

2022年05月25日

晋控电力 (000767.SZ)

汾水河畔“风光”好，绿电新舟待远航

■漳泽电力更名晋控电力，绿电转型初现成效：晋控电力前身为漳泽电力，2020年山西省推动能源革命综合改革试点，组建包含煤炭、电力、装备三大业务板块的晋能控股集团，之后公司更名为晋控电力，成为山西省属电力上市平台。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。根据公司2021年年报，公司力争“十四五”末清洁能源占比达到50%以上，提升空间较大。

■国企改革三年行动进入收官年，新能源高景气度加速资产重组：《国企改革三年行动方案(2020-2022年)》于2020年6月发布，2022年是国企改革冲刺阶段的收官年。国企改革三年行动方案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。对于新能源发电上市公司的发展来看，除了依靠自身的造血能力和二级市场再融资获得项目投资的资本金之外，风电光伏项目在集团层面培育后注入上市公司也是一种重要的成长路径。国企改革叠加行业高景气度，新能源资产重组有望加速。省属国企也是新能源发展的主力军之一，优质省属新能源平台将集全省之力打造，内生增长和集团培育双轮驱动，成长确定性高。

■山西国改快步向前，绿电新星雏形初现：2020年，山西省在国改背景下，组建了晋能控股集团，同煤集团更名为晋能控股煤业集团，晋能集团更名为晋能控股电力集团，晋煤集团更名为晋能控股装备制造集团，分别成为晋能控股集团的煤炭、电力、装备三大业务的实施主体和资产整合平台。据公司公告及证券日报披露，晋控电力“十四五”规划清洁能源装机占比达到50%以上，新能源装机容量目标达到14GW；同时集团内兄弟公司晋能控股电力集团在其债券募集报告中披露，“十四五”规划新能源装机容量达到20GW；积极且明确的绿电转型目标制定，又一绿电新星雏形初现。

■投资建议：我们预计公司2022年-2024年的收入分别为186.22亿元、206.87亿元、211.44亿元，增速分别为21.9%、11.1%、2.2%，净利润分别为2.07、2.70、3.37亿元，增速分别为5296.2%、30.5%、24.6%；首次给予买入-A的投资评级，6个月目标价为3.70元。

■风险提示：风电光伏项目获取和建设进度不及预期；煤价持续维持高

公司深度分析

证券研究报告

火电

投资评级 买入-A

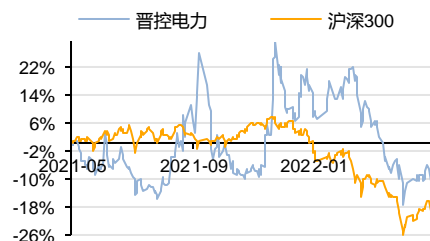
首次评级

6个月目标价：3.70元
 股价(2022-05-24) 3.05元

交易数据

总市值(百万元)	9,384.67
流通市值(百万元)	8,882.34
总股本(百万股)	3,076.94
流通股本(百万股)	2,912.24
12个月价格区间	2.81/4.41元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.12	-7.01	5.64
绝对收益	-4.69	-22.78	-12.1

邵琳琳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513080002
 shaoli@essence.com.cn
 021-35082107

周喆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521060003
 zhouzhe@essence.com.cn
 021-35082029

朱心怡

报告联系人

zhuxy@essence.com.cn

相关报告

位；疫情反复下用电需求下降风险；集团资产重组不及预期风险。

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	11,687.5	15,274.8	18,622.4	20,686.6	21,143.7
净利润	226.0	3.8	207.3	270.4	336.8
每股收益(元)	0.07	0.00	0.07	0.09	0.11
每股净资产(元)	2.68	2.98	2.56	2.65	2.76
盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	41.5	2,443.5	45.3	34.7	27.9
市净率(倍)	1.1	1.0	1.2	1.2	1.1
净利润率	1.9%	0.0%	1.1%	1.3%	1.6%
净资产收益率	2.7%	0.0%	2.6%	3.3%	4.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	4.6%	-59.3%	4.5%	5.0%	5.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 山西省属电力上市平台，由火电向绿电转型.....	4
2. 国企改革三年行动进入收官年，新能源高景气度加速资产重组.....	7
2.1. 国企改革三年行动进入收官年，资产重组为改革重点方向.....	7
2.2. 新能源发电行业引来高速发展期.....	8
2.3. 国企改革叠加行业高景气度，优质新能源资产注入大势所趋.....	9
2.4. 省属国企将成为新能源发电行业主力军之一.....	10
3. 山西国改快步向前，绿电新星雏形初现.....	12
3.1. 山西国改快步向前，“晋能控股集团”应运而生.....	12
3.2. 国改持续推进，电力资产重组仍在途中.....	13
3.3. 壮志雄心，绿电新星雏形显现.....	14
3.4. 山西风光资源优渥，“煤、火、风、光”一体化优势凸显.....	15
4. 投资建议.....	16
5. 风险提示.....	16

图表目录

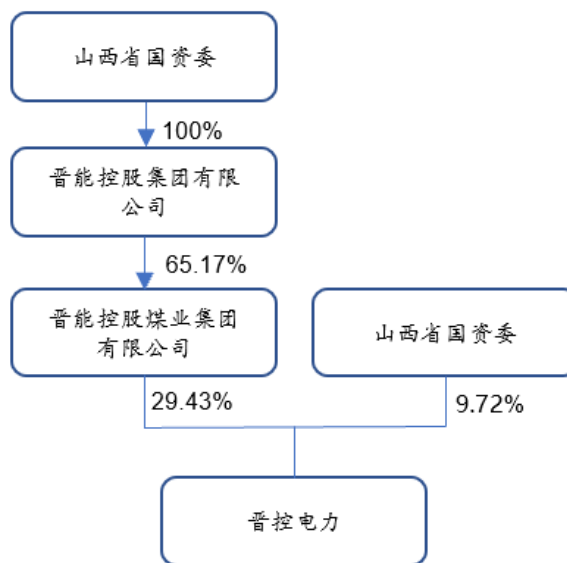
图 1: 晋控电力股权结构图.....	4
图 2: 截至 2021 年底晋控电力装机构成.....	4
图 3: 晋控电力历年发电量 (亿 kWh)	5
图 4: 公司历年营业收入 (亿元)	5
图 5: 公司历年归母净利润 (亿元)	5
图 6: 公司历年资产负债率.....	6
图 7: 2021 年不同发电公司利息费用/带息负债对比.....	6
图 8: 2021 年不同发电公司财务费用率对比.....	7
图 9: 我国风电累计装机容量及同比增速.....	8
图 10: 我国光伏累计装机容量及同比增速.....	8
图 11: 各省“十四五”风电光伏装机规划 (万千瓦)	9
图 12: 我国历年风电和光伏电源投资规模 (亿元)	9
图 13: 晋能控股集团电力资产架构.....	13
图 14: 晋控煤业历年归母净利润 (亿元)	16
图 15: 晋控煤业历年经营性现金流 (亿元)	16
表 1: 公司历年主营电力业务的收入和毛利 (亿元)	5
表 2: 2020 年以来 A 股电力板块资产注入案例.....	10
表 3: 2021 年部分省份项目竞配打分要点.....	10
表 4: 各新能源运营企业融资成本对比.....	10
表 5: 各省属能源 (投资) 集团及旗下相关电力/新能源发电上市公司梳理.....	12
表 6: 截至 2021 年 3 月晋能控股电力集团传统发电业务概况.....	13
表 7: 晋控集团、晋控电力集团、晋控电力装机及规划梳理.....	14

1. 山西省属电力上市平台，由火电向绿电转型

晋控电力前身为漳泽电力，1997年6月在深交所上市。2012年12月，按照山西省转型跨越发展的总体部署，同煤集团重组漳泽电力，实现煤电一体化资源整合的先河，同煤集团电力板块实现了成功上市。2020年10月，山西省深入推进能源革命综合改革试点，联合重组同煤集团、晋煤集团、晋能集团，成立晋能控股集团后，公司从漳泽电力更名为晋控电力，也成为山西省属电力上市平台。

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。截至2022年一季度，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。

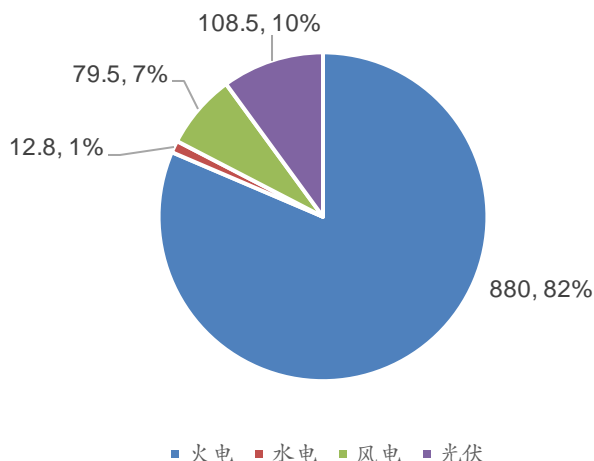
图 1：晋控电力股权结构图



资料来源：Wind，安信证券研究中心

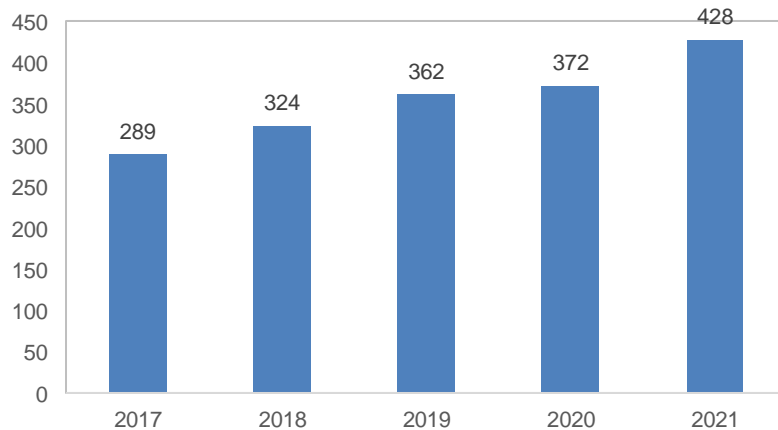
公司发电装机以火电为主，转型绿电初见成效。截至2021年底，公司在运发电机组总装机容量1080.8万千瓦，其中，火电880万千瓦，水电12.8万千瓦，新能源188万千瓦。公司清洁能源装机占比达到总装机的18.58%，其中光伏108.5万千瓦，风电79.5万千瓦。

图 2：截至 2021 年底晋控电力装机构成



资料来源：Wind，安信证券研究中心

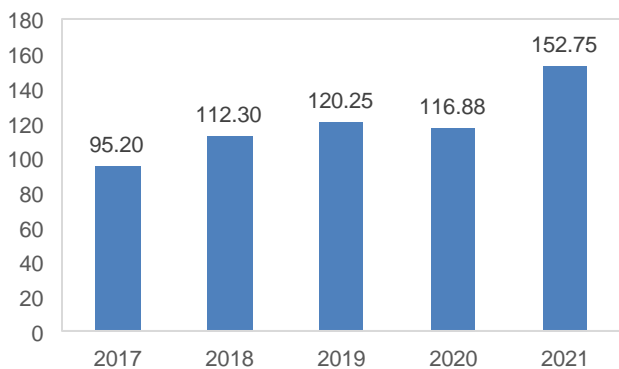
图 3：晋控电力历年发电量（亿 kWh）



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

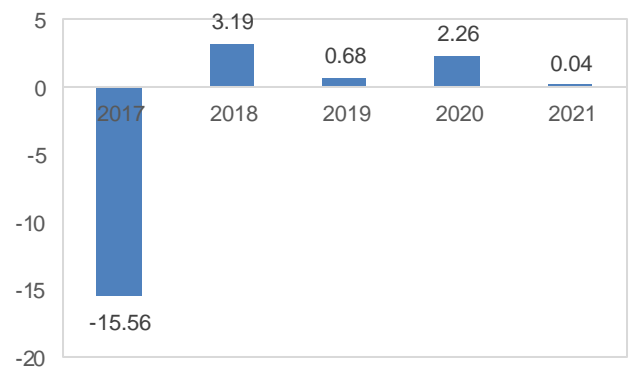
公司收入整体呈上升趋势，但归母净利润波动较大。近年来，随着公司装机规模不断提升，发电量也呈现逐年增长的趋势，从而带动公司收入整体呈上升趋势，但由于公司火电装机占比高，历年煤价的波动带来成本端的变化，致使公司归母净利润波动较大。2021 年公司归母净利润出现较大幅度下滑，主要由于 2021 年下半年以来煤价出现历史级别大幅度上涨，2022 年由于煤炭保供限价政策持续推进，叠加用煤淡季到来，煤价已步入下行通道，同时根据国家电网披露的各省电网代理购电价格，2022 年市场化电价实现上浮，今年公司火电板块业绩有望实现反弹。

图 4：公司历年营业收入（亿元）



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图 5：公司历年归母净利润（亿元）



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

公司主营业务主要为热电和新能源发电。从收入端来看，热电业务对公司的收入贡献较大，2021 年，公司热电业务收入 112.22 亿元，占总收入的 73.5%；风电和光伏发电业务收入分别为 8.2 亿元和 10.61 亿元，合计占总收入的 12.3%。从毛利端来看，风电和光伏发电业务的毛利持续稳定增长，2021 年，风电和光伏发电业务毛利分别为 5.08 亿元和 5.52 亿元，合计占总毛利的 43.9%；受制于高煤价对火电成本端的压力，2021 年，热电业务对公司毛利贡献较小。

表 1：公司历年主营电力业务的收入和毛利（亿元）

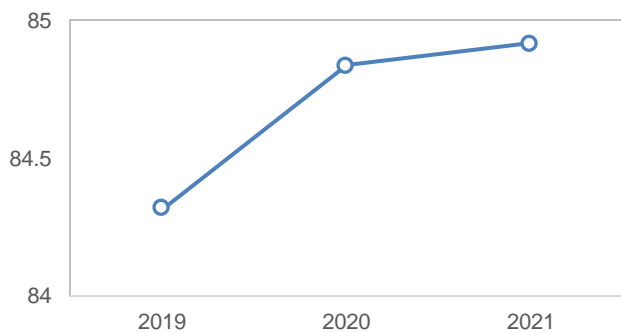
单位：亿元	2017	2018	2019	2020	2021
营业收入					

热电	71.41	83.08	92.63	88.33	112.22
光伏	3.23	6.12	10.51	10.88	10.61
风电	2.00	3.32	3.65	4.92	8.20
水电					1.70
毛利					
热电	-13.5	-2.0	8.3	10.5	2.5
光伏	1.63	3.30	5.80	6.25	5.52
风电	1.36	2.15	2.26	3.17	5.08
水电					0.61

资料来源：Wind，安信证券研究中心

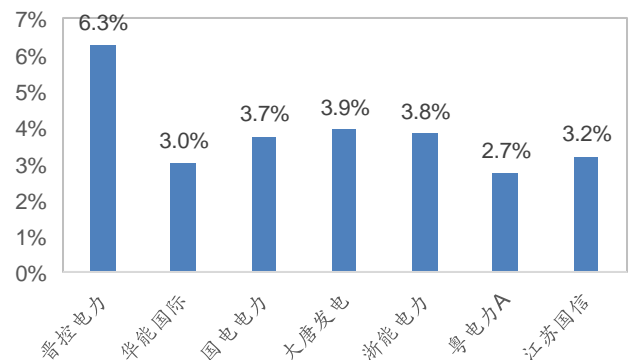
公司盈利能力受制于财务费用率偏高。从历年归母净利润的绝对体量来看，公司当前盈利能力相对偏弱，我们对公司的利润表整体分析，认为主要是受制于公司资产负债率和融资成本偏高，最终导致公司的财务费用率远高于同行业，拉低了公司的净利润率。公司过去几年资产负债率一直维持高位，2021年，公司资产负债率高达84.91%；公司的融资成本也远高于主要电力央企（华能国际、国电电力、大唐发电）以及主要地方电力国企（浙能电力、粤电力A、江苏国信）。两方面原因导致公司财务费用率偏高，2019-2021年，公司财务费用率分别14.22%、15.11%、11.89%，远高于同类型公司，因而对公司净利润产生较大的侵蚀。若未来公司能在资产负债率和融资成本上优化控制，则不排除存量资产存在净利润率提升的可能性。

图 6：公司历年资产负债率



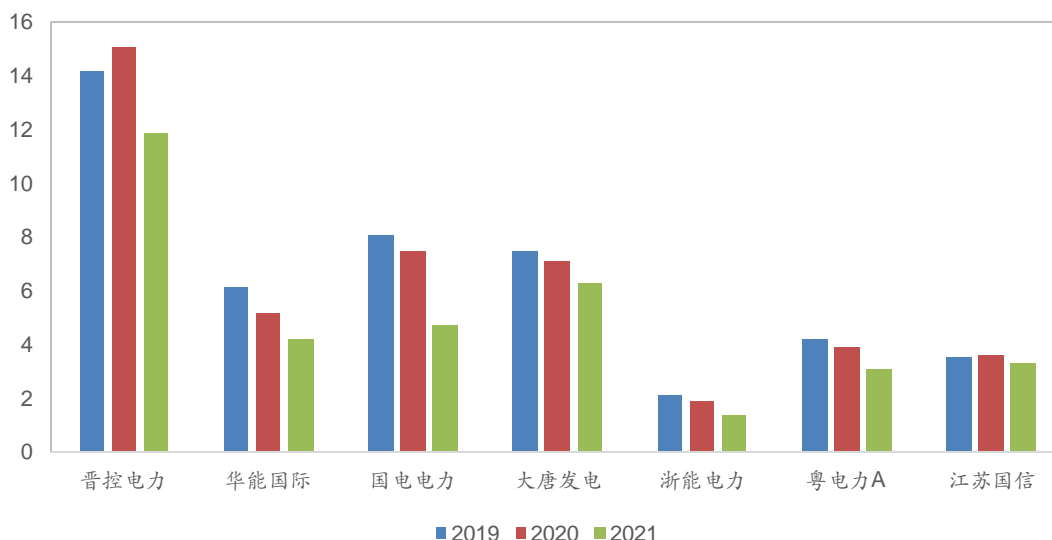
资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图 7：2021 年不同发电公司利息费用/带息负债对比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 8：2021 年不同发电公司财务费用率对比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

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. 国企改革三年行动进入收官年，新能源高景气度加速资产重组

2.1. 国企改革三年行动进入收官年，资产重组为改革重点方向

国企改革三年行动进入收官年。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。

国企改革三年行动聚焦八个方面的重点任务，包括：

- 1) 完善中国特色现代企业制度，坚持“两个一以贯之”，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，发展实体经济，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，也由此提高效率。
- 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。

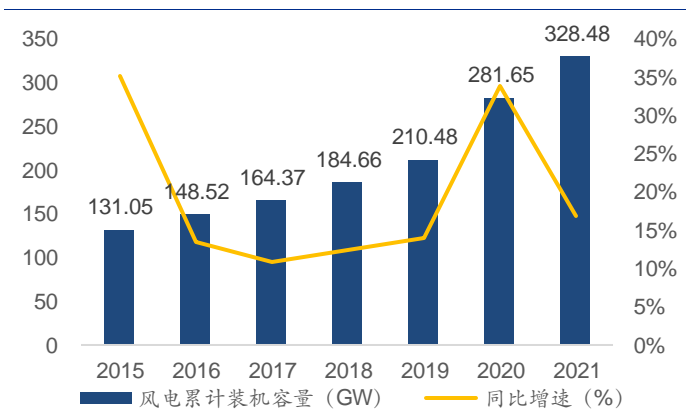
8) 加强国有企业党的领导党的建设, 推动党建工作与企业的生产经营深度融合。

国有资本布局优化引领上市央企、国企资产优化资产质量。国企改革三年行动方案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。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”提出要做强做精主责主业, 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。我们认为在国改背景下, 电力国企改革有望提速, 资产重组有望成为电力改革的重点方向。

2.2. 新能源发电行业引来高速发展期

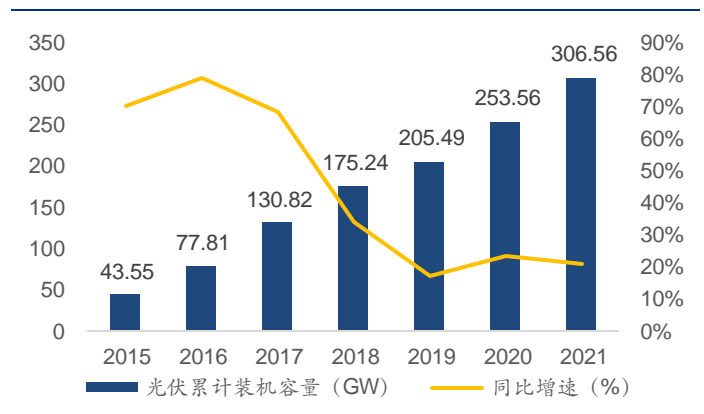
清洁化、低碳化一直是电力行业发展的趋势, 十三五期间, 我国在新能源发电领域实现较大突破。根据中电联数据, 我国风电装机容量由2015年的131.05 GW增长至2021年的328.48GW, 年复合增速16.5%, 占电力总装机容量的13.8%; 光伏装机容量由2015年的43.55GW增长至2021年的306.56GW, 年复合增速38.4%, 占总装机容量的12.9%。2021年, 我国风电发电量达到6556亿kWh, 占总发电量的7.8%; 太阳能发电量达到3270亿kWh, 占总发电量的3.9%。

图 9: 我国风电累计装机容量及同比增速



资料来源: 中电联, 安信证券研究中心

图 10: 我国光伏累计装机容量及同比增速

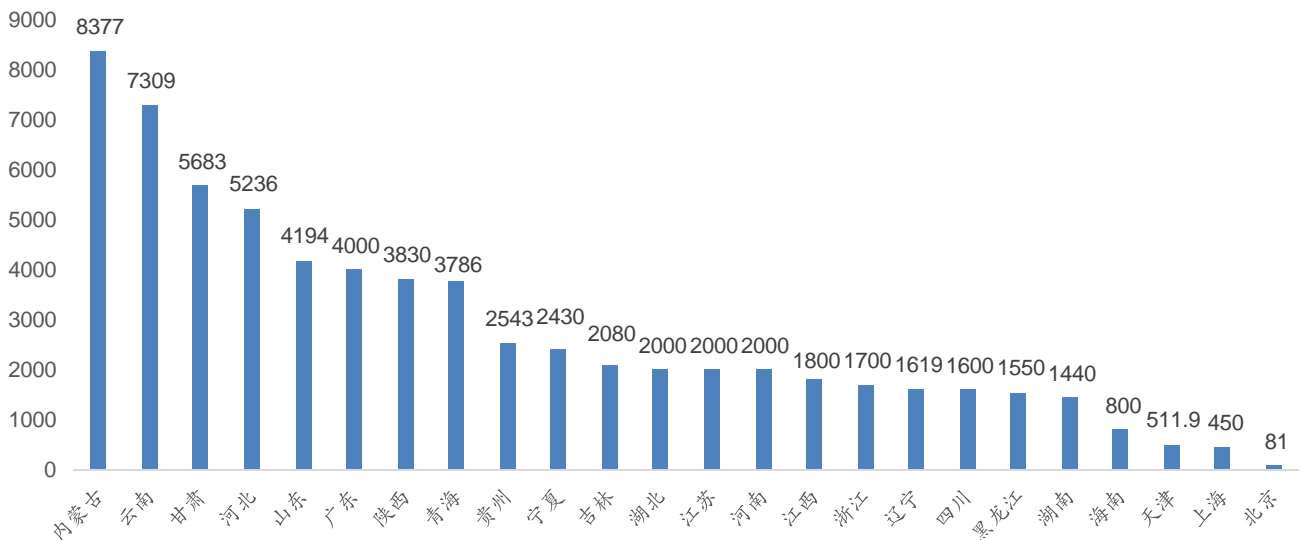


资料来源: 中电联, 安信证券研究中心

“双碳”政策驱动下新能源投产节奏加快, 国家、省级十四五新能源装机规划已陆续落地。习总书记在2020年9月在联合国大会上发表讲话提出“2030年碳达峰、2060年碳中和”目标以后, 我国新能源发电行业发展进一步加速, “双碳”相关政策频出, 国家和省级新能源十四五装机规划陆续落地:

- 1) 从国家层面看, 国务院印发的《2030年前碳达峰行动方案通知》要求2030年风电、太阳能装机容量达到12亿千瓦以上。
- 2) 从地方层面看, 截至目前已有28省份陆续出台了详细的新能源“十四五”装机规划, 我们通过参考各省出台的“十四五”能源发展规划及其他相关政策以及全国新能源消纳监测预警中心所统计的2020年底各省风电光伏装机容量推测, “十四五”期间风电、光伏合计规划新增量将达到6.7亿千瓦。

图 11: 各省“十四五”风电光伏装机规划 (万千瓦)

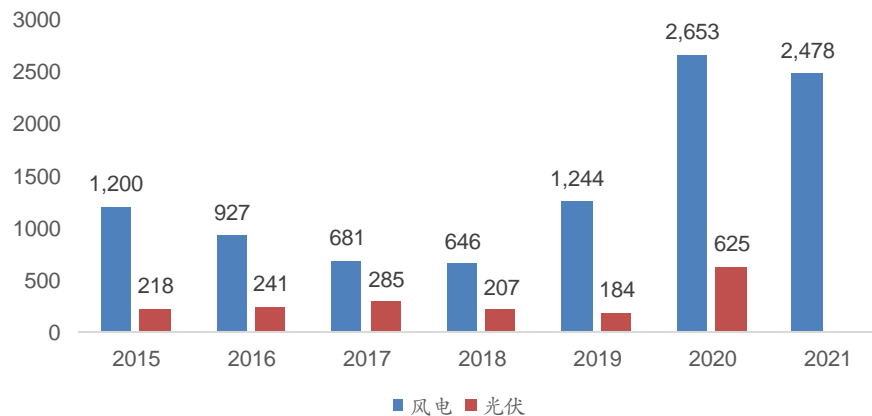


资料来源: 各省人民政府官网、全国新能源消纳监测预警中心, 安信证券研究中心

2.3. 国企改革叠加行业高景气度, 优质新能源资产注入大势所趋

风电、光伏发电属于重资产投资项目, 其典型特征是无燃料成本、运维成本较低但前期项目投资规模较大。近年来, 在风电和光伏装机快速提升的背景下, 我国风电和光伏发电电源投资规模持续维持高位。据中电联数据, 2020 年和 2021 年, 我国风电投资总额分别达到 2653 亿元和 2478 亿元。

图 12: 我国历年风电和光伏电源投资规模 (亿元)



资料来源: 中电联, 安信证券研究中心

资本是新能源发电行业发展的最重要的要素之一。对于新能源发电上市公司, 除了依靠自身的造血能力和二级市场再融资获得项目投资的资本金实现内生发展之外, 风电和光伏发电项目在集团层面培育后注入也是上市公司的重要成长路径之一。国企改革三年行动方案也要求对国有资产进行优化配置, 加大优质资产注入上市公司力度。在国企改革和新能源发电高景气度双重刺激下, 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。

表 2：2020 年以来 A 股电力板块资产注入案例

公司代码	公司简称	收购对象名称	资产注入方案发布时间	注入资产
600821.SH	金开新能	国开新能源	2020 年 6 月 5 日	新能源发电资产
000966.SZ	长源电力	国电湖北电力	2020 年 12 月 25 日	水电、热电联产机组
603693.SH	江苏新能	大唐滨海	2021 年 9 月 4 日	海上风电资产
000537.SZ	广宇发展	鲁能新能源	2021 年 9 月 6 日	新能源发电资产
600995.SH	文山电力	南方电网调峰调频公司	2021 年 10 月 16 日	抽水蓄能、调峰水电和电网侧储能
000862.SZ	银星能源	阿拉善左旗贺兰山风电场	2022 年 3 月 16 日	陆上风电资产
000543.SZ	皖能电力	安徽能源集团环保发电板块	2022 年 3 月 16 日	生活垃圾发电

资料来源：Wind，安信证券研究中心

2.4. 省属国企将成为新能源发电行业主力军之一

新能源发电企业的核心竞争力主要包括资源获取能力、融资能力与投资运营能力。

从资源获取能力角度来看，目前各电力企业获取风电、光伏项目主要通过竞争性配置方式，参考各省份 2021 年风光竞配方案，在项目竞配打分要点中主要对企业风光项目建设经验及投资能力、是否具备消纳能力、是否有配套产业落地、前期准备工作完成度、未来项目开发进度等几方面进行综合考评。从上述几方面因素看，风光项目竞配对于企业资质及资金方面均有较为严格的要求，因此国内大型电力央企（主要为“五大四小”发电集团）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。

表 3：2021 年部分省份项目竞配打分要点

	建设经验及投资能力	消纳能力	产业配套	前期准备工作完成度	项目开发进度
广西	√	√	√	√	√
陕西	√	√		√	
安徽	√	√		√	
甘肃	√	√	√		
河南	√	√	√	√	
内蒙古	√	√	√	√	
湖北		√	√	√	√

资料来源：各省风光项目竞配方案，安信证券研究中心整理

从融资能力角度来看，融资成本对于风电光伏项目资本金收益率有重要的影响。我们以利息费用(含资本化)/带息债务公式为参考计算对比各带有新能源装机的电力企业融资成本，通过计算结果得出国内大型火电企业以及纯新能源运营企业融资成本基本保持在 3%-4%之间，具有央企或地方国企背景的电力企业融资成本低且相差不大，2020 年央企及地方国企背景电力企业融资成本均值分别为 3.96%和 3.99%；2021 年平均融资成本分别为 3.74%和 4.10%。民营新能源运营企业融资成本相对较高，经不完全统计，民营企业 2020 年及 2021 年融资成本均值分别为 7.08%和 9.41%。

表 4：各新能源运营企业融资成本对比

属性	证券代码	主要能源类型	证券简称	2020 财务费用 (亿元)	2021 财务费用 (亿元)	2020 年利息费用(含资本化)/带息债务	2021 利息费用(含资本化)/带息债务
央企	000591.SZ	新能源	太阳能	9.92	9.83	4.60%	4.58%
	000875.SZ	新能源	吉电股份	13.27	16.85	3.66%	3.84%
	002039.SZ	新能源	黔源电力	4.58	4.40	4.58%	4.63%
	0916.HK	新能源	龙源电力	29.74	30.81	3.70%	3.21%
	1798.HK	新能源	大唐新能源	21.47	21.27	4.34%	4.06%
	1811.HK	新能源	中广核新能源	1.45	1.88	/	/

600025.SH	新能源	华能水电	38.66	33.75	4.22%	3.86%
600886.SH	新能源	国投电力	41.94	42.91	3.15%	3.26%
600900.SH	新能源	长江电力	49.86	47.51	4.78%	4.59%
600905.SH	新能源	三峡能源	20.91	28.44	3.12%	2.95%
601016.SH	新能源	节能风电	5.14	7.10	2.76%	3.06%
000966.SZ	火电	长源电力	1.48	3.44	3.79%	3.34%
0836.HK	火电	华润电力	33.67	37.01	/	/
2380.HK	火电	中国电力	33.92	39.05	/	/
600011.SH	火电	华能国际	88.36	85.50	3.88%	3.02%
600021.SH	火电	上海电力	23.19	32.60	3.28%	3.47%
600027.SH	火电	华电国际	44.33	42.79	/	/
600795.SH	火电	国电电力	87.31	79.36	4.57%	3.75%
600863.SH	火电	内蒙华电	8.48	7.35	4.47%	4.34%
601991.SH	火电	大唐发电	67.95	65.37	4.51%	3.93%
均值					3.96%	3.74%
000862.SZ	新能源	银星能源	2.97	2.55	5.07%	6.45%
600163.SH	新能源	中闽能源	1.35	1.67	4.14%	5.81%
600956.SH	新能源	新天绿能	9.13	12.16	2.95%	3.36%
600483.SH	火电	福能股份	4.29	5.09	4.09%	2.97%
000027.SZ	火电	深圳能源	19.27	19.99	4.22%	4.18%
603693.SH	新能源	江苏新能	1.16	1.44	3.52%	4.17%
600098.SH	火电	广州发展	5.64	7.85	3.67%	3.79%
000899.SZ	火电	赣能股份	0.88	0.86	3.54%	2.10%
000791.SZ	火电	甘肃电投	4.74	4.21	4.32%	4.63%
600821.SH	新能源	金开新能	4.09	5.45	4.37%	3.57%
均值					3.99%	4.10%
002015.SZ	新能源	协鑫能科	6.26	8.80	6.03%	9.37%
601619.SH	新能源	嘉泽新能	2.79	3.35	5.01%	10.91%
601778.SH	新能源	晶科科技	8.91	8.73	13.75%	12.22%
601222.SH	新能源	林洋能源	3.57	3.07	4.62%	8.35%
603105.SH	新能源	芯能科技	0.63	0.73	5.98%	6.17%
均值					7.08%	9.41%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

因此,综合资源获取能力和融资能力两方面考虑,省属国企在新能源发展上与央企类似,存在明显的优势。

省属新能源发电上市公司相较于央企旗下新能源发电企业的一大优势是平台的唯一性。各省电力投资一般依托省国资委下属的省能源(投资)集团或省投资集团进行。根据我们的初步梳理,除吉林、福建两省在省能源(投资)集团和省投资集团下属都拥有电力资产外,其余省份的电力资产都归属同一集团之下,或为省能源(投资)集团,或为省投资集团。福建省属于较为特殊的拥有两个新能源发电平台的省份。

部分省份将火电等传统电力和新能源发电置于不同的平台发展,如北京能源集团下属京能电力为火电平台,京能清洁能源为新能源发电平台;河北建投集团下属建投能源为火电平台,新天绿能为新能源发电平台;江苏国信集团下属江苏国信为火电平台,江苏新能为新能源发电平台;浙能集团下属浙能电力为火电平台,浙江新能为新能源发电平台。其余的大部分省份火电等传统电力和新能源发电在同一平台发展。因此,大多数省份的新能源发电上市平台都具有唯一性,未来有望集全省之力打造,成长确定性高。据我们统计,省属新能源发电平台均有集团出具的避免同业竞争的承诺。因此,除上市公司内生增长之外,通过集团培育后再注入上市公司,也是另一条重要的成长途径。省属国企作为新能源发展的主力军之一,有望受益于内生增长和集团培育双轮驱动,成长确定性高。

表 5：各省属能源（投资）集团及旗下相关电力/新能源发电上市公司梳理

	省属集团	上市公司	备注
北京	北京能源集团有限责任公司	京能清洁能源	火电为京能电力
天津	天津能源投资集团有限公司	无	
河北	河北建设投资集团有限责任公司	新天绿能	火电为建设能源
山西	晋能控股集团有限公司	晋控电力	火电+新能源
内蒙古	内蒙古能源发电投资集团有限公司	无	
辽宁	辽宁省能源产业控股集团有限责任公司	辽宁能源	火电+新能源
吉林	吉林省能源投资集团有限责任公司/吉林省投资集团有限公司	无	
黑龙江	黑龙江省新产业投资集团有限公司	无	
上海	中能（集团）有限公司	中能股份	火电+新能源
江苏	江苏省国信集团有限公司	江苏新能	火电为江苏国信
浙江	浙江省能源集团有限公司	浙江新能	火电为浙能电力
安徽	安徽省能源集团有限公司	皖能电力	火电+新能源
福建	福建省能源集团有限责任公司/福建省投资开发集团有限责任公司	福能股份/中闽能源	
江西	江西省投资集团有限公司	赣能股份	火电+新能源
山东	山东能源集团有限公司	无	
河南	河南投资集团有限公司	豫能控股	火电+新能源
湖北	湖北能源集团股份有限公司	湖北能源	三峡集团控股
湖南	湖南发展资产管理集团有限公司	湖南发展	水电+新能源
广东	广东省能源集团有限公司	粤电力 A	火电+新能源
广西	广西广投能源集团有限公司	无	参股桂东电力
重庆	重庆市能源投资集团有限公司	无	
四川	四川省投资集团有限责任公司	川投能源	水电+新能源
贵州	贵州乌江能源投资有限公司	无	
云南	云南省能源投资集团有限公司	云南能投	
西藏	西藏开发投资集团有限公司	无	
陕西	陕西投资集团有限公司	无	
甘肃	甘肃省电力投资集团有限责任公司	甘肃电投	水电+新能源
青海	青海能源投资集团有限责任公司	无	
宁夏	中铝宁夏能源集团有限公司	银星能源	中铝集团控股
新疆	新疆能源（集团）有限责任公司	无	

资料来源：安信证券研究中心整理

3. 山西国改快步向前，绿电新星雏形初现

3.1. 山西国改快步向前，“晋能控股集团”应运而生

在国企改革的背景下，为发挥山西省能源企业产业集群优势，提高集中度，推动能源革命综合改革试点取得重大突破，2020年9月30日，山西省委决定联合重组同煤集团、晋煤集团、晋能集团，同步整合潞安集团、华阳新材料科技集团相关资产和改革后的中国（太原）煤炭交易中心，组建成立晋能控股集团有限公司。

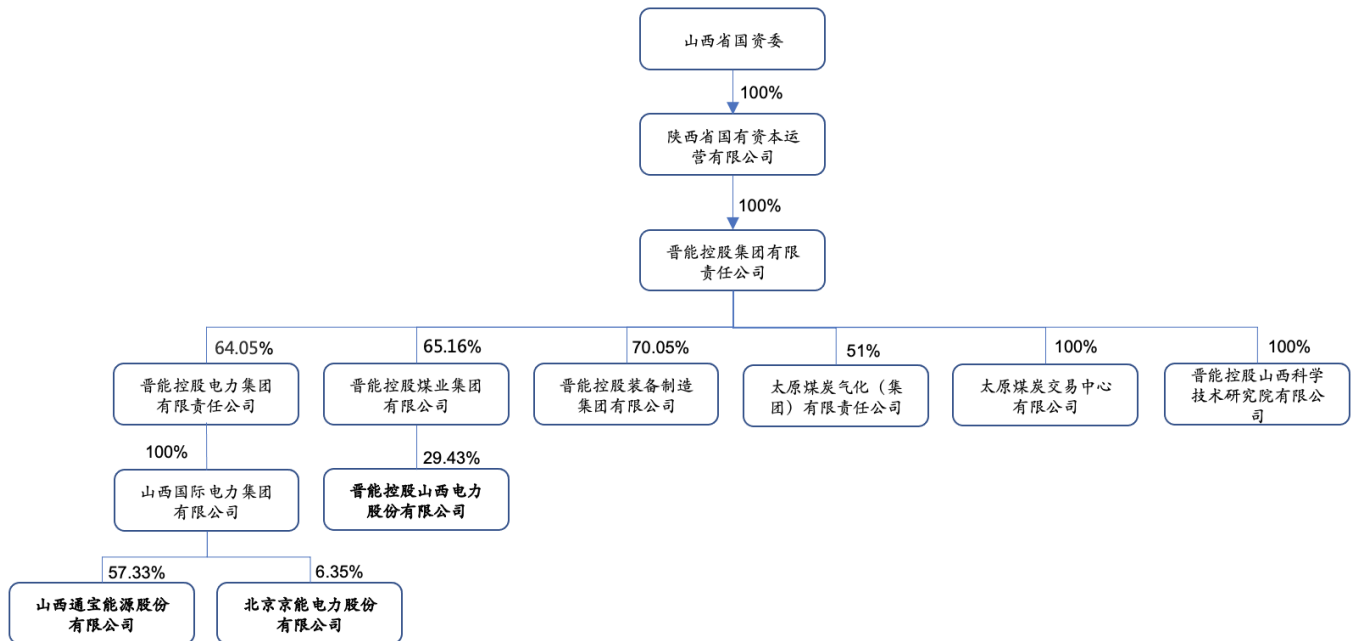
晋能控股集团组建后，同煤集团更名为晋能控股煤业集团，晋能集团更名为晋能控股电力集团，晋煤集团更名为晋能控股装备制造集团，分别成为晋能控股集团的煤炭、电力、装备三大业务的实施主体和资产整合平台。

根据晋能控股集团官网披露，目前，晋能控股集团资产总额 10942 亿元，职工人数 51.55 万人，煤矿数量 228 座，煤炭产能 4 亿吨，电厂电站 146 座，电力装机 3814 万千瓦，其中，新能源装机 622.7 万千瓦，装备制造资产 367 亿元；2021 年世界 500 强企业排名第 138 位，中国企业 500 强排名第 44 位。

3.2. 国改持续推进，电力资产重组仍在途中

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。

图 13：晋能控股集团电力资产架构



资料来源：企查查，安信证券研究中心

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。

表 6：截至 2021 年 3 月晋能控股电力集团传统发电业务概况

项目名称	持股比例	装机容量 (万千瓦)	权益装机 (万千瓦)	发电类型
一、已投产控股装机				
1 山西阳光发电有限责任公司	100	128	128	火力
2 山西耀光煤电有限责任公司	100	40	40	火力
3 晋能长治热电有限公司	80	66	52.8	火力
4 山西国峰煤电有限公司	80	60	48	火力
5 山西国金电力有限公司	51	70	35.7	火力
6 山西国锦煤电有限公司	51	60	30.6	火力
7 晋能电力集团有限公司嘉节燃气热电分公司	100	86.4	86.4	燃气
8 晋能大土河热电有限公司	99	70	69.3	火力
9 山西天桥水电有限公司	100	12.8	12.8	水电
小计		593.2	503.6	
二、在建控股装机容量				
1 晋能孝义煤电有限公司（在建）	51	70	35.7	火力
小计		70	35.7	

三、 参股装机容量					
1	国电太一发电有限责任公司	45	62.5	28.13	火力
2	浙江浙能镇海发电有限责任公司	37.50	86	32.25	火力
3	浙江浙能嘉兴发电有限责任公司	30	60	18	火力
4	华能左权煤电有限责任公司	20	120	24	火力
5	北京京能热电股份有限公司	6.29	1908.6	120.05	火力
6	山西鲁能河曲发电有限公司	10	120	12	火力
7	山西鲁能河曲能源有限公司	10	120	12	火力
8	国电榆次热电有限公司	49	66	32.34	火力
9	山西漳电同华发电有限公司	5	132	6.6	火力
10	山西鲁能王曲发电有限责任公司	5	120	6	火力
11	山西西龙池抽水蓄能电站有限责任公司	10	120	12	火力
12	苏晋能源控股有限公司	9.50	396	37.62	火力
	小计		3311.1	340.99	
	合计		3974.3	880.29	

资料来源：《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》，安信证券研究中心

3.3. 壮志雄心，绿电新星雏形显现

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：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、对外合作等方面持续发力，努力将晋能控股电力集团打造为具有竞争力、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。

集团公司战略目标：到2025年，集团电力装机容量达到5000万千瓦，实现“54221”发展目标，其中：

“5”——电力总装机容量达到5000万千瓦；

“4”——重点推进大同、长治、吕梁、新疆4个“智慧能源一体化”示范基地规划实施；

“2”——新能源装机容量达2000万千瓦；

“2”——单机66万千瓦和百万千瓦以上高参数、大容量智慧电厂装机容量达2000万千瓦；

“1”——营业收入达到1000亿元。

从晋控电力上市公司层面来看，根据证券日报披露，晋控电力未来将抓住我国建设“风光火储多种能源+智慧管控”的智慧能源一体化和“源网荷储输”一体化绿色电源基地示范项目的机遇，打造大同、长治、晋南三大绿色电力外送基地，坚定不移走大容量、高参数、成本优、效益好的绿色发展之路。加快发展分布式光伏和分散式风电，拓展生物质、地热、氢能等新兴新能源，参与试点“新能源+储能”“新能源+火电+储能”，到“十四五”末，新能源装机达到1400万千瓦，走清洁能源与传统能源优势互补之路。同时，发挥好上市公司平台优势，加强资本运作，注入优质电力资产，提升直接融资能力，到“十四五”末，电力集团资产证券化率提升至60%。公司“十四五”规划新能源装机容量达到14GW的目标较当前1.88GW的新能源装机有较大的提升空间。

因此，无论是晋控电力上市公司层面还是晋能控股集团内的兄弟公司晋能控股电力集团都制定了非常积极且明确的绿电转型目标，壮志雄心之下我们认为公司成为绿电新星的雏形已经显现。

表7：晋控集团、晋控电力集团、晋控电力装机及规划梳理

单位：GW	现有装机	十四五规划目标
-------	------	---------

晋能控股集团	传统电力	31.91	
	新能源	6.23	
	合计	38.14	
晋能控股电力集团	传统电力	5.93	30
	风电	1.28	
	光伏	0.83	20
	合计	8.04	50
晋控电力	传统电力	8.93	
	风电	1.09	14
	光伏	0.8	
	合计	10.82	

注：晋能控股集团数据截至当前；晋能控股电力集团截至2021年一季度，晋控电力数据截至2021年底
 资料来源：公司官网及公告，安信证券研究中心

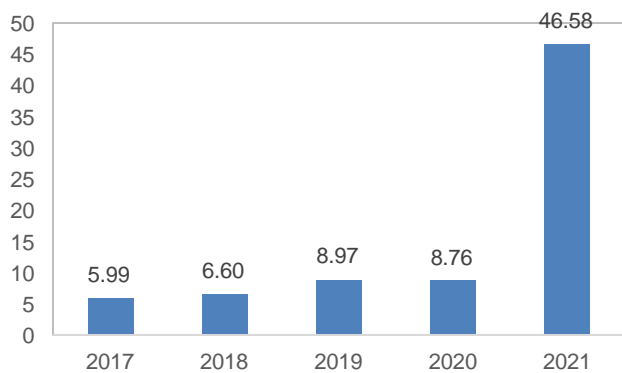
3.4. 山西风光资源优渥，“煤、火、风、光”一体化优势凸显

山西省火电装机占比较高，根据 Wind 数据，2021 年末全省发电装机容量 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 Wind 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。

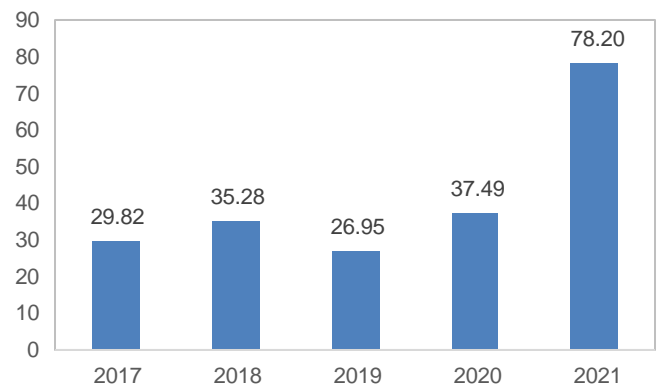
同时，我们认为晋能控股集团“煤、火、风、光”一体化在未来发展绿电上优势凸显。资金层面来看，根据晋能控股集团披露，2021 年全年，晋能控股集团生产煤炭 3.8 亿吨，发电量 846 亿度，装备制造完成产值 75 亿元，营业收入达到 5200 亿元，实现利润 172 亿元。受益于煤价高企，晋能控股集团盈利能力显著提升，集团旗下上市公司晋控煤业在 2021 年实现归母净利润 46.58 亿元，经营性现金流净额 78.2 亿元，远超往年同期水平。煤炭板块的超额利润和优异的现金流未来有望为晋能控股集团新能源发电项目建设提供充沛的资金。

图 14：晋控煤业历年归母净利润（亿元）



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

图 15：晋控煤业历年经营性现金流（亿元）



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

从风光资源获取层面来看，火电企业自带调峰优势，有望通过灵活性改造的方式获得更多风电和光伏的开发权。风电、光伏发电波动性较大，储能调峰需求大幅提升，目前主流解决方式包括电源侧调峰、储能及特高压线建设等。电源侧调峰应用范围较广，可以提升电力系统的灵活性，进而缓解风光发电的不稳定性与随机波动性等问题。由于风光发电缺乏稳定性，需要火电、水电等输出稳定的常规机组提供大量调峰、调频、备用等辅助服务。目前主流的调峰方式有以下几种：1) 抽水蓄能；2) 电化学储能；3) 火电灵活性改造。其中，抽水蓄能受地质条件限制、电化学储能成本较高，火电灵活性改造是更适合北方地区的高性价比的调峰方式。

部分省份例如内蒙古、新疆均发布推动火电灵活性改造促进新能源消纳相关政策：内蒙古发改委提出拥有燃煤机组的发电企业实施火电灵活性改造后，按增加调峰空间的不低于 50% 比例建设“市场型”消纳的新能源电源；新疆发改委提出对实施灵活性改造的公用机组按照机组灵活性改造后新增调峰能力的 1.5 倍配置新能源规模。政策推动下火电企业有望通过对存量火电机组进行灵活性改造获取更大新能源项目配置规模，对于拥有较大火电装机规模的晋能控股集团来说，也是获得更多新能源项目的重要保障。

4. 投资建议

我们预计公司 2022 年-2024 年的收入分别为 186.22 亿元、206.87 亿元、211.44 亿元，增速分别为 21.9%、11.1%、2.2%，净利润分别为 2.07、2.70、3.37 亿元，增速分别为 5296.2%、30.5%、24.6%；首次给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 3.70 元。

5. 风险提示

风电光伏项目获取和建设进度不及预期；煤价持续维持高位；疫情反复下用电需求下降风险；集团资产重组不及预期风险。

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034