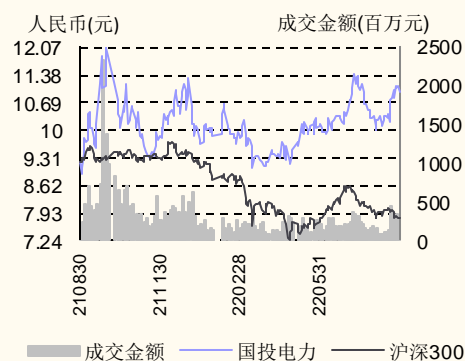


市场价格 (人民币): 10.96 元

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)	816.98
年内股价最高最低(元)	12.10/8.92
沪深 300 指数	4076
上证指数	3227



来水偏丰拉动业绩增长，两河口调度价值初显

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	49,663	52,247	53,409
营业收入增长率	-7.34%	11.09%	13.69%	5.20%	2.22%
归母净利润(百万元)	5,516	2,437	5,503	6,610	7,136
归母净利润增长率	15.99%	-55.82%	125.84%	20.12%	7.94%
摊薄每股收益(元)	0.792	0.327	0.738	0.887	0.957
每股经营性现金流净额	2.98	1.96	2.50	3.39	3.57
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.68%	4.74%	9.87%	10.82%	10.67%
P/E	10.91	35.09	14.85	12.36	11.45
P/B	1.27	1.66	1.47	1.34	1.22

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 8月30日，国投电力发布中报，2022H1 公司实现营业收入 226.9 亿元，同比增加 17.6%，实现归母净利润 23.5 亿元，同比增加 0.3%，扣非后归母净利润 22.8 亿元，同比增加 3.2%。2022Q2 实现营业收入 116.5 亿元，同比增加 15.3%，实现归母净利润 12.1 亿元，同比增加 16.8%。

经营分析

- **水电量价齐升，火电业绩仍承压。**2022H1 公司业绩增长主因：1) 两杨投产+来水偏丰+市场电价上浮，水电量价齐升。水电上网电量 426.8 亿千瓦时，同比增加 25.5%；平均上网电价 0.285 元/千瓦时，同比增加 3.2%。2) 锦官送苏电价确定，带来利润弹性超 15%。锦官电源组发电量占比近 62%，总装机 1080 万千瓦中约 60%外送江苏。今年 8 月 1 日起，送苏价格确定为基准价 0.319 元/KWh 加浮动价，较锦官 21 全年均价上浮约 14.8%。假设其全年上网电量 550 亿千瓦时，对应利润可增厚 1062.1 亿元。3) 煤价仍高企但较高位回落，火电大幅减亏。22Q1/22Q2 公司毛利率分别为 35.5%、38.7%，环比持续回升。考虑到煤炭保供稳价政策执行力度较强，预计下半年煤价将下行，公司盈利能力有望继续修复。
- **两河口中游龙头价值初显，建设“风光水一体化”基地盘活水电调节能力。**两河口、锦一、二滩分别有多年、年度、季度调节能力，可发挥协同效应。考虑到四川枯、汛期电价较平水期分别上浮 24.5%、下浮 24%，“汛蓄枯发”将显著提升盈利能力。此外，为盘活存量水电资源，四川规划建设可再生能源综合开发基地。公司获取项目有一定优势，风光装机有望加速增长；于两河口“水光互补”的百万千瓦级柯拉光伏电站已于 7 月开工。

投资建议

■ 预计公司 2022-2024 年实现净利润 55.0/66.1/71.4 亿元，EPS 分别为 0.74/0.89/0.96 元，对应 PE 为 14/12/11，维持“买入”评级。

风险提示

■ 来水偏枯，煤价高企，用电需求疲软，新能源平价上网，电价涨幅不及预期风险等。

相关报告

- 1.《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
- 2.《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	49,663	52,247	53,409	货币资金	8,436	9,690	8,887	11,180	11,409	11,363
增长率		-7.3%	11.1%	13.7%	5.2%	2.2%	应收账款	5,769	8,006	10,237	11,999	12,623	12,904
主营业务成本	-25,852	-21,679	-30,901	-32,049	-32,756	-33,012	存货	1,159	955	1,270	1,668	1,705	1,718
%销售收入	60.9%	55.1%	70.7%	64.5%	62.7%	61.8%	其他流动资产	9,570	2,180	1,304	842	845	846
毛利	16,582	17,641	12,780	17,613	19,491	20,397	流动资产	24,934	20,831	21,697	25,689	26,582	26,832
%销售收入	39.1%	44.9%	29.3%	35.5%	37.3%	38.2%	%总资产	11.1%	9.1%	9.0%	10.1%	10.1%	9.8%
营业税金及附加	-947	-947	-942	-1,093	-1,149	-1,175	长期投资	10,431	11,300	13,157	14,040	14,040	14,040
%销售收入	2.2%	2.4%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	固定资产	182,078	189,577	195,500	202,822	211,582	221,782
销售费用	-31	-28	-29	-35	-37	-37	%总资产	81.0%	82.8%	81.0%	80.0%	80.4%	81.0%
%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	6,024	6,215	6,414
管理费用	-1,367	-1,695	-1,306	-1,490	-1,567	-1,602	非流动资产	199,788	208,079	219,673	227,709	236,642	247,021
%销售收入	3.2%	4.3%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	%总资产	88.9%	90.9%	91.0%	89.9%	89.9%	90.2%
研发费用	-35	-38	-31	-40	-42	-43	资产总计	224,722	228,909	241,370	253,398	263,224	273,853
%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	25,343	26,572	28,316
息税前利润 (EBIT)	14,202	14,933	10,471	14,956	16,696	17,539	应付款项	9,403	9,728	14,778	12,854	13,150	13,259
%销售收入	33.5%	38.0%	24.0%	30.1%	32.0%	32.8%	其他流动负债	8,217	3,532	4,687	3,519	3,728	3,837
财务费用	-4,779	-4,194	-4,291	-5,283	-5,510	-5,579	流动负债	34,220	36,053	37,987	41,717	43,451	45,412
%销售收入	11.3%	10.7%	9.8%	10.6%	10.5%	10.4%	长期贷款	110,295	103,441	104,016	106,016	106,016	106,016
资产减值损失	-338	-578	-440	0	0	0	其他长期负债	5,812	6,830	11,306	10,600	10,539	10,493
公允价值变动收益	9	1	119	30	0	0	负债	150,327	146,324	153,309	158,333	160,006	161,921
投资收益	1,046	1,349	102	101	102	103	普通股股东权益	40,383	47,227	51,456	55,761	61,104	66,898
%税前利润	10.1%	11.5%	1.6%	1.0%	0.9%	0.8%	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	9,903	11,387	12,162	未分配利润	21,179	24,431	24,404	28,715	34,058	39,852
营业利润率	24.1%	29.5%	14.7%	19.9%	21.8%	22.8%	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	101	101	负债股东权益合计	224,722	228,909	241,370	253,398	263,224	273,853
税前利润	10,317	11,710	6,549	10,004	11,488	12,263	比率分析						
利润率	24.3%	29.8%	15.0%	20.1%	22.0%	23.0%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-1,586	-1,933	-1,374	-1,801	-2,068	-2,207	每股指标						
所得税率	15.4%	16.5%	21.0%	18.0%	18.0%	18.0%	每股收益	0.701	0.792	0.327	0.738	0.887	0.957
净利润	8,731	9,776	5,176	8,203	9,420	10,056	每股净资产	5.951	6.780	6.903	7.480	8.197	8.975
少数股东损益	3,976	4,261	2,739	2,700	2,810	2,920	每股经营现金净流	2.999	2.978	1.963	2.497	3.388	3.568
归属于母公司的净利润	4,755	5,516	2,437	5,503	6,610	7,136	每股股利	0.245	0.280	0.164	0.160	0.170	0.180
净利率	11.2%	14.0%	5.6%	11.1%	12.7%	13.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	11.78%	11.68%	4.74%	9.87%	10.82%	10.67%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	2.12%	2.41%	1.01%	2.17%	2.51%	2.61%
净利润	8,731	9,776	5,176	8,203	9,420	10,056	投入资本收益率	5.84%	5.82%	3.76%	5.20%	5.58%	5.63%
少数股东损益	3,976	4,261	2,739	2,700	2,810	2,920	增长率						
非现金支出	7,913	7,818	9,065	9,909	10,475	11,041	主营业务收入增长率	3.47%	-7.34%	11.09%	13.69%	5.20%	2.22%
非经营收益	3,686	2,665	3,946	5,240	5,506	5,576	EBIT增长率	-1.35%	5.15%	-29.88%	42.84%	11.63%	5.05%
营运资金变动	24	484	-3,555	-4,742	-150	-73	净利润增长率	8.97%	15.99%	-55.82%	125.84%	20.12%	7.94%
经营活动现金净流	20,354	20,743	14,631	18,611	25,251	26,600	总资产增长率	1.82%	1.86%	5.44%	4.98%	3.88%	4.04%
资本开支	-10,037	-10,188	-9,242	-16,922	-19,287	-21,301	资产管理能力						
投资	133	-842	-647	-250	0	0	应收账款周转天数	43.9	55.8	69.5	81.0	81.0	81.0
其他	1,174	789	801	-539	102	103	存货周转天数	18.9	17.8	13.1	19.0	19.0	19.0
投资活动现金净流	-8,730	-10,242	-9,088	-17,711	-19,185	-21,198	应付账款周转天数	54.2	51.1	39.4	35.0	35.0	35.0
股权募资	977	4,020	8,691	0	0	0	固定资产周转天数	1,146.5	1,245.2	1,539.8	1,364.1	1,301.9	1,274.9
债权募资	-117	-2,656	-4,111	8,161	1,229	1,744	偿债能力						
其他	-11,568	-10,673	-10,982	-6,667	-6,995	-7,141	净负债/股东权益	164.12%	146.30%	139.14%	135.63%	125.89%	117.69%
筹资活动现金净流	-10,708	-9,310	-6,401	1,495	-5,766	-5,397	EBIT利息保障倍数	3.0	3.6	2.4	2.8	3.0	3.1
现金净流量	978	1,105	-893	2,395	301	5	资产负债率	66.89%	63.92%	63.52%	62.48%	60.79%	59.13%

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	2	10	24	38	73
增持	1	2	3	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.33	1.17	1.11	1.07	1.00

来源：聚源数据

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

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

来源：国金证券研究所



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。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，而不应对本报告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

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