

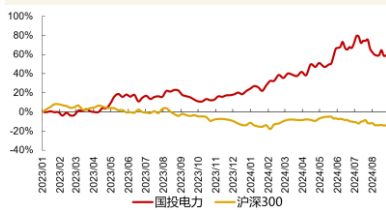
2024年09月04日

买入（维持）

证券分析师

查浩
S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com邹佩轩
S1350524070004
zoupeixuan01@huayuanstock.com邓思平
S1350524070003
dengsiping@huayuanstock.com

市场表现：



国投电力（600886.SH）

——雅砻江业绩平稳 火电提供盈利弹性

投资要点：

- 事件：公司发布2024年中报，上半年实现营业收入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%，符合预期。
- 雅砻江水电二季度来水大幅改善，但是电价有所下滑，业绩整体平稳。受益于来水改善，雅砻江水电2024年上半年发电量同比增长9.38%，其中二季度同比增长37.24%。但是受电力供需紧张缓解影响，雅砻江水电2024H1平均上网电价为0.319元/千瓦时，同比下降1.85%，其中Q2平均上网电价为0.309元/千瓦时，同比下降9.65%，削弱了部分业绩弹性。雅砻江水电上半年实现净利润44.05亿元，同比增长2.56%。需要指出的是，2023年同期由于来水严重偏枯，雅砻江水电电价大幅上涨，产生了一定基数影响。即便今年上网电价下滑，雅砻江水电平均电价仍高于2022年同期（2022H1为0.296元/千瓦时，Q2为0.293元/千瓦时）。
- 大朝山电站量价齐升。大朝山电站2024年上半年发电量同比增长13.58%，其中二季度同比增长44.23%。但是与雅砻江水电相比，大朝山电站上半年电价同比增长2.16%，其中二季度同比增长2.72%，呈现量价齐升格局。大朝山电站上半年实现净利润3.6亿元，同比增长21%。
- 火电板块业绩改善明显，国投津能、湄洲湾、钦州、华夏电力全部扭亏。受益于煤价下行，公司火电板块业绩改善明显，今年上半年国投津能、湄洲湾、钦州、华夏电力分别实现净利润0.03、2.38、5.26和2.31亿元，2023年同期分别为-2.72、-0.34、4.74和0.65亿元，合计提供净利润边际增量7.67亿元，为公司业绩改善最主要的来源。
- 在总负债规模同比上升116亿的基础上，上半年财务费用下降1.81亿。截至2024年6月底，公司负债总额为1821亿元，2023年6月底为1705.5亿元，同比增长116亿。但是受益于贷款利率下降，公司上半年财务费用下降1.81亿，提供额外增长动能。
- 继续看好水电资产，我们分析当前驱动水电公司股价上涨的更底层因素来自分母端，市场对水电资产的绝对低协方差属性重新定价。水电的核心预期差是商业模式的抗风险能力，即与宏观经济弱相关的低协方差属性。首先，水电公司营业收入的驱动力非常特殊，降雨与宏观经济绝对脱钩；其次，从产品特性来看，水电是终端同质化商品中的少数低成本供给，决定了价格端的低风险；加之商业模式简单，财务报表质量极高，联合调度提高水资源利用效率，水电资产的特性就是“全方位的低协方差”。按照投资组合理论，低协方差资产理应享有更高的估值，当前背景下有望持续重估，公司乃至整个水电板块具备长期配置价值。
- 盈利预测与评级：结合公司一季度数据，我们维持公司2024-2026年归母净利润预测分别为75.42、85.03、90.88亿元，当前股价对应PE分别为16、14、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9月2日

收盘价（元） 15.84
年内最高/最低（元） 18.66/11.20
总市值（亿元） 1181

基础数据：2024年6月30日

总股本（亿股） 74.54
总资产（亿元） 2853
净资产（亿元） 1032
每股净资产（元） 7.17
市净率PB 2.21

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			16	14	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