

两杨增发、电价上行

2022 年 10 月 29 日

► **事件概述：**10 月 28 日，公司公布 2022 年第三季度报告，第三季度实现营业收入 154.77 亿元，同比增长 18.68%（经重述）；归属于上市公司股东的净利润 17.78 亿元，同比增长 56.77%（经重述）；归属于上市公司股东的扣非净利润 17.48 亿元，同比增长 68.71%（经重述）。前三季度实现营业收入 381.71 亿元，同比增长 18.02%（经重述）；归属于上市公司股东的净利润 41.26 亿元，同比增长 18.74%（经重述）；归属于上市公司股东的扣非净利润 40.25 亿元，同比增长 23.97%（经重述）。

► **两杨增发、电价上行，雅砻江稳中有增：**公司主要水电资产雅砻江位于四川地区，受到 Q3 极端天气影响。但获益于两河口、杨房沟带来的增量，雅砻江水电单季度完成发电量 296.26 亿千瓦时，同比增长 20.79 亿千瓦时，增幅 7.6%；且电价上行也抵消了部分出力下滑的影响，此外，3Q21 雅砻江有历史拖欠增值税返还产生的非经常性损益近 3 亿元，推算 3Q22 扣非净利润或稳中有增。

► **保供压力下，火电电量降幅收窄：**Q3 火电板块中的天津北疆、广西钦州、湄洲湾分别完成发电量 44.53、40.29、44.93 亿千瓦时，同比分别下降 21.1%、5.4%，增长 1.4%，但环比 Q2 降幅收窄 0.9、47.4、24.6pct。保供压力下，火电电量降幅收窄，单季度火电完成发电量 158.85 亿千瓦时，同比下降 7.6%，环比降幅收窄 26.6pct。受益于省间现货等市场交易电价上行，Q3 公司火电平均上网电价同比增长 32.4%至 0.501 元/千瓦时，增幅 0.123 元/千瓦时，环比提高 0.031 元/千瓦时，火电电价上行有望部分抵消高煤价冲击。

► **投资收益增厚业绩表现：**Q3 公司实现投资收益 1.41 亿元，同比增加 2.46 亿元。同期公司财务费用支出 12.17 亿元，同比增加 0.84 亿元，增幅 7.4%；但同期利息费用同比减少 1.74 亿元，总体财务费用增加或与汇兑损益有关。

► **投资建议：**两杨增发、电价上行，雅砻江稳中有增；保供压力下，火电电量降幅收窄，电价上行有望部分抵消高煤价影响；投资收益增厚业绩表现，财务费用同比持平或因汇兑损益。考虑煤价变化趋势，调整对公司盈利预测，预计 22/23/24 年 EPS 分别为 0.61/0.81/0.91 元（前值 0.85/0.93/1.02 元），对应 10 月 28 日收盘价 PE 分别为 16.6/12.5/11.2 倍，参考公司历史估值及同业可比公司估值水平，给予公司 22 年 20.0 倍 PE 估值，目标价 12.20 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：

10.10 元

目标价：

12.20 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 年半年报点评：水“深”火“热”，加速转型-2022/08/31

2.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	48955	51720	54744
增长率 (%)	11.1	12.1	5.6	5.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	2437	4729	6193	6896
增长率 (%)	-55.8	94.1	30.9	11.4
每股收益 (元)	0.33	0.61	0.81	0.91
PE	30.9	16.6	12.5	11.2
PB	1.5	1.4	1.3	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 10 月 28 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	48955	51720	54744
营业成本	30901	31642	31742	33261
营业税金及附加	942	1175	1241	1314
销售费用	29	49	52	55
管理费用	1306	1958	2069	2190
研发费用	31	49	52	55
EBIT	10639	14082	16564	17870
财务费用	4291	4780	4210	4039
资产减值损失	-321	-50	-50	-50
投资收益	102	638	705	717
营业利润	6414	9936	13067	14571
营业外收支	135	180	180	180
利润总额	6549	10116	13247	14751
所得税	1374	1517	1987	2213
净利润	5176	8599	11260	12539
归属于母公司净利润	2437	4729	6193	6896
EBITDA	19264	25319	28347	30139

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	8887	8000	8000	8000
应收账款及票据	9668	10932	11561	12249
预付款项	424	158	159	166
存货	1270	1300	1304	1367
其他流动资产	1448	1697	1743	1794
流动资产合计	21697	22088	22767	23576
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	246397	253317	260340
短期借款	8591	8393	8187	7658
应付账款及票据	4732	4595	4609	4830
其他流动负债	24664	24146	24235	24762
流动负债合计	37987	37134	37031	37250
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	150956	148853	147072
股本	7454	7454	7454	7454
少数股东权益	36604	40474	45540	51183
股东权益合计	88060	95440	104464	113268
负债和股东权益合计	241370	246397	253317	260340

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	12.07	5.65	5.85
EBIT 增长率	-28.78	32.36	17.62	7.89
净利润增长率	-55.82	94.07	30.95	11.36
盈利能力 (%)				
毛利率	29.26	35.37	38.63	39.24
净利润率	11.85	17.56	21.77	22.90
总资产收益率 ROA	1.01	1.92	2.44	2.65
净资产收益率 ROE	4.74	8.60	10.51	11.11
偿债能力				
流动比率	0.57	0.59	0.61	0.63
速动比率	0.53	0.56	0.58	0.59
现金比率	0.23	0.22	0.22	0.21
资产负债率 (%)	63.52	61.27	58.76	56.49
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	0.20	0.21
每股指标 (元)				
每股收益	0.33	0.61	0.81	0.91
每股净资产	6.90	7.37	7.90	8.33
每股经营现金流	1.96	2.89	3.48	3.77
每股股利	0.16	0.30	0.34	0.37
估值分析				
PE	31	17	13	11
PB	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	10.29	7.80	6.89	6.39
股息收益率 (%)	1.62	2.97	3.37	3.66

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	5176	8599	11260	12539
折旧和摊销	8625	11237	11783	12269
营运资金变动	-3555	-2133	-776	-261
经营活动现金流	14631	21510	25927	28100
资本开支	-9242	-15324	-17675	-18134
投资	-647	-420	-220	-220
投资活动现金流	-9088	-15105	-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	-887	0	0

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