

分析师：陈拓  
登记编码：S0730522100003  
037186537085

# 上半年水电来水偏丰，拟定增引入社保基金并提升分红比例

——国投电力(600886)中报点评

## 证券研究报告-中报点评

增持(首次)

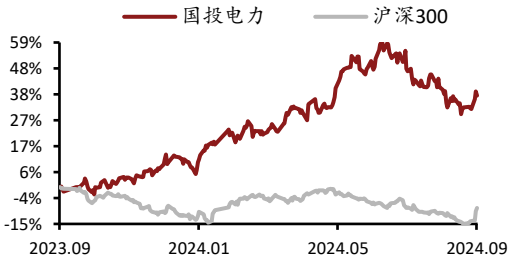
### 市场数据(2024-09-25)

收盘价(元)	15.96
一年内最高/最低(元)	19.03/11.63
沪深300指数	3,401.53
市净率(倍)	2.23
流通市值(亿元)	1,111.75

### 基础数据(2024-06-30)

每股净资产(元)	7.17
每股经营现金流(元)	1.67
毛利率(%)	39.02
净资产收益率_摊薄(%)	6.22
资产负债率(%)	63.82
总股本/流通股(万股)	745,417.98/696,587.33
B股/H股(万股)	0.00/0.00

### 个股相对沪深300指数表现



资料来源：中原证券研究所，聚源

### 相关报告

联系人：马焱琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道1788号16楼

邮编：200122

发布日期：2024年09月26日

### 投资要点：

国投电力8月29日发布2024年半年报，上半年实现营业收入271.02亿元，同比增加2.79%；归母净利润37.44亿元，同比增加12.19%。其中第二季度实现营业收入129.94亿元，同比减少0.89%；归母净利润17.08亿元，同比减少0.87%。

#### ● 公司为水电装机容量第三大的上市公司

公司为国家开发投资集团旗下唯一电力资产上市平台，截至2024年6月末，国家开发投资集团持股占比51.32%。长江电力作为第二大股东，和长电投资共持股占比17.47%。公司持股52%的雅砻江公司是雅砻江干流唯一水电开发主体，截至2024年上半年末，公司水电控股装机容量2130.45万千瓦，在上市公司中排名第三。公司发电装机结构以清洁能源为主，清洁能源装机占比68.53%，其中水电占比50.78%，新能源占比17.75%。公司火电装机以高参数大机组为主，百万千瓦级机组占控股火电装机容量的60.76%。

上半年公司盈利提升主要受益于水电来水偏丰及火电燃料成本下降等因素。从上半年运营数据看，公司上网电量同比增加8.66%，上网电价同比降低2.84%。分类型看，由于水电站流域来水偏丰，公司水电发电量同比增加10.05%，消除了水电上网电价下降2.24%的影响。区域来水偏丰，挤压了广西、贵州火电企业发电空间，但国投钦州二电2台66万机组投产、福建省社会用电量以及外送电量增加，使得公司火电发电量同比增长2.56%，也抵消了火电上网电价同比下降1.48%的影响。新能源项目陆续投产，使得风电、光伏发电量分别同比增加5.49%、112.39%，由于新投产光伏机组为平价上网机组，光伏上网电价下降较多，降幅达30.82%。

#### ● 上半年水电来水偏丰发电量增长超21%，加快构建新型电力系统建设利于电力行业实现高质量发展

上半年，水电来水偏丰。根据国家统计局数据，全国规上水电发电量同比增长21.4%，二季度，受降水同比增加以及上年同期低基数因素影响，4、5、6月水电发电量同比分别增长21.0%、38.6%、44.5%。2024年8月，国家发改委、国家能源局、国家数据局发布《加快构建新型电力系统行动方案(2024—2027年)》，提出开展电力系统调节能力优化、推动新一代煤电标准建设等9项专项行动，加快推进新型电力系统建设取得实效，有利于电力行业高质量发展

#### ● 公司加大研发费用支出，压降财务费用

公司加大研发支出，2023 年研发费用同比提升 152%。公司推动绿色氢氨醇、光伏治沙、海上风电、海洋牧场等能源新课题的研究和试点应用，2024 年以来，新增专利授权 70 项。公司通过推进贷款置换、利率调降以降低财务费用，2023 年财务费用同比下降 14.59%，2024 年上半年财务费用同比下降 9.08%。

#### ● 拟定增引进社保基金，利于公司长期发展

公司 9 月 18 日发布公告，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，拟定增募集资金人民币不超过 70 亿元，募集资金净额将全部用于孟底沟水电站、卡拉水电站项目建设。孟、卡两座水电站项目建成后，与两河口电站联合运行，发挥调峰作用，将利于华中地区电力供应。社保基金属于长期资金和耐心资本，不仅能提高资本市场内在稳定性与提振投资者信心，也将有利于公司降低资产负债率，改善现金流，并进一步降低财务费用。

#### ● 提升分红比例至 55%

2021-2023 年度，公司分红金额分别为 12.19 亿元、20.50 亿元、36.88 亿元，现金分红比例由 2021 年度的 50% 提升至 2023 年度的 55%。按照 9 月 25 日收盘价 15.96 元/股，动态股息率为 3.10%。9 月 18 日，公司发布《未来三年股东回报规划》，2024 年-2026 年每年现金分红比例不低于 55%。同时公司规划了在有条件的情况下，可进行中期分红。

#### ● 盈利预测和估值

公司为国开投旗下以清洁能源为主、水火风光并济的综合型能源电力上市公司，水电装机排名上市公司第三。上半年受益于来水偏丰和燃料成本下降，公司实现业绩稳健增长。公司拟引入战投社保基金推进雅砻江流域水电站项目建设，加快开发清洁能源业务，持续优化火电业务，另外公司也将在海外业务、储能（含抽水蓄能）、氢能、综合能源等业务领域持续发力。

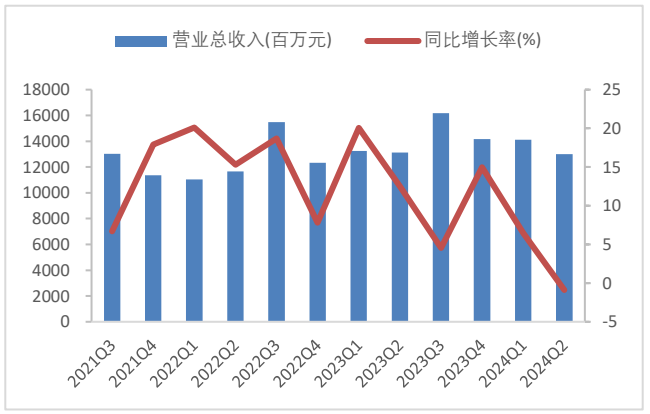
预计公司 2024-2026 年归属于上市公司股东的净利润分别为 77.12 亿元、83.68 亿元和 91.53 亿元，暂不考虑增发影响，对应每股收益为 1.03、1.12 和 1.23 元/股，按照 9 月 25 日 15.96 元/股收盘价计算，对应 PE 分别为 15.43X、14.22X 和 13.00X，考虑到公司估值水平和行业发展前景，首次覆盖，给予公司“增持”投资评级。

**风险提示：**来水波动风险；燃料成本上涨；新能源业务竞争加剧；电价下滑风险；海外业务风险；其他不可预测风险。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	50,489	56,712	60,066	62,980	66,021
增长比率（%）	15.36	12.32	5.91	4.85	4.83
净利润（百万元）	4,081	6,705	7,712	8,368	9,153
增长比率（%）	66.16	64.31	15.02	8.50	9.39
每股收益(元)	0.55	0.90	1.03	1.12	1.23
市盈率(倍)	29.15	17.74	15.43	14.22	13.00

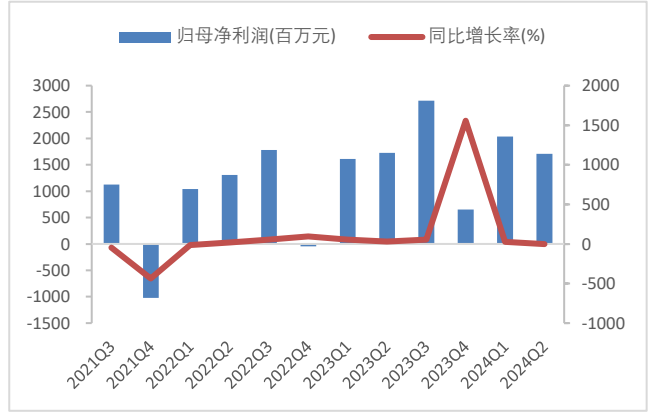
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：公司单季度营业总收入情况



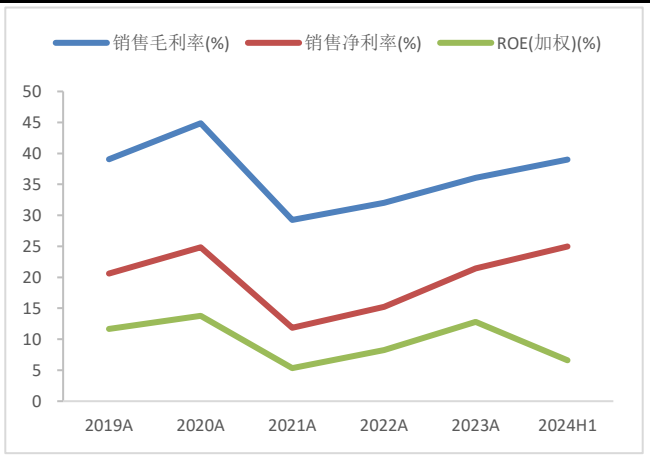
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 2：公司单季度归母净利润情况



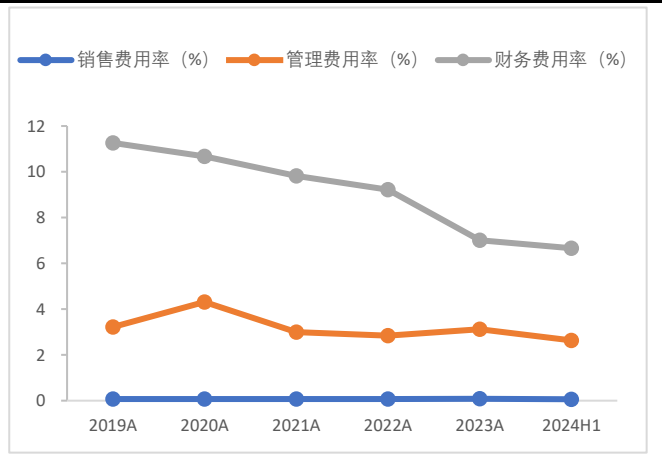
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 3：公司盈利能力指标



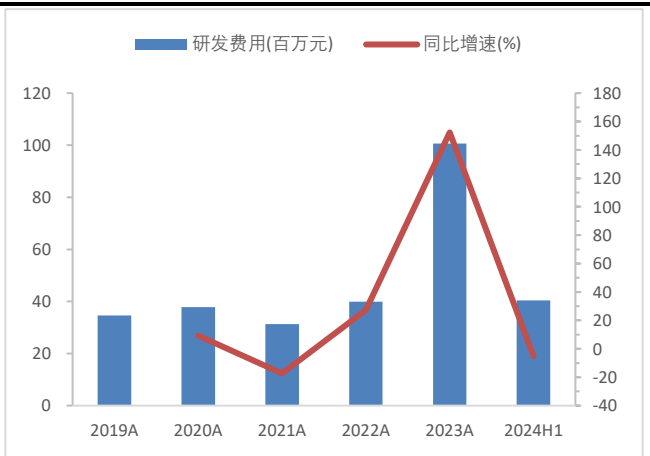
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 4：公司期间费用率情况



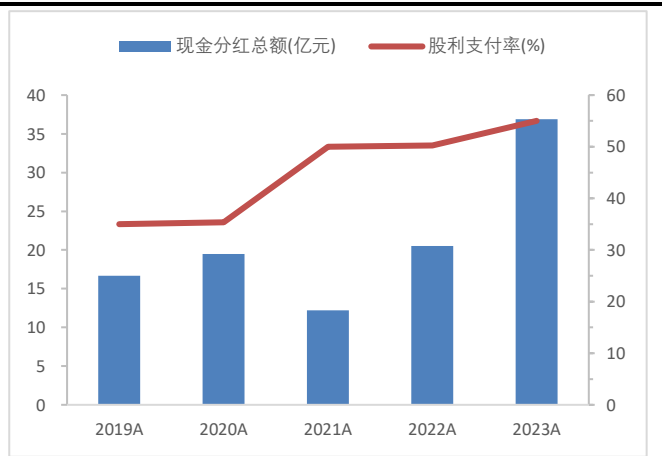
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 5：公司研发费用情况



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 6：公司现金分红情况



资料来源：Wind，中原证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

## 资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>23,322</b>	<b>28,773</b>	<b>31,146</b>	<b>31,975</b>	<b>33,293</b>
现金	11,639	11,358	13,263	13,470	14,414
应收票据及应收账款	9,016	14,040	14,241	14,562	14,894
其他应收款	700	899	901	910	917
预付账款	187	305	404	413	417
存货	1,217	1,296	1,606	1,649	1,663
其他流动资产	564	874	730	972	989
<b>非流动资产</b>	<b>234,978</b>	<b>248,590</b>	<b>258,425</b>	<b>266,099</b>	<b>274,086</b>
长期投资	9,760	10,142	10,210	10,501	10,747
固定资产	194,485	198,111	204,339	209,594	214,513
无形资产	5,665	6,116	6,577	6,906	7,320
其他非流动资产	25,067	34,221	37,299	39,098	41,505
<b>资产总计</b>	<b>258,300</b>	<b>277,363</b>	<b>289,571</b>	<b>298,074</b>	<b>307,379</b>
<b>流动负债</b>	<b>44,762</b>	<b>45,811</b>	<b>46,740</b>	<b>46,993</b>	<b>47,047</b>
短期借款	11,299	9,412	8,412	7,912	7,312
应付票据及应付账款	4,548	6,418	6,571	6,808	6,967
其他流动负债	28,916	29,981	31,757	32,273	32,768
<b>非流动负债</b>	<b>119,916</b>	<b>129,434</b>	<b>129,749</b>	<b>127,260</b>	<b>124,561</b>
长期借款	106,364	113,672	116,177	114,677	112,977
其他非流动负债	13,552	15,762	13,571	12,583	11,584
<b>负债合计</b>	<b>164,678</b>	<b>175,246</b>	<b>176,488</b>	<b>174,253</b>	<b>171,608</b>
少数股东权益	39,107	43,051	49,453	56,428	64,260
股本	7,454	7,454	7,454	7,454	7,454
资本公积	10,948	10,969	10,977	10,977	10,977
留存收益	29,903	34,398	37,836	41,601	45,719
归属母公司股东权益	54,514	59,067	63,629	67,394	71,512
<b>负债和股东权益</b>	<b>258,300</b>	<b>277,363</b>	<b>289,571</b>	<b>298,074</b>	<b>307,379</b>

## 现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>21,964</b>	<b>21,268</b>	<b>30,403</b>	<b>31,411</b>	<b>33,592</b>
净利润	7,680	12,160	14,115	15,342	16,985
折旧摊销	9,669	9,922	11,894	12,502	13,082
财务费用	4,736	4,603	4,475	4,224	4,062
投资损失	-273	-697	-727	-756	-786
营运资金变动	160	-5,193	524	138	286
其他经营现金流	-9	473	123	-38	-38
<b>投资活动现金流</b>	<b>-15,689</b>	<b>-20,656</b>	<b>-21,058</b>	<b>-19,390</b>	<b>-20,252</b>
资本支出	-15,177	-20,247	-19,962	-19,640	-20,573
长期投资	-980	-153	-1,722	-482	-451
其他投资现金流	468	-256	626	732	772
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-3,574</b>	<b>-939</b>	<b>-7,409</b>	<b>-11,815</b>	<b>-12,396</b>
短期借款	2,708	-1,887	-1,000	-500	-600
长期借款	2,348	7,308	2,505	-1,500	-1,700
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-2	21	8	0	0
其他筹资现金流	-8,629	-6,381	-8,922	-9,815	-10,096
<b>现金净增加额</b>	<b>2,726</b>	<b>-290</b>	<b>1,905</b>	<b>207</b>	<b>944</b>

资料来源: 中原证券研究所, 聚源

## 利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>50,489</b>	<b>56,712</b>	<b>60,066</b>	<b>62,980</b>	<b>66,021</b>
营业成本	34,311	36,250	37,780	39,306	40,441
营业税金及附加	971	939	1,099	1,153	1,202
营业费用	37	46	50	50	54
管理费用	1,480	1,769	1,809	1,903	2,014
研发费用	40	101	101	107	112
财务费用	4,655	3,975	3,763	3,477	3,307
资产减值损失	-184	-250	-14	2	4
其他收益	165	114	304	217	232
公允价值变动收益	22	-1	0	0	0
投资净收益	273	697	727	756	786
资产处置收益	20	4	18	19	20
<b>营业利润</b>	<b>9,412</b>	<b>14,048</b>	<b>16,500</b>	<b>17,979</b>	<b>19,933</b>
营业外收入	80	209	87	90	96
营业外支出	59	42	68	72	82
<b>利润总额</b>	<b>9,433</b>	<b>14,215</b>	<b>16,518</b>	<b>17,996</b>	<b>19,947</b>
所得税	1,753	2,055	2,403	2,654	2,962
<b>净利润</b>	<b>7,680</b>	<b>12,160</b>	<b>14,115</b>	<b>15,342</b>	<b>16,985</b>
少数股东损益	3,600	5,455	6,402	6,974	7,832
<b>归属母公司净利润</b>	<b>4,081</b>	<b>6,705</b>	<b>7,712</b>	<b>8,368</b>	<b>9,153</b>
EBITDA	23,441	27,473	32,175	33,976	36,336
EPS (元)	0.55	0.90	1.03	1.12	1.23

## 主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	15.36	12.32	5.91	4.85	4.83
营业利润 (%)	45.92	49.27	17.45	8.97	10.87
归属母公司净利润 (%)	66.16	64.31	15.02	8.50	9.39
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	32.04	36.08	37.10	37.59	38.75
净利率 (%)	8.08	11.82	12.84	13.29	13.86
ROE (%)	7.49	11.35	12.12	12.42	12.80
ROIC (%)	4.81	6.00	6.62	6.79	7.12
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	63.75	63.18	60.95	58.46	55.83
净负债比率 (%)	175.90	171.61	156.07	140.73	126.39
流动比率	0.52	0.63	0.67	0.68	0.71
速动比率	0.48	0.58	0.61	0.62	0.65
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.20	0.21	0.21	0.21	0.22
应收账款周转率	5.44	4.93	4.26	4.39	4.50
应付账款周转率	8.92	7.73	7.06	7.14	7.14
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.55	0.90	1.03	1.12	1.23
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.95	2.85	4.08	4.21	4.51
每股净资产 (最新摊薄)	7.31	7.92	8.54	9.04	9.59
<b>估值比率</b>					
P/E	29.15	17.74	15.43	14.22	13.00
P/B	2.18	2.01	1.87	1.77	1.66
EV/EBITDA	8.90	8.56	7.91	7.40	6.80

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。