

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

国投电力 (600886.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

李春驰 电力公用联席首席分析师

执业编号: S1500522070001

联系电话: 010-83326723

邮箱: lichunchi@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

来水恢复叠加火电降本, Q3 业绩同环比大增

2023 年 10 月 28 日

事件: 10 月 27 日公司发布 2023 年三季报, 2023 年前三季度公司实现营业收入 425.49 亿元, 同比增长 11.5%; 实现归母净利润 60.52 亿元, 同比增长 46.7%; 扣非后归母净利润 60.24 亿元, 同比增长 49.7%; 经营活动产生的现金流量 175.57 亿元, 同比增长 7.0%, 基本每股收益 0.79 元。2023Q3 公司实现营业收入 161.82 亿元, 同比增长 4.6%, 环比增长 23.4%; **实现归母净利润 27.15 亿元, 同比增长 52.7%, 环比增长 57.6%。**

2023Q3 归母净利润同环比大幅增长主要由于: 1) 雅砻江水电上网电价同比上涨, 上网电量环比大幅改善; 2) 火电燃煤成本同比显著下降; 3) 新能源装机量增长带动发电量增长。

点评:

- **水电: Q3 雅砻江来水逐渐恢复, 电价上涨带动盈利提升。** 2023Q3 公司水电机组所在流域来水逐渐恢复, 公司水电上网电量 300.15 亿千瓦时, 环比上升 89.05%, 同比下降 7.43%; **其中 9 月水电上网电量显著恢复, 达到 116.06 亿千瓦时, 同比上升 49.60%;** 2023 年前三季度公司水电上网电量 691.38 亿千瓦时, 同比下降 7.95%; 水电平均上网电价 0.299 元/千瓦时, 同比增长 10.74%。**1) 雅砻江水电:** 2023Q3 雅砻江水电上网电量 269.15 亿千瓦时, 同比下降 8.69%, 其中 9 月上网电量 104.54 亿千瓦时, 同比上升 50.68%; 前三季度雅砻江水电上网电量 616.02 亿千瓦时, 同比下降 7.44%; 受益于锦官电源组送苏电价的抬升以及来水偏枯下四川省内水电电价上浮, **Q3 雅砻江水电平均上网电价达到 0.289 元/千瓦时, 同比增长 14.68%;** 前三季度雅砻江水电平均上网电价 0.309 元/千瓦时, 同比增长 11.96%。**2) 国投大朝山:** 2023Q3 澜沧江流域的国投大朝山实现上网电量 20.06 亿千瓦时, 同比增加 8.16%; 平均上网电价 0.189 元/千瓦时, 同比下降 2.16%。**3) 国投小三峡:** 2023Q3 黄河流域的国投小三峡上网电量 10.95 亿千瓦时, 同比增加 0.18%; 平均上网电价 0.25 元/千瓦时, 同比下降 9.42%。
- **火电: 火电电量稳步增长, 成本压力缓解带动利润持续修复。** 收入端: 公司火电机组所在区域全社会用电量增长叠加水电出力不足, **2023Q3 公司火电上网电量 160.54 亿千瓦时, 同比增长 7.99%;** 火电平均上网电价 0.474 元/千瓦时, 同比下降 5.39%, 主要由于福建区域上年同期市场化电价基数较高; 前三季度公司火电平均上网电价 0.473 元/千瓦时, 同比下降 2.27%。**成本端:** 2023Q3 煤价中枢环比小幅下降, 秦皇岛动力煤 (Q5500) 平仓价环比下降 5.7%, 同比下降 31.6%; 广州港印尼煤 (Q5500) 库提价环比下降 9.1%, 同比下降 25.8%, 公司燃料成本压力持续缓解。
- **新能源: 装机增长带动电量大幅上升, 新能源业务维持较快增速。** 2023Q3 公司新增风电、光伏装机容量 63.32 万千瓦。受新能源项目投

产以及部分区域风光资源好于同期的影响，2023 前三季度公司新能源实现上网电量 43.65 亿千瓦时，同比增长 30.03%，其中风电上网电量 32.79 亿千瓦时，同比增长 35.04%，光伏上网电量 10.86 亿千瓦时，同比增长 16.88%。受新投产机组平价上网的影响，2023Q3 新能源上网电价下降，风电平均上网电价 0.457 元/千瓦时，同比下降 5.97%，光伏发电平均上网电价 0.613 元/千瓦时，同比下降 27.71%。

- **雅砻江优质大水电资产稀缺性凸显，水电业务兼具稳健及高成长性。**公司水电业务的核心资产雅砻江水电为雅砻江流域水电资源开发的唯一主体。雅砻江为我国第三大水电开发基地，流域自然资源禀赋优越，在目前我国剩余可开发水电资源不足的背景下，雅砻江水电作为优质大水电资产的稀缺性凸显。此外，流域已建成二滩、锦屏一级、两河口三大调节水库，梯级调度能力强，雅砻江流域水电的发电利用小时数高且年际波动较小，公司水电的经营稳健性凸显。雅砻江全流域规划装机量 3000 多万千瓦，目前已开发 1920 万千瓦，待开发资源储备丰富。2021-2022 年两河口、杨房沟电站陆续投产，装机量合计 450 万千瓦，随着两河口今年基本完成蓄水、电站自身发电能力及对下游的梯级补偿效益将不断释放，我们预计明年雅砻江流域水电仍将贡献明显的发电增量。此外，卡拉、孟底沟水电站在建，装机量合计 342 万千瓦，公司预计将于 2029-2030 投产；中游牙根一级（已获核准）、牙根二级、愣古以及上游 10 座水电站处于前期规划阶段，装机量合计 738 万千瓦。截至 2023 年一季度，公司在建及规划水电装机量共 1131 万千瓦，未来增长空间约五成。
- **雅砻江水风光互补优势显著，新能源装机增长提速下成长空间可期。**截至 2023Q3，公司新能源装机量合计 607.05 万千瓦，公司新能源装机增速快，近五年光伏装机量 CAGR 达 60%，风电 CAGR 达 24.5%，远超全国风光装机量增速。根据公司规划，“十四五”期间公司新能源装机规模将达 1472 万千瓦，到 2025 年装机增长空间达 1000 万千瓦。公司在雅砻江打造水风光一体化基地有显著的项目获取及消纳优势，雅砻江流域水风光互补示范基地远期规划新能源装机量超 4000 万千瓦，开发潜力较大；2023 年 6 月 26 日，公司的雅砻江柯拉光伏电站一期 100 万千瓦项目投产（目前全球最大水光互补电站），公司雅砻江水风光一体化建设取得重大进展，光伏装机量上新台阶。
- **盈利预测及评级：**国投电力坐拥雅砻江优质、稀缺大水电资产，受益于 2023Q3 以来的来水改善，水电业绩有望显著增长；新能源业务高速发展，火电业绩有望大幅改善。我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测分别为 73.4 亿元、87.0 亿元、95.6 亿元，对应增速 79.9%/18.6%/9.8%，EPS 分别为 0.98 元、1.17 元、1.28 元，对应 10 月 27 日收盘价的 PE 分别为 12.15X/10.25X/9.33X，维持“买入”评级。
- **风险因素：**国内外煤炭价格大幅上涨；公司水电项目所在流域来水较差；两杨电价不确定性；公司新能源项目建设进展不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	43,766	50,489	59,052	63,294	67,423
增长率 YoY %	11.3%	15.4%	17.0%	7.2%	6.5%
归属母公司净利润(百万元)	2,456	4,079	7,339	8,700	9,555

增长率 YoY%	-55.5%	66.1%	79.9%	18.6%	9.8%
毛利率%	29.3%	32.0%	41.8%	44.1%	44.3%
净资产收益率 ROE%	4.8%	7.5%	12.6%	13.9%	14.2%
EPS(摊薄)(元)	0.33	0.55	0.98	1.17	1.28
市盈率 P/E(倍)	36.30	21.85	12.15	10.25	9.33
市净率 P/B(倍)	1.73	1.64	1.53	1.43	1.33

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年10月27日收盘价

资产负债表		单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	21,697	23,322	35,124	49,415	66,269	
货币资金	8,887	11,639	20,055	36,328	49,389	
应收票据	85	44	107	55	117	
应收账款	9,583	8,972	12,705	10,505	14,222	
预付账款	424	187	187	192	205	
存货	1,270	1,217	938	956	1,099	
其他	1,448	1,263	1,133	1,378	1,237	
非流动资产	219,709	234,933	235,686	236,087	236,158	
长期股权投资	9,338	9,760	10,183	10,606	11,029	
固定资产（合计）	184,312	194,485	195,507	195,300	194,150	
无形资产	5,588	5,665	5,742	5,819	5,896	
其他	20,471	25,022	24,253	24,361	25,084	
资产总计	241,406	258,254	270,810	285,501	302,427	
流动负债	37,987	44,762	45,202	45,897	47,644	
短期借款	8,591	11,299	11,299	11,299	11,299	
应付票据	1,127	461	1,128	507	1,232	
应付账款	3,605	4,087	3,613	4,313	4,113	
其他	24,664	28,916	29,162	29,778	31,000	
非流动负债	115,321	119,868	121,868	123,868	125,868	
长期借款	104,016	106,364	107,364	108,364	109,364	
其他	11,305	13,504	14,504	15,504	16,504	
负债合计	153,308	164,630	167,070	169,765	173,512	
少数股东权益	36,623	39,108	45,585	53,264	61,697	
归属母公司股东权益	51,475	54,517	58,154	62,473	67,218	
负债和股东权益	241,406	258,254	270,810	285,501	302,427	

重要财务指标			单位: 百万元		
主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	43,766	50,489	59,052	63,294	67,423
同比(%)	11.3%	15.4%	17.0%	7.2%	6.5%
归属母公司净利润	2,456	4,079	7,339	8,700	9,555
同比(%)	-55.5%	66.1%	79.9%	18.6%	9.8%
毛利率(%)	29.3%	32.0%	41.8%	44.1%	44.3%
ROE(%)	4.8%	7.5%	12.6%	13.9%	14.2%
EPS（摊薄）(元)	0.33	0.55	0.98	1.17	1.28
P/E	36.30	21.85	12.15	10.25	9.33
P/B	1.73	1.64	1.53	1.43	1.33
EV/EBITDA	10.80	8.90	6.47	5.46	4.88

利润表	单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	43,766	50,489	59,052	63,294	67,423
营业成本	30,950	34,311	34,346	35,353	37,582
营业税金及附加	942	971	1,136	1,217	1,297
销售费用	29	37	44	47	50
管理费用	1,306	1,480	1,731	1,855	1,976
研发费用	31	40	47	50	53
财务费用	4,291	4,655	4,972	4,884	4,638
减值损失合计	-321	-184	-340	-340	-340
投资净收益	102	273	319	342	365
其他	453	327	190	206	221
营业利润	6,450	9,412	16,948	20,097	22,072
营业外收支	135	21	21	21	21
利润总额	6,585	9,433	16,969	20,118	22,094
所得税	1,372	1,753	3,154	3,739	4,106
净利润	5,213	7,680	13,816	16,380	17,988
少数股东损益	2,757	3,601	6,477	7,679	8,433
归属母公司净利润	2,456	4,079	7,339	8,700	9,555
EBITDA	19,300	23,441	32,560	35,948	37,983
EPS（当年）（元）	0.32	0.52	0.98	1.17	1.28

现金流量表			单位:		
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	14,631	21,964	26,308	34,901	32,172
净利润	5,213	7,680	13,816	16,380	17,988
折旧摊销	8,625	9,669	10,592	10,944	11,274
财务费用	4,370	4,736	5,205	5,285	5,365
投资损失	-102	-273	-319	-342	-365
营运资金变动	-3,591	160	-3,306	2,317	-2,407
其它	116	-9	321	319	317
投资活动现金流	-9,088	-15,689	-10,986	-10,961	-10,937
资本支出	-9,242	-15,177	-8,802	-8,801	-8,799
长期投资	-647	-980	-2,523	-2,523	-2,523
其他	801	468	340	363	385
筹资活动现金流	-6,401	-3,574	-6,874	-7,635	-8,142
吸收投资	8,691	2,530	0	0	0
借款	45,070	48,824	1,000	1,000	1,000
支付利息或股息	-11,000	-9,129	-8,874	-9,635	-10,142
现金净增加额	-893	2,726	8,416	16,273	13,061



研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，CPA，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，天津大学电气工程及其自动化专业学士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭、煤化工行业的研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。