

评级： 看好

核心观点

邹序元

首席分析师

SAC 执证编号：S0110520090002

zouxuyuan@sczq.com.cn

电话：86-10-5651 1867

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

### 相关研究

- 政策措施不断，继续推进“保供稳价”工作
- “保供稳价”不改碳中和长期政策方向，“1+N”政策体系逐渐出台
- 电价市场化改革进一步推进

- **“拉闸限电”引关注，电力板块逆风起航。**上半年，电力板块一直呈现底部震荡趋势，三季度由于供需紧张、“拉闸限电”等现象，行业关注度不断提高，电力板块逆风起航。长期来看，在供给、需求以及价格的“三重奏”下，电力行业将迎来长期发展机遇。
- **火电板块：燃料成本致普遍亏损，电价改革助力底部反转。**火电仍是我国电力的主要来源，在供给端具有其特殊存在价值。近期由于能源供应偏紧，煤价大幅上行等原因，导致火电行业出现普遍亏损。但是在煤价及电价政策双向作用下，火电板块有望迎来底部反转。同时，长期来看，火电企业有望实现由火电运营商到综合能源供应商的转型。
- **水电板块：枯水成主要限制，关注来水变化带来的机会。**受来水量小影响，前三季度水电板块收入增速、毛利率、归母净利润、回报率状况及经营性现金流均出现不同程度下降。但由于全社会用电需求不断增长，同时电价市场化改革有望带来水电价格的边际改善，需关注水量及电价增长带来水电板块业绩的变化。
- **新能源发电：成本上升不改发展趋势，双碳目标下空间仍广阔。**新能源发电板块收入稳定增长，虽然光伏等装机成本提高，但是板块归母净利润、经营性现金流及现金流表现可观，资产负债率不断下降。双碳目标下，风电、光伏等新能源发电措施是能源绿色转型的主要手段，是未来能源行业长期发展的主题，叠加电价市场化改革利好，仍存在广阔发展空间。
- **投资建议：**整体来看，在供给、需求以及价格的“三重奏”下，电力行业将迎来长期发展机遇。板块细分来看，新能源是长期发展主题，电价市场化改革及新能源转型为火电企业带来反转机会，来水变化使得水电企业值得关注。我们维持对行业“看好”的投资评级，重点关注**华能国际（A/H）、华能水电、长江电力、川投能源、大唐新能源**等公司。
- **风险因素：**碳中和相关政策落地进度不及预期等；电价市场化改革不及预期；煤价下降不及预期；主要水电站流域降水偏低，水电站来水长期不足；新能源装机成本不断提高；新能源电价上涨低于预期等。

请务必仔细阅读本报告最后部分的重要法律声明

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

## 目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 1 “拉闸限电”引关注，电力板块逆风起航.....          | 1  |
| 2 火电板块：燃料成本致普遍亏损，电价改革助力底部反转.....   | 2  |
| 3 水电板块：枯水成主要限制，关注来水变化带来的机会.....    | 4  |
| 4 新能源发电：成本上升不改发展趋势，双碳目标下空间仍广阔..... | 8  |
| 5 风险因素 .....                       | 10 |

## 插图目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图 1：电力各板块走势对比 .....                | 1  |
| 图 2：火电板块收入成本状况（亿元） .....           | 2  |
| 图 3：火电板块毛利率状况 .....                | 2  |
| 图 4：火电板块归母净利润状况（亿元） .....          | 2  |
| 图 5：火电板块 Q3 单季度归母净利润状况（亿元） .....   | 2  |
| 图 6：火电板块期间费用状况（亿元） .....           | 3  |
| 图 7：火电板块回报率状况 .....                | 3  |
| 图 8：火电板块经营性现金流状况（亿元） .....         | 3  |
| 图 9：板块内部差别巨大，经营现金流状况普遍下降（亿元） ..... | 4  |
| 图 10：火电板块资产负债率状况 .....             | 4  |
| 图 11：水电板块收入与成本状况（亿元） .....         | 5  |
| 图 12：剔除三峡水利后收入与成本状况（亿元） .....      | 5  |
| 图 13：收入增长与水电业务无关 .....             | 6  |
| 图 14：水电板块毛利持续下降 .....              | 6  |
| 图 15：水电板块期间费用状况（亿元） .....          | 6  |
| 图 16：水电板块回报率状况 .....               | 7  |
| 图 17：水电板块经营性现金流状况（亿元） .....        | 7  |
| 图 18：水电板块资产负债率状况 .....             | 7  |
| 图 19：新能源发电板块收入与成本状况（亿元） .....      | 8  |
| 图 20：新能源发电板块毛利率状况 .....            | 8  |
| 图 21：新能源发电板块归母净利润（亿元） .....        | 9  |
| 图 22：新能源发电板块回报状况 .....             | 9  |
| 图 23：新能源发电板块期间费用状况（亿元） .....       | 9  |
| 图 24：新能源发电板块经营性现金流状况（亿元） .....     | 10 |
| 图 25：新能源发电板块资产负债率 .....            | 10 |

请务必仔细阅读本报告最后部分的重要法律声明

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

## 1 “拉闸限电”引关注，电力板块逆风起航

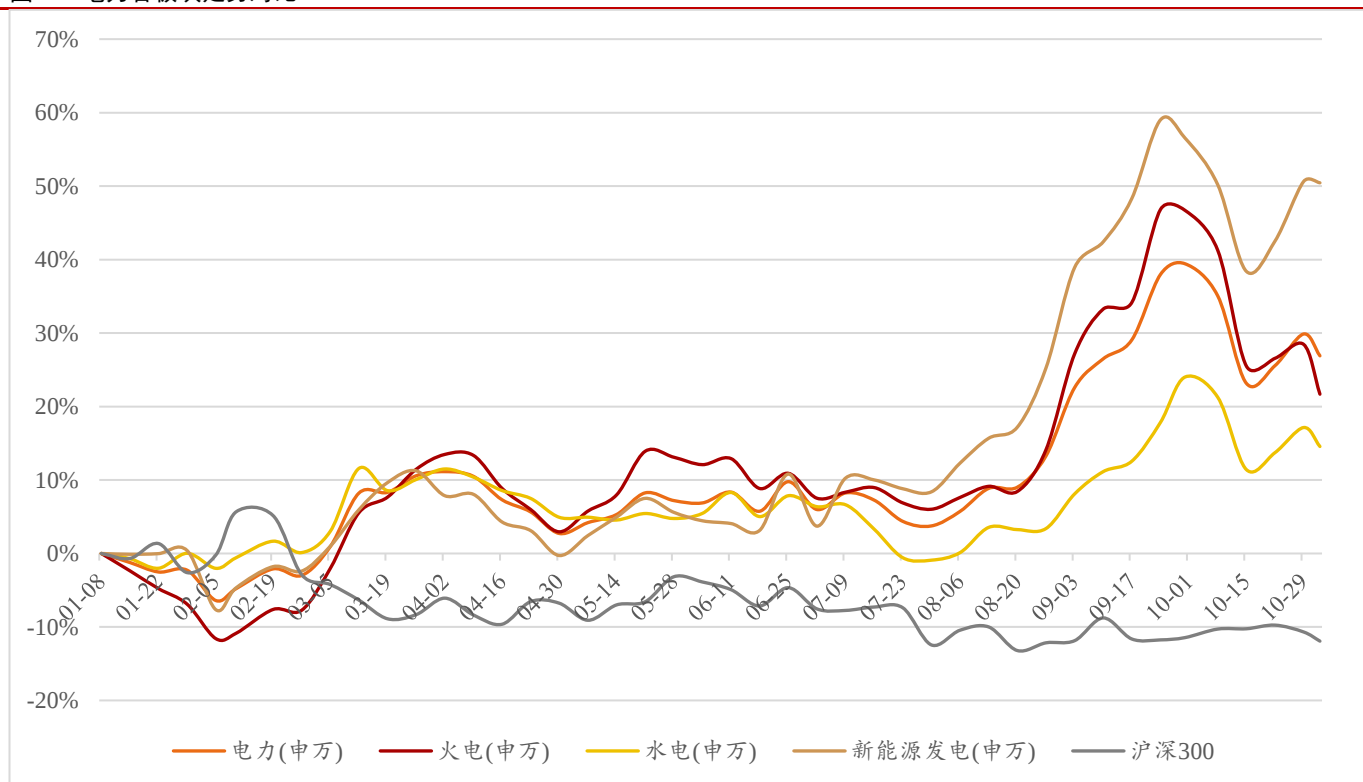
2021 年前三季度，电力行业整体走势可以划分为两个阶段：8 月底之前，板块一直处于小幅波动状态；9 月份之后，板块出现迅速抬升和较大幅度波动。1-8 月份，板块一直处于小幅波动状态，年初出现小幅下跌后 3 月份恢复正向增长，之后一直在 0-10% 左右的范围内波动。8 月底后，板块开始迅速抬升，9 月末达到顶峰，相较年初涨幅达 40%；之后回调 20%，再次上涨，进入较大幅度波动状态。截止 11 月 2 日收盘，电力指数相较于年初上涨 26.9%，领先沪深 300（下跌 11.93%）38.83%。

细分板块方面，火电、水电以及新能源发电板块与电力板块整体走势基本一致。3 月份恢复正向增长后，火电板块领先其他板块处于优势，7 月份被新能源发电板块赶超，之后新能源发电板块持续领先行业指数及其他细分板块，截止 11 月 2 日收盘，新能源发电板块相较年初增长 50.45%，火电板块表现次之，较年初上涨 21.68%，水电板块表现最差，较年初上涨 14.56%。

近期由于能源供需紧张，煤炭价格大幅上涨，导致火电企业出现大面积亏损。短期来看，伴随煤价下降与电价的上涨，火电板块有望实现底部反转；长期来看，火电企业正加快步伐进行清洁能源转型，有望实现从火电运营商到综合能源供应商的转型。

放眼整个行业，在“碳达峰、碳中和”的长期目标下，行业将迎来确定性机遇：供给端，能源的绿色转型背景下，新能源以及火电运营商的转型仍存在广阔空间；需求端，城镇化发展、人民物质生活水平的提高以及用能端的电气化转型，为电力需求增长提供持续强大的驱动力；价格端，电力市场化改革将建立良好的价格传导机制，电价有望实现边际上行。在供给、需求以及价格的“三重奏”下，电力行业将迎来长期发展机遇。

图 1：电力各板块走势对比



资料来源：Wind，首创证券

## 2 火电板块：燃料成本致普遍亏损，电价改革助力底部反转

疫情后需求增长迅速，但成本高企，毛利率及净利润出现大幅下降。受疫情影响，2020 年需求下降，2020Q3 火电板块营业收入一改之前稳步上升趋势，出现负向增长。2021 年，随着疫情的控制复工复产恢复良好，出口增加以及碳中和下电气化改造的推进，全社会用电需求大幅提升，2021Q3 整个火电板块营收也出现超过 25% 的增长。但是由于能耗双控、供给侧改革等原因，煤价等燃料成本大幅提升，导致营业成本出现高于收入端的增长，板块毛利率迅速下跌超过 11 个百分点。成本的异常提升导致火电板块利润下降严重，2021Q3 板块归母净利润大幅下跌达 82%，Q3 单季度归母净利润出现严重亏损。

图 2：火电板块收入成本状况（亿元）

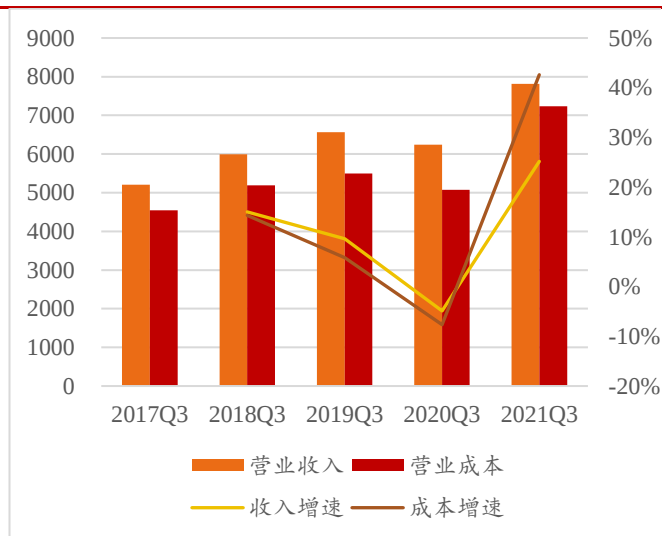
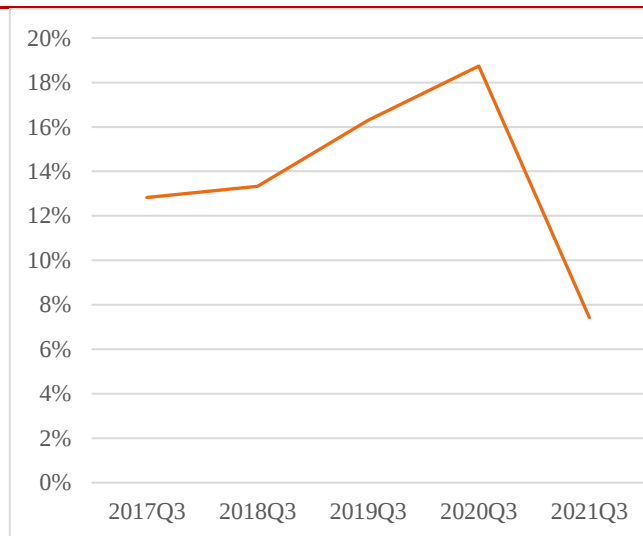


图 3：火电板块毛利率状况



资料来源：Wind，首创证券

注：本文 Q3 表示前三季度数据，Q3 单季表示单季数据

资料来源：Wind，首创证券

图 4：火电板块归母净利润状况（亿元）

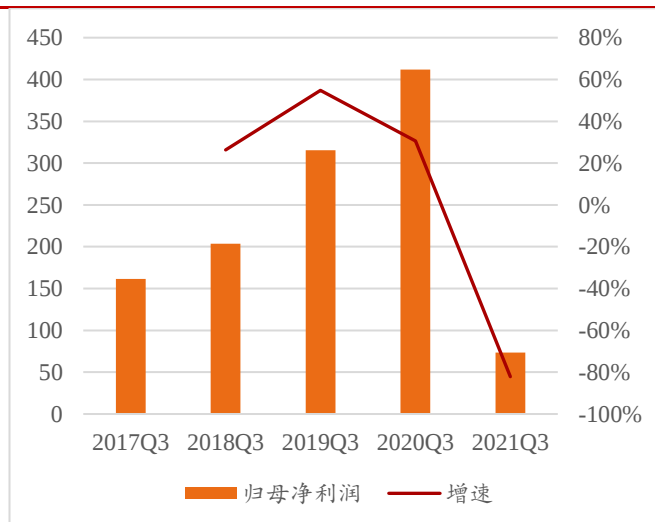
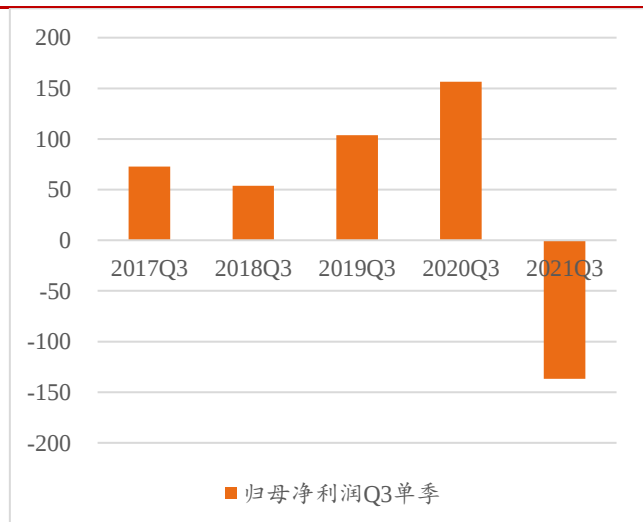


图 5：火电板块 Q3 单季度归母净利润状况（亿元）

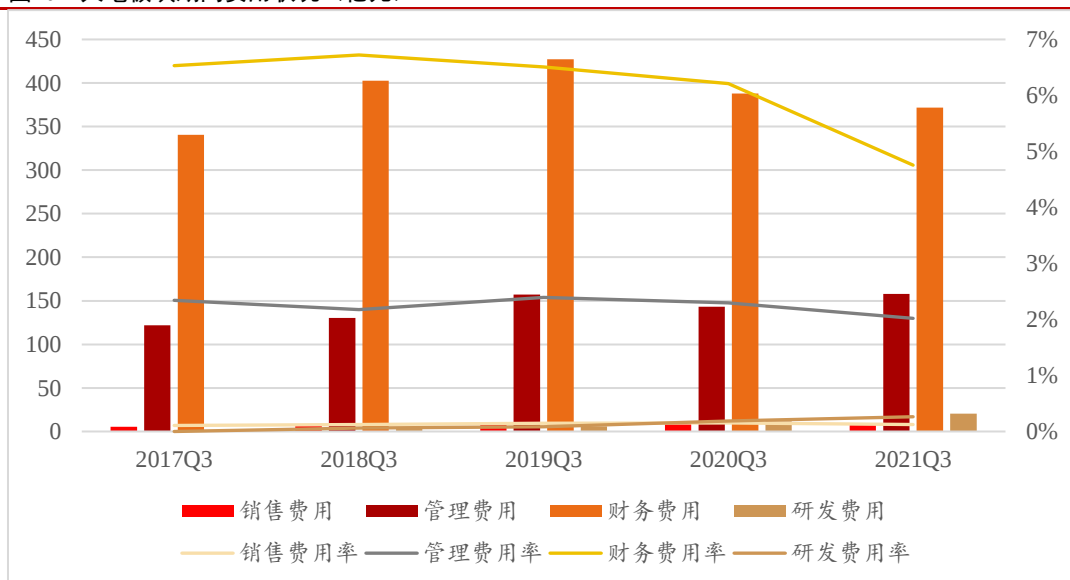


资料来源：Wind，首创证券

资料来源：Wind，首创证券

期间费用方面，板块销售费用率一直维持较低水平；研发费用率呈持续上升趋势，2021Q3 较去年同期增加 0.08%；管理费用率较去年同期下降 0.28 个百分点。板块财务费用率持续下降，2021Q3 较去年同期下降明显，同比下降 1.45%。

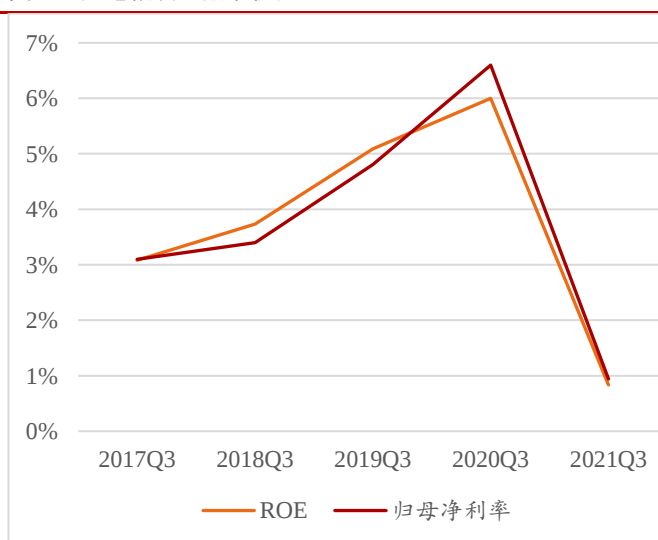
图 6：火电板块期间费用状况（亿元）



资料来源：Wind，首创证券

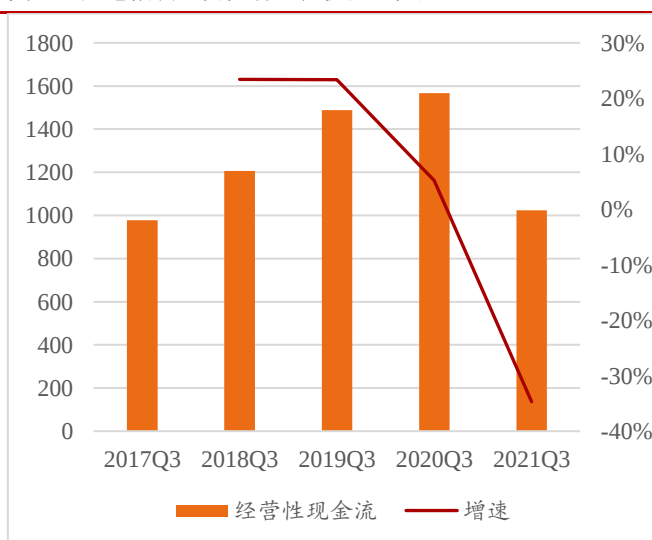
板块回报方面与经营性现金流均出现下降。板块回报率方面，主要受到煤价上涨成本高企原因，2021 年前三季度打破之前年度回报率不断上升的趋势，较 2020 年前三季度出现明显下降。2021Q3 火电板块 ROE/归母净利润率分别为 0.83%/0.94%，同比下降 5.17%/5.66%。经营性现金流方面，板块经营性现金流同样出现明显下降，2021Q3 板块经营性现金流 1023 亿元，同比下降 35%。

图 7：火电板块回报率状况



资料来源：Wind，首创证券

图 8：火电板块经营性现金流状况（亿元）



资料来源：Wind，首创证券

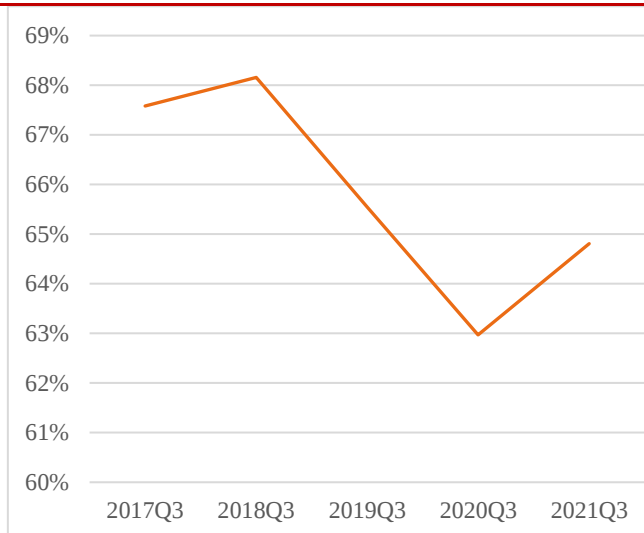
细分来看，火电板块公司经营性现金流差别巨大。除华能国际、国电电力、大唐发电等电力央企外，其余公司现金流体量较小。但是无论体量大小，除去个别公司外，2021年前三季度，火电板块大部分上市公司经营性现金流均出现不同程度的下降。

从资产负债率来看，2018Q3 之后，火电板块资产负债率呈现下降趋势，但是 2021Q3 板块资产负债率上升。2021Q3 火电板块资产负债率 64.81%，同比上涨 1.84%。

图 9：板块内部差别巨大，经营现金流状况普遍下降（亿元）

| 证券简称    | 2021Q3 | 同比变化    | 证券简称    | 2021Q3 | 同比变化     |
|---------|--------|---------|---------|--------|----------|
| 1 华能国际  | 227.94 | -16.32% | 12 皖能电力 | 11.24  | -41.99%  |
| 2 国电电力  | 200.73 | -17.16% | 13 建投能源 | 8.81   | -49.22%  |
| 3 大唐发电  | 161.95 | -24.74% | 14 广州发展 | 8.01   | -65.73%  |
| 4 华电国际  | 60.16  | -68.59% | 15 通宝能源 | 6.33   | -27.68%  |
| 5 粤电力A  | 41.03  | -36.77% | 16 江苏国信 | 4.98   | -92.13%  |
| 6 粤电力B  | 41.03  | -36.77% | 17 长源电力 | 4.47   | -29.74%  |
| 7 上海电力  | 40.49  | -22.84% | 18 金山股份 | 3.30   | -50.92%  |
| 8 深圳能源  | 32.32  | -28.23% | 19 华银电力 | 0.65   | -96.52%  |
| 9 浙能电力  | 31.43  | -50.60% | 20 穗恒运A | -1.03  | -114.04% |
| 10 京能电力 | 27.44  | -20.56% | 21 华电能源 | -5.08  | -175.29% |
| 11 内蒙华电 | 22.89  | -31.05% | 22 华电B股 | -5.08  | -175.29% |

图 10：火电板块资产负债率状况



资料来源：Wind，首创证券

资料来源：Wind，首创证券

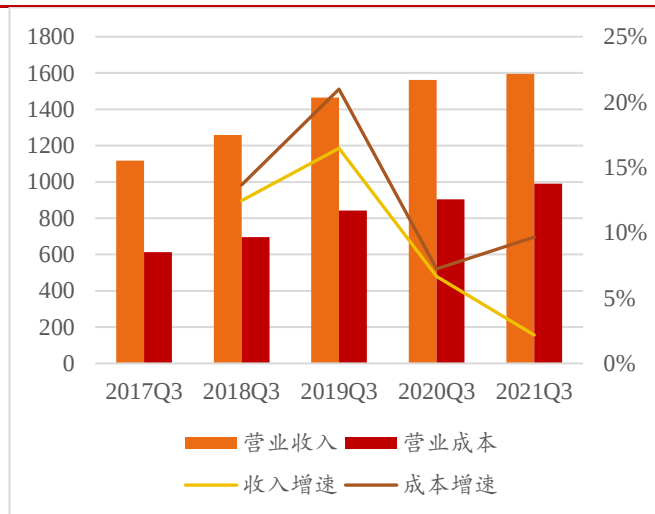
虽然国家大力提倡发展清洁能源，增加新能源装机与消纳，但是火电仍是我国电力的主要来源，在供给端具有其特殊价值。火电板块亏损主要由于燃料成本激增导致，而 10 月份以来，发改委联合相关部门高度关注“保供稳价”工作，不断出台相关政策文件，促进煤价回归合理区间。同时，10 月 11 日，国家发改委发布《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》，积极推动电力市场化改革，有利于形成良好的价格传导机制。在煤价及电价政策双向作用下，火电板块有望迎来底部反转。同时，火电行业企业都在加速推进清洁能源转型进度，新能源装机及收入在头部企业已逐渐“崭露头角”。长期来看，火电企业有望实现由火电运营商到综合能源供应商的转型。

### 3 水电板块：枯水成主要限制，关注来水变化带来的机会

收入增速低于成本增速，毛利率下降。2021 年前三季度，全社会用电量需求旺盛，但是由于主要流域来水偏枯，水电板块营收增长状况不佳，成本增速高于收入增速。全板块看，2021Q3 收入增速仅为 2%，成本增速为 10%。其中，三峡水利由于资产重组的原因，收入较去年同比增长 150.58%，由于其营业收入占整个板块的比重相对较高，将其剔除后，板块 2021 前三季度收入增速为 1%，成本增速为 6%。

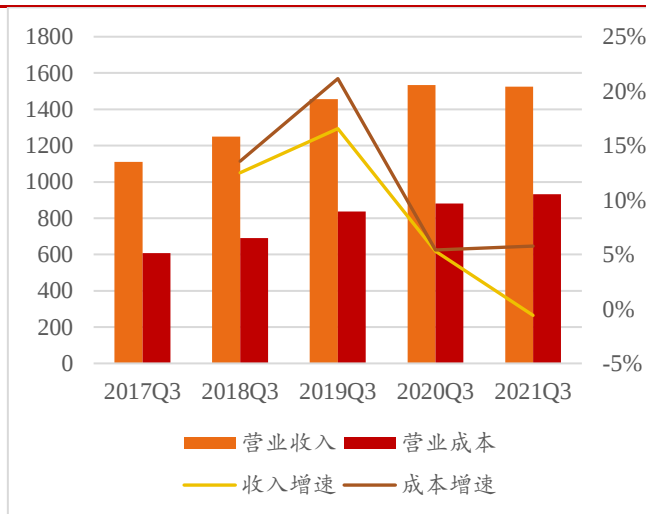
我们对收入增速同样相对较高，且营业收入占板块比重相对较大的公司进行了统计，发现大多数公司收入的增长并非由水电业务引起。受枯水影响，整个板块水电业务收入普遍下滑，由此也导致板块毛利率持续下滑。2021Q3 水电板块整体毛利率为 38%，较去年同期下降 4 个百分点，延续了 5 年的下滑趋势。

图 11：水电板块收入与成本状况（亿元）



资料来源：Wind，首创证券

图 12：剔除三峡水利后收入与成本状况（亿元）



资料来源：Wind，首创证券

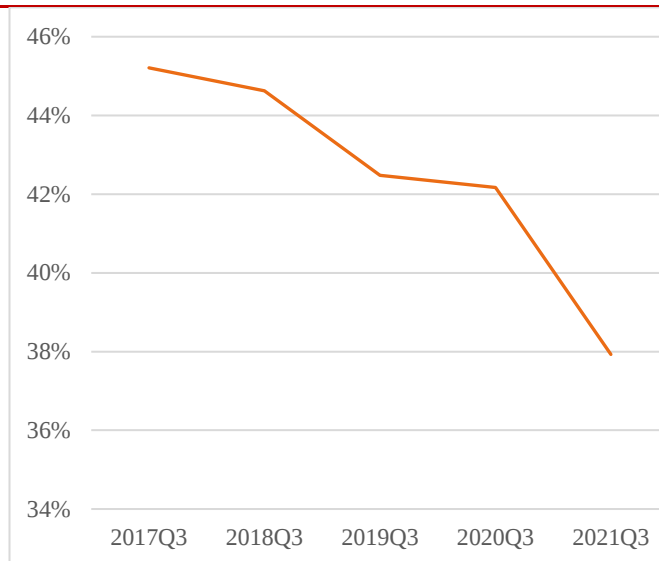
表 1：收入增长与水电业务无关

| 证券简称 | 收入增速    | 增长原因                           |
|------|---------|--------------------------------|
| 湖北能源 | 28.21%  | 水力火力新能源发电均增长，售煤增加              |
| 闽东电力 | 42.63%  | 宁德市区域内降水量较上年同期增加，水力发售电量较上年同期增加 |
| 川投能源 | 37.29%  | 2020 年 7 月 31 日收购的水电资产并表       |
| 国投电力 | 8.88%   | 枯水水电发电降低，火电与新能源发电提升            |
| 郴电国际 | 10.15%  | 发电量减少，售电售水增加                   |
| 湖南发展 | 92.64%  | 增加砂石业务                         |
| 三峡水利 | 150.85% | 资产重组                           |

资料来源：公司公告，首创证券

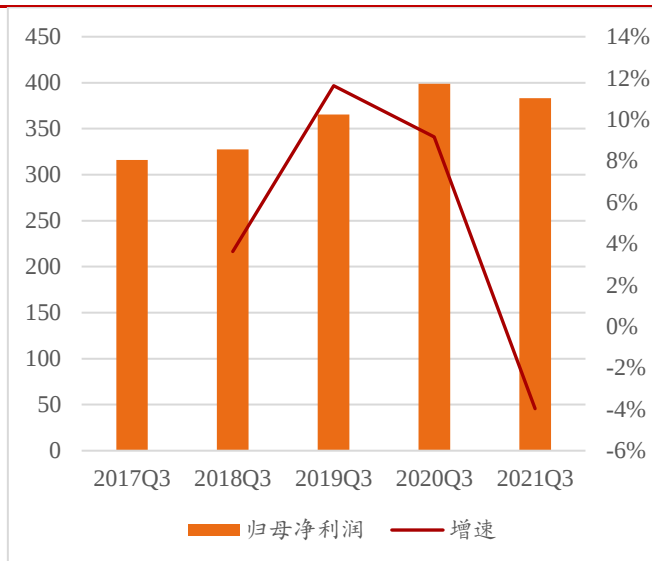
受收入端影响，前三季度水电板块归母净利润同比也出现下降。从 2017 年前三季度至 2020 年前三季度，水电板块归母净利润一直呈稳定增长态势。2021 年 Q3，板块受来水少发电量降低收入降低的影响，归母净利润出现下降。2021Q3 板块归母净利润 383.10 亿元，同比下降 3.97%。

图 13：收入增长与水电业务无关



资料来源：Wind，首创证券

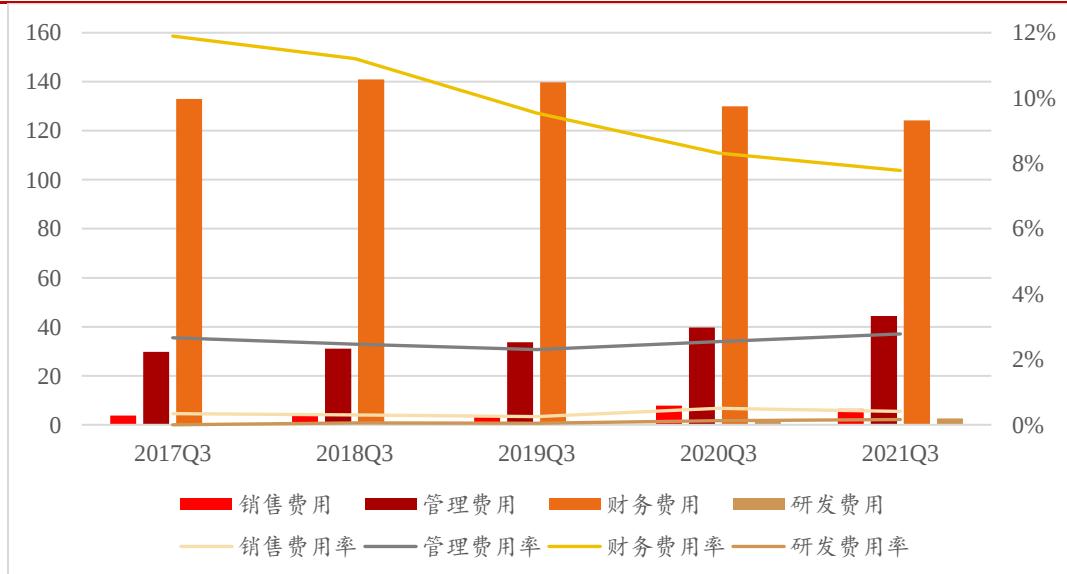
图 14：水电板块毛利持续下降



资料来源：Wind，首创证券

期间费用方面，水电板块整体期间费用下降，管理费用率与研发费用率小幅上升，财务费用率下降明显。2021Q3，水电板块销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 0.41%/2.78%/7.78%/0.16%。其中，管理费用率与研发费用率小幅上升，较去年同期分别上升 0.24%/0.04%；销售费用率较低且保持稳定，财务费用率持续下降，较去年同期下降 0.54%。

图 15：水电板块期间费用状况（亿元）

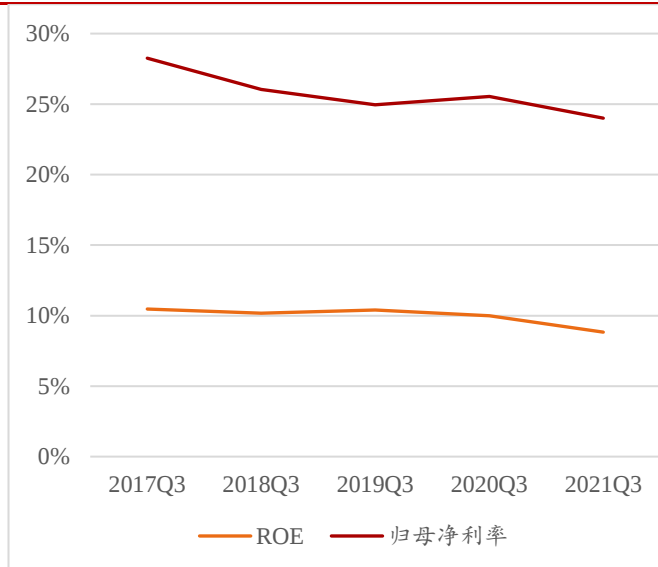


资料来源：Wind，首创证券

板块回报率方面，延续下降趋势。2021 年前三季度，板块归母净利润率为 24%，同比下降 1.53%；板块 ROE 为 8.83%，同比下降 1.16%。整个板块回报率从 2017 年 Q3 开始呈现不断下降趋势。

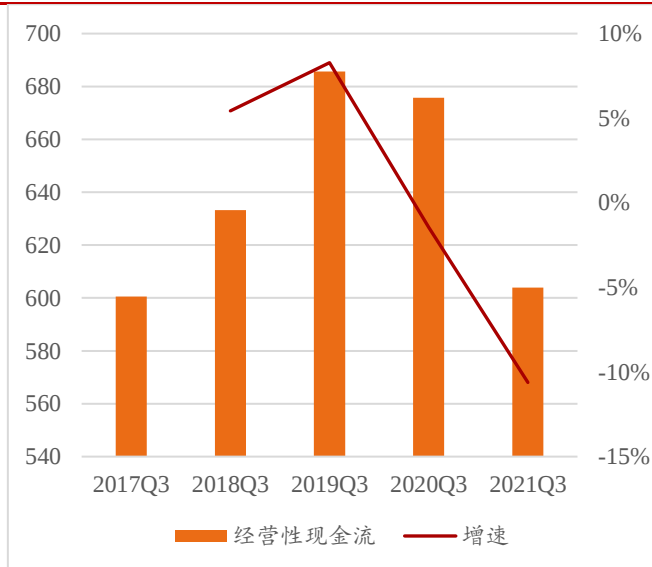
经营性现金流方面,板块也出现较大下滑。2021Q3 板块经营性现金流 603.98 亿元,同比下降 10.61%,较去年同期减少 71.73 亿元。

图 16: 水电板块回报率状况



资料来源: Wind, 首创证券

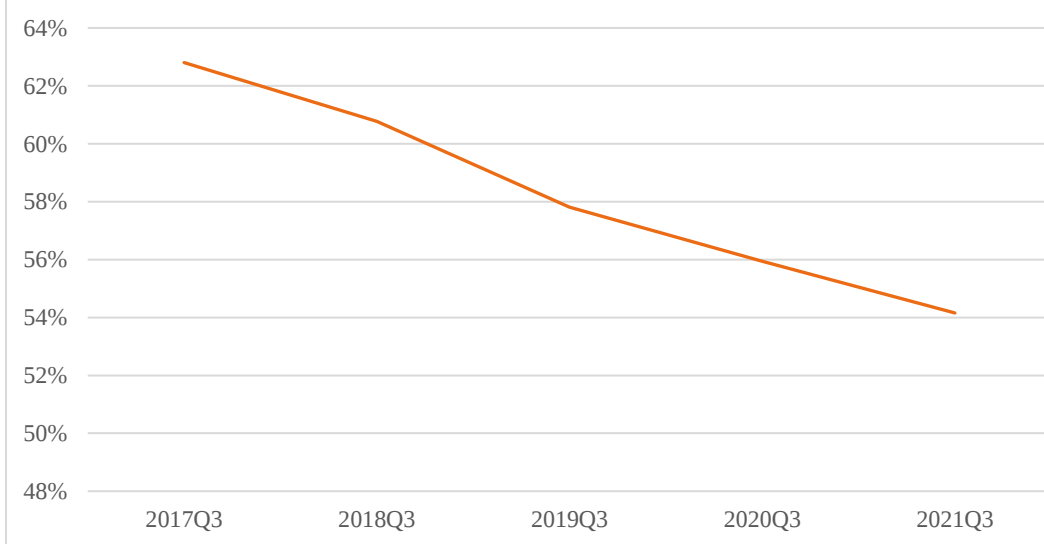
图 17: 水电板块经营性现金流状况 (亿元)



资料来源: Wind, 首创证券

资产负债率方面,板块资产负债率延续稳定下降态势。由于新增装机较少,板块资产负债率呈持续稳定下降趋势。2021 年 Q3 水电板块资产负债率为 54.16%,较去年同期下降 1.78%。

图 18: 水电板块资产负债率状况



资料来源: Wind, 首创证券

水电板块由于新增装机数量较少,同时成本端资产折旧相对稳定,因此受降水量及流域来水状况影响较大。但由于全社会用电需求不断增长,同时,电价市场化改革,有

请务必仔细阅读本报告最后部分的重要法律声明

7

找报告,上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (18610100296) 同步分享更新

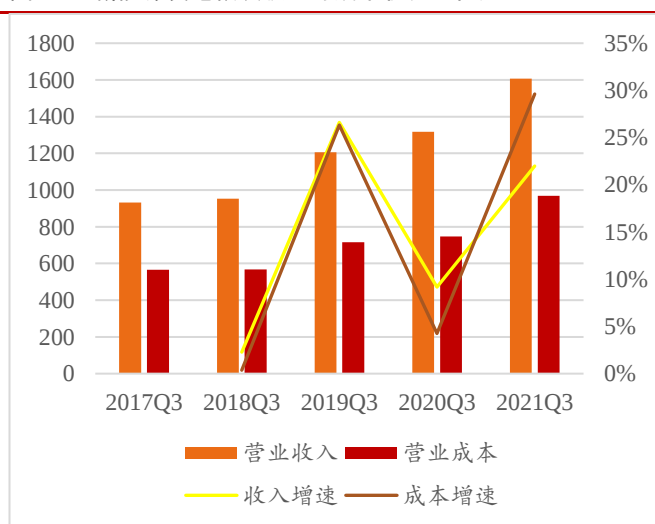
望带来水电价格的边际改善，需关注水量及电价增长带来水电板块业绩的变化。

#### 4 新能源发电：成本上升不改发展趋势，双碳目标下空间仍广阔

收入稳定增长，成本大幅提高，毛利下降。随着装机量的不断增长，以及用电需求的提升，新能源发电板块收入呈稳定增长态势，2021 年前三季度新能源发电板块营业收入 1606.80 亿元，同比增长 21.99%，从 2017Q3 以来 4 年复合增长率达 15%。但由于光伏组件价格上升等因素，新能源发电营业成本大幅上升，2021Q3 营业成本 968.55 亿元，同比增长 29.62%，高于收入增速近 8 个百分点。

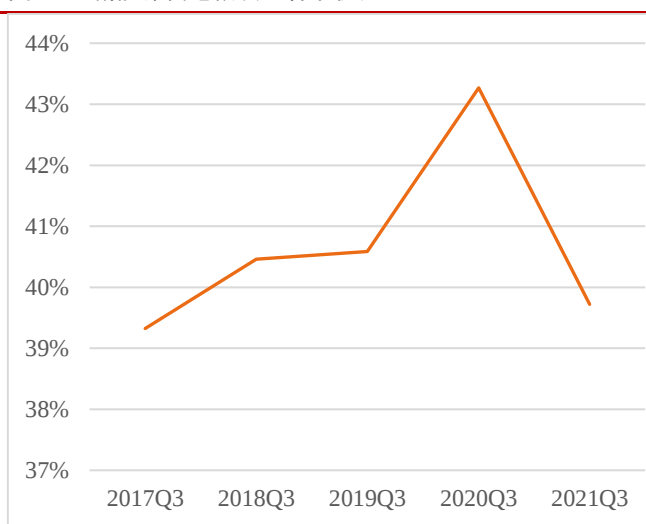
由于成本增速高于收入增速，板块毛利率下降明显。2021QQ3 板块毛利率 39.72%，较去年同期下降 3.55%，改变了自 2017Q3 以来毛利不断上涨的趋势。

图 19：新能源发电板块收入与成本状况（亿元）



资料来源：Wind，首创证券

图 20：新能源发电板块毛利率状况

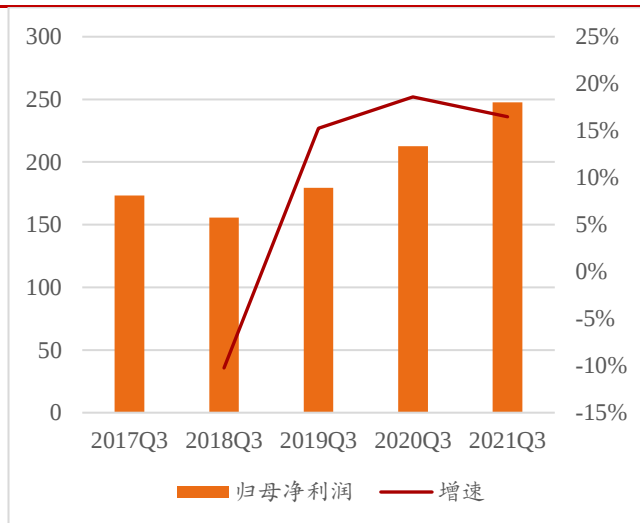


资料来源：Wind，首创证券

归母净利润延续增长，但增速下降。受益于装机量及用电需求的增长，2021 年前三季度，新能源发电板块归母净利润延续之前的上涨态势，2021Q3 板块归母净利润 247.72 亿元，同比增长 16.47%，增速较去年同期下降 2.13 个百分点。

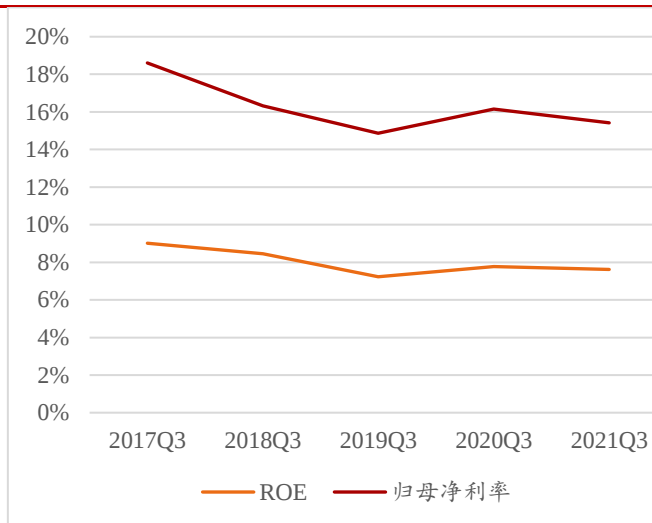
受板块成本增加影响，板块回报率亦出现下降。2021Q3 新能源发电板块 ROE 为 7.63%，较去年同期下降 0.15%；归母净利率为 15.42%，较去年同期下降 0.73%。从 2017 年 Q3 以来，板块回报率整体呈现缓慢下降的趋势。

图 21：新能源发电板块归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，首创证券

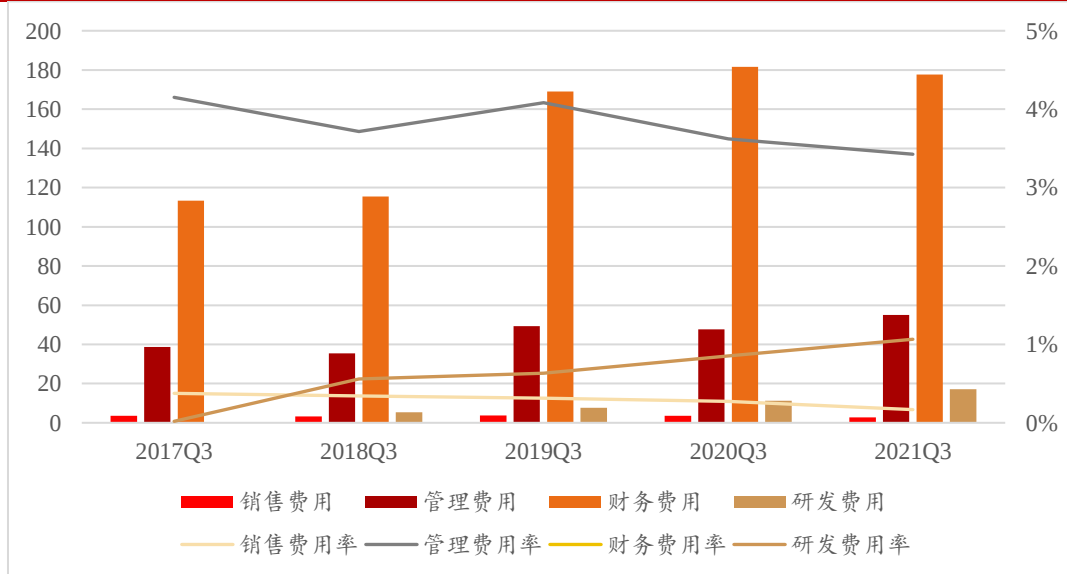
图 22：新能源发电板块回报状况



资料来源：Wind，首创证券

期间费用方面，管理费用率稳步降低，财务费用率下降明显，研发费用率稳步提升。2021 年前三季度，板块销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 0.17%/3.43%/11.06%/1.07%。其中，管理费用率稳步下降，较去年同期下降 0.19%；财务费用率下降明显，较去年同期下降 2.73%；研发费用率呈稳定增长趋势，较去年同期增长 0.21%；销售费用率占比较低且呈稳定下降趋势，较去年同期下降 0.11%。

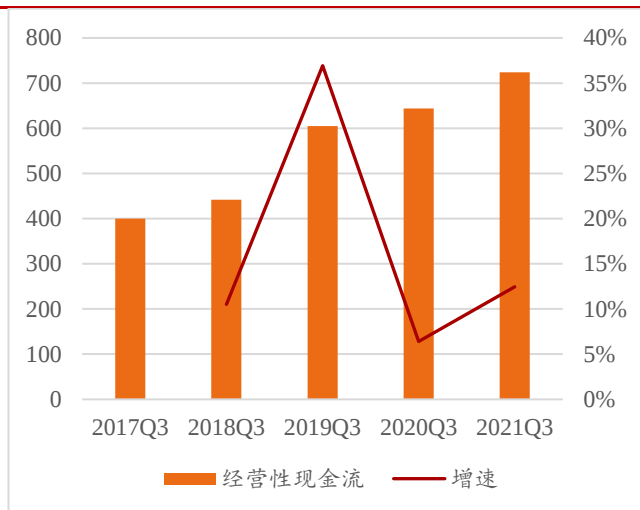
图 23：新能源发电板块期间费用状况（亿元）



资料来源：Wind，首创证券

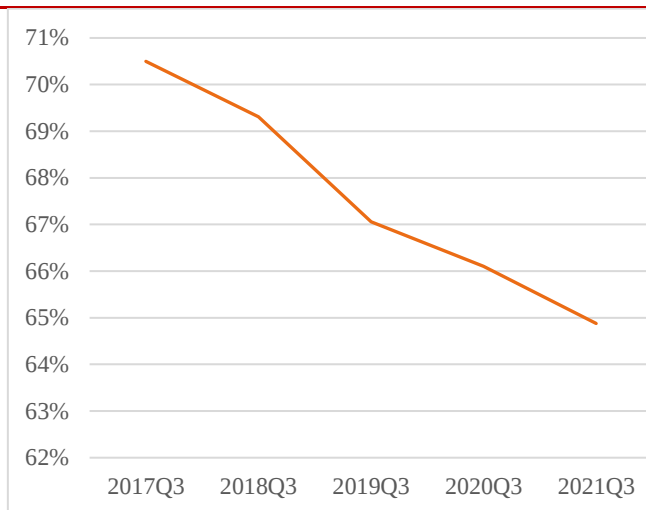
经营性现金流状况良好，板块资产负债率持续降低。新能源发电板块经营性现金流状况良好，增长态势稳定，且增速提高。2021 年 Q3 板块经营性现金流 724.13 亿元，同比增长 12%，较去年同期增加 6 个百分点。板块资产负债率持续降低，2021Q3 板块资产负债率为 64.88%，同比下降 1.23 个百分点。

图 24：新能源发电板块经营性现金流状况（亿元）



资料来源：Wind，首创证券

图 25：新能源发电板块资产负债率



资料来源：Wind，首创证券

近期虽然出现能源供需偏紧、“保供稳价”等现象，但是《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》、《2030 年前碳达峰行动方案》等文件的印发，明确了我国实现碳达峰、碳中和的长期目标不变。双碳目标下，风电、光伏等新能源发电措施是能源绿色转型的主要手段，是未来能源行业长期发展的主题。虽然短期存在光伏组件成本升高等问题，但是长期发展空间广阔，叠加电价市场化改革利好，仍存在较大发展机会。

## 5 风险因素

- 碳中和相关政策落地进度不及预期等；
- 电价市场化改革不及预期；煤价下降不及预期；
- 主要水电站流域降水偏低，水电站来水长期不足；
- 新能源装机成本不断提高；新能源电价上涨低于预期等。

## 分析师简介

邹序元，分析师，英国埃克塞特大学金融与投资专业硕士，10 年证券研究经验，5 年证券投资经验。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见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任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券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。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

| 1. 投资建议的比较标准                                                               | 评级     | 说明                      |
|----------------------------------------------------------------------------|--------|-------------------------|
| 投资评级分为股票评级和行业评级                                                            | 股票投资评级 | 买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上 |
| 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准 | 增持     | 相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间 |
|                                                                            | 中性     | 相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间 |
|                                                                            | 减持     | 相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上     |
| 2. 投资建议的评级标准                                                               | 行业投资评级 | 看好 行业超越整体市场表现           |
| 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准                         | 中性     | 行业与整体市场表现基本持平           |
|                                                                            | 看淡     | 行业弱于整体市场表现              |