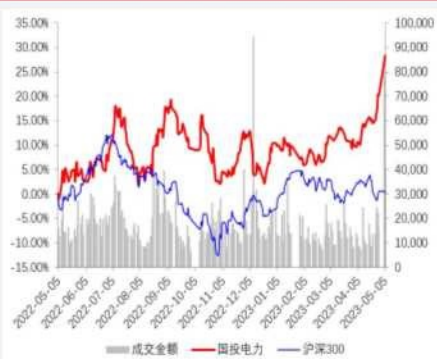




## 雅砻江水电发力，火电盈利边际改善

公司评级： 买入

近一年该股相对沪深300走势



基础数据

总股本（百万股）	7454.18
实际流通A股（百万股）	6965.87
实际流通A股市值（亿元）	875.6

研究员 许吟倩

投资咨询证书号 S0620521100004

电话 025-5851972

邮箱 yqxu@njzq.com.cn

研究助理 焦马也

电话 025-58159175

邮箱 jiaomaye@njzq.com.cn

- **公司发布2022年年报及2023年一季度报：**公司公告2022年实现营业收入504.89亿元，同比+15.36%；实现归母净利润40.79亿元，同比+66.11%。2023Q1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%。
- **2022年雅砻江新增投产量价齐升，23年一季度持续发力。**2022年雅砻江流域来水偏枯，但受两河口和杨房沟电站投产以及流域梯级调度能力优化的影响，雅砻江水电实现发电量885.23亿千瓦时，同比增长13.74%；平均上网电价0.279元/千瓦时，同比增长6.61%，主要是因为2022年7月江苏省决定自2022年8月1日起将雅砻江下游锦官电源组送苏落地电价完善为“基准落地电价+浮动电价”机制，锦官电源组送江苏电价由0.281元/千瓦时提升至0.3195元/千瓦时。雅砻江水电2022年实现归母净利润73.55亿元，同比增长19.89%。2023Q1雅砻江水电持续发力，受流域梯级调度及两河口库容消解影响，Q1实现发电量213.84亿千瓦时，同比增长33.03%；平均上网电价0.314元/千瓦时，同比增长4.64%，量价齐增下有望持续带动年内利润高增长。
- **2022年火电板块亏损收窄，2023年预期火电边际改善：**2022年火电端发电量505.91亿千瓦时，同比减少14.27%，平均上网电价0.481元/千瓦时，同比增长23.75%，全年火电毛利亏损4亿元，同比2021年减亏9.73亿元。2023Q1火电发电量同比增长6.49%，上网电价同比增长0.42%，量价齐增对收入端形成强支撑；成本端来看，秦皇岛Q5500平仓价由年初1175元/吨下滑至5月5日的998元/吨，公司火电资产大多位于沿海地区，长协煤履约率提升以及进口煤放量有望降低公司用煤成本，我们预期2023年火电板块持续改善。
- **盈利预测与投资建议：**雅砻江水电盈利稳步增长，火电盈利持续改善，

我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为为61.7亿元、69.5亿元、77.3亿元，对应PE估值15.19/13.48/12.12倍，给予“买入”评级。

- **风险提示：**来水不及预期，煤价超预期上行，用电需求不及预期等风险。

财务报表预测：

**利润表**

年（百万元，百万股）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	43,681.75	50,489.24	55,538.17	59,981.22	63,580.09
营业成本	30,901.31	34,311.49	34,433.66	36,588.55	38,148.06
营业税金及附加	942.37	970.96	1,110.76	1,199.62	1,271.60
销售费用	29.29	37.35	39.13	42.26	44.79
管理费用	1,306.50	1,479.85	1,610.61	2,045.95	2,168.71
研发费用	31.31	39.87	45.71	49.37	52.33
财务费用	4,291.39	4,654.51	4,000.00	4,000.00	4,000.00
资产减值损失	320.51	184.17	270.89	267.98	292.74
信用减值损失	119.22	-121.35	-38.46	-75.75	-68.21
其他经营损益	--	--	--	--	--
投资收益	101.98	273.11	187.54	230.32	208.93
公允价值变动损益	119.15	21.75	--	--	--
资产处置收益	18.64	19.54	12.94	12.94	12.94
其他收益	434.20	164.81	0	0	0
营业利润	6,413.81	9,411.59	14,266.34	16,106.51	17,891.94
营业外收入	167.41	80.33	144.54	144.54	144.54
营业外支出	32.01	58.94	57.71	57.71	57.71
其他非经营损益	--	--	--	--	--
利润总额	<b>6,549.21</b>	<b>9,432.97</b>	<b>14,353.18</b>	<b>16,193.34</b>	<b>17,978.77</b>
所得税	1,373.54	1,753.04	2,732.11	3,110.35	3,424.26
净利润	5,175.67	7,679.93	11,621.07	13,082.99	14,554.52
少数股东损益	2,738.78	3,600.55	5,448.27	6,133.65	6,823.54
归属母公司股东净利润	<b>2,436.89</b>	<b>4,079.38</b>	<b>6,172.80</b>	<b>6,949.34</b>	<b>7,730.97</b>
总股本	7,454.18	7,454.18	7,454.18	7,454.18	7,454.18
EPS(元)	<b>0.33</b>	<b>0.55</b>	<b>0.83</b>	<b>0.93</b>	<b>1.04</b>
市盈率（PE）	38.45	22.97	15.18	13.48	12.12

注：市盈率截至2022年5月5日

请务必阅读正文之后的重要法律声明

## 免责声明

本报告仅供南京证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。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，本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。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，本公司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。

本公司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，本公司及其所属关联机构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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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，并注明出处为“南京证券研究所”，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力。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。

### 南京证券行业投资评级标准：

- 推 荐：预计 6 个月内该行业超越整体市场表现；
- 中 性：预计 6 个月内该行业与整体市场表现基本持平；
- 回 避：预计 6 个月内该行业弱于整体市场表现。

### 南京证券上市公司投资评级标准：

- 买 入：预计 6 个月内绝对涨幅大于 20%；
- 增 持：预计 6 个月内绝对涨幅为 10%-20%之间；
- 中 性：预计 6 个月内绝对涨幅为-10%-10%之间；
- 回 避：预计 6 个月内绝对涨幅为-10%及以下。

请务必阅读正文之后的重要法律声明