

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

国投电力 (600886.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

李春驰 电力公用联席首席分析师

执业编号: S1500522070001

联系电话: 010-83326723

邮箱: lichunchi@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

## 上半年来水大幅改善，火电降本带动业绩提升

2024年8月29日

**事件:** 2024年8月28日晚,公司发布2024年半年报,2024年上半年公司实现营业收入271.02亿元,同比增长2.79%;**实现归母净利润37.44亿元,同比增长12.19%**;扣非后归母净利润37.17亿元,同比增长12.01%;经营活动净现金流量124.73亿元,同比增长36.81%,基本每股收益0.4902元。其中,2024Q2公司实现营业收入129.94亿元,同比下降0.89%;实现归母净利润17.08亿元,同比下降0.87%。

分业务板块来看,2024年上半年公司水电业务实现营收116.47亿元,同比增长0.81%,毛利73.79亿元,占比69.78%。火电业务实现营收116.94亿元,同比增长0.26%,毛利16.08亿元,占比15.20%。新能源业务实现营收27.15亿元,同比增长16.82%,毛利15.46亿元,占比14.62%。

**点评:**

- **2024年上半年公司归母净利润实现稳步增长,主要得益于:** 1) 二季度各水电站流域来水偏丰,水电发电量同比显著提升; 2) 火电燃料采购成本同比下降带动业绩修复,同时国投钦州二电2台66万机组陆续投产,带动火电发电量同比提升。 3) 新能源装机量增长带来电量提升。
- **水电:** 2024年上半年各流域来水偏丰,上网电量显著增长,电价同比略有下降。2024年上半年各流域来水偏丰,公司水电上网电量**430.59亿千瓦时,同比增长10.06%**,其中Q2来水大幅提升,公司水电上网电量**217.55亿千瓦时,同比增长37.02%**;2024年上半年水电电价小幅下滑,水电平均上网电价0.305元/千瓦时,同比下降2.24%。**分流域来看:** 1) **雅砻江水电:** 2024年上半年雅砻江水电实现净利润**44.05亿元,同比增长2.55%**。上半年雅砻江水电上网电量379.45亿千瓦时,同比增长9.39%,其中Q2水电上网电量184.29亿千瓦时,同比增加37.38%;外送电价下降、丰水期发电量大幅增长导致电量结构变化,叠加去年同期电价基数较高,上半年雅砻江水电平均上网电价0.319元/千瓦时,同比下降1.85%。 2) **国投大朝山:** 2024年上半年国投大朝山实现净利润**3.60亿元,同比增长21.2%**。上半年国投大朝山实现上网电量32.14亿千瓦时,同比增加13.66%,其中Q2实现上网电量20.63亿千瓦时,同比增加44.39%;上半年平均上网电价0.189元/千瓦时,同比上升2.16%。 3) **国投小三峡:** 2024年上半年国投小三峡上网电量19.00亿千瓦时,同比增长18.16%,其中Q2上网电量12.63亿千瓦时,同比增加22.21%;上半年平均上网电价0.234元/千瓦时,同比下降10.34%。
- **火电:** 钦州二电2台机组投产、福建省用电量及外送电量增长带来火电上网电量提升,燃煤成本下降带动盈利持续修复。电量方面,2024年上半年,公司火电机组所在的广西、贵州区域水电来水同比修复,挤出部分火电发电量,与此同时,福建省用电量以及外送电量增加,叠加

公司钦州二电 2\*66 万千瓦机组陆续投产,共同弥补了火电电量的下滑。**2024 年上半年公司实现火电上网电量 264.38 亿千瓦时,同比增长 2.57%**,其中 Q2 火电上网电量 121.84 亿千瓦时,同比下降 10.98%。**电价方面**,2024 年上半年公司火电平均上网电价 0.465 元/千瓦时,同比小幅下降 1.48%,其中 Q2 火电平均上网电价 0.467 元/千瓦时,同比下降 1.06%。**成本方面**,2024 年上半年煤价中枢同比显著下降,带动公司燃料采购成本继续下降,上半年秦皇岛动力煤(Q5500)平仓价同比下降 14.43%,广州港印尼煤(Q5500)库提价同比下降 8.28%。2024 年上半年火电业务主要子公司国投津能实现净利润 0.03 亿元,国投湄洲湾实现净利润 2.38 亿元,国投钦州实现净利润 5.26 亿元,华夏电力实现净利润 2.31 亿元,上半年四家火电子公司合计实现净利润 9.98 亿元,同比增长 324%。

- **新能源: 2024 年上半年新能源装机增长带动电量大幅上升。**电量方面,2024 年上半年,公司新增新能源装机量 43.49 万千瓦;2024Q2 新增装机容量 35.48 万千瓦,主要为光伏。2024 年上半年公司新能源实现上网电量 57.63 亿千瓦时,同比增长 32.03%,其中风电上网电量 34.61 亿千瓦时,同比增长 5.53%,光伏上网电量 23.02 亿千瓦时,同比增长 112.01%。2024Q2 公司新能源实现上网电量 28.74 亿千瓦时,同比增长 20.91%,其中风电上网电量 17.19 亿千瓦时,同比下降 3.42%,光伏上网电量 11.55 亿千瓦时,同比增长 93.42%。**电价方面**,受电力市场化程度不断提高及新投产机组平价上网的影响,2024 年上半年新能源上网电价有所下降,风电平均上网电价 0.475 元/千瓦时,同比下降 3.85%,光伏发电平均上网电价 0.795 元/千瓦时,同比下降 30.82%。2024Q2 公司风电平均上网电价 0.457 元/千瓦时,同比下降 8.42%,光伏发电平均上网电价 0.769 元/千瓦时,同比下降 28.48%。
- **展望未来,我们认为 2024 各流域水电来水同比有望持续改善,带动水电电量高增长;火电有望继续受益于电量增长及成本下降带来的业绩改善。长期来看,公司雅砻江水电兼具稳健及高成长性,两杨电站有望为雅砻江水电贡献明显的发电增量,长期具备 1000 万千瓦以上的装机增量空间,同时新能源装机提速,共同推动公司业绩的稳健增长。**
- **雅砻江优质大水电资产稀缺性凸显,水电业务兼具稳健及高成长性。**公司水电业务的核心资产雅砻江水电为雅砻江流域水电资源开发的唯一主体。雅砻江为我国第三大水电开发基地,流域自然资源禀赋优越,作为优质大水电资产的稀缺性凸显。此外,流域已建成三大调节水库,梯级调度能力强,雅砻江流域水电的发电利用小时数高且年际波动较小,公司水电的经营稳健性凸显。**雅砻江全流域规划装机量 3000 多万千瓦,目前已开发 1920 万千瓦,待开发资源储备丰富。**2021-2022 年两河口、杨房沟电站陆续投产,装机量合计 450 万千瓦,随着两河口基本完成蓄水、电站自身发电能力及对下游的梯级补偿效益将不断释放,我们预计将为雅砻江水电贡献明显的发电增量。此外,卡拉、孟底沟水电站在建,装机量合计 342 万千瓦,公司预计将于 2029-2030 投产;中游牙根一级(已获核准)、牙根二级、愣古以及上游 10 座水电站处于前期规划阶段,装机量合计 738 万千瓦。

- **雅砻江水风光互补优势显著，新能源装机增长提速下成长空间可期。**  
截至 2024 年上半年，公司新能源装机量合计 743.8 万千瓦。根据公司规划，“十四五”期间公司新能源装机规模将达 1472 万千瓦，截至 2025 年的装机增量有望超过 700 万千瓦。公司在雅砻江打造水风光一体化基地有显著的项目获取及消纳优势，雅砻江流域水风光互补示范基地远期规划新能源装机量超 4000 万千瓦，开发潜力大。
- **盈利预测及评级：**国投电力坐拥雅砻江优质、稀缺大水电资产，随着来水改善以及两杨电站发电量的释放，水电业绩有望显著增长；火电有望继续受益于电量增长及成本下降带来的业绩改善。新能源装机量快速增长，未来增长空间大。我们预测公司 2024-2026 年归母净利润预测分别为 83.9 亿元、92.7 亿元、98.4 亿元，对应增速 25.1%/10.6%/6.1%，EPS 分别为 1.12 元、1.24 元、1.32 元，对应 8 月 28 日收盘价的 PE 分别为 14.38X/13.00X/12.26X，维持“买入”评级。
- **风险因素：**国内外煤炭价格大幅上涨；公司水电项目所在流域来水较差；两杨电价不确定性；公司新能源项目建设进展不及预期。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	50,489	56,712	62,662	66,700	70,160
增长率 YoY %	15.4%	12.3%	10.5%	6.4%	5.2%
归属母公司净利润(百万元)	4,081	6,705	8,385	9,274	9,836
增长率 YoY%	66.2%	64.3%	25.1%	10.6%	6.1%
毛利率%	32.0%	36.1%	40.5%	40.9%	40.7%
净资产收益率 ROE%	7.5%	11.4%	13.3%	13.7%	13.5%
EPS(摊薄)(元)	0.55	0.90	1.12	1.24	1.32
市盈率 P/E(倍)	29.56	17.99	14.38	13.00	12.26
市净率 P/B(倍)	2.21	2.04	1.91	1.78	1.66

资料来源：iFinD，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 8 月 28 日收盘价

资产负债表		单位: 百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	23,322	28,773	35,828	48,707	59,051	
货币资金	11,639	11,358	21,350	29,663	42,878	
应收票据	44	7	49	11	53	
应收账款	8,972	14,033	11,337	15,623	12,740	
预付账款	187	305	313	331	350	
存货	1,217	1,296	1,037	1,193	1,192	
其他	1,263	1,773	1,741	1,887	1,839	
非流动资产	234,978	248,590	253,597	258,163	262,302	
长期股权投资	9,760	10,142	10,523	10,904	11,285	
固定资产(合计)	194,485	198,111	201,571	204,076	205,793	
无形资产	5,665	6,116	6,567	7,018	7,469	
其他	25,067	34,221	34,936	36,165	37,755	
资产总计	258,300	277,363	289,425	306,871	321,353	
流动负债	44,762	45,811	44,849	48,102	47,654	
短期借款	11,299	9,412	9,412	9,412	9,412	
应付票据	461	1,123	505	1,216	603	
应付账款	4,087	5,295	4,352	5,846	4,930	
其他	28,916	29,981	30,579	31,628	32,710	
非流动负债	119,916	129,434	131,434	133,434	135,434	
长期借款	106,364	113,672	114,672	115,672	116,672	
其他	13,552	15,762	16,762	17,762	18,762	
负债合计	164,678	175,246	176,283	181,536	183,089	
少数股东权益	39,107	43,051	49,873	57,419	65,422	
归属母公司股东权益	54,514	59,067	63,269	67,915	72,842	
负债和股东权益	258,300	277,363	289,425	306,871	321,353	

重要财务指标		单位: 百万元				
主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	50,489	56,712	62,662	66,700	70,160	
同比(%)	15.4%	12.3%	10.5%	6.4%	5.2%	
归属母公司净利润	4,081	6,705	8,385	9,274	9,836	
同比(%)	66.2%	64.3%	25.1%	10.6%	6.1%	
毛利率(%)	32.0%	36.1%	40.5%	40.9%	40.7%	
ROE(%)	7.5%	11.4%	13.3%	13.7%	13.5%	
EPS(摊薄)(元)	0.55	0.90	1.12	1.24	1.32	
P/E	29.56	17.99	14.38	13.00	12.26	
P/B	2.21	2.04	1.91	1.78	1.66	
EV/EBITDA	8.90	8.56	7.50	6.86	6.28	

利润表		单位: 百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	50,489	56,712	62,662	66,700	70,160	
营业成本	34,311	36,250	37,274	39,402	41,633	
营业税金及附加	971	939	1,038	1,105	1,162	
销售费用	37	46	51	54	57	
管理费用	1,480	1,769	1,955	2,081	2,189	
研发费用	40	101	111	118	124	
财务费用	4,655	3,975	5,248	5,128	5,042	
减值损失合计	-184	-250	-228	-228	-228	
投资净收益	273	697	770	820	863	
其他	327	-31	82	90	98	
营业利润	9,412	14,048	17,611	19,496	20,686	
营业外收支	21	167	167	167	167	
利润总额	9,433	14,215	17,778	19,663	20,853	
所得税	1,753	2,055	2,570	2,843	3,015	
净利润	7,680	12,160	15,208	16,820	17,838	
少数股东损益	3,600	5,455	6,822	7,546	8,003	
归属母公司净利润	4,081	6,705	8,385	9,274	9,836	
EBITDA	23,441	27,473	33,276	35,432	36,921	
EPS(当年)(元)	0.52	0.88	1.12	1.24	1.32	

现金流量表		单位: 百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	21,964	21,268	32,559	31,354	36,575	
净利润	7,680	12,160	15,208	16,820	17,838	
折旧摊销	9,669	9,922	10,868	11,308	11,736	
财务费用	4,736	4,603	5,475	5,555	5,635	
投资损失	-273	-697	-770	-820	-863	
营运资金变动	160	-5,193	1,675	-1,614	2,124	
其它	-9	473	105	104	104	
投资活动现金流	-15,689	-20,656	-14,909	-14,859	-14,816	
资本支出	-15,177	-20,247	-13,228	-13,228	-13,228	
长期投资	-980	-153	-2,464	-2,464	-2,464	
其他	468	-256	784	833	876	
筹资活动现金流	-3,574	-939	-7,667	-8,192	-8,553	
吸收投资	2,530	1,827	0	0	0	
借款	5,056	5,421	1,000	1,000	1,000	
支付利息或股息	-9,129	-9,935	-9,667	-10,192	-10,553	
现金净增加额	2,726	-290	9,992	8,312	13,215	

## 研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，CPA，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业及上下游研究。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，天津大学电气工程及其自动化专业学士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事公用环保行业研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭和煤矿智能化行业研究。

李栋，南加州大学建筑学硕士，2023年1月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学本硕，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭和钢铁行业研究。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 评级说明

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。