

业绩略低于预期，雅砻江水风光一体化初具雏形

2023 年 01 月 16 日

➤ **事件概述:** 1 月 14 日, 公司公布 2022 年业绩预增公告, 预计 2022 年实现归母净利润 36.50 亿元到 43.50 亿元, 经重述将增加 11.94 亿元到 18.94 亿元, 同比增长 48.6%到 77.1%; 预计 2022 年实现扣非归母净利润 35.00 亿元到 42.00 亿元, 经重述将增加 13.10 亿元到 20.10 亿元, 同比增长 59.8%到 91.8%。

➤ **两杨增发、电价上行, 雅砻江量价齐升:** 获益于两河口、杨房沟带来的增量, 雅砻江水电全年完成发电量 885.23 亿千瓦时, 同比增长 106.96 亿千瓦时, 增幅 13.7%; 其中 Q4 完成发电量 216.13 亿千瓦时, 同比增长 1.11 亿千瓦时, 增幅 0.5%。经历 2022 年夏极端高温、缺水造成的电力紧张情况, 四川省内水电电价上行; 同时, 自 2022 年 8 月起, 江苏将锦-官电源组送苏上网电价调增至 0.3195 元/千瓦时。受益于电价上涨, 雅砻江平均上网电价上行 1.7 分/千瓦时至 0.279 元/千瓦时, 增幅 6.6%; 其中 Q4 上网电价上行 4.4 分/千瓦时至 0.288 元/千瓦时, 增幅 18.1%。1 月 9 日, 江苏发改委公布 2023 年锦-官电源组送苏上网电价维持 0.3195 元/千瓦时。

➤ **火电电量降幅持续收窄:** Q4 火电板块发电量 129.05 亿千瓦时, 同比下降 6.2%, 环比 Q3 降幅收窄, 其中广西钦州电站单季度完成发电量 44.26 亿千瓦时, 同比增长 14.5%, 增速转正。受益于市场交易电价上行, 全年公司火电平均上网电价同比增长 23.8%至 0.481 元/千瓦时, 增幅 9.2 分/千瓦时, 其中 Q4 上网电价上行 4.1 分/千瓦时至 0.478 元/千瓦时, 增长 9.4%。

➤ **水风光一体化初具雏形, 新能源发展有望加速:** 2022 年, 公司新增装机 154.59 万千瓦, 其中, Q4 新增风、光装机 77.30 万千瓦。据公司公众号消息, 2022 年 12 月 29 日, 公司两河口混合抽蓄项目正式开工建设, 伴随着风、光产业链的持续降本, 雅砻江水风光一体化开发有望提速。

➤ **投资建议:** Q4 来水持续偏枯对公司业绩造成影响, 但 23 年雅砻江外送江苏电价延续了 22 年 8 月起执行的上浮机制; 火电电量降幅持续收窄, 电价上行有望部分抵消高煤价影响; 依托大水电、大库容的调节性能优势, 水风光一体化开发有望提速。根据煤价变化情况调整对公司盈利预测, 预计 22/23/24 年 EPS 分别为 0.51/0.80/0.93 元 (前值 0.61/0.81/0.91 元), 对应 01 月 13 日收盘价 PE 分别为 21.5/13.6/11.7 倍, 参考公司历史估值及同业可比公司估值水平, 给予公司 23 年 15.0 倍 PE 估值, 目标价 12.00 元/股, 维持“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示:** 1) 利用小时下降; 2) 上网电价降低; 3) 煤炭价格上升; 4) 流域来水减少。

谨慎推荐

维持评级

当前价格:

10.89 元

目标价:

12.00 元



分析师 严家源

执业证书: S0100521100007

邮箱: yanjiayuan@mszq.com

研究助理 赵国利

执业证书: S0100122070006

邮箱: zhaoguoli@mszq.com

相关研究

- 1.国投电力 (600886.SH) 2022 年三季度报点评: 两杨增发、电价上行-2022/10/29
- 2.国投电力 (600886.SH) 2022 年半年报点评: 水“深”火“热”, 加速转型-2022/08/31
- 3.国投电力 (600886.SH) 2021 年年报及 2022 年一季报点评: 雅砻江蓄势待发, 新能源发展提速-2022/04/29

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	43682	48803	55801	59932
增长率 (%)	11.1	11.7	14.3	7.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	2437	3969	6161	7114
增长率 (%)	-55.8	62.9	55.2	15.5
每股收益 (元)	0.33	0.51	0.80	0.93
PE	33.3	21.5	13.6	11.7
PB	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 01 月 13 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	43682	48803	55801	59932
营业成本	30901	33025	35634	37477
营业税金及附加	942	1171	1339	1438
销售费用	29	49	56	60
管理费用	1306	1952	2232	2397
研发费用	31	49	56	60
EBIT	10639	12557	16484	18499
财务费用	4291	4780	4218	4047
资产减值损失	-321	-50	-50	-50
投资收益	102	538	705	717
营业利润	6414	8310	12999	15219
营业外收支	135	180	180	180
利润总额	6549	8490	13179	15399
所得税	1374	1273	1977	2464
净利润	5176	7216	11203	12935
归属于母公司净利润	2437	3969	6161	7114
EBITDA	19264	23794	28268	30768

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	8887	7211	7223	7504
应收账款及票据	9668	10898	12489	13428
预付款项	424	165	178	187
存货	1270	1357	1464	1540
其他流动资产	1448	1694	1811	1880
流动资产合计	21697	21325	23166	24540
长期股权投资	9338	9538	9738	9938
固定资产	184275	187434	188911	188065
无形资产	5588	5288	4980	4664
非流动资产合计	219673	224309	230550	236765
资产合计	241370	245634	253716	261305
短期借款	8591	8393	8187	7658
应付账款及票据	4732	4795	5174	5442
其他流动负债	24664	24565	25508	26158
流动负债合计	37987	37754	38869	39258
长期借款	104016	97016	90016	83016
其他长期负债	11306	16806	21806	26806
非流动负债合计	115322	113822	111822	109822
负债合计	153309	151576	150692	149080
股本	7454	7454	7454	7454
少数股东权益	36604	39851	44893	50713
股东权益合计	88060	94058	103024	112225
负债和股东权益合计	241370	245634	253716	261305

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	11.09	11.72	14.34	7.40
EBIT 增长率	-28.78	18.02	31.28	12.22
净利润增长率	-55.82	62.87	55.24	15.46
盈利能力 (%)				
毛利率	29.26	32.33	36.14	37.47
净利润率	11.85	14.79	20.08	21.58
总资产收益率 ROA	1.01	1.62	2.43	2.72
净资产收益率 ROE	4.74	7.32	10.60	11.57
偿债能力				
流动比率	0.57	0.56	0.60	0.63
速动比率	0.53	0.52	0.55	0.58
现金比率	0.23	0.19	0.19	0.19
资产负债率 (%)	63.52	61.71	59.39	57.05
经营效率				
应收账款周转天数	80.08	80.00	80.00	80.00
存货周转天数	15.00	15.00	15.00	15.00
总资产周转率	0.18	0.20	0.22	0.23
每股指标 (元)				
每股收益	0.33	0.51	0.80	0.93
每股净资产	6.90	7.27	7.80	8.25
每股经营现金流	1.96	2.79	3.48	3.81
每股股利	0.16	0.30	0.34	0.37
估值分析				
PE	33.3	21.5	13.6	11.7
PB	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	10.60	8.58	7.14	6.47
股息收益率 (%)	1.50	2.75	3.12	3.40

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	5176	7216	11203	12935
折旧和摊销	8625	11237	11783	12269
营运资金变动	-3555	-1540	-707	-376
经营活动现金流	14631	20821	25939	28380
资本开支	-9242	-15324	-17675	-18134
投资	-647	-420	-220	-220
投资活动现金流	-9088	-15205	-17190	-17637
股权募资	8691	0	0	0
债务募资	-4111	-1698	-2206	-2529
筹资活动现金流	-6401	-7292	-8737	-10463
现金净流量	-893	-1676	12	280

分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026