

## 国投电力 (600886.SH)

买入 (维持评级)

## 公司点评

证券研究报告

## 来水转丰助力业绩释放,火电盈利修复

## 业绩简评

4月28日晚间公司发布22年年报及23年一季报,22全年实现营收504.9亿元,同比+15.4%;实现归母净利润40.8亿元,同比+66.1%。1Q23实现营收132.6亿元,同比+20.1%;实现归母净利润16.1亿元,同比+55.5%。

## 经营分析

**水电:** 22年来水偏枯阻碍业绩释放,1Q23来水修复量价齐升。1)量:两河口300万千瓦机组于9M21~3M22间投产,装机规模增加16.4%;7M22后来水显著偏枯,但上游水库库容消落及流域梯级调度冲减天气不利影响,22年上网电量986亿千瓦时,同比+12.4%;23年以来雅砻江来水偏丰,1Q23上网电量233亿千瓦时,同比+28.3%。2)价:本地用电需求高增+市场电价上浮,22年上网电价0.272元/千瓦时,同比+6.8%;1Q23平均上网电价0.305元/千瓦时,同比+4.7%;其中仅雅砻江水电电价延续正增长。

**火电:** 需求疲软、成本倒挂使22年业绩承压,23年业绩修复可期。1)量:宏观经济承压导致用电需求疲软,22年上网电量473亿千瓦时,同比-14.6%;23年经济复苏且公司部分火电机组所在地区电力供需偏紧,1Q23上网电量121亿千瓦时,同比+6.9%。2)价:因燃料成本高企且电力供需总体偏紧,“1439号文”后,22年上网电价0.481元/千瓦时,同比+23.8%;1Q23上网电价0.472元/千瓦时,同比+0.4%,说明煤价及供需对电价形成支撑。

**新能源:** 风光装机有望放量。疫情和组件价格高企影响装机进度,22年风光合计上网电量66亿千瓦时,同比+4.9%(增速同比-31.4pcts)。2023年风光上网电量有望高增:行业层面看,全面放开叠加风机及组件降价、风光装机有望放量,并且风资源有所改善;公司层面看,百万千瓦级坷拉光伏电站计划于年内投产。1Q23公司风光上网电量20亿千瓦时,同比+27.3%。虽然全面平价上网和市场化交易占比扩大致使风光上网电价持续下行,但以量换价有望维持新能源板块业绩增长。

## 盈利预测、估值与评级

23年来水修复、煤价下行、风光装机放量,公司业绩有望迎来高增。我们预计公司2023~2025年分别实现归母净利润54.4/63.1/69.0亿元,EPS分别为0.73/0.85/0.93元,公司股票现价对应PE估值分别为16倍、14倍和13倍,维持“买入”评级。

## 风险提示

来水情况、煤价下行、用电需求、新能源装机不及预期风险;电价波动风险等。

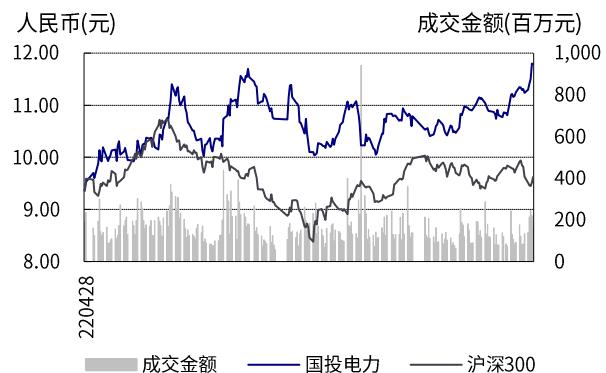
## 石油化工组

分析师: 许隽逸 (执业 S1130519040001)  
xujunyi@gjzq.com.cn

市价(人民币): 11.79元

## 相关报告:

- 《来水偏枯无阻量价齐升,火电电价涨超预期-国投电力三季报点评》, 2022.10.29
- 《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
- 《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



## 公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	43,682	50,489	54,962	58,551	61,951
营业收入增长率	11.09%	15.58%	8.86%	6.53%	5.81%
归母净利润(百万元)	2,437	4,079	5,441.7	6,311.1	6,899
归母净利润增长率	-55.82%	67.40%	33.39%	15.98%	9.32%
摊薄每股收益(元)	0.327	0.547	0.730	0.847	0.926
每股经营性现金流净额	1.96	2.95	2.68	3.90	4.12
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.74%	7.48%	9.26%	9.90%	9.98%
P/E	35.09	19.79	16.15	13.93	12.74
P/B	1.66	1.48	1.50	1.38	1.27

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 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）						
主营业务收入	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	货币资金	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
	39,320	43,682	50,489	54,962	58,551	61,951	应收账款	9,690	8,887	11,639	11,874	17,340	22,428
增长率			11.1%	15.6%	8.9%	6.5%	存货	8,006	10,237	9,814	11,568	12,323	13,039
主营业务成本	-21,679	-30,901	-34,311	-33,048	-35,040	-36,936	其他流动资产	955	1,270	1,217	1,268	1,344	1,417
%销售收入	55.1%	70.7%	68.0%	60.1%	59.8%	59.6%	流动资产	2,180	1,304	652	1,065	1,083	1,100
毛利	17,641	12,780	16,178	21,913	23,511	25,015	%总资产	20,831	21,697	23,322	25,775	32,090	37,984
%销售收入	44.9%	29.3%	32.0%	39.9%	40.2%	40.4%	长期投资	9.1%	9.0%	9.0%	10.0%	12.0%	13.5%
营业税金及附加	-947	-942	-971	-1,209	-1,288	-1,363	固定资产	11,300	13,157	15,109	15,577	15,577	15,577
%销售收入	2.4%	2.2%	1.9%	2.2%	2.2%	2.2%	%总资产	189,577	195,500	206,819	205,619	207,885	216,640
销售费用	-28	-29	-37	-38	-41	-43	无形资产	82.8%	81.0%	80.1%	79.6%	77.9%	76.9%
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	非流动资产	4,942	5,868	5,928	6,121	6,335	6,557
管理费用	-1,695	-1,306	-1,480	-1,649	-1,757	-1,859	%总资产	208,079	219,673	234,933	232,389	234,836	243,783
%销售收入	4.3%	3.0%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%	资产总计	90.9%	91.0%	91.0%	90.0%	88.0%	86.5%
研发费用	-38	-31	-40	-44	-47	-50	<b>资产总计</b>	<b>228,909</b>	<b>241,370</b>	<b>258,254</b>	<b>258,164</b>	<b>266,926</b>	<b>281,766</b>
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	短期借款	22,793	18,522	21,748	15,022	9,232	9,232
息税前利润（EBIT）	14,933	10,471	13,650	18,973	20,378	21,701	应付款项	9,728	14,778	21,513	13,830	14,666	15,461
%销售收入	38.0%	24.0%	27.0%	34.5%	34.8%	35.0%	其他流动负债	3,532	4,687	1,501	3,999	4,221	4,423
财务费用	-4,194	-4,291	-4,655	-4,636	-4,340	-4,115	流动负债	36,053	37,987	44,762	32,851	28,118	29,116
%销售收入	10.7%	9.8%	9.2%	8.4%	7.4%	6.6%	长期贷款	103,441	104,016	106,364	107,364	108,364	108,864
资产减值损失	-578	-440	-63	0	0	0	其他长期负债	6,830	11,306	13,504	13,296	13,514	13,459
公允价值变动收益	1	119	22	2	0	0	负债	146,324	153,309	164,630	153,511	149,996	151,439
投资收益	1,349	102	273	300	300	300	<b>普通股股东权益</b>	<b>47,227</b>	<b>51,456</b>	<b>54,517</b>	<b>58,762</b>	<b>63,731</b>	<b>69,140</b>
%税前利润	11.5%	1.6%	2.9%	2.0%	1.8%	1.7%	其中：股本	6,966	7,454	7,454	7,454	7,454	7,454
营业利润	11,606	6,414	9,412	14,839	16,538	18,086	未分配利润	24,431	24,404	26,820	31,069	36,039	41,447
营业利润率	29.5%	14.7%	18.6%	27.0%	28.2%	29.2%	少数股东权益	35,359	36,604	39,108	45,891	53,199	61,187
营业外收支	104	135	21	70	70	70	<b>负债股东权益合计</b>	<b>228,909</b>	<b>241,370</b>	<b>258,254</b>	<b>258,164</b>	<b>266,926</b>	<b>281,766</b>
税前利润	11,710	6,549	9,433	14,909	16,608	18,156							108709.26
利润率	29.8%	15.0%	18.7%	27.1%	28.4%	29.3%							14.6
所得税	-1,933	-1,374	-1,753	-2,684	-2,989	-3,268	<b>比率分析</b>						
所得税率	16.5%	21.0%	18.6%	18.0%	18.0%	18.0%	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
净利润	9,776	5,176	7,680	12,225	13,619	14,888	<b>每股指标</b>						
少数股东损益	4,261	2,739	3,601	6,783	7,308	7,989	每股收益	0.792	0.327	0.547	0.730	0.847	0.926
非现金支出	7,818	9,065	9,732	10,434	10,974	11,490	每股净资产	6.780	6.903	7.314	7.883	8.550	9.275
非经营收益	2,665	3,946	4,392	4,499	4,257	4,140	每股经营现金流	2.978	1.963	2.946	2.676	3.900	4.122
营运资金变动	484	-3,555	160	-7,207	222	206	每股股利	0.245	0.280	0.164	0.160	0.180	0.200
经营活动现金净流	20,743	14,631	21,964	19,950	29,072	30,724	<b>回报率</b>						
资本开支	-10,188	-9,242	-15,177	-7,397	-13,351	-20,366	净资产收益率	11.68%	4.74%	7.48%	9.26%	9.90%	9.98%
投资	-842	-647	-980	-90	0	0	总资产收益率	2.41%	1.01%	1.58%	2.11%	2.36%	2.45%
其他	789	801	468	-81	300	300	投入资本收益率	5.82%	3.76%	4.77%	6.51%	6.77%	6.83%
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-10,242</b>	<b>-9,088</b>	<b>-15,689</b>	<b>-7,569</b>	<b>-13,051</b>	<b>-20,066</b>	<b>增长率</b>						
股权融资	4,020	8,691	2,530	0	0	0	主营业务收入增长率	-7.34%	11.09%	15.58%	8.86%	6.53%	5.81%
债权融资	-2,656	-4,111	3,170	-5,953	-4,490	500	EBIT 增长率	5.15%	-29.88%	30.36%	39.00%	7.41%	6.49%
其他	-10,673	-10,982	-9,274	-6,056	-5,968	-6,001	净利润增长率	15.99%	-55.82%	67.40%	33.39%	15.98%	9.32%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-9,310</b>	<b>-6,401</b>	<b>-3,574</b>	<b>-12,009</b>	<b>-10,458</b>	<b>-5,501</b>	总资产增长率	1.86%	5.44%	7.00%	-0.04%	3.39%	5.56%
<b>现金净流量</b>	<b>1,105</b>	<b>-893</b>	<b>2,726</b>	<b>372</b>	<b>5,562</b>	<b>5,156</b>	<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	55.8	69.5	67.1	70.0	70.0	70.0
							存货周转天数	17.8	13.1	13.2	14.0	14.0	14.0
							应付账款周转天数	51.1	39.4	40.9	41.0	41.0	41.0
							固定资产周转天数	1,245.2	1,539.8	1,406.0	1,296.9	1,212.8	1,138.9
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	146.30%	139.14%	135.92%	116.37%	95.64%	82.29%
							EBIT 利息保障倍数	3.6	2.4	2.9	4.1	4.7	5.3
							资产负债率	63.92%	63.52%	63.75%	59.46%	56.19%	53.75%

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

来源：聚源数据

### 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
4	2022-10-29	买入	10.10	N/A

来源：国金证券研究所

### 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



### 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。

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，而不应视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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
紫竹国际大厦7楼		嘉里建设广场T3-2402