

# 国投电力（600886）

证券研究报告

2023年05月05日

## 雅砻江水电亮眼表现持续，火电盈利边际改善可期

### 事件：

公司公布 2022 年年报与 2023 年一季报。2022 年公司实现营业收入 504.89 亿元，同比+15.36%；实现归母净利润 40.79 亿元，同比+66.11%；2023 年 Q1 公司实现营业收入 132.56 亿元，同比+20.05%；实现归母净利润 16.14 亿元，同比+55.53%。

### 点评：

#### 2022 年雅砻江业同比高增，23 年一季度延续亮眼表现。

2022 年虽然雅砻江流域来水明显偏枯，但受保供需要以及流域梯级电站优化调度影响，同时叠加两河口和杨房沟电站的投产，雅砻江水电全年实现发电量 885.23 亿千瓦时，同比增加 13.74%；平均上网电价 0.279 元/千瓦时，同比增长 6.61%。主要原因为 2022 年 7 月江苏省将雅砻江下游锦官电源组送江苏的电价形成机制完善为“基准落地电价+浮动电价”机制，锦官电源组送苏落地电价将从今年 8 月 1 日起由此前的 0.281 元/千瓦时提升至 0.3195 元/千瓦时。量价齐升带动雅砻江水电 2022 年全年实现归母净利润 73.55 亿元，同比增长 16.5%。全年水电板块为公司贡献营业收入 237.67 亿元，同比增长 19.89%。

2023 年一季度雅砻江水电持续亮眼表现。受流域梯级调度及两河口水库库容消落影响，一季度发电量同比增加 53.1 亿度，增幅 33.03%。发电量的增长带动雅砻江水电一季度业绩达到 24.59 亿元，同比高增 87%。我们认为 2023 年随着两河口投产带来的梯级调度能力的增强，雅砻江水电盈利能力将稳步提升，为公司提供持续的业绩增量。

**2022 年火电板块毛利端亏损收窄，看好 2023 年火电边际盈利改善。**2022 年全年火电发电量 505.91 亿千瓦时，同比减少 14.27%。但全年平均上网电价同比抬升 23.75%达到 0.481 元/千瓦时，全年火电毛利端微亏 4 亿元，毛利端相较 21 年减亏 9.73 亿元。2023 年 Q1，火电板块发电量同比增长 6.49%，上网电价同比增长 0.42%，对收入端形成支撑。成本端看，秦皇岛 Q5500 混煤平仓价已由年初的 1175 元/吨降至 4 月 28 日的 998 元/吨。随着煤价的下行成本端有望持续改善，看好火电板块盈利的边际改善。

**风光装机稳步增长，清洁能源装机占比逐步扩大。**截至 2022 年末，公司风电装机 294.94 万千瓦、占比 7.81%；光伏装机 165.40 万千瓦、占比 4.38%。清洁能源装机总 2588.34 万千瓦，占比 68.54%，同比增加 1.34 个百分点。

**盈利预测与估值：**雅砻江盈利能力稳步提升，火电盈利有望边际改善，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 61.2/74.5/79.9 亿（23/24 年前值 64.3/71.4 亿），对应 PE 分别为 15.2/12.5/11.6 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**来水不及预期；梯级调度增发不及预期、杨房沟电价不及预期等风险、煤价超预期上行等风险

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	43,681.75	50,489.24	55,507.12	60,018.47	63,560.45
增长率(%)	11.09	15.58	9.94	8.13	5.90
EBITDA(百万元)	19,599.16	23,749.79	29,071.16	31,699.62	32,595.74
归属母公司净利润(百万元)	2,436.89	4,079.38	6,121.63	7,449.59	7,988.74
增长率(%)	(55.82)	67.40	50.06	21.69	7.24
EPS(元/股)	0.33	0.55	0.82	1.00	1.07
市盈率(P/E)	38.08	22.75	15.16	12.46	11.62
市净率(P/B)	1.80	1.70	1.62	1.52	1.43
市销率(P/S)	2.12	1.84	1.67	1.55	1.46
EV/EBITDA	12.02	9.88	8.46	7.09	6.79

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	公用事业/电力
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	12.45 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	7,454.18
流通 A 股股本(百万股)	6,965.87
A 股总市值(百万元)	92,804.54
流通 A 股市值(百万元)	86,725.12
每股净资产(元)	6.77
资产负债率(%)	63.02
一年内最高/最低(元)	12.80/9.60

### 作者

**郭丽丽** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520030001  
guolili@tfzq.com

**赵阳** 联系人  
zhaoyanga@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《国投电力-季报点评:水电量价双升+火电盈利修复，带动 Q3 业绩同比高增 56.8%》 2022-10-31
- 《国投电力-半年报点评:H1 水电发力支撑业绩，H2 火电盈利有望修复》 2022-09-02
- 《国投电力-年报点评报告:两杨全面投产业绩逐渐释放，风光建设提速增长动能切换》 2022-05-03

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	8,886.55	11,638.78	4,440.57	4,801.48	5,084.84
应收票据及应收账款	9,667.83	9,015.58	11,337.03	10,669.74	12,635.76
预付账款	424.33	186.79	409.46	223.92	453.89
存货	1,269.92	1,217.47	1,245.60	1,346.59	1,440.35
其他	1,447.27	1,263.14	1,030.20	1,362.18	1,102.17
<b>流动资产合计</b>	<b>21,695.90</b>	<b>23,321.77</b>	<b>18,462.86</b>	<b>18,403.91</b>	<b>20,717.00</b>
长期股权投资	9,337.64	9,760.47	9,760.47	9,760.47	9,760.47
固定资产	184,275.44	194,485.22	190,923.55	183,617.52	176,157.69
在建工程	11,224.88	12,333.41	8,600.05	8,480.04	8,384.03
无形资产	5,616.33	5,677.91	5,329.29	4,980.68	4,632.06
其他	9,218.41	12,675.67	12,635.06	12,594.44	12,553.83
<b>非流动资产合计</b>	<b>219,672.71</b>	<b>234,932.69</b>	<b>227,248.42</b>	<b>219,433.15</b>	<b>211,488.08</b>
<b>资产总计</b>	<b>241,369.53</b>	<b>258,254.45</b>	<b>245,711.27</b>	<b>237,837.06</b>	<b>232,205.08</b>
短期借款	8,590.71	11,298.82	25,171.01	34,954.61	45,580.18
应付票据及应付账款	4,732.28	4,547.59	4,641.56	5,029.30	5,368.12
其他	24,658.98	28,911.87	20,960.07	29,947.42	23,305.84
<b>流动负债合计</b>	<b>37,981.97</b>	<b>44,758.29</b>	<b>50,772.63</b>	<b>69,931.33</b>	<b>74,254.14</b>
长期借款	104,016.10	106,364.05	84,934.74	49,756.34	32,074.80
应付债券	8,991.23	10,989.24	8,434.15	9,471.54	9,631.64
其他	2,314.97	2,514.61	2,514.61	2,514.61	2,514.61
<b>非流动负债合计</b>	<b>115,322.30</b>	<b>119,867.90</b>	<b>95,883.51</b>	<b>61,742.49</b>	<b>44,221.06</b>
<b>负债合计</b>	<b>153,309.35</b>	<b>164,630.02</b>	<b>146,656.14</b>	<b>131,673.82</b>	<b>118,475.20</b>
少数股东权益	36,604.18	39,107.74	41,809.29	45,096.88	48,622.41
股本	7,454.18	7,454.18	7,454.18	7,454.18	7,454.18
资本公积	10,950.14	10,948.39	10,948.39	10,948.39	10,948.39
留存收益	27,219.26	29,905.54	32,966.36	36,691.15	40,685.52
其他	5,832.41	6,208.58	5,876.92	5,972.64	6,019.38
<b>股东权益合计</b>	<b>88,060.18</b>	<b>93,624.43</b>	<b>99,055.14</b>	<b>106,163.25</b>	<b>113,729.89</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>241,369.53</b>	<b>258,254.45</b>	<b>245,711.27</b>	<b>237,837.06</b>	<b>232,205.08</b>

  

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	5,175.67	7,679.93	6,121.63	7,449.59	7,988.74
折旧摊销	8,585.23	9,621.95	10,143.65	10,274.66	10,404.46
财务费用	4,370.34	4,736.36	4,673.58	4,097.85	3,366.66
投资损失	(101.98)	(273.11)	(187.54)	(200.00)	(200.00)
营运资金变动	(6,692.13)	(5,744.64)	(9,612.02)	9,642.02	(8,346.02)
其它	3,294.25	5,943.01	5,401.94	6,575.19	7,051.05
<b>经营活动现金流</b>	<b>14,631.39</b>	<b>21,963.50</b>	<b>16,541.25</b>	<b>37,839.31</b>	<b>20,264.89</b>
资本支出	14,038.61	21,183.49	2,500.00	2,500.00	2,500.00
长期投资	(599.11)	422.83	0.00	0.00	0.00
其他	(22,527.85)	(37,295.14)	(4,810.16)	(4,800.00)	(4,800.00)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(9,088.35)</b>	<b>(15,688.82)</b>	<b>(2,310.16)</b>	<b>(2,300.00)</b>	<b>(2,300.00)</b>
债权融资	(4,318.19)	2,917.95	(15,335.28)	(28,261.73)	(10,208.38)
股权融资	2,700.26	374.41	(6,094.02)	(6,916.67)	(7,473.16)
其他	(4,783.02)	(6,866.58)	(0.00)	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(6,400.95)</b>	<b>(3,574.22)</b>	<b>(21,429.30)</b>	<b>(35,178.40)</b>	<b>(17,681.54)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(857.91)</b>	<b>2,700.47</b>	<b>(7,198.21)</b>	<b>360.91</b>	<b>283.36</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>43,681.75</b>	<b>50,489.24</b>	<b>55,507.12</b>	<b>60,018.47</b>	<b>63,560.45</b>
营业成本	30,901.31	34,311.49	34,104.04	35,891.83	38,588.36
营业税金及附加	942.37	970.96	1,067.45	1,154.21	1,222.33
销售费用	29.29	37.35	39.11	42.31	45.53
管理费用	1,306.50	1,479.85	1,609.71	1,758.54	1,862.32
研发费用	31.31	39.87	45.69	46.60	50.62
财务费用	4,291.39	4,654.51	4,673.58	4,097.85	3,366.66
资产/信用减值损失	(439.73)	(62.82)	(100.00)	(100.00)	(200.00)
公允价值变动收益	119.15	21.75	(1.15)	0.00	0.00
投资净收益	101.98	273.11	187.54	200.00	200.00
其他	(15.63)	(648.41)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>6,413.81</b>	<b>9,411.59</b>	<b>14,053.93</b>	<b>17,127.12</b>	<b>18,424.62</b>
营业外收入	167.41	80.33	144.54	130.76	118.54
营业外支出	32.01	58.94	57.71	49.55	55.40
<b>利润总额</b>	<b>6,549.21</b>	<b>9,432.97</b>	<b>14,140.77</b>	<b>17,208.33</b>	<b>18,487.76</b>
所得税	1,373.54	1,753.04	2,616.04	3,183.54	3,447.97
<b>净利润</b>	<b>5,175.67</b>	<b>7,679.93</b>	<b>11,524.72</b>	<b>14,024.79</b>	<b>15,039.79</b>
少数股东损益	2,738.78	3,600.55	5,403.10	6,575.19	7,051.05
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,436.89</b>	<b>4,079.38</b>	<b>6,121.63</b>	<b>7,449.59</b>	<b>7,988.74</b>
每股收益 (元)	0.33	0.55	0.82	1.00	1.07

  

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	11.09%	15.58%	9.94%	8.13%	5.90%
营业利润	-44.74%	46.74%	49.33%	21.87%	7.58%
归属于母公司净利润	-55.82%	67.40%	50.06%	21.69%	7.24%
<b>获利能力</b>					
毛利率	29.26%	32.04%	38.56%	40.20%	39.29%
净利率	5.58%	8.08%	11.03%	12.41%	12.57%
ROE	4.74%	7.48%	10.69%	12.20%	12.27%
ROIC	4.24%	5.68%	7.32%	8.22%	9.18%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	63.52%	63.75%	59.69%	55.36%	51.02%
净负债率	139.27%	136.14%	125.18%	93.70%	81.20%
流动比率	0.57	0.52	0.36	0.26	0.28
速动比率	0.54	0.49	0.34	0.24	0.26
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	5.14	5.40	5.45	5.45	5.45
存货周转率	39.27	40.60	45.07	46.31	45.61
总资产周转率	0.19	0.20	0.22	0.25	0.27
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.33	0.55	0.82	1.00	1.07
每股经营现金流	1.96	2.95	2.22	5.08	2.72
每股净资产	6.90	7.31	7.68	8.19	8.73
<b>估值比率</b>					
市盈率	38.08	22.75	15.16	12.46	11.62
市净率	1.80	1.70	1.62	1.52	1.43
EV/EBITDA	12.02	9.88	8.46	7.09	6.79
EV/EBIT	21.33	16.56	12.99	10.49	9.97

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com