

国投电力 (600886.SH) 买入 (首次评级)

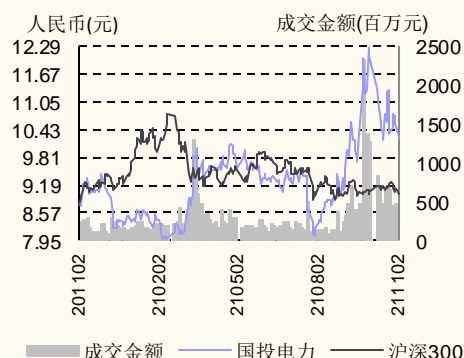
公司深度研究

市场价格 (人民币): 10.24 元

目标价格 (人民币): 12.63 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	69.66
已上市流通 A 股(亿股)	67.86
总市值(亿元)	713.31
年内股价最高最低(元)	12.29/7.95
沪深 300 指数	4840
上证指数	3506



雅砻江中游开启水电新周期，火电低谷已过

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	42,433	39,320	42,076	45,909	48,424
营业收入增长率	3.47%	-7.34%	7.01%	9.11%	5.48%
归母净利润(百万元)	4,755	5,516	4,473	6,642	7,071
归母净利润增长率	8.97%	15.99%	-18.91%	48.51%	6.46%
摊薄每股收益(元)	0.701	0.792	0.642	0.954	1.015
每股经营性现金流净额	2.90	2.81	2.94	4.12	4.28
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.78%	11.68%	8.92%	12.31%	12.14%
P/E	13.10	10.91	15.95	10.74	10.09
P/B	1.54	1.27	1.42	1.32	1.22

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **拥核心资产，雅砻江中游开启十年水电装机增长：**公司作为国投公司电力业务唯一资本运作平台，拥有雅砻江水电、国投大朝山等核心资产。随着两河口、杨房沟电站陆续投产，营收端可抵减今年来水偏枯的影响，预计 2021-2023 年水电营收分别达 196.8 亿元、221.9 亿元和 232.2 亿元，增速分别为 1.26%、12.75%、4.65%。**中游新投产电站水电消纳：**已投产的两河口水电全部留四川消纳、杨房沟水电全部外输至江西消纳、我们认为未投产的水电消纳以外送江西为主，测算上网电价 0.338 元/Kwh。**上网电价：**今年上半年，公司水电上网电价同比增长 11.64%，我们认为近期水电上网电价会保持相对稳定，中长期来看，大水电的稀缺性将进一步凸显，随着电力市场化进程加速，我们预计“十四五”后半段，公司平均水电上网电价有望提升。
- **火电业绩短期受煤价影响，效率提升趋势不改：**受高煤价影响，公司火电板块业绩短期承压。前三季度公司归母净利润下降 33.58%，毛利率较 2020 年底下降 8pct。我们认为火电板块低谷已过，测算全年煤炭入炉成本增长小于 40%，原因 1) 火电装机规模陆续减少，机组呈大型化优质化，效率提升会部分对冲煤价上涨的成本压力；2) 公司毛利的 70%来自水电，火电成本的波动对整体影响仍呈持续下降趋势；3) 四季度电煤价格有所回落，煤电上网电价上浮范围扩大的政策落地、中长协重签在即，火电业绩将边际改善。
- **“高质量发展战略”持续推进，风光仍是增量主力：**“转型升级，高质量发展”是“十四五”期间的重要发展战略，2019 年后，风电、光伏合计贡献 90%以上的新增装机容量。我们预计至 2025 年，公司风电、光伏累计装机将达 4300 万 KW，新能源装机占比将达 21.3%；2030 年占比将达 39.6%。

投资建议与估值

- 雅砻江水电、风电、光伏新增装机将带来确定性业绩增量，预计 21-23 年归母净利润分别为 44.7/66.4/70.7 亿元，对应 EPS 为 0.64/0.95/1.02 元，相对估值法，给予公司 2022 年 1.8 倍 PB 估值，目标价 12.95 元；绝对估值法下，目标价 12.30 元；目标价取均值 12.63 元。给予公司“买入”评级。

风险提示

- 来水持续偏枯、新水电站建设成本超预期、电煤价格持续高位，回落程度不及预期、上网电价上涨不及预期。

牛波

分析师 SAC 执业编号: S1130520060001
niubo@gjzq.com.cn

内容目录

一、优势显著，装机结构逐渐优化.....	4
1.1 国投公司唯一电力平台，握优质核心资产.....	4
1.2 水火主导，风光高增.....	5
1.3 业绩短期承压、长期价值属性增强.....	9
二、水电开启新投产，新能源装机持续高增.....	12
2.1 两杨投产，雅砻江水电开启新周期增长.....	12
2.2 “升级转型”战略推进，新能源装机将持续高增.....	14
盈利预测与投资建议.....	15
盈利预测.....	15
投资建议及估值.....	18
风险提示.....	19

图表目录

图表 1: 近十年公司装机容量及结构变化.....	4
图表 2: 公司控股装机规模及新能源装机占比预测 (万 KW, %).....	5
图表 3: 公司控股水电站详情.....	5
图表 4: 公司水电控股装机规模 (万 KW).....	6
图表 5: 2020 年公司控股装机结构.....	6
图表 6: 水电营收规模及雅砻江营收占比 (亿元、%).....	6
图表 7: 公司水电营收及毛利占比.....	6
图表 8: 公司在运行火电机组情况.....	7
图表 9: 公司火电机组转让情况.....	7
图表 10: 火电控股装机规模 (万 KW).....	7
图表 11: 火电上网电量及增速 (亿 Kwh、%).....	7
图表 12: 火电机组利用小时数 (小时).....	8
图表 13: 火电营收及毛利率 (亿元、%).....	8
图表 14: 公司风电光伏装机容量及增速.....	8
图表 15: 公司风电光伏装机容量占比.....	8
图表 16: 公司风电营收及毛利率 (亿元、%).....	9
图表 17: 公司光伏营收及毛利率 (亿元、%).....	9
图表 18: 公司营收及增速 (亿元、%).....	9
图表 19: 公司归母净利润及增速 (亿元、%).....	9
图表 20: 近十年公司毛利率、净利率.....	10
图表 21: 公司收现比变化.....	10
图表 22: 经营活动现金净流量与净利润比.....	10
图表 23: 公司及全国平均机组利用小时数 (小时).....	11
图表 24: 公司各机组利用小时数 (小时).....	11

图表 25: 公司度电耗标煤量 (g/kwh)	11
图表 26: 雅砻江水电开发进程及规划.....	12
图表 27: 两河口水电站.....	12
图表 28: 杨房沟水电站.....	12
图表 29: 雅砻江水电装机容量及占水电装机份额 (万 KW, %)	13
图表 30: 雅砻江水电上网电价 (元/kwh)	13
图表 31: 跨省高压直流输电参数.....	14
图表 32: 风电、光伏的新增装机容量贡献率.....	14
图表 33: 水电装机规模预测 (万 KW)	15
图表 34: 公司水电营收预测 (亿元)	16
图表 35: 公司火电机组装机容量预测 (万 KW)	16
图表 36: 公司火电机组上网电价预测 (元/Kwh)	17
图表 37: 公司火电营收预测 (亿元)	17
图表 38: 公司新能源营收预测 (亿元)	17
图表 39: 可比公司估值比较 (市净率法)	18
图表 40: 绝对估值法核心假设.....	18
图表 41: DCF 估值结果.....	19

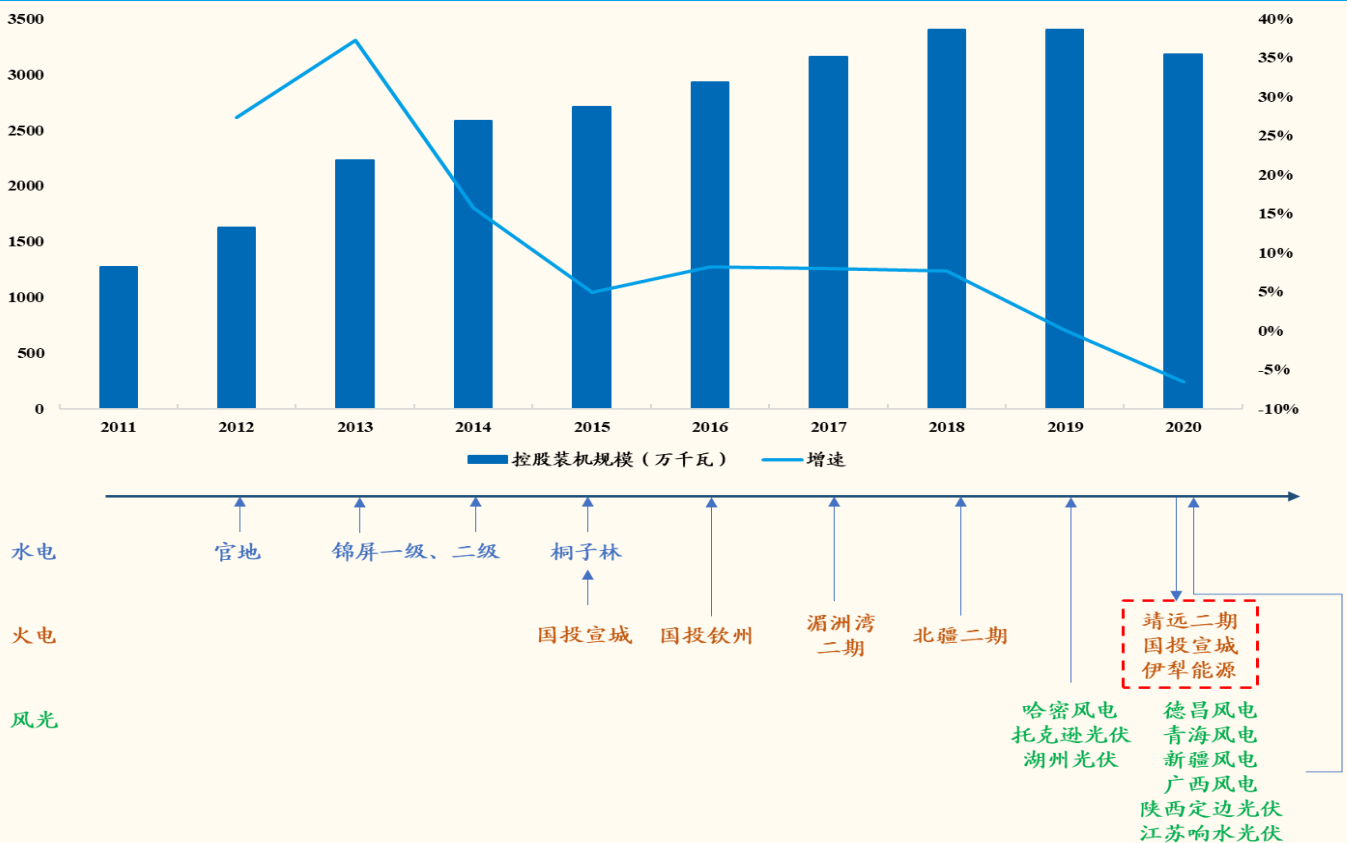
一、优势显著，装机结构逐渐优化

1.1 国投公司唯一电力平台，握优质核心资产

- **资产优质的综合电力公司：**发电业务为公司的核心业务，占公司营业总收入 95%以上，公司作为国投公司电力业务唯一资本运作平台，持续快速发展。通过资产注入，公司取得了雅砻江水电、国投大朝山等核心资产。公司电力板块呈现水电为主、火电为辅、风光快速增长的局面。
- **控股装机规模持续提升，结构持续优化。**十年来，公司控股装机规模由 2011 年的 1276 万 KW 增至 2020 年的 3183 万 KW，复合增速达 10.69%。公司控股装机结构持续优化，增量沿着水电-火电-风光的顺序，我们将 2011 年至今公司控股装机容量增长分为三个阶段。**第一阶段：水电主导（2012 年至 2015 年）：**核心资产逐步并入，包括官地、锦屏、桐子林。水电控股装机规模由 2012 年的 1625 万 KW 增长至 2015 年的 2707 万 KW，贡献了主要控股装机增量。**第二阶段：火电补增（2015 年至 2018 年）：**安徽宣城、广西钦州、福建湄洲湾二期及天津北疆电站并入，火电控股装机规模由 2014 年的 910 万 KW 增长至 2018 年的 1576 万 KW，火电装机容量达到峰值。**第三阶段：火电剥离，风光主导（2018 年后）：**新疆哈密风电、德昌风电、青海风电、广西风电陆续投产，至 2020 年末，公司风电装机容量 214 万 KW，较 2018 年增长 94.3%；浙江湖州、陕西定边、江苏响水等多地光伏项目并入，至 2020 年末，公司光伏控股装机 103 万 KW，较 2018 年增长 115.9%。2020 年，公司剥离部分火电机组，火电装机容量较 2019 年下降 21.6%，已无 30 万 KW 以下的机组，火电装机结构持续优化。

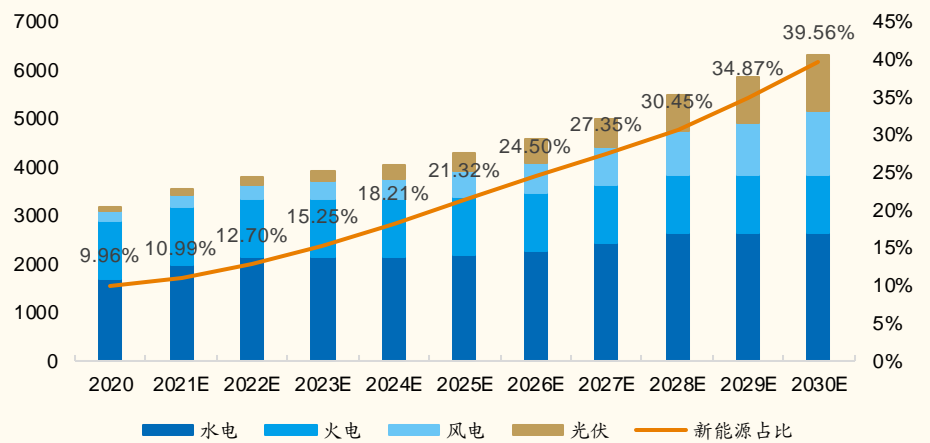
未来水电、风光将带来主要新增装机容量。预计 21 年至 23 年，水电装机容量占比将达 55.6%、56.0%、54.4%；风光装机占比将达 10.99%、12.70%、15.25%。

图表 1：近十年公司装机容量及结构变化



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2: 公司控股装机规模及新能源装机占比预测 (万 KW, %)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

1.2 水火主导, 风光高增

- **水电: 高毛利贡献, 业绩主要来自雅砻江下游电站。**水电板块, 公司控股核心资产雅砻江水电、大朝山、小三峡等电站, 且雅砻江水电是雅砻江流域水电开发的唯一主体, 公司优势明显。至 2021 年 10 月底, 公司控股水电装机规模 1977.45 万 KW, 占总装机的 55.6%, 装机规模位于国内第三。公司历年水电营收占比 50%左右, 贡献 70%以上毛利, 盈利能力和稳定性优于其他电源, 雅砻江下游电站历年营收占比超过水电整体的 85%。

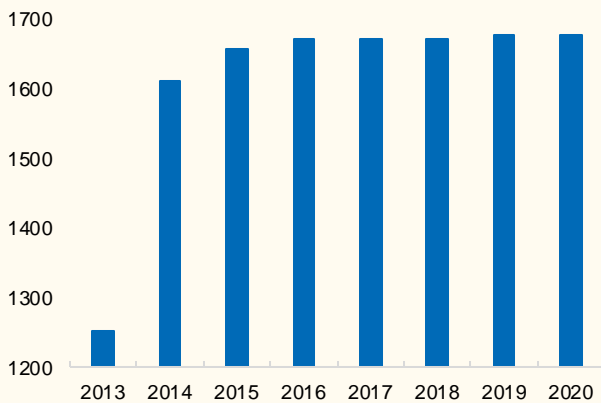
新增装机计划清晰, 聚集雅砻江中游。2021 年, 公司两河口水电站 (5#、6#、4#) 机组、杨房沟机组 (1#、2#) 陆续投产, 合计新增装机容量 300 万 KW。在建水电站包括两河口水电站 (1#-3#)、卡拉水电站、孟底沟水电站。经历了五年的水电新装机停滞, 公司未来十年水电新增装机计划清晰。

图表 3: 公司控股水电站详情

控股公司	电站	运营状态	装机容量 (万千瓦)	投产时间及预测
雅砻江下游 (52%)	锦屏一级水电站	投产	360	2014 年
	锦屏二级水电站	投产	480	2014 年
	官地水电站	投产	240	2013 年
	二滩水电站	投产	330	2000 年
	桐子林水电站	投产	60	2016 年
雅砻江中游 (52%)	两河口水电站 (5#、6#、4#)	投产	150	2021 年
	杨房沟水电站	投产	150	2021 年
	两河口水电站 (1#-3#)	在建	150 (规划)	2022 年 E
	卡拉水电站	在建	102 (规划)	2025 年 E
	孟底沟水电站	在建	240 (规划)	2032 年 E
	牙根一级水电站	前期开发	27 (规划)	2025 年 E
	牙根二级水电站	前期开发	108 (规划)	2027 年 E
甘肃小三峡 (60%)	小三峡	投产	72.45	2009 年
云南大朝山 (50%)	大朝山	投产	135	2003 年

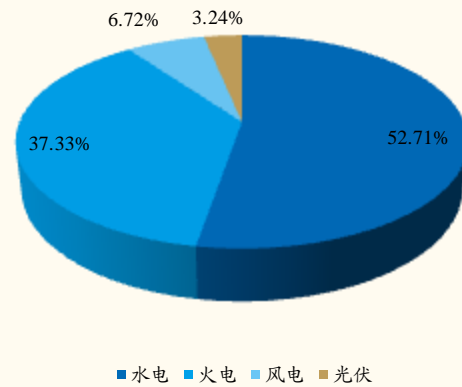
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 4: 公司水电控股装机规模 (万 KW)



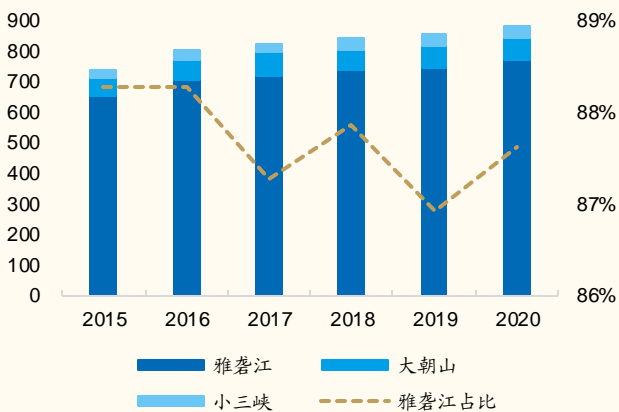
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 5: 2020 年公司控股装机结构



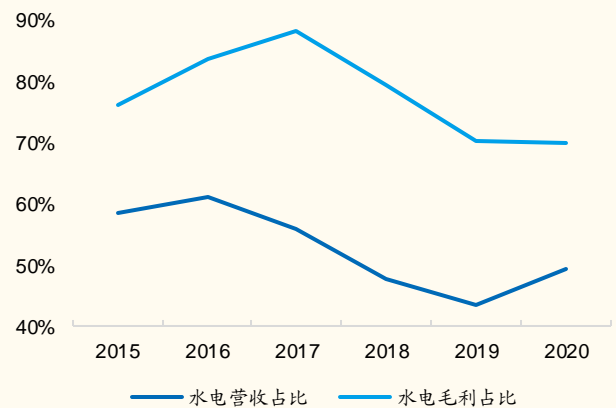
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 6: 水电营收规模及雅砻江营收占比 (亿元、%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 7: 公司水电营收及毛利占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

■ **火电: 结构持续优化, 剥离小功率机组。**2015 年至今, 公司火电机组经历了先投产后剥离的过程, 结构持续优化, 目前公司控股火电无 30 万 KW 以下机组, 百万千瓦级机组占控股火电装机容量的 67.53%, 机组分布于天津、福建、广西、贵州等省区。公司不断提高火电机组的节能环保水平, 脱硫、脱硝、除尘装置配备率均达 100%, 2020 年末, 公司具备超低排放能力的机组装机占比接近 95%。

增产阶段: 2015 年 7 月, 国投宣城二期 1×66 万 KW 机组于投产; 2016 年 7 月、9 月, 国投钦州二期 2×100 万 KW 机组相继投产; 2017 年 7 月、9 月, 湄洲湾二期 2×100 万 KW 机组相继投产; 2018 年 6 月, “水电联产” 循环经济模式的国投北疆二期 2×100 万 KW 超临界装机全部投产。2018 年末, 公司已投产控股火电装机累计 1575.60 万 KW, 达到峰值。**剥离阶段:** 2019 年 11 月, 公司转让国投北部湾电站 64 万 KW; 2020 年 1 月, 国投伊犁、靖远二期、国投宣城、淮北国安和甘肃张掖一齐转让, 2019 年及 2020 年公司累计转让火电机组 391.4 万 KW。

2020 年, 公司火电营收 166.9 亿元, 同比下降 21.6%, 主要受机组剥离, 总装机容量下降影响。2016 年至 2020 年, 随着火电机组结构持续优化, 火电利用小时数触底反弹, 火电毛利率走势与利用小时变动趋同。

图表 8: 公司在运行火电机组情况

控股公司	电站	持股比例	运营状态	装机容量 (万千瓦)	投产时间情况
国投津能	北疆电厂	64%	投产	400	2018 年全部投产完毕
云顶湄洲湾	湄洲湾电厂	51%	投产	278.6	2017 年全部投产完毕
国投钦州	钦州电厂	61%	投产	326	2014 年一、二期投产完毕
华夏电力	嵩屿电厂	56%	投产	120	2006 年全部投产完毕
国投盘江	盘北电厂	55%	投产	60	2014 年全部投产完毕

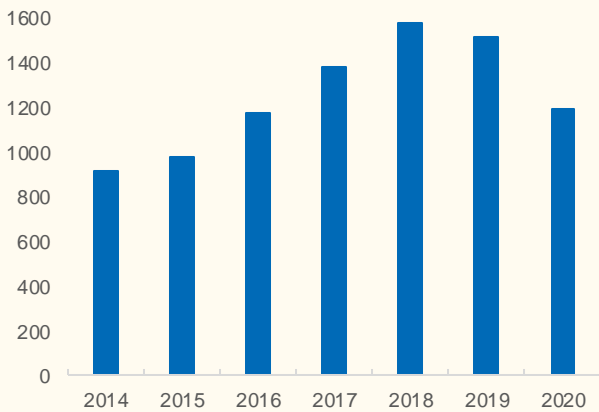
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 9: 公司火电机组转让情况

电站	转让股比	装机容量 (万千瓦)	处置时间	转让方	转让对价 (亿元)
国投北部湾	55%	64	2019 年 11 月	广西投资集团	5.91
国投伊犁	60%	66.4	2020 年 1 月	中国中煤能源集团	18.09
靖远二电	51%	132	2020 年 1 月		
国投宣城	51%	129	2020 年 1 月		
淮北国安	35%	-	2020 年 1 月		
甘肃张掖	45%	-	2020 年 1 月		

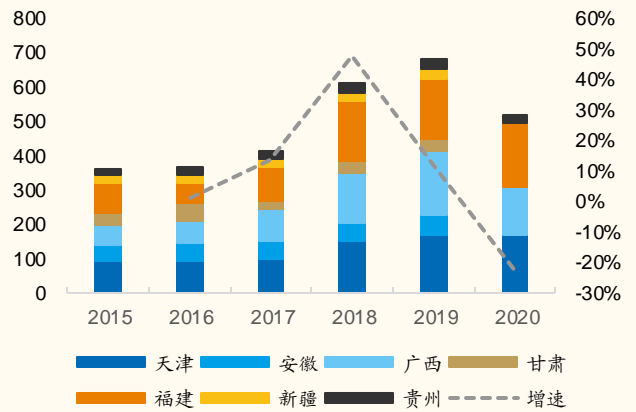
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 10: 火电控股装机规模 (万 KW)



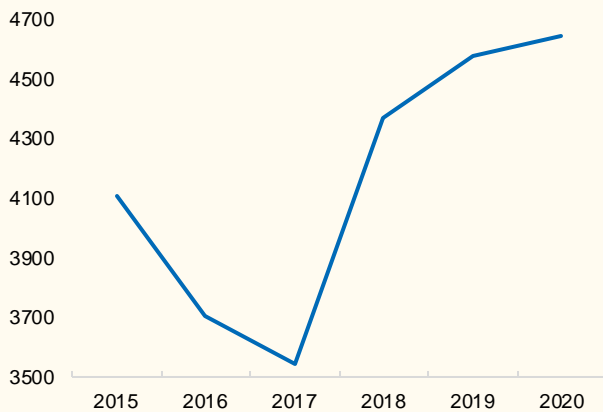
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 11: 火电上网电量及增速 (亿 Kwh、%)



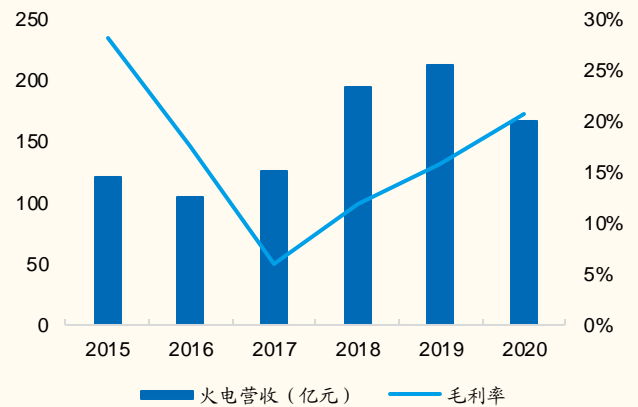
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 12: 火电机组利用小时数 (小时)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 13: 火电营收及毛利率 (亿元、%)



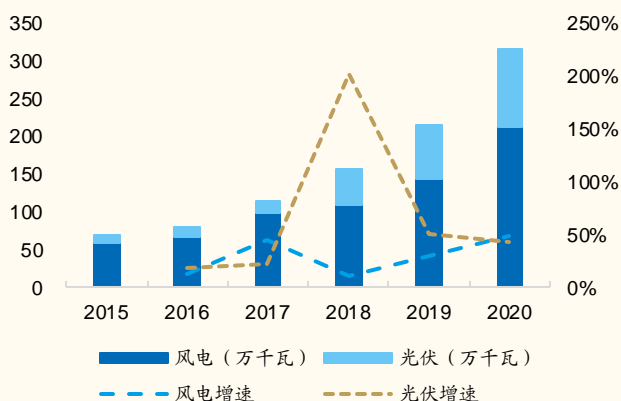
来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **风光: 新投产持续增加, 装机快速增长。**2015 年, 公司控股风电、光伏装机分别为 60.45 万 KW、12.8 万 KW; 2020 年, 风电、光伏控股装机分别为 213.95 万 KW、103.2 万 KW, 五年复合装机增速分别为 28.76% 和 57.05%。2015 年末, 风光装机占比为 2.63%; 至 2021 年上半年, 公司风光装机达 326.95 万 KW, 装机占比达 10.24%, 2018 年后, 风电和光伏贡献主要的装机增量。

2020 年, 公司风电新增装机 70.95 万 KW, 包括宁夏中宁风电 (5 万 KW)、四川德昌风电 (40.95 万 KW)、广西浦北风电二期 (10 万 KW)、新疆哈密风电 (10 万 KW)、青海共和风电 (5 万 KW); 2020 年, 公司通过并购新增光伏装机 31.4 万 KW, 包括江苏光伏 (12 万 KW)、陕西定边光伏 (15 万 KW)、张家口晶科新能源 (4.4 万 KW)。

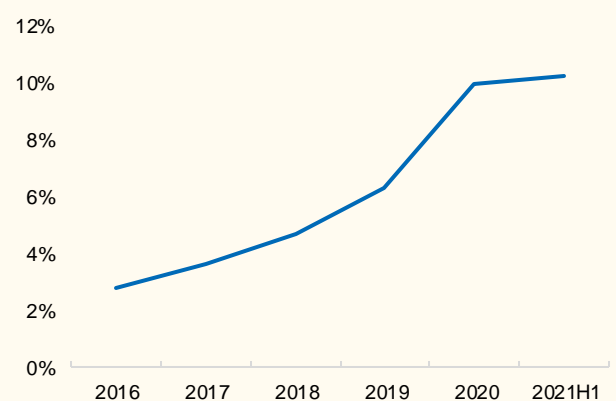
风电光伏营收持续高增。2020 年, 公司风电营收 14.74 亿元, 同比增长 26.96%, 五年复合增速为 33.70%; 光伏营收 10.06 亿元, 同比增长 45.80%, 五年复合增速为 45.0%。2020 年, 公司风电及光伏的毛利率分别为 55.50%、56.26%, 较 2019 年相对持平, 稳定在高位, 预计随着未来风光装机的高增, 运营效率提升会进一步拉动新能源板块毛利率。

图表 14: 公司风电光伏装机容量及增速



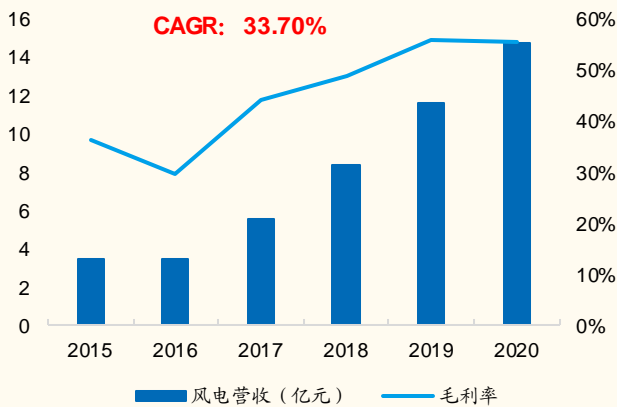
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 15: 公司风电光伏装机容量占比



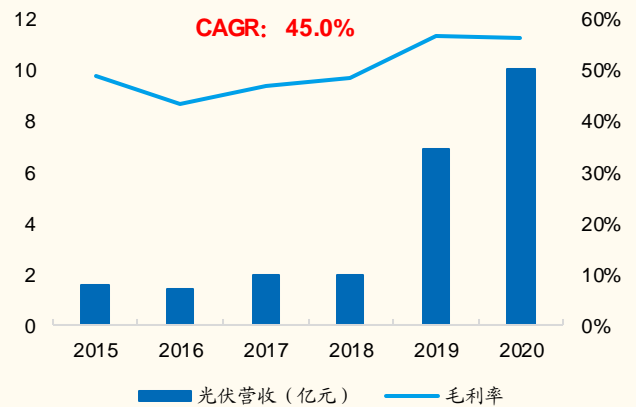
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 16: 公司风电营收及毛利率 (亿元、%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 17: 公司光伏营收及毛利率 (亿元、%)



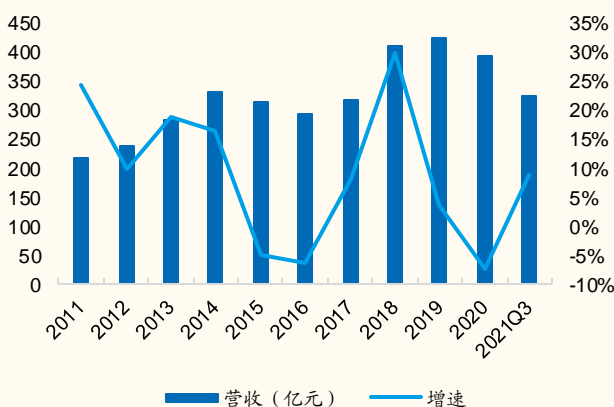
来源: 公司公告, 国金证券研究所

1.3 业绩短期承压、长期价值属性增强

- **来水偏枯, 煤价高企, 业绩短期承压:** 2020 年, 公司营收 393.2 亿元, 同比减少 7.3%, 主要系部分火电机组剥离, 装机容量减少所致。2021 年前三季度, 营收 323.10 亿元, 同比增长 8.88%, 扣非归母净利润 32.33 亿元, 同比下降 29.38%。今年公司利润同比下降的主要原因: 用电需求高景气, 但上半年来水偏枯, 上半年火电上网电量 263.79 亿 Kwh, 同比增长 13.86%, 但动力煤价格高企, 火电子公司成本增加, 普遍出现亏损, 其中云顶湄洲湾、国投津能、国投钦州净利润分别同比下降 73.54%、98.12%、48.87%。我们预计 2021 年全年煤炭成本上涨幅度小于 40%, 明年火电毛利率将恢复至 10% 左右。
- **长期业绩波动减小, 现金流优秀, 价值属性增强:** 随着火电机组结构优化, 装机容量占比下降, 公司近年归母净利润增速企稳, 且毛利率、净利率稳定在 40%、20% 左右, 波动呈收敛趋势。随着火电装机占比进一步下降, 火电业绩的不确定性影响正在降低, 公司高分红价值属性进一步凸显。

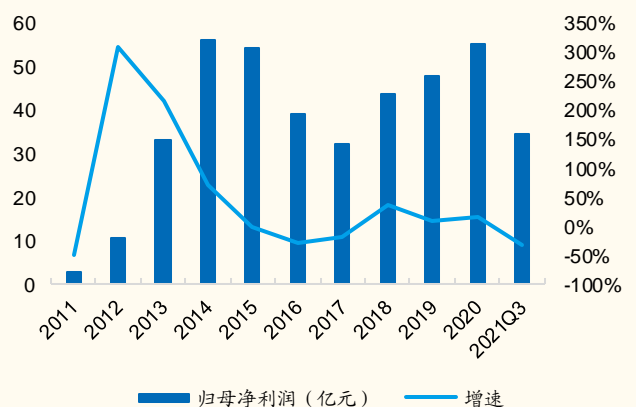
2015-2020 年, 公司的销售商品提供劳务收到的现金与营业收入之比在 109.4%-116.6% 之间, 经营活动现金净流量与净利润比例在 204.2%-289.1% 之间。截至 2021 年 Q3, 国投电力销售商品提供劳务收到的现金占营收之比为 99.14%, 2004 年后首次低于 100%; 经营活动现金净流量占净利润比例为 200.76%, 较 2020 年底有所下降, 系电煤成本大幅上涨所致。截至 2021 年 Q3, 公司经营性现金净流量 121.88 亿元, 仍较为充沛, 为后续工程建设提供资金保障, 亦为稳定的股利分配政策提供支撑。

图表 18: 公司营收及增速 (亿元、%)



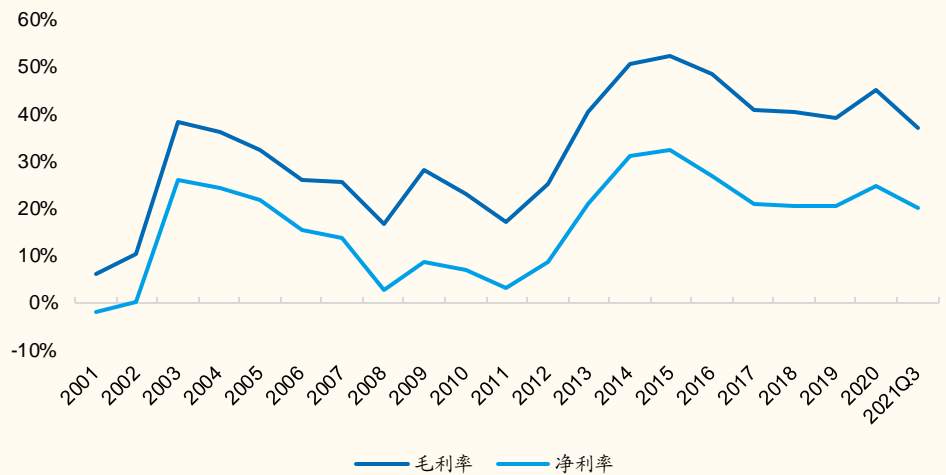
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 19: 公司归母净利润及增速 (亿元、%)



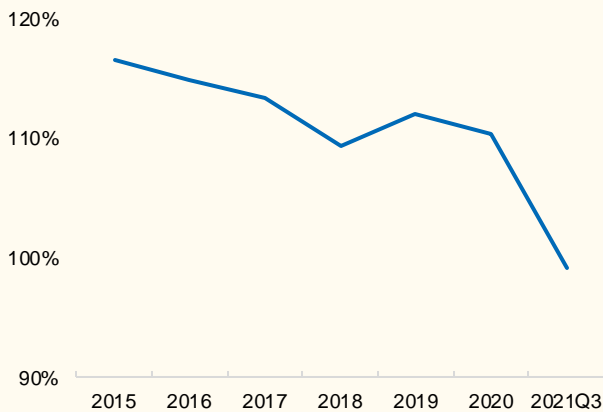
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 20: 近十年公司毛利率、净利率



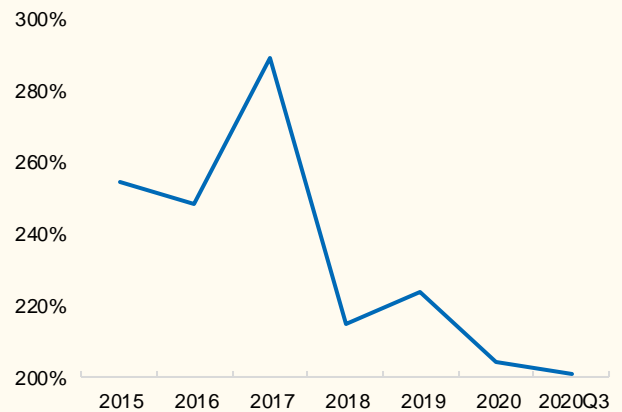
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 21: 公司收现比变化



来源: wind, 国金证券研究所

图表 22: 经营活动现金净流量与净利润比

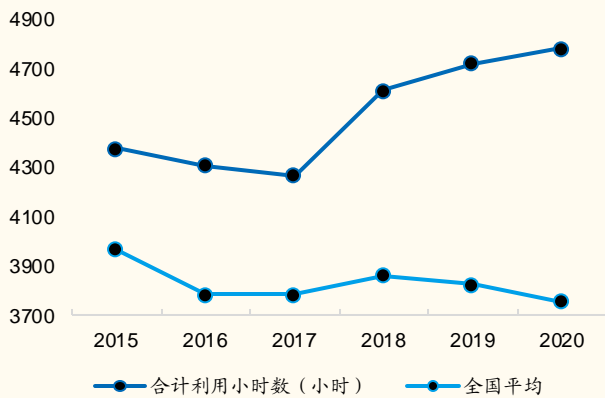


来源: wind, 国金证券研究所

- **机组结构优化, 整体利用小时数触底反弹:** 2015 年至 2020 年, 受火电机组装机容量增加影响, 公司发电设备利用小时数呈现触底反弹的情况。2018 年后, 火电机组结构持续优化, 公司机组利用小时数稳定在 4600 小时以上, 进一步拉大较全国均值的优势。

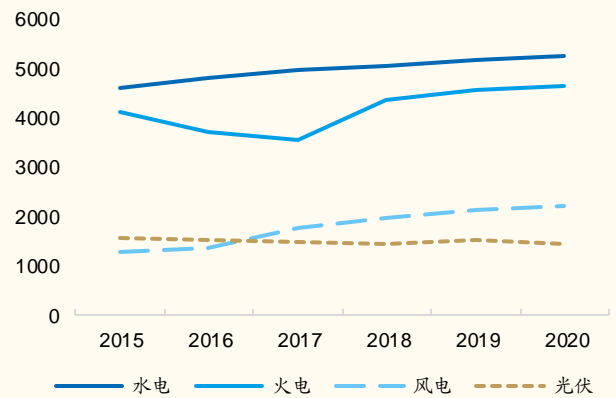
未来水电、风光装机陆续增加, 火电机组结构稳定, 预计整体利用小时数稳中有进。1) **水电、风电:** 水电和风电作为清洁能源, 具有优先上网优势, 近年利用小时持续增加, 2020 年水电、风电利用小时数分别较 2015 年增加 686 小时、933 小时。2020 年公司水电利用小时数为 5278 小时, 远高于全国均值 (3827 小时); 风电利用小时数 2239 小时, 高于全国均值 (2073 小时)。判断未来水电及光伏利用小时数将保持稳中有进的趋势。2) **火电:** 机组结构优化后, 火电利用小时数触底反弹。2020 年, 公司火电机组利用小时数为 4645 小时, 高于全国均值 (4216 小时)。预计“十四五”期间, 现存火电机组运行将保持相对稳定, 利用小时数将保持稳定; “十四五”后, 随着风光装机比例进一步提升, 火电利用小时数将逐渐下行。3) **光伏:** 2015 年至今, 公司光伏利用小时数微降。2020 年, 公司光伏利用小时数为 1434 小时, 高于全国均值 (1281 小时)。预计在光伏装机高增的过程中, 光伏利用小时数会保持相对稳定。

图表 23: 公司及全国平均机组利用小时数 (小时)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

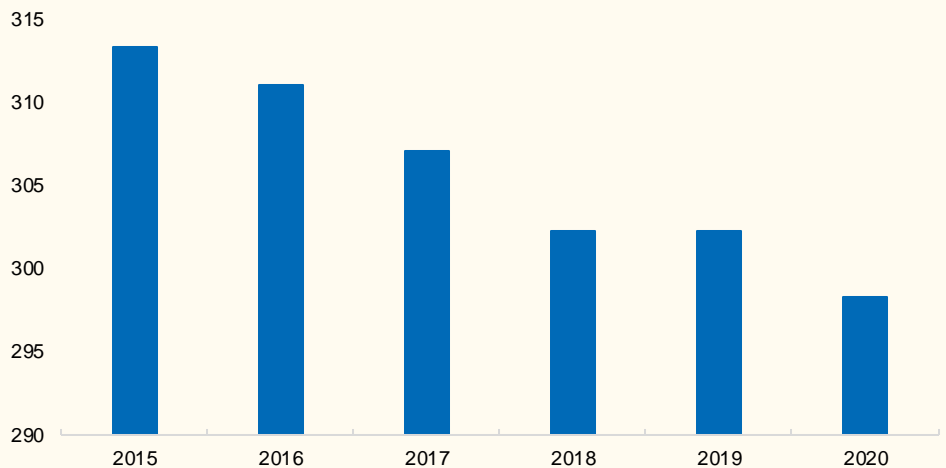
图表 24: 公司各机组利用小时数 (小时)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **火电机组单位耗煤逐渐下降:** 2015 年至 2020 年, 公司度电标煤耗量由 313.28g/kwh 逐步下降至 298.23g/kwh, 呈逐渐下降趋势, 发电效率逐渐提高, 领先行业水平。

图表 25: 公司度电耗标煤量 (g/kwh)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

二、水电开启新投产，新能源装机持续高增

2.1 两杨投产，雅砻江水电开启新周期增长

- **雅砻江中游拉动未来水电装机增长。**雅砻江是中国水能资源最富集的河流之一，在全国规划的十三大水电基地中排名第三，雅砻江流域水能蕴藏巨大，且阶梯补偿效应显著。截至 2021 年 10 月末，雅砻江电站装机容量达 1770 万 KW，占公司控股水电装机容量的 89.51%。

公司按照先易后难的顺序，从下游至中游至上游逐渐开发，规划建设 22 座水电站，总装机规模 3000 万 KW。2016 年，随着桐子林水电站投产，下游水电站建设完毕；2021 年，随着杨房沟水电站 2*75 万 KW 机组、两河口水电站（5#、6#、4#）3*50 万 KW 机组投产，雅砻江中游开启新投产周期。根据规划，2021 年至 2032 年，中游电站开发完毕后，雅砻江水电装机容量将达 2656.5 万 KW，较 2020 年末增长 80.71%。

图表 26：雅砻江水电开发进程及规划

开发阶段	投产时间	水电站	流域位置	累计装机规模（万千瓦）
第一阶段	2000 年以前	二滩	雅砻江下游	330
第二阶段	2000 年—2015 年	锦屏一级、锦屏二级、官地、桐子林	雅砻江下游	1470
第三阶段	2021 年—2032 年	两河口、杨房沟、卡拉、孟底沟、牙根一级、牙根二级、楞古	雅砻江中游	2656.5
第四阶段	未定	温波、木能达、格尼、木罗等 10 座电站	雅砻江上游	3000

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 27：两河口水电站



来源：雅砻江水电网，国金证券研究所

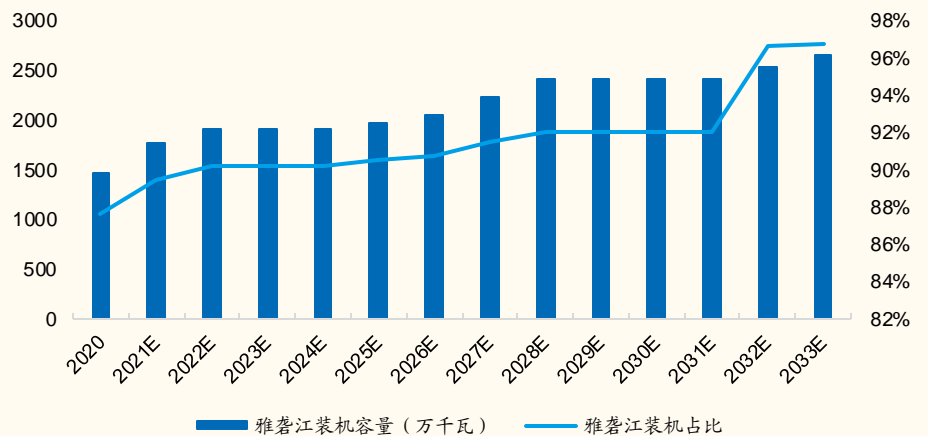
图表 28：杨房沟水电站



来源：雅砻江水电网，国金证券研究所

装机：未来绝大部分增量均来自雅砻江。两杨投产，2021 年雅砻江中游新增 300 万 KW 装机容量，预计 2022 年两河口剩余水电站（1#—3#）全部投产完毕；2025 年卡拉水电站、牙根一级水电站投产；2027 年牙根二级水电站、楞古水电站投产；2032 年孟底沟水电站投产。未来十年，绝大部分水电新增装机均来自雅砻江中游，预计至 2032 年，雅砻江水电装机容量占比将达水电的 96.81%。

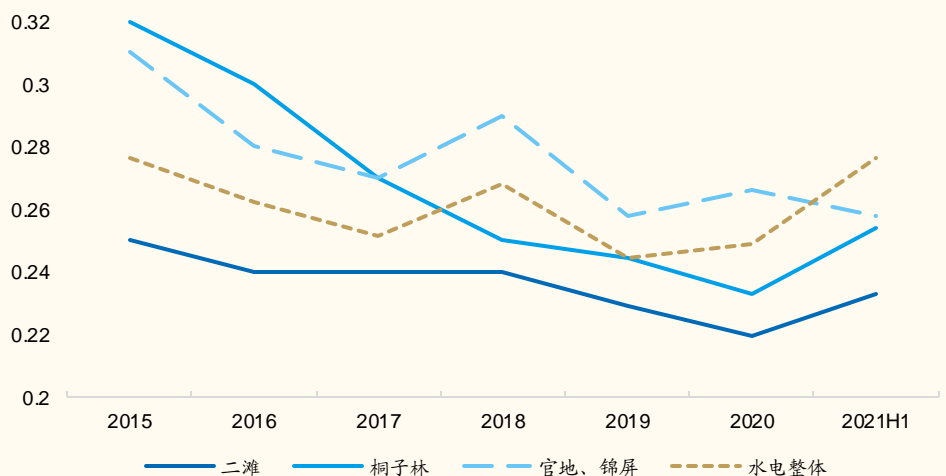
图表 29: 雅砻江水电装机容量及占水电装机份额 (万 KW, %)



来源: 雅砻江水电官网, 国金证券研究所

- **雅砻江水电消纳:** 1) 下游: 二滩和桐子林水电站总装机 390 万 KW, 未配特高压, 全部留川消纳; 锦屏一级、锦屏二级、官地水电站, 总装机 1080 万 KW, 其中 640 万 KW 通过锦苏直流 800KV 特高压直送江苏、200 万 KW 送重庆、240 万 KW 留川消纳。2) 中游: 根据规划, 已投产的两河口水电全部留川消纳; 杨房沟水电全部外输至江西消纳; 假设未投产的中游电站电量均外输至江西。
- **上网电量:** 两杨投产带来约 160 万千瓦时增量。按照雅砻江中游电站投产计划, 假定 1) 新投产机组自投产开始两年投产完毕, 每年年中投产一半的目标容量; 2) 已建成电站的厂用电率与 2020 年保持一致, 雅砻江中游电站厂用电率为 0.5%。按各机组的发电量测算, 2021 年至 2023 年, 雅砻江水电上网电量分别为 760 万 Kwh、913 万 Kwh、924 万 Kwh。2023 年发电量较 2020 年增长约 160 万 Kwh。
- **上网电价:** 短期企稳, 长期向上。受政策让利及市场化交易等因素影响, 雅砻江水电上网电价近年来有所下降, 水电整体上网电价也由 2015 年的 0.276 元/kwh 降至 2019 年的 0.244 元/kwh, 2019 年后开始企稳回升; 2021 年上半年, 水电上网电价为 0.276 元/kwh, 同比增长 11.64%。随着 2021 年两河口水电站、杨房沟水电站投产运行, 梯级补偿效益进一步提升, 预期短期水电上网电价将企稳。中长期来看, 大水电的稀缺性未来进一步凸显, 雅砻江水电优质的调节能力、煤电价锚点上浮的拉动效应, 都会使水电上网价格长期稳中向上, 水电盈利能力将增强。

图表 30: 雅砻江水电上网电价 (元/kwh)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

雅砻江中游水电上网电价：1) **两河口：**因两河口全部留川消纳，上网电价参考同在四川消纳的二滩、桐子林电站，取 0.24 元/Kwh。2) **其余电站：**雅砻江中游水电站，除两河口外大部分外送江西消纳。取上网电价=（基准电价-输配电价）*（1-线损率），江西基准上网电价为 0.4143 元/Kwh，参考跨省线路的输配电价格及线损率，参考现有的几条跨省高压输电的价格和线损率均值，取雅中其余电站输配电价 5.26 分/Kwh，线损率为 6.67%，上网电价为 0.338 元/Kwh。

图表 31：跨省高压直流输电参数

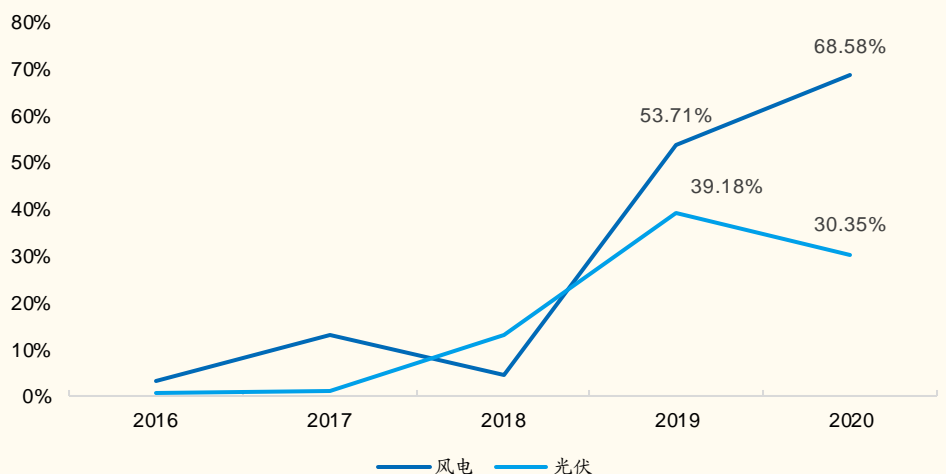
线路	受电情况	输配电价格（分/Kwh）	线损率
锦苏直流	锦屏、官地机组输配至江苏	5.50	7.0%
宾金直流	溪洛渡左岸机组输电输配至浙江	4.95	6.5%
溪广直流	溪洛渡右岸机组输配至广东	5.32	6.5%
均值	-	5.26	6.67%

来源：《国家发展改革委关于核定部分跨省跨区专项工程输电价格有关问题的通知》，国金证券研究所

2.2 “升级转型”战略推进，新能源装机将持续高增

- **加速整合，新能源贡献主要装机增量：**“转型升级，高质量发展”是公司“十四五”期间的发展战略，装机增量也沿着“水—火—新能源”进行发展。公司通过资本运作，陆续并购风电、光伏企业，2019 年、2020 年、2021 年 H1，分别收购新能源企业 2 家、8 家、5 家。2019 年后，风电、光伏合计贡献 90%以上的新增装机容量。
- **“十四五末”，新能源装机占比将超 20%：**在雅砻江中游按进度开发投产，火电机组在“十四五”期间维持稳定背景下，预计“十四五”、“十五五”期间，风电、光伏装机复合增速仍将保持 20%以上。预计至 2025 年，公司累计装机将达 4300 万 KW，新能源装机占比将达 21.3%；至 2030 年，公司累计装机容量将达 6300 万 KW，新能源装机占比将达 39.6%。

图表 32：风电、光伏的新增装机容量贡献率



来源：公司公告，国金证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

水电：持续受益于装机容量增长，上网电价稳中有进

- **装机容量：**2021年Q3-Q4，两河口，杨房沟机组投产，全年装机容量将提升300万KW，达1977万KW。假定未来十年水电装机增量均来自雅砻江中游，水电装机容量将按照雅砻江中游投产进度有序增长。
- **上网电量：**上网电量=装机容量*利用小时数*(1-厂用电率)。今年整体来水偏枯，预计二滩、桐子林、官地、锦屏一期、锦屏二期电站全年利用小时数分别下降3.15%、2.95%、5.58%、6.50%、6.45%。新机组利用小时数按照发电量及装机容量倒推计算、随着新机组陆续投产，调节能力进一步加强，预计存量机组未来水电利用小时将保持相对稳定。水电较为成熟，预计厂用电率将保持稳定。
- **上网电价：**截至2021年Q3，各电站上网电价有所提升，预计2021全年让利情况会下降，整体上网电价有所升高，预计“十四五”期间水电上网电价稳中有进。我们认为长期水电上网电价中枢提升的逻辑：1)未来优质水电稀缺性将进一步显现，电力现货市场参与度提升，具有调节能力的优质水电上网电价中枢会有所提升；2)政策陆续出台，火电上网电价浮动比例提升，会拉动价格低位的水电上网电价向上。

图表 33：水电装机规模预测（万KW）

区域	电站	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
雅砻江下游	二滩	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330
	桐子林	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
	官地	240	240	240	240	240	240	240	240	240	240	240
	锦屏一级	360	360	360	360	360	360	360	360	360	360	360
	锦屏二级	480	480	480	480	480	480	480	480	480	480	480
雅砻江中游	两河口	-	150	300	300	300	300	300	300	300	300	300
	杨房沟	-	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150
	牙根	-	n/a	n/a	n/a	n/a	18	81	135	135	135	135
	楞古	-	n/a	n/a	n/a	n/a	131.85	263.7	263.7	263.7	263.7	263.7
	孟底沟	-	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
	卡拉	-	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	51	102	102	102	102
云南	大朝山	135	135	135	135	135	135	135	135	135	135	135
甘肃	小三峡	72.45	72.45	72.45	72.45	72.45	72.45	72.45	72.45	72.45	72.45	72.45
合计		1677.45	1977.45	2127.45	2127.45	2127.45	2277.3	2523.15	2628.15	2628.15	2628.15	2628.15

来源：公司公告，国金证券研究所测算

图表 34: 公司水电营收预测 (亿元)

区域	电站	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
雅砻江下游	二滩	30.58	30.81	30.81	32.16	33.51	33.51	33.51	33.51	33.51	33.51
	桐子林	4.96	4.97	4.97	5.17	5.38	5.38	5.38	5.38	5.38	5.38
	官地	28.14	28.18	28.75	29.79	30.83	30.83	30.83	30.83	30.83	30.83
	锦屏一级	43.33	44.03	44.88	46.51	48.13	48.13	48.13	48.13	48.13	48.13
	锦屏二级	57.80	58.48	59.60	61.76	63.92	63.92	63.92	63.92	63.92	63.92
雅砻江中游	两河口	1.90	15.23	22.84	23.79	24.74	24.74	24.74	24.74	24.74	24.74
	杨房沟	9.94	19.88	19.88	19.88	19.88	19.88	19.88	19.88	19.88	19.88
	牙根	-	-	-	-	2.27	10.20	17.00	17.00	17.00	17.00
	楞古	-	-	-	-	17.22	34.45	34.45	34.45	34.45	34.45
	孟底沟	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	卡拉	-	-	-	-	-	5.47	10.94	10.94	10.94	10.94
云南	大朝山	12.01	12.01	12.01	12.33	12.65	12.65	12.65	12.65	12.65	12.65
甘肃	小三峡	7.98	7.98	7.40	7.74	8.08	8.08	8.08	8.08	8.08	8.08
合计		196.80	221.89	232.21	240.03	267.34	297.97	310.24	310.24	310.24	310.24

来源: 国金证券研究所测算

火电: 装机相对稳定, 上网电价中枢上移

- **装机容量:** 随着近年装机结构的优化, 公司火电机组短期装机容量保持平稳, 在建工程火电项目包括钦州三期机组 1*66 万 KW, 预计 2024 年投产。假设除钦州三期机组外, 无其他新增火电机组。
- **上网电量:** 2021 年, 水电整体偏枯, 各机组火电利用小时数有所增加。假设: 1) 近年用电需求仍将保持相对稳健增长, “十四五” 期间火电机组利用小时数相对稳定; 2) “十四五” 后随着新能源及水电机组陆续投产, 火电机组利用小时数将稳中有降; 3) 厂用电量保持稳定。
- **上网电价:** 10 月 12 日, 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》, 将燃煤发电市场交易价格浮动范围扩大为上下浮动原则上均不超过 20%。假设“十四五” 期间, 公司火电年度上网电价均值提高 2%, “十四五” 后火电上网电价保持相对稳定。

图表 35: 公司火电机组装机容量预测 (万 KW)

电站	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
国投北疆	400	400	400	400	400	400	400	400	400	400	400
华夏电力	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120
湄洲湾电站	278.6	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200
国投钦州	326	326	326	326	390	390	390	390	390	390	390
国投盘江	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
贵州新源	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
合计	1187.1	1108.5	1108.5	1108.5	1172.5	1172.5	1172.5	1172.5	1172.5	1172.5	1172.5

来源: 国金证券研究所测算

图表 36: 公司火电机组上网电价预测 (元/Kwh)

电站	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
国投北疆	0.363	0.370	0.378	0.385	0.393	0.401	0.401	0.401	0.401	0.401	0.401
华夏电力	0.377	0.385	0.392	0.400	0.408	0.416	0.416	0.416	0.416	0.416	0.416
湄洲湾电站	0.379	0.387	0.394	0.402	0.410	0.418	0.418	0.418	0.418	0.418	0.418
国投钦州	0.346	0.353	0.360	0.367	0.375	0.382	0.382	0.382	0.382	0.382	0.382
国投盘江	0.330	0.337	0.343	0.350	0.357	0.364	0.364	0.364	0.364	0.364	0.364
贵州新源	0.648	0.648	0.648	0.648	0.648	0.648	0.648	0.648	0.648	0.648	0.648

来源: 国金证券研究所测算

图表 37: 公司火电营收预测 (亿元)

电站	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
国投北疆	56.70	57.53	58.69	59.87	61.07	59.78	59.14	57.85	57.21	55.92
华夏电力	20.76	20.81	21.23	21.66	22.09	21.89	21.90	21.70	21.70	21.50
湄洲湾电站	44.06	44.94	45.84	46.76	47.69	47.69	47.69	47.69	47.69	47.69
国投钦州	49.04	48.77	49.75	60.70	61.92	61.32	61.32	60.72	60.72	60.12
国投盘江	7.43	7.20	7.34	7.49	7.64	7.64	7.64	7.64	7.64	7.64
贵州新源	0.66	0.19	0.19	0.19	0.19	0.19	0.19	0.19	0.19	0.19
合计	178.65	179.44	183.04	196.66	200.60	198.51	197.88	195.79	195.15	193.06

来源: 国金证券研究所测算

新能源: 风光装机保持高增速, 上网电价相对稳定

- **装机容量:** 预计公司风电、光伏装机容量仍将保持高增速。假设条件: 在“十四五”期间, 2021 年风电装机容量增速 50%、2021 年后风电装机容量增速保持在 20%以上; 光伏装机增速保持在 30%。
- **上网电量:** 假定风电、光伏利用小时数、厂用电量均保持相对稳定, 上网电量将主要受益于装机容量的增长。
- **上网电价:** 假设风光上网电价保持稳定。

图表 38: 公司新能源营收预测 (亿元)

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
风电	20.42	28.09	33.71	40.46	48.55	58.26	69.91	83.89	100.67	120.80
光伏	12.64	16.29	21.17	27.53	35.78	46.52	60.48	78.62	102.20	132.86

来源: 国金证券研究所测算

投资建议及估值

- 我们分别采用相对估值法、绝对估值法对公司进行估值。结合两种估值结果，分别得到每股价值 12.95 元、12.30 元，取均值得 2022 年目标价 12.63 元，给予公司“买入”评级。

1. 相对估值

水电业务为公司带来主要利润，相对估值法采用 PB 估值。预计公司 2021-2023 年 BPS 为 7.19、7.75、8.36，对应 PB 为 1.42、1.32、1.22。

我们选取 5 家可比公司对国投电力进行估值，包括华能水电、长江电力、川投能源、桂冠电力、三峡能源。可比公司与国投电力业务相近。预计可比公司 2021 年 PB 均值为 2.45。给予公司 2022 年 1.8 倍 PB，目标价 12.95 元。

图表 39: 可比公司估值比较 (市净率法)

代码	名称	股价 (元)	每股账面净资产			PB		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
600025.SH	华能水电	6.44	3.31	3.50	3.61	1.94	1.84	1.78
600900.SH	长江电力	20.95	8.19	8.65	9.19	2.56	2.42	2.28
600674.SH	川投能源	12.75	6.93	7.40	7.92	1.84	1.72	1.61
600236.SH	桂冠电力	5.47	2.26	2.36	2.46	2.42	2.32	2.22
600905.SH	三峡能源	7.55	2.17	2.49	2.88	3.48	3.03	2.62
平均值						2.45	2.27	2.10
600886.SH	国投电力	10.24	7.19	7.75	8.36	1.42	1.32	1.22

来源: 国金证券研究所测算 (数据截至 2020 年 11 月 2 日)

2. 绝对估值

- 核心假设: 考虑公司的营收结构, 火电机组成本 (燃料、折旧、人工等), 水电机组成本 (折旧、人工等), 风电光伏成本。参数假设: 税率取 15%、权益资本占比 30%、风险系数 β 取 0.75、无风险溢价取 3% (十年期国债收益率)、风险溢价 7%、债务成本 4%, 计算得到加权资产成本 (WACC) 为 4.92%。DCF 估值得到公司每股价值 12.30 元。

图表 40: 绝对估值法核心假设

参数	取值
显性期年数 (年)	3
终值期增长率	0
Beta	0.75
无风险利率	3%
市场风险溢价	7%
股权成本	8.25%
债权成本	4%
WACC	4.92%

来源: 国金证券研究所测算

图表 41: DCF 估值结果

单位: 人民币百万元	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
是否显性期	1	1	1	0	0	0	0	0	0
EBIT	14,030	18,642	20,209	21,497	24,223	26,785	28,596	30,001	31,806
所得税率	16.85%	16.85%	16.85%	16.85%	16.85%	16.85%	16.85%	16.85%	16.85%
EBIT*(1-所得税率)	11,666	15,500	16,804	17,875	20,141	22,272	23,778	24,946	26,447
加: 折旧和摊销	8,266	10,670	12,049	12,802	13,556	14,309	15,062	15,816	16,569
营运资本变动	-322	1,550	-63	449	20	84	97	102	163
资本开支	-26,129	-35,197	-15,197	-15,197	-15,197	-15,197	-15,197	-15,197	-15,197
FCFF	-6,519	-7,476	13,593	15,929	18,520	21,468	23,741	25,667	27,982
FCFF 现值	-6,519	-7,125	12,348	13,790	15,281	16,883	17,794	18,335	19,051
TV	276,116								
TV 现值	250,813								
企业价值	249,516								
净负债	124,553								
少数股东权益	39,289								
归母股权价值	85,674								
总股数(百万股)	6,966								
每股价值	12.30								

来源: 国金证券研究所测算

风险提示

- **来水偏枯的风险。**今年整体来水偏枯,若来水情况恢复不及时,可能影响公司水电业务营收及净利润。
- **新水电站建设成本超预期风险。**水电开发由易至难,若新建电站成本超预期,可能影响公司盈利能力。
- **电煤价格持续高位风险。**今年动力煤价格高企,公司利润波动主要来自火电业务成本大幅提升,若未来动力煤价格回落不及预期,可能影响公司火电板块利润。
- **上网电价上涨不及预期风险。**若未来公司上网电价上涨不及预期,在中高煤价下,可能导致整体盈利能力不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	41,011	42,433	39,320	42,076	45,909	48,424	货币资金	7,601	8,436	9,690	12,890	11,386	11,264
增长率		3.5%	-7.3%	7.0%	9.1%	5.5%	应收账款	5,914	5,769	8,006	10,260	8,679	9,154
主营业务成本	-24,440	-25,852	-21,679	-25,745	-24,297	-25,081	存货	1,517	1,159	955	1,270	1,198	1,237
%销售收入	59.6%	60.9%	55.1%	61.2%	52.9%	51.8%	其他流动资产	2,346	9,570	2,180	2,718	2,742	2,775
毛利	16,571	16,582	17,641	16,331	21,612	23,342	流动资产	17,378	24,934	20,831	27,137	24,005	24,430
%销售收入	40.4%	39.1%	44.9%	38.8%	47.1%	48.2%	%总资产	7.9%	11.1%	9.1%	10.7%	8.8%	8.8%
营业税金及附加	-962	-947	-947	-968	-1,056	-1,114	长期投资	11,942	10,431	11,300	11,500	11,700	11,900
%销售收入	2.3%	2.2%	2.4%	2.3%	2.3%	2.3%	固定资产	185,104	182,078	189,577	206,832	230,658	233,082
销售费用	-7	-31	-28	-29	-32	-34	%总资产	83.9%	81.0%	82.8%	81.8%	84.3%	84.2%
%销售收入	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	无形资产	5,003	5,356	4,942	5,058	5,194	5,328
管理费用	-1,205	-1,367	-1,695	-1,262	-1,836	-1,937	非流动资产	203,331	199,788	208,079	225,590	249,752	252,510
%销售收入	2.9%	3.2%	4.3%	3.0%	4.0%	4.0%	%总资产	92.1%	88.9%	90.9%	89.3%	91.2%	91.2%
研发费用	-1	-35	-38	-42	-46	-48	资产总计	220,708	224,722	228,909	252,727	273,757	276,940
%销售收入	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	短期借款	21,481	16,600	22,793	23,761	33,944	11,587
息税前利润 (EBIT)	14,396	14,202	14,933	14,030	18,642	20,209	应付款项	10,866	9,403	9,728	10,760	10,319	10,662
%销售收入	35.1%	33.5%	38.0%	33.3%	40.6%	41.7%	其他流动负债	2,822	8,217	3,532	5,688	6,028	6,153
财务费用	-5,071	-4,779	-4,194	-4,858	-5,424	-5,607	流动负债	35,169	34,220	36,053	40,208	50,290	28,403
%销售收入	12.4%	11.3%	10.7%	11.5%	11.8%	11.6%	长期贷款	111,704	110,295	103,441	113,441	113,441	123,441
资产减值损失	-397	338	578	-607	-637	-664	其他长期负债	3,652	5,812	6,830	9,704	11,727	16,743
公允价值变动收益	45	9	1	0	0	0	负债	150,525	150,327	146,324	163,354	175,459	168,586
投资收益	522	1,046	1,349	1,348	1,348	1,348	普通股股东权益	37,692	40,383	47,227	50,114	53,970	58,255
%税前利润	5.4%	10.1%	11.5%	13.3%	9.5%	8.7%	其中：股本	6,786	6,786	6,966	6,966	6,966	6,966
营业利润	9,684	10,237	11,606	10,005	14,022	15,380	未分配利润	18,547	21,179	24,431	26,117	29,973	34,258
营业利润率	23.6%	24.1%	29.5%	23.8%	30.5%	31.8%	少数股东权益	32,492	34,012	35,359	39,289	44,389	50,189
营业外收支	45	80	104	100	100	100	负债股东权益合计	220,708	224,722	228,909	252,727	273,757	276,940
税前利润	9,729	10,317	11,710	10,105	14,122	15,480	比率分析						
利润率	23.7%	24.3%	29.8%	24.0%	30.8%	32.0%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-1,352	-1,586	-1,933	-1,703	-2,379	-2,608	每股指标						
所得税率	13.9%	15.4%	16.5%	16.9%	16.9%	16.9%	每股收益	0.643	0.701	0.792	0.642	0.954	1.015
净利润	8,377	8,731	9,776	8,403	11,742	12,871	每股净资产	5.554	5.951	6.780	7.194	7.748	8.363
少数股东损益	4,013	3,976	4,261	3,930	5,100	5,800	每股经营现金净流	2.832	2.900	2.812	2.941	4.119	4.277
归属于母公司的净利润	4,364	4,755	5,516	4,473	6,642	7,071	每股股利	0.225	0.245	0.280	0.400	0.400	0.400
净利率	10.6%	11.2%	14.0%	10.6%	14.5%	14.6%	回报率						
							净资产收益率	11.58%	11.78%	11.68%	8.92%	12.31%	12.14%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	1.98%	2.12%	2.41%	1.77%	2.43%	2.55%
							投入资本收益率	6.03%	5.84%	5.82%	4.95%	6.04%	6.48%
净利润	8,377	8,731	9,776	8,403	11,742	12,871	增长率						
少数股东损益	4,013	3,976	4,261	3,930	5,100	5,800	主营业务收入增长率	29.60%	3.47%	-7.34%	7.01%	9.11%	5.48%
非现金支出	7,594	7,238	6,662	8,874	11,307	12,712	EBIT增长率	27.72%	-1.35%	5.15%	-6.05%	32.87%	8.41%
非经营收益	4,500	3,686	2,665	3,533	4,094	4,269	净利润增长率	35.02%	8.97%	15.99%	-18.91%	48.51%	6.46%
营运资金变动	-1,252	24	484	-322	1,550	-63	总资产增长率	5.96%	1.82%	1.86%	10.40%	8.32%	1.16%
经营活动现金净流	19,219	19,678	19,587	20,487	28,694	29,790	资产管理能力						
资本开支	-10,224	-10,037	-10,188	-26,129	-35,197	-15,197	应收账款周转天数	39.1	43.9	55.8	85.0	65.0	65.0
投资	-3,229	133	-842	-200	-200	-200	存货周转天数	20.2	18.9	17.8	18.0	18.0	18.0
其他	-249	1,174	789	1,348	1,348	1,348	应付账款周转天数	71.0	54.2	51.1	50.0	50.0	50.0
投资活动现金净流	-13,702	-8,730	-10,242	-24,981	-34,049	-14,049	固定资产周转天数	1,253.1	1,146.5	1,245.2	1,579.1	1,681.7	1,617.9
股权募资	5,499	977	4,020	1,201	0	0	偿债能力						
债权募资	1,908	-117	-2,656	14,250	12,183	-7,357	净负债/股东权益	180.87%	164.12%	146.30%	147.75%	148.21%	127.76%
其他	-10,426	-11,506	-10,759	-7,757	-8,332	-8,506	EBIT利息保障倍数	2.8	3.0	3.6	2.9	3.4	3.6
筹资活动现金净流	-3,019	-10,646	-9,396	7,694	3,852	-15,863	资产负债率	68.20%	66.89%	63.92%	64.63%	64.08%	60.85%
现金净流量	2,498	302	-51	3,200	-1,504	-122							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	7	14	28	38	53
增持	0	1	3	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.07	1.10	1.14	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-04-22	买入	7.46	N/A
2	2020-05-06	买入	7.69	N/A
3	2020-08-23	买入	9.14	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
- 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
- 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402