

水电开启丰收季，火电拐点将至，新能源趋势不改

2022 年 05 月 03 日

► **超六成业绩表现不佳。**电力行业 93 家上市公司中，2021 年归母净利润同比增长、扭亏为盈的分别有 34、2 家，同比下降、出现亏损、持续亏损的分别有 29、24、4 家；1Q22 归母净利润同比增长、扭亏为盈的分别有 34、2 家，同比下降、出现亏损、持续亏损的分别有 34、13、10 家。

► **火电：亏损再创新高，拐点曙光已现。**火电（含热电、生物质发电等）板块 47 家公司中，2021 年归母净利润同比增长的有 9 家，同比下降、出现亏损、持续亏损的分别有 15、21、2 家；1Q22 归母净利润同比增长的有 13 家，同比下降、出现亏损、持续亏损的分别有 21、9、14 家。2021 年 Q1-Q4 单季成本增速分别超过营收增速 4.9、13.5、32.8、41.7pct，4Q21 亏损 510.04 亿元，打破 3Q21 的单季百亿亏损纪录。1Q22，用电需求回落、水电出力提升，电煤价格回落，火电成本端的压力有所缓解，板块营收、成本增速差收窄，呈现边际向好趋势；如果 Q2 煤价进一步回落，整个火电板块有望真正迎来业绩拐点。

► **水电：来水如期改善，有望开启丰收季。**水电（含地电等）板块 21 家公司中，2021 年归母净利润同比增长、扭亏为盈的分别有 9、1 家，同比下降的有 11 家；1Q22 归母净利润同比增长、扭亏为盈的分别有 8、2 家，同比下降、出现亏损、持续亏损的分别有 8、1、2 家。2021 年来水持续偏弱，水电表现疲弱；1Q22 全国平均降水量较常年同期偏多，1-3 月分别偏多 11.9%、66%、15.5%，2022 年水电或将再次开启丰收季。

► **新能源：高歌猛进势头不减。**新能源（核电、风电、光伏）板块 25 家公司中，2021 年归母净利润同比增长、扭亏为盈的分别有 16、1 家，同比下降、出现亏损、持续亏损的分别有 3、3、2 家；1Q22 归母净利润同比增长的有 13 家，同比下降、出现亏损、持续亏损的分别有 5、3、4 家。1Q22 新能源板块高景气度延续，全国核电装机同比增长 6.6%，规上风电、光伏装机同比增长 17.3%、13.5%。

► **投资建议：**提前到来的汛期、持续偏多的来水，均部分验证了我们此前对于 2022 年来水大概率好转的预判，结合西南水电投产高峰，水电有望迎来丰收年；用电需求回落、水电出力提升，火电电量承压或将传导至上游煤炭供需；4 月 20 日国常会一次性核准 6 台核电机组，新机组常态化审批符合预期，确保核电行业可持续发展；Q1 风、光利用小时不佳，但短期扰动不改长期趋势。水电板块推荐长江电力，谨慎推荐国投电力、华能水电；火电板块推荐申能股份；核电板块推荐中国核电，谨慎推荐中国广核；风光运营板块推荐三峡能源。

► **风险提示：**1) 利用小时下降；2) 网电价降低；3) 煤炭价格上升；4) 降水量减少；5) 政策推进不及预期。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
600900	长江电力	22.72	1.16	1.33	1.37	19.6	17.1	16.6	推荐
601985	中国核电	7.13	0.43	0.59	0.64	16.6	12.1	11.1	推荐
600642	申能股份	5.57	0.33	0.70	0.73	16.9	8.0	7.6	推荐
600905	三峡能源	5.82	0.20	0.30	0.33	29.1	19.4	17.6	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

(注：股价为 2022 年 04 月 29 日收盘价)

推荐

维持评级



分析师：严家源

执业证号：S0100521100007

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

相关研究

1. 电力月谈（2022 年 4 月期）
2. 公用事业行业周报（2022 年第 17 周）：AP1000 起死回生，“美丽乡村”呼唤社会资本
3. “420”国常会点评：意料之中意料之外
4. 公用事业行业周报（2022 年第 16 周）：用电增速如期回落，打赢黑臭水体治理攻坚战
5. 公用事业行业周报（2022 年第 15 周）：优惠电价陆续取消，区域发展推进“无废城市”

目 录

1 2021 年报与 1Q22 季报业绩综述	3
2 各子板块 2021 年报及 1Q22 季报业绩汇总	7
2.1 火电：亏损再创新高，拐点曙光已现	7
2.2 水电：来水如期改善，有望开启丰收季	11
2.3 新能源：高歌猛进势头不减	13
3 投资建议	17
4 风险提示	18
插图目录	19
表格目录	19

1 2021 年报与 1Q22 季报业绩综述

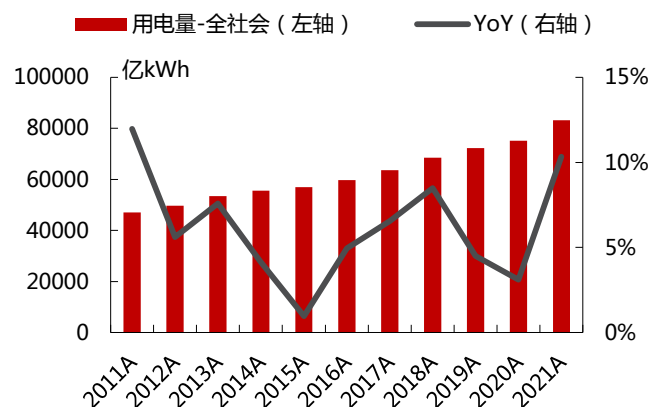
从需求端来看：2021 年，1 月份 3 次全国性的冷空气过程对冬季采暖用电需求产生了较强的刺激作用，而 3Q21 全国大部分地区均经历了持续高温天气的考验，其中 9 月为 1961 年以来历史同期最高、7 月为历史同期第二高。同时，全球疫情持续肆虐之下，对国内产品的需求促使相关企业加快生产。冬夏的极端天气和全球疫情反复，推动国内用电增速连超预期。2021 年，全社会用电量 8.31 万亿千瓦时，同比增长 10.3%，较 2020 年提高 7.2pct，与 2019 年相比，两年复合增速达到 7.3%。

2022 年伊始，冬春交替提前，采暖需求减少，国内疫情反复，“停工停产”再现，全社会用电需求进一步回落。2022 年第一季度，全社会用电量 2.04 万亿千瓦时，同比增长 5.0%，2019-2022 年同期 CAGR 为 6.7%。

从供给端来看：2021 年来水持续偏弱，导致水电出力捉襟见肘；核电相比上年同期仅新增两台机组，在机组检修等因素限制下，利用小时进一步提升空间有限；需求持续旺盛，供给侧仅靠煤电勉力支撑。但能耗双控、煤价飙升，均对煤电的出力形成制约，“电荒”再度上演。2021 年，全国发电量同比增长 9.8%，较全社会用电量增速低 0.5pct，与 2019 年相比，两年复合增速达到 6.9%。

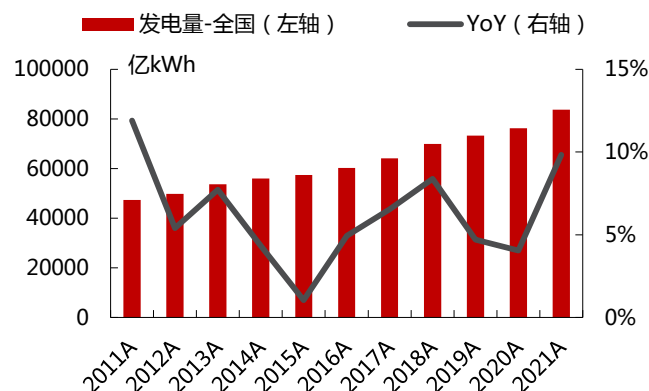
1Q22 全国平均降水量较常年同期偏多，1-3 月较常年同期分别偏多 11.9%、66%、15.5%，延续偏丰趋势，2019 年是水电大年，2022 年或将再次开启丰收季。用电需求回落、水电出力提升，火电承压重回 2021 年末的下行通道。2022 年一季度，全国规上电厂发电量 1.99 万亿千瓦时，同比增长 3.1%，2019-2022 年同期 CAGR 为 6.0%。

图 1：2021 年全社会用电量同比增长 10.3%

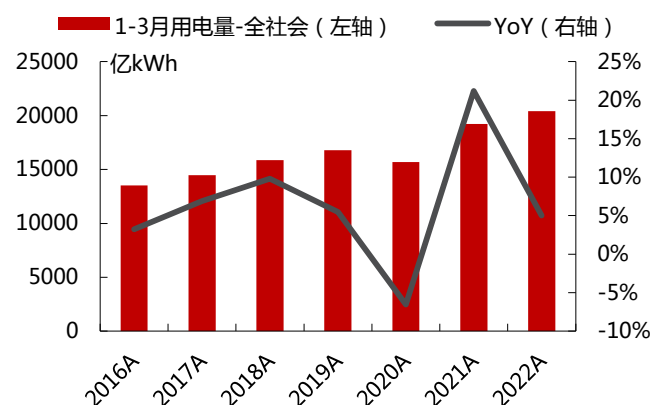


资料来源：国家能源局，中电联，Wind，民生证券研究院

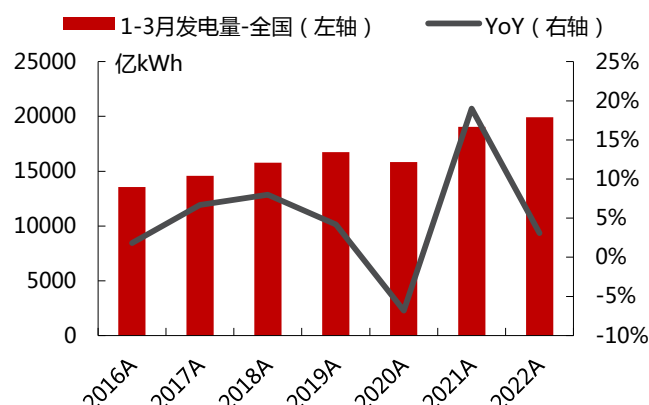
图 2：2021 年全国发电量同比增长 9.8%



资料来源：国家能源局，中电联，Wind，民生证券研究院

图 3：2022 年 1-3 月全社会用电量同比增长 5.0%


资料来源：国家能源局，中电联，Wind，民生证券研究院

图 4：2022 年 1-3 月全国发电量同比增长 3.1%


资料来源：国家能源局，中电联，Wind，民生证券研究院

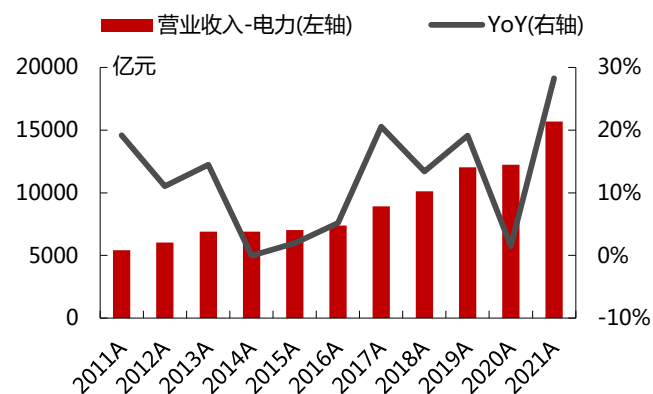
2021 年，电力行业 93 家上市公司中，实现归母净利润同比增长的有 34 家，另有 2 家公司扭亏为盈；有 29 家公司归母净利润同比下降，另有 24 家出现亏损、4 家持续亏损。1Q22，实现归母净利润同比增长的有 34 家，另有 2 家公司扭亏为盈；有 34 家公司归母净利润同比下降，另有 13 家出现亏损、10 家持续亏损。

在各子板块中，2021 年火电（含热电、生物质发电等）板块 47 家公司中，有 9 家实现归母净利润同比增长，同比下降的有 15 家，另有 21 家出现亏损、2 家持续亏损；水电（含地电等）板块的 21 家公司中有 9 家实现归母净利润同比增长，有 1 家扭亏为盈，同比下降的有 11 家；新能源（核电、风电、光伏发电）板块 25 家公司中，有 16 家实现归母净利润同比增长、1 家扭亏为盈，同比下降的有 3 家，另有 3 家出现亏损、2 家持续亏损。1Q22 火电（含热电、生物质发电等）板块 47 家公司中，有 13 家实现归母净利润同比增长，同比下降的有 21 家，另有 9 家出现亏损、4 家持续亏损；水电（含地电等）板块的 21 家公司中有 8 家实现归母净利润同比增长，有 2 家扭亏为盈，同比下降的有 8 家，另有 1 家出现亏损、2 家持续亏损；新能源（核电、风电、光伏发电）板块 25 家公司中，有 13 家实现归母净利润同比增长，同比下降的有 5 家，另有 3 家出现亏损、4 家持续亏损。

2021 年，全行业营业收入、营业成本、归母净利润同比分别增长 28.3%、增长 49.6%、下降 66.8%，毛利率、净利率分别为 12.4%、2.6%，比 2020 年分别回落 12.5、9.2 个百分点。

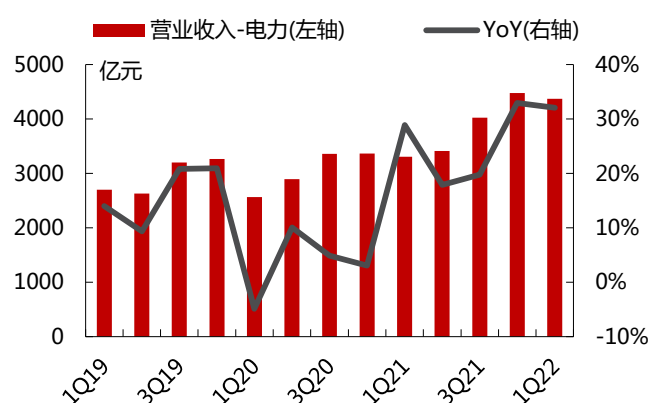
1Q22，全行业营业收入、营业成本、归母净利润同比分别增长 32.1%、增长 39.6%、下降 11.3%，毛利率、净利率分别为 16.0%、7.0%，比 1Q21 分别回落 4.5、3.4 个百分点。

图 5：2021 年电力行业营业收入同比增长 28.3%



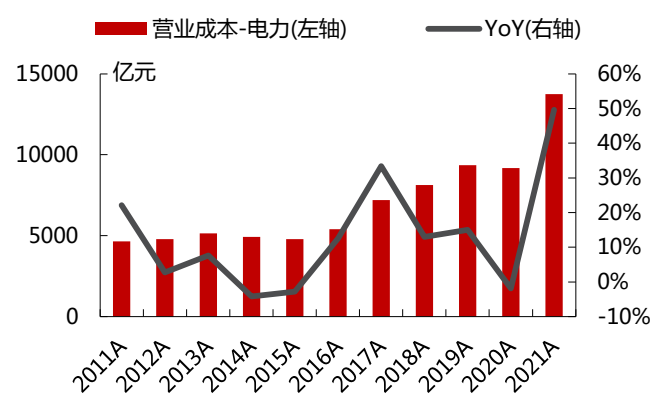
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：1Q22 电力行业营业收入同比增长 32.1%



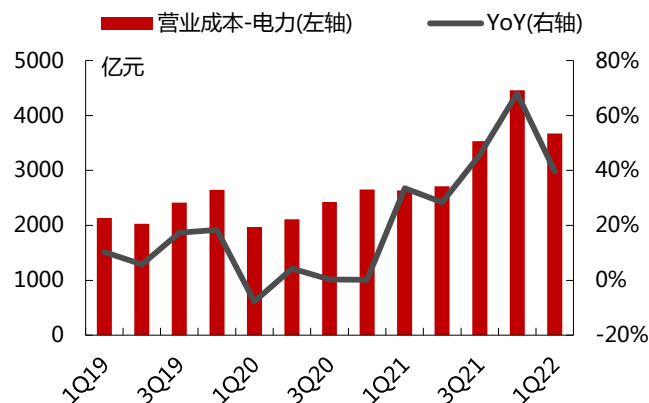
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7：2021 年电力行业营业成本同比增长 49.6%



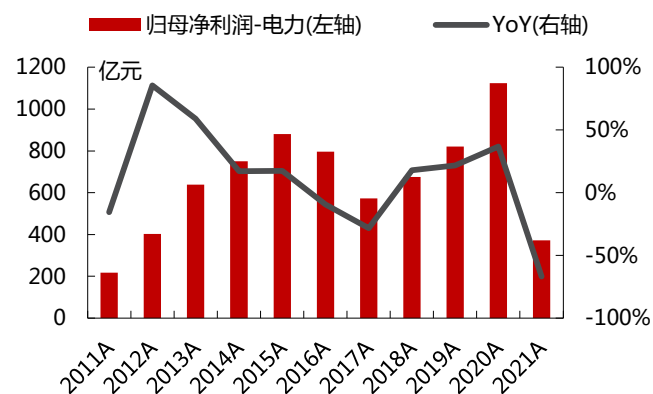
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：1Q22 电力行业营业成本同比增长 39.6%



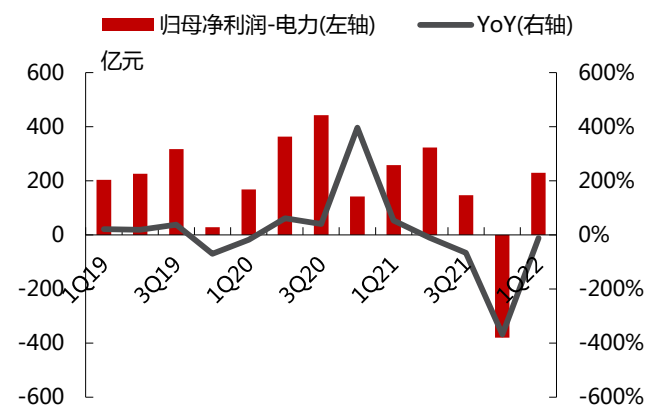
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 9：2021 年电力行业归母净利润同比下降 66.8%



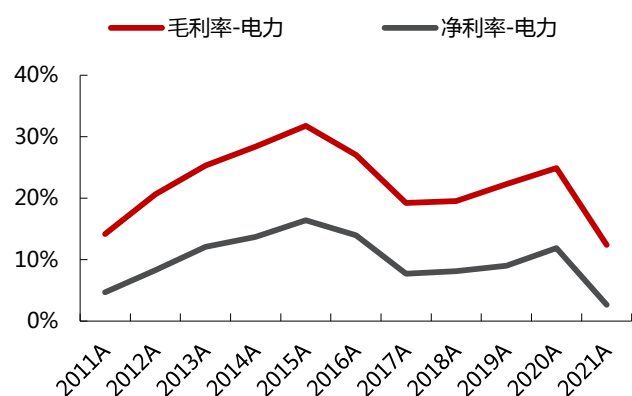
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 10：1Q22 电力行业归母净利润同比下降 11.3%



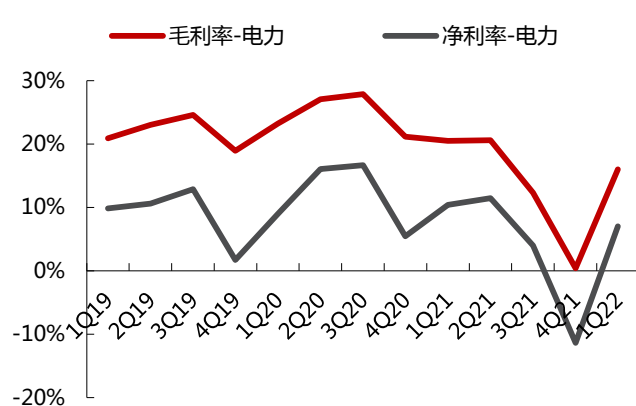
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 11：2021 年电力行业毛利率、净利率同比下降 12.5pct、9.2pct



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 12：1Q22 电力行业毛利率、净利率同比下降 4.5pct、3.4pct



资料来源：Wind，民生证券研究院

2 各子板块 2021 年报及 1Q22 季报业绩汇总

2.1 火电：亏损再创新高，拐点曙光已现

火电（含热电、生物质发电等）板块 47 家公司中，2021 年有 9 家实现归母净利润同比增长，同比下降的有 15 家，另有 21 家出现亏损、2 家持续亏损；1Q22 有 13 家实现归母净利润同比增长，同比下降的有 21 家，另有 9 家出现亏损、4 家持续亏损。

表 1：火电板块 2021 年年报及 2022 年一季报业绩汇总（不追溯调整）

证券代码	证券简称	归母净利润（亿元）						归母净利润变化	
		2020A	2021A	YoY	1Q21A	1Q22A	YoY	2021A	1Q22A
600011.SH	华能国际	45.65	-102.64	-324.85%	31.27	-9.56	-130.59%	亏损	亏损
600795.SH	国电电力	26.33	-18.45	-170.08%	16.88	10.56	-37.46%	亏损	下降
600027.SH	华电国际	41.79	-49.65	-218.80%	11.99	6.17	-48.56%	亏损	下降
601991.SH	大唐发电	30.40	-92.64	-404.71%	8.09	-4.09	-150.60%	亏损	亏损
600023.SH	浙能电力	60.86	-8.55	-114.05%	10.53	6.27	-40.46%	亏损	下降
603071.SH	物产环能	5.03	10.10	100.88%	1.51	2.42	59.89%	增长	增长
000539.SZ	粤电力 A	17.46	-31.48	-280.25%	-0.49	-4.50	810.34%	亏损	持续亏损
600098.SH	广州发展	9.03	2.03	-77.57%	2.00	2.61	30.59%	下降	增长
000027.SZ	深圳能源	39.84	21.29	-46.57%	4.71	5.18	9.93%	下降	增长
600021.SH	上海电力	8.89	-18.93	-312.92%	2.68	1.01	-62.19%	亏损	下降
002608.SZ	江苏国信	22.74	-3.43	-115.08%	4.83	3.60	-25.44%	亏损	下降
600642.SH	申能股份	23.93	16.42	-31.36%	8.89	2.02	-77.32%	下降	下降
600578.SH	京能电力	13.96	-31.11	-322.80%	0.67	2.93	340.52%	亏损	增长
000543.SZ	皖能电力	10.14	-13.37	-231.91%	1.10	1.38	25.25%	亏损	增长
600863.SH	内蒙华电	7.59	4.52	-40.42%	1.41	4.96	251.10%	下降	增长
000767.SZ	晋控电力	2.26	0.04	-98.30%	0.04	0.03	-26.29%	下降	下降
000600.SZ	建投能源	9.25	-22.10	-338.99%	3.00	0.70	-76.76%	亏损	下降
000875.SZ	吉电股份	4.78	4.50	-5.79%	4.26	4.15	-2.50%	下降	下降
000966.SZ	长源电力	3.54	-0.25	-107.16%	1.11	0.80	-28.26%	亏损	下降
600483.SH	福能股份	14.95	12.68	-15.18%	5.50	6.44	16.94%	下降	增长
001896.SZ	豫能控股	2.91	-20.28	-795.61%	0.28	-4.62	-1762.85%	亏损	亏损
002015.SZ	协鑫能科	8.02	10.04	25.25%	1.55	1.70	9.93%	增长	增长
600726.SH	*ST 华源	-11.07	-29.37	165.40%	0.08	-7.79	-10056.39%	持续亏损	亏损
600744.SH	华银电力	0.35	-22.70	-6653.08%	-1.02	-1.11	8.68%	亏损	持续亏损
000690.SZ	宝新能源	18.18	8.24	-54.65%	0.91	0.04	-95.87%	下降	下降
600780.SH	通宝能源	3.00	1.86	-37.95%	1.17	2.68	129.07%	下降	增长
600509.SH	天富能源	0.49	-0.45	-192.38%	0.91	-2.20	-341.06%	亏损	亏损
600982.SH	宁波能源	2.53	4.74	87.48%	0.44	0.44	-0.12%	增长	下降
600396.SH	金山股份	0.82	-19.20	-2449.42%	0.29	-4.78	-1766.77%	亏损	亏损
000958.SZ	东方能源	12.71	12.96	1.98%	3.62	3.04	-15.94%	增长	下降
002479.SZ	富春环保	2.98	3.32	11.35%	1.19	0.20	-83.02%	增长	下降
000531.SZ	穗恒运 A	7.80	1.60	-79.42%	1.32	-0.51	-138.38%	下降	亏损

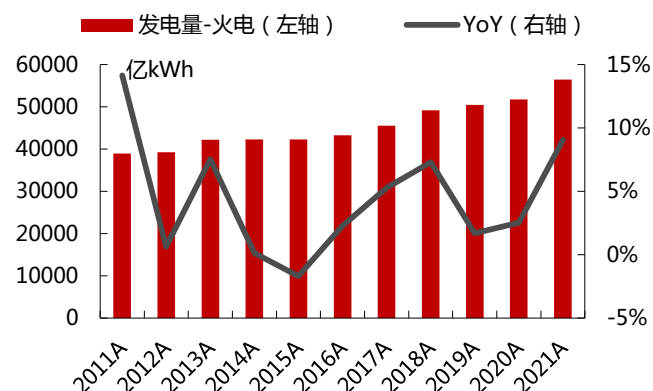
600167.SH	联美控股	16.85	10.46	-37.93%	7.01	6.71	-4.40%	下降	下降
605011.SH	杭州热电	2.34	2.33	-0.18%	0.52	0.41	-21.27%	下降	下降
000899.SZ	赣能股份	3.16	-2.48	-178.54%	0.27	-0.01	-103.75%	亏损	亏损
002616.SZ	长青集团	3.50	-1.59	-145.46%	0.49	0.04	-91.00%	亏损	下降
000692.SZ	惠天热电	-9.72	-2.21	-77.28%	1.35	-6.96	-616.69%	持续亏损	亏损
300335.SZ	迪森股份	0.33	-0.80	-345.56%	0.06	0.03	-59.17%	亏损	下降
002893.SZ	华通热力	0.29	0.27	-4.08%	1.51	1.44	-5.10%	下降	下降
000803.SZ	北清环能	0.45	0.81	78.38%	0.10	0.40	300.69%	增长	增长
001210.SZ	金房节能	1.27	1.29	1.63%	1.04	0.98	-5.56%	增长	下降
605162.SH	新中港	1.57	1.14	-27.74%	0.20	0.25	25.06%	下降	增长
605580.SH	恒盛能源	1.09	1.25	14.05%	0.32	0.41	27.39%	增长	增长
000037.SZ	深南电 A	0.64	-4.39	-786.38%	-0.13	-0.39	196.93%	亏损	持续亏损
600719.SH	大连热电	0.10	-1.43	-1582.86%	0.44	0.39	-11.30%	亏损	下降
605028.SH	世茂能源	1.21	1.75	44.73%	0.36	0.45	23.98%	增长	增长
600149.SH	廊坊发展	0.11	0.02	-81.22%	-0.01	-0.07	1047.60%	下降	持续亏损

资料来源：Wind，民生证券研究院

面对超预期的用电需求和持续疲弱的水电出力，在“3060”规划中几无立足之地的火电，始终发挥着中流砥柱的托底保供作用。2021 年，全国火电发电量达到 5.65 万亿千瓦时，同比增长 9.1%；A 股火电板块全年营收 11580.68 亿元，同比增长 31.7%。但电煤价格失控并上涨至历史高点，成本端承受着前所未有的压力。1Q21 是自 3Q18 以来 10 个季度后再现成本增速高于营收增速的情况，Q1-Q4 单季成本增速分别超过营收增速 4.9、13.5、32.8、41.7 个百分点；3Q21 是近年来首次在 Q4 外出现单季亏损，4Q21 单季度亏损 510.04 亿元，创下单季度亏损之最。

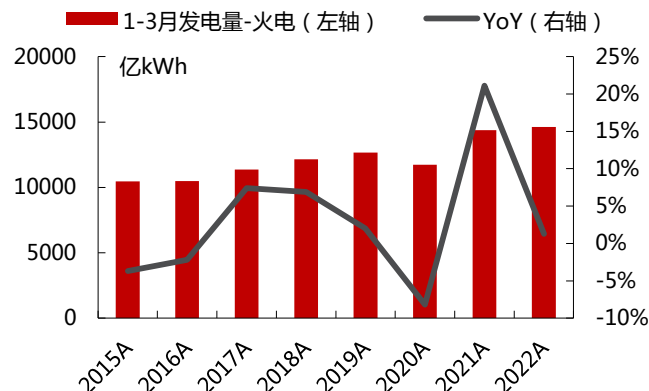
1Q22，火电发电量同比增长 1.3%，2019-2021 年同期 CAGR 达 4.9%；火电板块单季营收同比增长 32.3%，两年 CAGR 达 31.0%。2022 年伊始，用电需求回落、水电出力提升，火电电量承压或将传导至上游煤炭供需，电煤价格回落，火电成本端的压力有所缓解，单季度毛利率达 8.5% 较 1Q21 下降 7.3 个百分点，但相比 3Q21、4Q21 分别提升 6.7、19.1 个百分点，火电板块营收、成本增速差收窄，火电板块呈现边际向好趋势；Q1 部分火电企业获益于新能源、煤炭等非火电板块的利润贡献提前实现业绩改善，如果 Q2 煤价进一步回落，整个火电板块有望真正迎来业绩拐点。

图 13：2021 年火电发电量同比增长 9.1%



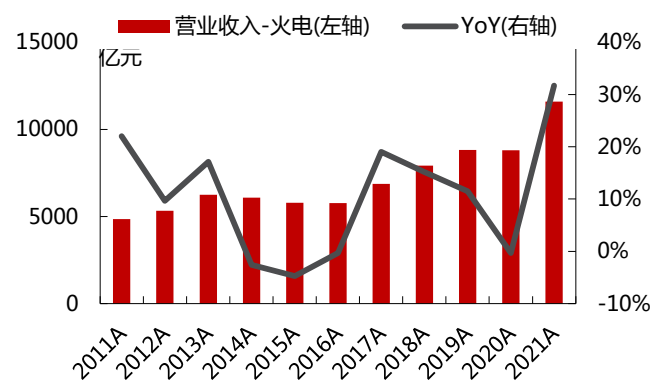
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 14：2022 年 1-3 月火电发电量同比增长 1.3%



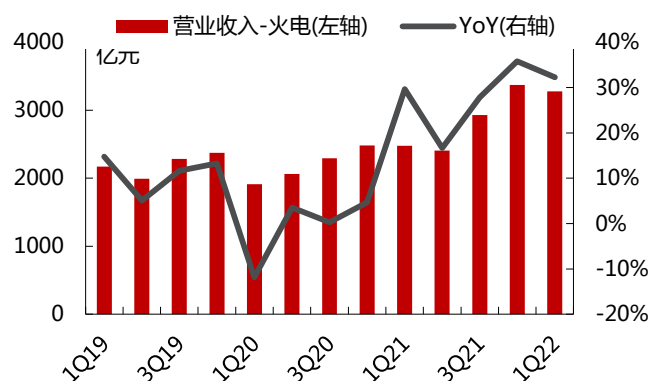
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 15：2021 年火电板块营业收入同比增长 31.7%



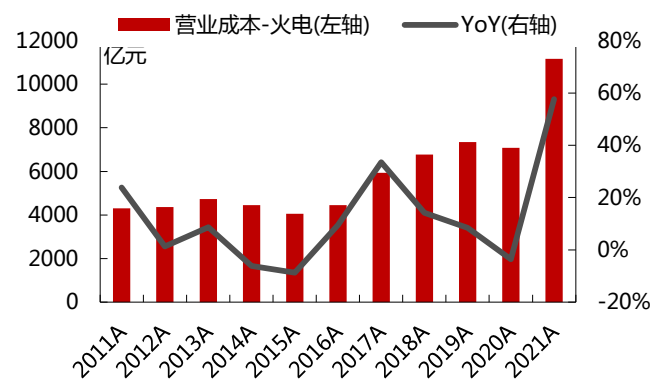
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 16：1Q22 火电板块营业收入同比增长 32.3%



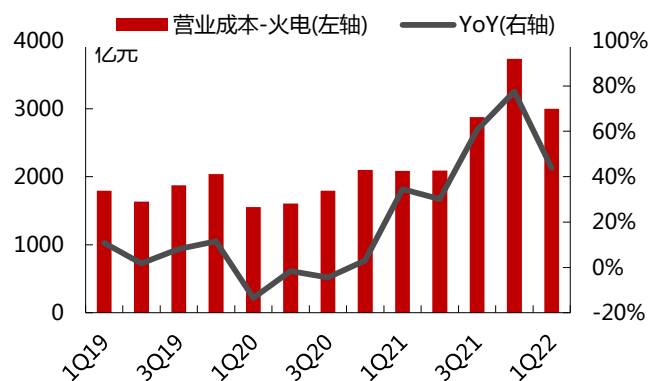
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 17：2021 年火电板块营业成本同比增长 57.6%



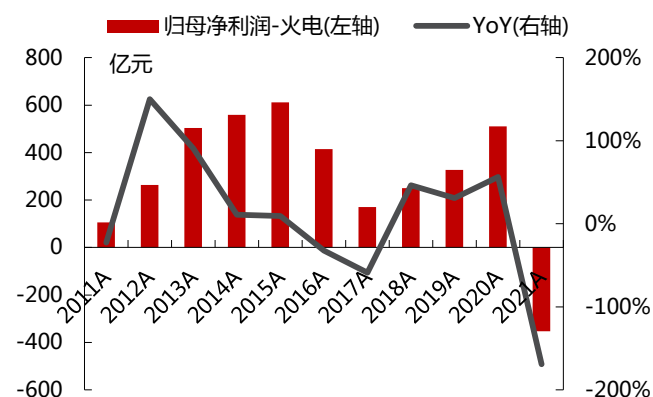
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 18：1Q22 火电板块营业成本同比增长 43.8%



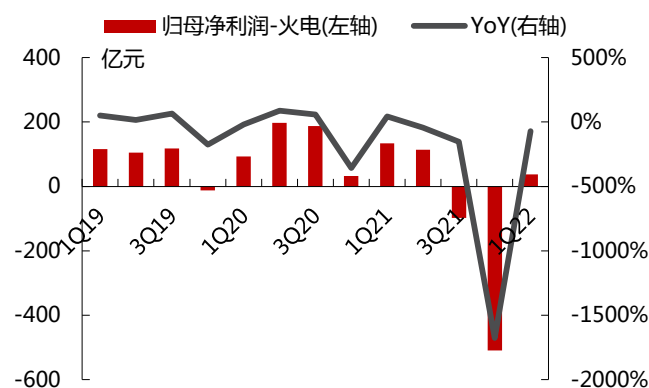
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 19：2021 年火电板块归母净利润同比下降 169.3%



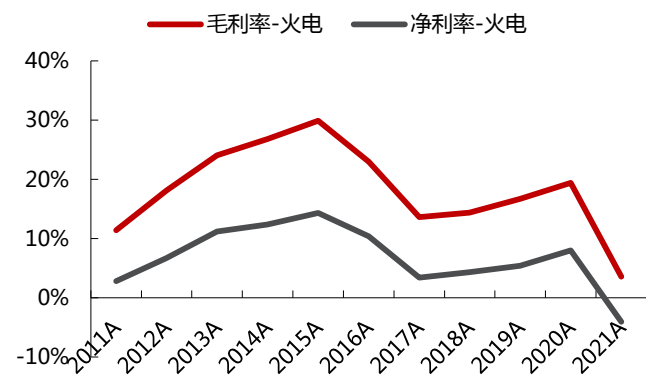
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 20：1Q22 火电板块归母净利润同比下降 72.0%



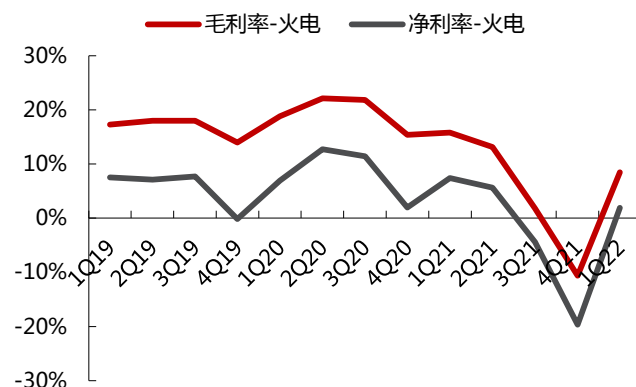
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 21：2021 年火电板块毛利率、净利率同比下降 15.8、12.1pct



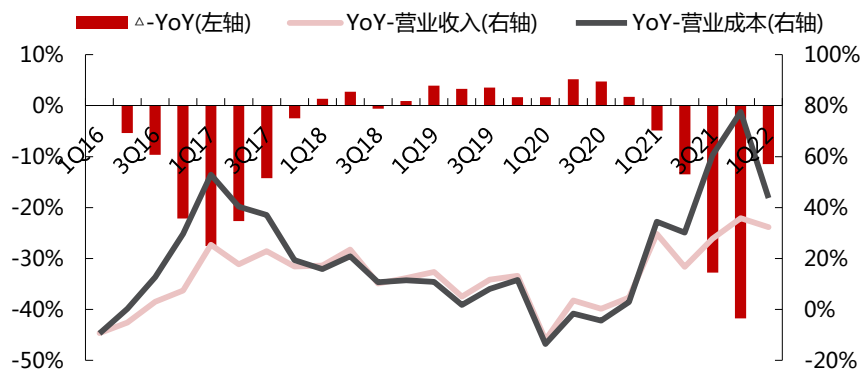
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 22：1Q22 火电板块毛利率、净利率同比下降 7.3、5.5pct



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 23：1Q22 火电板块营收、成本增速差收窄至 -11.5pct



资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 水电：来水如期改善，有望开启丰收季

水电（含地电等）板块 21 家公司中，2021 年有 9 家实现归母净利润同比增长，有 1 家扭亏为盈，同比下降的有 11 家；1Q22 有 8 家实现归母净利润同比增长，有 2 家扭亏为盈，同比下降的有 8 家，另有 1 家出现亏损、2 家持续亏损。

表 2：水电板块 2021 年年报及 2022 年一季报业绩汇总（不追溯调整）

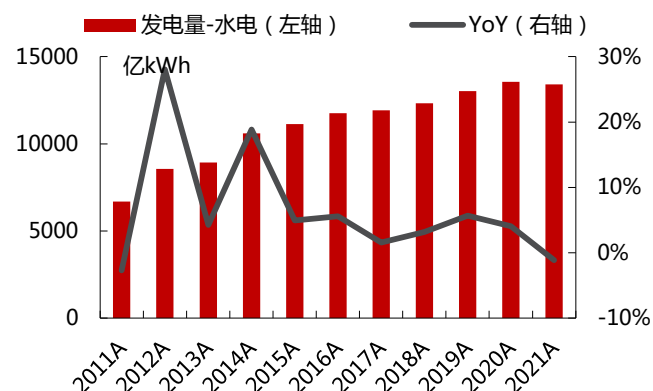
证券代码	证券简称	归母净利润（亿元）						归母净利润变化	
		2020A	2021A	YoY	1Q21A	1Q22A	YoY	2021A	1Q22A
600900.SH	长江电力	262.98	262.73	-0.09%	28.69	31.37	9.34%	下降	增长
600886.SH	国投电力	55.16	24.37	-55.82%	12.19	10.38	-14.91%	下降	下降
000883.SZ	湖北能源	24.57	23.39	-4.81%	6.77	5.52	-18.55%	下降	下降
600025.SH	华能水电	48.35	58.38	20.75%	6.01	7.42	23.40%	增长	增长
600310.SH	桂东电力	2.56	0.79	-69.29%	-2.47	-0.92	-62.68%	下降	持续亏损
600116.SH	三峡水利	6.20	8.65	39.52%	1.59	0.10	-93.81%	增长	下降
600236.SH	桂冠电力	21.97	13.52	-38.45%	3.91	7.60	94.29%	下降	增长
000601.SZ	韶能股份	2.14	0.28	-87.08%	0.34	0.32	-6.45%	下降	下降
600969.SH	郴电国际	0.31	0.46	49.05%	0.13	0.30	130.66%	增长	增长
600452.SH	涪陵电力	4.01	5.05	26.05%	1.54	1.88	22.04%	增长	增长
600644.SH	乐山电力	1.03	1.18	14.71%	0.37	0.27	-28.16%	增长	下降
600979.SH	广安爱众	1.89	2.09	10.62%	0.22	0.17	-23.17%	增长	下降
600995.SH	文山电力	1.11	0.16	-85.77%	0.98	0.97	-0.26%	下降	下降
002039.SZ	黔源电力	4.44	2.34	-47.15%	0.44	0.88	99.19%	下降	增长
000791.SZ	甘肃电投	4.42	2.60	-41.11%	-0.15	-0.28	84.53%	下降	持续亏损
600101.SH	明星电力	0.70	1.23	76.06%	0.34	0.42	23.59%	增长	增长
600674.SH	川投能源	31.62	30.87	-2.35%	6.46	5.58	-13.69%	下降	下降
600505.SH	西昌电力	0.34	0.43	24.55%	0.02	-0.21	-1372.53%	增长	亏损
000993.SZ	闽东电力	-0.81	1.20	-248.88%	-0.17	0.36	-304.61%	扭亏为盈	扭亏为盈
000722.SZ	湖南发展	0.98	1.20	22.32%	0.20	0.40	97.39%	增长	增长
600868.SH	梅雁吉祥	0.34	0.09	-73.76%	-0.04	0.03	-183.20%	下降	扭亏为盈

资料来源：Wind，民生证券研究院

2021 年来水持续偏弱，全国水电发电量达到 1.34 万亿千瓦时，同比下降 1.1%，2019-2021 年 CAGR 为 1.5%。水电板块全年营收 1432.22 亿元，同比增长 1.6%，实现归母净利润 394.96 亿元，同比下降 0.4%；毛利率同比提高 4.1 个百分点至 47.4%，这主要是由于部分公司非水电主营业务的扰动所致。

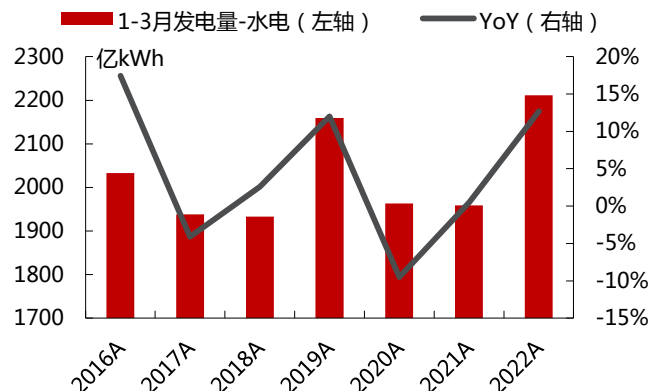
1Q22，水电发电量同比增长 12.7%，2019-2021 年同期 CAGR 达 0.8%；水电板块单季营收同比增长 3.8%，两年 CAGR 达 12.5%。1Q22 全国平均降水量较常年同期偏多，1-3 月较常年同期分别偏多 11.9%、66%、15.5%，主要水电企业 Q1 发电量均实现同比增长，2019 年是水电大年，2022 年或将再次开启丰收季。

图 24：2021 年水电发电量同比下降 1.1%



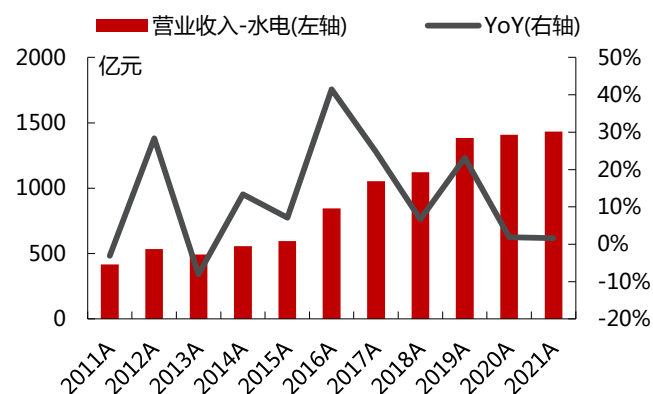
资料来源：国家能源局，中电联，Wind，民生证券研究院

图 25：2022 年 1-3 月水电发电量同比增长 12.7%



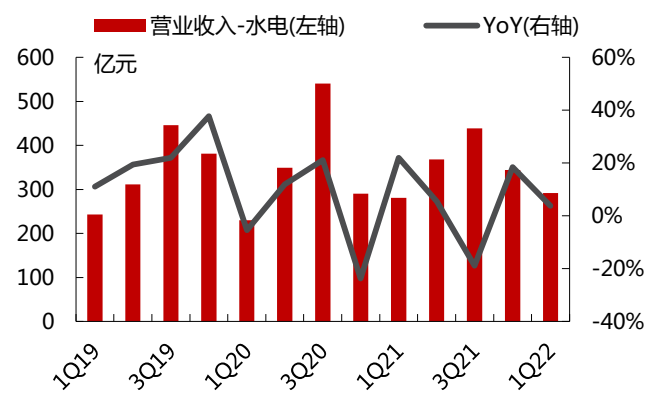
资料来源：国家能源局，中电联，Wind，民生证券研究院

图 26：2021 年水电板块营业收入同比增长 1.6%



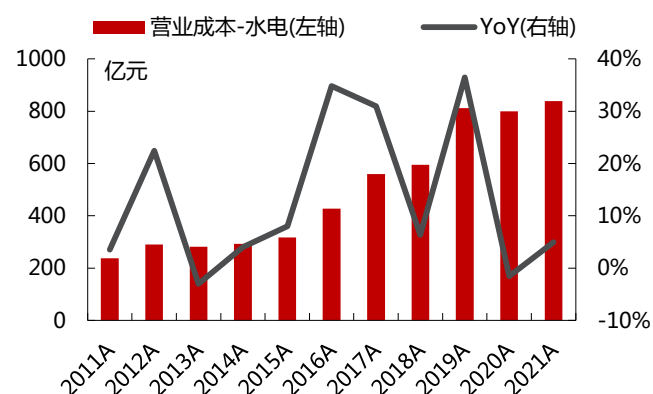
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 27：1Q22 水电板块营业收入同比增长 3.8%



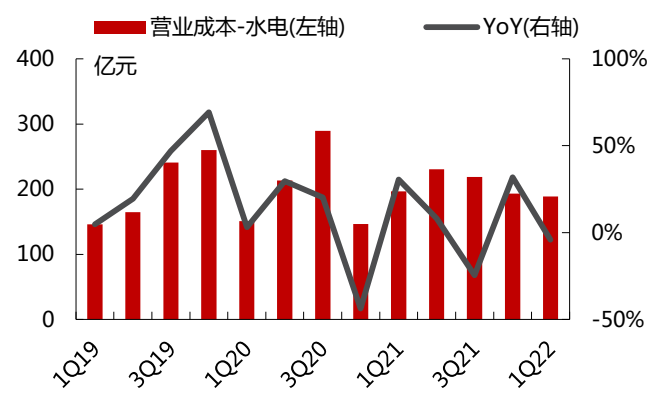
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 28：2021 年水电板块营业成本同比增长 4.9%



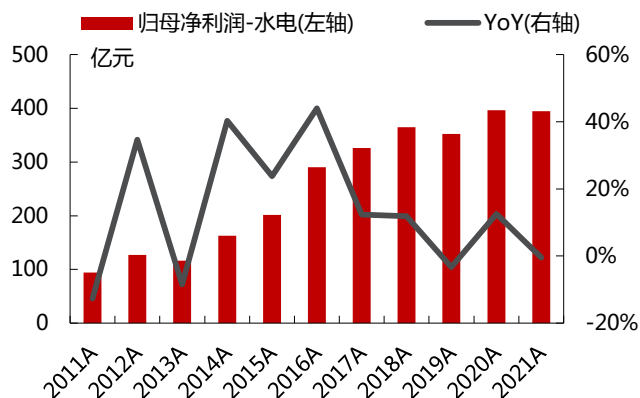
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 29：1Q22 水电板块营业成本同比下降 4.1%



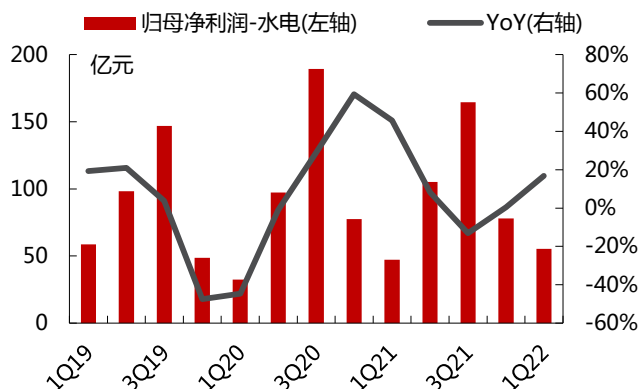
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 30：2021 年水电板块归母净利润同比下降 0.4%



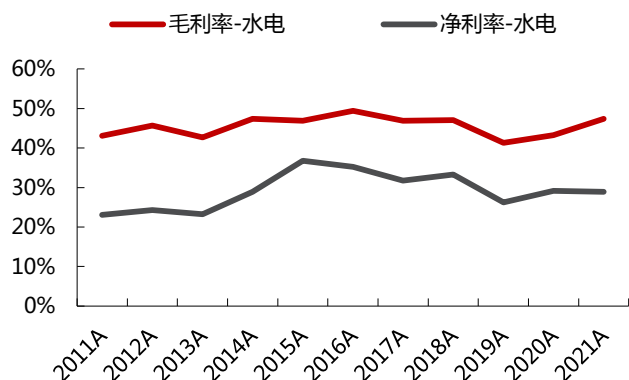
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 31：1Q22 水电板块归母净利润同比增长 16.8%



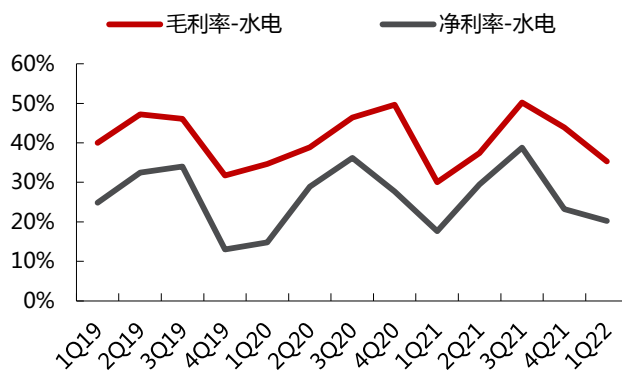
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 32：2021 年水电板块毛利率同比提高 4.1pct，净利率同比下降 0.2pct



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 33：1Q22 水电板块毛利率、净利率同比提高 5.3、2.6pct



资料来源：Wind，民生证券研究院

2.3 新能源：高歌猛进势头不减

新能源（核电、风电、光伏发电）板块 25 家公司中，2021 年有 16 家实现归母净利润同比增长、1 家扭亏为盈，同比下降的有 3 家，另有 3 家出现亏损、2 家持续亏损；1Q22 有 13 家实现归母净利润同比增长，同比下降的有 5 家，另有 3 家出现亏损、4 家持续亏损。

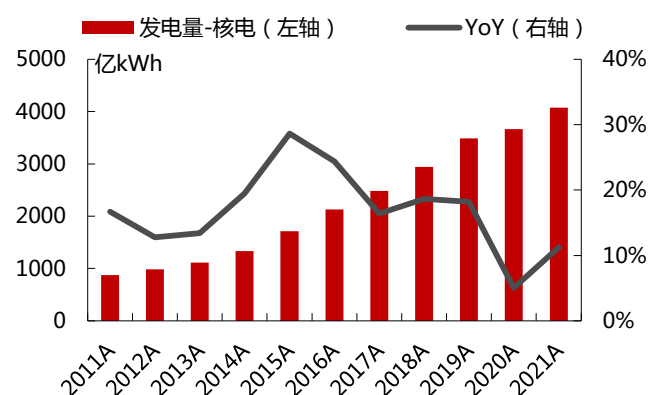
表 3：新能源板块 2021 年年报及 2022 年一季报业绩汇总（不追溯调整）

证券代码	证券简称	归母净利润（亿元）						归母净利润变化	
		2020A	2021A	YoY	1Q21A	1Q22A	YoY	2021A	1Q22A
003816.SZ	中国广核	95.62	97.33	1.78%	23.74	28.52	20.10%	增长	增长
601985.SH	中国核电	59.95	80.38	34.07%	17.86	28.84	61.45%	增长	增长
001289.SZ	龙源电力	49.77	64.04	28.67%	24.92	22.54	-9.54%	增长	下降

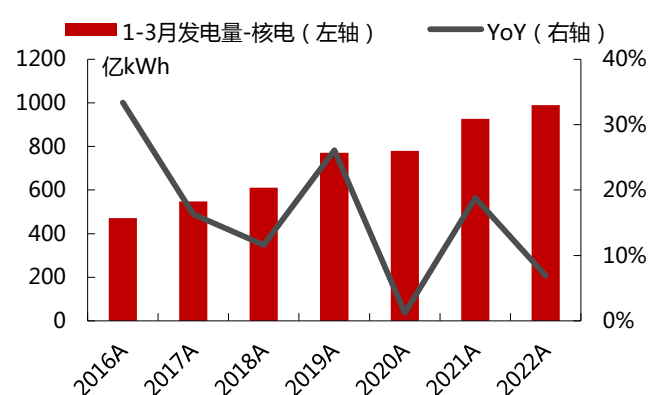
600956.SH	新天绿能	15.11	21.60	43.00%	9.01	9.37	4.01%	增长	增长
600905.SH	三峡能源	36.11	56.42	56.26%	14.95	22.64	51.45%	增长	增长
000591.SZ	太阳能	10.28	11.81	14.87%	2.79	2.62	-6.12%	增长	下降
601908.SH	京运通	4.40	8.28	88.17%	2.17	0.09	-95.89%	增长	下降
601222.SH	林洋能源	9.97	9.30	-6.69%	1.72	1.79	3.68%	下降	增长
000155.SZ	川能动力	1.53	3.40	121.78%	1.37	2.19	60.14%	增长	增长
000040.SZ	东旭蓝天	-10.21	-5.90	-42.18%	-0.82	-0.58	-30.09%	持续亏损	持续亏损
601778.SH	晶科科技	4.76	3.61	-24.13%	-1.11	-0.60	-46.04%	下降	持续亏损
002617.SZ	露笑科技	1.30	0.67	-48.57%	0.90	-0.31	-134.74%	下降	亏损
601016.SH	节能风电	6.18	7.68	24.22%	2.99	4.22	41.20%	增长	增长
600032.SH	浙江新能	2.84	4.55	60.35%	0.24	2.04	753.10%	增长	增长
003035.SZ	南网能源	3.99	4.74	18.90%	0.74	0.89	20.23%	增长	增长
603693.SH	江苏新能	1.54	3.07	99.59%	1.99	1.28	-35.76%	增长	下降
600163.SH	中闽能源	4.86	6.56	35.11%	1.73	2.90	67.33%	增长	增长
601619.SH	嘉泽新能	1.98	7.52	279.59%	1.00	1.99	99.77%	增长	增长
000862.SZ	银星能源	0.34	0.94	172.87%	0.75	0.25	-66.28%	增长	下降
300125.SZ	聆达股份	-0.56	-0.73	29.78%	0.03	-0.28	-1107.37%	持续亏损	亏损
300317.SZ	珈伟新能	0.30	-2.10	-800.90%	0.12	0.28	145.81%	亏损	增长
603105.SH	芯能科技	0.81	1.10	36.01%	0.10	0.11	4.51%	增长	增长
002256.SZ	兆新股份	0.56	-4.97	-992.92%	-0.37	-0.36	-3.48%	亏损	持续亏损
300139.SZ	晓程科技	-0.99	0.79	-179.48%	0.01	-0.50	-9326.82%	扭亏为盈	亏损
002499.SZ	*ST 科林	0.10	-0.30	-403.19%	-0.13	-0.23	76.38%	亏损	持续亏损

资料来源：Wind，民生证券研究院

2021 年，全国核电装机容量同比增长 6.8%，规模以上并网风电、光伏的装机容量同比增长 16.6%、20.9%，新能源板块高歌猛进。1Q22 新能源板块高景气度延续，全国核电装机容量同比增长 6.6%，规模以上并网风电、光伏的装机容量同比增长 17.3%、13.5%。

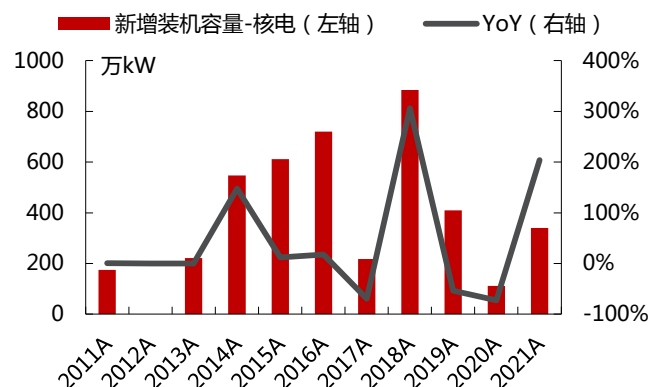
图 34：2021 年核电发电量同比增长 11.3%


资料来源：国家能源局，中电联，Wind，民生证券研究院

图 35：1Q22 核电发电量同比增长 6.9%


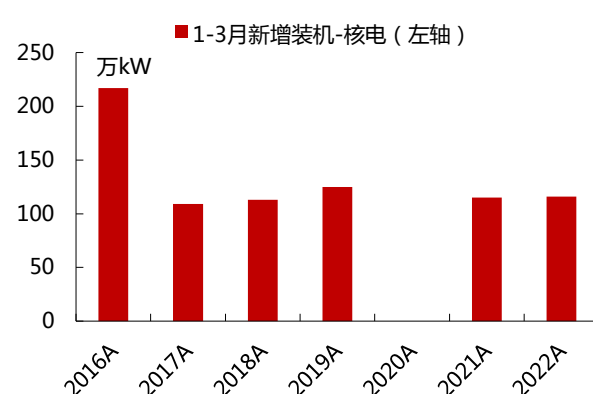
资料来源：国家能源局，中电联，Wind，民生证券研究院

图 36：2021 年核电新增装机同比增长 203.9%



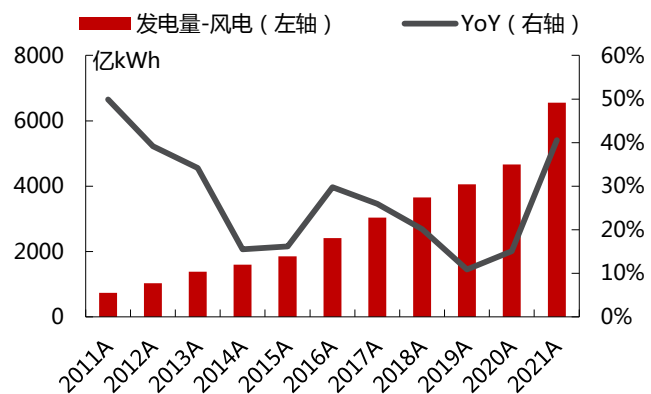
资料来源：国家能源局，中电联，Wind，民生证券研究院

图 37：1Q22 核电新增装机同比增长 1.0%



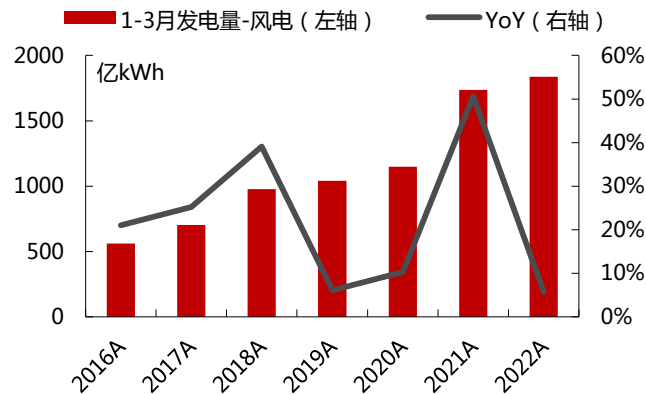
资料来源：国家能源局，中电联，Wind，民生证券研究院

图 38：2021 年风电发电量同比增长 40.5%



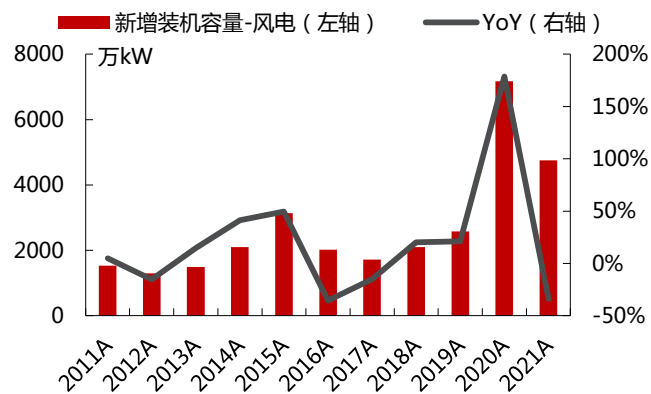
资料来源：国家能源局，中电联，Wind，民生证券研究院

图 39：1Q22 风电发电量同比增长 5.7%



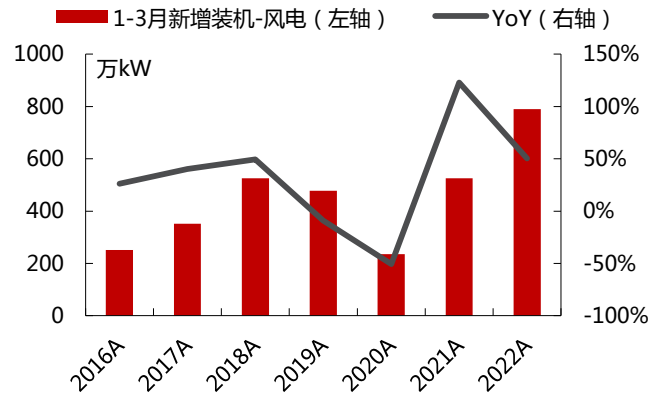
资料来源：国家能源局，中电联，Wind，民生证券研究院

图 40：2021 年风电新增装机同比下降 34.0%



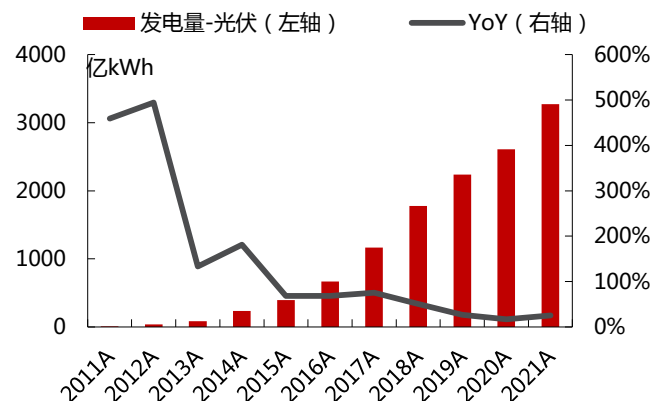
资料来源：国家能源局，中电联，Wind，民生证券研究院

图 41：1Q22 风电新增装机同比增长 50.3%



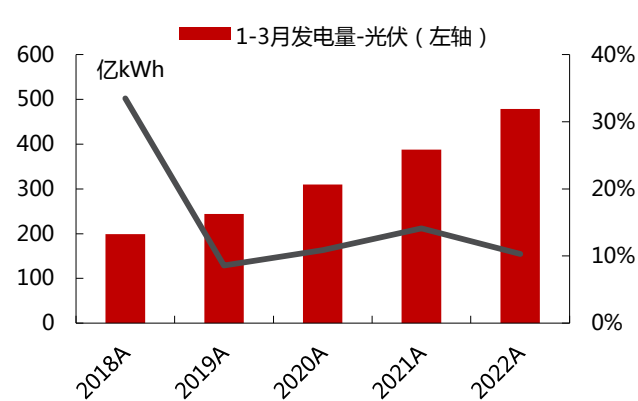
资料来源：国家能源局，中电联，Wind，民生证券研究院

图 42：2021 年光伏发电量同比增长 25.2%



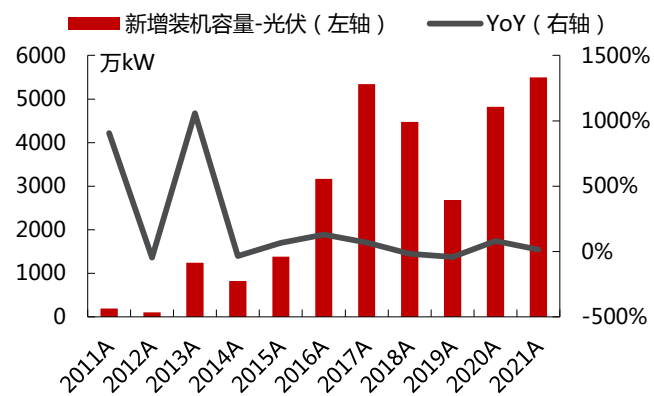
资料来源：国家能源局，中电联，Wind，民生证券研究院

图 43：1Q22 光伏发电量同比增长 10.3%



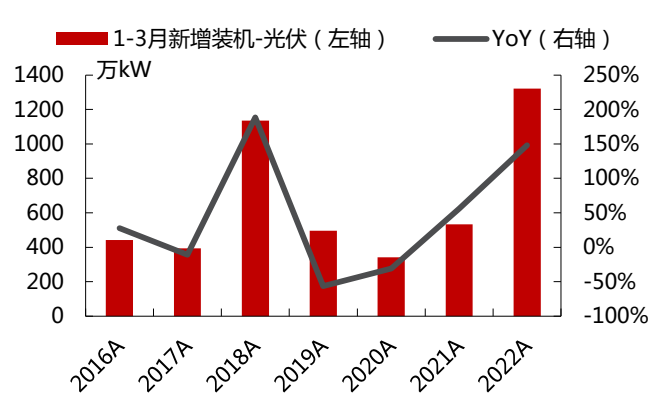
资料来源：国家能源局，中电联，Wind，民生证券研究院

图 44：2021 年光伏新增装机同比增长 14.0%



资料来源：国家能源局，中电联，Wind，民生证券研究院

图 45：1Q22 光伏新增装机同比增长 147.8%



资料来源：国家能源局，中电联，Wind，民生证券研究院

3 投资建议

提前到来的汛期、持续偏多的来水，均部分验证了我们此前对于 2022 年来水大概率好转的预判，结合西南水电投产高峰，水电有望迎来丰收年；用电需求回落、水电出力提升，火电电量承压或将传导至上游煤炭供需；4 月 20 日国常会一次性核准 6 台核电机组，新机组常态化审批符合预期，确保核电行业可持续发展；Q1 风、光利用小时不佳，但短期扰动不改长期趋势。水电板块推荐长江电力，谨慎推荐国投电力、华能水电；火电板块推荐申能股份；核电板块推荐中国核电，谨慎推荐中国广核；风光运营板块推荐三峡能源。

4 风险提示

1) 利用小时下降。电力工业作为国民经济运转的支柱之一，供需关系的变化在较大程度上受到宏观经济运行状态的影响，将直接影响到发电设备的利用小时数。

2) 上网电价降低。下游用户侧降低销售电价的政策可能向上游发电侧传导，导致上网电价降低；随着电改的推进，电力市场化交易规模不断扩大，可能拉低平均上网电价。

3) 煤炭价格上升。煤炭优质产能的释放进度落后，且环保限产进一步压制了煤炭的生产和供应；用电需求的大幅增长提高了煤炭生厂商及供应商的议价能力，导致电煤价格难以得到有效控制；对于以煤机为主的火电企业，燃料成本上升将减少利润。

4) 降水量减少。水电的经营业绩主要取决于来水和消纳情况，而来水情况与降水、气候等自然因素相关，可预测性不高。

5) 政策推进不及预期。政策对于电价的管制始终存在，仍有可能因为经济发展不及预期等原因调整电价政策；国内部分地区的电力供需目前仍处于供大于求的状态，可能影响存量核电机组的电量消纳、以及新建核电机组的开工建设。

插图目录

图 1：2021 年全社会用电量同比增长 10.3%	3
图 2：2021 年全国发电量同比增长 9.8%	3
图 3：2022 年 1-3 月全社会用电量同比增长 5.0%	4
图 4：2022 年 1-3 月全国发电量同比增长 3.1%	4
图 5：2021 年电力行业营业收入同比增长 28.3%	5
图 6：1Q22 电力行业营业收入同比增长 32.1%	5
图 7：2021 年电力行业营业成本同比增长 49.6%	5
图 8：1Q22 电力行业营业成本同比增长 39.6%	5
图 9：2021 年电力行业归母净利润同比下降 66.8%	5
图 10：1Q22 电力行业归母净利润同比下降 11.3%	5
图 11：2021 年电力行业毛利率、净利率同比下降 12.5pct、9.2pct	6
图 12：1Q22 电力行业毛利率、净利率同比下降 4.5pct、3.4pct	6
图 13：2021 年火电发电量同比增长 9.1%	9
图 14：2022 年 1-3 月火电发电量同比增长 1.3%	9
图 15：2021 年火电板块营业收入同比增长 31.7%	9
图 16：1Q22 火电板块营业收入同比增长 32.3%	9
图 17：2021 年火电板块营业成本同比增长 57.6%	9
图 18：1Q22 火电板块营业成本同比增长 43.8%	9
图 19：2021 年火电板块归母净利润同比下降 169.3%	10
图 20：1Q22 火电板块归母净利润同比下降 72.0%	10
图 21：2021 年火电板块毛利率、净利率同比下降 15.8、12.1pct	10
图 22：1Q22 火电板块毛利率、净利率同比下降 7.3、5.5pct	10
图 23：1Q22 火电板块营收、成本增速差收窄至-11.5pct	10
图 24：2021 年水电发电量同比下降 1.1%	12
图 25：2022 年 1-3 月水电发电量同比增长 12.7%	12
图 26：2021 年水电板块营业收入同比增长 1.6%	12
图 27：1Q22 水电板块营业收入同比增长 3.8%	12
图 28：2021 年水电板块营业成本同比增长 4.9%	12
图 29：1Q22 水电板块营业成本同比下降 4.1%	12
图 30：2021 年水电板块归母净利润同比下降 0.4%	13
图 31：1Q22 水电板块归母净利润同比增长 16.8%	13
图 32：2021 年水电板块毛利率同比提高 4.1pct，净利率同比下降 0.2pct	13
图 33：1Q22 水电板块毛利率、净利率同比提高 5.3、2.6pct	13
图 34：2021 年核电发电量同比增长 11.3%	14
图 35：1Q22 核电发电量同比增长 6.9%	14
图 36：2021 年核电新增装机同比增长 203.9%	15
图 37：1Q22 核电新增装机同比增长 1.0%	15
图 38：2021 年风电发电量同比增长 40.5%	15
图 39：1Q22 风电发电量同比增长 5.7%	15
图 40：2021 年风电新增装机同比下降 34.0%	15
图 41：1Q22 风电新增装机同比增长 50.3%	15
图 42：2021 年光伏发电量同比增长 25.2%	16
图 43：1Q22 光伏发电量同比增长 10.3%	16
图 44：2021 年光伏新增装机同比增长 14.0%	16
图 45：1Q22 光伏新增装机同比增长 147.8%	16

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1：火电板块 2021 年年报及 2022 年一季报业绩汇总（不追溯调整）	7

表 2：水电板块 2021 年年报及 2022 年一季报业绩汇总（不追溯调整）	11
表 3：新能源板块 2021 年年报及 2022 年一季报业绩汇总（不追溯调整）	13

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001