

# 国投电力 (600886.SH)

买入 (维持评级)

## 公司点评

证券研究报告

## 清洁能源增量减价，煤价下行火电增利

### 业绩简评

8月28日晚间公司发布24年半年报，1H24实现营收271.0亿元，同比+2.8%；实现扣非后归母净利润37.2亿元，同比+12.0%。2Q23实现营收129.9亿元，同比-0.9%；实现扣非后归母净利润16.9亿元，同比-1.2%。

### 经营分析

**水电：2024来水转丰，1H24以量补价雅砻江水电营收同比+3.2%。**

1) 量：来水转丰+去年同期低基数影响下，1H24完成上网电量431亿度，同比+10.1%；其中电量占比最大的雅砻江水电完成上网电量379.5亿度，同比+9.4%。2) 价：可再生能源大发缓解电力供需矛盾，1H24平均上网电价0.305元/kWh，同比-2.2%。小三峡电价降幅最大，主因甘肃电力现货均价下降；24年锦官送苏落地电价同比基本持平，而1H24雅砻江水电电价同比-1.9%，主因6月来水改善带来的增发电量享受汛期低电价。综合来看，1H24雅砻江水电以量补价实现营收110.2亿、同比+3.2%。

**火电：装机增长弥补利用小时数下降影响，煤价下行业绩持续改善。**

1) 量：1H24上网电量264亿度，同比+2.6%。其中钦州二电2台机组分别于12M23、4M24投产，1H24完成上网电量12.7亿度，增量贡献率达192.1%。2) 价：容量机制托底下，利用小时数下滑带来平均上网电价环比提升：2Q24上网电价0.467元/kWh，同比-5厘/kWh而环比+4厘/kWh。3) 利：1H24秦港5500大卡市场煤价同比-147.6元/吨，燃料成本下降带来盈利改善。以量、价双降的钦州公司为例，测算1H24度电净利约0.07元/kWh，同比提升约0.01元/kWh。

**新能源量增价减营收仍实现增长。**公司着力打造雅砻江水风光一体化基地，1H24新增新能源装机约39万千瓦。装机放量推动下，1H24公司风光上网电量58亿千瓦时，同比+32.0%。平价上网项目增加+市场化电价波动，致使1H24风、光上网电价分别同比-3.9%、-30.9%。若增值税率不变，则1H24新能源板块营收同比+17.2%。

**利率下行进一步压降融资成本，财务费用同比-9.1%。**1H24公司带息债务规模同比+5.0%，而利息费用同比-4.4%，主因资金成本下降。

### 盈利预测、估值与评级

2024来水改善、煤价下行、风光装机放量，公司业绩有望持续增长。预计公司24~26年分别实现归母净利润77.1/83.6/91.4亿元，EPS分别为1.03/1.12/1.23元，公司股票现价对应PE估值分别为16倍、14倍和13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。

公共事业与环保组

分析师：张君昊 (执业S1130524070001)

zhangjunhao1@gjzq.com.cn

联系人：唐执敬

tangzhijing@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：16.18元

### 相关报告：

1.《国投电力公司点评：水电以价补量增收,火电弹性持续释放》，2024.4.30

2.《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

3.《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	62,265	62,805	63,386
营业收入增长率	15.58%	12.32%	9.79%	0.87%	0.93%
归母净利润(百万元)	4,079	6,705	7,705	8,362	9,144
归母净利润增长率	67.40%	64.36%	14.92%	8.53%	9.35%
摊薄每股收益(元)	0.547	0.899	1.034	1.122	1.227
每股经营性现金流净额	2.95	2.85	4.61	4.05	4.26
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.48%	11.35%	12.08%	12.15%	12.31%
P/E	19.79	14.65	15.65	14.42	13.19
P/B	1.48	1.66	1.89	1.75	1.62

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)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
<b>主营业务收入</b>	<b>43,682</b>	<b>50,489</b>	<b>56,712</b>	<b>62,265</b>	<b>62,805</b>	<b>63,386</b>	货币资金	8,887	11,639	11,358	14,630	14,272	15,677	
增长率		15.6%	12.3%	9.8%	0.9%	0.9%	应收款项	10,237	9,814	14,940	14,528	14,654	14,790	
<b>主营业务成本</b>	<b>-30,901</b>	<b>-34,311</b>	<b>-36,250</b>	<b>-37,566</b>	<b>-36,969</b>	<b>-35,797</b>	存货	1,270	1,217	1,296	1,441	1,418	1,373	
%销售收入	70.7%	68.0%	63.9%	60.3%	58.9%	56.5%	其他流动资产	1,304	652	1,179	1,008	1,109	1,117	
<b>毛利</b>	<b>12,780</b>	<b>16,178</b>	<b>20,462</b>	<b>24,700</b>	<b>25,835</b>	<b>27,589</b>	流动资产	21,697	23,322	28,773	31,607	31,453	32,956	
%销售收入	29.3%	32.0%	36.1%	39.7%	41.1%	43.5%	%总资产	9.0%	9.0%	10.4%	11.1%	10.7%	11.1%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-942</b>	<b>-971</b>	<b>-939</b>	<b>-1,059</b>	<b>-1,068</b>	<b>-1,078</b>	长期投资	13,157	15,109	17,658	19,560	19,860	20,160	
%销售收入	2.2%	1.9%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	固定资产	195,500	206,819	215,409	218,660	226,431	228,673	
<b>销售费用</b>	<b>-29</b>	<b>-37</b>	<b>-46</b>	<b>-38</b>	<b>-39</b>	<b>-39</b>	%总资产	81.0%	80.1%	77.7%	76.5%	77.1%	76.7%	
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	无形资产	5,868	5,928	6,379	6,700	6,994	7,281	
<b>管理费用</b>	<b>-1,306</b>	<b>-1,480</b>	<b>-1,769</b>	<b>-1,639</b>	<b>-1,653</b>	<b>-1,669</b>	非流动资产	219,673	234,933	248,590	254,037	262,346	265,122	
%销售收入	3.0%	2.9%	3.1%	2.6%	2.6%	2.6%	%总资产	91.0%	91.0%	89.6%	88.9%	89.3%	88.9%	
<b>研发费用</b>	<b>-31</b>	<b>-40</b>	<b>-101</b>	<b>-93</b>	<b>-94</b>	<b>-95</b>	<b>资产总计</b>	<b>241,370</b>	<b>258,254</b>	<b>277,363</b>	<b>285,645</b>	<b>293,800</b>	<b>298,079</b>	
%销售收入	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	短期借款	18,522	21,748	21,806	14,071	13,583	13,345	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>10,471</b>	<b>13,650</b>	<b>17,607</b>	<b>21,871</b>	<b>22,982</b>	<b>24,709</b>	应付款项	14,778	21,513	22,468	25,640	25,255	24,491	
%销售收入	24.0%	27.0%	31.0%	35.1%	36.6%	39.0%	其他流动负债	4,687	1,501	1,537	2,865	3,071	3,174	
<b>财务费用</b>	<b>-4,291</b>	<b>-4,655</b>	<b>-3,975</b>	<b>-3,721</b>	<b>-3,546</b>	<b>-3,367</b>	流动负债	37,987	44,762	45,811	42,576	41,909	41,009	
%销售收入	9.8%	9.2%	7.0%	6.0%	5.6%	5.3%	长期贷款	104,016	106,364	113,672	114,672	110,672	102,672	
<b>资产减值损失</b>	<b>-440</b>	<b>-63</b>	<b>-398</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	11,306	13,504	15,762	13,296	12,126	10,005	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>119</b>	<b>22</b>	<b>-1</b>	<b>-298</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	负债	153,309	164,630	175,246	170,543	164,707	153,686	
<b>投资收益</b>	<b>102</b>	<b>273</b>	<b>697</b>	<b>800</b>	<b>800</b>	<b>800</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>51,456</b>	<b>54,517</b>	<b>59,067</b>	<b>63,782</b>	<b>68,799</b>	<b>74,286</b>	
%税前利润	1.6%	2.9%	4.9%	4.3%	3.9%	3.6%	其中：股本	7,454	7,454	7,454	7,454	7,454	7,454	
<b>营业利润</b>	<b>6,414</b>	<b>9,412</b>	<b>14,048</b>	<b>18,773</b>	<b>20,376</b>	<b>22,282</b>	未分配利润	24,404	26,820	30,951	35,574	40,591	46,078	
营业利润率	14.7%	18.6%	24.8%	30.1%	32.4%	35.2%	少数股东权益	36,604	39,108	43,051	51,320	60,294	70,107	
<b>营业外收支</b>	<b>135</b>	<b>21</b>	<b>167</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>241,370</b>	<b>258,254</b>	<b>277,363</b>	<b>285,645</b>	<b>293,800</b>	<b>298,079</b>	
<b>税前利润</b>	<b>6,549</b>	<b>9,433</b>	<b>14,215</b>	<b>18,793</b>	<b>20,396</b>	<b>22,302</b>	<b>比率分析</b>		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	15.0%	18.7%	25.1%	30.2%	32.5%	35.2%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-1,374</b>	<b>-1,753</b>	<b>-2,055</b>	<b>-2,819</b>	<b>-3,059</b>	<b>-3,345</b>	每股收益	0.327	0.547	0.899	1.034	1.122	1.227	
所得税率	21.0%	18.6%	14.5%	15.0%	15.0%	15.0%	每股净资产	6.903	7.314	7.924	8.557	9.230	9.966	
<b>净利润</b>	<b>5,176</b>	<b>7,680</b>	<b>12,160</b>	<b>15,974</b>	<b>17,336</b>	<b>18,957</b>	每股经营现金净流	1.963	2.946	2.853	4.614	4.050	4.255	
少数股东损益	2,739	3,601	5,455	8,269	8,974	9,813	每股股利	0.164	0.275	0.495	0.413	0.449	0.491	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>2,437</b>	<b>4,079</b>	<b>6,705</b>	<b>7,705</b>	<b>8,362</b>	<b>9,144</b>	<b>回报率</b>							
净利率	5.6%	8.1%	11.8%	12.4%	13.3%	14.4%	净资产收益率	4.74%	7.48%	11.35%	12.08%	12.15%	12.31%	
							总资产收益率	1.01%	1.58%	2.42%	2.70%	2.85%	3.07%	
							投入资本收益率	3.76%	4.77%	6.02%	7.30%	7.43%	7.83%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	11.09%	15.58%	12.32%	9.79%	0.87%	0.93%	
							EBIT 增长率	-29.88%	30.36%	28.99%	24.22%	5.08%	7.52%	
							净利润增长率	-55.82%	67.40%	64.36%	14.92%	8.53%	9.35%	
							总资产增长率	5.44%	7.00%	7.40%	2.99%	2.86%	1.46%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	69.5	67.1	74.0	80.0	80.0	80.0	
							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	1,162.8	1,151.5	1,148.1	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	#####	135.92%	#####	107.60%	91.95%	74.13%	
							EBIT 利息保障倍数	2.4	2.9	4.4	5.9	6.5	7.3	
							资产负债率	63.52%	63.75%	63.18%	59.70%	56.06%	51.56%	

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	0	4	16	28	64
增持	0	2	3	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.33	1.16	1.10	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
6	2024-04-30	买入	15.25	N/A

来源：国金证券研究所

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。

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



**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