

国投电力 (600886)

证券研究报告

2022年09月02日

H1 水电发力支撑业绩，H2 火电盈利有望修复

事件:

公司公布 2022 年半年报。上半年公司实现营业收入 226.94 亿元，同比+17.58%；实现归属于上市公司股东的净利润 23.48 亿元，同比+0.3%。

点评

水电：量价齐升助力雅砻江水电 22 年 H1 业绩高增

量的层面，2022 年上半年雅砻江水电完成发电量 372.83 亿千瓦时，同比增长 29.56%，主要受益于发电机组规模的增加以及上半年雅砻江流域来水偏丰。**装机规模方面**，两河口电站（300 万千瓦）、杨房沟电站（150 万千瓦）于 2022 年上半年实现全部机组投运；**来水方面**，出库流量表征发电能力，上半年雅砻江下游二滩和锦屏一级出库流量分别同比增长 83.42%/16.59%；二滩、锦屏一级、锦屏二级、官地及桐子林电站上半年分别实现发电量 75.03、76.12、109.61、53.91、11.05 亿千瓦时，同比分别增长 5.38%、17.08%、13.56%、21.59%、3.12%。**电价层面**，上半年雅砻江水电平均上网电价为 0.296 元/千瓦时，同比上升 1.87%。量价齐升带动雅砻江水电上半年实现净利润 34.4 亿，同比增加 25.89%。

火电：上半年电量与成本双承压，下半年盈利有望修复

发电量方面，根据中电联数据，全国今年上半年水电发电量同比增长 20.3%，火电发电量同比下降 3.9%；公司层面水电发电量同比增长 25.54%但是火电发电量同比减少 22.31%。**成本方面**，根据中国电力企业联合会报告，今年以来煤电企业采购的电煤综合价持续高于基准价上限，大型发电集团到场标煤单价同比上涨 34.5%。在电量和成本的双重压力下，上半年公司火电板块主要子公司一共亏损 4.81 亿元，其中除国投钦州实现 0.3 亿元左右的盈利外，国投津能、国投涪洲湾、华夏电力分别亏损 2.9、1.7 和 0.54 亿元。展望下半年，我们认为火电板块盈利有望修复。首先从电量端看，由于汛期四川主要流域来水偏枯的影响导致水电出力大幅减少，1-7 月火电发电量同比降幅已经由上半年的 -3.9% 缩窄至 -2.5%；**收入端来看**，电价市场化改革推进，公司上半年火电平均上网电价同比增长 26.85%。我们预计后期各省份电力市场化交易电价上涨幅度或将持续维持高位；**成本端**，煤价管控政策频出。7 月 1 日，国家发改委召开涉煤视频会议，提出严格落实三个 100%（签约率、履约率、价格政策执行）。未来随着政策的逐步落地，火电业务盈利能力有望回归合理的水平。

新能源：装机目标明确，推进速度稳健

截至今年 6 月底，公司清洁能源装机占比已投产控股装机容量的 67.83%，其中风电、光伏装机规模稳中有升，已达 377.25 万千瓦，占总装机的 10.21%。公司提出十四五末清洁能源装机 3600 万千瓦，22-25 年清洁能源规划装机规模有望达到 1166.3 万千瓦，成长属性逐渐凸显。

盈利预测与估值：预计 22-24 年公司归母净利 60/68.7/75.1 亿，对应 PE 为 13.9/12.1/11.1 倍，维持“买入”评级。

风险提示：电力需求降低；来水少导致发电量下降、电价下行等

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	39,320.36	43,681.75	53,269.75	55,417.78	57,858.72
增长率(%)	(7.34)	11.09	21.95	4.03	4.40
EBITDA(百万元)	24,000.88	19,599.16	29,360.80	31,427.71	33,114.16
归属母公司净利润(百万元)	5,515.63	2,436.89	6,000.49	6,865.28	7,509.45
增长率(%)	15.99	(55.82)	146.24	14.41	9.38
EPS(元/股)	0.74	0.33	0.80	0.92	1.01
市盈率(P/E)	15.07	34.11	13.85	12.11	11.07
市净率(P/B)	1.76	1.62	1.52	1.41	1.31
市销率(P/S)	2.11	1.90	1.56	1.50	1.44
EV/EBITDA	8.86	12.02	7.71	6.88	6.22

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	公用事业/电力
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	11.38 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	7,454.18
流通 A 股股本(百万股)	6,965.87
A 股总市值(百万元)	84,828.57
流通 A 股市值(百万元)	79,271.64
每股净资产(元)	6.31
资产负债率(%)	63.69
一年内最高/最低(元)	13.02/9.04

作者

郭丽丽	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520030001	
guolili@tfzq.com	
赵阳	联系人
zhaoyanga@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《国投电力-年报点评报告:两杨全面投产业绩逐渐释放，风光建设提速增长动能切换》2022-05-03
- 《国投电力-季报点评:高煤价致业绩承压，两杨陆续投产未来成长可期》2021-11-01
- 《国投电力-半年报点评:高煤价下利润短期承压，成长属性持续凸显》2021-08-31

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	9,689.94	8,886.55	4,261.58	4,433.42	4,628.70
应收票据及应收账款	7,345.31	9,667.83	7,717.36	11,505.45	8,990.26
预付账款	105.81	424.33	171.60	397.51	194.75
存货	954.78	1,269.92	1,734.26	1,072.90	1,693.67
其他	2,734.87	1,447.27	2,394.92	2,071.35	2,192.66
流动资产合计	20,830.70	21,695.90	16,279.71	19,480.63	17,700.04
长期股权投资	9,936.75	9,337.64	9,337.64	9,337.64	9,337.64
固定资产	134,140.16	184,275.44	181,049.83	176,700.55	171,587.06
在建工程	55,436.41	11,224.88	9,134.93	7,880.96	7,128.58
无形资产	4,759.34	5,616.33	5,227.03	4,837.72	4,448.42
其他	3,806.01	9,218.41	6,530.38	6,504.07	6,477.76
非流动资产合计	208,078.67	219,672.71	211,279.81	205,260.94	198,979.45
资产总计	228,909.37	241,369.53	227,559.52	224,741.57	216,679.49
短期借款	7,233.51	8,590.71	20,133.82	26,009.81	35,627.67
应付票据及应付账款	3,288.48	4,732.28	5,239.20	4,191.76	5,258.03
其他	25,531.22	24,658.98	21,351.98	26,690.23	22,089.72
流动负债合计	36,053.21	37,981.97	46,725.01	56,891.81	62,975.41
长期借款	103,441.14	104,016.10	78,137.13	56,120.20	32,496.69
应付债券	5,321.99	8,991.23	6,269.39	6,860.87	7,373.83
其他	1,507.68	2,314.97	1,713.29	1,845.32	1,957.86
非流动负债合计	110,270.81	115,322.30	86,119.81	64,826.39	41,828.38
负债合计	146,324.02	153,309.35	132,844.82	121,718.20	104,803.79
少数股东权益	35,358.70	36,604.18	40,104.65	43,890.91	48,278.11
股本	6,965.87	7,454.18	7,454.18	7,454.18	7,454.18
资本公积	7,762.08	10,950.14	10,950.14	10,950.14	10,950.14
留存收益	26,908.94	27,219.26	31,112.52	35,223.01	39,716.35
其他	5,589.76	5,832.41	5,093.21	5,505.13	5,476.92
股东权益合计	82,585.35	88,060.18	94,714.70	103,023.37	111,875.70
负债和股东权益总计	228,909.37	241,369.53	227,559.52	224,741.57	216,679.49

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	9,776.18	5,175.67	6,000.49	6,865.28	7,509.45
折旧摊销	7,240.27	8,585.23	10,204.86	10,492.56	10,755.18
财务费用	4,219.52	4,370.34	4,049.10	3,483.90	2,887.46
投资损失	(1,348.83)	(101.98)	(1,100.00)	(800.00)	(800.00)
营运资金变动	2,561.21	(6,692.13)	663.11	(539.78)	(309.56)
其它	(1,705.15)	3,294.25	5,953.79	6,260.71	7,187.88
经营活动现金流	20,743.22	14,631.39	25,771.35	25,762.67	27,230.41
资本支出	14,288.62	14,038.61	5,101.68	4,367.98	4,387.46
长期投资	229.47	(599.11)	0.00	0.00	0.00
其他	(24,760.46)	(22,527.85)	(9,619.03)	(7,941.88)	(7,799.07)
投资活动现金流	(10,242.37)	(9,088.35)	(4,517.35)	(3,573.90)	(3,411.62)
债权融资	(4,028.93)	(4,318.19)	(21,137.90)	(17,136.56)	(17,634.32)
股权融资	1,262.33	2,700.26	(4,741.08)	(4,880.37)	(5,989.19)
其他	(6,543.61)	(4,783.02)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	(9,310.21)	(6,400.95)	(25,878.97)	(22,016.93)	(23,623.52)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,190.64	(857.91)	(4,624.97)	171.84	195.27

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	39,320.36	43,681.75	53,269.75	55,417.78	57,858.72
营业成本	21,679.09	30,901.31	33,014.49	32,329.81	33,223.01
营业税金及附加	947.31	942.37	1,149.22	1,195.56	1,248.22
销售费用	27.66	29.29	37.41	38.35	39.82
管理费用	1,695.09	1,306.50	1,868.60	1,996.84	1,948.30
研发费用	37.87	31.31	44.33	46.40	46.02
财务费用	4,194.46	4,291.39	4,049.10	3,483.90	2,887.46
资产/信用减值损失	(577.94)	(439.73)	(451.85)	(489.84)	(460.47)
公允价值变动收益	1.22	119.15	558.68	(63.05)	(144.19)
投资净收益	1,348.83	101.98	1,100.00	800.00	800.00
其他	(1,639.09)	(15.63)	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	11,605.87	6,413.81	14,313.43	16,574.03	18,661.24
营业外收入	185.90	167.41	161.64	171.65	166.90
营业外支出	82.17	32.01	55.25	56.48	47.91
利润总额	11,709.60	6,549.21	14,419.81	16,689.20	18,780.22
所得税	1,933.42	1,373.54	3,024.21	3,500.16	3,938.70
净利润	9,776.18	5,175.67	11,395.60	13,189.04	14,841.52
少数股东损益	4,260.55	2,738.78	5,395.11	6,323.76	7,332.07
归属于母公司净利润	5,515.63	2,436.89	6,000.49	6,865.28	7,509.45
每股收益(元)	0.74	0.33	0.80	0.92	1.01

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-7.34%	11.09%	21.95%	4.03%	4.40%
营业利润	13.37%	-44.74%	123.17%	15.79%	12.59%
归属于母公司净利润	15.99%	-55.82%	146.24%	14.41%	9.38%
获利能力					
毛利率	44.87%	29.26%	38.02%	41.66%	42.58%
净利率	14.03%	5.58%	11.26%	12.39%	12.98%
ROE	11.68%	4.74%	10.99%	11.61%	11.81%
ROIC	6.81%	4.24%	7.20%	8.01%	8.85%
偿债能力					
资产负债率	63.92%	63.52%	58.38%	54.16%	48.37%
净负债率	147.56%	139.27%	116.33%	93.53%	72.77%
流动比率	0.58	0.57	0.35	0.34	0.28
速动比率	0.55	0.54	0.31	0.32	0.25
营运能力					
应收账款周转率	6.16	5.14	6.13	5.77	5.65
存货周转率	37.21	39.27	35.46	39.48	41.83
总资产周转率	0.17	0.19	0.23	0.25	0.26
每股指标(元)					
每股收益	0.74	0.33	0.80	0.92	1.01
每股经营现金流	2.78	1.96	3.46	3.46	3.65
每股净资产	6.34	6.90	7.33	7.93	8.53
估值比率					
市盈率	15.07	34.11	13.85	12.11	11.07
市净率	1.76	1.62	1.52	1.41	1.31
EV/EBITDA	8.86	12.02	7.71	6.88	6.22
EV/EBIT	12.64	21.33	11.81	10.33	9.21

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com