

2024 年 11 月 06 日

## 国投电力 (600886. SH)

投资评级：买入（维持）

——业绩符合预期 拟定增引入社保并承诺 55% 分红

## 证券分析师

查浩  
SAC: S1350524060004  
zhahao@huayuanstock.com  
刘晓宁  
SAC: S1350523120003  
liuxiaoning@huayuanstock.com  
邓思平  
SAC: S1350524070003  
dengsiping@huayuanstock.com

## 联系人

## 市场表现:



## 基本数据 2024 年 11 月 05 日

收盘价 (元)	15.55
一年内最高/最低 (元)	19.21/11.92
总市值 (百万元)	115,912.50
流通市值 (百万元)	108,319.33
总股本 (百万股)	7,454.18
资产负债率 (%)	62.16
每股净资产 (元/股)	7.56

资料来源: 聚源数据

## 投资要点:

- 事件: 公司发布三季报**, 前三季度实现营收 443.95 亿元, 同比增长 4.34%; 归母净利润 65.78 亿元, 同比增长 8.69%; 扣非后归母净利润 63.51 亿元, 同比增长 5.43%。单三季度实现营收 172.94 亿元, 同比增长 6.87%; 归母净利润 28.34 亿元, 同比增长 4.38%; 扣非后归母净利润 26.34 亿元, 同比下降 2.65%。**公司三季度归母净利润基本符合我们此前预期的 30 亿元, 略微差异或系 1.61 亿元资产减值。**
- 水电电量延续高增, 来水转枯下梯级调度优越性凸显。**雅砻江水电单三季度发电量 337 亿千瓦时, 同比增长 25%, 延续上半年高增形势, 在三季度川内来水转枯下实属不易, 对比国能大渡河单三季度电量同比几乎持平 (三季度川内高温缺水, 或不存在电量冗余), 体现雅砻江两河口水库、锦屏一级、二滩水库联合运行的优越性。单三季度雅砻江水电电价 (含税) 0.285 元/千瓦时, 同比下滑 4 厘钱, 或为电量结构影响。值得注意的是, 雅砻江中游龙头水库电站两河口水库投产后首次蓄水至正常水位 (蓄满), 为今冬明春电量奠定坚实基础。
- 火电电量电价低于预期系广西水电与结算周期影响, 风电电价下滑程度好于预期。**公司三季度火电发电量 161 亿千瓦时, 同比下降 5.6%, 主要系广西水电电量挤压, 其中钦州发电 29 亿千瓦时, 同比下滑 33%; 公司在广西火电机组电价变动较大, 或与容量电价结算周期有关。新能源方面, 单三季度风电电价 (含税) 0.453 元/千瓦时, 同比下滑 4 厘钱, 较二季度大幅收窄 (二季度同比下滑 4.2 分); 单三季度光伏 (含税) 电价 0.459 元/千瓦时, 同比下滑 0.154 元/千瓦时, 或主要系平价项目新增较多 (单三季度光伏电量同比增长 50.4%)。
- 拟定增 70 亿元用于 3.4GW 水电站建设, 承诺分红不低于 55%。**公司于 9 月 17 日发布定增预案, 拟向社保基金定向发行 5.5 亿股, 每股 12.72 元 (前日收盘价 15.41 元, 定价为前二十日交易价的 80%), 融资 70 亿元用于孟底沟水电站 (240 万千瓦) 与卡拉水电站 (102 万千瓦) 建设。公司同步发布 2024-2026 年股东回报规划, 明确要求 2024-2026 年每年现金分配不低于当年合并报表可分配利润的 55%。截至 2024 年 6 月底, 公司在建已核水电装机 372 万千瓦, 在建已核火电装机 413 万千瓦, 较 2025 年 1700 万千瓦新能源装机目标仍有 10GW。
- 盈利预测与评级:** 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 75/84/90 亿元, 同比增速分别为 11%/12%/7%, 当前股价对应的 PE 分别为 16/14/13 倍, 55% 分红比例下 (归母净利润口径), 2024 年业绩对应股息率 3.54%, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 来水波动, 电价不及预期。**

## 盈利预测与估值 (人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	50,489	56,712	60,517	64,609	67,902
同比增长率 (%)	15.36%	12.32%	6.71%	6.76%	5.10%
归母净利润 (百万元)	4,081	6,705	7,464	8,369	8,964
同比增长率 (%)	66.16%	64.31%	11.32%	12.13%	7.11%
每股收益 (元/股)	0.55	0.90	1.00	1.12	1.20
ROE (%)	7.49%	11.35%	11.91%	12.54%	12.61%
市盈率 (P/E)	28.41	17.29	15.53	13.85	12.93

资料来源: 公司公告, 华源证券研究所预测

**附录：财务预测摘要**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	11,358	6,052	6,461	6,790
应收票据及账款	14,040	13,183	14,075	14,792
预付账款	305	379	404	425
其他应收款	899	770	823	865
存货	1,296	1,385	1,456	1,519
其他流动资产	874	895	942	980
<b>流动资产总计</b>	<b>28,773</b>	<b>22,664</b>	<b>24,160</b>	<b>25,371</b>
长期股权投资	10,142	10,842	11,642	12,542
固定资产	199,297	197,283	200,847	209,800
在建工程	17,298	29,839	46,379	56,919
无形资产	6,116	5,497	4,877	4,258
长期待摊费用	116	111	105	99
其他非流动资产	15,620	13,605	13,591	13,577
<b>非流动资产合计</b>	<b>248,590</b>	<b>257,175</b>	<b>277,440</b>	<b>297,195</b>
<b>资产总计</b>	<b>277,363</b>	<b>279,839</b>	<b>301,600</b>	<b>322,566</b>
短期借款	9,412	1,839	10,269	17,282
应付票据及账款	6,418	5,706	5,997	6,259
其他流动负债	29,981	30,513	32,082	33,487
<b>流动负债合计</b>	<b>45,811</b>	<b>38,057</b>	<b>48,348</b>	<b>57,028</b>
长期借款	126,459	126,459	126,459	126,459
其他非流动负债	2,976	2,976	2,976	2,976
<b>非流动负债合计</b>	<b>129,434</b>	<b>129,434</b>	<b>129,434</b>	<b>129,434</b>
<b>负债合计</b>	<b>175,246</b>	<b>167,492</b>	<b>177,782</b>	<b>186,462</b>
股本	7,454	7,454	7,454	7,454
资本公积	10,969	10,969	10,969	10,969
留存收益	40,643	44,254	48,303	52,639
归属母公司权益	59,067	62,677	66,726	71,063
少数股东权益	43,051	49,670	57,092	65,041
<b>股东权益合计</b>	<b>102,117</b>	<b>112,347</b>	<b>123,818</b>	<b>136,104</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>277,363</b>	<b>279,839</b>	<b>301,600</b>	<b>322,566</b>

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	12,160	13,180	14,805	15,844
折旧与摊销	9,922	10,113	10,535	11,145
财务费用	3,975	4,261	4,278	4,439
投资损失	-697	-729	-829	-929
营运资金变动	-5,193	622	773	786
其他经营现金流	1,101	3,076	1,175	1,275
<b>经营性现金净流量</b>	<b>21,268</b>	<b>30,523</b>	<b>30,737</b>	<b>32,559</b>
投资性现金净流量	-20,656	-20,142	-30,159	-30,176
筹资性现金净流量	-939	-15,688	-169	-2,054
<b>现金流量净额</b>	<b>-290</b>	<b>-5,306</b>	<b>409</b>	<b>329</b>

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>56,712</b>	<b>60,517</b>	<b>64,609</b>	<b>67,902</b>
<b>营业成本</b>	<b>36,250</b>	<b>37,010</b>	<b>38,899</b>	<b>40,596</b>
税金及附加	939	1,002	1,070	1,124
销售费用	46	49	52	55
管理费用	1,769	1,888	2,016	2,118
研发费用	101	66	71	74
财务费用	3,975	4,261	4,278	4,439
资产减值损失	-250	-303	-323	-340
信用减值损失	-148	-59	-63	-66
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	697	729	829	929
公允价值变动损益	-1	0	0	0
资产处置收益	4	14	14	14
其他收益	114	238	238	238
<b>营业利润</b>	<b>14,048</b>	<b>16,860</b>	<b>18,918</b>	<b>20,270</b>
营业外收入	209	152	152	152
营业外支出	42	44	44	44
其他非经营损益	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>14,215</b>	<b>16,968</b>	<b>19,026</b>	<b>20,378</b>
所得税	2,055	2,885	3,234	3,464
<b>净利润</b>	<b>12,160</b>	<b>14,083</b>	<b>15,791</b>	<b>16,913</b>
少数股东损益	5,455	6,619	7,422	7,949
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>6,705</b>	<b>7,464</b>	<b>8,369</b>	<b>8,964</b>
EPS(元)	1	1	1	1

**主要财务比率**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营收增长率	12.32%	6.71%	6.76%	5.10%
营业利润增长率	49.27%	20.01%	12.21%	7.15%
归母净利润增长率	64.31%	11.32%	12.13%	7.11%
经营现金流增长率	-3.17%	43.52%	0.70%	5.93%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	36.08%	38.84%	39.79%	40.21%
净利率	21.44%	23.27%	24.44%	24.91%
ROE	11.35%	11.91%	12.54%	12.61%
ROA	2.42%	2.67%	2.78%	2.78%
<b>估值倍数</b>				
P/E	17.29	15.53	13.85	12.93
P/S	2.04	1.92	1.79	1.71
P/B	2.17	2.03	1.90	1.77
股息率	3.18%	3.32%	3.73%	3.99%
EV/EBITDA	10	9	9	9

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 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

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 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。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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：**A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。