

国投电力 (600886.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

电价上涨弥补来水偏枯，火电改善绿电放量

业绩简评

8月29日晚间公司发布23年半年报，1H23实现营收263.7亿元，同比+16.2%；实现归母净利33.4亿元，同比+42.1%。2Q23实现营收131.1亿元，同比+12.5%；实现归母净利17.2亿元，同比+31.5%。

经营分析

水电：2023 来水转枯致使电量下滑，2H23 有望改善。 1) 量：两河口电站所有机组于3M22投产完毕，装机容量扩张对发电增量的贡献在进入2Q23后消退，来水情况成为影响公司水电发电量的关键因素。2023 来水转枯及去年同期来水偏丰的基数效应影响下，1H23 上网电量391亿千瓦时，同比-8.3%；2Q23 上网电量159亿千瓦时，同比-35.4%。2) 价：电力供需偏紧+市场电价上浮+锦官送苏电价上涨，1H23 上网电价0.312元/千瓦时，同比+9.4%；2Q23 上网电价0.322元/千瓦时，同比+14.7%；其中雅砻江水电电价涨幅最大。电价上涨弥补电量下降，1H23 雅砻江水电净利润同比+24.7%。

火电：煤价下行周期量价齐升，23 年业绩弹性持续向上。 1) 量：宏观经济复苏，1H23 上网电量258亿千瓦时，同比+26.6%；水电缺位+公司火电机组所在地区电力供需偏紧，2Q23 上网电量137亿千瓦时，同比+51.1%。2) 价：煤价有所回落但仍处历史高位+电力供需总体偏紧，1H23 上网电价0.472元/千瓦时，同比+0.0%；1Q23 上网电价环比持平，同比+0.3%。电价下行滞后于市场煤价下行，点价价差扩大带来火电业绩修复，为公司业绩贡献向上弹性。

绿电：水风光一体化布局稳步推进，23 年风光装机放量可期。 公司践行水风光一体化布局，拓展绿电打造第二成长曲线。水光互补的百万千瓦级柯拉光伏电站计划于年内投产，1H23 公司已新增风光装机83万千瓦。装机放量推动下，2023 公司风光上网电量24亿千瓦时，同比+32.5%。虽然平价上网项目增加和市场化交易占比扩大致使2023 风、光上网电价分别同比-10.3%、-17.8%，但以量换价有望维持新能源板块业绩增长，为公司的成长性持续注入动力。

盈利预测、估值与评级

2H23 来水修复、煤价下行、风光装机放量，公司业绩有望迎来高增。我们预计公司2023~2025 年分别实现归母净利润61.2/73.3/78.4 亿元，EPS 分别为0.82/0.98/1.05 元，公司股票现价对应 PE 估值分别为15 倍、13 倍和12 倍，维持“买入”评级。

风险提示

来水情况、煤价下行、用电需求、新能源装机不及预期风险；电价波动风险等。

石油化工组

分析师：许隽逸 (执业 S1130519040001)

xujunyi@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：11.79 元

相关报告：

- 《来水偏枯无量价齐升，火电电价涨超预期-国投电力三季报点评》，2022.10.29
- 《来水偏丰拉动业绩增长，两河口调度价值初显-国投电力22H1 中...》，2022.8.31
- 《高煤价影响短期业绩，电源结构优化未来可期-国投电力2021 年...》，2022.4.29



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	43,682	50,489	54,969	60,545	63,970
营业收入增长率	11.09%	15.58%	8.87%	10.14%	5.66%
归母净利润(百万元)	2,437	4,079	6,118.2	7,326.1	7,840
归母净利润增长率	-55.82%	67.40%	49.98%	19.74%	7.01%
摊薄每股收益(元)	0.327	0.547	0.821	0.983	1.052
每股经营性现金流净额	1.96	2.95	3.10	4.05	4.21
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.74%	7.48%	10.30%	11.20%	10.93%
P/E	35.09	19.79	15.36	12.83	11.99
P/B	1.66	1.48	1.58	1.44	1.31

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	39,320	43,682	50,489	54,969	60,545	63,970
增长率		11.1%	15.6%	8.9%	10.1%	5.7%
主营业务成本	-21,679	-30,901	-34,311	-32,395	-35,443	-37,718
%销售收入	55.1%	70.7%	68.0%	58.9%	58.5%	59.0%
毛利	17,641	12,780	16,178	22,574	25,102	26,252
%销售收入	44.9%	29.3%	32.0%	41.1%	41.5%	41.0%
营业税金及附加	-947	-942	-971	-934	-1,029	-1,087
%销售收入	2.4%	2.2%	1.9%	1.7%	1.7%	1.7%
销售费用	-28	-29	-37	-38	-42	-45
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-1,695	-1,306	-1,480	-1,484	-1,635	-1,727
%销售收入	4.3%	3.0%	2.9%	2.7%	2.7%	2.7%
研发费用	-38	-31	-40	-89	-98	-103
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
息税前利润 (EBIT)	14,933	10,471	13,650	20,028	22,298	23,289
%销售收入	38.0%	24.0%	27.0%	36.4%	36.8%	36.4%
财务费用	-4,194	-4,291	-4,655	-4,382	-3,994	-3,744
%销售收入	10.7%	9.8%	9.2%	8.0%	6.6%	5.9%
资产减值损失	-578	-440	-63	-200	-200	-200
公允价值变动收益	1	119	22	25	0	0
投资收益	1,349	102	273	800	900	1,000
%税前利润	11.5%	1.6%	2.9%	4.8%	4.7%	4.8%
营业利润	11,606	6,414	9,412	16,486	19,219	20,561
营业利润率	29.5%	14.7%	18.6%	30.0%	31.7%	32.1%
营业外收支	104	135	21	50	60	70
税前利润	11,710	6,549	9,433	16,536	19,279	20,631
利润率	29.8%	15.0%	18.7%	30.1%	31.8%	32.3%
所得税	-1,933	-1,374	-1,753	-2,976	-3,470	-3,714
所得税率	16.5%	21.0%	18.6%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	9,776	5,176	7,680	13,559	15,809	16,917
少数股东损益	4,261	2,739	3,601	7,441	8,483	9,078
归属于母公司的净利润	5,516	2,437	4,079	6,118	7,326	7,840
净利率	14.0%	5.6%	8.1%	11.1%	12.1%	12.3%

现金流量表 (人民币百万元)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	9,776	5,176	7,680	13,559	15,809	16,917
少数股东损益	4,261	2,739	3,601	7,441	8,483	9,078
非现金支出	7,818	9,065	9,732	9,788	10,056	10,541
非经营收益	2,665	3,946	4,392	4,038	3,583	3,330
营运资金变动	484	-3,555	160	-4,247	708	583
经营活动现金净流	20,743	14,631	21,964	23,138	30,156	31,371
资本开支	-10,188	-9,242	-15,177	1,329	-13,348	-20,354
投资	-842	-647	-980	-349	0	0
其他	789	801	468	-485	900	1,000
投资活动现金净流	-10,242	-9,088	-15,689	494	-12,448	-19,354
股权募资	4,020	8,691	2,530	0	0	0
债权募资	-2,656	-4,111	3,170	-4,556	-4,000	-3,500
其他	-10,673	-10,982	-9,274	-5,948	-5,900	-5,905
筹资活动现金净流	-9,310	-6,401	-3,574	-10,504	-9,900	-9,405
现金净流量	1,105	-893	2,726	13,128	7,808	2,611

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	9,690	8,887	11,639	24,630	32,341	34,884
应收款项	8,006	10,237	9,814	11,385	12,540	13,249
存货	955	1,270	1,217	1,243	1,359	1,447
其他流动资产	2,180	1,304	652	980	1,008	1,028
流动资产	20,831	21,697	23,322	38,237	47,248	50,608
%总资产	9.1%	9.0%	9.0%	14.5%	17.1%	17.5%
长期投资	11,300	13,157	15,109	16,744	16,744	16,744
固定资产	189,577	195,500	206,819	197,459	200,636	210,333
%总资产	82.8%	81.0%	80.1%	74.9%	72.7%	72.7%
无形资产	4,942	5,868	5,928	6,196	6,419	6,652
非流动资产	208,079	219,673	234,933	225,472	228,839	238,738
%总资产	90.9%	91.0%	91.0%	85.5%	82.9%	82.5%
资产总计	228,909	241,370	258,254	263,709	276,087	289,345
短期借款	22,793	18,522	21,748	10,497	10,497	10,497
应付款项	9,728	14,778	21,513	17,371	19,010	20,225
其他流动负债	3,532	4,687	1,501	3,205	3,562	3,740
流动负债	36,053	37,987	44,762	31,073	33,069	34,462
长期贷款	103,441	104,016	106,364	116,364	114,364	112,364
其他长期负债	6,830	11,306	13,504	10,299	8,214	6,652
负债	146,324	153,309	164,630	157,736	155,647	153,479
普通股股东权益	47,227	51,456	54,517	59,424	65,408	71,757
其中：股本	6,966	7,454	7,454	7,454	7,454	7,454
未分配利润	24,431	24,404	26,820	31,746	37,730	44,079
少数股东权益	35,359	36,604	39,108	46,549	55,032	64,109
负债股东权益合计	228,909	241,370	258,254	263,709	276,087	289,345

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.792	0.327	0.547	0.821	0.983	1.052
每股净资产	6.780	6.903	7.314	7.972	8.775	9.626
每股经营现金净流	2.978	1.963	2.946	3.104	4.046	4.208
每股股利	0.245	0.280	0.164	0.160	0.180	0.200
回报率						
净资产收益率	11.68%	4.74%	7.48%	10.30%	11.20%	10.93%
总资产收益率	2.41%	1.01%	1.58%	2.32%	2.65%	2.71%
投入资本收益率	5.82%	3.76%	4.77%	6.80%	7.26%	7.24%
增长率						
主营业务收入增长率	-7.34%	11.09%	15.58%	8.87%	10.14%	5.66%
EBIT 增长率	5.15%	-29.88%	30.36%	46.73%	11.33%	4.45%
净利润增长率	15.99%	-55.82%	67.40%	49.98%	19.74%	7.01%
总资产增长率	1.86%	5.44%	7.00%	2.11%	4.69%	4.80%
资产管理能力						
应收账款周转天数	55.8	69.5	67.1	70.0	70.0	70.0
存货周转天数	17.8	13.1	13.2	14.0	14.0	14.0
应付账款周转天数	51.1	39.4	40.9	41.0	41.0	41.0
固定资产周转天数	1,245.2	1,539.8	1,406.0	1,235.9	1,124.3	1,063.6
偿债能力						
净负债/股东权益	146.30%	139.14%	135.92%	103.78%	81.59%	67.88%
EBIT 利息保障倍数	3.6	2.4	2.9	4.6	5.6	6.2
资产负债率	63.92%	63.52%	63.75%	59.81%	56.38%	53.04%

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

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-11-03	买入	10.24	12.63~12.63
2	2022-04-29	买入	9.51	N/A
3	2022-08-31	买入	10.96	N/A
4	2022-10-29	买入	10.10	N/A

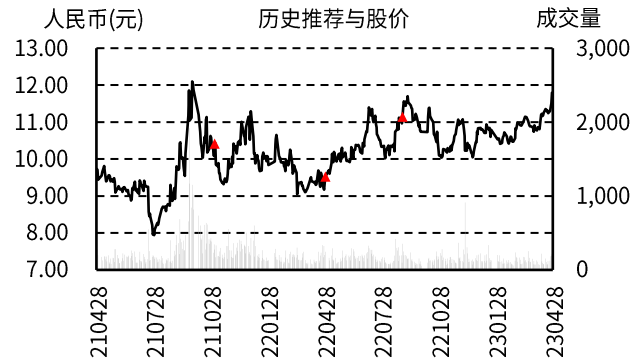
来源：国金证券研究所

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



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。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
紫竹国际大厦7楼		嘉里建设广场T3-2402