

2024 年 05 月 05 日

# 国投电力 (600886.SH)

——雅砻江以价补量逆势增长 火电盈利超预期

买入 (维持)

## 投资要点:

### 证券分析师

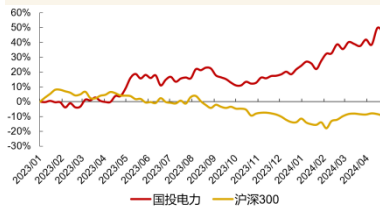
刘晓宁  
S1350523120003  
liuxiaoning@huayuanstock.com

### 研究支持

### 联系人

刘晓宁  
S1350523120003  
liuxiaoning@huayuanstock.com

### 市场表现:



### 相关研究

- **事件:** 公司发布 2023 年报及 2024 年一季报, 2023 年实现归母净利润 67.05 亿元, 同比增长 64.31%; 2024Q1 实现归母净利润 20.35 亿元, 同比增长 26.14%, 超过我们此前预期的 18.5 亿元。2023 年每股分红 0.4948 元, 分红比例 (以归母净利润为分母) 55%, 符合预期。
- **雅砻江水电 2023 年及 2024 年一季度来水持续偏枯, 以价补量实现逆势增长。** 雅砻江水电 2023 年发电量同比减少 4.84%, 但是受益于四川省内电力供需趋紧、外送江苏电价上调以及两河口电价超预期等因素, 全年平均上网电价同比增长 11.1%, 超过市场预期。综合影响下, 雅砻江水电 2023 年实现净利润 86.6 亿元, 同比增长 17.7%。2024 年一季度来水继续偏枯, 雅砻江的水电发电量同比减少 8.21%, 但是电价在高基数基数上再次上涨 4.46%, 带动业绩逆势增长。考虑到公司一季报未对火电、水电业绩进行单独拆分, 水电部分可参考川投能源业绩 (绝大部分来自雅砻江水电投资收益), 川投能源权益法核算投资收益同比增长 7.04%。
- **我们分析随着四川电力供需持续趋紧, 雅砻江水电量价有望进一步攀升。** 近年来西南地区电力供需持续趋紧, 本质上是资源禀赋限制。西南地区电源结构高度依赖水电, “十三五”前期电力过剩主要系瀑布沟、锦官电源组等一系列世界级水电集中投产, 叠加 2015 年推动电力市场化改革, 电价出现大幅下降。弃水现象吸引大量高耗能产业迁入, 但是随着 2020-2022 年最后一轮水电投产高峰结束, 未来新增水电规模极为有限, 供需趋紧带动电价回升。
- **火电业务全面扭亏, 推算 2024 年一季度业绩超预期亦来自火电业务。** 受益于煤价下行, 公司 2023 年火电板块实现全面扭亏, 国投津能、湄洲湾、钦州和华夏电力分别实现净利润 0.1、2.5、9.5 和 1.4 亿元 (2022 年同期为 -12.8、-2.2、-1.7 和 -0.7 亿元)。2024 年一季度公司归母净利润与川投能源差值约为 7.6 亿元, 远高于 2022 年同期的 4.8 亿元。川投能源 2024Q1 归母净利润仅同比增长 12.06%, 由此推算公司 2024 年一季度超预期业绩主要由火电贡献。
- **继续看好以水电为代表的低协方差资产。** 随着国内外宏观环境的变化, 我们分析市场对风险的重新定价将成为未来一段时间板块轮动的核心驱动力。从 DCF 模型的角度看, 分母端的权重或边际上升, 由此带来估值体系的重构。结合 CAPM 模型, 在市场对分母端重新定价的过程中, 低协方差资产 (与宏观经济弱相关) 的折现率有望持续下降。低协方差资产重估是市场均衡的必然结果, 与市场对宏观经济的预期无关。进一步的, 当折现率下降时, 久期越长的资产越受益, 因此, 我们认为低协方差且长久期资产将在未来一段时间内持续占优, 而水电恰恰是两条路径的交汇点, 公司作为龙头公司有望充分受益。
- **盈利预测与评级:** 结合公司一季度数据, 我们维持公司 2024-2025 年归母净利润预测分别为 75.42、85.03 亿元, 新增 2026 年预测为 90.88 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 15、13、13 倍, 我们认为水电板块具备长期配置价值, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 来水波动, 电价不及预期。

### 股价数据: 2024 年 4 月 29 日

收盘价 (元)	15.25
年内最高/最低 (元)	16.25/11.53
总市值 (亿元)	1137
<b>基础数据: 2024 年 3 月 31 日</b>	
总股本 (亿股)	74.54
总资产 (亿元)	2818
净资产 (亿元)	1060
每股净资产 (元)	7.43
市净率 PB	2.15

### 盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元人民币)	50,489	56,712	60,370	63,320	65,749
同比增长率 (%)	15.58%	12.33%	6.45%	4.89%	3.84%
归母净利润 (百万元人民币)	4079	6705	7542	8503	9088
同比增长率 (%)	67.40%	64.36%	12.49%	12.73%	6.89%
每股收益 (元人民币/股)	0.55	0.90	1.01	1.14	1.22
毛利率	32.04%	36.08%	39.27%	40.81%	41.53%
ROE (%)	7.48%	11.35%	12.08%	12.91%	13.08%
市盈率			15	13	13

**表 1：公司利润表预测（百万元）**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	43682	50489	56712	60370	63320	65749
营业收入	43682	50489	56712	60370	63320	65749
营业总成本	37502	41494	43080	44109	45043	46073
营业成本	30901	34311	36250	36660	37477	38441
税金及附加	942	971	939	1000	1049	1089
销售费用	29	37	46	49	51	53
管理费用	1307	1480	1769	1811	1900	1972
研发费用	31	40	101	102	100	100
财务费用	4291	4655	3975	4487	4467	4417
其中：利息费用	4396	5087	4612	4987	4967	4917
减：利息收入	145	457	661	500	500	500
加：其他收益	434	165	114	114	114	114
投资净收益	102	273	697	700	782	700
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	46	239	700	700	782	700
公允价值变动净收益	119	22	-1	0	0	0
资产减值损失	-321	-184	-250	0	0	0
信用减值损失	-119	121	-148	0	0	0
资产处置收益	19	20	4	0	0	0
营业利润	6414	9412	14048	17075	19173	20491
加：营业外收入	167	80	209	0	0	0
减：营业外支出	32	59	42	42	42	42
利润总额	6549	9433	14215	17033	19131	20449
减：所得税	1374	1753	2055	3066	3444	3681
净利润	5176	7680	12160	13967	15687	16768
持续经营净利润	5176	7680	12160	13967	15687	16768
减：少数股东损益	2739	3601	5455	6425	7185	7680
归属于母公司所有者的净利润	2437	4079	6705	7542	8503	9088

资料来源：ifind，华源证券研究

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

## 销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com  
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com  
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

## 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20%以上;
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现;
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平;
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数