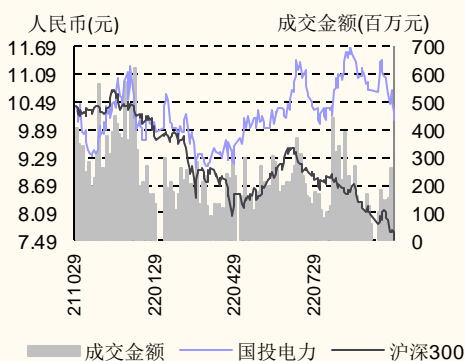


市场价格 (人民币): 10.10 元

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)	752.87
年内股价最高最低(元)	11.70/9.05
沪深 300 指数	3541
上证指数	2916



相关报告

- 1.《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
- 2.《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
- 3.《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

来水偏枯无阻量价齐升，火电电价涨超预期

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	50,528	52,903	53,836
营业收入增长率	-7.34%	11.09%	15.67%	4.70%	1.76%
归母净利润(百万元)	5,516	2,437	5,809	6,717	7,265
归母净利润增长率	15.99%	-55.82%	138.37%	15.63%	8.16%
摊薄每股收益(元)	0.792	0.327	0.779	0.901	0.975
每股经营性现金流净额	2.98	1.96	2.66	3.40	3.57
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.68%	4.74%	10.36%	10.92%	10.77%
P/E	10.91	35.09	12.96	11.21	10.36
P/B	1.27	1.66	1.34	1.22	1.12

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 10月28日晚间，公司发布2022年三季报，22年1~9月合计实现营业收入381.7亿元，同比+18.0%；归母净利润41.3亿元，同比+18.7%。3Q22实现营业收入154.8亿元，同比+18.7%；归母净利润17.8亿元，同比+56.8%。

经营分析

- **水电：来水明显偏枯情况下水电量价双升。**(1)量：受极端天气影响，7-9月雅砻江水量较常年同期分别偏少44%、40%、49%。两杨投产后，公司水电装机容量与调节能力齐增，叠加5-6月蓄水较多及流域梯级电站联合调度等因素，2022年前三季度水电上网电量751.1亿千瓦时(同比+16.9%)，其中3Q22上网电量324.2亿千瓦时(同比+7.14%)。(2)价：电力供需紧张+燃煤电价上涨带动市场电价上浮，公司2022年前三季度平均上网电价0.270元/千瓦时(同比+3.5%)；而因锦官送苏电量尚未结算电费，3Q22平均上网电价0.249元/千瓦时(同比+2.5%)，略低于预期。
- **火电：Q3电价上涨超预期，盈利同比改善。**通过参与电力现货市场和向高耗能售电，22年1~9月，公司位于福建、天津的火电厂上网电价分别较基准价上涨约30%、25%；其中，福建两家电厂通过省间电力交易实现Q3上网电价同比涨超40%，超出预期。Q3公司综合毛利率36.4%，同比+3.6pcts，环比-2.3pcts，主因9月以来，电厂提前补库、产地疫情、大秦线检修、重大会议召开和地缘政治等因素导致煤价上涨；但因平均上网电价涨幅较大，盈利同比仍实现改善。伴随供给侧限制性因素消退，煤价有望回落；且考虑到保供稳价政策持续发力，4Q22煤价高点难超去年同期，火电盈利修复逻辑不变。
- **新能源：装机规模扩张带动电量增长。**22年1~9月新能源上网电量50.4亿千瓦时，同比+3.7%；报告期内合计新增新能源装机25.8万千瓦，较2021年末+7.2%。上网电量增速不及装机增速，主因1H22风资源不及去年同期；Q3风资源改善，上网电量同比+12.8%。

投资建议

- 预计公司2022-2024年实现归母净利润58.1/67.2/72.7亿元，EPS分别为0.78/0.90/0.97元，对应PE为13/11/10倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 来水偏枯，煤价高企，用电需求疲软，装机不及预期，电价波动风险等。

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	50,528	52,903	53,836	货币资金	8,436	9,690	8,887	11,427	11,665	11,517
增长率		-7.3%	11.1%	15.7%	4.7%	1.8%	应收款项	5,769	8,006	10,237	12,069	12,637	12,859
主营业务成本	-25,852	-21,679	-30,901	-32,524	-33,306	-33,327	存货	1,159	955	1,270	1,426	1,460	1,461
%销售收入	60.9%	55.1%	70.7%	64.4%	63.0%	61.9%	其他流动资产	9,570	2,180	1,304	844	848	848
毛利	16,582	17,641	12,780	18,004	19,597	20,509	流动资产	24,934	20,831	21,697	25,766	26,609	26,685
%销售收入	39.1%	44.9%	29.3%	35.6%	37.0%	38.1%	%总资产	11.1%	9.1%	9.0%	10.2%	10.1%	9.7%
营业税金及附加	-947	-947	-942	-1,112	-1,164	-1,184	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	-38	%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	-1,516	-1,587	-1,615	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%	89.8%	89.9%	90.3%
研发费用	-35	-38	-31	-40	-42	-43	资产总计	224,722	228,909	241,370	253,475	263,250	273,707
%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	24,332	25,398	26,930
息税前利润 (EBIT)	14,202	14,933	10,471	15,301	16,766	17,629	应付款项	9,403	9,728	14,778	13,580	13,917	13,933
%销售收入	33.5%	38.0%	24.0%	30.3%	31.7%	32.7%	其他流动负债	8,217	3,532	4,687	3,573	3,748	3,860
财务费用	-4,779	-4,194	-4,291	-5,255	-5,450	-5,511	流动负债	34,220	36,053	37,987	41,485	43,063	44,723
%销售收入	11.3%	10.7%	9.8%	10.4%	10.3%	10.2%	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	10,604	10,542	10,495
公允价值变动收益	9	1	119	30	0	0	负债	150,327	146,324	153,309	158,105	159,620	161,233
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	56,066	61,516	67,439
%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	10,276	11,517	12,320	未分配利润	21,179	24,431	24,404	29,020	34,470	40,393
营业利润率	24.1%	29.5%	14.7%	20.3%	21.8%	22.9%	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	253,475	263,250	273,707
税前利润	10,317	11,710	6,549	10,377	11,618	12,421	比率分析						
利润率	24.3%	29.8%	15.0%	20.5%	22.0%	23.1%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-1,586	-1,933	-1,374	-1,868	-2,091	-2,236	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	0.779	0.901	0.975
净利润	8,731	9,776	5,176	8,509	9,527	10,185	每股净资产	5.951	6.780	6.903	7.521	8.253	9.047
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	2.662	3.403	3.575
归属于母公司的净利润	4,755	5,516	2,437	5,809	6,717	7,265	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%	11.5%	12.7%	13.5%	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%	10.36%	10.92%	10.77%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	2.12%	2.41%	1.01%	2.29%	2.55%	2.65%
净利润	8,731	9,776	5,176	8,509	9,527	10,185	投入资本收益率	5.84%	5.82%	3.76%	5.34%	5.63%	5.67%
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%	15.67%	4.70%	1.76%
非经营收益	3,686	2,665	3,946	5,215	5,451	5,512	EBIT增长率	-1.35%	5.15%	-29.88%	46.13%	9.58%	5.14%
营运资金变动	24	484	-3,555	-3,789	-84	-92	净利润增长率	8.97%	15.99%	-55.82%	138.37%	15.63%	8.16%
经营活动现金净流	20,354	20,743	14,631	19,844	25,369	26,646	总资产增长率	1.82%	1.86%	5.44%	5.02%	3.86%	3.97%
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	80.0	80.0	80.0
其他	1,174	789	801	-539	102	103	存货周转天数	18.9	17.8	13.1	16.0	16.0	16.0
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	41.0	41.0	41.0
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	1,340.7	1,285.8	1,264.8
债权募资	-117	-2,656	-4,111	7,150	1,066	1,532	偿债能力						
其他	-11,568	-10,673	-10,982	-6,641	-6,940	-7,077	净负债/股东权益	164.12%	146.30%	139.14%	133.88%	124.01%	115.75%
筹资活动现金净流	-10,708	-9,310	-6,401	509	-5,874	-5,545	EBIT利息保障倍数	3.0	3.6	2.4	2.9	3.1	3.2
现金净流量	978	1,105	-893	2,642	309	-97	资产负债率	66.89%	63.92%	63.52%	62.37%	60.63%	58.91%

来源：公司公告、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	1	3	21	30	78
增持	1	1	4	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.25	1.16	1.17	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
3	2022-08-31	买入	10.96	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

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