

2022 年 11 月 03 日

行业研究

评级：推荐(维持)

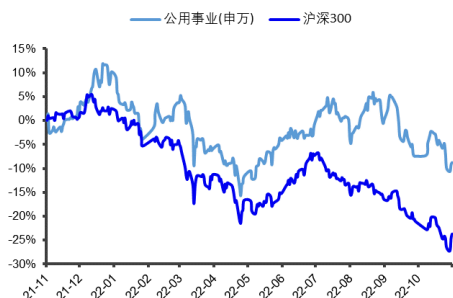
研究所

证券分析师： 杨阳 S0350521120005
yangy08@ghzq.com.cn
联系人： 钟琪 S0350122020016
zhongq@ghzq.com.cn
联系人： 许紫荆 S0350122070063
xuzj02@ghzq.com.cn

火电业绩同比改善，绿电业绩分化明显

——电力板块 2022 年三季报总结

最近一年走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
公用事业	-1.4%	-4.2%	-8.8%
沪深 300	-3.3%	-9.6%	-23.7%

相关报告

《——汽车传感器行业专题报告一：汽车智能化趋势确定，千亿车载传感器市场启航（推荐）*公用事业*杨阳》——2022-06-24

《——公用事业行业深度研究：电力市场辅助服务：市场化势在必行，千亿市场有望开启（推荐）*公用事业*杨阳》——2022-02-26

《——新型电力系统专题一：绿电：风光正好，把握碳中和下的时代机遇（推荐）*公用事业*杨阳》——2022-02-12

事件：

电力板块上市公司 2022 年三季报已披露完毕，本篇报告主要对板块三季度业绩进行总结。

投资要点：

■ 火电：受益高温天气的地方性企业业绩环比改善明显。

1) 行业：归母净利润同比转盈，高煤价+投资收益季节性回落影响业绩。2022Q3 火电板块实现归母净利润 23.9 亿元，同比转盈，环比增长 1.8 亿元；扣非后归母净利润环比下降 3.6 亿元至 6.5 亿元，我们认为一是参股企业的投资收益环比下降 17.9 亿元（主要来源于参股的煤炭企业/绿电运营商），二是 Q3 煤炭价格仍处高位。

2) 公司：缺电区域和受益现货市场的火电厂业绩环比改善明显。Q3 电量同比大幅增长或电价较上半年有明显增长的地方性火电企业业绩环比改善明显。1) 电量同比大幅增长：Q3 用电紧张省份的地方性火电企业，如长源电力（湖北）、浙能电力（浙江）等，另外，赣能股份由于 Q3 新投产 100 万千瓦煤机，拉动上网电量同比大增 102%。2) 2022Q3 电价较上半年明显增长：建投能源。2022Q1-3 建投能源平均上网电价同比增长 35.6%，较上半年增长 9.4%，或系河北在 8 月南方大范围缺电时为电力送出省份，且部分电量通过省间电力现货市场送出。此外，2022Q3 国电电力和华能国际业绩均环比改善，一是因为强监管下，长协煤兑现率持续提升，二是 Q3 火电发电量同比快速增长。

■ 绿电：业绩分化明显，装机量提升是拉动业绩高增的核心

1) 行业：2022Q3 绿电板块归母净利润同比增长 50.1%，高于收入增速 24.6%，主要是因为毛利率同比提升 2pct。盈利能力提升或与 2021 年海风抢装有关。

2) 公司：业绩分化明显，绿电装机高增拉动运营商业绩快速增长。三峡能源、节能风电、金开新能等业绩增速均超过 50%，主要是因为上述公司 2021 年新增绿电装机量占其绿电总装机量比重均高于 20%，

拉动 Q3 发电量快速增长。此外，芯能科技 Q3 业绩同比大增 129%，一是自持电站平均上网电价同比提升，二是光伏装机量增加拉动发电量增长。

■ **水电：来水偏丰及新增电站投产的企业业绩突出。**

1) **行业：多数流域来水偏枯，Q3 净利同比-14.39%。**2022Q3 水电板块实现收入同比下降 0.77%，归母净利润同比下降 14.39%。全国性高温影响下，四川、云南等省内多数流域来水偏枯，水电企业发电量整体下滑。

2) **公司：来水致业绩分化，电价普遍上行。电量：三季度来水分化。**Q3 桂冠电力/国投电力/华能水电发电量同比增长 21.8%/7.8%/0.04%。其中桂冠电力受益于流域来水偏丰，2022Q3 净利润同比+302.36%，国投电力受益于两杨投产、雅砻江梯级调度优化；长江电力/川投能源发电量同比下降 34.2%/11.3%，其中长江电力主要受来水影响，川投能源主要受田湾河子公司 9 月地震及大坝治理影响。**电价：上网电价普遍上行。**2022Q3，长江电力/国投电力/桂冠电力/川投能源上网电价同比+17%/+12.76%/+19%/+8%，华能水电主要受益于省内电价上行。据昆明电力交易中心，2022Q3 电厂加权平均成交价同比+21.4%。

■ **投资建议：行业方面，2022Q3 受益高温天气的地方性火电企业业绩环比改善明显；绿电板块业绩分化明显，新增装机是拉动业绩高增长的核心因素；水电板块来水分化，电价普遍上行。维持行业“推荐”评级。个股方面，建议关注火电板块盈利有望改善的华能国际、国电电力、华电国际、大唐发电、上海电力、福能股份、华润电力、粤电力 A、申能股份、中国电力；绿电优质标的三峡能源、龙源电力、广宇发展、吉电股份、金开新能、节能风电、太阳能、中闽能源、中广核新能源；水电优质标的长江电力、国投电力、川投能源、华能水电。**

■ **风险提示：重点关注公司业绩改善不如预期、电价下滑风险、用电需求不及预期、政策变动风险、煤价大幅上涨、来水不及预期、新增装机不及预期、行业竞争加剧。**

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2022/11/3			EPS			PE			投资 评级
		股价	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2021	2022E	
600011.SH	华能国际	6.72	-0.79	-0.16	0.61	-	-42.0	11.0	-	-42.0	买入
600027.SH	华电国际	5.03	-0.61	0.40	0.46	-	12.6	10.9	-	12.6	买入
600795.SH	国电电力	4.31	-0.11	0.31	0.39	-	13.9	11.1	-	13.9	买入
601991.SH	大唐发电	2.68	-0.58	0.07	0.18	-	38.3	14.9	-	38.3	买入
600905.SH	三峡能源	5.63	0.23	0.28	0.34	24.7	20.1	16.6	24.7	20.1	买入
001289.SZ	龙源电力	17.95	0.77	0.89	1.08	23.5	20.1	16.6	23.5	20.1	未评级
603105.SH	芯能科技	14.08	0.22	0.41	0.56	64.0	34.3	25.1	64.0	34.3	未评级

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所（注：未评级企业盈利预测来源于 WIND 一致预期）

内容目录

事件:	6
评论: 电力板块 2022 年三季报总结	6
1、 火电: 受益高温天气的地方性企业业绩环比改善明显	6
1.1、 行业: 归母净利同比转盈, 高煤价+投资收益季节性回落影响业绩	6
1.2、 公司: 缺电区域和受益现货市场的火电厂业绩环比改善明显	9
2、 绿电: 业绩分化明显, 装机量提升是拉动业绩高增的核心	11
2.1、 行业: 景气度持续向上, Q3 业绩同比+50%	11
2.2、 公司: 业绩分化明显, 装机增长拉动业绩高增	13
3、 水电: 来水偏丰及新增电站投产的企业业绩突出	14
3.1、 行业: 多数流域来水偏枯, Q3 净利同比-14.39%	14
3.2、 公司: 来水致业绩分化, 电价普遍上行	15
4、 重点关注个股	17
5、 风险提示	17

图表目录

图 1: 电力板块主要标的	6
图 2: 2022Q3 火电板块收入同比+22.2%	7
图 3: 2022Q3 火电板块归母净利润环比小幅增长	7
图 4: 2022Q3 火电板块扣非后归母净利润环比下滑 3.6 亿元	7
图 5: 2022Q3 火电板块毛利率环比提升 0.7pct	7
图 6: 2022Q3 火电板块资产负债率维持高位	8
图 7: 2022Q3 火电板块财务费用率环比下降 1.3pct	8
图 8: 2022Q3 火电板块对联营/合营企业的投资收益环比下降 17.9 亿元	8
图 9: 2022 年三季度末火电板块资产负债率维持高位	9
图 10: 2022Q3 火电板块财务费用率环比下降 1.3pct	9
图 11: 2022Q3 火电板块存货同比增长 31.2%	9
图 12: 2022Q3 火电板块经营性净现金流环比小幅增长	9
图 13: 2022Q3 多数火电企业收入同比增速高于 20%	10
图 14: 2022Q1-3 多数火电企业平均上网电价同比增速高于 20%	10
图 15: 2022Q3 主要火电企业上网电量均实现正增长	10
图 16: 2022Q3 缺电省份、电价环比涨幅高的省份度电净利实现环比改善	10
图 17: 2022Q3 超过一半火电企业归母净利环比有改善	11
图 18: 2022Q3 超过一半火电企业扣非后归母净利环比有改善	11
图 19: 2022Q3 超过一半火电企业毛利率环比有改善	11
图 20: 2022Q3 多数火电企业经营性净现金流环比基本持平	11
图 21: 2022Q3 绿电板块收入同比+24.6%	12
图 22: 2022Q3 绿电板块归母净利同比+50.1%	12
图 23: 2022Q3 绿电板块毛利率同比提升 2pct	12
图 24: 2022Q3 绿电板块净利率同比+2.6pct	12
图 25: 2022Q3 绿电板块经营性净现金流同比+66.6%	13
图 26: 2022Q3 绿电运营商收入增速分化明显	13
图 27: 2022Q3 绿电运营商收业绩增速分化明显	13
图 28: 2022Q3 超过一半的绿电企业毛利率同比改善	14
图 29: 2022Q3 绿电运营商经营性净现金流分化明显	14
图 30: 2021 年主要绿电企业新增装机情况	14
图 31: 2022Q3 水电板块收入同比-0.77%	15
图 32: 2022Q3 水电板块归母净利润同比-14.39%	15
图 33: 2022Q3 水电板块毛利率同比下降 4.64pct	15
图 34: 2022Q3 水电板块财务费用率	15
图 35: 2022Q3 主要水电企业营业收入	16
图 36: 2022Q1-Q3 主要水电企业营业收入	16
图 37: 2022Q3 水电企业归母净利润	16
图 38: 2022Q1-Q3 水电企业归母净利润	16
图 39: 2022Q3 主要水电企业发电量	16
图 40: 2022Q1-Q3 主要水电企业发电量	16

事件：

电力板块上市公司 2022 年三季报已披露完毕，本篇报告主要对板块三季度业绩进行总结。

图 1：电力板块主要标的

火电	总市值（亿元）	绿电	总市值（亿元）	水电	总市值（亿元）
华能国际	1,054.9	三峡能源	1,611.3	长江电力	4,543.8
国电电力	768.7	龙源电力	1,504.6	华能水电	1,159.2
华电国际	496.5	太阳能	281.1	国投电力	751.4
大唐发电	496.0	广宇发展	254.0	桂冠电力	487.9
浙能电力	451.9	浙江新能	244.0	川投能源	499.9
申能股份	262.3	节能风电	222.6	湖北能源	274.5
上海电力	265.9	吉电股份	169.1	黔源电力	56.9
内蒙华电	237.6	晶科科技	138.9		
粤电力A	238.9	金开新能	111.8		
江苏国信	221.0	江苏新能	107.1		
京能电力	210.1	中闽能源	103.0		
长源电力	125.9	嘉泽新能	95.9		
宝新能源	121.8	芯能科技	70.4		
皖能电力	104.0	银星能源	43.5		
晋控电力	104.9				
建投能源	94.6				
赣能股份	86.7				
豫能控股	79.0				
华银电力	76.9				
穗恒运A	52.0				
金山股份	38.7				

资料来源：WIND，国海证券研究所（注：总市值对应收盘日 2022/11/3）

评论：电力板块 2022 年三季报总结

1、火电：受益高温天气的地方性企业业绩环比改善明显

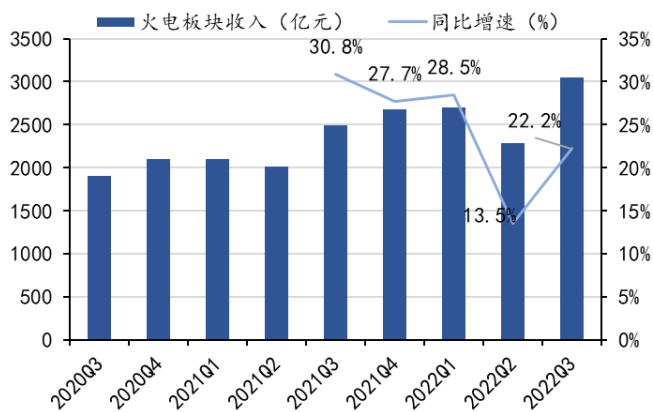
1.1、行业：归母净利同比转盈，高煤价+投资收益季节性回落影响业绩

收入端：2022Q3 火电板块实现收入 3052 亿元，同比增长 22.2%，一是因为 Q3 全国大范围高温天气拉动全国火电发电量同比增长 9.8%，二是因为火电电价保持高增长。

利润端：归母净利润同比转盈，高煤价+投资收益季节性回落影响业绩。2022Q3 火电板块实现归母净利润 23.9 亿元，同比转盈，环比增长 1.8 亿元；毛利率环

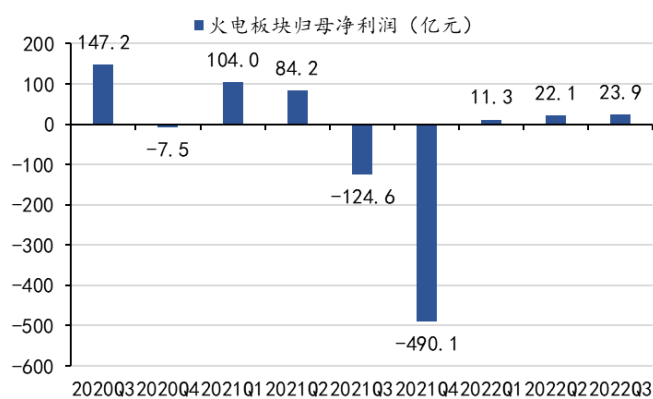
比提升 0.7pct 至 6.4%。虽然 Q3 板块毛利率环比提升，但扣非后归母净利润环比下降 3.6 亿元至 6.5 亿元，我们认为一是板块对联营/合营企业的投资收益环比下降 17.9 亿元（主要来源于参股的煤炭企业/绿电运营商），二是 Q3 煤炭价格仍处高位。据中电联，10 月中旬秦皇岛 5500 大卡动力煤成交价 1542 元/吨，较 6 月底提升 23%。

图 2：2022Q3 火电板块收入同比+22.2%



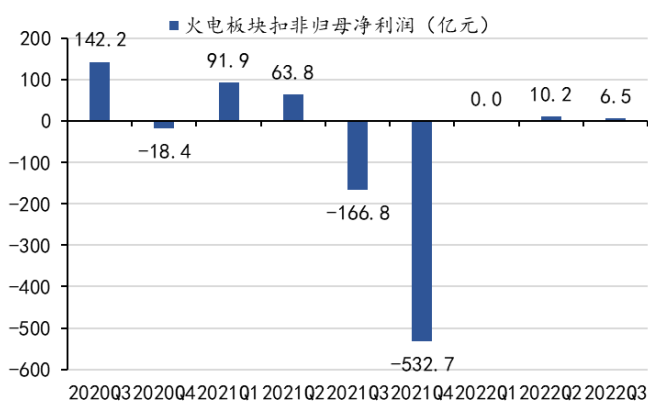
资料来源：WIND，国海证券研究所

图 3：2022Q3 火电板块归母净利润环比小幅增长



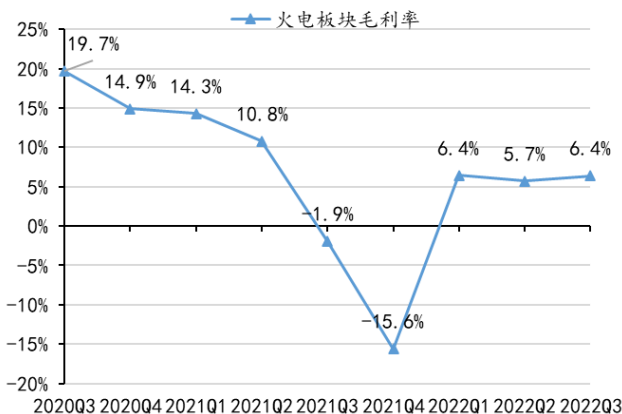
资料来源：WIND，国海证券研究所

图 4：2022Q3 火电板块扣非后归母净利润环比下滑 3.6 亿元



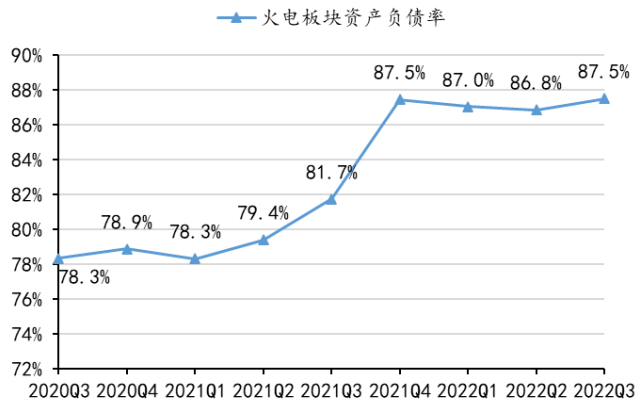
资料来源：WIND，国海证券研究所

图 5：2022Q3 火电板块毛利率环比提升 0.7pct



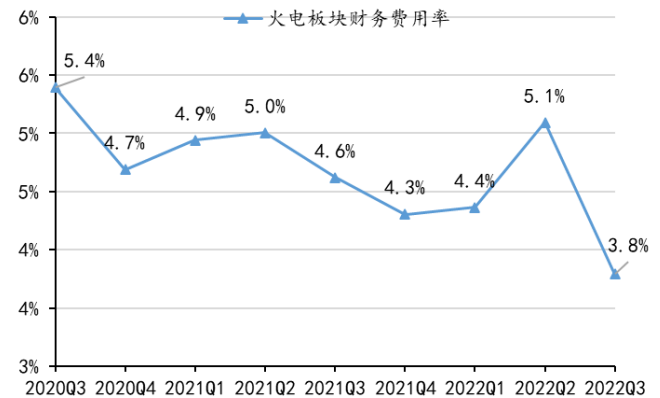
资料来源：WIND，国海证券研究所

图 6：2022Q3 火电板块资产负债率维持高位



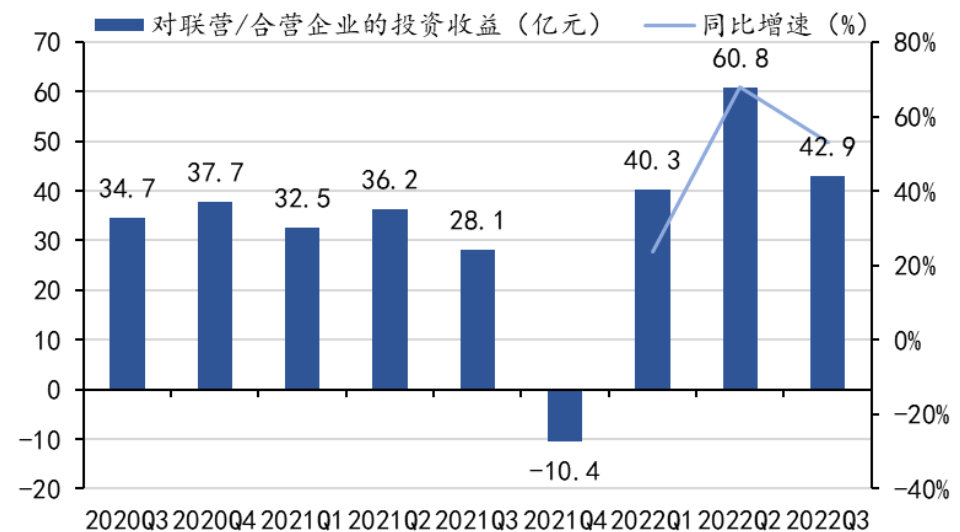
资料来源：WIND，国海证券研究所

图 7：2022Q3 火电板块财务费用率环比下降 1.3pct



资料来源：WIND，国海证券研究所

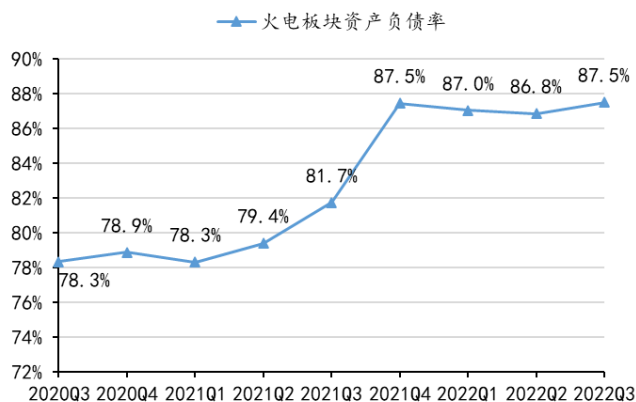
图 8：2022Q3 火电板块对联营/合营企业的投资收益环比下降 17.9 亿元



资料来源：WIND，国海证券研究所

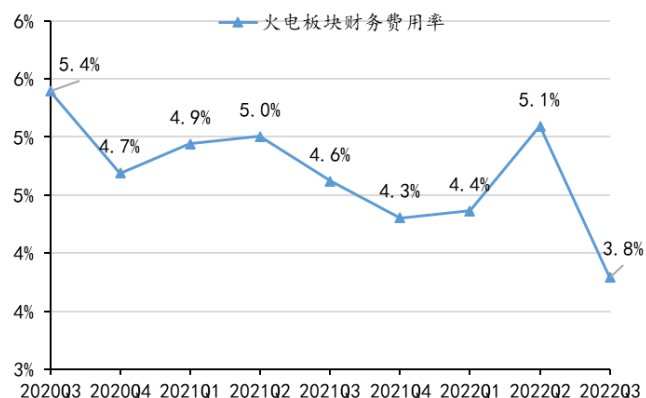
存货维持高位，推升资产负债率。2022 年三季度末火电板块资产负债率仍处高位，或与火电企业响应能源保供而在高煤价下增加燃煤库存有关（来源于中电联）。值得注意的是，虽然资产负债率保持高位，但财务费用率环比下滑 1.3pct，或系 Q3 收入维持高增长。

图 9：2022 年三季度末火电板块资产负债率维持高位



资料来源：WIND，国海证券研究所

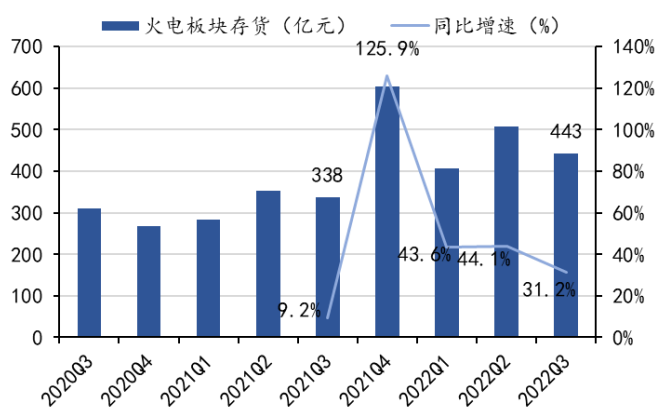
图 10：2022Q3 火电板块财务费用率环比下降 1.3pct



资料来源：WIND，国海证券研究所

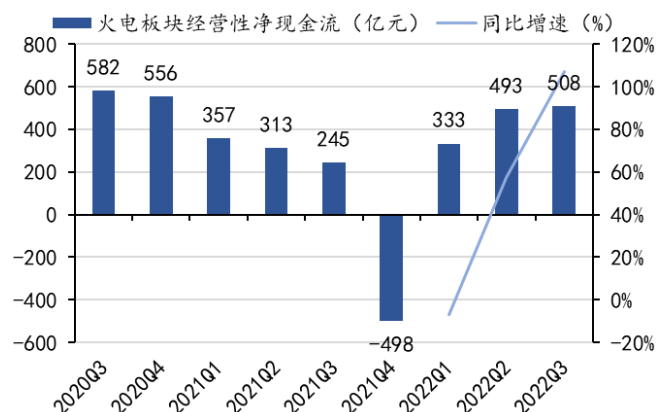
2022Q3 火电板块经营性净现金流 508 亿元，同比增长 107%，环比增长 3%，或与可再生基金欠补款项下发有关（来源于中国证券报）。

图 11：2022Q3 火电板块存货同比增长 31.2%



资料来源：WIND，国海证券研究所

图 12：2022Q3 火电板块经营性净现金流环比小幅增长

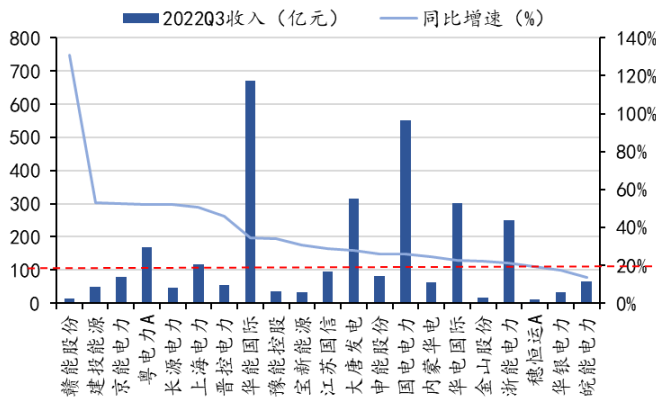


资料来源：WIND，国海证券研究所

1.2、公司：缺电区域和受益现货市场的火电厂业绩环比改善明显

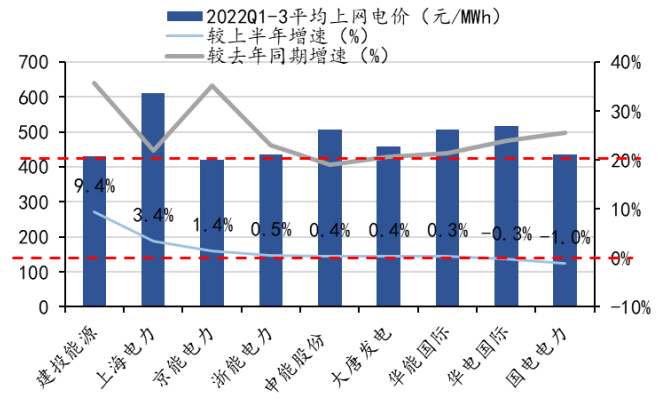
2022Q3 绝大部分火电企业收入同比增速高于 20%，主要是因为平均上网电价保持较高水平。其中，赣能股份 2022Q3 收入同比增速达到 131%，主要是因为公司 Q3 投产 100 万千瓦火电机组，拉动上网电量同比增长 102%。

图 13: 2022Q3 多数火电企业收入同比增速高于 20%



资料来源: WIND, 国海证券研究所

图 14: 2022Q1-3 多数火电企业平均上网电价同比增速高于 20%



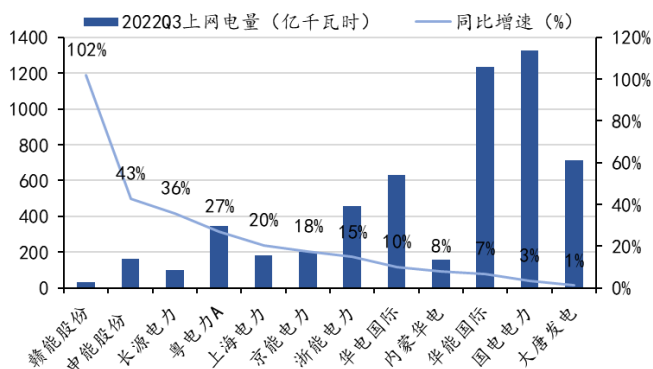
资料来源: WIND, 国海证券研究所

Q3 电力短缺和受益电力现货市场的地方性火电企业业绩环比改善明显。整体来看，2022Q3 统计范围内的绝大部分火电企业业绩均实现同比改善，超过半数的火电企业业绩实现环比改善。具体来看，**Q3 电量同比大幅增长或电价较上半年有明显增长的地方性火电企业业绩环比改善明显。**

- 1) **电量同比大幅增长:** 主要是 Q3 用电紧张省份的地方性火电企业，如长源电力（湖北）、浙能电力（浙江）等（来源于北极星售电网和界面新闻），另外，赣能股份由于 Q3 新投产 100 万千瓦煤机，拉动上网电量同比大增 102%。
- 2) 2022Q3 电价较上半年明显增长的火电企业主要是**建投能源**，或系河北在 8 月南方大范围缺电时为电力送出省份，且部分电量通过省间电力现货市场送出（来源于公司公告）。2022 年前三季度，建投能源平均上网电价 430.9 元/兆瓦时，同比增长 35.6%，较上半年增长 9.4%。

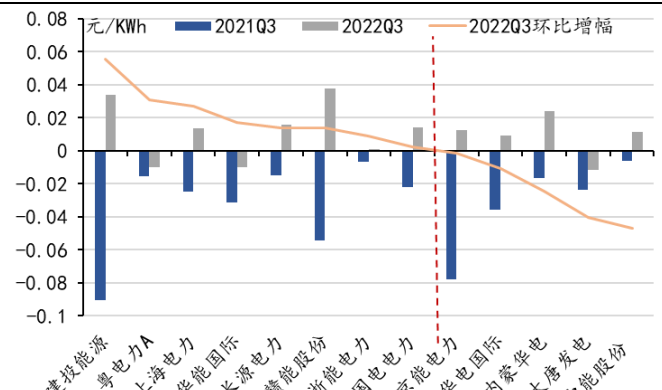
此外，2022Q3 国电电力和华能国际业绩均环比改善，一是因为强监管下，长协煤兑现率持续提升（来源于华中能监局），二是 Q3 火电发电量同比快速增长。

图 15: 2022Q3 主要火电企业上网电量均实现正增长



资料来源: WIND, 国海证券研究所

图 16: 2022Q3 缺电省份、电价环比涨幅高的省份度电净利实现环比改善



资料来源: WIND, 各公司公告, 国海证券研究所 (注: 度电净利=公司整体扣非后归母净利润/总上网电量, 建投能源使用发电量代替)

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/608051023120006123>