

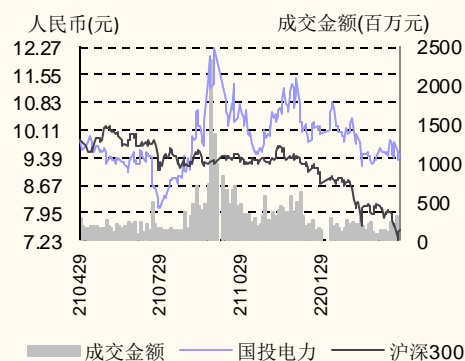
国投电力 (600886.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 9.51 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	74.54
已上市流通 A 股(亿股)	69.66
总市值(亿元)	708.89
年内股价最高最低(元)	12.29/8.06
沪深 300 指数	3921
上证指数	2975



高煤价影响短期业绩，电源结构优化未来可期

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	39,320	43,682	49,027.39	50,988.48	53,028.02
营业收入增长率	-7.34%	11.09%	12.24%	4.00%	4.00%
归母净利润(百万元)	5,516	2,437	6,645	7,263	7,618
归母净利润增长率	15.99%	-55.82%	172.68%	9.30%	4.88%
摊薄每股收益(元)	0.792	0.327	0.891	0.974	1.022
每股经营性现金流净额	2.89	1.90	2.78	3.71	3.85
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.68%	4.74%	15.77%	17.32%	18.09%
P/E	10.91	35.09	10.67	9.76	9.31
P/B	1.27	1.66	1.68	1.69	1.68

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司于 4 月 28 日发布 2021 年度报告及 2022 年一季报。公司 2021 年实现营业收入 436.82 亿元，同比增加 11.09%，实现归母净利润 24.37 亿元，同比减少 55.82%，扣非后归母净利润 21.71 亿元，同比减少 54.53%；2022Q1 实现营业收入 110.42 亿元，同比增加 20.1%，实现归母净利润 10.38 亿元，同比减少 14.91%。

经营分析

- 高煤价导致火电板块亏损，预计煤电调价后业绩修复：**2021 年公司营收同比增加而业绩下降，主要原因系：1) 用电需求景气，电力业务量价齐涨。控股机组上网电量 1494.51 亿千瓦时，同比增加 3.47%，平均上网电价 0.319 元/千瓦时，同比增加 5.98%。2) 来水偏枯，水、火发电量同比分别减少 0.22%、增加 7.03%。动力煤价格高企，发电成本倒挂，火电子公司普遍亏损。受上述因素影响，公司毛利率为 29.26%，同比下降 15.61pcts。发改委调控电煤价格措施陆续落地，煤电上网电价上涨，动力煤价格回落，预计火电板块业绩将修复。2022Q1 公司毛利率为 35.47%，环比有所回升。
- 两河口、杨房沟水电站投产，清洁能源占比提升助力毛利优化：**两杨水电站 10 台机组共计 450 万千瓦于 22 年 3 月投产完毕，风光新增装机容量 40.1 万千瓦，清洁能源装机占比 67.2%，同比增加 4.53pcts。电源结构优化有助于降低火电业绩的不确定性影响，发挥清洁能源发电边际成本低的优势，提升公司盈利能力。

投资建议

- 预计公司 2022-2024 年分别实现归母净利润 66.5/72.6/76.2 亿元，EPS 分别为 0.89/0.97/1.02 元，对应 PE 分别为 11/10/9 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 来水偏枯，动力煤价格维持高位，用电需求不及预期，上网电价涨幅不及预期，新水电站建设成本超预期等。

相关报告

- 《雅砻江中游开启水电新周期，火电低谷已过-国投电力深度报告》，2021.11.3

许隽逸 分析师 SAC 执业编号: S1130519040001
xujunyi@gjzq.com.cn

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)							
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
主营业务收入	42,433	39,320	43,682	49,027	50,988	53,028	货币资金	8,436	9,690	8,887	9,841	7,626	6,586	
增长率		-7.3%	11.1%	12.2%	4.0%	4.0%	应收账款	5,769	8,006	10,237	9,014	9,375	9,750	
主营业务成本	-25,852	-21,679	-30,901	-29,420	-30,393	-31,609	存货	1,159	955	1,270	1,370	1,416	1,472	
%销售收入	60.9%	55.1%	70.7%	60.0%	59.6%	59.6%	其他流动资产	9,570	2,180	1,304	1,594	1,538	1,543	
毛利	16,582	17,641	12,780	19,607	20,595	21,419	流动资产	24,934	20,831	21,697	21,820	19,955	19,351	
%销售收入	39.1%	44.9%	29.3%	40.0%	40.4%	40.4%	%总资产	11.1%	9.1%	9.0%	9.0%	8.0%	7.4%	
营业税金及附加	-947	-947	-942	-1,133	-1,178	-1,225	长期投资	10,431	11,300	13,157	11,557	11,757	11,857	
%销售收入	2.2%	2.4%	2.2%	2.3%	2.3%	2.3%	固定资产	182,078	189,577	195,500	203,012	211,973	223,359	
销售费用	-31	-28	-29	-34	-36	-37	%总资产	81.0%	82.8%	81.0%	83.6%	84.7%	85.5%	
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	无形资产	5,356	4,942	5,868	6,006	6,179	6,359	
管理费用	-1,367	-1,695	-1,306	-1,647	-1,836	-1,962	非流动资产	199,788	208,079	219,673	220,970	230,284	241,932	
%销售收入	3.2%	4.3%	3.0%	3.4%	3.6%	3.7%	%总资产	88.9%	90.9%	91.0%	91.0%	92.0%	92.6%	
研发费用	-35	-38	-31	-34	-41	-53	资产总计	224,722	228,909	241,370	242,790	250,240	261,283	
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	短期借款	16,600	22,793	18,522	34,007	26,384	12,813	
息税前利润 (EBIT)	14,202	14,933	10,471	16,759	17,505	18,142	应付款项	9,403	9,728	14,778	11,999	12,431	12,945	
%销售收入	33.5%	38.0%	24.0%	34.2%	34.3%	34.2%	其他流动负债	8,217	3,532	4,687	1,402	1,495	1,561	
财务费用	-4,779	-4,194	-4,291	-5,806	-5,669	-5,746	流动负债	34,220	36,053	37,987	47,409	40,310	27,318	
%销售收入	11.3%	10.7%	9.8%	11.8%	11.1%	10.8%	长期贷款	110,295	103,441	104,016	104,016	114,016	134,016	
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	5,812	6,830	11,306	9,929	11,859	12,810	
公允价值变动收益	9	1	119	0	0	0	负债	150,327	146,324	153,309	161,354	166,185	174,144	
投资收益	1,046	1,349	102	102	105	110	普通股股东权益	40,383	47,227	51,456	42,132	41,941	42,105	
%税前利润	10.1%	11.5%	1.6%	0.9%	0.9%	0.9%	其中：股本	6,786	6,966	7,454	7,454	7,454	7,454	
营业利润	10,237	11,606	6,414	11,295	12,181	12,746	未分配利润	21,179	24,431	24,404	23,595	23,404	23,568	
营业利润率	24.1%	29.5%	14.7%	23.0%	23.9%	24.0%	少数股东权益	34,012	35,359	36,604	39,304	42,114	45,034	
营业外收支	80	104	135	101	103	105	负债股东权益合计	224,722	228,909	241,370	242,790	250,240	261,283	
税前利润	10,317	11,710	6,549	11,396	12,284	12,851	比率分析		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
利润率	24.3%	29.8%	15.0%	23.2%	24.1%	24.2%	每股指标							
所得税	-1,586	-1,933	-1,374	-2,051	-2,211	-2,313	每股收益	0.701	0.792	0.327	0.891	0.974	1.022	
所得税率	15.4%	16.5%	21.0%	18.0%	18.0%	18.0%	每股净资产	5.951	6.780	6.903	5.652	5.627	5.648	
净利润	8,731	9,776	5,176	9,345	10,073	10,538	每股经营现金净流	2.950	2.895	1.899	2.780	3.713	3.854	
少数股东损益	3,976	4,261	2,739	2,700	2,810	2,920	每股股利	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000	
归属于母公司的净利润	4,755	5,516	2,437	6,645	7,263	7,618	回报率							
净利率	11.2%	14.0%	5.6%	13.6%	14.2%	14.4%	净资产收益率	11.78%	11.68%	4.74%	15.77%	17.32%	18.09%	
							总资产收益率	2.12%	2.41%	1.01%	2.74%	2.90%	2.92%	
							投入资本收益率	5.84%	5.82%	3.76%	6.02%	6.10%	6.05%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	3.47%	-7.34%	11.09%	12.24%	4.00%	4.00%	
							EBIT增长率	-1.35%	5.15%	-29.88%	60.05%	4.45%	3.64%	
							净利润增长率	8.97%	15.99%	-55.82%	172.68%	9.30%	4.88%	
							总资产增长率	1.82%	1.86%	5.44%	0.59%	3.07%	4.41%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	43.9	55.8	69.5	60.0	60.0	60.0	
							存货周转天数	18.9	17.8	13.1	17.0	17.0	17.0	
							应付账款周转天数	54.2	51.1	39.4	45.0	45.0	45.0	
							固定资产周转天数	1,146.5	1,245.2	1,539.8	1,383.1	1,336.8	1,295.0	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	164.12%	146.30%	139.14%	168.31%	170.90%	174.57%	
							EBIT利息保障倍数	3.0	3.6	2.4	2.9	3.1	3.2	
							资产负债率	66.89%	63.92%	63.52%	66.46%	66.41%	66.65%	

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	0	8	14	18	42
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.05	1.00

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	2020-05-06	买入	7.69	N/A
2	2020-08-23	买入	9.14	N/A
3	2021-11-03	买入	10.24	12.63 ~ 12.63

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。

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