

# 国投电力 (600886.SH)

## 水电量价齐升，新能源成长空间大

### 核心观点:

- **水电盈利提升业绩逐渐恢复，Q2 归母净利润同比提升 16.8%。**2022H1 公司营业收入 226.9 亿元（同比+17.6%），归母净利润 23.5 亿元（同比+0.3%），业绩已恢复正增长，其中 Q2 归母净利润同比增长 16.8%。水电、火电、绿电等分别贡献利润 21.4、-2.5、4.6 亿元，水电、绿电利润分别同比增长 25.9%、7.3%，火电上年同期盈利 2.1 亿元。上半年经营现金流净额达 86.5 亿元（同比+31.1%），资产负债率 63.7%。
- **水电量价齐升，火电量降价升，H1 发电量同比+3.8%。**2022 年上半年受益于两杨电站投产+来水偏丰，公司水电发电量 429 亿千瓦时（同比+25.5%），上网电价同比提升 3.21%，考虑 7-8 月份雅砻江来水偏枯，下半年水电发电量有待观测；受水电发电量提升及高煤价影响，H1 火电发电量同比-22.3%，上网电价同比提升 26.9%，在动力煤保供稳价政策持续加强下，火电盈利有望触底回升；自建+收购下，上半年新能源装机新增 0.2GW，但上半年风资源偏弱，新能源发电量持平。
- **水电待开发装机超 11GW，22-25 年风光装机规划量超 10GW。**雅砻江中上游待开发水电装机达 10.6GW，印尼巴塘水电站 0.51GW 预计十四五末投产。公司规划十四五末控股装机达 50GW，其中清洁能源装机占比达 72%，除新增水电装机外，测算新增风光装机超 10GW。雅砻江水电推进水风光建设，规划 2030 年前完成新能源/抽水蓄能装机 20/5GW，首批项目将于 2023 年投产，是公司主要装机来源。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2022~2024 年归母净利润分别为 58.45/69.83/75.15 亿元，按最新收盘价对应 PE 分别为 14.74、12.34、11.47 倍。水电量价提升带来业绩弹性，风光装机成长空间大，火电盈利反转可期。参考同业估值，给予公司 2022 年 15 倍 PE 估值，对应 11.76 元/股合理价值，维持国投电力“买入”评级。
- **风险提示。**来水波动；上网电价调整风险；煤炭价格上涨。

### 盈利预测:

|               | 2020A  | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)    | 39,320 | 43,682 | 49,857 | 53,253 | 56,463 |
| 增长率 (%)       | -7.3   | 11.1   | 14.1   | 6.8    | 6.0    |
| EBITDA (百万元)  | 22,179 | 19,264 | 22,947 | 24,860 | 26,038 |
| 归母净利润 (百万元)   | 5,516  | 2,437  | 5,845  | 6,983  | 7,515  |
| 增长率 (%)       | 16.0   | -55.8  | 139.8  | 19.5   | 7.6    |
| EPS (元/股)     | 0.79   | 0.33   | 0.78   | 0.94   | 1.01   |
| 市盈率 (x)       | 10.91  | 35.09  | 14.74  | 12.34  | 11.47  |
| ROE (%)       | 11.7   | 4.7    | 10.7   | 12.0   | 12.2   |
| EV/EBITDA (x) | 8.21   | 10.82  | 9.03   | 8.21   | 7.76   |

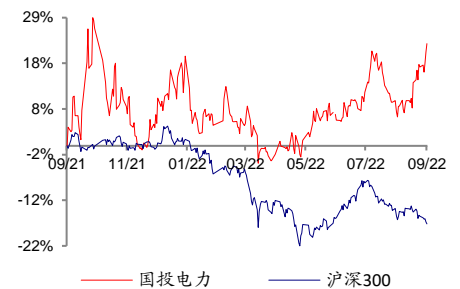
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

**买入**

|      |            |
|------|------------|
| 当前价格 | 11.56 元    |
| 合理价值 | 11.76 元    |
| 前次评级 | 买入         |
| 报告日期 | 2022-09-04 |

### 相对市场表现



### 分析师:

郭鹏



SAC 执证号: S0260514030003



SFC CE No. BNX688



021-38003655

guopeng@gf.com.cn

### 分析师:

许洁



SAC 执证号: S0260518080004



SFC CE No. BNU965



021-38003625

xujie@gf.com.cn

### 相关研究:

国投电力 (600886.SH): 水电盈利上升期，新能源迎来大发展 2022-05-31

### 联系人:

郝兆升 021-38003800

haozhaosheng@gf.com.cn

## 目录索引

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 一、水电盈利提升，Q2 归母净利润同比提升 16.8% ..... | 4  |
| 二、水电量价齐升，H1 贡献利润同比增长 26% .....    | 7  |
| 三、待开发水电超 11GW，新能源成长空间大 .....      | 9  |
| 四、水电盈利提升、风光贡献成长，维持“买入”评级 .....    | 12 |
| 五、风险提示 .....                      | 12 |

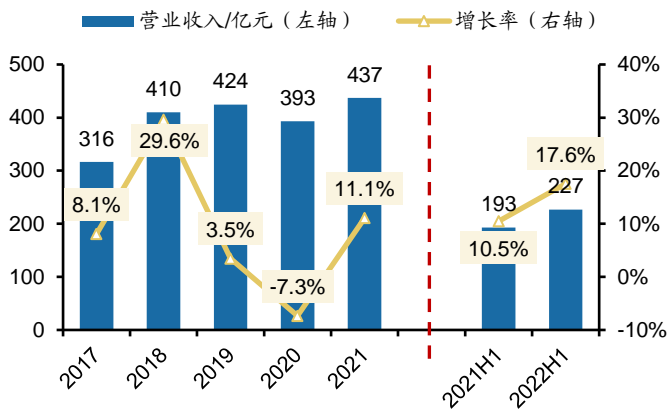
## 图表索引

|  |    |
|--|----|
| 图 1: 2022H1 公司营业收入同比增长 17.6% .....           | 4  |
| 图 2: 2022H1 公司归母净利润同比增长 0.3%.....            | 4  |
| 图 3: 2022Q2 公司营业收入同比增长 15.3% .....           | 4  |
| 图 4: 2022Q2 公司归母净利润同比增长 16.8%.....           | 4  |
| 图 5: 2022H1 公司财务费用同比增长 32.5% .....           | 5  |
| 图 6: 2022H1 公司期间费用率提升 1.1pct 至 13.9%.....    | 5  |
| 图 7: 截至 2022H1 公司总资产 2462.5 亿元 .....         | 5  |
| 图 8: 截至 2022H1 公司总负债 1568.3 亿元 .....         | 5  |
| 图 9: 2022H1 公司资产负债率同比降低 2.0pct 至 67.9% ..... | 5  |
| 图 10: 2022H1 公司毛利率回升至 37.1%.....             | 6  |
| 图 11: 2022H1 公司 ROE 为 4.8%，ROA 为 1.8% .....  | 6  |
| 图 12: 2022H1 年公司经营现金流同比增长 31.1% .....        | 6  |
| 图 13: 2022H1 年公司投资现金流净额-52.4 亿元 .....        | 6  |
| 图 14: 2022H1 控股装机容量 36.93GW .....            | 7  |
| 图 15: 2022H1 水电控股装机容量 21.28GW.....           | 7  |
| 图 16: 2022H1 公司发电量同比增长 3.8% .....            | 7  |
| 图 17: 2022H1 公司水电发电量同比增长 25.5%.....          | 7  |
| 图 18: 2022H1 公司平均上网电价同比+7.8% .....           | 8  |
| 图 19: 2022H1 公司水电上网电价同比 3.2% .....           | 8  |
| 图 20: 2022H1 水电子公司净利润大幅增加 .....              | 8  |
| 图 21: 2022H1 火电子公司净利润下滑.....                 | 8  |
| 图 22: 2022-2025 年公司规划新增风光装机超 10GW.....       | 10 |
| <br>   |    |
| 表 1: 雅砻江流域水电四阶段开发战略进行到第三阶段 .....             | 9  |
| 表 2: 公司待开发装机 11.13GW .....                   | 9  |
| 表 3: 政策支持风光水储一体化发展 .....                     | 10 |
| 表 4: 雅砻江公司将打造雅砻江流域水风光互补基地总装机 30GW.....       | 11 |
| 表 5: 雅砻江水电规划 2030 年前完成新能源/抽水蓄能装机 20/5GW..... | 11 |
| 表 6: 国投电力同业对比（收盘价日期：2022/9/2） .....          | 12 |

## 一、水电盈利提升，Q2 归母净利润同比提升 16.8%

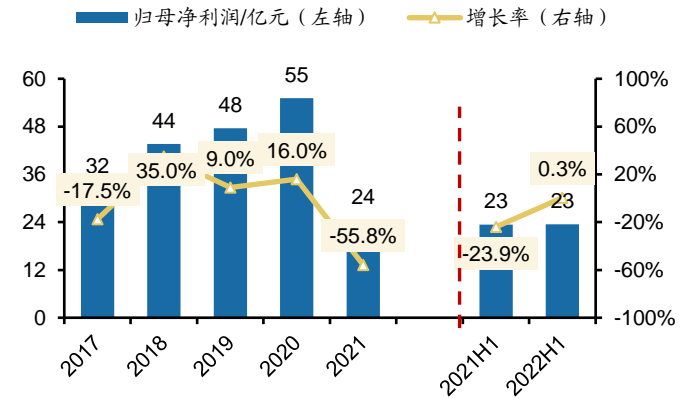
2022H1公司营业收入同比增长17.6%，归母净利润同比增长0.3%。2022H1公司实现营业收入226.9亿元，同比增长17.6%，实现归母净利润23.5亿元，同比增长0.30%。已恢复正增长，其中单二季度公司实现归母净利润13.1亿元，同比增长16.8%。上半年公司水电业务表现出色，量价齐升下实现归母净利润21.4亿元（同比+25.9%）；煤价高位运行，火电业务（包括垃圾发电）归母净利润亏损2.5亿元（上年同期盈利2.1亿元）；新能源等其他业务实现归母净利润4.59亿元（同比+7.3%）。

图 1：2022H1公司营业收入同比增长17.6%



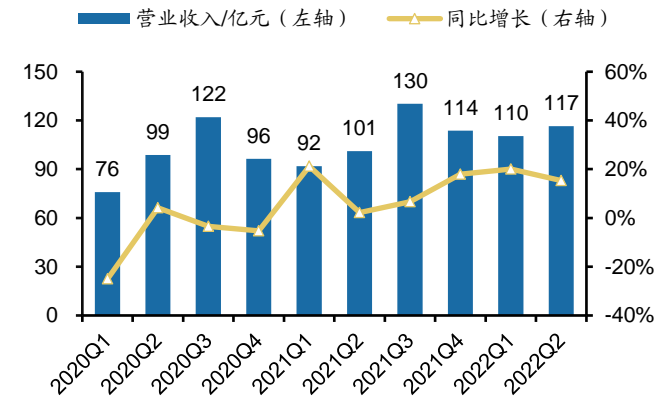
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 2：2022H1公司归母净利润同比增长0.3%



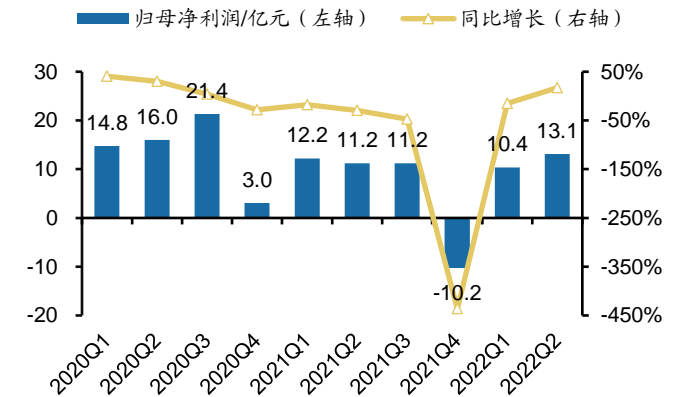
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 3：2022Q2公司营业收入同比增长15.3%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

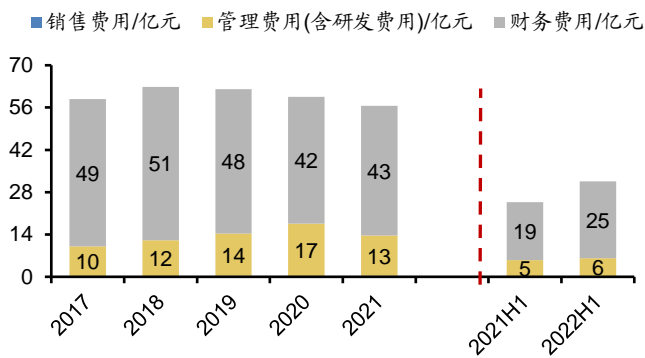
图 4：2022Q2公司归母净利润同比增长16.8%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

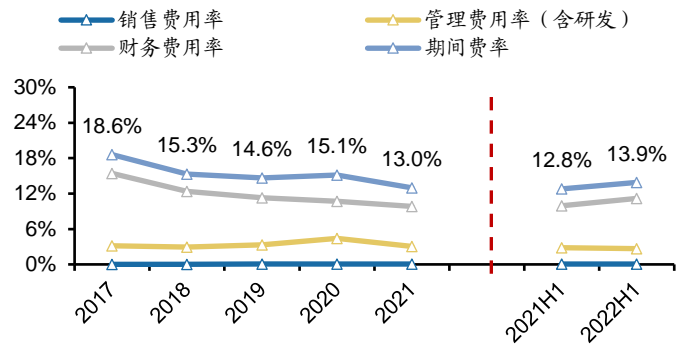
两杨电站投产，财务费用提升，2022H1公司财务费用同比增长32.5%。伴随两杨电站完全投产后项目借款费用化，公司财务费用提升，2022H1财务费用25.3亿元，同比增加32.5%，财务费用率增加1.3pct至11.2%；2022H1公司管理费用（含研发）6.1亿元，同比增长11.0%，对应费率2.7%。财务费用提升带动期间费用率增加1.1pct至13.9%，但仍处于近年低位。

图 5: 2022H1公司财务费用同比增长32.5%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

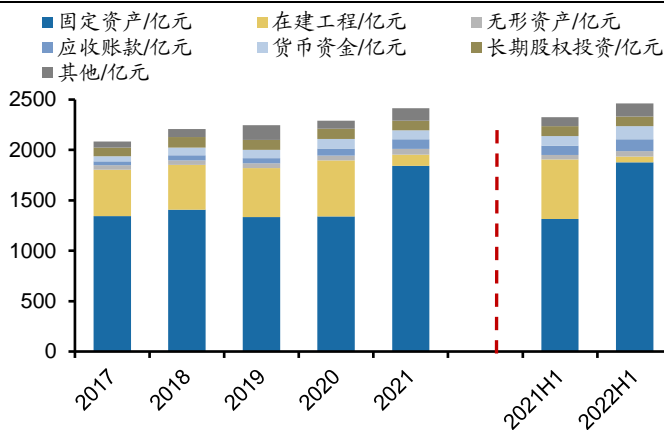
图 6: 2022H1公司期间费用率提升1.1pct至13.9%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

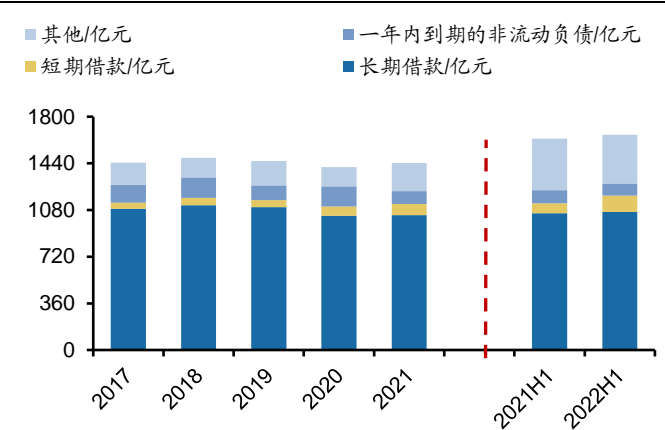
截至2022H1公司总资产、总负债分别为2462.5、1568.3亿元，资产负债率63.7%。公司资产以固定资产和在建工程为主，2022年两杨电站完全投产，公司固定资产达1877.6亿元，占总资产规模的76.3%，在建工程降低至56.8亿元。公司负债规模保持稳定，以长期借款为主，截至2022H1长期借款1064.4亿元，占总负债规模的67.9%。截至2022H1公司资产负债率63.7%，同比降低2.0pct，带息负债率55.8%。

图 7: 截至2022H1公司总资产2462.5亿元



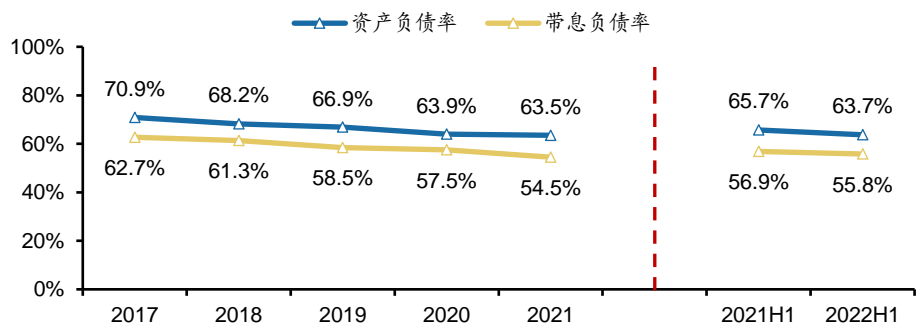
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 8: 截至2022H1公司总负债1568.3亿元



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 9: 2022H1公司资产负债率同比降低2.0pct至67.9%

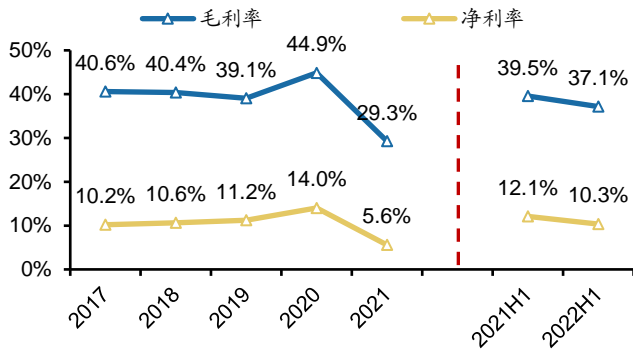


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 带息负债包括长期借款、短期借款、应付债券、一年内到期的非流动负债

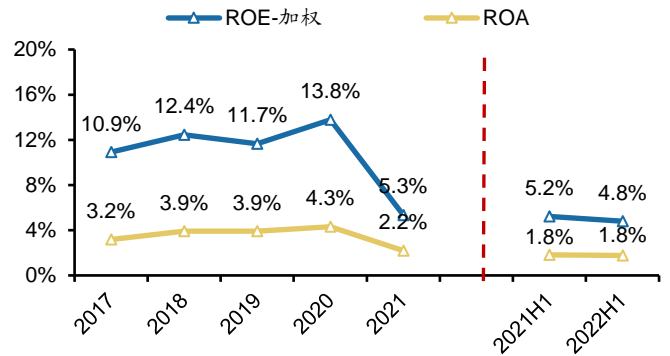
2022H1公司毛利率、净利率分别达37.1%、10.3%，ROE为4.8%。2022H1公司水电业务利润提升，火电业务有所好转，相比2021年毛利率净利率逐渐回升，2022H1公司毛利率、净利率分别达37.1%、10.3%；2022H1公司ROE为4.8%，ROA为1.8%。

图 10: 2022H1公司毛利率回升至37.1%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

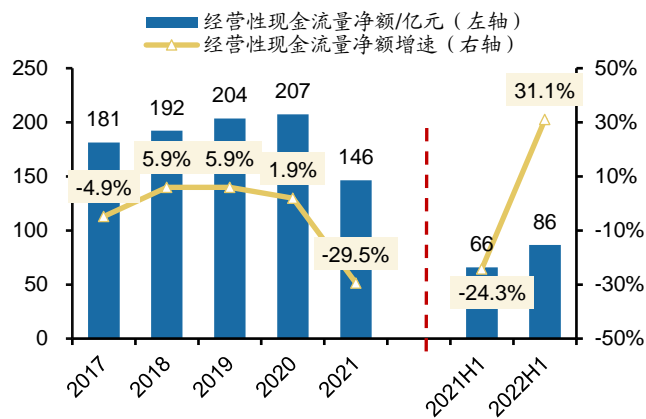
图 11: 2022H1公司ROE为4.8%，ROA为1.8%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

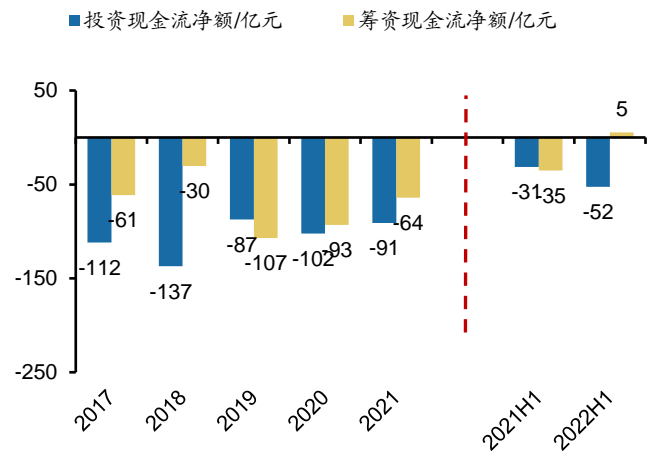
2022H1公司经营性现金流净额达86.5亿元，投资现金流净额-50.3亿元。公司经营性现金流稳定提升，2022H1经营性现金流净额86.5亿元，同比增长31.1%，主要系水电盈利提升。投资活动稳定，2022H1公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金46.9亿元，同比+11.2%，十四五期间，公司资本支出将主要用于新能源建设；筹资现金流净额为-66.3亿元。

图 12: 2022H1年公司经营现金流同比增长31.1%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 13: 2022H1年公司投资现金流净额-52.4亿元

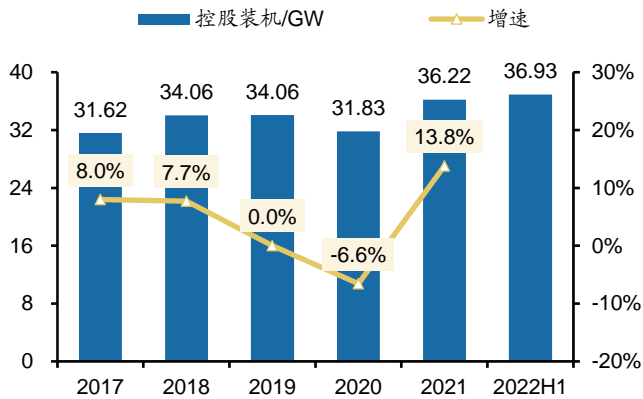


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 二、水电量价齐升，H1 贡献利润同比增长 26%

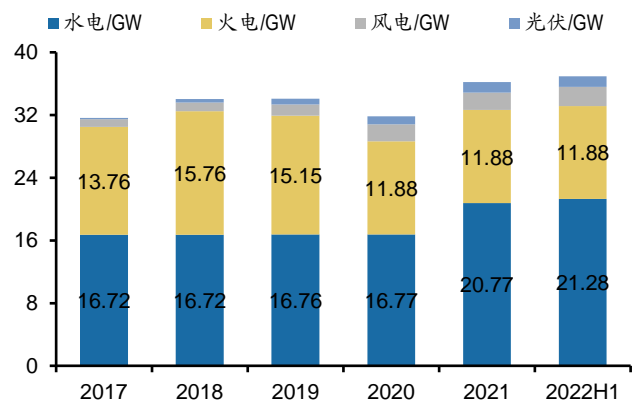
截至2022H1公司控股装机36.93GW，其中水电控股装机21.28GW。2022年上半年，两河口电站完全投产新增0.5GW装机，小三峡机组扩容新增15MW装机，公司水电装机提升至21.28GW；上半年公司酒泉新能源投产200MW风电机组，风电装机提升至2.43GW；截至2022H1公司火电、光伏装机分别为11.88GW、1.34GW，总装机容量36.93GW。

图 14: 2022H1控股装机容量36.93GW



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

图 15: 2022H1水电控股装机容量21.28GW

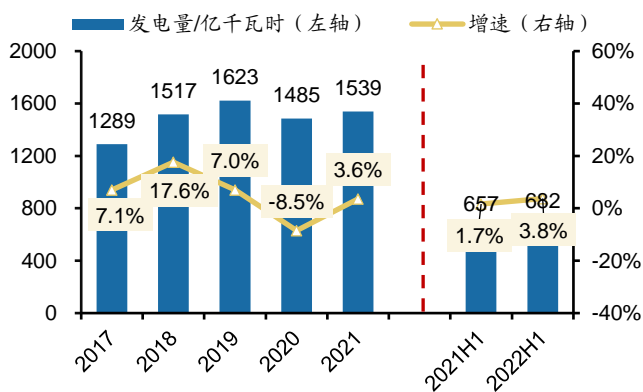


数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

备注：火电装机中包含垃圾发电34.8MW

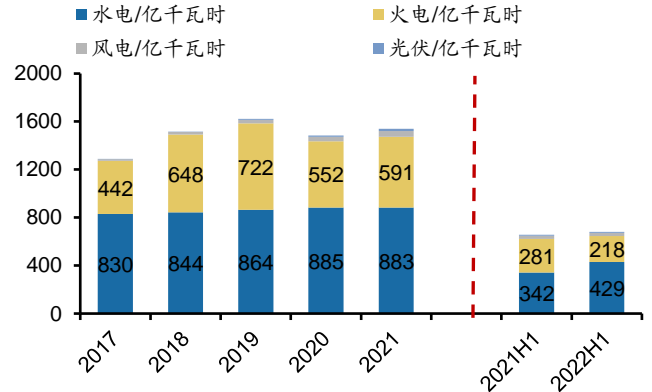
来水偏丰水电发电量同比增长25.5%，火电发电量同比降低22.3%。上半年雅砻江水来水偏丰，叠加两杨电站完全投产，公司水电发电量429亿千瓦时，同比增长25.5%；煤价维持高位及水电发电量大增下，火电发电量218亿千瓦时，同比降低22.3%；上半年风资源偏弱，风电发电量24.87亿千瓦时，同比降低5.9%；多个光伏项目于2021年下半年投产，2022H1公司光伏发电量9.41亿千瓦时，同比增长18.5%。2022H1公司发电总量682亿千瓦时，同比增长3.8%。

图 16: 2022H1公司发电量同比增长3.8%



数据来源：发电量公告，广发证券发展研究中心

图 17: 2022H1公司水电发电量同比增长25.5%

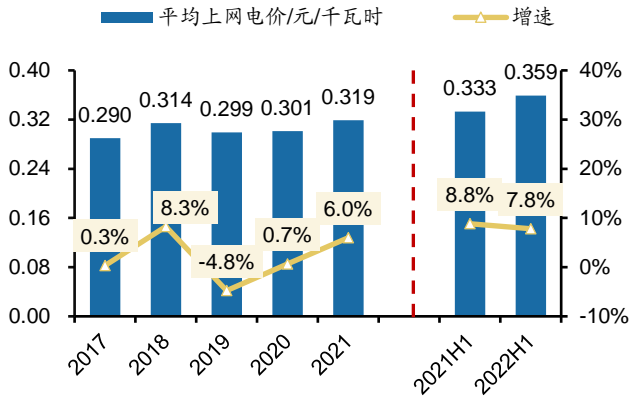


数据来源：发电量公告，广发证券发展研究中心

公司水电上网电价同比+3.2%，火电上网电价同比26.9%。受益于市场化交易电价提

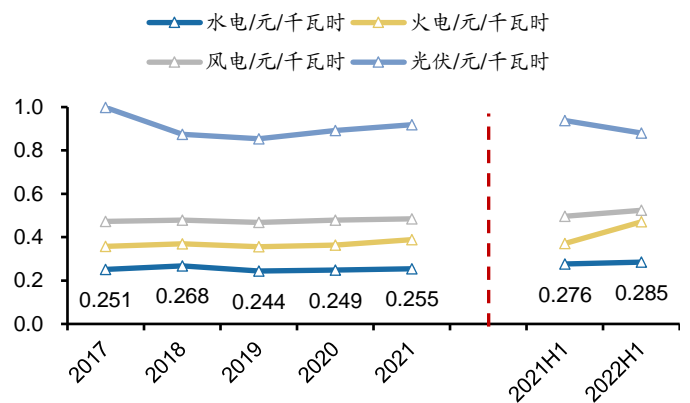
升, 2022H1公司水电平均上网电价0.285元/千瓦时, 同比增长3.2%, 火电平均上网电价0.471元/千瓦时, 同比增长26.9%, 风电平均上网电价0.524元/千瓦时, 同比增长5.4%; 由于新增光伏项目较多, 同时新增项目电价较低, 公司光伏平均上网电价0.881元/千瓦时, 同比降低6.2%。在火电上网电价大幅上涨带动下, 公司2022H1平均上网电价0.359元/千瓦时, 同比增长7.8%。

图 18: 2022H1公司平均上网电价同比+7.8%



数据来源: 发电量公告, 广发证券发展研究中心

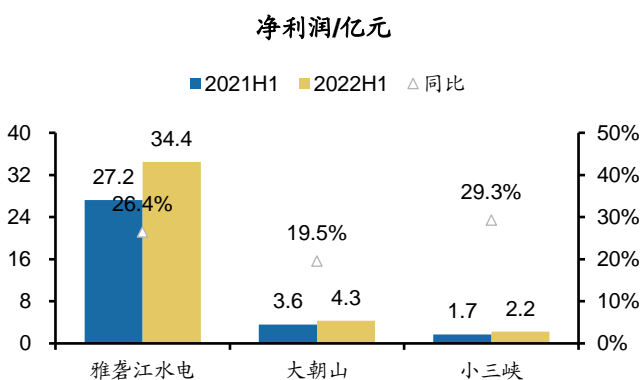
图 19: 2022H1公司水电上网电价同比3.2%



数据来源: 发电量公告, 广发证券发展研究中心

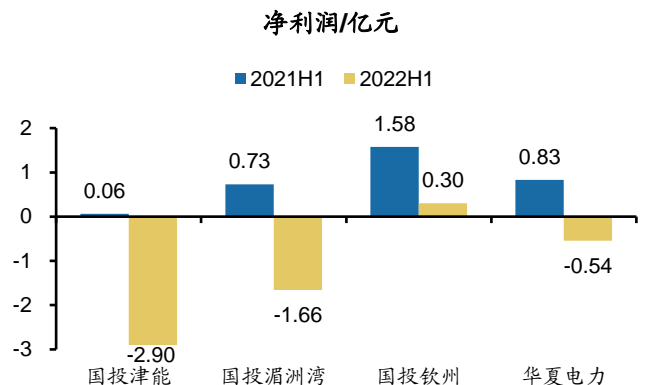
水电子公司盈利大增, 火电子公司普遍亏损。2022H1雅砻江水电业绩表现超预期, 净利润同比增加26.4%, 大朝山来水偏丰、小三峡电价涨幅显著, 净利润分别同比增长19.5%、29.3%, 考虑公司持股比例后, 公司水电板块归母净利润约为21.4亿元(同比+25.9%); 火电子公司受高煤价影响, 除国投钦州均出现亏损, 考虑公司持股比例后, 火电板块贡献归母净利润约为-2.5亿元(去年同期2.1亿元), 伴随长协煤保供稳价政策持续加码, 预计火电盈利有望触底回升。

图 20: 2022H1水电子公司净利润大幅增加



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 21: 2022H1火电子公司净利润下滑



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

### 三、待开发水电超 11GW，新能源成长空间大

雅砻江流域可开发装机约30GW，在十三大水电基地中排名第三，雅砻江水电是雅砻江流域唯一水电开发主体。雅砻江干流共规划建设22级电站，其中上游10座电站（3.25GW），中游7座电站（11.87GW），下游5座电站（14.70GW），分四阶段开发建设，目前进行到第三阶段，两杨电站已投产。

表 1：雅砻江流域水电四阶段开发战略进行到第三阶段

| 阶段   | 时间       | 建设电站                       | 总装机目标/GW |
|------|----------|----------------------------|----------|
| 第一阶段 | 2000 年以前 | 二滩                         | 3.3      |
| 第二阶段 | 2015 年以前 | 锦屏一级、锦屏二级、官地、桐子林           | 14.7     |
| 第三阶段 | 2030 年以前 | 包括两杨电站在内的 4-5 个雅砻江中游主要梯级电站 | 23       |
| 第四阶段 | 2050 年以前 | 全面完成雅砻江流域水电开发              | 30       |

数据来源：雅砻江水电债券募集说明书，广发证券发展研究中心

预计2030年之前可投产水电装机1.80GW。根据雅砻江水电债券募集说明书，公司目前开发建设雅砻江中游电站，两杨电站已投产，预计2023年整体工程竣工。卡拉、孟底沟水电站已获核准，进入建设初期，预计分别于2029、2032年投产。牙根一级、牙根二级、楞古水电站已通过预可研审查，预计首台机组分别于2029、2033、2035年投产。同时2021年公司成功收购印尼在建规模最大的巴塘水电项目，装机容量0.51GW，预计十四五末投产。目前除两河口、杨房沟电站外，公司在建装机3.93GW，拟建装机3.95GW，规划装机3.25GW，合计11.13GW。预计2030年之前可投产1.80GW。

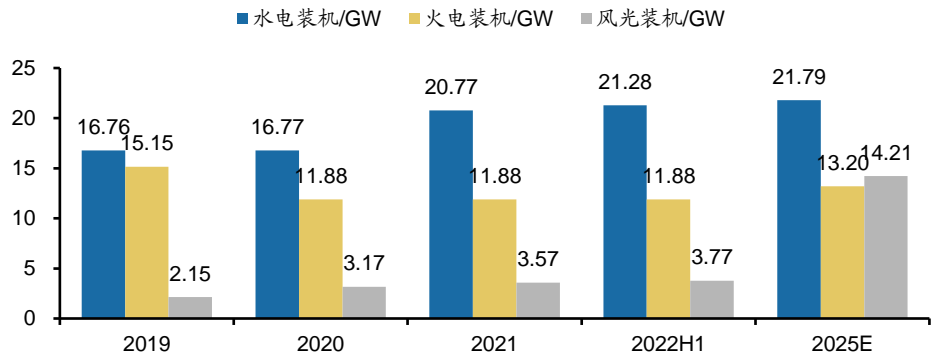
表 2：公司待开发装机11.13GW

| 项目名称      | 装机容量/GW | 机组结构/台×GW    | 总投资/亿元 | 建设情况 | 首台机组投产日期 |
|-----------|---------|--------------|--------|------|----------|
| 卡拉        | 1.02    | 4×0.255      | 171.21 | 在建   | 2029 年   |
| 孟底沟       | 2.40    | 4×0.6        | 347.22 | 在建   | 2032 年   |
| 印尼巴塘      | 0.51    | 4×0.1275     | -      | 在建   | 2025 年   |
| 小计        | 3.93    |              | 518.43 |      |          |
| 牙根一级      | 0.27    | 3×0.09       | 48.9   | 拟建   | 2029 年   |
| 牙根二级      | 1.08    | 4×0.27       | 185.49 | 拟建   | 2033 年   |
| 楞古        | 2.60    | 6*0.42+0.075 | 451.63 | 拟建   | 2035 年   |
| 小计        | 3.95    |              | 686.02 | --   | --       |
| 上游 10 座电站 | 3.25    |              |        | 规划   |          |
| 合计        | 11.13   |              |        |      |          |

数据来源：评级报告，雅砻江水电债券募集说明书，广发证券发展研究中心

根据**公司规划**，预计**2022-2025年**，公司**风光装机新增超11GW**。根据公司装机规划，“十四五”末，公司规划控股装机容量将达50GW，其中清洁能源装机占比约为72%。截至2022H1，公司清洁能源装机25.05GW，占比67.8%，若公司总装机达50GW，则清洁能源装机应达到36GW；假设火电装机仅投产广西钦州三期1.32GW，其余装机不变；水电装机投产印尼巴塘电站0.51GW；风光装机将贡献主要清洁能源装机增量，根据规划，预计2025年底，公司风光装机将达14.21GW，新增超10GW。

图 22: 2022-2025年公司规划新增风光装机超10GW



数据来源: 债券募集说明书, 广发证券发展研究中心

水电调节风光出力, 风光水储一体化获政策支持。我国已提出2030年碳达峰、2060年碳中和的发展目标, 风光建设成为实现目标必由之路, 然而风光发电出力不稳将增加电网负荷, 在此情况下, 火电、水电调节作用凸显。国家能源局、发改委发文针对风光水火储一体化发展征求意见, 云南、四川均出台规划, 计划在澜沧江开发风光一体化发展基地。

表 3: 政策支持风光水储一体化发展

| 时间         | 部门            | 政策                                  | 主要内容  |
|------------|---------------|-------------------------------------|---|
| 2020年8月27日 | 国家发展改革委、国家能源局 | 《开展“风光水火储一体化”“源网荷储一体化”的指导意见》(征求意见稿) | 鼓励存量水电机组通过龙头电站建设优化出力特性, 明确就近打捆新能源电力的“一体化”实施方案。  |
| 2021年2月25日 | 国家发展改革委、国家能源局 | 《关于推进电力源网荷储一体化和多元互补发展的指导意见》         | 积极实施存量“风光水火储一体化”提升, 稳妥推进增量“风光水(储)一体化”, 探索增量“风光储一体化”, 严控增量“风光火(储)一体化”  |
| 2021年9月22日 | 四川省发展改革委      | 《四川省“十四五”光伏、风电资源开发若干指导意见》           | 将流域梯级水电站周边一定范围内的光伏、风电就近接入水电站, 利用水电站互补调节和其通道送出, 提高送出通道利用率。按照国家“十四五”风光水一体化可再生能源综合开发基地建设要求, 规划建设金沙江上游、金沙江下游、雅砻江流域、大渡河中上游4个风光水一体化可再生能源综合开发基地。推进其他流域水库电站风光水互补开发。 |
| 2022年1月6日  | 云南省人民政府       | 《云南省加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系行动计划》         | 加快推进在适宜地区适度开发风电、光伏发电基地建设。打造金沙江下游、澜沧江中下游、红河流域“风光水储一体化”可再生能源综合开发基地。推进“风光储充放”一体化发展。到2025年, 全省电力装机总规模达1.5亿千瓦以上。   |
| 2022年1月18日 | 国家能源局         | 《关于委托开展“十四五”规划输电通道配套水风光及调节电源研究论证的函》 | 委托相关单位结合大型风电、光伏基地建设要求就“十四五”规划的12条特高压通道配套水风光及调节电源进行研究论证, 并就“十四五”期间需新增的输电通道以及配套电源规模提出建议。  |

数据来源: 国家发改委, 国家能源局, 四川省发改委, 云南省政府, 广发证券发展研究中心

依托水电区位优势, 雅砻江水电拟于雅砻江打造风光水互补清洁能源基地。目前基地已列入国家和四川省十四五规划。根据雅砻江水电官网, 基地规划风电装机约

12GW，光伏装机约18GW，合计30GW以上。雅砻江水电规划2030年以前新能源装机达到20GW左右；抽水蓄能装机达到5GW左右。

**表 4：雅砻江公司将打造雅砻江流域水风光互补基地总装机30GW**

| 公司    | 流域    | 规划   |
|-------|-------|--|
| 黔源电力  | 北盘江   | 投资建设装机容量 750MW 的 3 个光伏项目，这 3 个光伏项目所发电量分别利用北盘江光照、马崖、董箐梯级水电站送出线路外送，建成后将形成水电+光伏总装机容量 3.41GW 的流域梯级水风光互补基地。           |
| 华能水电  | 澜沧江上游 | 预计投资 2185.38 亿元，开发澜沧江上游 20GW 水电+光伏项目，建成西藏澜沧江大型清洁能源基地。其中，光伏规模约为 10GW，投资额为 394 亿元，水电规模为 9.756GW，投资额度为 1791.38 亿元。  |
| 雅砻江水电 | 雅砻江流域 | 雅砻江水电将打造雅砻江流域水风光互补清洁可再生能源示范基地。基地规划风电场址 74 个，总装机规模约 12GW，光电场址 26 个，装机规模约 18GW，风光总装机规模 30GW 以上，目前基地已列入国家和四川省十四五规划。 |
| 长江电力  | 金沙江下游 | 主导开发金沙江下游水风光基地，基地规划装机 15GW。  |

数据来源：雅砻江水电官网，广发证券发展研究中心

**雅砻江水电规划新能源抽水蓄能开发“四阶段”战略，2030年以前完成新能源/抽水蓄能装机20/5GW。2035年以前，完成新能源/抽水蓄能装机30/10GW；2050年以前，新能源及抽水蓄能装机达到50GW以上。目前，腊巴山风电项目（192MW）、柯拉光伏电站（1000MW）已开工建设，预计2023年起逐渐投产。**

**表 5：雅砻江水电规划2030年前完成新能源/抽水蓄能装机20/5GW**

| 阶段   | 时间       | 规划  |
|------|----------|---|
| 第一阶段 | 2020 年以前 | 立足雅砻江流域开展水风光互补绿色清洁可再生能源示范基地规划和关键问题研究，落实项目建设技术条件。  |
| 第二阶段 | 2030 年以前 | 风光新能源开发取得实质性突破，力争新能源装机达到 <b>20GW 左右</b> ；完成抽水蓄能规划，力争规模达到 <b>5GW 左右</b> ，雅砻江流域水风光互补绿色清洁可再生能源示范基地初具规模。      |
| 第三阶段 | 2035 年以前 | 全面推进雅砻江流域新能源开发建设，新能源装机达到 <b>30GW 左右</b> ，抽水蓄能装机达到 <b>10GW 左右</b> ，多能互补运行效益凸显，雅砻江流域水风光互补绿色清洁可再生能源示范基地基本建成。 |
| 第四阶段 | 2050 年以前 | 新能源及抽水蓄能装机达到 <b>50GW 以上</b> ，雅砻江流域水风光互补绿色清洁可再生能源示范基地全部建成，实现世界第一的目标。                                       |

数据来源：雅砻江水电债券募集说明书，广发证券发展研究中心

## 四、水电盈利提升、风光贡献成长，维持“买入”评级

预计公司2022~2024年归母净利润分别为58.45/69.83/75.15亿元，2022-2024年EPS分别为0.78、0.94和1.01元/股，按最新收盘价对应PE分别为14.74、12.34、11.47倍。水电量价提升带来业绩弹性，风光装机成长空间大，火电盈利反转可期。参考同业估值，给予公司2022年15倍PE估值，对应11.76元/股合理价值，维持国投电力“买入”评级。

表 6：国投电力同业对比（收盘价日期：2022/9/2）

| 公司代码      | 公司名称 | 市值/亿元   | 最新收盘价<br>元/股 | PE/倍  |       |       |       | 归母净利润/亿元 |        |        |        |
|-----------|------|---------|--------------|-------|-------|-------|-------|----------|--------|--------|--------|
|           |      |         |              | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 2021A    | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
| 600886.SH | 国投电力 | 861.70  | 11.56        | 35.09 | 14.74 | 12.34 | 11.47 | 24.37    | 58.45  | 69.83  | 75.15  |
| 600900.SH | 长江电力 | 5417.11 | 23.82        | 19.65 | 18.32 | 17.27 | 16.51 | 262.73   | 295.73 | 313.61 | 328.12 |
| 600025.SH | 华能水电 | 1344.60 | 7.47         | 20.32 | 18.40 | 16.92 | 15.24 | 58.38    | 73.07  | 79.46  | 88.24  |
| 600674.SH | 川投能源 | 587.08  | 13.32        | 17.84 | 16.23 | 14.70 | 14.20 | 30.87    | 36.17  | 39.95  | 41.35  |

数据来源：同业对比公司盈利预测来自 Wind 一致预测，广发证券发展研究中心

## 五、风险提示

**雅砻江流域来水波动风险：**雅砻江公司是公司核心资产，发电量受来水波动影响，若来水偏枯，则可能影响公司业绩。同时两河口电站正在蓄水，可能对下游电站来水造成影响，梯级调度效益仍有待释放。

**上网电价调整风险：**公司2022H1上网电价涨幅较大，若未来上网电价下降，公司业绩存在下滑的风险。同时两河口、杨房沟电站电价模式尚未确定，若批复电价不及预期，将影响电站盈利水平。

**煤炭价格上涨风险：**公司火电业务收入占比较高，盈利水平受电煤价格影响较大。若煤炭价格的再次大幅上涨将挤压公司盈利空间，给公司带来盈利水平波动的风险。

| 至 12 月 31 日    | 2020A          | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E          |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>20,831</b>  | <b>21,697</b>  | <b>22,151</b>  | <b>30,076</b>  | <b>34,827</b>  |
| 货币资金           | 9,690          | 8,887          | 7,298          | 13,620         | 16,671         |
| 应收及预付          | 7,451          | 10,092         | 12,062         | 13,597         | 15,191         |
| 存货             | 955            | 1,270          | 1,248          | 1,271          | 1,335          |
| 其他流动资产         | 2,735          | 1,448          | 1,543          | 1,588          | 1,630          |
| <b>非流动资产</b>   | <b>208,079</b> | <b>219,673</b> | <b>222,345</b> | <b>226,781</b> | <b>232,945</b> |
| 长期股权投资         | 9,937          | 9,338          | 9,338          | 9,338          | 9,338          |
| 固定资产           | 134,140        | 184,275        | 179,962        | 176,443        | 173,681        |
| 在建工程           | 55,436         | 11,225         | 17,225         | 24,225         | 32,225         |
| 无形资产           | 4,734          | 5,588          | 6,224          | 6,829          | 7,405          |
| 其他长期资产         | 3,831          | 9,246          | 9,596          | 9,946          | 10,296         |
| <b>资产总计</b>    | <b>228,909</b> | <b>241,370</b> | <b>244,496</b> | <b>256,857</b> | <b>267,772</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>36,053</b>  | <b>37,987</b>  | <b>34,818</b>  | <b>38,456</b>  | <b>38,075</b>  |
| 短期借款           | 7,234          | 8,591          | 6,093          | 9,389          | 8,213          |
| 应付及预收          | 3,304          | 4,739          | 4,842          | 4,932          | 5,179          |
| 其他流动负债         | 25,516         | 24,657         | 23,884         | 24,136         | 24,683         |
| <b>非流动负债</b>   | <b>110,271</b> | <b>115,322</b> | <b>114,322</b> | <b>114,322</b> | <b>116,322</b> |
| 长期借款           | 103,441        | 104,016        | 102,016        | 101,016        | 102,016        |
| 应付债券           | 5,322          | 8,991          | 9,991          | 10,991         | 11,991         |
| 其他非流动负债        | 1,508          | 2,315          | 2,315          | 2,315          | 2,315          |
| <b>负债合计</b>    | <b>146,324</b> | <b>153,309</b> | <b>149,140</b> | <b>152,779</b> | <b>154,397</b> |
| 股本             | 6,966          | 7,454          | 7,454          | 7,454          | 7,454          |
| 资本公积           | 7,762          | 10,950         | 10,950         | 10,950         | 10,950         |
| 留存收益           | 26,909         | 27,219         | 30,282         | 33,738         | 37,130         |
| 归属母公司股东权益      | 47,227         | 51,456         | 54,519         | 57,974         | 61,366         |
| 少数股东权益         | 35,359         | 36,604         | 40,836         | 46,104         | 52,009         |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>228,909</b> | <b>241,370</b> | <b>244,496</b> | <b>256,857</b> | <b>267,772</b> |

| 至 12 月 31 日     | 2020A         | 2021A         | 2022E         | 2023E         | 2024E         |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>39,320</b> | <b>43,682</b> | <b>49,857</b> | <b>53,253</b> | <b>56,463</b> |
| 营业成本            | 21,679        | 30,901        | 30,375        | 30,936        | 32,485        |
| 营业税金及附加         | 947           | 942           | 1,097         | 1,172         | 1,242         |
| 销售费用            | 28            | 29            | 35            | 37            | 40            |
| 管理费用            | 1,695         | 1,306         | 1,496         | 1,598         | 1,694         |
| 研发费用            | 38            | 31            | 40            | 43            | 45            |
| 财务费用            | 4,194         | 4,291         | 4,906         | 4,901         | 4,982         |
| 资产减值损失          | -500          | -321          | -200          | -200          | -200          |
| 公允价值变动收益        | 1             | 119           | 0             | 0             | 0             |
| 投资净收益           | 1,349         | 102           | 598           | 639           | 678           |
| <b>营业利润</b>     | <b>11,606</b> | <b>6,414</b>  | <b>12,456</b> | <b>15,173</b> | <b>16,635</b> |
| 营业外收支           | 104           | 135           | 140           | 140           | 140           |
| <b>利润总额</b>     | <b>11,710</b> | <b>6,549</b>  | <b>12,596</b> | <b>15,313</b> | <b>16,775</b> |
| 所得税             | 1,933         | 1,374         | 2,519         | 3,063         | 3,355         |
| <b>净利润</b>      | <b>9,776</b>  | <b>5,176</b>  | <b>10,077</b> | <b>12,250</b> | <b>13,420</b> |
| 少数股东损益          | 4,261         | 2,739         | 4,232         | 5,268         | 5,905         |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>5,516</b>  | <b>2,437</b>  | <b>5,845</b>  | <b>6,983</b>  | <b>7,515</b>  |
| EBITDA          | 22,179        | 19,264        | 22,947        | 24,860        | 26,038        |
| EPS (元)         | 0.79          | 0.33          | 0.78          | 0.94          | 1.01          |

| 至 12 月 31 日    | 2020A          | 2021A         | 2022E          | 2023E          | 2024E          |
|----------------|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>20,743</b>  | <b>14,631</b> | <b>21,409</b>  | <b>25,224</b>  | <b>27,064</b>  |
| 净利润            | 9,776          | 5,176         | 10,077         | 12,250         | 13,420         |
| 折旧摊销           | 7,240          | 8,625         | 9,678          | 9,914          | 10,186         |
| 营运资金变动         | 484            | -3,555        | -2,813         | -1,362         | -1,006         |
| 其它             | 3,243          | 4,386         | 4,468          | 4,422          | 4,464          |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-10,242</b> | <b>-9,088</b> | <b>-11,612</b> | <b>-13,571</b> | <b>-15,532</b> |
| 资本支出           | -10,188        | -9,242        | -11,860        | -13,860        | -15,860        |
| 投资变动           | -842           | -647          | -350           | -350           | -350           |
| 其他             | 789            | 801           | 598            | 639            | 678            |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>-9,310</b>  | <b>-6,401</b> | <b>-11,386</b> | <b>-5,331</b>  | <b>-8,481</b>  |
| 银行借款           | 31,985         | 45,070        | -4,498         | 2,296          | -176           |
| 股权融资           | 4,020          | 8,691         | 0              | 0              | 0              |
| 其他             | -45,315        | -60,162       | -6,888         | -7,628         | -8,305         |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>1,105</b>   | <b>-893</b>   | <b>-1,588</b>  | <b>6,322</b>   | <b>3,050</b>   |
| <b>期初现金余额</b>  | <b>8,448</b>   | <b>9,553</b>  | <b>8,887</b>   | <b>7,298</b>   | <b>13,620</b>  |
| <b>期末现金余额</b>  | <b>9,553</b>   | <b>8,660</b>  | <b>7,298</b>   | <b>13,620</b>  | <b>16,671</b>  |

### 主要财务比率

| 至 12 月 31 日     | 2020A  | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 营业收入增长          | -7.3%  | 11.1%  | 14.1%  | 6.8%   | 6.0%   |
| 营业利润增长          | 13.4%  | -44.7% | 94.2%  | 21.8%  | 9.6%   |
| 归母净利润增长         | 16.0%  | -55.8% | 139.8% | 19.5%  | 7.6%   |
| <b>获利能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 毛利率             | 44.9%  | 29.3%  | 39.1%  | 41.9%  | 42.5%  |
| 净利率             | 24.9%  | 11.8%  | 20.2%  | 23.0%  | 23.8%  |
| ROE             | 11.7%  | 4.7%   | 10.7%  | 12.0%  | 12.2%  |
| ROIC            | 5.8%   | 3.8%   | 4.7%   | 5.1%   | 5.2%   |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 资产负债率           | 63.9%  | 63.5%  | 61.0%  | 59.5%  | 57.7%  |
| 净负债比率           | 177.2% | 174.1% | 156.4% | 146.8% | 136.2% |
| 流动比率            | 0.58   | 0.57   | 0.64   | 0.78   | 0.91   |
| 速动比率            | 0.55   | 0.53   | 0.59   | 0.74   | 0.87   |
| <b>营运能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 总资产周转率          | 0.17   | 0.18   | 0.20   | 0.21   | 0.21   |
| 应收账款周转率         | 5.57   | 4.56   | 4.33   | 4.09   | 3.87   |
| 存货周转率           | 41.18  | 34.40  | 39.94  | 41.89  | 42.29  |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |        |
| 每股收益            | 0.79   | 0.33   | 0.78   | 0.94   | 1.01   |
| 每股经营现金流         | 3      | 2      | 3      | 3      | 4      |
| 每股净资产           | 6.78   | 6.90   | 7.31   | 7.78   | 8.23   |
| <b>估值比率</b>     |        |        |        |        |        |
| P/E             | 10.91  | 35.09  | 14.74  | 12.34  | 11.47  |
| P/B             | 1.27   | 1.66   | 1.58   | 1.49   | 1.40   |
| EV/EBITDA       | 8.21   | 10.82  | 9.03   | 8.21   | 7.76   |

## 广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。
- 许 洁：联席首席分析师，复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 张 淼：资深分析师，武汉大学经济学硕士，武汉大学金融学学士，2018 年加入广发证券发展研究中心。
- 姜 涛：资深分析师，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 龙：高级研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 荣 凌 琪：研究员，帝国理工学院金融科技硕士，同济大学金融学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 许 子 怡：研究员，硕士，毕业于香港城市大学，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 舒 心：研究员，新加坡国立大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 郝 兆 升：研究员，复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

|      | 广州市                             | 深圳市                               | 北京市                         | 上海市                                  | 香港                                 |
|------|---------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------|--------------------------------------|------------------------------------|
| 地址   | 广州市天河区马场路<br>26 号广发证券大厦 35<br>楼 | 深圳市福田区益田路<br>6001 号太平金融大厦<br>31 层 | 北京市西城区月坛北<br>街 2 号月坛大厦 18 层 | 上海市浦东新区南泉<br>北路 429 号泰康保险<br>大厦 37 楼 | 香港德辅道中 189 号<br>李宝椿大厦 29 及 30<br>楼 |
| 邮政编码 | 510627                          | 518026                            | 100045                      | 200120                               | -                                  |
| 客服邮箱 | gfzqyf@gf.com.cn                |                                   |                             |                                      |                                    |

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。