

证券研究报告 / 公司动态报告

买入

首次覆盖

水火风光并济，股东多次增持彰显发展信心

水电为主火风为辅，火电改造成效显著。公司目前的电源结构以水电为主，火电、风电为辅。截至2020年底，公司在役装机容量1187.91万千瓦，其中，水电装机1022.76万千瓦，占总装机量86.1%；火电、风电装机分别为133万千瓦和32.15万千瓦，占比分别为11.2%和2.7%。公司2020年完成发电量409.23亿千瓦时，同比增长3.97%，水电、火电、风电发电量分别为367.62亿千瓦时、36.8亿千瓦时和4.81亿千瓦时，分别同比增长1.86%、29.4%和12.91%。通过淘汰落后产能、进行节能改造，火力发电实现转型升级。截至2020年上半年，火电供电煤耗305.55克/千瓦时，同比下降2.67克/千瓦时。

水光互补叠加发配售一体化产业链，打造效益新增长点。2021年1月，公司同意由控股子公司大唐岩滩水力发电有限责任公司于广西岩滩镇建设岩滩水光互补光伏发电项目一期，利用岩滩水电站库区下皇湖和常吉沟的河汊水面建设光伏电站，规划装机容量133.22MWp（交流侧为100MW），建成投产后上网电价0.4211元/kWh（含税）。水电的调峰能力可以有效弥补光伏发电的间歇性弱点，水光整体对外供电既降低了光伏并网的难度，也降低了光伏发电的成本。借助公司低成本水电，公司将在电力市场化交易中拥有一定优势。此外，公司通过与广西电网公司联合组建全国首家厂网合资的售电公司，开展市场化购售电业务、投资建设和运营增量配电网等业务，将公司的低成本电力供应优势与电网企业丰富的客户资源相结合，进一步延伸产业链，培育效益新增长点。

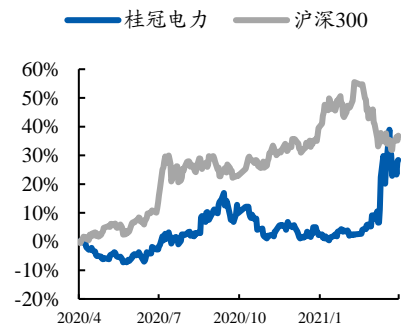
长江电力持续增持，显现公司优质水电资产投资价值。自2018年起，长江电力连续增持公司。长江电力于2018年参股，持股比例为2%；至2019年，持股比例增至5.93%，位列公司第三大股东；至2021年3月1日，持有公司8.93%的股权。长江电力持续增持突显对公司业务发展的认可与信心，预计长江电力未来持股比例将会进一步提升。

投资建议：我们预计2020-2022年公司营业收入为94.51/96.50/98.49亿元，归母净利润为22.27/22.79/23.58亿元，对应PE为19.82/19.37/18.72倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：流域来水不及预期，项目进展不及预期，上网电价大幅降低

股票数据	2021/04/01
6个月目标价(元)	6.59
收盘价(元)	5.60
12个月股价区间(元)	4.18-6.06
总市值(百万元)	44,141.32
总股本(百万股)	7,882
A股(百万股)	7,882
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	25

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	22%	25%	28%
相对收益	27%	28%	-9%

相关报告

- 《水光互补结构化转型，成就优质清洁能源企业》 --20210326
- 《配售电重组初见成效，三峡电入渝降本增利》 --20210326
- 《蛟龙出海，新动能助推水电巨擘》 --20210303

财务摘要(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9,514	9,043	9,451	9,650	9,849
(+/-)%	-1.31%	-4.95%	4.51%	2.11%	2.06%
归属母公司净利润	2,385	2,114	2,227	2,279	2,358
(+/-)%	-3.38%	-11.36%	5.35%	2.32%	3.50%
每股收益(元)	0.30	0.27	0.28	0.29	0.30
市盈率	18.58	18.23	19.82	19.37	18.72
市净率	3.15	2.66	2.78	2.55	2.34
净资产收益率(%)	16.94%	14.57%	14.01%	13.15%	12.51%
股息收益率(%)	4.46%	3.39%	3.57%	3.75%	3.93%
总股本(百万股)	6,063	7,882	7,882	7,882	7,882

证券分析师: 王小勇

执业证书编号: S0550519100002
0755-33975865 wangxiaoy@nesc.cn

研究助理: 岳挺

执业证书编号: S0550120110024
0755-33975865 yueting@nesc.cn

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,863	2,366	2,184	2,231
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	1,000	991	985	978
存货	247	252	257	262
其他流动资产	507	444	480	517
流动资产合计	3,617	4,054	3,907	3,988
可供出售金融资产				
长期投资净额	1,012	1,027	1,044	1,063
固定资产	34,775	34,507	34,922	36,020
无形资产	707	692	679	668
商誉	289	289	289	289
非流动资产合计	40,340	40,476	41,310	42,840
资产总计	43,957	44,530	45,216	46,828
短期借款	4,870	2,101	2,311	3,336
应付款项	1,292	1,165	1,193	1,220
预收款项	1	1	2	3
一年内到期的非流动负债	2,948	1,500	1,300	1,100
流动负债合计	9,923	5,673	5,706	6,569
长期借款	15,838	14,838	13,838	12,838
其他长期负债	1,070	5,208	5,113	5,018
长期负债合计	16,908	20,046	18,951	17,856
负债合计	26,831	25,719	24,657	24,425
归属于母公司股东权益合计	14,513	15,894	17,332	18,854
少数股东权益	2,613	2,917	3,227	3,549
负债和股东权益总计	43,957	44,530	45,216	46,828

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9,043	9,451	9,650	9,849
营业成本	4,597	4,726	4,837	4,948
营业税金及附加	160	161	163	166
资产减值损失	0	0	0	0
销售费用	0	0	0	0
管理费用	385	378	386	404
财务费用	1,108	1,182	1,198	1,158
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	52	57	57	57
营业利润	2,930	3,077	3,144	3,253
营业外收支净额	-33	-28	-28	-28
利润总额	2,896	3,049	3,116	3,225
所得税	498	518	527	545
净利润	2,399	2,531	2,589	2,680
归属于母公司净利润	2,114	2,227	2,279	2,358
少数股东损益	285	304	311	322

现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	2,399	2,531	2,589	2,680
资产减值准备	-55	0	0	0
折旧及摊销	2,377	2,021	1,919	1,819
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	1,132	1,197	1,216	1,175
投资损失	-52	-57	-57	-57
运营资本变动	-416	34	-12	3
其他	36	32	32	32
经营活动净现金流量	5,419	5,759	5,687	5,651
投资活动净现金流量	-741	-1,395	-1,908	-2,421
融资活动净现金流量	-4,964	-3,860	-3,961	-3,184
企业自由现金流	5,373	4,014	3,515	2,944

财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标				
每股收益 (元)	0.27	0.28	0.29	0.30
每股净资产 (元)	1.84	2.02	2.20	2.39
每股经营性现金流量	0.69	0.73	0.72	0.72
成长性指标				
营业收入增长率	-4.9%	4.5%	2.1%	2.1%
净利润增长率	-11.4%	5.3%	2.3%	3.5%
盈利能力指标				
毛利率	49.2%	50.0%	49.9%	49.8%
净利润率	23.4%	23.6%	23.6%	23.9%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	39.22	37.00	36.00	35.00
存货周转率 (次)	19.60	19.50	19.40	19.30
偿债能力指标				
资产负债率	61.0%	57.8%	54.5%	52.2%
流动比率	0.36	0.71	0.68	0.61
速动比率	0.31	0.63	0.59	0.52
费用率指标				
销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用率	4.3%	4.0%	4.0%	4.1%
财务费用率	12.2%	12.5%	12.4%	11.8%
分红指标				
分红比例	70.8%	70.8%	72.6%	73.5%
股息收益率	3.4%	3.6%	3.8%	3.9%
估值指标				
P/E (倍)	18.23	19.82	19.37	18.72
P/B (倍)	2.66	2.78	2.55	2.34
P/S (倍)	4.88	4.67	4.57	4.48
净资产收益率	14.6%	14.0%	13.1%	12.5%

资料来源：东北证券

分析师简介:

王小勇：重庆大学技术经济及管理硕士，四川大学水利水电建筑工程本科，现任东北证券建筑建材行业首席分析师。曾任厦门经济特区房地产开发公司、深圳尺度房地产顾问、东莞中惠房地产集团等公司投资分析之职，先后在招商证券、民生证券、新时代证券等研究所担任首席分析师。4年房地产行业工作经验，2007年以来具有13年证券研究从业经历，善于把握周期行业发展脉络，视野开阔，见解独到，多次在新财富、金牛奖、水晶球及其他各种卖方评比中入围及上榜。

岳挺：美国宾夕法尼亚大学 PhD，清华大学能源与动力工程本科，CFA 持证人，现任东北证券电力环保组组长。曾任工业和信息化部中国电子信息产业发展研究院研究员。具有法律职业资格，享受深圳市海外高层次人才（孔雀计划）奖励补贴。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15% 以上。	投资评级中所涉及的市场基准： A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5% 至 5% 之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15% 以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区三里河东路五号中商大厦 4 层	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
周之斌	021-20361111	18054655039	zhouzb@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
赵丽明	010-58034553	13520326303	zhaolm@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouying1@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozy@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
张翰波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
姜青豆	0755-33975865	18561578188	jiangqd@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-20361229	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-20361229	19512216027	wangtg@nesc.cn