

1Q23 业绩高增，雅砻江价值彰显

华泰研究

2023年4月28日 | 中国内地

年报点评

发电

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

16.42

研究员	王玮嘉
SAC No. S0570517050002	wangweijia@htsc.com
SFC No. BEB090	+(86) 21 2897 2079
研究员	黄波
SAC No. S0570519090003	huangbo@htsc.com
SFC No. BQR122	+(86) 755 8249 3570
联系人	李雅琳
SAC No. S0570121040031	liyalin018092@htsc.com
SFC No. BTC420	+(86) 21 2897 2228
联系人	胡知
SAC No. S0570121120004	huzhi019072@htsc.com
	+(86) 21 2897 2228

1Q23 业绩高增，雅砻江价值彰显

公司 22 年营业收入/归母净利 504.9/40.8 亿元 (归母净利低于我们预期的 49 亿元)，同比+15.4%/+66.1% (yoy 均为调整后口径)；1Q23 公司实现营业收入/归母净利 132.6/16.1 亿元，同比+20.1%/+55.5%。公司 22 年 DPS 为 0.275 元，对应派息率 50%，综合考虑两河口增发效应及公司火电盈利修复，我们上调 23-24 年归母净利预测至 69.3/72.1 亿元 (前值: 59.2/63.4 亿元)，引入 25 年预测 77.2 亿元。基于 23E 火电归母净资产/清洁能源归母净利 73.48/66.17 亿元，参考火电/清洁能源可比公司 23E PB/PE Wind 一致预期 1.3/16.2x，考虑火电可比公司拥有新能源资产估值预期及雅砻江水电未来水风光一体成长性，给予公司火电/清洁能源 0.9/17.5x 23E PB/PE，目标市值 1224 亿，目标价 16.42 元 (前值 12.40 元)，“买入”。

2022 年公司火电减亏，新增新能源装机 103.09 万千瓦

2022 年，公司火电上网电量同比-14.6%至 473.2 亿千瓦时。根据公司披露火电子公司净利润乘以股权比例后简单加总得到，2022 年公司火电归母净亏损 10.3 亿元，同比 2021 年的-14.7 亿元减亏 4.4 亿元。2022 年，公司新增风电/光伏装机 71.89/31.2 万千瓦，截至 2022 年底，公司风电/光伏装机达 294.94/165.40 万千瓦。2022 年，公司风电/光伏上网电量分别同比+1.85%/13.8%至 47.6/18.2 亿千瓦时，上网电价同比+5%/-7.9%至 0.508/0.845 元/千瓦时。十四五末，公司预计新能源装机将达到 1500 万千瓦，看好公司雅砻江水风光一体化发展。

两河口/杨房沟弥补 2022 年来水偏枯影响，两河口 1Q23 增发效益显著

2022 年，在来水同比偏枯的情况下，公司控股的雅砻江水电上网电量同比+33.09%至 212.72 亿千瓦时，主要得益于杨房沟的首个完整投产年度贡献及两河口 1Q22 全面投产。雅砻江 2022 年平均上网电价同比+4.64%至 0.314 元/千瓦时，主要系 2022 年 8 月开始锦官电源组外送江苏电价上涨，2023 年该外送上网电价为 0.3195 元/千瓦时。根据雅砻江水电文化公众号，两河口预计使雅砻江流域自 22 年 12 月至 23 年 4 月新增发电量约 90 亿千瓦时，较 21 年 12 月-22 年 4 月多了 8 倍左右，龙头水库带来下游电站增发效应显著，我们预期 1Q23 公司利润同比增量多数由雅砻江贡献。

目标价 16.42 元，维持“买入”评级

我们预计公司 23-25 年归母净利 69.3/72.1/77.2 亿元 (其中我们预计 2023 年雅砻江水电归母净利贡献为 49.8 亿元)，给予公司目标价 16.42 元，维持“买入”评级。

风险提示：来水/两杨发电量/市场化电价上涨不及预期；煤价增长超预期。

经营预测指标与估值

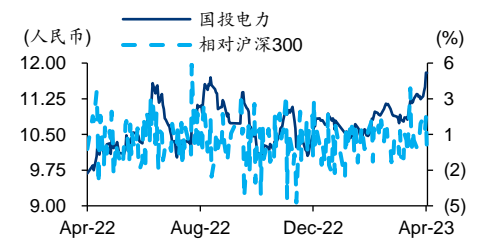
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (人民币百万)	43,682	50,489	55,767	57,000	59,208
+/-%	11.09	15.58	10.45	2.21	3.87
归属母公司净利润 (人民币百万)	2,437	4,079	6,935	7,214	7,720
+/-%	(55.82)	67.40	69.99	4.03	7.01
EPS (人民币，最新摊薄)	0.33	0.55	0.93	0.97	1.04
ROE (%)	4.94	7.70	12.17	11.64	11.45
PE (倍)	36.06	21.54	12.67	12.18	11.38
PB (倍)	1.71	1.61	1.48	1.36	1.25
EV EBITDA (倍)	12.79	10.78	9.85	9.91	9.81

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

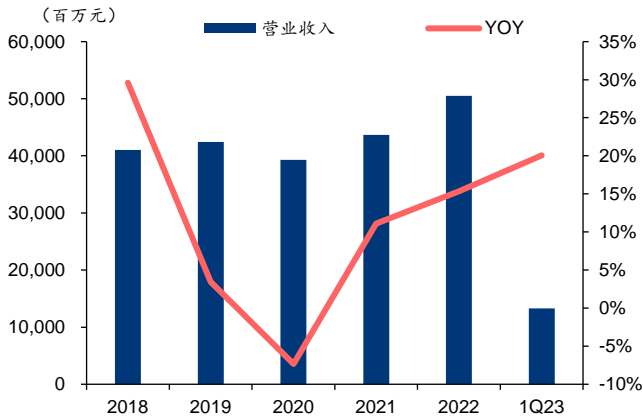
目标价 (人民币)	16.42
收盘价 (人民币 截至 4 月 28 日)	11.79
市值 (人民币百万)	87,885
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	154.24
52 周价格范围 (人民币)	9.68-11.80
BVPS (人民币)	7.53

股价走势图



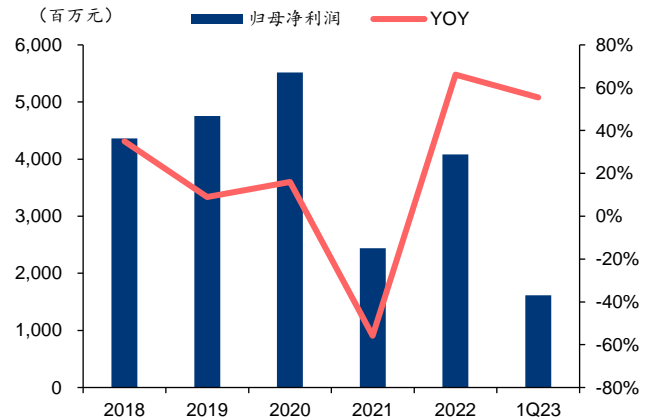
资料来源：Wind

图表1: 公司营业收入及同比增速 (右轴)



资料来源: 公司年报、公司季报、华泰研究

图表2: 公司归母净利润及同比增速 (右轴)



资料来源: 公司年报、公司季报、华泰研究

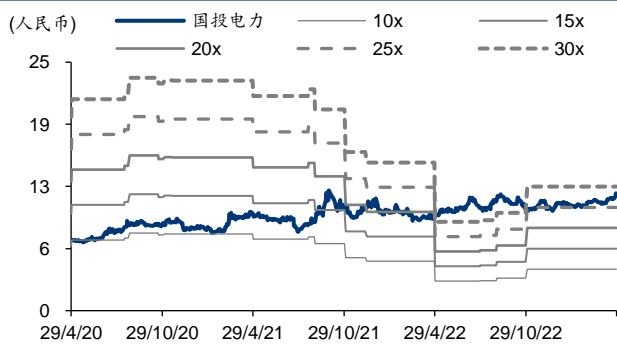
图表3: 可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价 (元/股)		市值(mn)		市盈率(x)		市净率(x)		ROE(%)	
		2023/4/28	2023/4/28	2023/4/28	2023/4/28	23E	24E	23E	24E	23E	24E
长江电力	600900 CH	21.88	535,365	17.9	17.1	2.6	2.4	14%	14%		
川投能源	600674 CH	14.38	64,144	14.3	13.5	1.7	1.6	12%	12%		
华能水电	600025 CH	6.95	125,100	16.3	15.0	1.7	1.5	11%	11%		
平均值				16.2	15.2	2.0	1.9	12%	12%		
华能国际	600011 CH	9.70	152,272	15.8	12.6	1.4	1.3	9%	10%		
华电国际	600027 CH	6.32	64,186	12.7	10.0	1.0	1.0	9%	10%		
内蒙华电	600863 CH	4.03	26,303	8.1	6.9	1.5	1.4	17%	18%		
平均值				12.2	9.8	1.3	1.2	11%	13%		
国投电力	600886 CH	11.79	87,885	12.7	12.2	1.5	1.4	12%	12%		

注: 可比公司盈利预测来自 Wind 一致预测

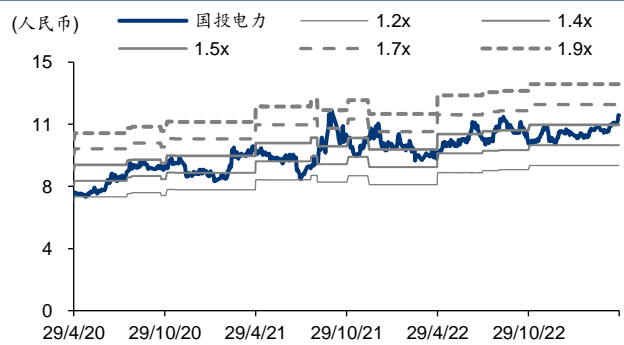
资料来源: Wind、华泰研究预测

图表4: 国投电力 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表5: 国投电力 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	21,697	23,322	25,851	27,699	29,805
现金	8,887	11,639	13,914	15,478	16,953
应收账款	9,583	8,972	9,187	9,373	9,906
其他应收账款	371.15	699.51	706.73	730.58	762.43
预付账款	424.33	186.79	233.72	250.89	299.28
存货	1,270	1,217	1,194	1,248	1,254
其他流动资产	1,162	607.70	614.77	618.68	629.98
非流动资产	219,673	234,933	258,893	286,730	314,971
长期投资	9,338	9,760	9,809	10,014	10,153
固定投资	184,272	194,452	215,485	243,440	271,087
无形资产	5,588	5,665	5,779	5,861	5,941
其他非流动资产	20,475	25,055	27,820	27,414	27,790
资产总计	241,370	258,254	284,743	314,429	344,776
流动负债	37,987	44,762	52,245	53,393	55,081
短期借款	8,591	11,299	11,299	11,299	11,299
应付账款	3,605	4,087	4,311	4,766	5,208
其他流动负债	25,791	29,376	36,635	37,328	38,574
非流动负债	115,322	119,868	127,868	144,875	161,049
长期借款	104,016	106,364	116,562	133,568	149,743
其他非流动负债	11,306	13,504	11,306	11,306	11,306
负债合计	153,309	164,630	180,113	198,267	216,130
少数股东权益	36,604	39,108	45,228	51,596	58,410
股本	7,454	7,454	7,454	7,454	7,454
资本公积	10,950	10,948	10,948	10,948	10,948
留存公积	27,219	29,906	36,401	43,157	50,388
归属母公司股东权益	51,456	54,517	59,401	64,566	70,236
负债和股东权益	241,370	258,254	284,743	314,429	344,776

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	14,631	21,964	31,082	30,234	31,281
净利润	5,176	7,680	13,055	13,582	14,534
折旧摊销	8,625	9,669	9,693	10,840	12,146
财务费用	4,291	4,655	4,756	4,940	5,207
投资损失	(101.98)	(273.11)	(273.11)	(273.11)	(273.11)
营运资金变动	(3,525)	159.87	4,100	1,324	(149.16)
其他经营现金	166.31	73.00	(249.48)	(178.28)	(183.59)
投资活动现金	(9,088)	(15,689)	(33,338)	(38,363)	(40,072)
资本支出	(9,277)	(15,206)	(33,552)	(38,371)	(40,132)
长期投资	198.98	(603.17)	(48.64)	(205.06)	(139.09)
其他投资现金	(9.97)	119.92	261.93	212.74	198.66
筹资活动现金	(6,401)	(3,574)	4,532	9,693	10,266
短期借款	1,357	2,708	0.00	0.00	0.00
长期借款	574.96	2,348	10,198	17,006	16,175
普通股增加	488.31	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	3,188	(1.75)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(12,009)	(8,629)	(5,666)	(7,314)	(5,909)
现金净增加额	(893.22)	2,726	2,276	1,564	1,475

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	43,682	50,489	55,767	57,000	59,208
营业成本	30,901	34,311	33,259	33,680	34,516
营业税金及附加	942.37	970.96	1,072	1,096	1,139
营业费用	29.29	37.35	41.26	42.17	43.80
管理费用	1,306	1,480	1,607	1,642	1,706
财务费用	4,291	4,655	4,756	4,940	5,207
资产减值损失	(320.51)	(184.17)	(97.44)	(92.51)	(83.68)
公允价值变动收益	119.15	21.75	21.75	21.75	21.75
投资净收益	101.98	273.11	273.11	273.11	273.11
营业利润	6,414	9,412	15,235	15,804	16,804
营业外收入	167.41	80.33	80.33	80.33	80.33
营业外支出	32.01	58.94	58.94	58.94	58.94
利润总额	6,549	9,433	15,257	15,826	16,825
所得税	1,374	1,753	2,201	2,244	2,291
净利润	5,176	7,680	13,055	13,582	14,534
少数股东损益	2,739	3,601	6,121	6,367	6,814
归属母公司净利润	2,437	4,079	6,935	7,214	7,720
EBITDA	19,425	23,732	27,504	29,526	32,136
EPS (人民币, 基本)	0.32	0.52	0.93	0.97	1.04

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	11.09	15.58	10.45	2.21	3.87
营业利润	(44.74)	46.74	61.88	3.73	6.33
归属母公司净利润	(55.82)	67.40	69.99	4.03	7.01
获利能力 (%)					
毛利率	29.26	32.04	40.36	40.91	41.70
净利率	11.85	15.21	23.41	23.83	24.55
ROE	4.94	7.70	12.17	11.64	11.45
ROIC	5.27	6.81	8.38	7.94	7.72
偿债能力					
资产负债率 (%)	63.52	63.75	63.25	63.06	62.69
净负债比率 (%)	140.85	137.80	131.93	131.85	131.53
流动比率	0.57	0.52	0.49	0.52	0.54
速动比率	0.51	0.48	0.46	0.49	0.51
营运能力					
总资产周转率	0.19	0.20	0.21	0.19	0.18
应收账款周转率	5.25	5.44	6.14	6.14	6.14
应付账款周转率	9.25	8.92	7.92	7.42	6.92
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.33	0.55	0.93	0.97	1.04
每股经营现金流(最新摊薄)	1.96	2.95	4.17	4.06	4.20
每股净资产(最新摊薄)	6.90	7.31	7.97	8.66	9.42
估值比率					
PE (倍)	36.06	21.54	12.67	12.18	11.38
PB (倍)	1.71	1.61	1.48	1.36	1.25
EV EBITDA (倍)	12.79	10.78	9.85	9.91	9.81

免责声明

分析师声明

本人, 王玮嘉、黄波, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰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。同时, 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。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者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。

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。华泰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。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰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, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 国投电力（600886 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师王玮嘉、黄波本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 国投电力（600886 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司