

买入 (维持)

国投电力 (600886)

雅砻江水电利润稳健增长，火电修复及新能源成长可期

2023年4月29日

## 市场数据

日期	2023-4-28
收盘价(元)	11.79
总股本(百万股)	7,454.18
流通股本(百万股)	6,965.87
净资产(百万元)	56,165.83
总资产(百万元)	261,528.17
每股净资产(元)	6.77

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 分析师:

蔡屹

cai yi@xyzq.com.cn

S0190518030002

## 投资要点

- 事件:** 国投电力公告 2022 年年报及 2023 年一季报。2022 年公司实现营收 504.89 亿元, 同比+15.36%, 归母净利润 40.79 亿元, 同比+66.11%, 其中受动力煤成本上行影响, 2022Q4 亏损 0.47 亿元。2023 年一季度公司实现营收 132.56 亿元, 同比+20.05%, 归母净利润 16.14 亿元, 环比扭亏, 同比+55.53%。结合经营数据, 我们点评如下:
- 水电: 雅砻江水电量价齐升释放业绩, 看好市场电价上涨空间。** 随着 2022 年两河口电站全部投产, 公司全年水电上网电量达 986.21 亿度, 同比+12.37%, 其中雅砻江水电完成 880.47 亿度, 同比+13.71%; 在电力市场化改革深化背景下, 电价受区域电力供需关系趋紧影响有所上涨, 2022 年雅砻江水电上网电价达 0.279 元/度, 同比+6.61%; 量升价涨带动雅砻江水电净利润达 73.61 亿元, 同比+15.73%。两河口调度优势进一步彰显, 2023Q1 雅砻江水电上网电量完成 212.72 亿度, 同比+33.09%; 上网电价达 0.314 元/度, 同比+4.64%。边际上, 雅砻江水电目前在建及核准装机 342 万千瓦, 卡拉项目在建、孟底沟项目进入施工准备阶段, 且流域仍有较为充足开发资源。
- 火电: 成本端压制 2022 年业绩, 看好 2023 年电煤中枢下行。** 2022 年公司火电完成上网电量 473.23 亿度, 同比-14.61%, 得益于市场电价上浮及部分省间交易高电价, 全年火电上网电价达 0.481 元/度, 同比+23.75%。但量缩价涨之下成本仍旧高企拖累业绩, 2022 年公司主要火电子公司津能、湄洲湾、钦州、华夏电力净利润分别为-12.84、-2.18、-1.74、-0.72 亿元。随着目前长协煤覆盖比例提升及进口煤大幅回流, 2023 年公司火电成本结构有望得以改善。此外, 公司当前在建机组钦州三期、已核准项目舟山燃气&钦州三期 2-4 号机组、已获指标湄洲湾三期有望在中长期维度保证火电业务成长性。
- 新能源: 发展加速, 水风光互补项目打开成长空间。** 2022 年公司新增风电、光伏项目 71.89、31.2 万千瓦, 带动全年上网电量分别同比+1.85%、+13.80%, 2023Q1 分别同比+32.16%、+14.14%; 子公司国投新能源投资 2022 年实现利润 6.11 亿元, 同比+24.07%。公司正积极推进雅砻江流域水风光互补基地项目, 全流域可开发水电装机容量约 3000 万千瓦, 进一步扩大新能源增长空间。
- 投资建议:** 维持“买入”评级。公司持有雅砻江水电 52%股权, “十四五”时期将新增开发风光水储清洁能源基地, 火电正处于业绩修复期。我们调整其 2023-2025 年归母净利润分别为 63.13、77.14、86.31 亿元, 同比+54.8%、22.2%、11.9%, 对应 4 月 28 日收盘价的 PE 估值分别为 13.9x、11.4x、10.2x。
- 风险提示:** 动力煤价格大幅上行、原材料价格上行增加风机与光伏组件成本、市场化交易导致电价波动风险、宏观经济风险

## 主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	50489	53183	55619	56911
同比增长	15.4%	5.3%	4.6%	2.3%
归母净利润(百万元)	4079	6313	7714	8631
同比增长	66.1%	54.8%	22.2%	11.9%
毛利率	32.0%	38.7%	43.1%	45.3%
ROE	7.5%	10.8%	12.2%	12.7%
每股收益(元)	0.55	0.85	1.03	1.16
市盈率	21.5	13.9	11.4	10.2

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

附表

资产负债表

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	23322	27941	36880	42437
货币资金	11639	13950	22704	28195
交易性金融资产	131	276	200	214
应收票据及应收账款	9016	10646	11043	11141
预付款项	187	264	258	239
存货	1217	1376	1299	1260
其他	1132	1428	1376	1388
<b>非流动资产</b>	234933	235635	242297	252377
长期股权投资	9760	9649	9634	9660
固定资产	194485	201430	208449	217976
在建工程	12333	8833	7750	8208
无形资产	5665	5665	5665	5665
商誉	108	90	99	98
长期待摊费用	142	142	142	142
其他	12439	9826	10558	10627
<b>资产总计</b>	258254	263576	279178	294814
<b>流动负债</b>	44762	39686	40339	40682
短期借款	11299	9719	10057	10151
应付票据及应付账款	4548	4,648.66	4,458.07	4,357.74
其他	28916	25319	25824	26173
<b>非流动负债</b>	119868	120339	123242	125632
长期借款	106364	108712	111060	113408
其他	13504	11627	12182	12224
<b>负债合计</b>	164630	160025	163581	166314
股本	7454	7454	7454	7454
资本公积	10948	10948	10948	10948
未分配利润	26820	30514	34530	38653
少数股东权益	39108	44999	52282	60307
<b>股东权益合计</b>	93624	103551	115597	128500
<b>负债及权益合计</b>	258254	263576	279178	294814

现金流量表

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	4079	6313	7714	8631
折旧和摊销	9622	9889	10731	11681
资产减值准备	184	0	0	0
资产处置损失	-20	-9	-10	-12
公允价值变动损失	-22	-43	-45	-47
财务费用	4736	3043	2841	2593
投资损失	-273	-395	-306	-330
少数股东损益	3601	5892	7282	8025
营运资金的变动	160	-5001	144	47
<b>经营活动产生现金流量</b>	21964	20611	28085	30570
<b>投资活动产生现金流量</b>	-15689	-12804	-16265	-21312
<b>融资活动产生现金流量</b>	-3574	-5496	-3065	-3767
现金净变动	2726	2311	8754	5491
现金的期初余额	8660	11639	13950	22704
现金的期末余额	11386	13950	22704	28195

利润表

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	50489	53183	55619	56911
营业成本	34311	32618	31635	31114
税金及附加	971	1107	1135	1158
销售费用	37	38	40	41
管理费用	1480	1691	1704	1753
研发费用	40	42	43	45
财务费用	4655	3043	2841	2593
其他收益	165	243	249	233
投资收益	273	395	306	330
公允价值变动收益	22	43	45	47
信用减值损失	121	-42	-50	-34
资产减值损失	-184	-301	-294	-291
资产处置收益	20	9	10	12
<b>营业利润</b>	9412	14993	18486	20504
营业外收入	80	127	118	115
营业外支出	59	54	52	54
<b>利润总额</b>	9433	15066	18552	20565
所得税	1753	2861	3555	3909
净利润	7680	12205	14997	16656
少数股东损益	3601	5892	7282	8025
<b>归属母公司净利润</b>	4079	6313	7714	8631
<b>BPS(元)</b>	0.55	0.85	1.03	1.16

主要财务比率

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	15.4%	5.3%	4.6%	2.3%
营业利润增长率	45.9%	59.3%	23.3%	10.9%
归母净利润增长率	66.1%	54.8%	22.2%	11.9%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	32.0%	38.7%	43.1%	45.3%
归母净利率	8.1%	11.9%	13.9%	15.2%
ROE	7.5%	10.8%	12.2%	12.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	63.7%	60.7%	58.6%	56.4%
流动比率	0.52	0.70	0.91	1.04
速动比率	0.49	0.67	0.88	1.01
<b>营运能力</b>				
资产周转率	20.2%	20.4%	20.5%	19.8%
应收帐款周转率	528.3%	545.6%	518.1%	517.7%
存货周转率	2513%	2516%	2365%	2431%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.55	0.85	1.03	1.16
每股经营现金	2.95	2.76	3.77	4.10
每股净资产	7.31	7.85	8.49	9.15
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	21.5	13.9	11.4	10.2
PB	1.6	1.5	1.4	1.3

## 分析师声明

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以沪深300指数为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“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客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100020	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn