

国投电力 (600886.SH)

来水偏枯无碍水电高增，量价齐升火电盈利恢复可期

核心观点：

- **水电盈利增长、火电持续改善，三季度归母净利润同比+56.8%**。公司发布 2022 年三季报，前三季度公司实现营收 382 亿元(同比+18.0%)，归母净利润 41.3 亿元(同比+18.7%)，其中 Q3 实现归母净利润 17.8 亿元(同比+56.8%)，水电盈利增长和火电持续改善带动公司业绩修复。前三季度公司经营现金流净额达 164 亿元(同比+34.6%)。
- **来水偏枯凸显水库调节能力，浮动电价提升有望增厚业绩**。2022Q3 虽然主要流域来水偏枯，但受保供需要、流域调度优化及两杨电站投产贡献增量影响，Q3 公司水电发电量同比+7.2%，前三季度发电量同比+16.9%。根据川投能源投资收益测算，预计前三季度雅砻江水电实现归母净利润 62.2 亿元(同比+11.3%)。7 月江苏省发改委将锦官电源组送苏落地电价形成机制完善为“基准落地电价+浮动电价”，其中浮动电价为江苏年度交易均价和燃煤基准价之差，8 月起送苏上网电价调整为 0.3195 元/千瓦时(相比前值提升 22.74%)，后续将按年度核定。
- **火电盈利有望改善，绿电建设提速**。前三季度火电发电量 377 亿千瓦时(同比-16.7%)，其中 Q3 为 159 亿千瓦时(同比-7.6%、环比+63.7%)，上网电价维持高位，Q3 同比+32.4%，预计火电盈利有望持续修复。前三季度公司新增风光装机 0.26GW，风光发电量同比+3.7%。雅砻江水电推进水风光建设，规划 2030 年前完成新能源/抽蓄装机 20/5GW，首批项目珂拉光伏、腊巴山风电已开工，预计 2023 年投产。
- **盈利预测与投资建议**。预计公司 2022~2024 年归母净利润分别为 51.0/63.3/68.8 亿元，按最新收盘价对应 PE 分别为 14.8/11.9/10.9 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 18 倍 PE 估值，对应 12.31 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：

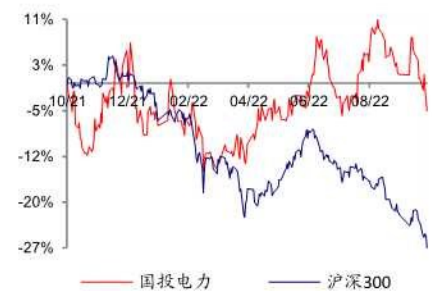
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	39,320	43,682	48,897	52,540	55,733
增长率(%)	-7.3	11.1	11.9	7.4	6.1
EBITDA(百万元)	22,179	19,264	22,088	24,357	25,645
归母净利润(百万元)	5,516	2,437	5,098	6,334	6,883
增长率(%)	16.0	-55.8	109.2	24.2	8.7
EPS(元/股)	0.79	0.33	0.68	0.85	0.92
市盈率(x)	10.91	35.09	14.77	11.89	10.94
ROE(%)	11.7	4.7	9.5	11.2	11.6
EV/EBITDA(x)	8.21	10.82	9.01	8.12	7.65

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	10.10 元
合理价值	12.31 元
前次评级	买入
报告日期	2022-10-31

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：

姜涛



SAC 执证号：S0260521070002



021-38003624



shjiangtao@gf.com.cn

请注意，姜涛并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

国投电力(600886.SH)：水 2022-09-04

电量价齐升，新能源成长空间大

国投电力(600886.SH)：水 2022-05-31

电盈利上升期，新能源迎来大发展

联系人：郝兆升 021-38003800

haozhaosheng@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	20,831	21,697	21,948	28,693	29,489
货币资金	9,690	8,887	7,298	12,389	11,497
应收及预付	7,451	10,092	11,846	13,429	15,010
存货	955	1,270	1,274	1,297	1,362
其他流动资产	2,735	1,448	1,530	1,578	1,621
非流动资产	208,079	219,673	224,187	229,305	235,010
长期股权投资	9,937	9,338	9,338	9,338	9,338
固定资产	134,140	184,275	184,804	185,467	186,246
在建工程	55,436	11,225	14,225	17,725	21,725
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
资产总计	228,909	241,370	246,135	257,998	264,499
流动负债	36,053	37,987	37,744	42,023	38,356
短期借款	7,234	8,591	8,749	12,685	8,213
应付及预收	3,304	4,739	4,942	5,031	5,281
其他流动负债	25,516	24,657	24,053	24,308	24,862
非流动负债	110,271	115,322	114,322	114,322	116,322
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
负债合计	146,324	153,309	152,066	156,346	154,678
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	29,536	32,342	35,102
归属母公司股东权益	47,227	51,456	53,772	56,579	59,338
少数股东权益	35,359	36,604	40,296	45,074	50,482
负债和股东权益	228,909	241,370	246,135	257,998	264,499

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	39,320	43,682	48,897	52,540	55,733
营业成本	21,679	30,901	31,008	31,559	33,131
营业税金及附加	947	942	1,076	1,156	1,226
销售费用	28	29	34	37	39
管理费用	1,695	1,306	1,467	1,576	1,672
研发费用	38	31	39	42	45
财务费用	4,194	4,291	4,956	5,014	5,045
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	587	630	669
营业利润	11,606	6,414	10,847	13,749	15,224
营业外收支	104	135	140	140	140
利润总额	11,710	6,549	10,987	13,889	15,364
所得税	1,933	1,374	2,197	2,778	3,073
净利润	9,776	5,176	8,790	11,111	12,291
少数股东损益	4,261	2,739	3,692	4,778	5,408
归属母公司净利润	5,516	2,437	5,098	6,334	6,883
EBITDA	22,179	19,264	22,088	24,357	25,645
EPS (元)	0.79	0.33	0.68	0.85	0.92

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	20,743	14,631	20,815	24,475	26,489
净利润	9,776	5,176	8,790	11,111	12,291
折旧摊销	7,240	8,625	9,836	10,232	10,645
营运资金变动	484	-3,555	-2,341	-1,411	-983
其它	3,243	4,386	4,530	4,543	4,536
投资活动现金流	-10,242	-9,088	-13,623	-14,580	-15,541
资本支出	-10,188	-9,242	-13,860	-14,860	-15,860
投资变动	-842	-647	-350	-350	-350
其他	789	801	587	630	669
筹资活动现金流	-9,310	-6,401	-8,780	-4,805	-11,840
银行借款	31,985	45,070	-1,842	2,936	-3,472
股权融资	4,020	8,691	0	0	0
其他	-45,315	-60,162	-6,938	-7,741	-8,368
现金净增加额	1,105	-893	-1,589	5,091	-892
期初现金余额	8,448	9,553	8,887	7,298	12,389
期末现金余额	9,553	8,660	7,298	12,389	11,497

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	-7.3%	11.1%	11.9%	7.4%	6.1%
营业利润增长	13.4%	-44.7%	69.1%	26.8%	10.7%
归母净利润增长	16.0%	-55.8%	109.2%	24.2%	8.7%
获利能力					
毛利率	44.9%	29.3%	36.6%	39.9%	40.6%
净利率	24.9%	11.8%	18.0%	21.1%	22.1%
ROE	11.7%	4.7%	9.5%	11.2%	11.6%
ROIC	5.8%	3.8%	4.4%	4.8%	5.0%
偿债能力					
资产负债率	63.9%	63.5%	61.8%	60.6%	58.5%
净负债比率	177.2%	174.1%	161.7%	153.8%	140.8%
流动比率	0.58	0.57	0.58	0.68	0.77
速动比率	0.55	0.53	0.54	0.64	0.72
营运能力					
总资产周转率	0.17	0.18	0.20	0.20	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	38.37	40.51	40.93
每股指标 (元)					
每股收益	0.79	0.33	0.68	0.85	0.92
每股经营现金流	3	2	3	3	4
每股净资产	6.78	6.90	7.21	7.59	7.96
估值比率					
P/E	10.91	35.09	14.77	11.89	10.94
P/B	1.27	1.66	1.40	1.33	1.27
EV/EBITDA	8.21	10.82	9.01	8.12	7.65

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。
- 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 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 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。