

# 国投电力（600886）

证券研究报告  
2024年05月08日

## 火电扭亏+分红比例提升，资产迎来价值重估

### 事件：

公司公布 2023 年年报和 2024 年一季报。2023 年实现营业收入 567.12 亿元，同比增长 12.32%；归母净利润 67.05 亿元，同比增长 64.31%；2024 年 Q1 实现营业收入 141.08 亿元，同比增长 6.43%；归母净利润为 20.35 亿元，同比增长 26.14%。

### 电价上升对冲电量下滑，雅砻江水电业绩持续稳健增长。

2023 年和 2024 年 Q1，雅砻江水电公司发电量分别为 842.4/196.3 亿千瓦时，同比下降 4.8%/8.2%；平均上网电价分别为 0.31/0.33 元/千瓦时，同比增长 11.1%/4.5%（2023 年电价上涨主要因为锦官电源组送江苏部分的电价较同期有所上调）。电价上涨对冲发电量下滑，叠加 23 年投产的柯拉光伏与腊八山风电增量，雅砻江水电 23 年全年实现净利润 86.5 亿元，同比增长 17.7%。

展望未来，雅砻江水电公司仍具备长期业绩增长的基础。雅砻江流域水风光一体化基地已纳入国家“十四五”规划，基地总规模超 1 亿千瓦，本阶段规划装机 7800 万千瓦，计划到 2035 年全面建成。主要参股水电公司新增机组投产之后，将为川投能源持续贡献投资收益增量，带动公司业绩增长。

### 火电：发电量提升叠加燃煤价格下行，公司火电盈利改善。

2023 年和 2024 年 Q1，公司火电发电量分别为 581.2/151.6 亿千瓦时，同比提升 14.9%/17.7%。

燃煤价格下行叠加发电量同比上升，带动火电板块盈利能力持续改善。根据公司 2023 年年报，主要火电控股子公司 2023 年净利润达到 13.5 亿元，2022 年同期为-17.5 亿元（注：纳入统计的部分火电子公司包括国投津能、国投湄洲湾、国投钦州、华夏电力）。其中钦州火电厂 2023 年度电净利润高达 0.063 元/千瓦时。

钦州三期 1 号和 2 号机组（装机规模均为 66 万千瓦）分别于 2023 年 12 月和 2024 年 4 月投产，高盈利性机组的投产有望持续增厚公司盈利。

### 新能源装机稳健增长，将持续贡献业绩增量

2023 年公司新增新能源装机 243.24 万千瓦，带动风电、光伏发电量分别同比增长 33.25%和 60.36%；营业收入分别同比增长 22.3%/32.5%。另外，分红方面，根据公司 2023 年度利润分配预案，每股派发现金红利（含税）0.4948 元，预计合计派发现金股利约 36.9 亿元，约占公司 2023 年归母净利润的 55%，相较于 2022 年度利润分配比例提升约 5pct。

**盈利预测与估值：**考虑到来水等不稳定因素的影响，调整盈利预测，预计公司 2024-2026 年有望分别实现归母净利润 83.1/89.8/97.6 亿元（24/25 年前值为 85.2/90.7 亿），对应 PE 分别为 14.2/13.1/12.1x，维持“买入”评级。

**风险提示：**降雨来水不及预期、电价超预期波动、燃煤价格超预期波动、公司新能源项目开发进度不及预期等经营风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	50,489.24	56,711.86	63,083.16	65,577.03	67,876.10
增长率(%)	15.58	12.32	11.23	3.95	3.51
EBITDA(百万元)	23,749.79	28,478.28	32,388.45	34,490.46	36,629.70
归属母公司净利润(百万元)	4,079.38	6,704.94	8,308.45	8,979.06	9,757.36
增长率(%)	67.40	64.36	23.92	8.07	8.67
EPS(元/股)	0.55	0.90	1.11	1.20	1.31
市盈率(P/E)	28.93	17.60	14.20	13.14	12.09
市净率(P/B)	2.16	2.00	1.87	1.74	1.63
市销率(P/S)	2.34	2.08	1.87	1.80	1.74
EV/EBITDA	9.88	9.15	8.07	7.63	6.90

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	公用事业/电力
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	15.83 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	7,454.18
流通 A 股股本(百万股)	6,965.87
A 股总市值(百万元)	117,999.67
流通 A 股市值(百万元)	110,269.78
每股净资产(元)	7.43
资产负债率(%)	62.38
一年内最高/最低(元)	16.29/11.53

### 作者

**郭丽丽** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520030001  
guolili@tfzq.com

**张樨樨** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517120003  
zhangxixi@tfzq.com

**赵阳** 联系人  
zhaoyang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《国投电力-季报点评:水电业绩稳定，火电持续改善，带动 Q3 业绩提升》 2023-11-01
- 《国投电力-半年报点评:水电稳健增长叠加火电盈利改善，上半年归母净利润同比+42%》 2023-08-30
- 《国投电力-年报点评报告:雅砻江水电亮眼表现持续，火电盈利边际改善可期》 2023-05-05



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com