比增长 20.98%。

图 60: 公司发电标煤单价变化情况



数据来源: 公司公告, 东北证券

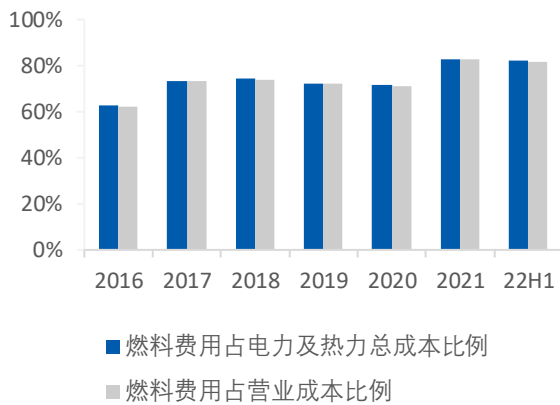
图 61: 公司燃料成本变化情况



数据来源: 公司公告, 东北证券

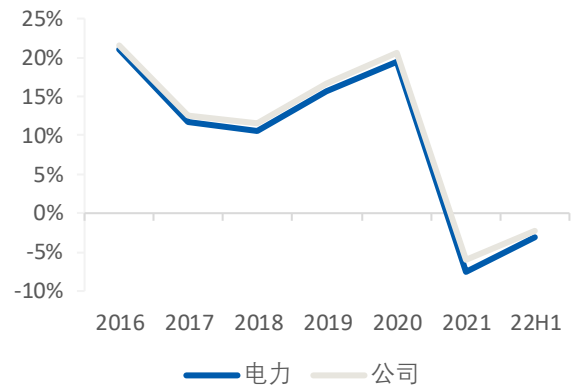


图 62: 公司燃料费用及占成本比例



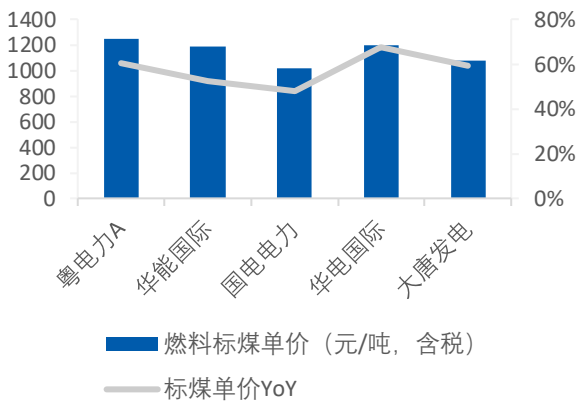
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 63: 公司电力及整体业务毛利率变化情况



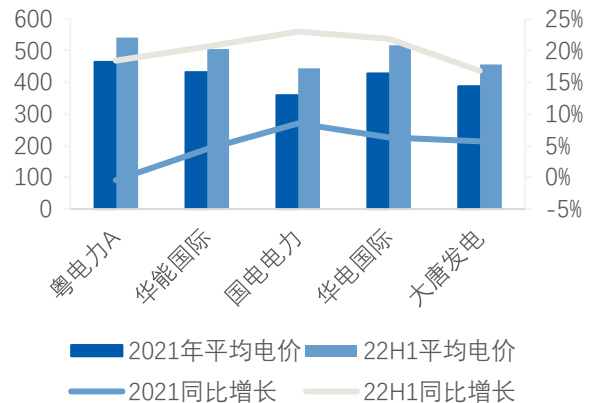
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 64: 2021 年可比公司标煤单价及同比涨幅



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 65: 可比公司燃料成本及占公司总成本比例



数据来源: 公司公告, 东北证券

**确保能源安全切实保供稳价, 多措并举力促煤价回归合理区间。**为保障我国能源安全, 促进煤价回归合理区间, 国家密集出台了一系列针对性政策, 如加快释放煤炭产能、确定煤价合理区间、免除进口煤关税、电煤长协全覆盖、增加煤电保供专项再贷款。自去年9月份至今, 我国共核增煤炭产能4.9亿吨左右, 其中今年核增1.8亿吨。2021年我国原煤产量同比增长5.92%, 增速创2011年以来新高, 2022年1-7月我国原煤产量达25.6亿吨, 同比增长11.5%, 同比多增3.0亿吨, 占去年全年进口量的93.7%, 有效缓解了进口煤炭降低的不利影响。此外, 煤炭开采和洗选业固定资产投资额2022年上半年同比大幅增长36.5%, 煤炭产能有望进一步加速释放。预计随着政策效果逐步显现, 煤炭供需关系有望得到明显改善。

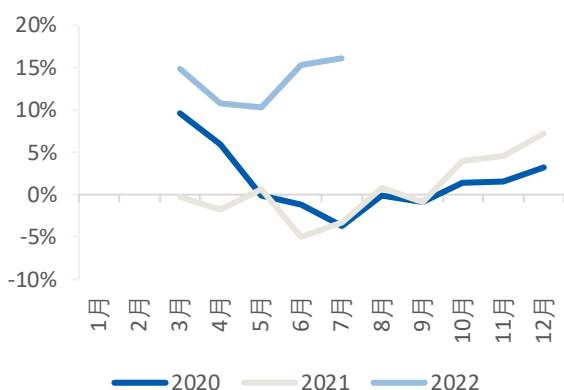
表 8: 近期煤炭保供稳价主要相关政策

政策名称	发布时间	发布单位	主要内容
2022 年中长期合同签订履约方案 (征求意见稿)	2021-12-03	国家发改委	动力煤长协价格每月一调, 5500 大卡动力煤调整区间在 550 ~ 850 元/吨之间, 下水煤长协基准价为 700 元/吨; 发电供热企业年度用煤扣除进口煤后应实现中长期供需合同全覆盖
关于进一步完善煤炭市场价格形	2022-02-24	国家发改委	确定皇岛港下水煤 (5500 千卡) 中长期交易价格每吨 570 ~ 770 元 (含税) 为合理价格区间, 确定晋陕蒙相应煤炭出矿环节中长期交易价格合理区间,

成机制的通知			促进煤炭价格在合理区间运行
关于做好2022年煤炭中长期合同监管工作的通知	2022-02-28	国家发改委	下水煤基准价上调为675元/吨;浮动价实行月度调整,暂采用全国煤炭交易中心综合价格指数(NCEI)、环渤海动力煤综合价格指数(BSPI)、秦皇岛综合交易价格指数(CCTD)3个指数,选取每月最后一期价格,按同等权重确定指数综合价格;鼓励煤、电双方签订“一口价”合同,多签订3年及以上长期合同;供需企业要每月线上报送合同履行情况,并保证单笔合同月度履约率不低于80%、季度和年度履约率不低于90%
开展煤炭中长期合同签订履约专项检查	2022-03-18	国家发改委	规范签订中长期合同,每笔合同应有明确合同数量、质量、期限、流向、运输方式、违约责任和争议解决方式等要素。要严格合同履行,签订合同全部录入全国煤炭交易中心线上平台接受监管,每月在线报送履约情况,不允许搞变通、打折扣,弄虚作假
关于做好2022年煤炭中长期合同签订履约专项检查工作的通知	2022-03-21	中国煤炭运销协会、中国煤炭工业协会	煤炭企业签订的中长期合同数量应达到自有资源量的80%以上并优先衔接保障发电供热企业;2021年9月份以来核增产能的保供煤矿核增部分应全部签订电煤中长期合同;港口和坑口中长期合同价格均不能超过确定的合理区间
发挥煤炭主体能源作用	2022-04-20	国务院常务会议	通力合作优化煤炭企业生产、项目建设等核准审批政策,落实地方稳产保供责任,充分释放先进产能。通过核增产能、扩产、新投产等,今年新增煤炭产能3亿吨
关于调整煤炭进口关税的公告	2022-04-28	国务院关税税则委员会	自2022年5月1日至2023年3月31日,我国对煤炭实施税率为零的进口暂定税率
关于明确煤炭领域经营者哄抬价格行为的公告	2022-04-30	国家发改委	明确煤炭经营者捏造、散布涨价信息,囤积居奇,以及无正当理由大幅度或者变相大幅度提高价格等四种哄抬价格的具体表现形式及其综合考量因素。明确经营者的煤炭现货交易销售价格,超过国家或者地方有关文件明确的中长期交易价格合理区间上限50%的一般可视为哄抬价格行为
增加1000亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款额度	2022-05-04	中国人民银行	增加1000亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款额度,专门用于支持煤炭开发使用和增强煤炭储备能力。新增额度支持领域包括煤炭安全生产和储备,以及煤电企业电煤保供
关于进一步明确进口煤应急保障中长期合同补签有关事项的通知	2022-05-12	国家发改委	进口煤应急保障合同价格由供需双方协商确定,不能协商一致的,按照中长期合同价格*50%+市场煤价*50%的价格机制签订,实行月度定价。最高不得超过中长期合同实际执行价格的1.5倍,不能强制性直接按1.5倍限价要求签订合同价格
尽快释放国内优质煤炭产能	2022-05-15	国务院廉政工作会议	尽快释放国内优质煤炭产能,该取消限产指标的要取消,成熟的新增产能项目要抓紧开工,并保障好安全生产。同时未雨绸缪加快建设新的发电项目
关于做好2022年电煤中长期合同补签换签和履约监管工作的通知	2022-06-23	国家发改委	对补签、换签后仍不符合签订履约规定和价格政策要求的电煤中长期合同不予配置运力,前期已配置的运力予以取消。优先完成补签、换签和录入工作并提出申请的,优先配置运力。所有煤炭、电力企业均应将“欠一补三”明确纳入中长期合同条款,从6月份开始,对不履约的企业严格执行“欠一补三”合同条款
关于加快推进2022年电煤中长期合同补签换签相关工作的公告	2022-07-06	全国煤炭交易中心	尽快达到三个“100%”的目标要求,即发电供热企业全年用煤量签约100%,电煤中长期合同月度履约率100%,执行国家电煤中长期合同价格政策100%

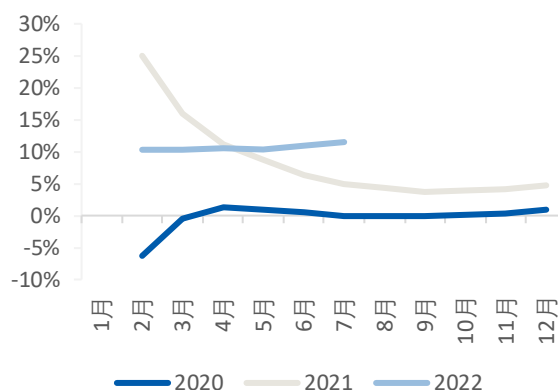
数据来源:公开资料,东北证券

图 66: 我国原煤产量当月同比增速



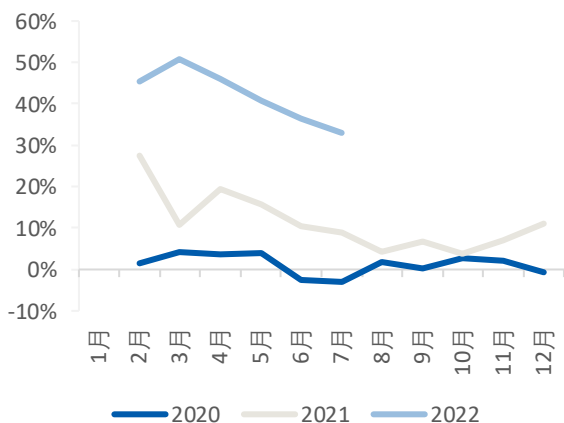
数据来源: 国家统计局, 东北证券

图 67: 我国原煤产量累计同比增速



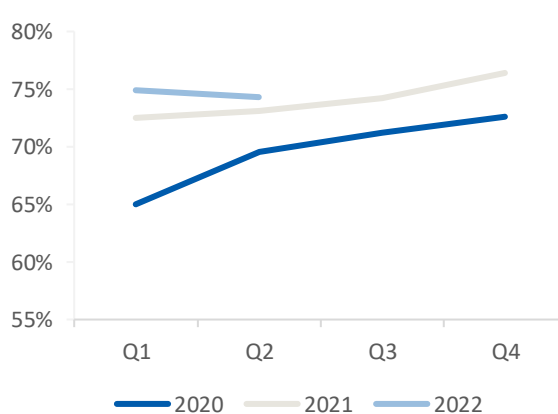
数据来源: 国家统计局, 东北证券

图 68: 我国煤炭固定资产投资完成额累计同比增速



数据来源: 国家统计局, 东北证券

图 69: 我国煤炭产能利用率



数据来源: 国家统计局, 东北证券

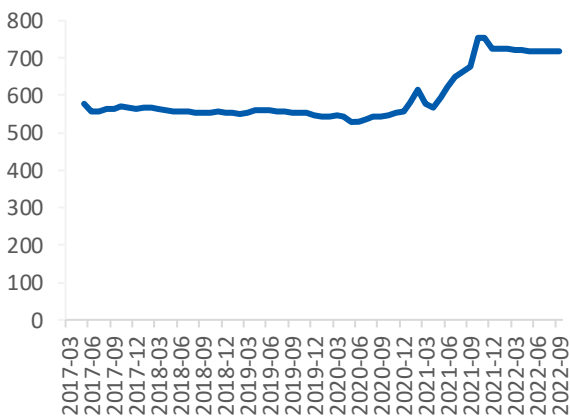
**煤价回落较为明显, 燃料成本有望控制在合理范围。**在国家一系列政策支持下, 煤价过快上涨势头得以有效遏制。秦皇岛 5500 大卡下水煤年度长协价自 2021 年 10 月以来持续回落, 2022 年 5-8 月连续 4 个月维持 719 元/吨, 2022 年 1-8 月平均价格 720.75 元/吨, 同比增长 18.40%, 相比 2021 年增长 11.17%。主要受国际局势及供需关系影响, 国际煤价大幅提升, 进口煤价突破历史新高, 国内外煤价持续倒挂, 未来随国际紧张局势缓解, 海外煤价有望回落, 当前广州港印尼煤及澳洲煤库提价已呈现稳中有降趋势, 煤价旺季不旺。综合国内外情况, 公司电煤价格有望控制在合理范围内, 燃料成本同比增速有望持续下降。

表 9: 秦皇岛 5500 大卡动力煤年度长协价年度变化情况 (元/吨)

	平均价格	同比增长
2017 年	567.27	
2018 年	558.50	-1.55%
2019 年	555.33	-0.57%
2020 年	542.83	-2.25%
2021 年	648.33	19.44%
2022 年 1-9 月	720.56	16.91%

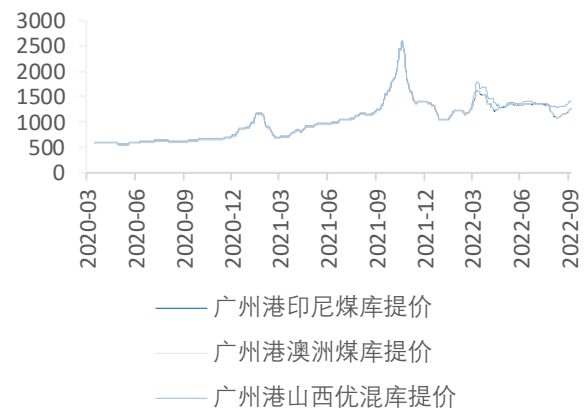
数据来源: Wind, 东北证券

图 70: 秦皇岛 5500 大卡下水煤年度长协价变化情况 (元/吨)



数据来源: 全国煤炭交易中心, 东北证券

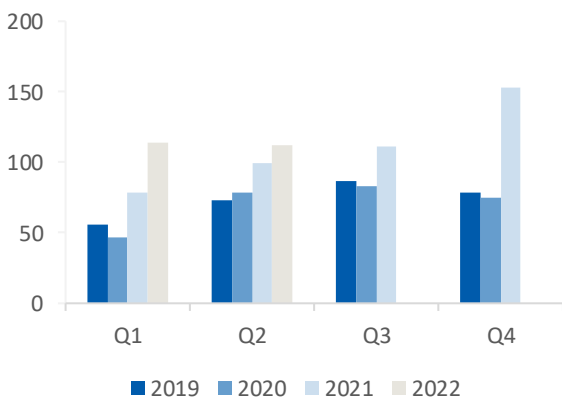
图 71: 广州港印尼煤、澳洲煤、山西优混库提价变化情况 (元/吨)



数据来源: 中电联, 东北证券

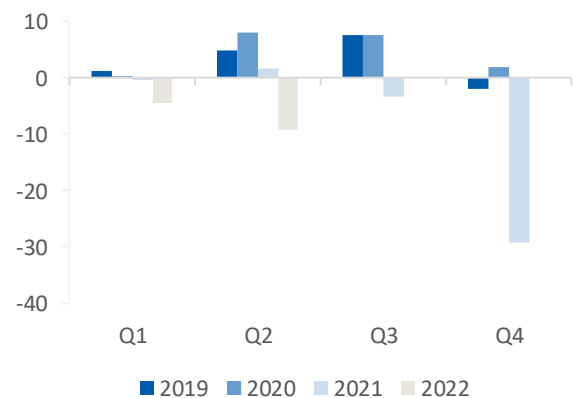
**21Q4 煤价涨幅较大, 公司电力大面亏损。**虽然 21Q4 公司营收大幅增长, 但主要受煤价过高过快上涨影响, 公司 21Q4 亏损 29.27 亿, 而 21Q1-3 共亏损 2.21 亿元, 四季度亏损额为前三季度累计亏损额的 13 倍。此外 21Q4 毛利率、净利率均出现大幅下滑。主要由于电价提升及煤价环比下跌, 公司 22Q1 亏损 4.5 亿元, 亏损额大幅缩窄。22H1 公司营业收入 226.11 亿元, 同比增加 9.8%。

图 72: 公司单季度营收变化情况 (亿元)



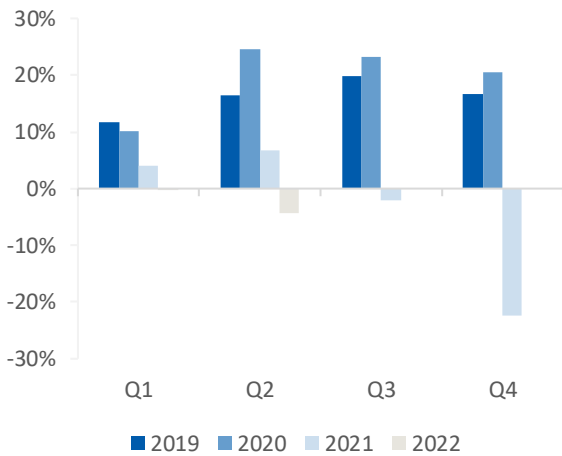
数据来源: Wind, 东北证券

图 73: 公司单季度归母净利润变化情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东北证券

图 74: 公司单季度毛利率变化情况



数据来源: Wind, 东北证券

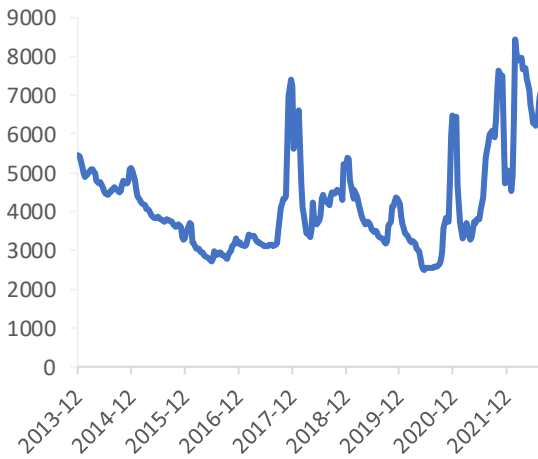
图 75: 公司单季度净利率变化情况



数据来源: Wind, 东北证券

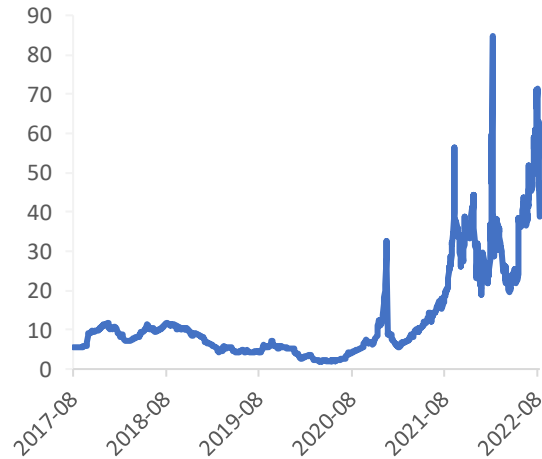
**燃气采购市场价占比高, 气价偏高致亏损。**目前, 广前电力和惠州一期共计 234 万千瓦气电机组执行“照付不议”长期合同气价, 盈利能力受市场波动影响较小。惠州二期、新会电厂、粤华公司、花都公司共计 405.2 万千瓦气电机组实行市场化采购。主要由于海外复工复产叠加俄乌军事冲突影响, 国内外天然气供不应求, 价格维持高位, 对公司燃机业务的盈利能力产生了较大的不利影响。2021 年公司天然气采购单价同比上涨 53%, 归母净利润为-0.85 亿元。

图 76: 全国液化天然气市场价 (元/吨)



数据来源: 国家统计局, 东北证券

图 77: 全国液化天然气到岸价 (美元/mmBtu)



数据来源: Wind, 东北证券

## 2.4. 敏感性分析

1) 燃料价格: 煤价方面, 依据年度长协均价变化趋势, 假设未来该长协价保持 719 元/吨水平不变, 则 2022 年度长协均价为 720.17 元/吨, 同比增长 11.08%。考虑到公司长协采购占比从 2021 年四成大幅提升至 2022 年七成, 进口占比较 2021 年四成有所下降, 且随着国家“三个 100%”政策要求成效逐步显现, 价格位于合理区间内的煤炭采购占比提升, 预计公司电煤采购价格同比增幅将低于长协价同比涨幅; 气价方面, 受国际紧张局势扰动, 气价近期处于高位, 随局势缓解, 气价或逐步回落, 但不排除气价进一步走高可能。综合来看, 假设燃料成本变动范围为-10%-10%。



2) 上网电价: 公司 22H1 平均电价同比上浮 18.5%, 相对广东省燃煤基准价上浮 17.6%, 考虑到今年电力供需紧张情况以及国家规定电价上浮比例上限, 假设公司 2022 年火电平均售电价格同比涨幅区间为 12%-20%。

3) 利用小时数: 主要受疫情扰动电力需求减弱影响, 预计今年火电出力较难维持高位, 假设煤电利用小时数跌幅区间为 5%-25%。

**分析结论:** 燃料成本每降低 1% (即 12.5 元/吨, 含税), 火电净利润增加 4.0 亿元; 火电电价每上浮 1% (即 4.6 元/兆瓦时, 含税), 火电净利润增加 4.3 亿元; 煤电利用小时数每增加 1% (即 51 小时), 火电净利润增加 1.2 亿元。此外, 在单位燃料成本同比降低 10% 的情形下, 火电业务毛利为 53.5 亿元, 接近 2020 年公司电力业务毛利 53.7 亿元, 火电业务盈利能力可恢复至 2020 年水平。

**表 10: 公司 2022 年火电业务净利润 (亿元) 与火电标煤单价及煤电电价涨幅相关性**

		火电标煤单价同比涨幅				
		-10%	-5%	0%	5%	10%
火电电价同比涨幅	12%	-2	-20	-38	-57	-75
	14%	6	-12	-31	-49	-67
	16%	14	-4	-23	-41	-59
	18%	22	4	-15	-33	-51
	20%	30	12	-7	-25	-43

数据来源: 东北证券测算

**表 11: 公司 2022 年火电业务净利润 (亿元) 与火电标煤单价及煤电利用小时数涨幅相关性**

		火电标煤单价同比涨幅				
		-10%	-5%	0%	5%	10%
煤电利用小时数同比涨幅	-25%	-3	-19	-36	-52	-69
	-20%	4	-14	-31	-48	-66
	-15%	10	-8	-27	-45	-63
	-10%	16	-3	-22	-41	-61
	-5%	23	3	-18	-38	-58

数据来源: 东北证券测算

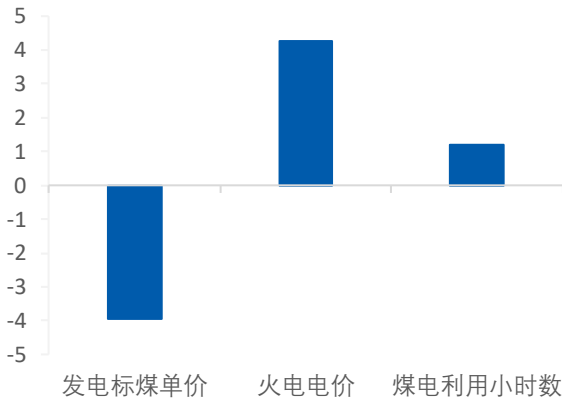
**表 12: 公司 2022 年火电业务净利润 (亿元) 与煤电利用小时数及火电电价涨幅相关性**

		煤电利用小时数同比涨幅				
		-25%	-20%	-15%	-10%	-5%
火电电价同比涨幅	12%	-46	-42	-38	-35	-31
	14%	-39	-35	-31	-26	-22
	16%	-32	-27	-23	-18	-13
	18%	-25	-20	-15	-10	-5
	20%	-18	-12	-7	-1	4

数据来源: 东北证券测算

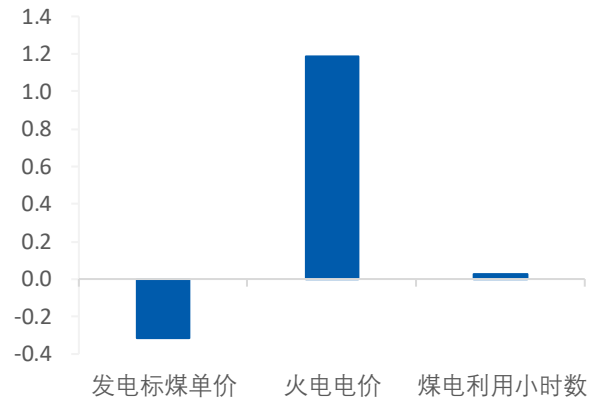


图 78: 主要指标提升 1%时火电净利润增加值 (亿元)



数据来源: Wind, 东北证券

图 79: 主要指标提升 1 个单位时火电净利润增加值 (亿元)



数据来源: Wind, 东北证券

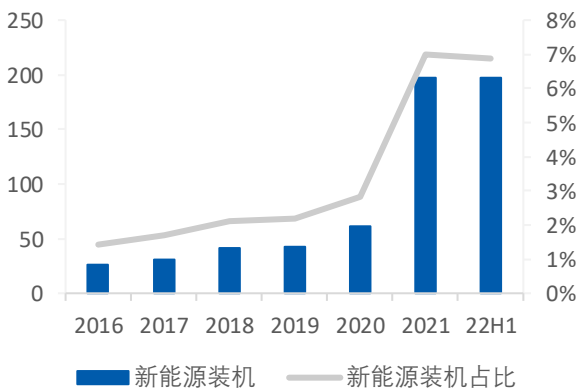
注: 火电标煤单价、火电电价单位为元/吨 (含税)

### 3. 绿电装机快速增长, 海风发展潜力巨大

#### 3.1. 电力结构转型升级, 绿电装机快速增长

**新能源加快发展, 占比迅速提升。**公司近年来加快实施清洁能源转型, 以新能源为代表的清洁能源装机快速提升。2021 年, 公司新增新能源装机 136.5 万千瓦, 是“十三五”新增新能源装机量的 3.44 倍, 投产项目达到 22 个。截至 22H1, 除湛江生物质厂内 0.4 万千瓦光伏发电装机外, 公司控股风电装机 197.04 万千瓦, 新能源装机占总装机量比例为 6.9%, 同比提升 3.4pcts。2021 年, 公司风电全年利用小时数为 2044 小时, 同比增加 11 小时, 高于广东省风电平均利用小时数 167 小时, 风电发电量、上网电量分别为 18.32 和 17.42 亿千瓦时, 同比分别上升 43.24%和 41.97%, 占比分别为 1.65%、1.66%。

图 80: 公司新能源装机量及占比 (万千瓦)



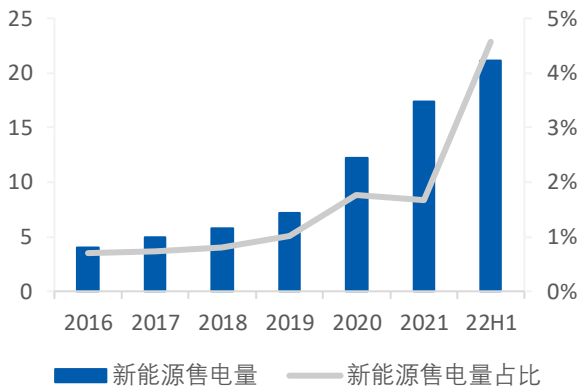
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 81: 公司新能源发电量及占比 (亿千瓦时)



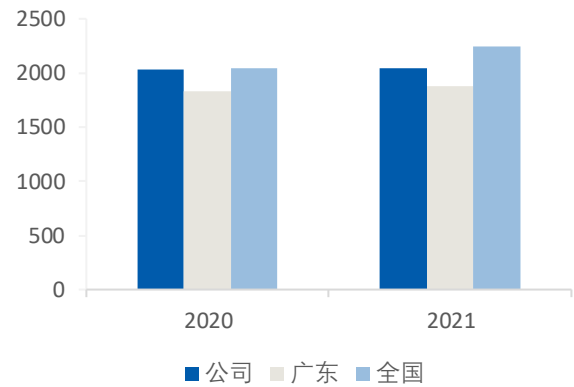
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 82: 公司新能源售电量及占比 (亿千瓦时)



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 83: 公司风电利用小时数对比



数据来源: 公司公告, Wind, 东北证券

**新能源开发立足广东, 布局全国多省。**公司新能源机组主要分布于广东省, 并与新疆、贵州、广西、青海等 4 个省、自治区地方政府分别签订合作框架协议, 在集中式和分布式光伏发电与风电项目开发等方面进行合作。2022 年上半年, 风电发电量 22.15 亿千瓦时, 同比增长 219.46%, 上网电量 21.18 亿千瓦时, 同比增长 224.70%。

表 13: 公司 2021 年新能源项目合作开发协议签订情况

序号	签订日期	项目类型	装机容量 (万千瓦)	总投资 (亿元)	签约政府
1	2021-10-08	光伏	120.00	60.00	青海省海北藏族自治州刚察县
2	2021-09-07	风光	312.30	180.10	贵州省毕节市大方县
3	2021-07-23	光伏	300.00	120.00	青海省黄南藏族自治州
4	2021-06-04	光伏	-	100.00	广西省贺州市
5	2021-05-12	光伏	200.00	100.00	新疆生产建设兵团第三师图木舒克市
6	2021-04-29	风光	-	150.00	贵州省毕节市大方县
7	2021-02-23	风光	200.00	105.00	新疆生产建设兵团第三师图木舒克市

数据来源: 公司公告, 东北证券

表 14: 截至 22H1 末公司已投产新能源项目概况

项目类型	项目名称	装机容量 (万千瓦)	股权比例
风电	珠海金湾海上风电	30.00	85.91%
风电	阳江沙扒海上风电	30.00	91.41%
风电	湛江徐闻新寮海上风电	20.35	100%
风电	湛江徐闻外罗二海上风电	20.00	100%
风电	外罗一海上风电	19.80	100%
风电	揭阳惠来石碑山	10.00	70%
风电	广西武宣	5.00	100%
风电	湖南溆浦太阳山	5.00	100%
风电	湖南通道大高山	5.00	100%
风电	南雄朱安村	4.99	100%
风电	湛江徐闻洋前	4.95	70%
风电	湛江徐闻勇士	4.95	70%

风电	茂名电白热水	4.95	100%
风电	湛江雷州红心楼	4.95	94%
风电	湛江徐闻石板岭	4.95	100%
风电	湛江徐闻曲界	4.95	100%
风电	徐闻五兔山风电	4.95	51%
风电	徐闻灯角楼风电	4.95	51%
风电	平远茅坪	4.80	100%
风电	揭阳惠来海湾石	1.40	90%
风电	汕尾电厂分散式风电	1.08	65%
<b>合计</b>		<b>197.04</b>	<b>90.64%</b>

数据来源：公司公告，东北证券

**表 15: 截至 22H1 末公司在建新能源项目概况**

项目类型	项目名称	装机容量 (万千瓦)	股权比例
风电	阳江青洲二	60	100%
风电	阳江青洲一	40	100%
光伏	新疆瀚海光伏项目	40	100%
光伏	湛江坡头	12	90%
光伏	湛江坡头乾塘	10	100%
光伏	沐津西坡光伏项目	10	100%
光伏	沐洪西坡光伏项目	10	100%
光伏	山西洪洞项目	10	100%
光伏	梅州五华县黄泥寨项目	7	100%
风电	平远泗水	4	100%
光伏	新会分布式光伏项目	0.92	100%
光伏	金秀屋顶光伏项目 (一期)	0.339	100%
光伏	大埔分布式光伏项目	0.18	100%
光伏	云河宝嘉分布式光伏项目	0.12	100%
<b>合计</b>		<b>204.559</b>	<b>99.41%</b>

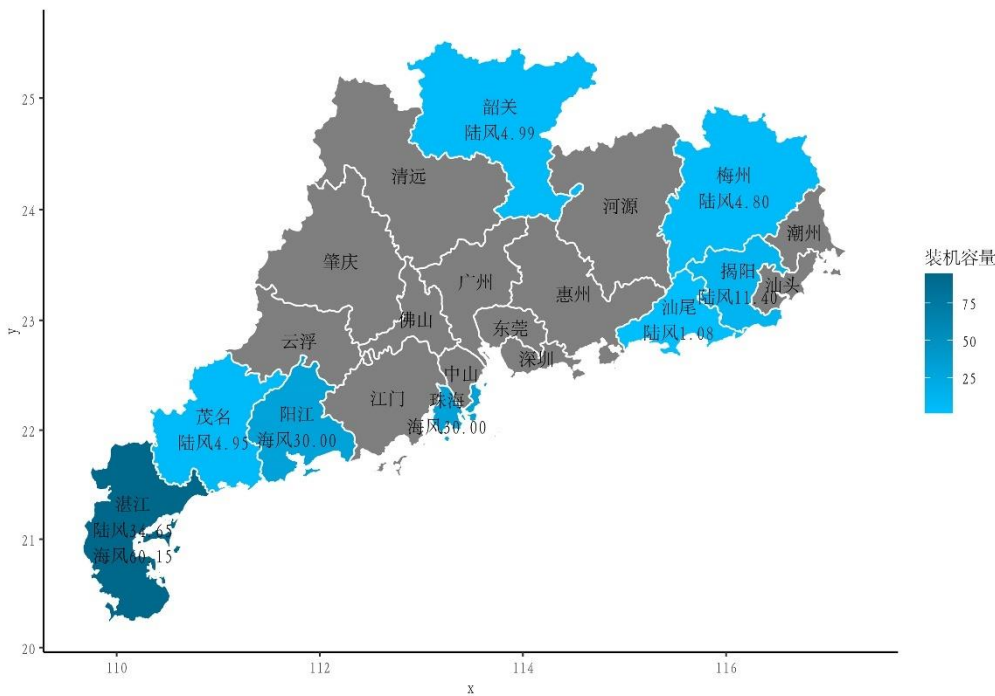
数据来源：公司公告，东北证券

**表 16: 截至 2021 年末公司主要在建新能源项目情况 (万千瓦、亿元)**

项目名称	装机容量	预计总投资	已投资	2022 年预计投资	计划投产时间
平远泗水风电项目	4	3.39	1.27	2.88	2022.6
阳江青洲一海上风电项目	40	68.27	1.28	28.5	2023.12
阳江青洲二海上风电项目	60	102.8	1.94	10.5	2023.12
风电公司湛江坡头光伏项目	10	5	0.49	2.44	2022.11
中粤能源湛江坡头光伏项目	12	6.03	0.59	2.8	2022.12
<b>合计</b>	<b>126</b>	<b>185.49</b>	<b>5.57</b>	<b>47.12</b>	-

数据来源：公司公告，东北证券

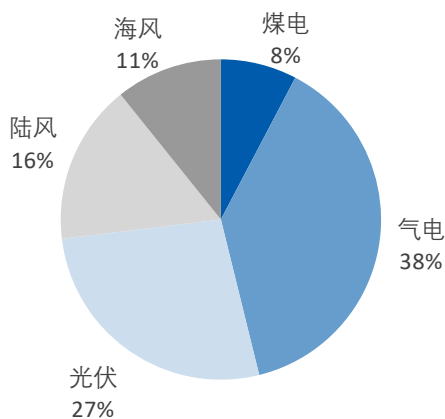
图 84: 公司 22H1 广东省内风电装机分布 (万千瓦)



数据来源: 公司公告, 东北证券

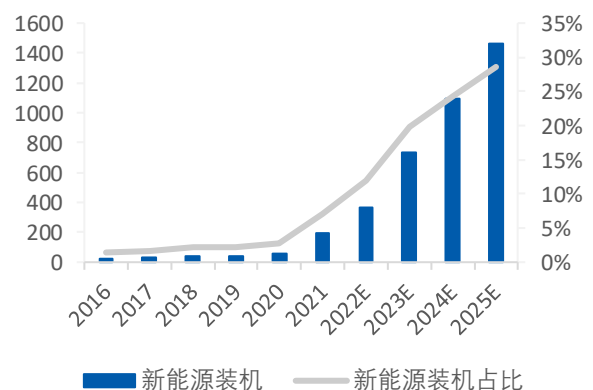
**“十四五”目标明确, 能源结构快速转型。**根据 公司规划, “十四五”期间公司预计新增煤电装机 200 万千瓦、气电装机 1000 万千瓦、新能源装机 1400 万千瓦, 其中风电、光伏各为 700 万千瓦、海上风电 280 万千瓦。据此推算, 公司 2025 年新能源装机占比将达 28.6%, “十四五”期间年均增长 5.39%, 转型速度较快。截至 2020 年 4 月, 公司与各地方政府签署的有关风资源开发协议总计将近 800 万千瓦, 截至 2022 年 9 月, 公司已核准备案的光伏项目规模约 800 万千瓦, 均已超过公司“十四五”规划目标, 预计公司有较大可能性完成新能源装机目标。

图 85: 公司“十四五”新增装机规划分布



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 86: 公司新能源装机量预测情况

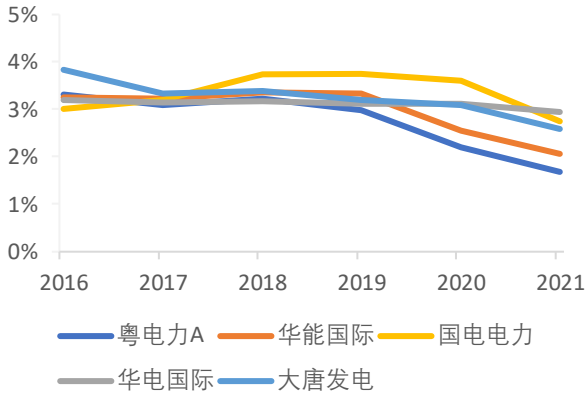


数据来源: 公司公告, 东北证券

**融资成本较低, 现金流较为充足。**电力运营属于资本密集型行业, 初始投资额较高, 一般情况下债务融资额占新能源项目总投资额的 80%, 债务融资成本对项目盈利能力影响较大。公司债务融资成本 (以财务费用除以永续债调整后的有息负债表示) 连

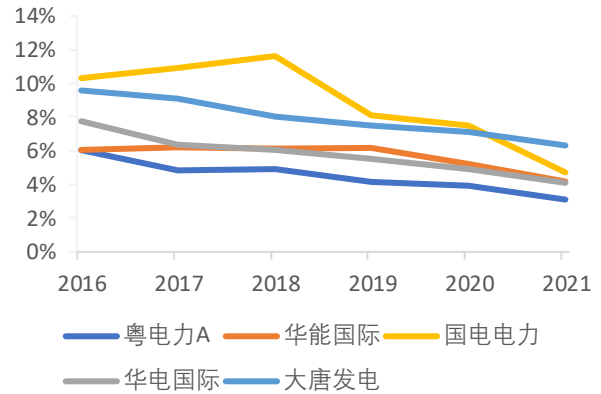
续多年下降，目前已低于全国性主要电力运营商。此外，公司财务费用率也低于全国性主要电力运营商。新能源项目开发一般需要20%的资本金，公司经营活动现金流净额CFO在2020年为62.8亿元，在100%持股且不依赖债务和股权融资的情形下可支撑新建新能源装机约6GW，远高于未来4年平均新增新能源装机3GW。预计在公司火电现金流恢复正常水平之后，公司新能源开发有望顺利进行。

图 87: 可比公司财债务融资成本变化情况



数据来源: Wind, 东北证券

图 88: 可比公司财务费用率变化情况

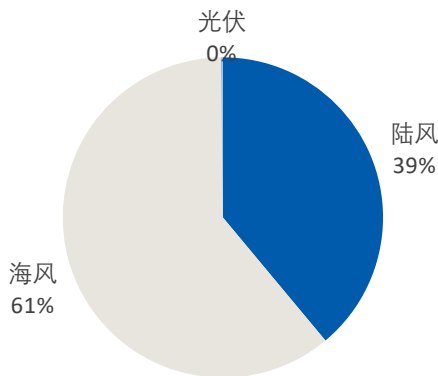


数据来源: Wind, 东北证券

### 3.2. 背靠广东资源丰富，海上风电大有可为

**抢装潮后成本下降，风力发电实现持续增长。**公司目前新能源装机主要为海上风电，截至22H1末，公司已投产新能源装机容量197.44万千瓦，其中海上风电120.15万千瓦，占比达60.85%。由于公司海风装机均于2021年底前投产，因此均可享受国补。此外，公司在建海上风电项目为阳江青洲一、青洲二海上风电场项目、规划装机分别为40、60万千瓦，计划分别于2023、2024年底投产，动态总投资约为171亿元，资本金比例20%。

图 89: 截至22H1末公司在运新能源装机分布



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 90: 公司风电装机量及占比变化情况

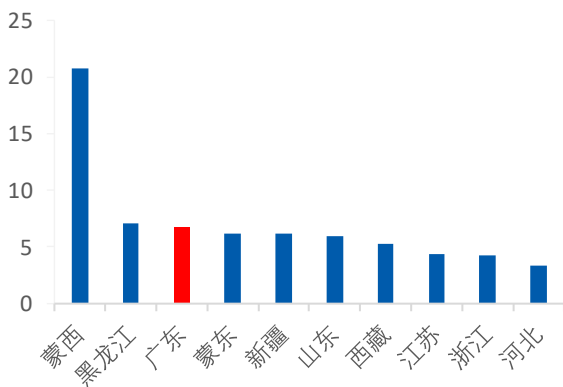


数据来源: 公司公告, 东北证券

**广东海风资源丰富叠加省补，海风发展条件得天独厚。**广东海岸线较长，年平均风速约6-7米/秒，凭借丰富的海风资源，广东风资源技术可开发量高居全国第三，海风资源高居全国第一。截至2021年底，中国海上风电容量达到2535.2万千瓦，其中广东

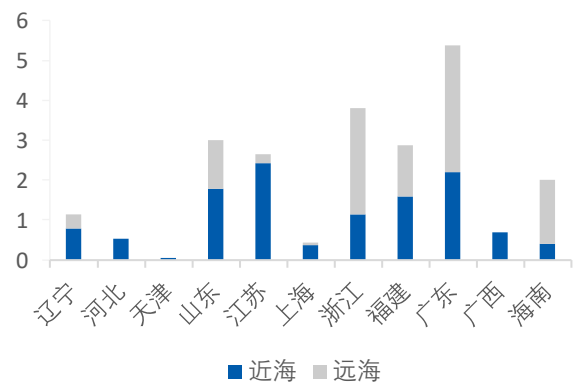
海上风电容量为 624 万千瓦，占比 24.6%；2021 年全国海上风电新增装机容量 1448.2 万千瓦，其中广东新增 288 万千瓦，占比 33.7%，均仅次于江苏。根据规划，广东省“十四五”时期预计新增海风装机约 1700 万千瓦、新增陆风装机约 300 万千瓦、新增光伏装机约 2000 万千瓦，凸显海风发展地位。此外，为支持本身海风发展，广东出台海风补贴方案，对于 2022-2024 年全容量并网项目，分别按照 1500 元/千瓦、1000 元/千瓦、500 元/千瓦的标准给予补贴，公司在建海风项目有望享受补贴，据测算青洲一、青洲二项目 IRR 有望分别提升 0.6、0.3pct。公司作为广东省属最大电力企业，在海风项目竞配中预计具有一定优势，公司海风有望实现更大发展。

图 91: 风资源技术可开发量前 10 省份 (亿千瓦)



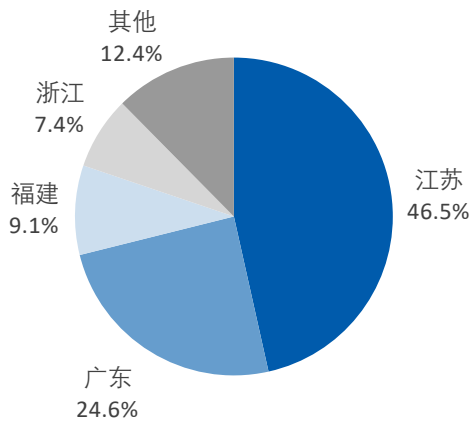
数据来源: CNKI, 东北证券

图 92: 海风资源技术可开发量 (亿千瓦)



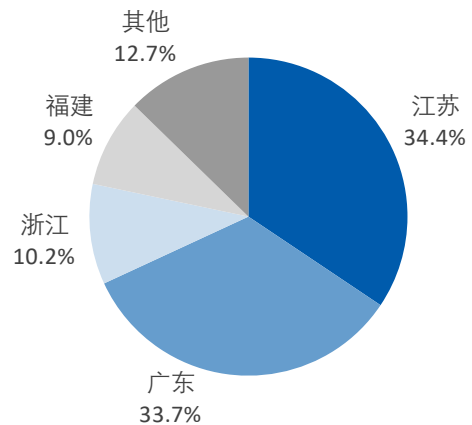
数据来源: CNKI, 东北证券

图 93: 2021 年底全国海风累计装机分布



数据来源: CWEA, 东北证券

图 94: 2021 年全国海风新增装机分布



数据来源: CWEA, 东北证券



**表 17: 全国各省海风补贴方案对比**

省份	补贴年份	补贴标准	燃煤基准价
广东	2022-2024	2022-2024 年全容量并网项目，分别按照 1500 元/千瓦、1000 元/千瓦、500 元/千瓦的标准给予补贴。	0.4630 元/千瓦时
山东	2022-2024	2022—2024 年建成并网的海上风电项目，分别按照 800 元/千瓦、500 元/千瓦、300 元/千瓦的标准给予补贴，补贴规模分别不超过 200 万千瓦、340 万千瓦、160 万千瓦。	0.3949 元/千瓦时
浙江	2022-2023	2022 年、2023 年并网项目，分别按照 0.03 元/千瓦时、0.015 元/千瓦时的标准给予补贴，补贴规模分别为 60 万千瓦、150 万千瓦。补贴期限为 10 年，从项目全容量并网的第二年开始，按照等效年利用小时数 2600 小时进行补贴。	0.4153 元/千瓦时

数据来源：公司公告，东北证券

### 3.3. 盈利预测

装机方面，根据公司 2022 及“十四五”发展规划，保守假设 2022 年新增风电、光伏装机分别为 80、90 万千瓦，2023-2025 年新增风电、光伏分别为 161、203 万千瓦。利用小时数方面，由于去年来风情况较好，今年风资源有较大概率不及去年，但是考虑到公司海风投产进展，以及海风利用小时数高于陆风，假设 2022-2025 年风电利用小时数保持不变；公司光伏装机并不局限于广东省内，因此采用去年全国光伏平均利用小时数 1163 小时。上网电价方面，由于去年底投产新建海风项目享受国补，此外新建项目均不含度电补贴，假设 2022 年风电平均上网电价同比提升 10%，此后每年下降 5%，光伏平均上网电价为全国平均燃煤基准价 0.325 元/度（不含税）。盈利能力方面，随着新能源市场化电量比例提升，假设公司新能源业务毛利率、净利率每年下降 1pct。测算结果显示公司 2022 年新能源业务产生净利润 6.06 亿元，未来 4 年 CAGR 达 74.13%，成长性显著。

**表 18: 公司新能源业务盈利预测**

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
装机量（万千瓦）	197.44	367.44	731.93	1,096.43	1,460.92
发电量（亿千瓦时）	18.32	53.73	95.44	152.04	208.64
售电量（亿千瓦时）	17.42	51.32	91.15	145.21	199.27
毛利率	47%	47%	47%	47%	47%
毛利（亿元）	5.07	15.60	24.52	36.01	46.65
净利率	18%	18%	18%	18%	18%
度电净利润（元）	0.11	0.12	0.10	0.10	0.09
单 GW 净利润（亿元）	2.20	2.14	1.73	1.53	1.42
净利润（亿元）	1.97	6.06	9.52	13.98	18.11

数据来源：东北证券测算

**敏感性分析：**对于新能源发电业务，上网电价、利用小时数、度电成本对于项目的盈利能力影响最为重大。根据测算可知，在成本不变的前提下，公司风电、光伏上网电价每提升 1%，度电毛利分别提升 6 厘、3 厘，毛利率分别提升 0.5、0.5pct；公司风电、光伏利用小时数每提升 1%，度电毛利分别提升 3 厘、2 厘，毛利率分别提升 0.5、0.5pct。在营收不变的前提下，风电、光伏成本每降低 1%，度电毛利分别提升 3 厘、2 厘，毛利率分别提升 0.5、0.5pct。

**表 19: 公司 2022 年风电业务度电毛利 (元/度) 与风电上网电价及利用小时数涨幅相关性**

		公司风电上网电价同比涨幅				
		-10%	-5%	0%	5%	10%
公司风电利用小时数相对 2021 年全国平均光伏利用小时数涨幅	-10%	0.19	0.22	0.25	0.28	0.31
	-5%	0.21	0.24	0.27	0.30	0.33
	0%	0.23	0.26	0.29	0.32	0.35
	5%	0.24	0.27	0.30	0.34	0.37
	10%	0.26	0.29	0.32	0.35	0.38

数据来源: 东北证券测算

**表 20: 公司 2022 年风电业务毛利率与风电上网电价及利用小时数涨幅相关性**

		公司风电上网电价相对全国燃煤基准价涨幅				
		-10%	-5%	0%	5%	10%
公司风电利用小时数相对 2021 年全国平均光伏利用小时数涨幅	-10%	34%	38%	41%	43%	46%
	-5%	38%	41%	44%	46%	49%
	0%	41%	44%	47%	49%	51%
	5%	43%	46%	49%	52%	54%
	10%	46%	49%	51%	54%	56%

数据来源: 东北证券测算

**表 21: 公司 2022 年光伏业务度电毛利 (元/度) 与光伏上网电价及利用小时数涨幅相关性**

		公司光伏上网电价相对全国燃煤基准价涨幅				
		-10%	-5%	0%	5%	10%
公司光伏利用小时数相对 2021 年全国平均光伏利用小时数涨幅	-10%	0.10	0.11	0.13	0.15	0.16
	-5%	0.11	0.12	0.14	0.16	0.17
	0%	0.12	0.13	0.15	0.17	0.18
	5%	0.13	0.14	0.16	0.17	0.19
	10%	0.13	0.15	0.17	0.18	0.20

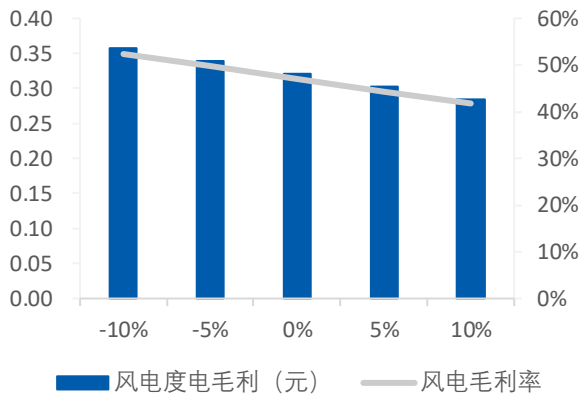
数据来源: 东北证券测算

**表 22: 公司 2022 年光伏业务毛利率与光伏上网电价及利用小时数涨幅相关性**

		公司光伏上网电价相对全国燃煤基准价涨幅				
		-10%	-5%	0%	5%	10%
公司光伏利用小时数相对 2021 年全国平均光伏利用小时数涨幅	-10%	33%	37%	40%	43%	46%
	-5%	37%	40%	43%	46%	48%
	0%	40%	43%	46%	49%	51%
	5%	43%	46%	49%	51%	53%
	10%	46%	48%	51%	53%	55%

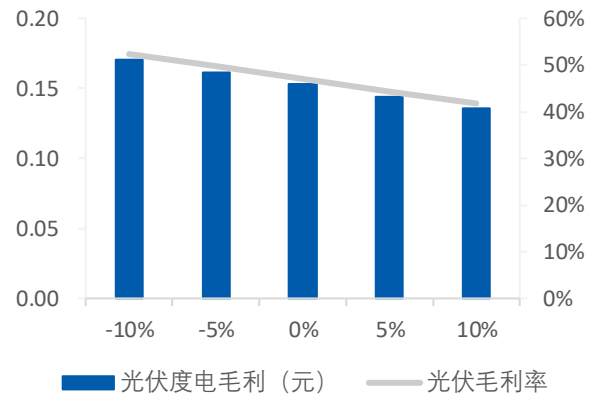
数据来源: 东北证券测算

图 95: 2022 年风电毛利、毛利率与风电度电成本涨幅相关性



数据来源: 东北证券测算

图 96: 2022 年光伏毛利、毛利率与光伏度电成本涨幅相关性



数据来源: 东北证券测算

#### 4. 风险提示

电煤供需关系持续紧张，国内煤炭产量释放进度不及预期，电煤中长期合同履约率及价格不及预期，国际局势复杂多变，海外煤价、气价持续上涨或维持高位，将导致公司燃料成本降幅不达预期；全国特别是广东疫情反复，第二、第三产业用电量同比下滑，广东气温低于往年，将导致公司火电售电量、售电价格及营收增速低于预期；新能源项目成本居高不下，项目开工难度加大，弃风弃光率回升，平均上网电价低于中长期合同电价或燃煤基准价，配储要求提高，将影响新能源项目收益率。

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	8,105	7,338	7,974	8,156
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	7,031	7,082	7,109	7,171
存货	2,999	2,689	2,780	2,893
其他流动资产	4,745	3,614	3,751	3,875
<b>流动资产合计</b>	<b>22,880</b>	<b>20,722</b>	<b>21,614</b>	<b>22,094</b>
可供出售金融资产				
长期投资净额	8,072	8,750	9,488	10,212
固定资产	56,943	64,372	71,327	77,848
无形资产	2,659	2,873	3,078	3,270
商誉	140	140	140	140
<b>非流动资产合计</b>	<b>91,391</b>	<b>98,650</b>	<b>105,659</b>	<b>112,347</b>
<b>资产总计</b>	<b>114,271</b>	<b>119,373</b>	<b>127,273</b>	<b>134,441</b>
短期借款	12,360	13,371	14,180	14,827
应付款项	8,535	5,671	5,691	5,856
预收款项	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	3,698	3,735	3,772	3,810
<b>流动负债合计</b>	<b>37,752</b>	<b>38,311</b>	<b>41,234</b>	<b>44,781</b>
长期借款	28,941	33,151	35,257	35,888
其他长期负债	14,833	15,143	15,453	15,763
<b>长期负债合计</b>	<b>43,774</b>	<b>48,295</b>	<b>50,710</b>	<b>51,651</b>
<b>负债合计</b>	<b>81,526</b>	<b>86,606</b>	<b>91,944</b>	<b>96,432</b>
归属于母公司股东权益合计	23,185	23,200	24,927	26,398
少数股东权益	9,561	9,567	10,402	11,611
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>114,271</b>	<b>119,373</b>	<b>127,273</b>	<b>134,441</b>

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>44,167</b>	<b>50,602</b>	<b>52,455</b>	<b>57,374</b>
营业成本	46,815	47,384	45,563	48,722
营业税金及附加	294	303	353	371
资产减值损失	-29	-29	-29	-29
销售费用	65	80	83	89
管理费用	1,101	1,123	1,283	1,404
财务费用	1,371	1,890	2,055	2,130
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	834	1,063	1,102	1,133
<b>营业利润</b>	<b>-5,024</b>	<b>24</b>	<b>3,331</b>	<b>4,820</b>
营业外收支净额	-32	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>-5,056</b>	<b>24</b>	<b>3,331</b>	<b>4,820</b>
所得税	-584	3	769	1,447
净利润	-4,473	21	2,562	3,373
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>-3,148</b>	<b>15</b>	<b>1,727</b>	<b>2,164</b>
少数股东损益	-1,325	6	835	1,209

资料来源：东北证券

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>净利润</b>	<b>-4,473</b>	<b>21</b>	<b>2,562</b>	<b>3,373</b>
资产减值准备	51	29	29	29
折旧及摊销	4,298	4,560	4,870	5,176
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	1,501	2,012	2,165	2,250
投资损失	-834	-1,063	-1,102	-1,133
运营资本变动	-399	902	1,821	2,564
其他	-185	-101	-105	-115
<b>经营活动净现金流量</b>	<b>-40</b>	<b>6,361</b>	<b>10,242</b>	<b>12,145</b>
<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-9,131</b>	<b>-10,684</b>	<b>-10,701</b>	<b>-10,647</b>
<b>融资活动净现金流量</b>	<b>7,790</b>	<b>3,556</b>	<b>1,096</b>	<b>-1,316</b>
<b>企业自由现金流</b>	<b>-9,220</b>	<b>-4,795</b>	<b>-1,015</b>	<b>819</b>

财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
每股收益 (元)				
每股净资产 (元)	-0.60	0.00	0.33	0.41
每股经营性现金流量	4.42	4.42	4.75	5.03
<b>成长性指标</b>	<b>-0.01</b>	<b>1.21</b>	<b>1.95</b>	<b>2.31</b>
营业收入增长率				
净利润增长率	31.4	14.6	3.7	9.4
<b>盈利能力指标</b>	<b>-253.3</b>	<b>100.5</b>	<b>11488.2</b>	<b>25.3</b>
毛利率				
净利润率	-6.0	6.4	13.1	15.1
<b>运营效率指标</b>	<b>-7.1</b>	<b>0.0</b>	<b>3.3</b>	<b>3.8</b>
应收账款周转天数				
存货周转天数	50.20	50.20	48.69	44.80
<b>偿债能力指标</b>	<b>18.01</b>	<b>21.61</b>	<b>21.61</b>	<b>20.96</b>
资产负债率				
流动比率	71.3	72.6	72.2	71.7
速动比率	0.61	0.54	0.52	0.49
<b>费用率指标</b>	<b>0.47</b>	<b>0.41</b>	<b>0.40</b>	<b>0.37</b>
销售费用率				
管理费用率	0.1	0.2	0.2	0.2
财务费用率	2.5	2.2	2.4	2.4
<b>分红指标</b>	<b>3.1</b>	<b>3.7</b>	<b>3.9</b>	<b>3.7</b>
分红比例				
股息收益率	0.0	0.0	0.0	2.3
<b>估值指标</b>	<b>—</b>	<b>2,011.55</b>	<b>17.36</b>	<b>13.85</b>
P/E (倍)				
P/B (倍)	1.39	1.29	1.20	1.14
P/S (倍)	0.68	0.59	0.57	0.52
净资产收益率	-13.6	0.1	6.9	8.2

**研究团队简介:**

笪佳敏: 上海交通大学工业工程硕士, 南京大学工业工程本科, 现任东北证券中小盘行业首席分析师。曾任上海通用汽车动力总成新项目部工程师, 宏源证券研究所研究员。2014 年以来具有 6 年证券研究从业经历, 2017 年金牛分析师第 4 名, 多年深厚的产业跟踪和研究经验, 重点覆盖新能源车、电子等领域。

岳挺: 宾夕法尼亚大学博士, 清华大学能源与动力工程本科, CFA、FRM, 2020 年加入东北证券, 现任中小盘及新能源车研究员。曾任工业和信息化部中国电子信息产业发展研究院研究员, 具有法律职业资格, 享受深圳市海外高层次人才(孔雀计划)奖励补贴。

**重要声明**

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准:  A 股市场以沪深 300 指数为市场基准, 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)为市场基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准; 美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场基准。	



东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

**机构销售联系方式**

姓名	办公电话	手机	邮箱
<b>公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
阮敏 (总监)	021-61001986	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-61001803	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-61001965	18221628116	qijian@nesc.cn
李瑞暄	021-61001802	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-61001827	18516728369	zhoujq@nesc.cn
周之斌	021-61002073	18054655039	zhouzb@nesc.cn
陈梓佳	021-61001887	19512360962	chen_zj@nesc.cn
孙乔容若	021-61001986	19921892769	sunqr@nesc.cn
屠诚	021-61001986	13120615210	tucheng@nesc.cn
康杭	021-61001986	18815275517	kangh@nesc.cn
丁园	021-61001986	19514638854	dingyuan@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
吕奕伟	010-58034553	15533699982	lyyw@nesc.com
孙伟豪	010-58034553	18811582591	sunwh@nesc.cn
闫琳	010-58034555	17862705380	yanlin@nesc.cn
陈思	010-58034553	18388039903	chen_si@nesc.cn
徐鹏程	010-58034553	18210496816	xupc@nesc.cn
张煜苑	010-58034553	13701150680	zhangyy2@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wanguan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
邓璐璘	0755-33975865	15828528907	dengl@nesc.cn
戴智睿	0755-33975865	15503411110	dairz@nesc.cn
王熙然	0755-33975865	13266512936	wangxr_7561@nesc.cn
阳晶晶	0755-33975865	18565707197	yang_jj@nesc.cn
张楠淇	0755-33975865	13823218716	zhangnq@nesc.cn
王若舟	0755-33975865	17720152425	wangrz@nesc.cn
<b>非公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
李茵茵 (总监)	021-61002151	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-61002136	15618139803	dujianchen@nesc.cn
王天鹤	021-61002152	19512216027	wangtg@nesc.cn
王家豪	021-61002135	18258963370	wangjiahao@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimk@nesc.cn
刘刚	021-61002151	18817570273	liugang@nesc.cn
曹李阳	021-61002151	13506279099	caoly@nesc.cn
曲林峰	021-61002151	18717828970	qulf@nesc.cn