

国投电力 (600886.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

水电以价补量增收,火电弹性持续释放

业绩简评

4月29日晚间公司发布2023年年报及2024年一季报,2023全年实现营收567.1亿元,同比+12.3%;实现归母净利润67.1亿元,同比+64.3%。1Q24实现营收141.1亿元,同比+6.4%;实现归母净利润20.4亿元,同比+26.1%。

经营分析

水电: 23年以价补量实现营收同比+7.6%, 1Q24来水偏枯拖累持续。 1)量: 新机组投产对电量增发的拉动效应自4M23起消退,来水情况对发电量的影响力增加。23年雅砻江来水量同比偏枯约14.1%;期间完成上网电量936亿千瓦时,同比-5.1%。1Q24西南来水持续偏枯,期间完成上网电量213亿千瓦时,同比-8.4%。2)价: 23年锦官送苏电源组上网电价受益于江苏省市场化交易电价上浮而上涨,全年平均上网电价0.300元/kWh,同比+10.3%;1Q24上网电价0.318元/kWh,同比+4.3%,主受电量结构变化影响。

火电: 宏观经济复苏+市场煤价下行, 业绩弹性持续释放。 1)量: 23年宏观经济复苏叠加水电缺位,全年完成上网电量546亿千瓦时,同比+15.3%;国投钦州三期1号机组投产、福建核电机组检修及去年同期低基数的影响下,1Q24上网电量143亿千瓦时,同比+17.9%。2)价: 市场煤价带动燃料成本下行,23年上网电价0.472元/kWh,同比-1.9%;1Q24上网电价0.463元/kWh,同比-1.9%。1Q24秦港市场煤价已同比下降20.1%,火电业绩弹性持续兑现。

新能源: 光伏装机放量, 电价结构性承压。 1)量: 23年风机和组件价格大幅下行激励新能源项目开发加速,全年风、光装机量分别同比+7.9%、+133.0%。23年风、光分别完成上网电量63、29亿千瓦时,同比分别+33.2%、+60.4%;1Q24风、光分别完成上网电量17、11亿千瓦时,同比分别+16.2%、+134.7%。2)价: 新能源进入平价上网时代,23年公司光伏装机增量较大致使上网电价结构性下降。1Q24风、光上网电价同比分别+1.0%、-33.2%。长期看新能源入市路径清晰,而市场化将带来量价风险敞口扩大。

盈利预测、估值与评级

24年煤价中枢将继续下行、来水有望改善,公司业绩持续增长可期。我们预计公司2024~2026年分别实现归母净利润70.3/74.9/79.0亿元,EPS分别为0.94/1.00/1.06元,公司股票现价对应PE估值分别为16倍、15倍和14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;市场化交易带来量价波动风险等。

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): 15.25元

相关报告:

- 《国投电力公司点评: 火电降本水电涨价, 多能并济打开成长》, 2023.10.28
- 《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



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	50,489	56,712	59,426	60,028	59,746
营业收入增长率	15.58%	12.32%	4.79%	1.01%	-0.47%
归母净利润(百万元)	4,079	6,705	7,034	7,487	7,904
归母净利润增长率	67.40%	64.36%	4.91%	6.43%	5.57%
摊薄每股收益(元)	0.547	0.899	0.944	1.004	1.060
每股经营性现金流净额	2.95	2.85	3.95	3.82	3.97
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.48%	11.35%	11.11%	11.05%	10.90%
P/E	19.79	14.65	16.16	15.18	14.38
P/B	1.48	1.66	1.80	1.68	1.57

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)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	43,682	50,489	56,712	59,426	60,028	59,746
增长率		15.6%	12.3%	4.8%	1.0%	-0.5%
主营业务成本	-30,901	-34,311	-36,250	-36,573	-36,108	-34,925
%销售收入	70.7%	68.0%	63.9%	61.5%	60.2%	58.5%
毛利	12,780	16,178	20,462	22,853	23,920	24,822
%销售收入	29.3%	32.0%	36.1%	38.5%	39.8%	41.5%
营业税金及附加	-942	-971	-939	-1,010	-1,020	-1,016
%销售收入	2.2%	1.9%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
销售费用	-29	-37	-46	-48	-49	-49
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-1,306	-1,480	-1,769	-1,842	-1,861	-1,852
%销售收入	3.0%	2.9%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
研发费用	-31	-40	-101	-119	-120	-119
%销售收入	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
息税前利润 (EBIT)	10,471	13,650	17,607	19,834	20,869	21,786
%销售收入	24.0%	27.0%	31.0%	33.4%	34.8%	36.5%
财务费用	-4,291	-4,655	-3,975	-3,637	-3,554	-3,453
%销售收入	9.8%	9.2%	7.0%	6.1%	5.9%	5.8%
资产减值损失	-440	-63	-398	0	0	0
公允价值变动收益	119	22	-1	20	20	20
投资收益	102	273	697	800	800	800
%税前利润	1.6%	2.9%	4.9%	4.7%	4.4%	4.1%
营业利润	6,414	9,412	14,048	17,137	18,240	19,258
营业利润率	14.7%	18.6%	24.8%	28.8%	30.4%	32.2%
营业外收支	135	21	167	20	20	20
税前利润	6,549	9,433	14,215	17,157	18,260	19,278
利润率	15.0%	18.7%	25.1%	28.9%	30.4%	32.3%
所得税	-1,374	-1,753	-2,055	-2,574	-2,739	-2,892
所得税率	21.0%	18.6%	14.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	5,176	7,680	12,160	14,584	15,521	16,386
少数股东损益	2,739	3,601	5,455	7,549	8,035	8,482
归属于母公司的净利润	2,437	4,079	6,705	7,034	7,487	7,904
净利率	5.6%	8.1%	11.8%	11.8%	12.5%	13.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	5,176	7,680	12,160	14,584	15,521	16,386
少数股东损益	2,739	3,601	5,455	7,549	8,035	8,482
非现金支出	9,065	9,732	10,320	10,013	10,498	11,032
非经营收益	3,946	4,392	3,981	3,017	2,776	2,611
营运资金变动	-3,555	160	-5,193	1,863	-328	-462
经营活动现金净流	14,631	21,964	21,268	29,477	28,469	29,567
资本开支	-9,242	-15,177	-20,247	-13,670	-18,485	-14,485
投资	-647	-980	-153	-298	-300	-300
其他	801	468	-256	58	800	800
投资活动现金净流	-9,088	-15,689	-20,656	-13,910	-17,985	-13,985
股权募资	8,691	2,530	1,827	0	0	0
债权募资	-4,111	3,170	7,897	-6,159	-3,000	-8,000
其他	-10,982	-9,274	-10,663	-6,623	-6,616	-6,617
筹资活动现金净流	-6,401	-3,574	-939	-12,782	-9,616	-14,617
现金净流量	-893	2,726	-290	2,785	867	965

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	8,887	11,639	11,358	13,917	14,620	15,465
应收款项	10,237	9,814	14,940	12,238	12,362	12,304
存货	1,270	1,217	1,296	1,403	1,385	1,340
其他流动资产	1,304	652	1,179	998	1,100	1,108
流动资产	21,697	23,322	28,773	28,555	29,467	30,216
%总资产	9.0%	9.0%	10.4%	10.1%	10.1%	10.2%
长期投资	13,157	15,109	17,658	18,701	19,001	19,301
固定资产	195,500	206,819	215,409	218,660	226,431	229,673
%总资产	81.0%	80.1%	77.7%	77.6%	77.8%	77.7%
无形资产	5,868	5,928	6,379	6,678	6,976	7,264
非流动资产	219,673	234,933	248,590	253,295	261,607	265,385
%总资产	91.0%	91.0%	89.6%	89.9%	89.9%	89.8%
资产总计	241,370	258,254	277,363	281,850	291,073	295,601
短期借款	18,522	21,748	21,806	12,294	12,294	12,294
应付款项	14,778	21,513	22,468	21,247	20,996	20,330
其他流动负债	4,687	1,501	1,537	1,839	1,951	2,040
流动负债	37,987	44,762	45,811	35,381	35,242	34,665
长期贷款	104,016	106,364	113,672	116,672	114,672	107,672
其他长期负债	11,306	13,504	15,762	15,907	14,743	13,623
负债	153,309	164,630	175,246	167,960	164,657	155,960
普通股股东权益	51,456	54,517	59,067	63,290	67,782	72,524
其中：股本	7,454	7,454	7,454	7,454	7,454	7,454
未分配利润	24,404	26,820	30,951	35,172	39,664	44,406
少数股东权益	36,604	39,108	43,051	50,600	58,635	67,117
负债股东权益合计	241,370	258,254	277,363	281,850	291,073	295,601

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.327	0.547	0.899	0.944	1.004	1.060
每股净资产	6.903	7.314	7.924	8.491	9.093	9.729
每股经营现金净流	1.963	2.946	2.853	3.954	3.819	3.966
每股股利	0.164	0.275	0.495	0.377	0.402	0.424
回报率						
净资产收益率	4.74%	7.48%	11.35%	11.11%	11.05%	10.90%
总资产收益率	1.01%	1.58%	2.42%	2.50%	2.57%	2.67%
投入资本收益率	3.76%	4.77%	6.02%	6.60%	6.69%	6.85%
增长率						
主营业务收入增长率	11.09%	15.58%	12.32%	4.79%	1.01%	-0.47%
EBIT 增长率	-29.88%	30.36%	28.99%	12.64%	5.22%	4.39%
净利润增长率	-55.82%	67.40%	64.36%	4.91%	6.43%	5.57%
总资产增长率	5.44%	7.00%	7.40%	1.62%	3.27%	1.56%
资产管理能力						
应收账款周转天数	69.5	67.1	74.0	70.0	70.0	70.0
存货周转天数	13.1	13.2	12.7	14.0	14.0	14.0
应付账款周转天数	39.4	40.9	47.2	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	1,539.8	1,406.0	1,275.1	1,218.4	1,204.7	1,218.0
偿债能力						
净负债/股东权益	139.14%	135.92%	133.06%	111.40%	97.42%	81.85%
EBIT 利息保障倍数	2.4	2.9	4.4	5.5	5.9	6.3
资产负债率	63.52%	63.75%	63.18%	59.59%	56.57%	52.76%

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
买入	2	12	18	24	52
增持	1	3	4	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.33	1.20	1.18	1.20	1.00

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	2022-08-31	买入	10.96	N/A
2	2022-10-29	买入	10.10	N/A
3	2023-04-29	买入	11.79	N/A
4	2023-08-30	买入	12.61	N/A
5	2023-10-28	买入	11.96	N/A

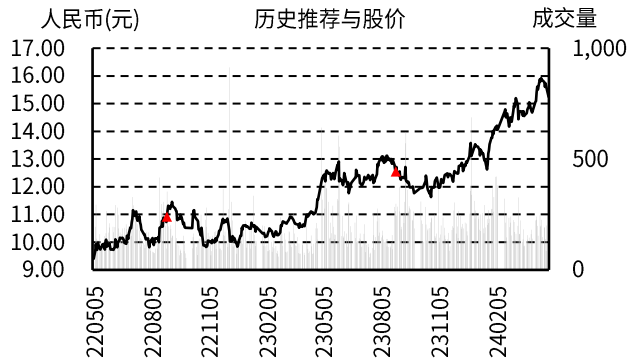
来源：国金证券研究所

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: 0755-86695353
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100005	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址: 北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址: 深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806