

国投电力 (600886)

证券研究报告

2021年08月09日

从周期到价值，从价值到成长

公司为国投集团电力业务平台，2002年完成由石化向电力的转换，2009年控股二滩水电为重要节点，目前已发展成为水电为主、水火并济、风光为补的综合电力上市公司，截至2020年公司总控股装机容量达3180万千瓦。当前时点，公司有两大非常值得关注的变化，第一点为两河口及杨房沟电站的投产，第二点为装机增长的驱动力的切换。从业务属性上看，我们认为公司正经历从周期向价值、成长的切换期，投资逻辑正在改变。

变化一：两杨投产在即，雅砻江黄金十年开启

成长性：雅砻江为规划可开发装机3000万千瓦。随着两河口、杨房沟临近投产，雅砻江即将开启新一轮装机增长，预计2030年前可实现装机规模2657万千瓦，相较2020年增幅近80%。**稀缺性：**一方面，优质资源禀赋下利用小时显著领先全国及四川；另一方面，两杨投产，利用小时稳定性进一步增强，雅砻江系全国调节性能最好、电能质量最优的梯级水电站群之一。综合考虑补偿效益，两杨预计可实现流域增发281亿千瓦时，预计稳定运营期两河口、杨房沟分别可为雅砻江水电贡献业绩增量约23.3及7.3亿，分别占2020年雅砻江水电归母净利润的37%及12%，将为国投贡献业绩约16亿。

变化二：增长驱动切换，从火电转向清洁能源

我们对公司装机历史进行回溯，2019年之前的增长主要来自火电。2019年以来，风光增长提速而火电开始退出，近两年共退出391.4万千瓦。对于公司而言，过去较高的火电占比带来了业绩的剧烈波动，随着火电资产的退出，公司周期属性正持续弱化，价值属性不断增强，成长属性开始显现。

切换后的动能如何维持？我们认为主要来自三方面：（1）雅砻江中游水电，可助力雅砻江水电2030年前实现装机2657万千瓦，相较2020年末增加近1200万千瓦；（2）常规风光项目，2020年公司风光装机同比分别增长50%和44%，已进入快速增长通道，且效率方面显著领先；（3）水风光互补，雅砻江“水风光”得天独厚，将打造流域风光水互补清洁能源示范基地，其中风、光装机规模分别约为1200万和1800万千瓦。

盈利预测与估值：我们预测公司2021至2023年可实现归母净利润分别为59.6、70.5和78.6亿，对应PE分别为10、9和8倍。基于分部估值分析，我们给予国投电力2021年目标价13.05元，维持“买入”评级。

风险提示：来水低于预期，煤价持续走高，新能源发展不及预期，相关假设不成立导致结论偏差

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	42,433.46	39,320.36	43,285.93	46,753.00	48,530.97
增长率(%)	3.47	(7.34)	10.09	8.01	3.80
EBITDA(百万元)	23,024.28	24,000.88	24,964.18	27,613.36	29,283.45
净利润(百万元)	4,755.46	5,515.63	5,962.73	7,048.50	7,858.18
增长率(%)	8.97	15.99	8.11	18.21	11.49
EPS(元/股)	0.68	0.79	0.86	1.01	1.13
市盈率(P/E)	12.89	11.11	10.28	8.70	7.80
市净率(P/B)	1.52	1.30	1.34	1.21	1.09
市销率(P/S)	1.44	1.56	1.42	1.31	1.26
EV/EBITDA	9.36	8.86	8.32	7.31	6.38

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级	
行业	公用事业/电力
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	8.8元
目标价格	13.05元

基本数据	
A股总股本(百万股)	6,965.87
流通A股股本(百万股)	6,786.02
A股总市值(百万元)	61,299.69
流通A股市值(百万元)	59,717.01
每股净资产(元)	6.15
资产负债率(%)	63.33
一年内最高/最低(元)	10.69/8.12

作者	
郭丽丽	分析师 SAC执业证书编号：S1110520030001 guolili@tfzq.com
杨阳	分析师 SAC执业证书编号：S1110520050001 yangyanga@tfzq.com
王茜	分析师 SAC执业证书编号：S1110516090005 wangqian@tfzq.com
许杰	联系人 xujiea@tfzq.com



资料来源：贝格数据

- ### 相关报告
- 《国投电力-年报点评报告:2020业绩同比增加16%，新能源占比持续提升》2021-04-29
 - 《国投电力-季报点评:电量电价小幅提升，Q3业绩同比增长3.82%》2020-11-01
 - 《国投电力-半年报点评:上半年归母净利润+35.14%，盈利能力继续提升》2020-08-23

内容目录

1. 国投集团电力业务平台，水火风光并济	4
1.1. 简介：国投集团电力业务平台	4
1.2. 业务：清洁能源为主、水火风光并济	5
1.3. 财务：2020 年实现归母净利 55 亿，水电为业绩核心	6
2. 变化一：两杨投产在即，雅砻江黄金十年开启	7
2.1. 成长性：新一轮投产周期启动	8
2.2. 稀缺性：调节能力再上台阶	9
2.3. 测算：预计带来 16 亿业绩增量	10
3. 变化二：增长驱动切换，从火电转向清洁能源	13
3.1. 重要的变化：装机成长动能正在切换	13
3.2. 切换有何意义？从周期走向价值	13
3.3. 动能如何维持？水、风、光齐发力	14
4. 盈利预测与估值	17
4.1. 盈利预测	18
4.2. 估值	19
5. 风险提示	20

图表目录

图 1：国投电力重要时间节点	4
图 2：股权结构（截至 2021 一季报）	4
图 3：公司控股装机容量变化	5
图 4：近五年装机容量结构对比	5
图 5：近年公司整体利用小时稳定抬升	6
图 6：各电种利用小时变化（小时/年）	6
图 7：2020 年公司完成发电量 1485 亿千瓦时	6
图 8：公司发电量结构情况	6
图 9：2020 年公司营业收入 393 亿	6
图 10：2020 年公司归母净利润 55 亿	6
图 11：公司近年电力板块收入结构	7
图 12：公司近年电力板块毛利结构	7
图 13：各电种毛利率	7
图 14：整体毛利率与净利率	7
图 15：公司 ROE 走势与利润率基本一致	7
图 16：雅砻江干流梯级电站纵剖面图	8
图 17：雅砻江流域梯级电站规划图	8
图 18：雅砻江水电装机进入新一轮成长周期（单位：万千瓦）	9
图 19：雅砻江水电平均利用小时领先（小时/年）	9
图 20：雅砻江水电利用小时增长稳健	9

图 21: 雅砻江中下游各机组装机容量比较 (单位: 万千瓦)	10
图 22: 平均发电量比较 (单位: 亿千瓦时)	10
图 23: 两河口、杨房沟投资总额较高 (单位: 亿元)	11
图 24: 两河口、杨房沟单位装机投资额较高 (单位: 万元/千瓦)	11
图 25: 截至 2020 年 9 月末, 两河口投资完成情况	12
图 26: 建设期间雅砻江水电负债规模较为稳定 (亿元)	12
图 27: 公司装机结构变迁	13
图 28: 公司 2019 年前业绩波动较大	14
图 29: 各电种毛利率情况	14
图 30: 火电子公司业绩较不稳定 (单位: 亿元)	14
图 31: 盈利水平企稳回升	14
图 32: 资产回报率稳中有升	14
图 33: 雅砻江水电开发目前处于第三阶段	15
图 34: 公司新能源装机布局	15
图 35: 公司近年新能源装机高增	15
图 36: 公司新能源利用小时领先平均水平 (小时/年)	15
图 37: 光伏、风电各月发电量变化 (单位: 亿千瓦时)	16
图 38: 水电各月利用小时变化 (单位: 小时/月)	16
图 39: 水电富集省份风电利用小时情况 (单位: 小时/年)	16
图 40: 水电富集省份光伏利用小时情况 (单位: 小时/年)	16
图 41: 国投自由现金流量规模领先新能源运营商 (单位: 亿元)	17
图 42: 销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	17
图 43: 公司未来十年装机预测 (单位: 万千瓦)	17
表 1: 公司核心水电、火电资产一览	5
表 2: 两河口电站的调节能力将带来显著补偿效益	9
表 3: 两河口预计稳定运行期平均上网电价为 0.371 元/千瓦时	10
表 4: 部分跨省跨区专项工程输电价格	10
表 5: 雅砻江部分电站投资情况	11
表 6: 两河口及杨房沟建设资本金投入情况 (单位: 亿元)	12
表 7: 核心假设一览表	12
表 8: 两河口、杨房沟为雅砻江水电带来的业绩增量测算表	12
表 9: 公司近两年处置火电资产情况	13
表 10: “水风光互补” 是重要政策方向	16
表 11: 公司各电种核心经营数据预测	18
表 12: 公司各板块收入及毛利率预测	18
表 13: 折现率核心假设	19
表 14: 雅砻江水电股权自由现金流 (FCFE) 折现模型 (单位: 亿元)	19
表 15: 水电板块可比公司估值表	20
表 16: 火电板块可比公司估值表	20
表 17: 新能源板块可比公司估值表	20

1. 国投集团电力业务平台，水火风光并济

1.1. 简介：国投集团电力业务平台

从火电到水电，国投集团综合电力平台。公司前身为中石化旗下湖北兴化，2002 年在资产置换及股权转让后，国投集团成为控股股东，公司主营业务由石化变更为电力，名称变更为“国投华靖”。公司早期以火电资产为主，2009 年“二滩水电”股权的注入及进一步控股为重要节点，水电逐渐成为业务主体。自此，国投电力历经十余年建设运营，目前已发展成为水电为主、水火并济、风光为补的综合电力上市公司。

图 1：国投电力重要时间节点



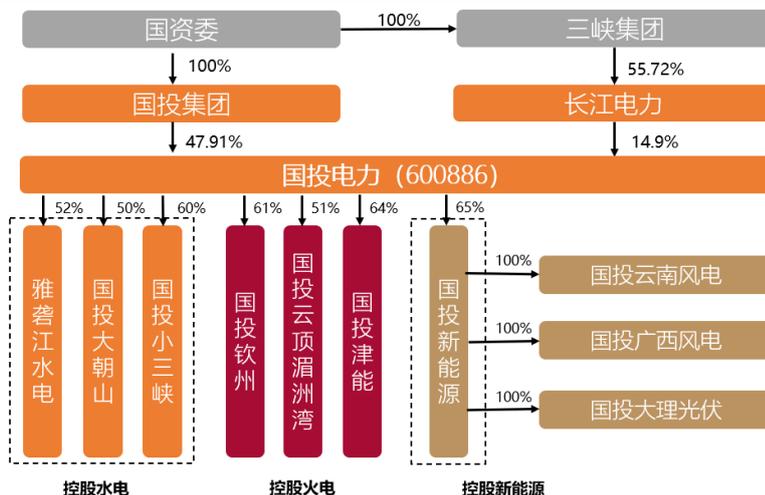
资料来源：Wind，天风证券研究所

注：2011 年前为总装机口径，因此 2011 年装机下滑为口径问题

国投集团电力业务主体，长江电力为重要股东。自 2002 年股权转让完成后，国资委旗下国投集团成为公司控股股东，截至 2020 年末持股比例为 48%。此外，长江电力为追求流域协同调度，自 2016 年以来不断增持，截至 2021 年一季度持股比例达 15%，为公司重要股东。

公司通过参控股公司进行电力项目建设运营，水电方面核心为雅砻江水电，截至 2020 年末持股比例 52%；火电方面，主要子公司包括钦州、津能及湄洲湾等；新能源方面，国投新能源为投建主体。

图 2：股权结构 (截至 2021 一季报)

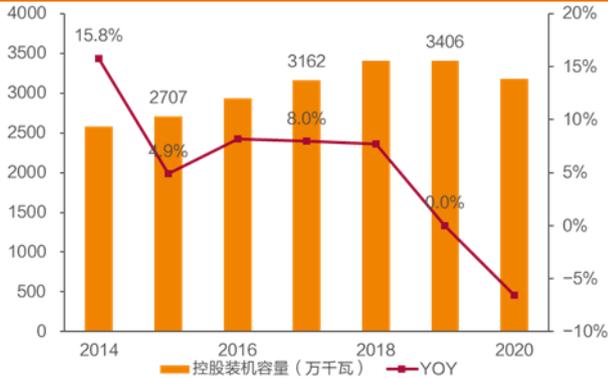


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 业务：清洁能源为主、水火风光并济

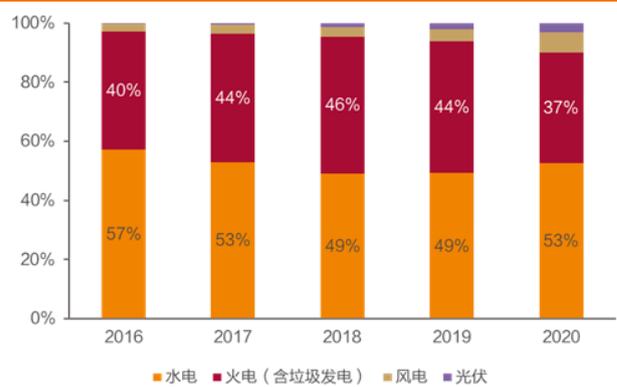
控股装机超 3000 万千瓦，水电占比过半。电力业务为公司核心，总营收贡献超 95%，截至 2020 年末已投运控股装机达 3182.7 万千瓦，因火电退出同比产生 6.56% 的下滑。公司电力板块可为水、火、风、光四部分，自 2018 年以来清洁能源装机占比稳增，水、风、光合计占比从 2018 年的 54% 提升至 2020 年的 63%。截至 2020 年末，公司水、火、风、光装机占比分别为 53%、37%、7% 和 3%。

图 3：公司控股装机容量变化



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：近五年装机容量结构对比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

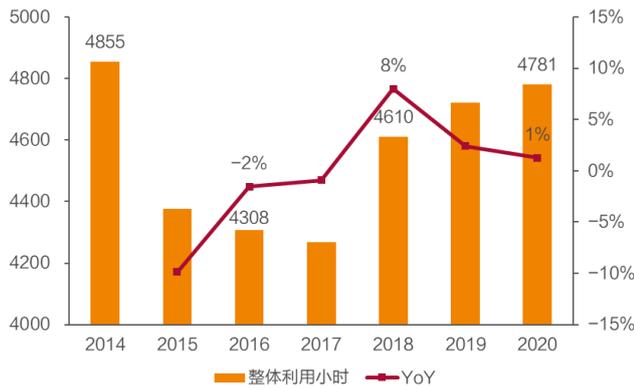
表 1：公司核心水电、火电资产一览

公司名称	电站名称	流域/位置	装机规模 (万千瓦)	投产时间
水 电				
雅砻江流域水电开发有限公司	桐子林	雅砻江	60	2016
	官地		240	2013
	二滩		330	2000
	锦屏二级		480	2014
	锦屏一级		360	2014
国投甘肃小三峡发电有限公司	大峡	黄河中上游	30	1998
	小峡		23	2005
	乌金峡		14	2009
国投云南大朝山水电有限公司	大朝山	澜沧江	135	2003
火 电				
国投盘江发电有限公司	盘北低热值煤电厂	贵州	60	2014
国投钦州发电有限公司	钦州电厂	广西	720 (远期)	一期 (120): 2007
				二期 (200): 2014
				三期 (264): 预计 2023
厦门华夏国际电力发展有限公司	嵩屿电厂	厦门	120	一期 (60): 1996 二期 (60): 2006
国投云顶湄洲湾电力有限公司	湄洲湾电厂	福建	278.6	一期 (78.6): 2000 二期 (200): 2017
天津国投津能发电有限公司	北疆电厂	天津	400	一期 (200): 2009
				二期 (200): 2018

资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

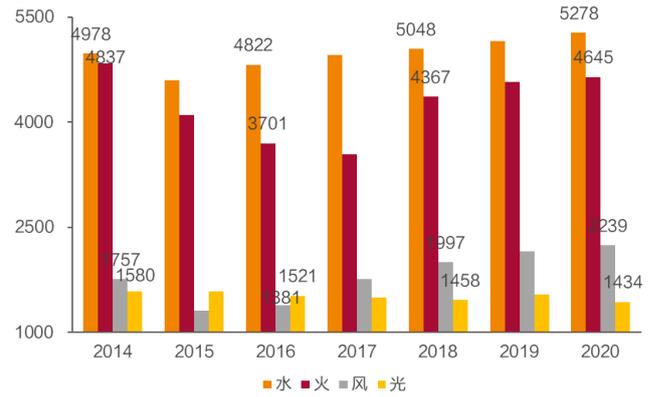
利用小时：2017 年以来稳步增长，2020 年平均利用小时为 4781 小时。公司机组发电效率自 2017 年触底后稳步抬升，一方面水电在消纳改善及调度能力提升背景下利用小时稳增，火电在供给侧改革驱动下利用小时 2017 年以来持续反弹。近两年公司利用小时较为稳定，2020 年整体利用小时 4781 小时，同比增加 60 小时，其中水、火、风、光分别为 5278、4645、2239 及 1434 小时。

图 5：近年公司整体利用小时稳定抬升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：各电种利用小时变化（小时/年）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

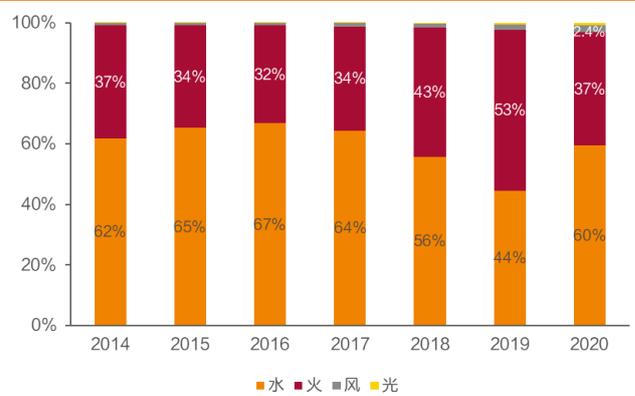
在装机持续增长、利用小时稳增的基础上，公司发电量稳定增长，2011 至 2019 年复合增速约 12%。2020 年受火电机组退出的影响，控股企业完成发电量 1485 亿千瓦时，同比下滑 8.5%。

图 7：2020 年公司完成发电量 1485 亿千瓦时



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：公司发电量结构情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 财务：2020 年实现归母净利 55 亿，水电为业绩核心

规模：公司业绩规模随装机增长而稳步扩张，2003 至 2020 营收复合增速 21.8%，归母净利润复合增速 21.0%。2020 年公司部分火电项目退出，营收虽有下滑但利润率改善明显，全年实现营业收入 393 亿，同比降低 7%，归母净利润达 55 亿，同比上升 16%。

图 9：2020 年公司营业收入 393 亿



资料来源：Wind，天风证券研究所

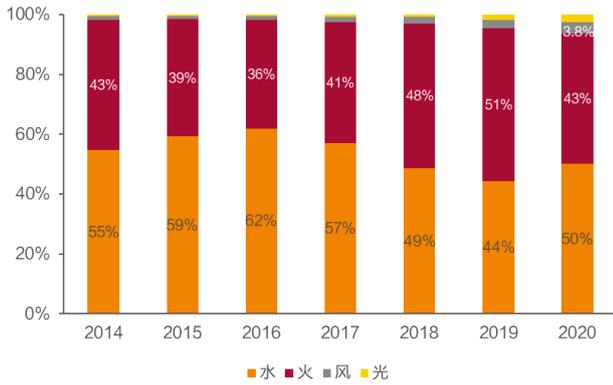
图 10：2020 年公司归母净利润 55 亿



资料来源：Wind，天风证券研究所

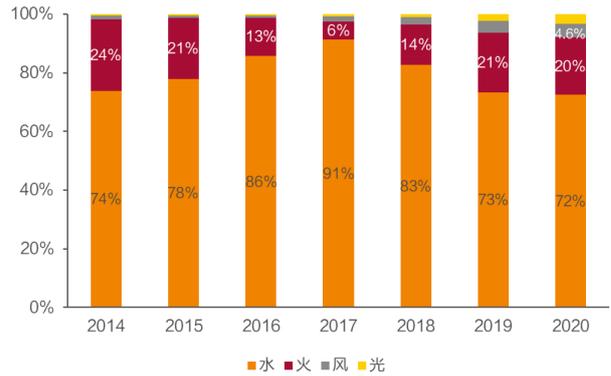
结构：水电为业绩核心。整体来看，水电及火电为公司业绩主体，营收及毛利占比超 90%。公司营收结构波动不大，受煤价影响毛利结构波动明显。在利润率的差异下，水电为业绩核心。2020 年火电营收占比 43%而毛利占比仅 20%，水电营收占比 50%且毛利占比超 70%。

图 11：公司近年电力板块收入结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：公司近年电力板块毛利结构

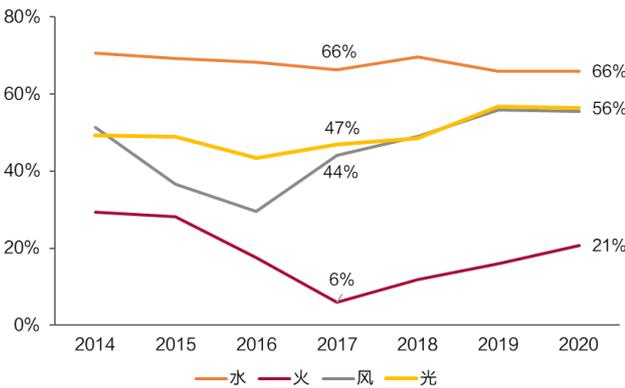


资料来源：公司公告，天风证券研究所

盈利水平：煤价、装机主导利润率走势。我们对公司 2004 年以来的利润率走势进行复盘：**2004 至 2011 年**，煤价高企压制火电利润率，公司整体盈利水平走低；**2012 至 2015 年**；随煤价的降低及雅砻江下游电站的投产，火电利润率得到修复，高毛利水电占比提升，带动公司整体盈利水平上台阶；**2016 至 2017 年**，煤价再次走高，公司利润率再受压制。

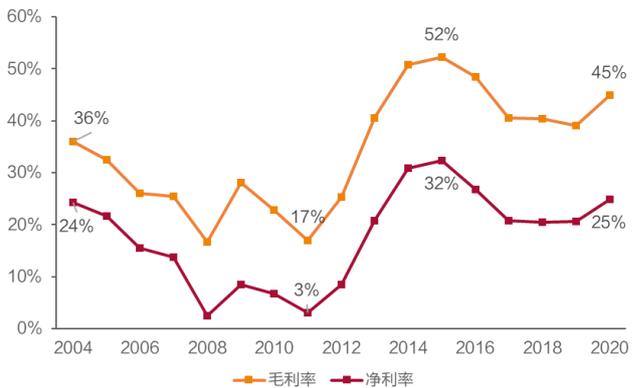
在经历了三年平稳期后，**2020 年**公司退出部分火电机组，实现 45%的毛利率及 25%的净利率水平，同比分别优化 5.8 和 4.3 个百分点。与此同时，公司资产置换完成以来的 ROE 波动基本与利润率一致。因此，整体来看，煤价水平以及装机结构变迁，是公司利润率以及回报率变动的核心要素。

图 13：各电种毛利率



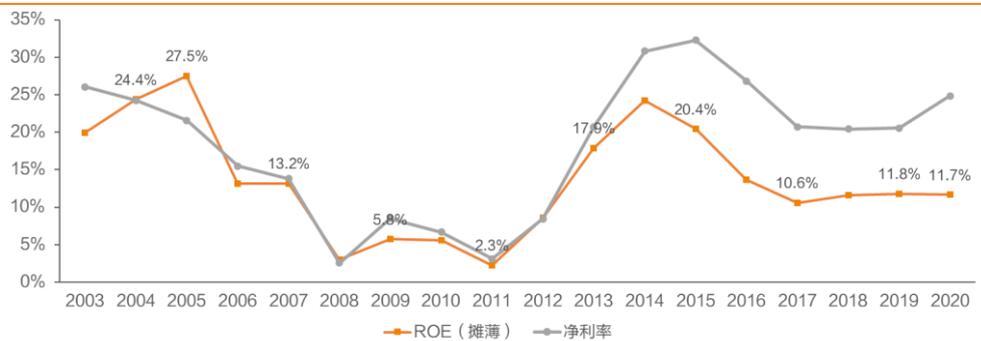
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 14：整体毛利率与净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：公司 ROE 走势与利润率基本一致



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 变化一：两杨投产在即，雅砻江黄金十年开启

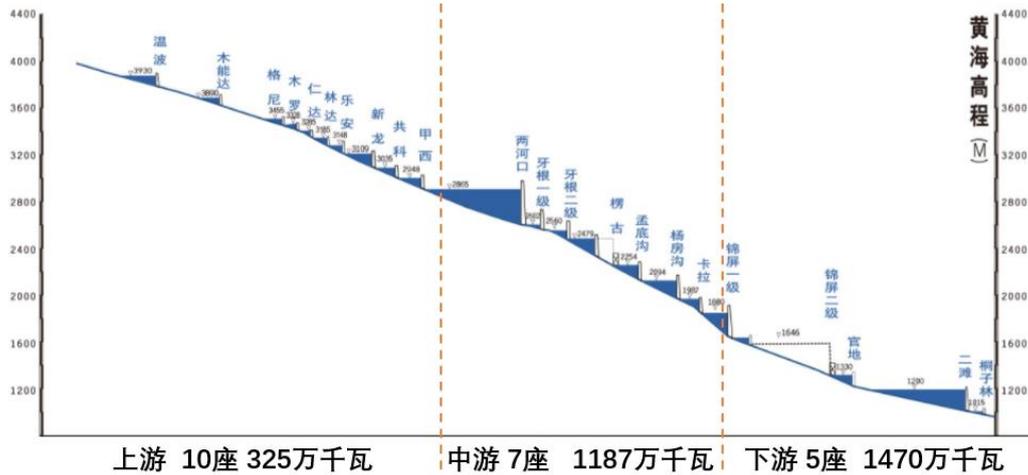
雅砻江水电为国投电力水电业务核心，近三年占水电总收入 90%左右。两河口及杨房沟的

投产，为雅砻江水电近年核心变化，本章就两杨投产为雅砻江带来的增益进行分析及测算。

2.1. 成长性：新一轮投产周期启动

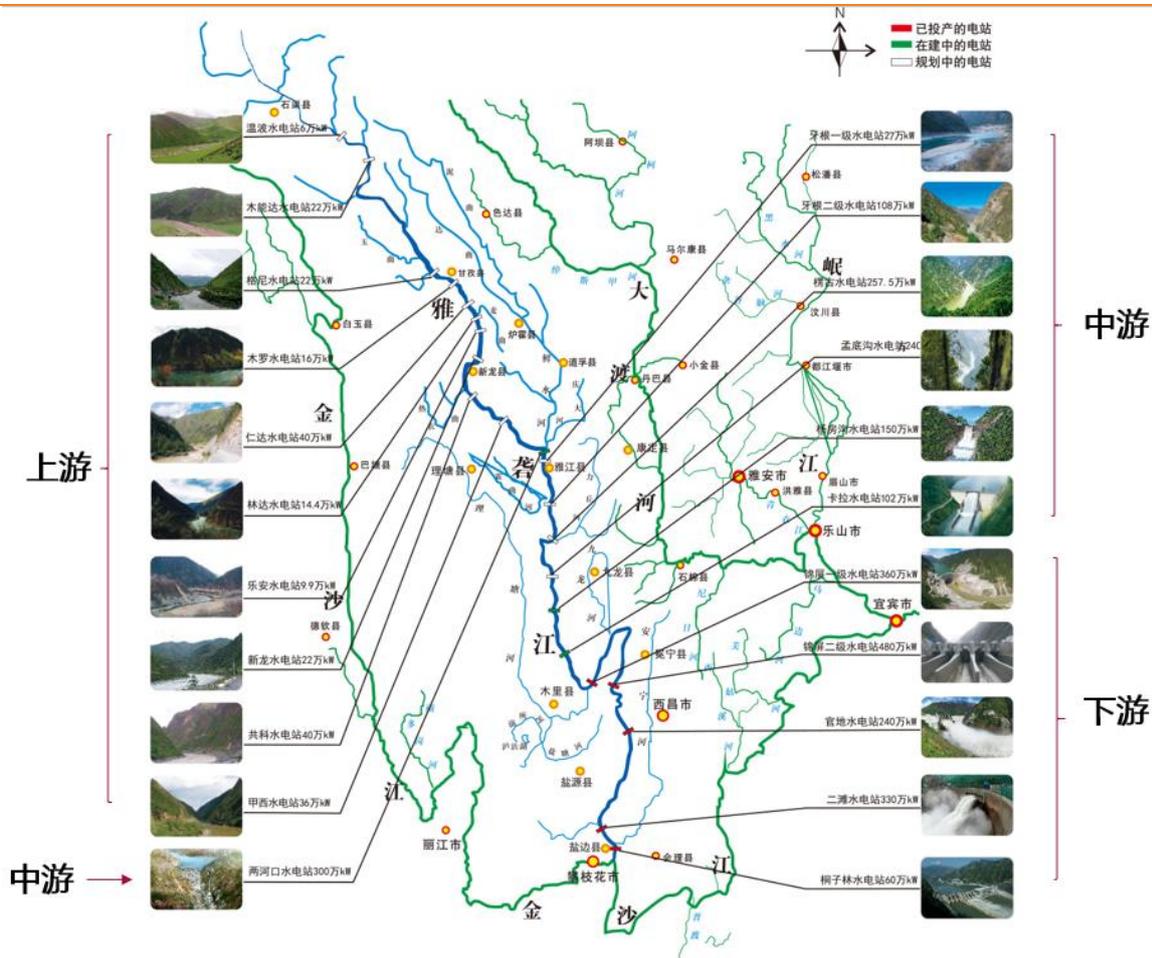
雅砻江为全国十三大水电基地第三位，规划可开发装机 3000 万千瓦。雅砻江水电全面负责雅砻江梯级水电站的建设运营。雅砻江干流规划开发 22 座梯级电站，规划可开发装机容量 3000 万千瓦，约占四川省技术可开发量的 24%，在全国规划的十三大水电基地中，装机规模排名第三。其中上游 10 座电站，总装机约 325 万千瓦；中游 7 座电站，总装机约 1186.5 万千瓦；下游 5 座电站，总装机约 1470 万千瓦。

图 16：雅砻江干流梯级电站纵剖面图



资料来源：雅砻江水电官网，天风证券研究所

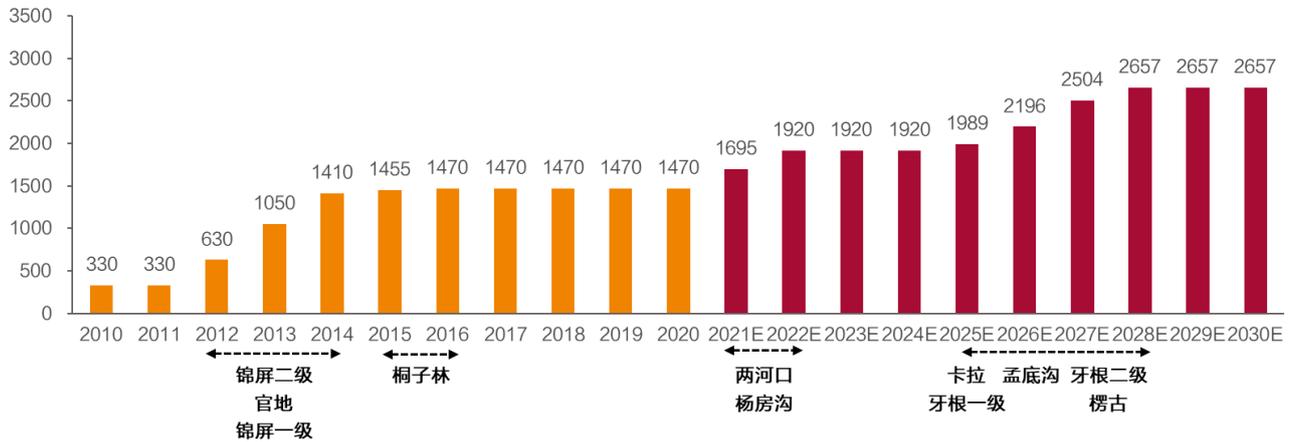
图 17：雅砻江流域梯级电站规划图



资料来源：雅砻江水电官网，天风证券研究所

新一轮装机增长开启：十年内装机增幅或达 80%。雅砻江流域分四阶段开发，目前雅砻江正处于中游开发的初期阶段，两河口、杨房沟、卡拉电站正处建设期，孟底沟电站已于 2021 年 3 月得到核准。新一轮装机增长开启，2021 年开始，两河口、杨房沟机组预计逐步投产；2025 左右预计卡拉、牙根一级以及孟底沟将陆续投产；2027 年预计牙根二级和楞古电站将实现投产。根据过往投产节奏，假设从首台机组投产到最后一台机组投产需要两年时间，预计雅砻江水电于 2030 年前可实现装机规模 2657 万千瓦，相较 2020 年末增加近 1200 万千瓦，增幅超 80%。

图 18：雅砻江水电装机进入新一轮成长周期（单位：万千瓦）

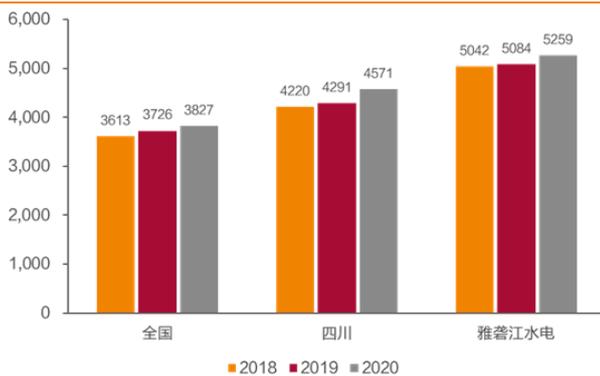


资料来源：雅砻江水电公司公告，天风证券研究所
注：仅考虑水电装机

2.2. 稀缺性：调节能力再上台阶

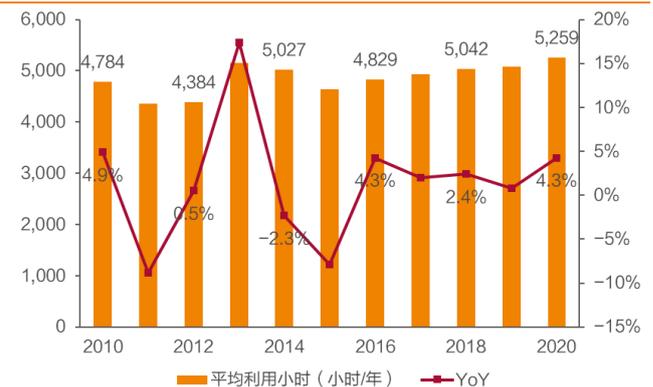
利用小时：优质资源禀赋助力利用小时领先，增速稳健。横向对比来看，在优质的水力资源支撑下，雅砻江水电来水情况优异，利用小时水平显著高于全国及四川平均水平，2020 年分别高出 1432 和 688 小时。近年公司机组利用小时稳中有增，2020 年在偏丰来水的带动下，雅砻江水电平均利用小时达 5259 小时，同比增加 175 个小时，发电量同比增加 3.7%至 775 亿千瓦时。

图 19：雅砻江水电平均利用小时领先（小时/年）



资料来源：Wind，雅砻江水电公司公告，天风证券研究所

图 20：雅砻江水电利用小时增长稳健



资料来源：雅砻江水电公司公告，天风证券研究所

两杨投产将使调节能力再上台阶，进一步增强利用小时稳定性。随着雅砻江干流中下游的控制性水库——两河口的投产，全流域整体调节能力将得到实质增强。杨房沟水电站与两河口水电站联合运行后，调节库容将达到 148 亿立方米，枯水期电量占年发电量的比例将达到 55%，雅砻江成为四川唯一可实现年调节的河流，是全国大江、大河中调节性能最好、电能质量最优的梯级水电站群之一。结构性缺电也可以得到缓解，预计未来存量机组的利用小时稳定性将进一步增强。

表 2：两河口电站的调节能力将带来显著补偿效益

项目	发电量（亿千瓦时）
----	-----------

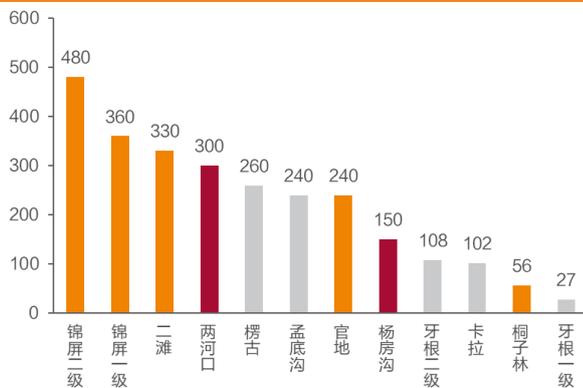
预计多年平均年发电量	110
梯级补偿效益	217
雅砻江两河口以下梯级电站	102
金沙江及长江三峡、葛洲坝电站	67
电力系统水电群弃水电量减少	48
年均发电效益	327

资料来源：国投电力公司公告，天风证券研究所

2.3. 测算：预计带来 16 亿业绩增量

发电量：综合考虑补偿效益可实现增发 281 亿千瓦时。两河口带来的发电增量一方面来自于自身发电，建成后预计多年平均年发电量 110 亿 kWh；另一方面来自于强调节能力带来的下游补偿电量。此外，由于两河口是雅砻江干流中下游的控制性水库，其下游电站的开发建设可使两河口水电站的梯级补偿效益得到充分体现，可增加雅砻江两河口以下梯级电站年发电量 102 亿 kWh。杨房沟水电站总装机容量 150 万千瓦，单独运行时平均发电量 59.6 亿千瓦时，与两河口水电站联合运行时，多年平均发电量 68.6 亿千瓦时。

图 21：雅砻江中下游各机组装机容量比较（单位：万千瓦）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：橙色为已投运；其他为在建及拟建，其中红色为所讨论的两座电站

图 22：平均发电量比较（单位：亿千瓦时）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：橙色为已投运；其他为在建及拟建，其中红色为所讨论的两座电站

电价：两河口、杨房沟平均上网电价预计为 0.371、0.331 元/千瓦时。两河口建成后主要供四川电网，根据《关于再次降低四川电网一般工商业用电价格等有关事项的通知》，新投年调节和多年调节电站含税上网电价为 0.3776 元/千瓦时。由于两河口电站具备多年调节能力，因此我们假设其批复电价为 0.3776 元/千瓦时。根据四川省丰枯期电价浮动标准，预计两河口平稳运行期平均上网电价 0.371 元/千瓦时。对于两河口为下游带来的增发发电量，参考雅砻江存量电站最近三年电价水平，预计平均上网电价为 0.261 元/千瓦时。

表 3：两河口预计稳定运行期平均上网电价为 0.371 元/千瓦时

时间段	发电量 (亿千瓦时)	发电量占比	电价浮动	电价 (元/千瓦时)	加权平均电价 (元/千瓦时)
丰水期	49.9	45.4%	-24.0%	0.286	0.371
平水期	18.1	16.5%	0.0%	0.377	
枯水期	42	38.2%	24.5%	0.469	

资料来源：国投电力公司公告，四川省发改委，天风证券研究所

杨房沟建成后主要送电区域为江西省、华中地区等，根据发改部门提出的外送电量的定价机制，外送电量的上网价格根据当地火电的上网价格减去电网运送成本后确定。2019 年江西省燃煤发电标杆上网电价为 0.4143 元/千瓦时，参考部分特高压直流线路的线损及输电价格，假设杨房沟输电价格为 0.055 元/千瓦时，线损率 6.8%，则对应上网电价为 0.331 元/千瓦时。

表 4：部分跨省跨区专项工程输电价格

线路名称	输出电源	受电区域	输电价格 (元/千瓦时)	线损率
锦苏直流	锦屏、官地水电机组	江苏	0.055	7.0%

宾金直流	溪洛渡左岸	浙江	0.050	6.5%
向上工程	向家坝	上海	0.062	7.0%
溪广线	溪洛渡右岸	广东	0.053	6.5%

资料来源：国家发改委，天风证券研究所

折旧：预计新增年折旧成本约 20 亿。根据可研审定数据，两河口及杨房沟固定资产投资分别为 512 亿及 159 亿元，资本化利息分别为 153 及 41 亿元，因此理论上投产后预计将形成固定资产账面价值分别为 665 亿及 200 亿元。**但根据雅砻江已投产水电及相关可比电站投资情况，我们认为总投资额或存在预期差。**假设实际投资额为可研审定数据的 80%，按照 35 年折旧年限、残值率 0%的假设，对应综合折旧率约为 2.9%，则两河口及杨房沟稳定运营期折旧成本分别为 15.2 和 4.6 亿元。

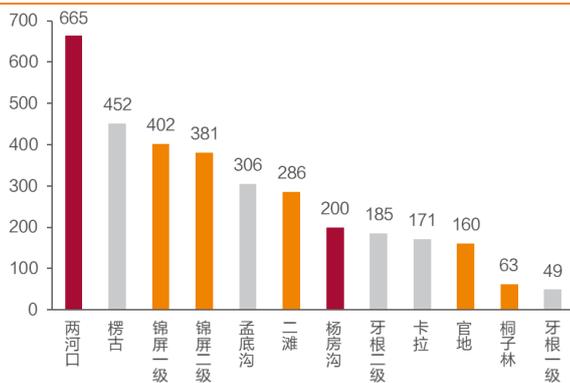
表 5：雅砻江部分电站投资情况

项目名称	投资总额 (亿元)	首台投产时间	最后一台投产时间	竣工时间	累计投资额占比
锦屏一级	401.77	2013 年	2014 年 7 月	2022 年 12 月	98.2%
锦屏二级	380.56	2012 年	2014 年 11 月	2021 年 12 月	96.4%
官地	159.93	2012 年	2013 年 3 月	2021 年 12 月	94.0%
桐子林	62.57	2015 年	2016 年 3 月	2022 年 12 月	91.3%
两河口	664.57	2021 年	2022 年	2023 年	60.4%
杨房沟	200.02	2021 年	2022 年	2024 年	47.6%
澜沧江-黄登	237.9	2018 年	2018 年	-	82.0%
澜沧江-大华桥	107.8	2018 年	2018 年	-	80.0%

资料来源：雅砻江水电、华能水电公司公告，天风证券研究所

注：累计投资额占比数据中，黄登及大华桥为截至 2020 年 6 月末，其余电站为截至 2020 年 9 月末

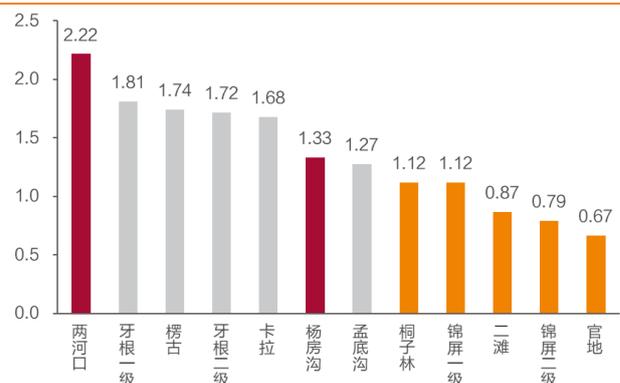
图 23：两河口、杨房沟投资总额较高 (单位：亿元)



资料来源：雅砻江水电公司公告，天风证券研究所

注：橙色为已投运，其他为在建及拟建，其中红色为所讨论的两座电站

图 24：两河口、杨房沟单位装机投资额较高 (单位：万元/千瓦)



资料来源：雅砻江水电公司公告，天风证券研究所

注：橙色为已投运，其他为在建及拟建，其中红色为所讨论的两座电站

财务费用：杠杆比例或低于预期，预计新增财务费用 13 亿元。水电站的建设资金往往采用 20%资本金以及 80%债权融资的方式安排，对应到两河口及杨房沟的预算总投资，则应投入 173 亿资本金及 692 亿债务融资，但根据雅砻江已披露数据，实际资金结构或有差异。**资本金方面**，2014 年以来，雅砻江水电实收资本已从 191 亿增加至 386 亿（截至 2019 年 9 月末），其中针对两河口、杨房沟建设的投资约 130 亿，因此资本金投入阶段或已接近尾声。**债务融资方面**，根据两河口已完成投资情况，已完成部分中 17%的投资来自于自有资金，结合公司负债规模并未大幅上升，我们预计总投资中债务融资的比重将显著低于 80%。

根据截至 2019 年 9 月末的两河口投资情况，我们预计总投资中资本金比重约为 20%，公

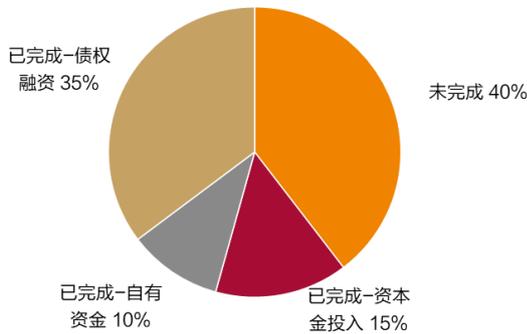
司自有资金比重约为 20%，债务融资比重约为 60%。

表 6：两河口及杨房沟建设资本金投入情况（单位：亿元）

时间	两河口	杨房沟
2015 年 4 月		10
2014 年 9 月	20	
2016 年 3 月	14.6	6
2017 年 2 月	9	3.5
2018 年 4 月	20	10
2019 年 2 月	15	5
2020 年 6 月	12	6
合计		131.1

资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 25：截至 2020 年 9 月末，两河口投资完成情况



资料来源：雅砻江水电公司公告、天风证券研究所

图 26：建设期间雅砻江水电负债规模较为稳定（亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

基于以上所述假设，我们预计稳定运营期两河口、杨房沟分别可为雅砻江水电贡献业绩增量约 23.3 及 7.3 亿元，分别占 2020 年雅砻江水电公司归母净利润的 37%及 12%。截至 2021 年一季度，国投电力持股比例为 52%，雅砻江水电预计贡献业绩增量约 16 亿元。

表 7：核心假设一览表

假设项目	假设值
厂用电率	0.3%
折旧年限	35
年折旧率	2.9%
水电站运行单位成本（元/千瓦时）	0.05
债权融资占总投资比重	60%
综合债权融资成本	3%
期间费用率（除财务费用）	3.00%
所得税率	15%

资料来源：雅砻江水电、国投电力、川投能源公司公告、天风证券研究所

表 8：两河口、杨房沟为雅砻江水电带来的业绩增量测算表

项目	两河口	杨房沟
总投资（亿元）	665	200
装机容量（万千瓦）	300	150
平均发电量（亿千瓦时）	110（+补偿电量 102）	69
收入端（亿元）	58.5	19.0
上网电量（亿千瓦时）	109.7（+补偿电量 101.7）	68.4
电价（元/千瓦时）	0.371（补偿电价 0.261）	0.326
成本端（亿元）	20.69	8.00
运行成本	5.50	3.43

折旧费	15.2	4.6
形成固定资产	531.7	160.0
费用端 (亿元)	11.4	3.5
财务费用	9.6	2.9
债权融资	319.0	96.0
其他费用	1.78	0.60
税前利润	27.43	8.54
所得税	4.12	1.28
税后利润 (亿元)	23.32	7.26

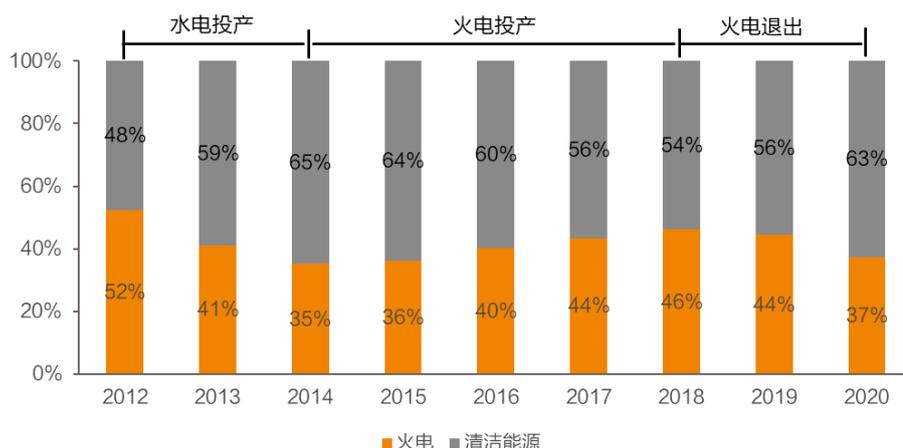
资料来源：雅砻江水电、国投电力、川投能源公司公告、天风证券研究所

3. 变化二：增长驱动切换，从火电转向清洁能源

3.1. 重要的变化：装机成长动能正在切换

公司的装机成长正从火电驱动转向清洁能源驱动。我们对公司装机结构变迁进行回溯，在 2019 年以前，除 2012 至 2014 年雅砻江下游锦官电源组投产之外，公司装机增长主要动能来自于火电。2014 至 2018 年随着湄洲湾、北疆二期等项目投产，公司火电占比从 35% 提升至 46%。自 2019 年开始，在碳减排及火电去产能背景下，公司装机结构开始发生趋势性改变。一方面清洁能源增长提速，另一方面火电加速退出，2019 至 2020 年共退出 391 万千瓦火电机组。

图 27：公司装机结构变迁



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 9：公司近两年处置火电资产情况

名称	装机 (万千瓦)	地点	投产时间	处置时间	处置方式
国投北部湾	64	广西	2005	2019	转让于广西投资集团；北部湾 55% 股权；对价 5.9 亿
靖远二电	132	甘肃	1992	2020	转让于中国中煤能源集团；国投宣城 51%、国投伊犁 60%、靖远二电 51.22%、淮北国安 35%、张掖发电 45% 股权；对价 18.1 亿
国投宣城	129	安徽	2008		
伊犁能源	66.4	新疆	2013		
淮北国安	64	安徽	2000		
甘肃张掖	65	甘肃	2006		

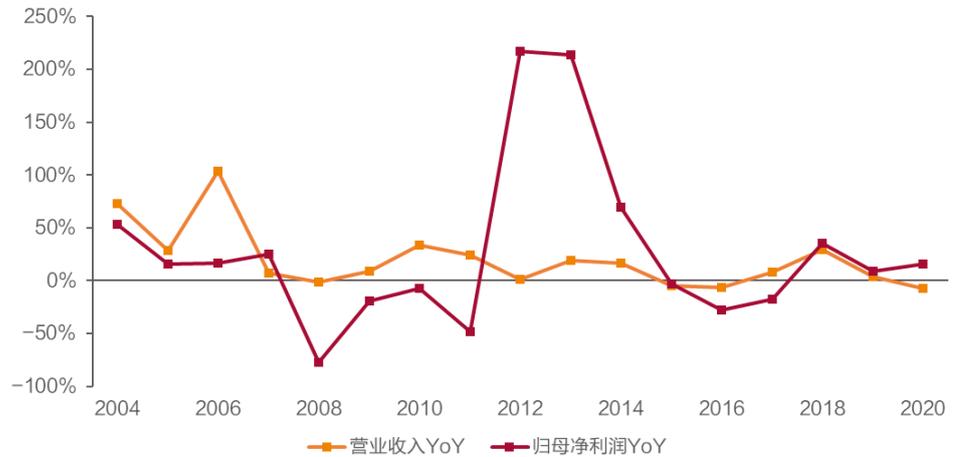
资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2. 切换有何意义？从周期走向价值

低毛利、强波动，高占比火电带来了公司业绩的剧烈波动。火电板块一方面盈利水平相

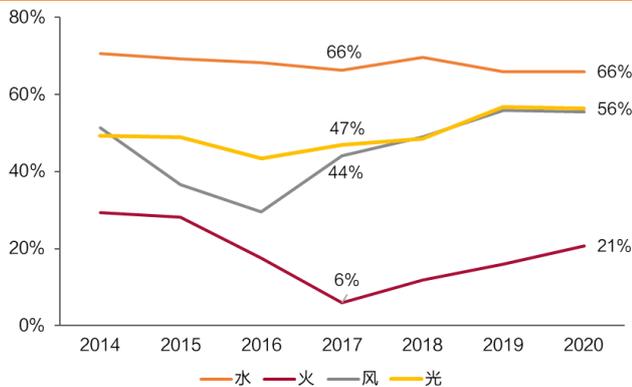
对较低，近五年平均毛利率 14.4%。另一方面与煤价关联紧密，整体利润率波动较大。由于火电装机占比的持续高企，公司 2019 年前业绩波动明显，且基本与煤价同方向变化。

图 28：公司 2019 年前业绩波动较大



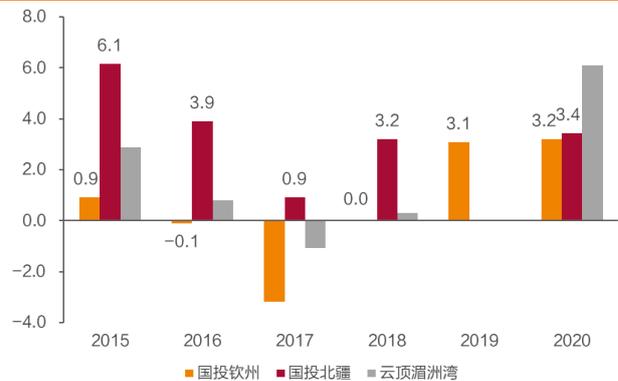
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 29：各电种毛利率情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

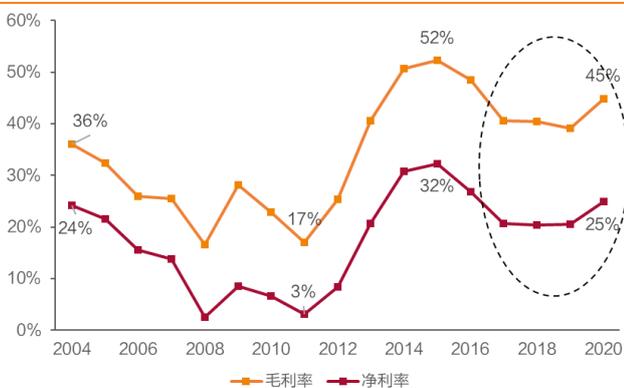
图 30：火电子公司业绩较不稳定（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

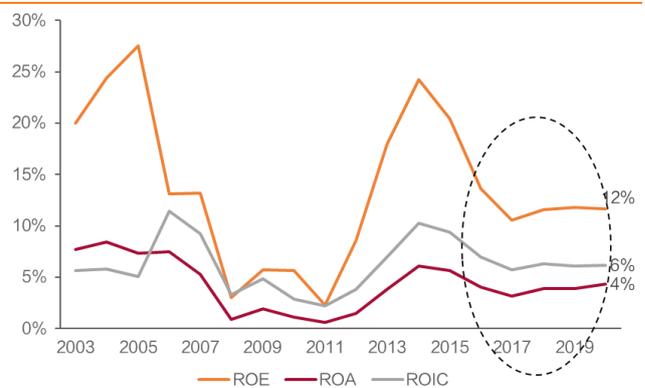
资产质量提升，价值属性走强。随着公司火电资产的退出，以及火电行业自身公用事业属性的增强，公司整体资产质量持续优化，2020 年公司盈利水平大幅回温，ROE、ROA 等回报率值标近年明显企稳。装机增长驱动力的变化，表现上为公司带来了更稳定的业绩及更平稳的增长，深层次来看，公司电力业务的周期属性正在持续弱化，价值属性不断增强，成长属性开始显现。

图 31：盈利水平企稳回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 32：资产回报率稳中有升



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.3. 动能如何维持？水、风、光齐发力

动能一：雅砻江中游水电。目前雅砻江正处于中游开发的初期阶段，两河口、杨房沟、卡拉电站正处建设期，孟底沟电站已于 2021 年 3 月得到核准。2021 年实现首台机组投

产的两杨，标志着雅砻江新一轮装机增长的开启：2025 左右预计卡拉、牙根一级以及孟底沟将陆续投产；2027 年预计牙根二级和楞古电站将实现投产。预计雅砻江水电于 2030 年前可实现装机规模 2657 万千瓦，相较 2020 年末增加近 1200 万千瓦，增幅超 80%。

图 33：雅砻江水电开发目前处于第三阶段



资料来源：雅砻江水电公司官网、公司公告，天风证券研究所

动能二：常规风光项目。公司常规新能源装机快速增长，2015 至 2020 年风电及光伏装机复合增速分别为 27.3%和 57.1%，其中 2020 年同比分别增长 50%和 44%，在“两碳目标”大方向下已进入快速增长通道。效率方面，公司风、光装机利用小时领先全国平均，风电近三年平均利用小时 2130 小时，高出全国平均 47 小时，且近三年持续抬升；光伏近三年平均利用小时 1477 小时，高出全国平均 217 小时。截至 2020 年末，公司风电装机 213.95 万千瓦、占比 6.72%，光伏装机 103.2 万千瓦、占比 3.24%。我们认为在碳减排大趋势下，公司依托国资背景及丰富项目经验，未来常规风光将成为装机增长重要动能。

图 34：公司新能源装机布局

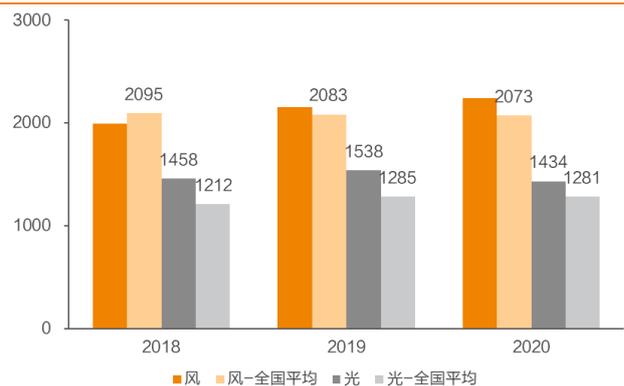


资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 35：公司近年新能源装机高增



图 36：公司新能源利用小时领先平均水平（小时/年）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

动能三：水风光互补。“水风光互补”是一种清洁能源基地的建设方案，指的是以水电基地为基础，对周边风电、光伏等新能源发电的一体化建设运营，将水电和风光就近打捆上网。我国水风光互补在实践层面尚处探索阶段，且以水光互补为主。

“互补”主要体现在：**水电对风光消纳的改善，及丰枯期电源的互补。**与此同时，在储能、上网等环节的协同下，“水风光”项目**收益率或有提振**。水风光的互补建设运营，理论上对于提升可再生能源消纳、充分挖掘存量水电基地价值等，具备明显的促进作用。虽实践层面尚在探索，但 2020 年以来，在碳中和大方向的日益明确下，“水风光”政策端重视度已明显提升。2020 年 8 月底，国家发改委及能源局联合印发《关于开展“风光水火储一体化”“源网荷储一体化”的指导意见（征求意见稿）》，明确就近打捆新能源电力的“一体化”实施方案。

表 10：“水风光互补”是重要政策方向

时间	政策/文件名称	表述
2020/9/11	《关于扩大战略性新兴产业投资 培育壮大新增长点增长极的指导意见》	加快突破风光水储互补等新能源电力技术瓶颈
2020/8/27	《开展“风光水火储一体化”“源网荷储一体化”的指导意见》（征求意见稿）	鼓励存量水电机组，明确就近打捆新能源电力的“一体化”实施方案
2020/12/25	青海：“十四五”规划和二〇三五年远景目标的建议	发展光伏、风电、光热、地热等新能源，建设多能互补清洁能源示范基地
2020/12/27	西藏：“十四五”规划和二〇三五年远景目标的建议	2025 年建成国家清洁可再生能源利用示范区，大力推动“水风光互补”
2021/2/9	云南：国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要	建设“风光水储一体化”基地以及“风光火储一体化”示范项目新能源装机共 1500 万千瓦

资料来源：国家发改委，北极星电力网，天风证券研究所

图 37：光伏、风电各月发电量变化（单位：亿千瓦时）



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：取近三年平均值，2月取 1-2 月均值

图 38：水电各月利用小时变化（单位：小时/月）



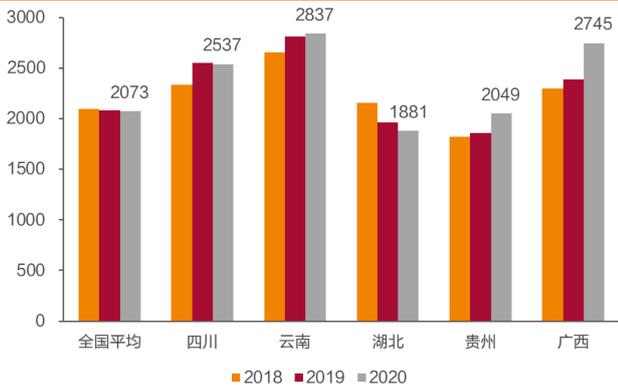
资料来源：Wind，天风证券研究所

注：取近三年平均值，2月取 1-2 月均值

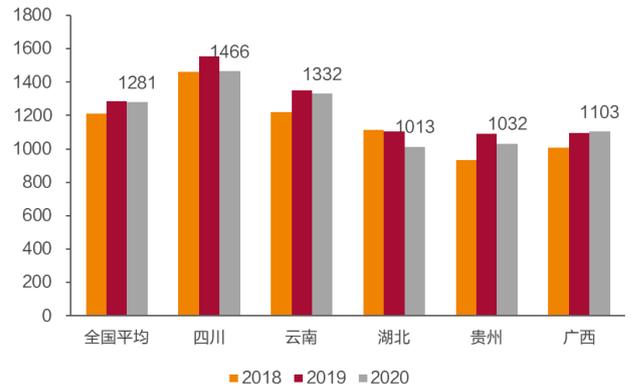
资源禀赋叠加投资能力，雅砻江水风光大有可为。雅砻江水电位于四川省，作为水电大省，同时具备丰富的风、光资源。从利用小时看，2020 年四川平均风电利用小时高于全国平均水平 37%；光伏平均利用小时高出 4%。依托流域水电基础，雅砻江水电将打造雅砻江流域风光水互补清洁能源示范基地，**基地规划风电场址约 80 个，总装机规模约 1200 万千瓦；光电场址 25 个，总装机规模约 1800 万千瓦。风、光项目总装机规模 3000 万千瓦以上。**此外，相较于传统新能源运营商，雅砻江依托水电资产具备了优质的现金流基础，投资能力将有显著领先。

图 39：水电富集省份风电利用小时情况（单位：小时/年）

图 40：水电富集省份光伏利用小时情况（单位：小时/年）

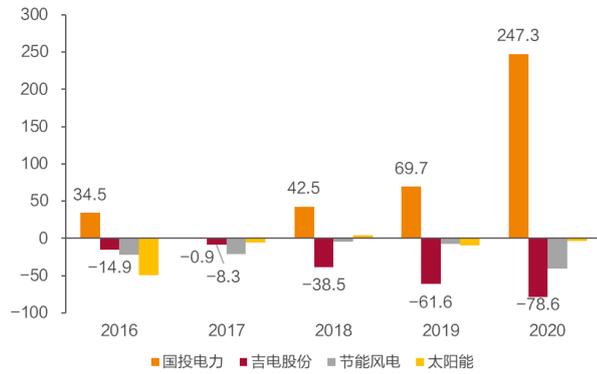


资料来源: Wind, 天风证券研究所



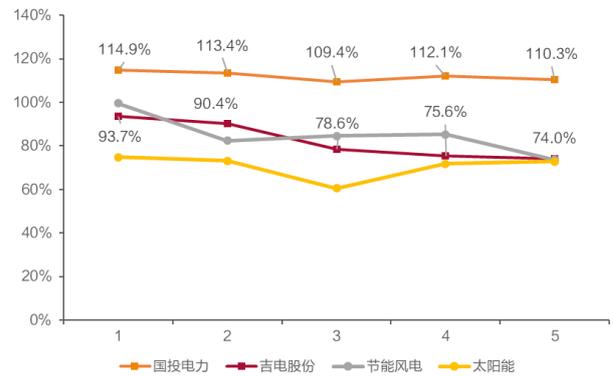
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 41: 国投自由现金流量规模领先新能源运营商 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

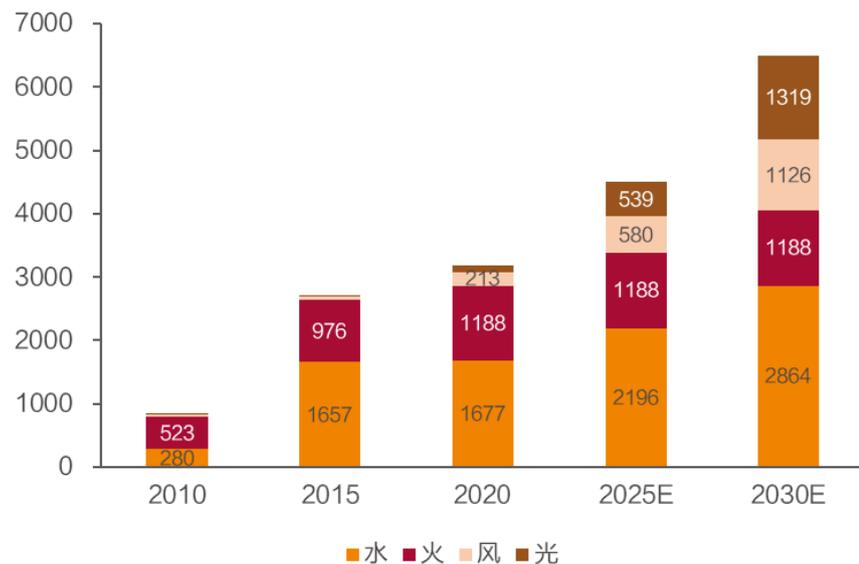
图 42: 销售商品提供劳务收到的现金/营业收入



资料来源: Wind, 天风证券研究所

当前公司正处装机增长动能的转换期, 未来装机将主要由清洁能源贡献, 包括雅砻江中游电站的投产、传统风光项目的扩张以及“水风光”项目的探索。截至 2020 年末, 公司控股装机容量 3180 万千瓦, 其中清洁能源占比 63%。我们预计 2025 年公司装机规模有望达到 4503 万千瓦, 清洁能源占比达 74%; 远期到 2030 年, 公司清洁能源装机占比有望达到 82%, 其中风光占比 38%。

图 43: 公司未来十年装机预测 (单位: 万千瓦)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

我们基于以下假设对公司进行盈利预测：

1) **火电：装机容量方面**，两碳目标下火电并不具备规模扩张的基础；**利用小时方面**，在行业装机缩减、调峰需求增加的判断下，利用小时有望稳中略增；**煤价方面**，2021 年煤价大幅走高，预计 2022 年随供需变化煤价或有所回归，但在减排趋势下，煤价中枢存上移概率。

2) **水电：装机容量方面**，随着雅砻江中游电站投产，装机容量持续扩张；**利用小时方面**，两碳目标下大水电资产稀缺性持续凸显，叠加流域调度能力提升，我们判断利用小时稳中有增；**电价方面**，雅砻江锦官电源组参与省内市场化交易，比例提升或为电价带来压力，但与此同时水电稀缺性提升、供需或趋紧，因此整体来看电价预计维稳。

3) **新能源：装机容量方面**，两碳目标下，公司依托强投资能力及国资背景有望快速扩张规模，且“水风光”互补项目也将提供可观增量；**利用小时方面**，技术迭代下风光发电效率稳增；**电价方面**，我们认为在竞价上网趋势下，长期看新能源电价存一定压力。

表 11：公司各电种核心经营数据预测

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
		整体			
装机规模（万千瓦）	3180	3468	3744	3807	3862
利用小时（小时/年）	4713	4519	4541	4617	4576
平均上网电价（元/千瓦时）	0.302	0.317	0.317	0.319	0.320
		水电			
装机规模（万千瓦）	1677	1902	2127	2127	2127
利用小时（小时/年）	5273	4917	4963	5169	5168
平均上网电价（元/千瓦时）	0.249	0.271	0.275	0.278	0.278
		火电			
装机规模（万千瓦）	1188	1188	1188	1188	1188
利用小时（小时/年）	4645	4691	4715	4729	4729
平均上网电价（元/千瓦时）	0.363	0.365	0.361	0.359	0.358
		风电			
装机规模（万千瓦）	213	243	266	296	319
利用小时（小时/年）	2239	2261	2273	2280	2280
平均上网电价（元/千瓦时）	0.479	0.498	0.488	0.484	0.482
		光伏			
装机规模（万千瓦）	101	134	162	195	227
利用小时（小时/年）	1434	1448	1456	1460	1460
平均上网电价（元/千瓦时）	0.892	0.928	0.909	0.891	0.873

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

基于以上核心经营数据预测，我们预计 2021-2023 年公司分别可实现营业收入 432.9、467.5 和 485.3 亿，同比分别增加 10.1%、8.0%和 3.8%；实现归母净利润 59.6、70.5 和 78.6 亿元，同比分别增加 8.1%、18.2%和 11.5%。

表 12：公司各板块收入及毛利率预测

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
		整体			
总收入（亿元）	393.2	432.9	467.5	485.3	489.5
YoY	-7.3%	10.1%	8.0%	3.8%	0.9%
毛利率	44.6%	41.7%	44.4%	45.2%	45.0%
		水电			
收入（亿元）	194.5	228.1	259.6	272.8	273.3
YoY	5.5%	17.3%	13.8%	5.1%	0.2%
毛利率	65.8%	65.9%	65.0%	65.0%	65.0%

		火电				
收入 (亿元)	166.7	169.1	168.2	167.8	167.2	
YoY	-21.7%	1.4%	-0.5%	-0.2%	-0.4%	
毛利率	20.5%	8.4%	12.8%	13.3%	13.0%	
		风电				
收入 (亿元)	14.1	16.9	18.2	20.2	21.7	
YoY	21.4%	20.0%	7.8%	10.8%	7.2%	
毛利率	55.5%	55.7%	53.0%	52.0%	50.0%	
		光伏				
收入 (亿元)	10.1	13.7	16.3	19.3	22.0	
YoY	46.4%	35.4%	19.4%	18.0%	14.3%	
毛利率	56.3%	56.5%	53.5%	52.5%	50.0%	
		其他				
收入 (亿元)	4.2	5.1	5.1	5.2	5.3	
YoY	-16.9%	20.0%	1.0%	1.4%	1.5%	
毛利率	-31.5%	-20.0%	-20.0%	-20.0%	-20.0%	

资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

4.2. 估值

由于公司为多电种综合电力平台, 不同电种盈利水平及稳定性差异明显, 因此我们分部对公司进行估值分析:

雅砻江水电选取 FCFE 绝对估值分析: 雅砻江水电为当前公司最核心资产, 截至 2020 年末归母权益达 544 亿, 对应 52%持股后占到国投电力归母权益近 60%。与此同时大型水电运营现金流稳定, 基于此我们对雅砻江进行 FCFE 绝对估值分析。我们预计雅砻江水电股权价值约为 1512 亿元, 对应国投电力所持有的 52%股权价值为 786 亿元。

表 13: 折现率核心假设

要素	假设
永续增长率	0%
Ke	7.2%
Beta	0.60
无风险收益率	3%
市场收益率	10.0%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 14: 雅砻江水电股权自由现金流 (FCFE) 折现模型 (单位: 亿元)

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
净利润	79.1	95.1	99.2	100.7	105.0	111.1	124.1	133.9	144.2	149.4
加:										
折旧摊销	36.6	39.6	42.1	44.3	46.3	48.0	49.7	51.2	52.6	54.0
付息债务增/(减)	3.8	-15.2	-45.8	-44.7	-44.9	-35.2	-10.9	-20.0	-10.0	-20.0
减:										
资本支出	62.0	59.1	34.1	34.1	24.1	34.1	34.1	34.2	34.2	44.2
营运资本增/(减)	-19.0	14.6	-13.3	17.3	-13.0	6.8	-17.1	10.0	-17.1	13.8
FCFE	76.5	45.8	74.7	48.9	95.3	83.1	145.8	121.0	169.7	125.4
终值										1741.5
基期现值	71.4	39.9	60.6	37.0	67.3	54.7	89.6	69.4	90.8	931.4
股权价值	1512.2									

资料来源: 雅砻江水电、川投能源、国投电力公司公告, Wind, 天风证券研究所

其他电力资产我们均采用 PB 估值分析:

水电方面, 大朝山截至 2020 年末净资产 33 亿元, 在 2021 年 2 倍目标 PB 下 50%股权对应价值为 32.9 亿元。小三峡截至 2020 年末净资产 13.4 亿元, 在 2021 年 2 倍目标 PB 下 60%

股权对应 16.2 亿元。

火电方面，公司主要资产为国投津能，国投钦州，云顶湄洲湾，华夏电力以及国投盘江，最近年度净资产分别为 42.9、27.3、38.2、16.0 和 5.8 亿元，在 2021 年 0.5 倍 PB 下对应股权总估值为 37.9 亿。

新能源方面，公司业务主体为国投新能源，2020 年末净资产为 28.0 亿元，考虑到公司资产质量显著领先行业平均，给予 2021 年 2 倍 PB，则 65%股权对应估值 36.4 亿。

综上，水（含雅砻江）、火和新能源板块股权价值分别为 835.1、37.9 和 36.4 亿元，合计估值为 909.3 亿元，对应目标股价为 13.05 元/股，维持“买入”评级。

表 15：水电板块可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS		PE		PB	
			2021	2022	2021	2022	2021	2022
600900.SH	长江电力	4,321	1.15	1.21	16.54	15.65	2.37	2.25
600025.SH	华能水电	940	0.34	0.36	16.28	15.22	1.61	1.52
600236.SH	桂冠电力	388	0.29	0.30	17.26	16.68	2.27	2.09

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：均为 Wind 一致预期数据；截至 2021 年 7 月 31 日

表 16：火电板块可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS		PE		PB	
			2021	2022	2021	2022	2021	2022
600011.SH	华能国际	601	0.46	0.56	8.25	6.90	0.53	0.49
600027.SH	华电国际	315	0.52	0.57	6.17	5.64	0.49	0.45
600578.SH	京能电力	178	0.19	0.26	13.68	10.21	0.68	0.66

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：均为 Wind 一致预期数据；截至 2021 年 7 月 31 日

表 17：新能源板块可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS		PE		PB	
			2021	2022	2021	2022	2021	2022
601016.SH	节能风电	210	0.17	0.25	24.39	16.99	1.75	1.50
000591.SZ	太阳能	211	0.40	0.56	17.74	12.54	1.42	1.31

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：均为 Wind 一致预期数据；截至 2021 年 7 月 31 日

5. 风险提示

来水低于预期的风险：来水情况难以准确预测，偏枯将导致发电量下滑明显；

煤价持续走高的风险：公司火电业务仍占较大比重，若煤炭价格持续走高，则可能导致公司业绩承压；

新能源发展不及预期的风险：传统风光项目及水风光互补为公司未来重要成长路径，若相关投资不及预期，则可能导致公司成长性不及预期；

相关假设不成立导致结论偏差的风险：我们对两杨业绩增量等测算基于大量假设，若相关假设与后续事实演进差异较大，则存在结论不成立的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	8,435.69	9,689.94	8,657.19	9,350.60	9,706.19
应收票据及应收账款	5,424.82	7,345.31	4,627.02	6,274.61	5,041.60
预付账款	304.90	105.81	517.87	81.70	510.02
存货	1,158.86	954.78	1,664.29	976.32	1,773.45
其他	9,609.41	2,734.87	4,765.81	5,710.13	4,371.87
流动资产合计	24,933.68	20,830.70	20,232.17	22,393.36	21,403.15
长期股权投资	9,707.28	9,936.75	9,936.75	9,936.75	9,936.75
固定资产	133,284.92	134,140.16	150,536.75	158,205.28	160,546.97
在建工程	48,793.43	55,436.41	35,661.85	23,797.11	16,678.26
无形资产	4,756.06	4,759.34	4,387.92	4,016.50	3,645.08
其他	3,246.14	3,806.01	3,102.76	3,138.49	3,229.58
非流动资产合计	199,787.83	208,078.67	203,626.03	199,094.13	194,036.64
资产总计	224,721.51	228,909.37	223,858.20	221,487.49	215,439.79
短期借款	5,303.46	7,233.51	21,072.84	26,583.08	30,933.74
应付票据及应付账款	3,508.76	3,288.48	5,848.53	2,890.13	6,082.50
其他	25,407.64	25,531.22	25,940.11	26,120.09	26,749.99
流动负债合计	34,219.86	36,053.21	52,861.48	55,593.31	63,766.23
长期借款	110,295.28	103,441.14	79,320.02	62,982.01	36,823.92
应付债券	4,494.95	5,321.99	4,005.65	4,607.53	4,645.05
其他	1,317.23	1,507.68	1,425.79	1,416.90	1,450.13
非流动负债合计	116,107.47	110,270.81	84,751.46	69,006.44	42,919.10
负债合计	150,327.33	146,324.02	137,612.94	124,599.75	106,685.33
少数股东权益	34,011.67	35,358.70	40,371.52	46,122.00	52,481.00
股本	6,786.02	6,965.87	6,965.87	6,965.87	6,965.87
资本公积	6,461.46	7,762.08	7,825.02	7,783.06	7,790.05
留存收益	29,739.03	34,671.02	38,907.87	43,799.86	49,307.58
其他	(2,604.00)	(2,172.32)	(7,825.02)	(7,783.06)	(7,790.05)
股东权益合计	74,394.18	82,585.35	86,245.26	96,887.74	108,754.46
负债和股东权益总计	224,721.51	228,909.37	223,858.20	221,487.49	215,439.79

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	42,433.46	39,320.36	43,285.93	46,753.00	48,530.97
营业成本	25,851.70	21,679.09	25,226.80	25,988.98	26,599.28
营业税金及附加	947.41	947.31	1,008.09	1,168.82	1,170.91
营业费用	31.11	27.66	23.06	46.75	36.17
管理费用	1,366.99	1,695.09	1,510.81	2,337.65	2,426.55
研发费用	34.67	37.87	26.14	37.15	38.20
财务费用	4,779.20	4,194.46	3,838.90	3,447.05	2,832.92
资产减值损失	(204.15)	(500.04)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	8.73	1.22	(125.08)	23.26	26.19
投资净收益	1,046.42	1,348.83	1,348.83	1,348.83	1,348.83
其他	(1,665.67)	(1,716.99)	(2,447.49)	(2,744.17)	(2,750.02)
营业利润	10,237.05	11,605.87	12,875.88	15,098.68	16,801.96
营业外收入	131.61	185.90	143.89	153.80	161.20
营业外支出	51.58	82.17	67.54	67.10	72.27
利润总额	10,317.07	11,709.60	12,952.23	15,185.38	16,890.88
所得税	1,586.01	1,933.42	1,976.67	2,386.40	2,673.70
净利润	8,731.06	9,776.18	10,975.56	12,798.98	14,217.18
少数股东损益	3,975.60	4,260.55	5,012.82	5,750.48	6,359.00
归属于母公司净利润	4,755.46	5,515.63	5,962.73	7,048.50	7,858.18
每股收益(元)	0.68	0.79	0.86	1.01	1.13

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	3.47%	-7.34%	10.09%	8.01%	3.80%
营业利润	5.71%	13.37%	10.94%	17.26%	11.28%
归属于母公司净利润	8.97%	15.99%	8.11%	18.21%	11.49%
获利能力					
毛利率	39.08%	44.87%	41.72%	44.41%	45.19%
净利率	11.21%	14.03%	13.78%	15.08%	16.19%
ROE	11.78%	11.68%	13.00%	13.88%	13.96%
ROIC	6.54%	6.81%	7.10%	8.13%	8.64%
偿债能力					
资产负债率	66.89%	63.92%	61.47%	56.26%	49.52%
净负债率	165.27%	147.56%	127.46%	101.67%	70.96%
流动比率	0.73	0.58	0.38	0.40	0.34
速动比率	0.69	0.55	0.35	0.39	0.31
营运能力					
应收账款周转率	7.55	6.16	7.23	8.58	8.58
存货周转率	31.72	37.21	33.05	35.41	35.30
总资产周转率	0.19	0.17	0.19	0.21	0.22
每股指标(元)					
每股收益	0.68	0.79	0.86	1.01	1.13
每股经营现金流	2.92	2.98	3.74	2.90	4.27
每股净资产	5.80	6.78	6.59	7.29	8.08
估值比率					
市盈率	12.89	11.11	10.28	8.70	7.80
市净率	1.52	1.30	1.34	1.21	1.09
EV/EBITDA	9.36	8.86	8.32	7.31	6.38
EV/EBIT	13.91	12.64	12.42	10.88	9.51

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com