



# 国投电力 (600886.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 向社保定增募资 70 亿建设雅砻江水电事件

9月17日公司发布公告,拟向社保基金会以12.72元/股的价格发行5.5亿股A股股票,拟募集资金人民币不超过70亿元,扣除相关发行费用后的募集资金净额将全部用于雅砻江流域卡拉和孟底沟水电站项目建设。

### 投资要件

**总股本增加 7.4%，减轻财务负担且增强清洁能源业务发展动力。**本次发行前公司总股本 74.5 亿股，发行后预计将达到 80.0 亿股，总股本增加约 7.4%。但引战对降低公司资产负债率有效。截至 1H24，公司资产负债率达约 63.8%；此次募集资金就位后，公司资产负债率有望下降约 1.5pcts 至 62.3%。基于公司综合平均融资成本 3.0% 的假设，70 亿资金有望每年节省利息支出约 2.1 亿元。

**募集资金用于建设雅砻江卡拉和孟底沟水电站，项目资本金内部收益率预计可达 8%。**近年来，公司清洁能源业务快速发展。据公告，本次募集资金将用于雅砻江卡拉、孟底沟水电站项目建设。其中，孟底沟水电站项目计划装机规模 240 万千瓦、总投资 347.2 亿元，卡拉水电站项目计划装机规模 102 万千瓦、总投资 171.2 亿元，两座水电站总投资额约 518.4 亿元，募集资金占总投资额的约 13.5%。目前中国常规水电开发率已过半，而雅砻江中游河段仍具备开发潜力、公司水电装机规模仍有成长空间。本次新建的卡拉和孟底沟水电站与龙头水库两河口联合运行可发挥调峰作用，并且能够使流域梯级补偿效益得到充分体现。两个水电站项目资本金内部收益率预计均可达 8%，具备良好盈利能力。

**24~26 年分红比例原则上不低于 55%，每年至少分红一次。**公司于同日发布了《未来三年（2024 年-2026 年）股东回报规划》，提出 24~26 年坚持每年至少分一次红，且每年以现金方式分配的利润原则上不少于当年实现的合并报表可分配利润的 55%，较 2021 年发布的《未来三年（2021 年-2023 年）股东回报规划》中所承诺的最低分红比例提升 5.0pct。公司本身重视股东回报之外，引入社保作为战略投资者也有望促进分红比例的进一步合理提升。

### 盈利预测、估值与评级

维持公司 24~26 年分别实现归母净利润 77.1/83.6/91.4 亿元的预测。暂不考虑增发，当前股价对应 PE 估值分别为 15 倍、14 倍和 13 倍。

### 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)：15.41 元

相关报告：

- 《国投电力公司点评：清洁能源增量减价，煤价下行火电增利》，2024.8.29
- 《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
- 《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



### 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	14.91	13.74	12.56
P/B	1.48	1.66	1.80	1.67	1.55

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)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	43,682	50,489	56,712	62,265	62,805	63,386
增长率		15.6%	12.3%	9.8%	0.9%	0.9%
主营业务成本	-30,901	-34,311	-36,250	-37,566	-36,969	-35,797
%销售收入	70.7%	68.0%	63.9%	60.3%	58.9%	56.5%
毛利	12,780	16,178	20,462	24,700	25,835	27,589
%销售收入	29.3%	32.0%	36.1%	39.7%	41.1%	43.5%
营业税金及附加	-942	-971	-939	-1,059	-1,068	-1,078
%销售收入	2.2%	1.9%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
销售费用	-29	-37	-46	-38	-39	-39
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-1,306	-1,480	-1,769	-1,639	-1,653	-1,669
%销售收入	3.0%	2.9%	3.1%	2.6%	2.6%	2.6%
研发费用	-31	-40	-101	-93	-94	-95
%销售收入	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
息税前利润 (EBIT)	10,471	13,650	17,607	21,871	22,982	24,709
%销售收入	24.0%	27.0%	31.0%	35.1%	36.6%	39.0%
财务费用	-4,291	-4,655	-3,975	-3,721	-3,546	-3,367
%销售收入	9.8%	9.2%	7.0%	6.0%	5.6%	5.3%
资产减值损失	-440	-63	-398	0	0	0
公允价值变动收益	119	22	-1	-298	20	20
投资收益	102	273	697	800	800	800
%税前利润	1.6%	2.9%	4.9%	4.3%	3.9%	3.6%
营业利润	6,414	9,412	14,048	18,773	20,376	22,282
营业利润率	14.7%	18.6%	24.8%	30.1%	32.4%	35.2%
营业外收支	135	21	167	20	20	20
税前利润	6,549	9,433	14,215	18,793	20,396	22,302
利润率	15.0%	18.7%	25.1%	30.2%	32.5%	35.2%
所得税	-1,374	-1,753	-2,055	-2,819	-3,059	-3,345
所得税率	21.0%	18.6%	14.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	5,176	7,680	12,160	15,974	17,336	18,957
少数股东损益	2,739	3,601	5,455	8,269	8,974	9,813
归属于母公司的净利润	2,437	4,079	6,705	7,705	8,362	9,144
净利率	5.6%	8.1%	11.8%	12.4%	13.3%	14.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	5,176	7,680	12,160	15,974	17,336	18,957
少数股东损益	2,739	3,601	5,455	8,269	8,974	9,813
非现金支出	9,065	9,732	10,320	10,022	10,501	11,034
非经营收益	3,946	4,392	3,981	3,463	2,718	2,468
营运资金变动	-3,555	160	-5,193	4,938	-362	-741
经营活动现金净流	14,631	21,964	21,268	34,397	30,193	31,719
资本开支	-9,242	-15,177	-20,247	-13,592	-18,470	-13,470
投资	-647	-980	-153	-615	-300	-300
其他	801	468	-256	-802	800	800
投资活动现金净流	-9,088	-15,689	-20,656	-15,009	-17,970	-12,970
股权募资	8,691	2,530	1,827	0	0	0
债权募资	-4,111	3,170	7,897	-9,024	-5,488	-10,238
其他	-10,982	-9,274	-10,663	-6,852	-6,922	-6,986
筹资活动现金净流	-6,401	-3,574	-939	-15,877	-12,411	-17,224
现金净流量	-893	2,726	-290	3,511	-188	1,525

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	8,887	11,639	11,358	14,630	14,272	15,677
应收款项	10,237	9,814	14,940	14,528	14,654	14,790
存货	1,270	1,217	1,296	1,441	1,418	1,373
其他流动资产	1,304	652	1,179	1,008	1,109	1,117
流动资产	21,697	23,322	28,773	31,607	31,453	32,956
%总资产	9.0%	9.0%	10.4%	11.1%	10.7%	11.1%
长期投资	13,157	15,109	17,658	19,560	19,860	20,160
固定资产	195,500	206,819	215,409	218,660	226,431	228,673
%总资产	81.0%	80.1%	77.7%	76.5%	77.1%	76.7%
无形资产	5,868	5,928	6,379	6,700	6,994	7,281
非流动资产	219,673	234,933	248,590	254,037	262,346	265,122
%总资产	91.0%	91.0%	89.6%	88.9%	89.3%	88.9%
资产总计	241,370	258,254	277,363	285,645	293,800	298,079
短期借款	18,522	21,748	21,806	14,071	13,583	13,345
应付款项	14,778	21,513	22,468	25,640	25,255	24,491
其他流动负债	4,687	1,501	1,537	2,865	3,071	3,174
流动负债	37,987	44,762	45,811	42,576	41,909	41,009
长期贷款	104,016	106,364	113,672	114,672	110,672	102,672
其他长期负债	11,306	13,504	15,762	13,296	12,126	10,005
负债	153,309	164,630	175,246	170,543	164,707	153,686
普通股股东权益	51,456	54,517	59,067	63,782	68,799	74,286
其中：股本	7,454	7,454	7,454	7,454	7,454	7,454
未分配利润	24,404	26,820	30,951	35,574	40,591	46,078
少数股东权益	36,604	39,108	43,051	51,320	60,294	70,107
负债股东权益合计	241,370	258,254	277,363	285,645	293,800	298,079

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.327	0.547	0.899	1.034	1.122	1.227
每股净资产	6.903	7.314	7.924	8.557	9.230	9.966
每股经营现金净流	1.963	2.946	2.853	4.614	4.050	4.255
每股股利	0.164	0.275	0.495	0.413	0.449	0.491
回报率						
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%
增长率						
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%
资产管理能力						
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
偿债能力						
净负债/股东权益	139.14%	135.92%	133.06%	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。注：暂不考虑增发


**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	1	12	20	30	71
增持	0	4	6	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>1.00</b>	<b>1.25</b>	<b>1.23</b>	<b>1.19</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

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

**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。



**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：北京市东城区建国内大街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



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究