



水电增长可观，火电盈利修复

—国投电力（600886）深度报告

所属部门：行业公司部

报告类别：公司研究报告

报告时间：2022年8月12日

分析师：孙灿

执业证书：S1100517100001

联系方式：Suncan@cczq.com

北京：东城区建国门内大街28号民生金融中心A座6层，100005

深圳：福田区福华一路6号免税商务大厦32层，518000

上海：陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120

成都：高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

❖ 掌握核心资产，雅砻江开发潜力足

公司拥有以雅砻江水力资源为核心的稀缺水电资产，2021年两河口、杨房沟水电站部分顺利投产，新增装机400万千瓦。此外公司在雅砻江中游仍有在建的孟底沟水电站、卡拉水电站以及海外的印尼巴塘水电站。总体而言，公司着重布局的雅砻江流域水力资源充足，开发潜力尚未完全释放，在当前全国水电资源被基本开发完毕的环境下，未开发水电资源稀缺性凸显。同时水电在发电成本及稳定性方面相较于其他发电方式具备显著优势。

❖ 年内降水充足来水偏丰，水电发电量提升

据四川省水文水资源勘测中心统计，今年4月雅砻江下游来水量较常年偏多4-6成，5月雅砻江上下游来水量较常年偏多1-3成。另一方面根据四川省气象局预测，今年全省主汛期平均降水量将较常年同期偏多10%-30%，区域性暴雨可能导致阶段性汛情。降雨量增多将提升水电设施发电量，预计公司今年水电发电将好于往年。根据公司半年度经营数据公告显示，今年二季度公司水电发电量同比增长41.29%，除去装机容量增长因素外，来水偏丰对水电发电量带来提升。

❖ 火电业务有望见底回升，新能源建设方兴未艾

2019年以来，公司逐步转让了一批火电机组股份，其中包括国投北部湾、国投伊犁、国投宣城等。在当前煤炭价格高企的市场环境下，火电机组转让改善了公司装机容量比例，减少了因原材料价格上升导致的业务亏损。同时今年以来国家政策持续发力保障煤炭供给，确保长协有效落实，对管控煤价起到可观作用。当前煤价较去年底已有较大改善。火电业务有望在今明两年见底回升。

公司持续投入新能源建设。截止2021年底，公司风电、光伏装机规模达357.25万千瓦，占公司总装机的9.86%。其中风电223.05万千瓦，占比6.16%，光伏134.20万千瓦，占比3.71%。目前公司已在全国布局14家新能源区域管理公司，在能源转型背景下，加大对风电、光伏建设投入，为公司总装机提供增量。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

我们预计2022-2024年，公司可实现营业收入487.33、513.94和526.92亿元，以2021年为基数未来三年复合增长6.4%；归属母公司净利润51.70、65.45和73.81亿元。总股本74.54亿股，对应EPS 0.69、0.88和0.99元。



估值要点如下：2022年8月12日，股价10.36元，对应市值772亿元，2022-2024年PE约为15、12和10倍。公司依靠雅砻江流域丰富的水电资源，同时大力推进风力、光伏、储能等新能源建设，充分受益国家双碳战略。首次覆盖，我们给予“增持”评级。

❖ 风险提示：燃料价格上涨超预期、新能源项目进度不及预期、国家新能源补贴发放不及预期。

盈利预测与估值

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	43681.75	48733.15	51394.49	52692.46
+/-%	11.09%	11.56%	5.46%	2.53%
净利润(百万)	5175.67	9817.93	12429.46	14016.79
+/-%	-47.06%	89.69%	26.60%	12.77%
EPS(元)	0.33	0.69	0.88	0.99
PE	31.69	14.94	11.80	10.46

资料来源：公司公告，预测截止日期2022年8月12日，川财证券研究所

正文目录

一、 公司简介、实际控制人和股权结构	5
1.1. 公司简介	5
1.2. 控股股东和实际控制人基本情况及最新股权结构	5
1.1.1. 控股股东和实际控制人	5
1.1.2. 公司最新股权结构：控股股东股权过半，结构稳定	5
二、 营业结构变化	7
2.1 主要业务和产品	7
2.1.1. 主营业务概述	7
2.1.2. 主营业务结构	8
2.1.3. 收入、利润和盈利能力变化	9
2.2 公司所处行业格局和发展战略规划	10
2.2.1. 公司所处行业基本情况	10
2.2.2. 公司“十四五”发展战略	12
三、 公司近年重大资本运作	13
3.1 公司上市以来重大资本运作情况	13
3.2 2021 年定向增发项目融资	13
四、 投资建议	14
4.1 投资逻辑和观点	14
4.1.1. 水电业务掌握核心资产，雅砻江开发潜力充足	14
4.1.2. 四川年内降水增多，水电发电量有望提升。	14
4.1.3. 火电机组转让，新能源建设方兴未艾。	14
4.2 盈利预测与估值比较	14
4.2.1. 盈利预测	14
4.2.2. 估值比较	15
盈利预测	17
风险提示	18
相关报告	18



图表目录

图 1: 公司与控股股东之间的产权及控制关系的方框图	5
图 2: 公司风光水火装机容量比例 (单位: %)	7
图 3: 公司分业务收入情况 (单位: %)	9
图 4: 历年收入和毛利变化 (单位: 亿元)	9
图 5: 历年营业利润和净利润 (单位: 亿元)	9
图 6: 历年销售毛利率和净利率 (单位: %)	10
图 7: 历年 ROE 及 ROA (单位: %)	10
图 8: 负债结构和流动性 (%)	10
图 9: 资产周转率	10
表格 1. 公司 2022 年一季报最新十大股东情况	6
表格 2. 公司 2021 年各地区装机容量及营收	8
表格 3. 公司上市以来重大资本运作关键时间节点和状态	13
表格 4. 2021 定向增发项目融资	13
表格 5. 公司发电业务分种类收入假设 (单位: 百万元)	15
表格 6. 可比公司估值	16

一、公司简介、实际控制人和股权结构

1.1. 公司简介

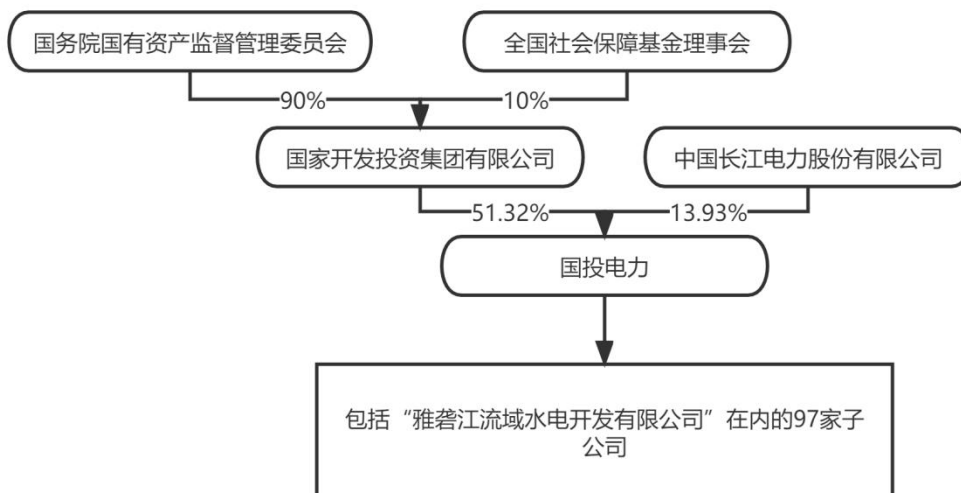
公司成立于1996年6月，是一家以水电为主、水火并济、风光互补的综合电力上市公司，水电控股装机在国内上市公司中处于行业领先地位。公司经营范围主要包括投资建设、经营管理以电力生产为主的能源项目；开发及经营新能源项目、高新技术、环保产业；开发和经营电力配套产品及信息、咨询服务。其中，发电业务为公司的核心业务，占公司营业总收入95%以上。2020年10月，国投电力发行全球存托凭证(GDR)，在伦敦证券交易所上市，成为第二家荣获伦敦证券交易所绿色经济标志的伦交所上市中国企业。

1.2. 控股股东和实际控制人基本情况及最新股权结构

1.1.1. 控股股东和实际控制人

公司控股股东为国家开发投资集团有限公司，持股比例为51.32%，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。除控股股东外，持股比例超2%的股东有中国长江电力股份有限公司、长点投资管理有限责任公司和中国证券金融股份有限公司。

图 1：公司与控股股东之间的产权及控制关系的方框图



资料来源：公告；公司年报，iFinD，川财证券研究所，时间截至2021年底

1.1.2. 公司最新股权结构：控股股东股权过半，结构稳定

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

根据 2021 年年报披露信息，国家电投集团直接持有公司 38.25 亿股，占公司总股本的 51.32%，为公司控股股东。公司最终的实际控制人是国务院国有资产监督管理委员会，最终持有公司 46.19% 的股权。

表格 1. 公司 2022 年一季报最新十大股东情况

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	变化
1	国家开发投资集团有限公司	3,825,443,039	5132.00%	不变
2	中国长江电力股份有限公司	1,038,080,914	1393.00%	不变
3	长电投资管理有限责任公司	240,761,371	323.00%	增加
4	中国证券金融股份有限公司	203,657,917	273.00%	不变
5	香港中央结算有限公司	109,201,892	146.00%	减少
6	花旗环球金融有限公司	82,463,040	111.00%	不变
7	重阳战略聚智基金	75,687,364	102.00%	不变
8	重阳战略汇智基金	54,988,628	74.00%	不变
9	龚佑华	49,755,073	67.00%	不变
10	重阳战略才智基金	42,960,137	58.00%	新进
11	合计	5,722,999,375	7679.00%	--

资料来源：公司公告；2022 年一季报，iFind，川财证券研究所

二、营业务结构和变化

2.1 主要业务和产品

2.1.1. 主营业务概述

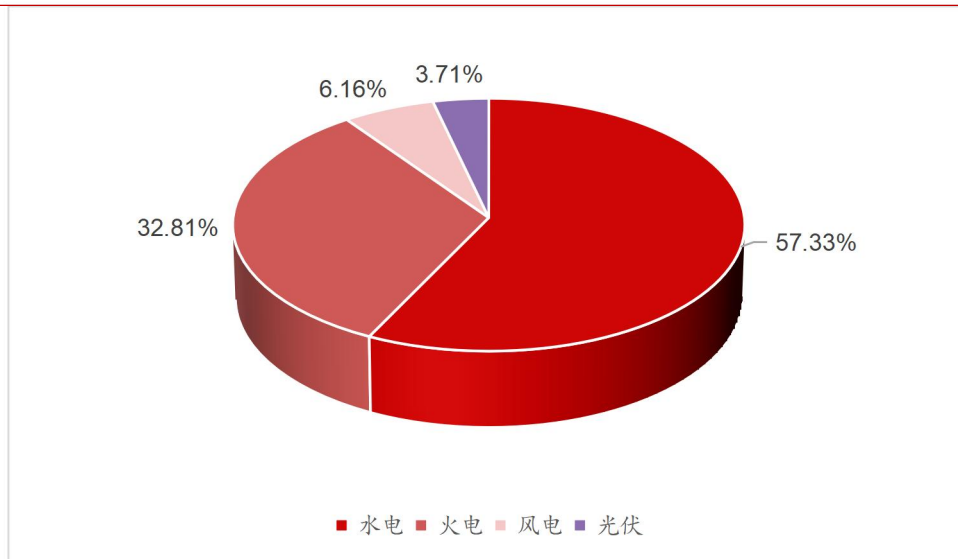
公司是一家以清洁能源为主、水火风光并济的综合型能源电力上市公司，为国内第三大水电装机规模的上市公司，处于行业领先地位。公司正大力开拓清洁能源业务，公司清洁能源装机占比将继续稳步提升。

同时公司立足国内并积极拓展海外市场，境内业务主要分布于四川、云南、甘肃、天津、福建、广西、贵州、青海、宁夏、新疆等十多个省、自治区和直辖市。境外业务主要分布在英国、印尼和泰国等。

1、发电业务是公司的核心业务。

截止 2021 年底，公司已投产控股装机容量 3621.83 万千瓦，其中，水电 2076.50 万千瓦、占比 57.33%，火电 1188.08 万千瓦（含垃圾发电）、占比 32.81%，风电 223.05 万千瓦、占比 6.16%，光伏 134.20 万千瓦，占比 3.71%。2021 年，公司新投产/并购装机 442.3 万千瓦，其中水电 401.5 万千瓦、风电 9.8 万千瓦、光伏 31 万千瓦。德昌风电因成昆铁路建设拆除 3 台风机，共计 0.7 万千瓦。

图 2：公司风光水火装机容量比例（单位：%）



资料来源：公告；公司年报，iFind，川财证券研究所

2、分发电方式业务情况。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明



表格 2. 公司 2021 年各地区装机容量及营收

序号	省份	装机容量 (万千瓦时)	营业收入 (亿元)
1	四川	1913.25	183.11
2	天津	405	58.68
3	福建	398.6	69.53
4	广西	345.4	63.15
5	云南	183.4	15.62
6	甘肃	113.75	11.64
7	新疆	93.85	8.92
8	贵州	62.5	8.42
9	青海	19.9	1.87
10	安徽	17	0.57
11	陕西	15	1.33
12	江苏	12	1.42
13	浙江	10	1.09
14	宁夏	8	0.85
15	江西	5	0.66
16	海南	4.8	0.36
17	河北	4.4	0.43

资料来源：公司公告；2021 年年报，iFind，川财证券研究所

公司业务从不同的发电方式来看，雅砻江水电作为公司核心资产，在四川省为公司提供了规模可观的装机容量，同时贡献了各地区中最多的营业收入。除四川雅砻江外，公司在云南大朝山以及甘肃小三峡，均有水电业务。水电业务由于稳定的成本，为公司保持正盈利起到积极作用。

公司持股 52% 的雅砻江水电是雅砻江流域唯一水电开发主体，具有合理开发及统一调度等突出优势。雅砻江流域水量丰沛、落差集中、水电淹没损失小，规模优势突出，梯级补偿效益显著，兼具消纳和移民优势，经济技术指标优越，运营效率突出。该流域可开发装机容量约 3000 万千瓦，在我国 13 大水电基地排名第 3，报告期末已投产装机 1870 万千瓦，在建装机 50 万千瓦，核准装机 342 万千瓦。

火电方面，公司火电业务分部较广，目前在运行的主要火电机组有北疆电厂、湄洲湾电厂、钦州电厂等。公司火电以高参数大机组为主，无 30 万千瓦以下机组（不含垃圾发电），百万千瓦级机组占控股火电装机容量的 67.53%；控股火电企业多为沿海电厂，区位优势明显，但受 2021 年煤价影响，全年火电业务经营效益不佳。公司积极响应国家节能减排政策，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%，公司常规燃煤机组 100% 具备超低排放能力。

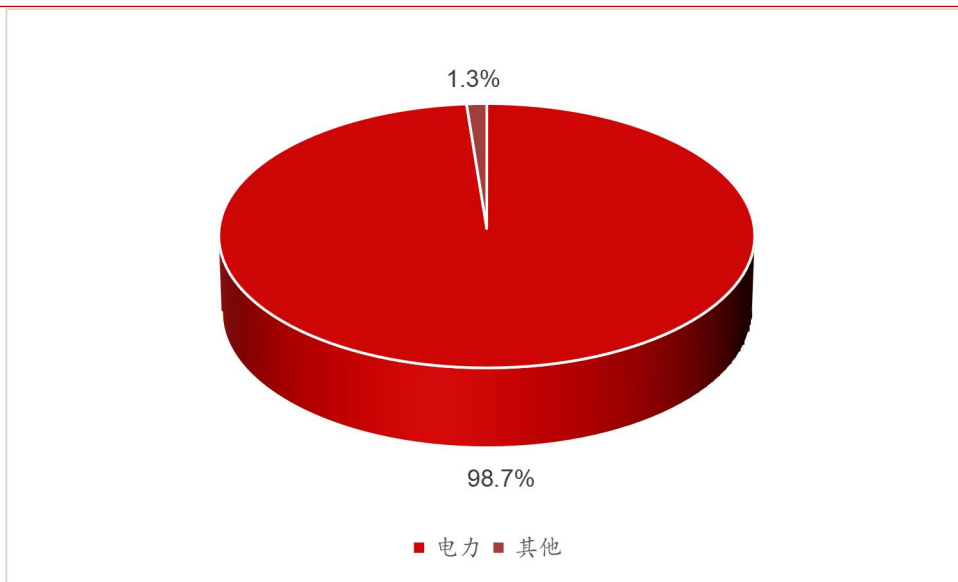
风电、光伏方面，公司风电、光伏装机规模稳中有升，已达 357.25 万千瓦，占总装机的 9.86%。目前公司新能源项目开发团队规模不断扩充，进一步适应“碳达峰、碳中和”发展目标下的电力项目开发需求，有利于公司提升新能源项目开拓能力。

2.1.2. 主营业务结构

公司 2021 年年度的主营业务结构：公司主营业务主要是电力以及其他。

2021 年，公司实现营业收入 436.82 亿元，同比增加 11.09%；受燃煤采购价格同比大幅上涨的影响，公司归属于上市公司股东的净利润 24.37 亿元，同比减少 55.82%；实现基本每股收益 0.3202 元，同比减少 58.79%。截至 2021 年底，公司总资产 2413.70 亿元，较期初增加 124.60 亿元；资产负债率 63.52%，同比降低 0.40 个百分点。

图 3：公司分业务收入情况（单位：%）

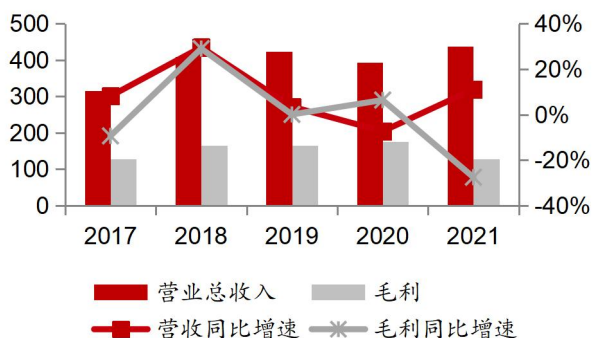


资料来源：公告：公司年报，iFinD

2.1.3. 收入、利润和盈利能力变化

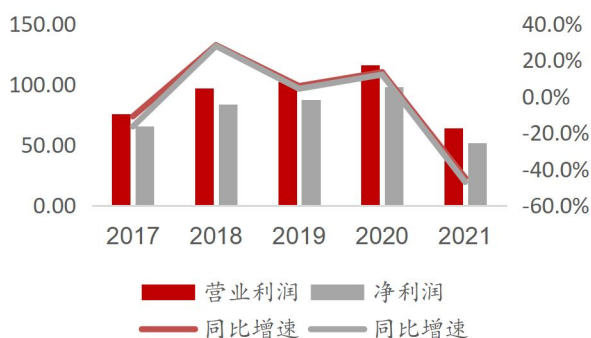
电力业务相关收入占据公司销售收入和毛利中绝大部分。从装机容量看，清洁能源是公司着力发展，积极转型的方向。公司 2021 年实现营业利润 64.14 亿，同比降低 44.74%；归属母公司净利润 24.37 亿元，同比降低 55.82%。2022 年一季度公司实现营业收入 110.42 亿元，同比增加 20.1%；营业利润 22.60 亿元，同比降低 5.44%；归属母公司净利润 10.38 亿元，同比降低 14.91%。

图 4：历年收入和毛利变化（单位：亿元）



资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

图 5：历年营业利润和净利润（单位：亿元）

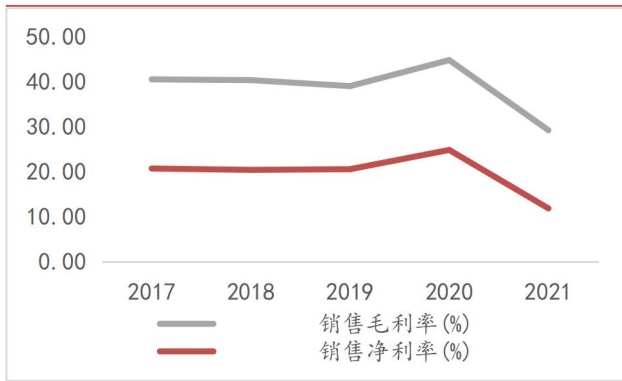


资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所



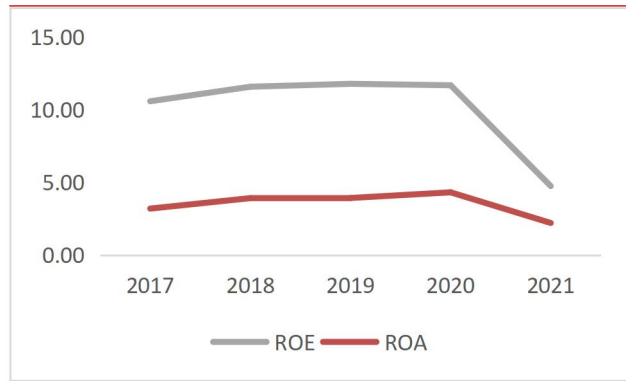
2021 年公司综合毛利率和净利率分别为 29.26%和 11.85%，相比 2020 年的 44.87%和 24.86%，毛利率和净利率都有明显下降，主要是受制于 21 年煤炭价格大幅上涨，公司火电业务全面亏损。2022 年一季度，公司综合毛利率和净利率分别为 35.47%和 17.47%，相较于 2021 年第三、四季度水平有明显回升。

图 6： 历年销售毛利率和净利率（单位：%）



资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

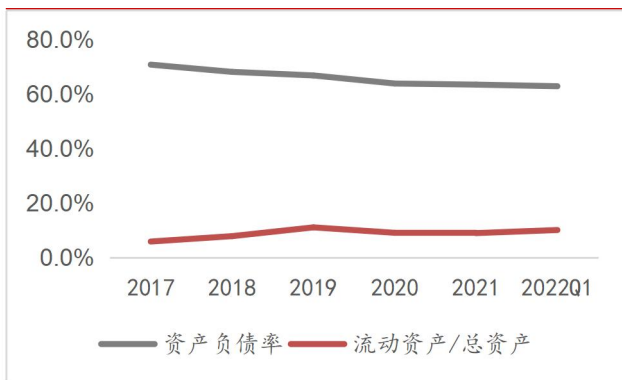
图 7： 历年 ROE 及 ROA（单位：%）



资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

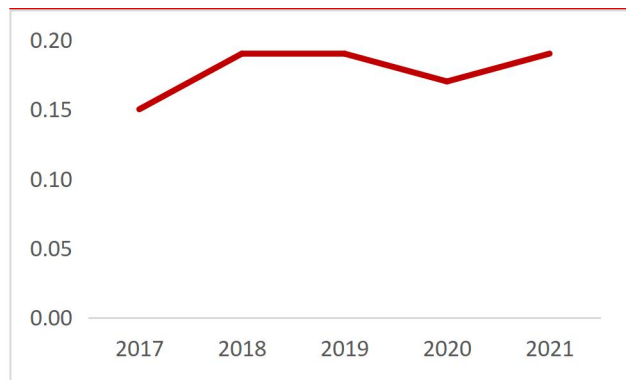
2021 年公司受煤炭价格影响，毛利率及毛利水平同比 2020 年显著下降。但得益于公司主要装机发电为水电，仍然保持了盈利。2022 年一季度，公司年化 ROE 和 ROA 分别为 7.92%和 3.20%，预期未来煤炭价格有望得到控制，资本回报率有望继续修复。公司能源央企，信用资源保证公司偿债能力。公司近几年资产负债率缓步下降，流动资产占总资产比例有所提升，总体债务结构不断优化。从资产周转率看，公司近五年资产周转率稳中有升，说明主营业务运转顺畅。

图 8： 负债结构和流动性 (%)



资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

图 9： 资产周转率



资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

2.2 公司所处行业格局和发展战略规划

2.2.1. 公司所处行业基本情况

国民经济稳健运行，全国用电需求持续增长：2021 年全社会用电量 8.31 万亿千瓦时，同比增长 10.3%，用电量快速增长主要受国内经济持续恢复发展、上年同期低基数、外贸出口快速增长等因素拉动。分季度看：各季度全社会用电量增速分别为 21.2%、11.8%、7.6%和 3.3%，受同期基数由低走高等因素影响，同比增速逐季回落。分产业看：

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明



第一、二、三产业用电量分别为 1023 亿千瓦时、5.61 万亿千瓦时、1.42 万亿千瓦时，同比分别增长 16.4%、9.1%、17.8%；城乡居民生活用电量 1.17 万亿千瓦时，同比增长 7.3%。分省份看：全国共有 19 个省份用电量同比增速超过 10%，西藏、青海、湖北用电量同比增速分别为 22.6%、15.6%和 15.3%；江西、四川、福建、浙江、广东、重庆、陕西、安徽、海南、湖南、宁夏、江苏、山西、上海、新疆、广西 16 个省份用电量同比增速超过 10%。

图 10：2021 年全国用电总量及增速（单位：亿千瓦时，%）



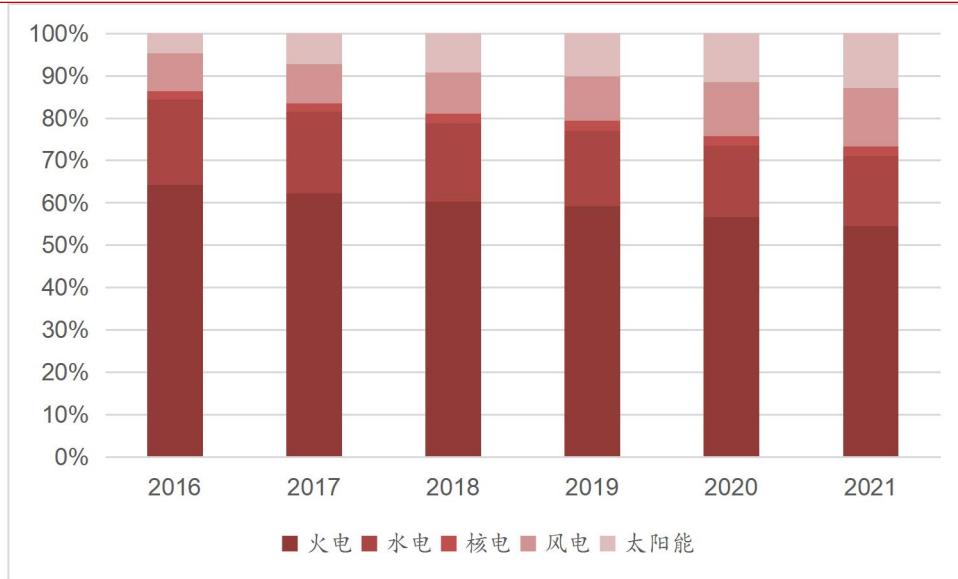
资料来源：公告；公司年报，iFinD，川财证券研究所

从用电趋势看，全国用电总量保持平稳增长的态势，预计随着国民经济持续发展，特别是绿色能源转型带来的新增电力需求，未来社会对电力的需求仍将持续扩大，电力市场在国民经济结构中的重要性日益增加。预计 2022 年底全口径发电装机容量达到 26 亿千瓦左右，其中，非化石能源发电装机合计达到 13 亿千瓦左右，将有望首次达到总装机规模的一半。水电 4.1 亿千瓦、并网风电 3.8 亿千瓦、并网太阳能发电 4.0 亿千瓦、核电 5557 万千瓦、生物质发电 4500 万千瓦左右。煤电装机容量 11.4 亿千瓦左右。公司目前清洁能源装机容量占比已超 50%，除传统水电业务外在风电、光伏领域也积极布局，有望在能源转型政策下持续受益。

新能源建设方兴未艾，非化石能源装机容量首超火电：截至 2021 年底，全国全口径发电装机容量 23.8 亿千瓦，同比增长 7.9%；其中，火电装机容量 13.0 亿千瓦，同比增长 4.1%；水电装机容量 3.9 亿千瓦，同比增长 5.6%；核电 5326 万千瓦 2021 年年度报告 12/267 瓦，同比增长 6.8%；风电 3.3 亿千瓦，同比增长 16.6%；太阳能发电装机 3.1 亿千瓦，同比增长 20.9%。全口径非化石能源发电装机容量 11.2 亿千瓦，同比增长 13.4%，占总装机容量比重为 47.0%，同比提高 2.3 个百分点，历史上首次超过煤电装机比重。



图 11：今年全国用电总量及增速（单位：亿千瓦时，%）



资料来源：公告；公司年报，iFinD，川财证券研究所

2021 年，全国发电设备利用小时 3817 小时，同比提高 60 小时。其中，水电设备利用小时 3622 小时，同比降低 203 小时；核电 7802 小时，同比提高 352 小时；并网风电 2232 小时，同比提高 154 小时；并网太阳能发电 1281 小时，与上年总体持平；火电 4448 小时，同比提高 237 小时。

2.2.2. 公司“十四五”发展战略

“十四五”期间，公司总体发展战略是：以高质量发展为主线，贯彻新发展理念，坚持稳中求进、转型升级、创新驱动，按照资产结构优化、管理水平优秀、投资业绩优良的标准，谱写国投电力高质量发展的新篇章。

具体路径上，聚焦清洁能源、能源新产业两大领域，利用好国内、国际两个市场，以落实卓越党建、强化安全生产、加大市场营销、深化改革授权、创新人才激励、完善合规体系、提升财务管理、严格风险管控等为抓手，完善绿地开发、兼并收购、资本投资三种投资模式，将国投电力打造成为具有国际竞争力的世界一流综合能源公司。

具体目标：“十四五”末，公司规划控股装机容量将达 5000 万千瓦，其中清洁能源装机占比约为 72%。持续拓展以抽水蓄能、储能、氢能为主要的新产业，形成一定规模或竞争优势。

三、公司近年重大资本运作

3.1 公司上市以来重大资本运作情况

表格 3. 公司上市以来重大资本运作关键时间节点和状态

序号	重要资本运作	状态	时间
1	1996IPO 首发上市	完成	1996/1/18
2	2007 年公开增发	完成	2007/9/4
3	2009 年定向增发	完成	2009/12/5
4	2011 年公开增发	完成	2011/11/18
5	2021 年定向增发	实施	2021/12/11

资料来源：公司公告，iFind，川财证券研究所

3.2 2021 年定向增发项目融资

募集资金总额为 36.33 亿元，扣除发行费用后用于两河口水电站项目以及补充流动资金。

表格 4. 2021 定向增发项目融资

序号	项目名称	项目投资总额（亿元）	拟使用募集资金（亿元）
1	两河口水电站项目	664.57	18.00
5	补充流动资金	-	18.33
7	合计	-	36.33

资料来源：公司公告，iFind，川财证券研究所

雅砻江水电的主营业务为水力发电，根据国家发改委授权，负责实施雅砻江水能资源开发及雅砻江梯级水电站的建设和管理。本次非公开发行募集资金部分将用于两河口水电站的建设，有助于提高雅砻江水电整体装机规模，充分体现梯级补偿效益，增强大型水电生产运营和市场营销能力，进一步提高国投电力核心竞争力，充分保障广大投资者利益。

四、投资建议

4.1 投资逻辑和观点

4.1.1. 水电业务掌握核心资产，雅砻江开发潜力充足

公司拥有以雅砻江水力资源为核心的稀缺水电资产，2021年两河口、杨房沟水电站部分顺利投产，新增装机400万千瓦。此外公司在雅砻江中游仍有在建的孟底沟水电站、卡拉水电站以及海外的印尼巴塘水电站。总体而言，公司着重布局的雅砻江流域水力资源充足，开发潜力尚未完全释放，在当前全国水电资源被基本开发完毕的环境下，未开发水电资源稀缺性凸显。同时水电在发电成本及稳定性方面相较于其他发电方式具备显著优势。

4.1.2. 四川年内降水增多，水电发电量有望提升。

据四川省水文水资源勘测中心统计，今年4月雅砻江下游来水量较常年偏多4-6成，5月雅砻江上下游来水量较常年偏多1-3成。另一方面根据四川省气象局预测，今年全省主汛期平均降水量将较常年同期偏多10%-30%，区域性暴雨可能导致阶段性汛情。降雨量增多将提升水电设施发电量，预计公司今年水电发电将好于往年。根据公司半年度经营数据公告显示，今年二季度公司水电发电量同比增长41.29%，除去装机容量增长因素外，来水偏丰对水电发电量带来提升。

4.1.3. 火电机组转让，新能源建设方兴未艾。

2019年以来，公司逐步转让了一批火电机组股份，其中包括国投北部湾、国投伊犁、国投宣城等。在当前煤炭价格高企的市场环境下，火电机组转让改善了公司装机容量比例，减少了因原材料价格上升导致的业务亏损。

在减少火电装机容量的同时，公司持续投入新能源建设。截止2021年底，公司风电、光伏装机规模达357.25万千瓦，占公司总装机的9.86%。其中风电223.05万千瓦，占比6.16%，光伏134.20万千瓦，占比3.71%。目前公司已在全国布局14家新能源区域管理公司，在能源转型背景下，加大对风电、光伏建设投入，为公司总装机提供增量。

4.2 盈利预测与估值比较

4.2.1. 盈利预测

1. 近期关键财务数据

公司2021年年度的主营业务结构：公司主营业务主要是发电业务，占公司营收占比95%以上，其中水电装机容量占比达57%，火电业务装机容量占比为38%。水电业务为主的装机结构使得公司今年受煤炭价格变动影响相对较小，公司2021年一季度实现实现营业收入110.42亿元，营业利润22.6亿元，归属母公司净利润10.38亿元；实现

毛利率 35.47%，净利率 17.47%。

2. 盈利预测假设：

收入：去年公司两河口、杨房沟水电站投入运营，新增水电装机 400 万千瓦，给今年水电收入带来增量。火电方面今年受煤炭价格影响，盈利能力承压，二季度公司火电发电量较去年同期有所下降。但当前煤炭价格较去年底已有显著改善，叠加政策支持以及长协落地，预计今年火电业务总体好于去年四季度水平。新能源方面公司持续加大投入，考虑到当前风电、光伏基数较低，预计“十四五”内新建项目带来高增速。

毛利率：我们预期公司火电业务毛利率相较于去年四季度有所修复，但是当前节点下煤炭价格仍然偏高，预计年内毛利率仍为负。水电业务受今年流域水量增多影响，发电量提升，预计毛利水平有所增长。新能源发电毛利率水平未发现显著影响因素，预计于去年持平。总体而言，受水电带动影响，2022 年公司整体毛利率相较去年将有小幅提升。

3. 盈利预测结论：

我们预计 2022-2024 年，公司可实现营业收入 334.71（同比增长 9.27%）、399.34 和 476.62 亿元，以 2021 年为基数未来三年复合增长 15.88%；归属母公司净利润 3.52（同比增长 112.97%）、14.88 和 21.63 亿元。总股本 136.01 亿股，对应 EPS 0.13、0.57 和 0.83 元。

表格 5. 公司发电业务分种类收入假设（单位：百万元）

指标	分业务	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
收入	水电	19661	19435	19936	25916	26435	25113	
		同比增长		-1.15%	2.58%	30.00%	2.00%	-5.00%
	火电	19523	16690	19058	17152	18009	18910	
		同比增长		-14.51%	14.19%	-10.00%	5.00%	5.00%
	风电	1161	1474	2183	2837	3689	4796	
		同比增长		26.96%	48.10%	30.00%	30.00%	30.00%
	光伏	690	1006	1286	1607	2041	2653	
		同比增长		45.80%	27.83%	25.00%	27.00%	30.00%

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

4. 2. 2. 估值比较

2022 年 8 月 12 日，股价 10.36 元，对应市值 772 亿元，2022-2024 年 PE 约为 15、12 和 10 倍。公司依靠雅砻江流域丰富的水电资源，同时大力推进风力、光伏、储能等新能源建设，充分受益国家双碳战略。首次覆盖，我们给予“增持”评级。



表格 6.可比公司估值

序号	代码	公司	股价/ 元	市值/亿元		PE			PB	ROE
				总计	TTM	2022E	2023E	2024E	2021	2021
1	600886.SH	国投电力	10.36	772.25	15.37	14.79	11.69	10.36	1.50	4.74%
2	600025.SH	华能水电	7.04	1267.20	19.80	17.67	16.41	14.81	1.97	9.07%
3	600900.SH	长江电力	24.23	5510.35	20.58	18.23	17.46	16.96	3.04	14.51%
4	600674.SH	川投能源	12.87	567.24	18.67	15.61	14.03	13.58	1.82	9.88%
5	600905.SH	三峡能源	6.03	1725.82	24.48	20.98	17.01	14.14	2.51	8.20%
6	600236.SH	桂冠电力	6.03	475.31	23.26	16.83	17.98	17.15	2.83	8.05%

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所，数据更新于2022/8/12

风险提示

燃料价格上涨超预期；
新布局的低碳能源项目投产及运行低于预期；
国家低碳能源相关补贴落地低于预期。

相关报告

【川财研究】通裕重工（300185）2021 年报和一季报点评：21 年核心业务毛利率超预期下行，二季度有望见底回升(20220429)

【川财研究】利君股份（002651）2021 年报和一季报点评：22 年一季度业绩略超预期，疫情管制带来二季度增长的不确定(20220427)

【川财研究】新莱应材（300260）2021 年报和一季报点评：公司业绩持续超预期，半导体业务景气度持续高位(20220426)

【川财研究】沪电股份（002463）2021 年报和一季报点评：21 年业绩低于预期，公司业绩修复程度受 22 年芯片出货量影响(20220426)

【川财研究】锋龙股份（002931）2021 年报和一季报点评：公司毛利率修复情况低于我们预期，疫情制约公司二季度经营发力(20220423)

【川财研究】杭氧股份（002430）2021 年报点评：气体业务稳步发展，装备业务期待石化和氢能发力(20220329)

川财证券

川财证券有限责任公司成立于 1988 年 7 月,前身为经四川省人民政府批准、由四川省财政出资兴办的证券公司,是全国首家由财政国债中介机构整体转制而成的专业证券公司。经过三十余载的变革与成长,现今公司已发展成为由中国华电集团资本控股有限公司、四川省国有资产经营投资管理有限责任公司、四川省水电投资经营集团有限公司等资本和实力雄厚的大型企业共同持股的证券公司。公司一贯秉承诚实守信、专业运作、健康发展的经营理念,矢志服务客户、服务社会,创造了良好的经济效益和社会效益;目前,公司是中国证券业协会、中国国债协会、上海证券交易所、深圳证券交易所、中国银行间市场交易商协会会员。

研究所

川财证券研究所目前下设北京、上海、深圳、成都四个办公区域。团队成员主要来自国内一流学府。致力于为金融机构、企业集团和政府部门提供专业的研究、咨询和调研服务,以及投资综合解决方案。



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明