

事件概述：1 月 12 日，公司发布 2023 年业绩预告，全年预计实现归母净利润 57.20 亿元到 68.60 亿元，同比增加 16.44 亿元到 27.81 亿元，增幅 40.29% 到 68.16%（未追溯调整）；扣非归母净利润 57.05 亿元到 68.42 亿元，同比增加 17.54 亿元到 28.91 亿元，增幅 44.42% 到 73.20%（未追溯调整）。根据业绩预告数据我们测算，四季度公司归母净利润亏损 3.29 亿元到盈利 8.08 亿元，同比减少 2.82 亿元到增加 8.55 亿元（未追溯调整）；扣非归母净利润亏损 3.19 亿元到盈利 8.18 亿元，同比减少 2.45 亿元到增加 8.92 亿元（未追溯调整）。

雅砻江来水边际改善：4Q23 公司水电板块完成发电量 246.52 亿千瓦时，同比增长 4.2%，其中，雅砻江水电单季度完成发电量 222.89 亿千瓦时，同比增发 6.76 亿千瓦时，增幅 3.1%；从流域来水看，2023 年 10 月/11/12 月，雅砻江来水 43.02/25.56/39.04 亿立方米，同比-15.9%/-28.4%/+17.7%，较多年均值-33.1%/-25.8%/+67.4%，由此推测雅砻江来水正修复，1Q24 电量或无需担忧。4Q23 雅砻江水电平均上网电价达到 0.313 元/千瓦时，同比增长 2.5 分/千瓦时，增幅 8.7%，电价上涨部分缓解电量下滑带来的业绩压力。

火电电量反弹，电量增幅高于电价降幅：4Q23 公司火电板块完成发电量 135.66 亿千瓦时，同比增长 5.1%；因福建华夏电力、湄洲湾两家电厂单季电价同比分别下降 6.1%、9.5%，公司单季火电平均上网电价 0.471 元/千瓦时，同比下降 1.5%；但营收端电量增速高于电价降幅。成本端，我们测算 3Q23/4Q23 秦皇岛港 Q5500 动力末煤平仓价均值为 866/958 元/吨，同比下降 31.5%/33.0%，公司燃料成本压力持续缓解。此外 2024 年 1 月 1 号，公司公告钦州电厂三期 1 号机组（66 万千瓦）已正式投产发电，煤电装机进一步扩张。

风光持续推进，抽蓄正式开工：2023 年，公司新增装机 243.24 万千瓦，其中 Q4 新增风、光装机 96.49 万千瓦；完成风电、光伏发电量 15.56、9.99 亿千瓦时，同比分别增长 32.9%、146.8%；装机持续扩张，新能源业务贡献度有望扩大。2024 年 1 月 11 日，公司道孚抽蓄（210 万千瓦）正式开工建设，雅砻江流域水风光一体化进程再进一步。

投资建议：全年业绩基本符合预期，23 年 12 月水量表明雅砻江来水正改善，1Q24 电量无忧；装机扩张、电量反弹、煤价回落，火电有望贡献正收益；风光装机持续扩张，业绩贡献有望增大。维持对公司盈利预测，预计 23/24/25 年 EPS 分别为 0.88/0.95/0.98 元，对应 1 月 12 日收盘价 PE 分别为 15.2/14.1/13.6 倍，参考公司历史估值及同业可比公司估值水平，给予公司 24 年 18.0 倍 PE 估值，目标价 17.10 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)	50,489	58,581	59,812	60,620
增长率 (%)	15.4	16.0	2.1	1.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	4,079	6,545	7,054	7,308
增长率 (%)	66.1	60.4	7.8	3.6
每股收益 (元)	0.55	0.88	0.95	0.98
PE	24.4	15.2	14.1	13.6
PB	1.8	1.7	1.6	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 01 月 12 日收盘价）

谨慎推荐

维持评级

当前价格：

13.34 元

目标价：

17.10 元


分析师 严家源

执业证书：S0100521100007

电话：021-60876734

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

研究助理 赵国利

执业证书：S0100122070006

电话：021-60876734

邮箱：zhaoguoli@mszq.com

相关研究

- 国投电力 (600886.SH) 2023 年三季度报点评：雅砻江无忧，风光高歌猛进-2023/10/28
- 国投电力 (600886.SH) 2023 年半年报点评：水电量缩价增，火电强劲反弹，一体化加速推进-2023/08/30
- 国投电力 (600886.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：水火两旺，且听龙吟-2023/04/30
- 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
- 国投电力 (600886.SH) 2022 年三季度报点评：两厂增发、电价上行-2022/10/29

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	50,489	58,581	59,812	60,620
营业成本	34,311	38,017	38,410	38,913
营业税金及附加	971	1,054	1,077	1,091
销售费用	37	41	42	42
管理费用	1,480	1,523	1,555	1,576
研发费用	40	47	48	48
EBIT	13,772	17,899	18,681	18,949
财务费用	4,655	4,444	4,131	3,861
资产减值损失	-184	-200	-200	-200
投资收益	273	787	797	809
营业利润	9,412	14,158	15,269	15,821
营业外收支	21	100	100	100
利润总额	9,433	14,258	15,369	15,921
所得税	1,753	2,139	2,305	2,388
净利润	7,680	12,120	13,064	13,533
归属于母公司净利润	4,079	6,545	7,054	7,308
EBITDA	23,441	29,925	31,079	31,638

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	11,639	16,320	18,204	17,636
应收账款及票据	9,016	10,380	10,601	10,745
预付款项	187	190	192	195
存货	1,217	1,354	1,368	1,386
其他流动资产	1,263	1,384	1,404	1,416
流动资产合计	23,322	29,629	31,768	31,378
长期股权投资	9,760	9,960	10,160	10,360
固定资产	194,485	193,942	189,283	184,093
无形资产	5,665	5,446	5,215	4,972
非流动资产合计	234,933	237,518	240,140	243,073
资产合计	258,254	267,147	271,908	274,451
短期借款	11,299	11,101	10,895	10,366
应付账款及票据	4,548	5,104	5,156	5,224
其他流动负债	28,916	31,416	31,651	31,930
流动负债合计	44,762	47,621	47,703	47,520
长期借款	106,364	101,864	95,864	88,864
其他长期负债	13,504	14,004	14,004	14,004
非流动负债合计	119,868	115,868	109,868	102,868
负债合计	164,630	163,489	157,571	150,388
股本	7,454	7,454	7,454	7,454
少数股东权益	39,108	44,683	50,692	56,917
股东权益合计	93,624	103,659	114,338	124,063
负债和股东权益合计	258,254	267,147	271,908	274,451

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
成长能力 (%)				
营业收入增长率	15.36	16.03	2.10	1.35
EBIT 增长率	29.00	29.97	4.37	1.43
净利润增长率	66.11	60.43	7.79	3.59
盈利能力 (%)				
毛利率	32.04	35.10	35.78	35.81
净利润率	15.21	20.69	21.84	22.32
总资产收益率 ROA	1.58	2.45	2.59	2.66
净资产收益率 ROE	7.48	11.10	11.08	10.88
偿债能力				
流动比率	0.52	0.62	0.67	0.66
速动比率	0.49	0.59	0.63	0.63
现金比率	0.26	0.34	0.38	0.37
资产负债率 (%)	63.75	61.20	57.95	54.80
经营效率				
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	0.22	0.22
每股指标 (元)				
每股收益	0.55	0.88	0.95	0.98
每股净资产	7.31	7.91	8.54	9.01
每股经营现金流	2.95	3.95	3.91	4.00
每股股利	0.28	0.30	0.34	0.37
估值分析				
PE	24.4	15.2	14.1	13.6
PB	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	9.70	7.30	6.77	6.43
股息收益率 (%)	2.06	2.25	2.55	2.77

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	7,680	12,120	13,064	13,533
折旧和摊销	9,669	12,026	12,398	12,690
营运资金变动	160	1,330	-67	69
经营活动现金流	21,964	29,430	29,147	29,781
资本开支	-15,177	-14,333	-14,740	-15,343
投资	-980	-205	-205	-205
投资活动现金流	-15,689	-13,751	-14,148	-14,739
股权募资	2,530	0	0	0
债务募资	3,170	-4,198	-6,206	-7,529
筹资活动现金流	-3,574	-10,998	-13,115	-15,610
现金净流量	2,726	4,681	1,884	-568

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