

上期，完成了A股电力行业公司的第1期分析（[A股电力公司，哪些股票值得跟踪（第1期）](#)）

申万行业中的一级行业“公用事业”中有2个二级行业，分别是电力、燃气。而在“电力”中，又分为7个三级行业，分别是火力发电、水力发电、热力服务、光伏发电、风力发电、核力发电、其他能源发电、电能综合服务。

今天来看电力中的水力发电行业。

行业中一共有10家公司。

还是以净资产收益率为分析起点，根据
 $\text{净资产收益率} = \text{销售净利率（盈利能力）} * \text{总资产周转率（运营效率）} * \text{权益乘数（财务杠杆）}$
 进行公司综合能力的分析。
 由于权益乘数与资产负债率之间有关系，即权益乘数 = $1 / (1 - \text{资产负债率})$ 。
 而资产负债率更容易理解，因此用资产负债率代替权益乘数来进行财务杠杆的分析。

1、净资产收益率

水力发电公司的净资产收益率如下：

销售净利率	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
韶能股份	13	9	9	4	1	——
湖南发展	32	28	53	31	25	16
甘肃能源	13	22	21	23	16	17
闽东电力	2	-71	15	-22	20	25
黔源电力	22	23	21	27	21	29
华能水电	18	39	29	27	31	——
桂冠电力	32	28	27	28	19	——
川投能源	413	418	356	311	248	——
国投电力	21	20	21	25	12	——

可以看出，多数公司的盈利能力处于较高水平，销售净利率15%以上的居多。

下面一一分析。

韶能股份

的盈利能力在本行业中垫底，与2017年、2018年相比较而言，2021年和2020年业绩下降的主要原因是毛利率下滑，在同样水平的营业收入中，营业成本大幅增加。

湖南发展、甘肃能源

在本行业中比较来看，均处于中等水平，如果放在整个A股，已经算比较高的盈利能力了。

闽东电力

2020年亏损的原因是收入在当年大幅下滑，2018年亏损是由于有一笔较大的投资损失，闽东电力的收入已经在2021年和2022年有大幅增长。因此整体来看，值得关注。

黔源电力、华能水电的表现一直比较稳定，且处于较高水平。

桂冠电力

2021年销售净利率大幅下降的原因是收入有小幅下降的同时，营业成本上升。而根据年度报告，营业成本上升是由于多重因素叠加影响，由于桂冠电力同时还有火电业务，因此受到2021年燃煤成本大幅上升的影响（[我们上一期分析过火电](#)）。

600674 川投能源							
最新价: 13.36	涨跌: 0.00	涨跌幅: 0.00%	换手: 0.12%	总手: 54498	金额: 7271.83万		
操盘必读	股东研究	经营分析	核心题材	资讯公告	公司大事	公司概况	同行比较
盈利预测	研究报告	财务分析	分红融资	股本结构	公司高管	资本运作	关联个股
主要指标 杜邦分析 资产负债表 利润表 现金流量表 百分比报表							
报告期	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016
其他经营收益							
加: 投资收益	31.88亿	17.68亿	6.75亿	33.35亿	29.00亿		
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	31.19亿	17.17亿	6.69亿	32.40亿	28.26亿		
资产处置收益	109.27万	3,766万	1,513万	23.62万	23.62万		
资产减值损失(减)	146.77万	-154.97万	-	-499.6万	-		
信用减值损失(减)	346.0万	376.77万	846.4万	1190万	28.77万		
其他收益	384.9万	300.2万	73.10万	1072万	1012万		
营业利润	29.72亿	15.79亿	3.576亿	31.87亿	28.59亿		
加: 营业外收入	300.17万	14.42万	4364	177.3万	28.17万		
减: 营业外支出	25.97万	13.49万	9837	388.7万	59.46万		

从年度报告和审计报告来看，公司持有雅砻江水电48%的股权，没有并表，因此雅砻江水电的收益计入公司的投资收益。

2021年，电煤供需阶段性失衡，煤炭价格创历史新高，煤电企业全面亏损。2021年，全国原煤产量同比增长4.7%。3-9月各月原煤产量接近零增长或负增长，四季度原煤产量增速明显回升，电煤供应紧张局势得到缓解。全年进口煤炭3.2亿吨，同比增长6.6%。煤炭供应紧张导致电煤价格屡创历史新高。由于电煤价格的非理性上涨，燃料成本大幅上涨，煤电企业和热电联产企业持续大幅亏损。根据中国电力企业联合会大致测算，2021年因电煤价格上涨导致全国煤电企业电煤采购成本额外增加6000亿元左右。8月以来大型发电集团煤电板块整体亏损，8-11月

不考虑川投能源的特殊情况，长江电力的销售净利率最高，这主要是由于长江电力的毛利率显著高于其他水力发电企业。

从行业整体来看，行业内公司盈利水平都比较高。

3、总资产周转率（运营效率）

资产负债率	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
韶能股份	48.29	51.95	54.39	60.08	61.23	——
湖南发展	6.85	7.03	5.80	7.22	6.14	5.10
甘肃能源	69.50	67.62	62.41	60.63	54.47	57.07
闽东电力	47.87	49.82	46.07	53.37	51.97	48.86
黔源电力	74.11	71.47	67.66	66.18	65.84	61.72
华能水电	75.59	72.81	66.11	61.42	58.78	——
桂冠电力	59.26	63.88	61.04	56.77	55.69	——
川投能源	21.09	21.12	26.16	28.00	33.38	——
国投电力	70.85	68.20	66.89	63.92	63.52	——

从财务杠杆来看，本行业整体财务杠杆较高。但不及我们上期分析的火电行业。

韶能股份、黔源电力、国投电力均处于较高水平。

湖南发展、川投能源处于较低水平。

其余公司处于中等水平。

5、综合评价

总体分析下来，水力发电行业中的公司，从价值投资角度来看，多数公司盈利能力较好。

对于韶能股份，盈利能力太差，不值得关注。

对于湖南发展、甘肃能源，虽然盈利能力尚可，但运营效率中等偏下，财务杠杆中等（其中湖南发展财务杠杆较低），导致整体表现较差。不值得关注。

对于闽东电力，盈利能力已经有较大改善，而运营效率中等偏上，财务杠杆水平中等，因此整体来看，值得下一步继续研究。

对于黔源电力、华能水电、桂冠电力、国投电力，盈利能力较好（2021年桂冠电力和国投电力受到火电业务的拖累），财务杠杆水平中等（黔源电力和国投电力偏高），值得关注。但需要注意黔源电力和国投电力的高财务杠杆风险。

川投能源比较特殊，销售净利率畸高且总资产周转率极低，同时财务杠杆水平较低，前面说到了其特殊模式主要是由于雅砻江水电没有控股，整体来看，并不是负债驱动型，净资产收益率表现也较好，值得关注。

长江电力是典型的优等生，盈利好，效率中等偏上，杠杆低，

本期分析的10家公司中，表现比较好的是黔源电力、川投能源、国投电力、长江电力，值得下一步研究。

其次是闽东电力、华能水电、桂冠电力，也相当不错。

湖南发展、甘肃能源、韶能股份，表现很差，不值得下一步分析。

综上所述，可以对上面的公司做一个简单的排名，投资价值由高到低为：

长江电力>川投能源、黔源电力（财务风险较高）、国投电力（财务风险较高）、闽东电力、华能水电、桂冠电力>湖南发展、甘肃能源、韶能股份

其中，后3家在本行业中来看，不具有投资价值。中间的6家也相当不错，值得关注。

最好的是长江电力，负债低，盈利高。我们来看长江电力的股价，