

国投电力 (600886.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

火电降本水电涨价，多能并济打开成长

业绩简评

10月27日晚间公司发布23年三季报，1~3Q23实现营收425.5亿元，同比+11.5%；实现归母净利60.5亿元，同比+46.7%。3Q23实现营收161.8亿元，同比+4.6%；实现归母净利27.2亿元，同比+52.7%。

经营分析

水电：3Q23 电量改善但仍承压，以价补量营收同比+4.4%。1)量：3Q23西南降水同、环比均改善，但受去年下半年起来水持续偏枯影响，电量修复将滞后于来水修复。1~3Q23上网电量691亿千瓦时，同比-8.0%；3Q23上网电量300亿千瓦时，同比-7.4%。2)价：电力供需偏紧+市场电价上浮+锦官送苏电价上涨，1~3Q23上网电价0.299元/千瓦时，同比+10.7%；3Q23上网电价0.281元/千瓦时，同比+12.9%；其中雅砻江水电电价涨幅最大。但由于3Q23来水改善，并且西南和长三角平均气温低于去年同期，电力供需紧张程度有所缓解，因此电价上涨幅度环比收窄。而当前涨幅仍足以弥补电量下降，预计公司3Q23水电业务实现营收84.3亿元，同比+4.4%。

火电：补水电缺位电量高增，降本主力驱动盈利改善。1)量：水电缺位+公司火电机组所在地区电力供需偏紧，1~3Q23上网电量418亿千瓦时，同比+18.7%；3Q23上网电量160.5亿千瓦时，同比+8.0%。2)价：受省间电力现货价格上限由10元/千瓦时下降至3元/千瓦时影响，公司参与跨省跨区电力交易的机组平均上网电价同比下降。1~3Q23上网电价0.473元/千瓦时，同比-2.3%；3Q23上网电价环比+0.4%而同比-5.4%。预计三季度公司火电业务实现营收76.1亿元，以量补价同比+2.2%；然而成本下降仍是利润增长的主要驱动力。

绿电：装机有序放量+资源同比改善共助发电利润增长。公司积极发展绿电点亮第二增长极。3Q23公司新能源上网电量24亿千瓦时，同比+42.1%。另外，新能源装机是发电量的先行指标，3Q23公司新增风光装机63.3万千瓦、较去年同期大增993.6%，将反映在明年的电量上。虽然平价上网项目占比扩大致使3Q23风、光上网电价结构性下滑，但以量补价叠加风机及组件持续降本下，新能源业务的盈利前景仍可期，并且为公司的成长注入可持续性。

盈利预测、估值与评级

来水改善、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61.4/70.7/75.8亿元，EPS分别为0.82/0.95/1.02元，公司股票现价对应PE估值分别为15倍、13倍和12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。

国金证券研究所

分析师：许隽逸 (执业 S1130519040001)

xujunyi@gjzq.com.cn

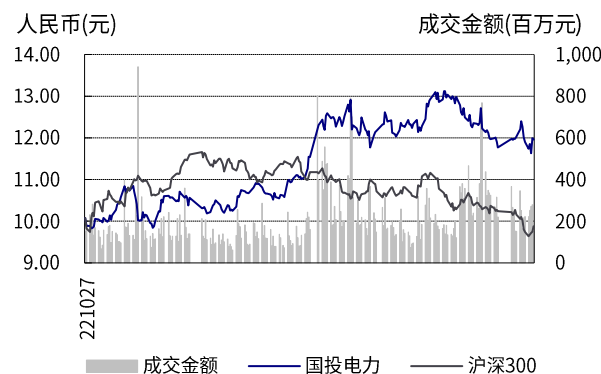
联系人：唐执敬

tangzhijing@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：11.96 元

相关报告：

- 《国投电力公司点评：电价上涨弥补来水偏枯，火电改善绿电放量》，2023.8.30
- 《国投电力公司点评：来水转丰助力业绩释放，火电盈利修复》，2023.4.29
- 《来水偏枯无量价齐升，火电电价涨超预期-国投电力三季报点评》，2022.10.29



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	53,994	59,479	62,868
营业收入增长率	11.09%	15.58%	6.94%	10.16%	5.70%
归母净利润(百万元)	2,437	4,079	6,137.6	7,074.4	7,578
归母净利润增长率	-55.82%	67.40%	50.45%	15.26%	7.12%
摊薄每股收益(元)	0.327	0.547	0.823	0.949	1.017
每股经营性现金流净额	1.96	2.95	2.90	3.98	4.14
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.74%	7.48%	10.33%	10.86%	10.64%
P/E	35.09	19.79	14.53	12.60	11.76
P/B	1.66	1.48	1.50	1.37	1.25

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)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	39,320	43,682	50,489	53,994	59,479	62,868
增长率	11.1%	15.6%	6.9%	10.2%	5.7%	
主营业务成本	-21,679	-30,901	-34,311	-31,739	-34,967	-37,189
%销售收入	55.1%	70.7%	68.0%	58.8%	58.8%	59.2%
毛利	17,641	12,780	16,178	22,254	24,512	25,679
%销售收入	44.9%	29.3%	32.0%	41.2%	41.2%	40.8%
营业税金及附加	-947	-942	-971	-918	-1,011	-1,069
%销售收入	2.4%	2.2%	1.9%	1.7%	1.7%	1.7%
销售费用	-28	-29	-37	-38	-42	-44
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-1,695	-1,306	-1,480	-1,458	-1,606	-1,697
%销售收入	4.3%	3.0%	2.9%	2.7%	2.7%	2.7%
研发费用	-38	-31	-40	-87	-96	-102
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
息税前利润 (EBIT)	14,933	10,471	13,650	19,754	21,757	22,767
%销售收入	38.0%	24.0%	27.0%	36.6%	36.6%	36.2%
财务费用	-4,194	-4,291	-4,655	-4,217	-3,940	-3,734
%销售收入	10.7%	9.8%	9.2%	7.8%	6.6%	5.9%
资产减值损失	-578	-440	-63	-50	-50	-50
公允价值变动收益	1	119	22	-74	0	0
投资收益	1,349	102	273	600	700	800
%税前利润	11.5%	1.6%	2.9%	3.7%	3.8%	4.0%
营业利润	11,606	6,414	9,412	16,102	18,557	19,873
营业利润率	29.5%	14.7%	18.6%	29.8%	31.2%	31.6%
营业外收支	104	135	21	50	60	70
税前利润	11,710	6,549	9,433	16,152	18,617	19,943
利润率	29.8%	15.0%	18.7%	29.9%	31.3%	31.7%
所得税	-1,933	-1,374	-1,753	-2,907	-3,351	-3,590
所得税率	16.5%	21.0%	18.6%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	9,776	5,176	7,680	13,244	15,266	16,353
少数股东损益	4,261	2,739	3,601	7,107	8,191	8,775
归属于母公司的净利润	5,516	2,437	4,079	6,138	7,074	7,578
净利率	14.0%	5.6%	8.1%	11.4%	11.9%	12.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	9,776	5,176	7,680	13,244	15,266	16,353
少数股东损益	4,261	2,739	3,601	7,107	8,191	8,775
非现金支出	7,818	9,065	9,732	9,638	9,906	10,391
非经营收益	2,665	3,946	4,392	4,144	3,713	3,521
营运资金变动	484	-3,555	160	-5,419	801	573
经营活动现金净流	20,743	14,631	21,964	21,607	29,686	30,838
资本开支	-10,188	-9,242	-15,177	-580	-13,358	-20,364
投资	-842	-647	-980	-387	0	0
其他	789	801	468	-1,275	700	800
投资活动现金净流	-10,242	-9,088	-15,689	-2,241	-12,658	-19,564
股权募资	4,020	8,691	2,530	0	0	0
债权募资	-2,656	-4,111	3,170	-3,532	-2,200	-2,200
其他	-10,673	-10,982	-9,274	-5,776	-5,820	-5,887
筹资活动现金净流	-9,310	-6,401	-3,574	-9,309	-8,020	-8,087
现金净流量	1,105	-893	2,726	10,057	9,008	3,186

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	9,690	8,887	11,639	21,559	30,470	33,588
应收账款	8,006	10,237	9,814	11,075	12,200	12,895
存货	955	1,270	1,217	1,217	1,341	1,426
其他流动资产	2,180	1,304	652	1,065	1,104	1,131
流动资产	20,831	21,697	23,322	34,916	45,115	49,040
%总资产	9.1%	9.0%	9.0%	13.3%	16.3%	16.9%
长期投资	11,300	13,157	15,109	17,355	17,355	17,355
固定资产	189,577	195,500	206,819	197,609	200,936	210,783
%总资产	82.8%	81.0%	80.1%	75.1%	72.6%	72.5%
无形资产	4,942	5,868	5,928	6,196	6,419	6,652
非流动资产	208,079	219,673	234,933	228,181	231,698	241,747
%总资产	90.9%	91.0%	91.0%	86.7%	83.7%	83.1%
资产总计	228,909	241,370	258,254	263,097	276,813	290,787
短期借款	22,793	18,522	21,748	8,402	8,402	8,402
应付款项	9,728	14,778	21,513	16,767	18,472	19,642
其他流动负债	3,532	4,687	1,501	2,503	2,876	3,079
流动负债	36,053	37,987	44,762	27,672	29,750	31,123
长期贷款	103,441	104,016	106,364	116,364	114,364	112,364
其他长期负债	6,830	11,306	13,504	13,423	13,138	12,876
负债	146,324	153,309	164,630	157,459	157,252	156,363
普通股股东权益	47,227	51,456	54,517	59,423	65,156	71,243
其中：股本	6,966	7,454	7,454	7,454	7,454	7,454
未分配利润	24,431	24,404	26,820	31,765	37,498	43,585
少数股东权益	35,359	36,604	39,108	46,214	54,406	63,181
负债股东权益合计	228,909	241,370	258,254	263,097	276,813	290,787

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.792	0.327	0.547	0.823	0.949	1.017
每股净资产	6.780	6.903	7.314	7.972	8.741	9.558
每股经营现金净流	2.978	1.963	2.946	2.899	3.982	4.137
每股股利	0.245	0.280	0.164	0.160	0.180	0.200
回报率						
净资产收益率	11.68%	4.74%	7.48%	10.33%	10.86%	10.64%
总资产收益率	2.41%	1.01%	1.58%	2.33%	2.56%	2.61%
投入资本收益率	5.82%	3.76%	4.77%	6.70%	7.04%	7.01%
增长率						
主营业务收入增长率	-7.34%	11.09%	15.58%	6.94%	10.16%	5.70%
EBIT 增长率	5.15%	-29.88%	30.36%	44.72%	10.14%	4.64%
净利润增长率	15.99%	-55.82%	67.40%	50.45%	15.26%	7.12%
总资产增长率	1.86%	5.44%	7.00%	1.88%	5.21%	5.05%
资产管理能力						
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	1,258.2	1,144.5	1,082.2
偿债能力						
净负债/股东权益	146.30%	139.14%	135.92%	107.79%	85.94%	72.48%
EBIT 利息保障倍数	3.6	2.4	2.9	4.7	5.5	6.1
资产负债率	63.92%	63.52%	63.75%	59.85%	56.81%	53.77%

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
5	2023-04-29	买入	11.79	N/A
6	2023-08-30	买入	12.61	N/A

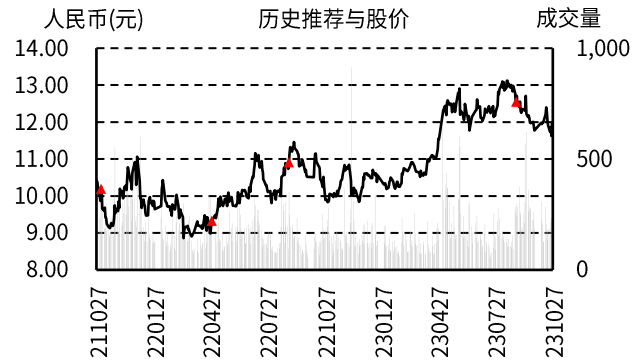
来源：国金证券研究所

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: 021-80234211	电话: 010-85950438	电话: 0755-83831378
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	传真: 0755-83830558
邮编: 201204	邮编: 100005	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
地址: 上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址: 北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	邮编: 518000 地址: 深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806