

➤ **事件概述：**4月28日，公司公布2022年度报告，2022年度实现营业收入504.89亿元，同比增长15.36%（经重述）；归属于上市公司股东的净利润40.79亿元，同比增长66.11%（经重述）；归属于上市公司股东的扣非净利润39.50亿元，同比增长80.40%（经重述）。公司拟向全体股东每股派发现金股利0.275元（含税）。公司发布2023年一季度报告，报告期内实现营业收入132.56亿元，同比增长20.05%；归属于上市公司股东的净利润16.14亿元，同比增长55.53%；归属于上市公司股东的扣非净利润16.06亿元，同比增长61.39%。

➤ **水“深”，雅砻江步入收获季。**随着两、杨全部机组投产，雅砻江水电装机容量达到1920万千瓦，2022年实现营收、净利润分别为222.21、73.61亿元，同比增加38.82、10.44亿元，增幅21.2%、16.5%。据四川水文中心数据，2023年1~3月雅砻江来水39.9、28.7、39.98亿立方米，同比分别增长65.2%、50.3%、90.7%，来水超预期叠加两杨投产后的流域联合调度，Q1雅砻江水电完成电量213.84亿千瓦时，同比增长33.0%。2023年锦-官电源组送苏上网电价维持0.3195元/千瓦时，外送电价上行，雅砻江水电平均上网电价上涨1.4分/千瓦时至0.314元/千瓦时，增幅4.7%，水电量价齐升持续增厚公司业绩。

➤ **火“热”：Q1电量修复，业绩压力有望缓解。**2022年公司火电发电量同比下降14.3%，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，火电毛利减亏9.73亿元。Q1公司火电板块中核心的天津国投北疆、广西国投钦州Q1分别完成电量41.23、41.77亿千瓦时，同比分别增长9.9%、23.5%，整体火电板块完成电量128.81亿千瓦时，同比增长6.5%。收入端火电电量修复，电价仍维持高位；成本端港口电煤价格下降明显叠加长协覆盖率的提升，公司火电业绩有望进一步改善。

➤ **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，装机高达100万千瓦的柯拉光伏电站正稳步建设，雅砻江水风光一体化开发有望提速。

➤ **投资建议：**Q1来水持续超预期，雅砻江水电业绩持续释放；火电电量修复，业绩改善可期；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。根据电量、电价调整对公司盈利预测，预计23/24年EPS分别为0.84/0.97元（前值0.80/0.93元），新增25年EPS为1.07元，对应4月28日收盘价PE分别为14.1/12.2/11.1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12.60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。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	50489	58420	62544	64854
增长率 (%)	15.4	15.7	7.1	3.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	4079	6251	7226	7942
增长率 (%)	66.1	53.2	15.6	9.9
每股收益 (元)	0.55	0.84	0.97	1.07
PE	21.5	14.1	12.2	11.1
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04月28日收盘价）

**谨慎推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**11.79 元**
**目标价：**
**12.60 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 年业绩预告点评：业绩略低于预期，雅砻江水风光一体化初具雏形-2023/01/16
- 2.国投电力 (600886.SH) 2022 年三季报点评：两杨增发、电价上行-2022/10/29
- 3.国投电力 (600886.SH) 2022 年半年报点评：水“深”火“热”，加速转型-2022/08/31
- 4.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

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	50489	58420	62544	64854
营业成本	34311	38475	40322	41223
营业税金及附加	971	1052	1126	1167
销售费用	37	41	44	45
管理费用	1480	1694	1814	1881
研发费用	40	47	50	52
EBIT	13772	17112	19188	20486
财务费用	4655	4444	4175	3932
资产减值损失	-184	-200	-200	-200
投资收益	273	687	697	709
营业利润	9412	13271	15643	17203
营业外收支	21	100	100	100
利润总额	9433	13371	15743	17303
所得税	1753	2006	2361	2595
净利润	7680	11365	13381	14708
归属于母公司净利润	4079	6251	7226	7942
EBITDA	23441	29178	31742	33474

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	11639	11956	11158	8804
应收账款及票据	9016	10352	11089	11503
预付款项	187	192	202	206
存货	1217	1370	1436	1468
其他流动资产	1263	1382	1447	1483
流动资产合计	23322	25253	25332	23464
长期股权投资	9760	9960	10160	10360
固定资产	194485	195913	194848	192760
无形资产	5665	5446	5215	4972
非流动资产合计	234933	241428	247444	253329
资产合计	258254	266681	272776	276793
短期借款	11299	11101	10895	10366
应付账款及票据	4548	5165	5413	5534
其他流动负债	28916	31642	32699	33224
流动负债合计	44762	47909	49008	49124
长期借款	106364	101864	95864	88864
其他长期负债	13504	14004	14004	14004
非流动负债合计	119868	115868	109868	102868
负债合计	164630	163777	158875	151992
股本	7454	7454	7454	7454
少数股东权益	39108	44222	50377	57143
股东权益合计	93624	102904	113901	124801
负债和股东权益合计	258254	266681	272776	276793

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	15.36	15.71	7.06	3.69
EBIT 增长率	29.00	24.25	12.14	6.76
净利润增长率	66.11	53.23	15.60	9.91
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	32.04	34.14	35.53	36.44
净利润率	15.21	19.45	21.40	22.68
总资产收益率 ROA	1.58	2.34	2.65	2.87
净资产收益率 ROE	7.48	10.65	11.38	11.74
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.52	0.53	0.52	0.48
速动比率	0.49	0.49	0.48	0.44
现金比率	0.26	0.25	0.23	0.18
资产负债率 (%)	63.75	61.41	58.24	54.91
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	64.86	65.00	65.00	65.00
存货周转天数	12.95	13.00	13.00	13.00
总资产周转率	0.20	0.22	0.23	0.23
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.55	0.84	0.97	1.07
每股净资产	7.31	7.87	8.52	9.08
每股经营现金流	2.95	3.91	4.04	4.20
每股股利	0.28	0.30	0.34	0.37
<b>估值分析</b>				
PE	21.5	14.1	12.2	11.1
PB	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	9.21	7.24	6.49	6.00
股息收益率 (%)	2.33	2.54	2.88	3.14

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	7680	11365	13381	14708
折旧和摊销	9669	12066	12553	12988
营运资金变动	160	1631	328	59
经营活动现金流	21964	29117	30114	31343
资本开支	-15177	-18283	-18289	-18591
投资	-980	-205	-205	-205
投资活动现金流	-15689	-17802	-17797	-18088
股权募资	2530	0	0	0
债务募资	3170	-4198	-6206	-7529
筹资活动现金流	-3574	-10998	-13115	-15610
现金净流量	2726	318	-798	-2354

## 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