

# 国投电力 (600886.SH)

## 雅砻江产能持续提升，火电迎来业绩弹性

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	43,766	50,489	54,670	57,542	60,781
增长率 yoy (%)	11.3	15.4	8.3	5.3	5.6
归母净利润(百万元)	2,456	4,079	5,483	6,615	7,800
增长率 yoy (%)	-55.5	66.1	34.4	20.6	17.9
ROE (%)	5.9	8.2	10.2	11.2	12.0
EPS 最新摊薄(元)	0.33	0.55	0.74	0.89	1.05
P/E (倍)	38.8	23.3	17.4	14.4	12.2
P/B (倍)	2.1	1.9	1.8	1.7	1.5

资料来源: 长城证券产业金融研究院

**事件:** 2023年4月29日, 公司发布2022年年报及2023年一季报。2022年公司实现营业收入504.89亿元, 同比增长15.36% (调整后, 下同); 实现归母净利润40.79亿元, 同比增长66.11%; 实现扣非归母净利润39.50亿元, 同比增长80.40%; 加权ROE为8.25%, 同比增加2.86个pct; 基本EPS为0.5213元, 同比增加0.1984元。2023Q1, 公司实现营业收入132.56亿元, 同比增长20.05%; 实现归母净利润16.14亿元, 同比增长55.53%; 实现扣非归母净利润16.06亿元, 同比增长61.39%。2023年1~4月, 公司境内控股企业发电量513.4亿千瓦时, 同比增长21.21%, 其中, 雅砻江水电发电量283.28亿千瓦时, 同比增长30.92%。

**雅砻江两杨产能释放, 水电有望延续量价齐升。**2022年公司水电上网电量为986.21亿千瓦时, 同比增长12.37%; 平均上网电价为0.272元/千瓦时(含税, 下同), 同比增长6.75%; 截至23Q1水电总装机2128万千瓦, 2022年新增装机51.5万千瓦(两河口50万千瓦+小三峡机组扩容1.5万千瓦), 雅砻江流域梯级优化调度、两杨电站投产以及大朝山上游水库库容消落, 一定程度上弥补流域来水偏枯情况。其中, 两杨水电站投产带动雅砻江水电全年上网电量同比增加13.71%, 平均上网电价0.279元/千瓦时, 同比增长6.61%; 贡献净利润73.61亿元, 同比增长15.73%。此外, 锦官电源组(占雅砻江1920万千瓦装机的56.25%)送江苏上网电价自2023年1月1日起由0.277元/千瓦时上调至0.3195元/千瓦时, 水电有望保持量价齐升态势。2023年1-4月, 公司水电上网电量为307.33亿千瓦时, 同比增长24.66%, 根据中电联4月电力数据, 全国水电发电量前三位的省份为四川、云南和湖北, 其合计水电发电量占全国水电发电量的64.2%, 增速分别为6.5%、-11.4%和-33.0%, 公司主要水电机组所在雅砻江流域来水情况较好, 业绩有望持续稳中有升。

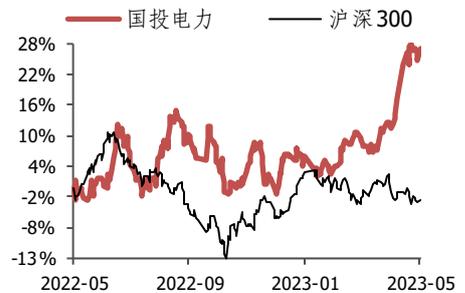
**电力供需紧平衡叠加供给侧成本改善, 火电盈利能力回弹。**2022年公司火电受水火互补影响, 上网电量为473.23亿千瓦时, 同比减少14.61%; 平均上网电价为0.481元/千瓦时(含税), 同比增长23.75%, 燃煤价格下降叠加电价上涨, 同比亏损明显收敛, 盈利能力改善。截至23Q1火电总装机1188万千瓦, 在建项目有华夏一期60万千瓦等容量替代、钦州3期2×66万千瓦燃煤机组(预计分别于23年11月、24年2月投产); 已核准项目有钦州三期(3、4号机组)、湄洲湾三期共计4×66万千瓦火电、浙江舟山2×74.5万千瓦燃

### 增持 (维持评级)

#### 股票信息

行业	电力及公用事业
2023年5月22日收盘价(元)	12.77
总市值(百万元)	95,189.88
流通市值(百万元)	88,954.20
总股本(百万股)	7,454.18
流通股本(百万股)	6,965.87
近3月日均成交额(百万元)	197.52

#### 股价走势



#### 作者

分析师 于夕朦

执业证书编号: S1070520030003

邮箱: yuximeng@cgws.com

分析师 范杨春晓

执业证书编号: S1070521050001

邮箱: fycx@cgws.com

#### 相关研究

- 《两杨电站产能持续释放, 火电电价提升带动板块业绩修复——国投电力(600886)公司22年中报点评》2022-11-02
- 《水电量价齐升对冲火电影响, 限电背景下大型水火电运营商价值有望重估——国投电力(600886)公司22年中报点评》2022-09-02

气发电。2023年1-4月公司火电上网电量为164.28亿千瓦时,同比增长14.11%,平均上网电价同比增加1.21%,在电力供需紧平衡的现状下,我们认为今年火电电价仍将较燃煤标杆电价保持上浮约20%的水平,随着供给侧煤炭库存量增加、燃料成本价格松动,火电盈利能力有望显著提升。

**新能源建设加速,风光项目增量明确。**2022年公司风电/光伏上网电量为47.57/18.18亿千瓦时,同比+1.85%/+13.80%;平均上网电价0.508/0.845元/千瓦时,同比+5.02%/-7.92%。截至23Q1,风电/光伏发电总装机298/165万千瓦,22年新增风电/光伏发电75/31.2万千瓦。2023年1-4月公司风电/光伏发电上网电量为21.91/6.78亿千瓦时,同比+45.5%/+13.57%;平均上网电价0.483/0.815元/千瓦时,同比-9.73%/-8.2%。雅砻江腊巴山19.2万千瓦风电与柯拉100万千瓦水光互补一期项目,计划于2023年全容量并网,有望在四季度贡献利润,其中柯拉光伏发电将利用两河口水电站现有电网通道进行送出消纳,降低发电成本、平滑发电曲线。

**投资建议:**雅砻江流域来水情况较好,规模提升及梯级调度带动水电业绩稳中有升;电力供需紧平衡下,受益于供需侧煤价成本下行,火电盈利能力恢复;新能源增量明确,水光互补模式保障项目消纳与收益水平。预计公司2023至2025年实现营业收入546.7亿元、575.42亿元、607.81亿元,实现归母净利润54.83亿元、66.15亿元、78亿元,同比增长34.4%、20.6%、17.9%。对应EPS为0.74、0.89、1.05元,对应PE为17.4X、14.4X、12.2X,维持“增持”评级。

**风险提示:**来水不及预期,电价下降超预期风险,自然灾害,用电需求不及预期,执行相关政策带来的不确定风险,新项目进程不及预期。

## 财务报表和主要财务比率

## 资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	21697	23322	26640	26097	29355
现金	8887	11639	12602	13265	14011
应收票据及应收账款	9668	9016	11215	10078	12413
其他应收款	371	700	460	760	528
预付账款	424	187	475	222	514
存货	1270	1217	1323	1208	1323
其他流动资产	1077	564	565	564	565
<b>非流动资产</b>	219709	234933	245766	249284	252921
长期股权投资	9338	9760	9903	10095	10262
固定资产	184315	194485	202112	204453	207686
无形资产	5616	5678	5566	5502	5410
其他非流动资产	20440	25009	28185	29235	29564
<b>资产总计</b>	241406	258254	272406	275381	282276
<b>流动负债</b>	37987	44762	65494	80578	92014
短期借款	8591	11299	22822	31422	46606
应付票据及应付账款	4732	4548	4932	4514	4929
其他流动负债	24664	28916	37740	44642	40479
<b>非流动负债</b>	115321	119868	104950	82002	64056
长期借款	113007	117353	102435	79488	61541
其他非流动负债	2314	2515	2515	2515	2515
<b>负债合计</b>	153308	164630	170443	162580	156070
少数股东权益	36623	39108	44013	50033	57425
股本	7454	7454	7454	7454	7454
资本公积	10950	10948	10948	10948	10948
留存收益	27238	29906	35873	42891	50985
归属母公司股东权益	51475	54517	57950	62768	68780
<b>负债和股东权益</b>	241406	258254	272406	275381	282276

## 现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	14631	21964	17995	36414	24530
净利润	5213	7680	10389	12634	15193
折旧摊销	8585	9622	11723	12676	13556
财务费用	4291	4655	4424	4368	4402
投资损失	-102	-273	-188	-230	-209
营运资金变动	-3561	160	-8365	6948	-8398
其他经营现金流	205	120	12	18	-14
<b>投资活动现金流</b>	-9088	-15689	-22321	-15906	-16913
资本支出	9277	15206	22413	16002	17026
长期投资	199	-603	-143	-191	-167
其他投资现金流	-10	120	235	287	280
<b>筹资活动现金流</b>	-6401	-3574	-6233	-28446	-22054
短期借款	1357	2708	11523	8601	15184
长期借款	4244	4346	-14918	-22947	-17946
普通股增加	488	0	0	0	0
资本公积增加	3188	-2	0	0	0
其他筹资现金流	-15679	-10627	-2838	-14100	-19292
<b>现金净增加额</b>	-893	2726	-10559	-7939	-14437

资料来源: 长城证券产业金融研究院

## 利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	43766	50489	54670	57542	60781
营业成本	30950	34311	35050	34925	34915
营业税金及附加	942	971	1192	1247	1280
销售费用	29	37	39	41	43
管理费用	1306	1480	1838	1955	1926
研发费用	31	40	45	47	48
财务费用	4291	4655	4424	4368	4402
资产和信用减值损失	-440	-63	-60	-75	-57
其他收益	434	165	300	232	266
公允价值变动收益	119	22	38	45	56
投资净收益	102	273	188	230	209
资产处置收益	19	20	10	12	15
<b>营业利润</b>	6450	9412	12557	15404	18656
营业外收入	167	80	141	144	133
营业外支出	32	59	56	57	51
<b>利润总额</b>	6585	9433	12642	15490	18738
所得税	1372	1753	2254	2856	3546
<b>净利润</b>	5213	7680	10389	12634	15193
少数股东损益	2757	3601	4906	6019	7393
<b>归属母公司净利润</b>	2456	4079	5483	6615	7800
EBITDA	19421	23685	28713	32474	36627
EPS (元/股)	0.33	0.55	0.74	0.89	1.05

## 主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	11.3	15.4	8.3	5.3	5.6
营业利润 (%)	-44.4	45.9	33.4	22.7	21.1
归属母公司净利润 (%)	-55.5	66.1	34.4	20.6	17.9
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	29.3	32.0	35.9	39.3	42.6
净利率 (%)	11.9	15.2	19.0	22.0	25.0
ROE (%)	5.9	8.2	10.2	11.2	12.0
ROIC (%)	4.7	5.9	6.6	8.0	9.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	63.5	63.7	62.6	59.0	55.3
净负债比率 (%)	140.8	137.8	137.1	111.2	98.3
流动比率	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3
速动比率	0.5	0.5	0.4	0.3	0.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	5.3	5.4	5.4	5.4	5.4
应付账款周转率	9.3	8.9	17.2	0.0	0.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.33	0.55	0.74	0.89	1.05
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.96	2.95	2.41	4.89	3.29
每股净资产 (最新摊薄)	6.14	6.55	7.01	7.66	8.46
<b>估值比率</b>					
P/E	38.8	23.3	17.4	14.4	12.2
P/B	2.1	1.9	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA	13.2	11.1	9.7	8.3	7.5

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证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他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 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或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		

### 长城证券产业金融研究院

#### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层  
邮编：518033  
传真：86-755-83516207

#### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层  
邮编：200126  
传真：021-31829681  
网址：<http://www.cgws.com>

#### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层  
邮编：100044  
传真：86-10-88366686