

水稳火旺，新能源贡献提升

2024 年 04 月 30 日

► **事件概述:** 4 月 29 日, 公司发布 2023 年度报告, 报告期内实现营业收入 567.12 亿元, 同比增长 12.32% (经重述); 归母净利润 67.05 亿元, 同比增长 64.31% (经重述); 扣非归母净利润 65.89 亿元, 同比增长 66.76% (经重述); 公司拟向全体股东每股派发现金股利 0.4948 元, 合计派发现金红利 36.88 亿元, 现金分红比例约 55.01%。公司发布 2024 年一季报, 报告期内实现营业收入 141.08 亿元, 同比增长 6.43%; 归母净利润 20.35 亿元, 同比增长 26.14%; 扣非归母净利润 20.25 亿元, 同比增长 26.10%。

► **水电表现平稳, 季度波动不改全年预期:** 2023 年公司实现水电收入 255.75 亿元, 全年雅砻江水电实现营收、净利润分别为 244.85、86.58 亿元, 同比增加 22.64、12.97 亿元, 增幅 10.2%、17.6%。1Q24 受来水偏枯以及上年同期高基数影响, 公司单季度水电减发 19.42 亿千瓦时至 214.34 亿千瓦时, 同比下降 8.3%, 其中, 雅砻江水电完成发电量 196.29 亿千瓦时, 同比减发 17.55 亿千瓦时, 降幅 8.2%。或因西南区域水电市场化电价上行, Q1 雅砻江水电平均上网电价上涨 1.4 分/千瓦时至 0.328 元/千瓦时, 增幅 4.5%, 电价上行部分缓解电量下行压力。

► **控、参火电业绩修复, 1Q24 电量高增:** 2023 年公司控股 4 家煤电企业 (不含国投盘江) 合计实现净利润 13.48 亿元, 同比增加 30.96 亿元; 此外, 参股火电实现投资收益 3.15 亿元, 同比增加 4.14 亿元, 火电资产成功扭亏。1Q24, 公司完成火电发电量 151.61 亿千瓦时, 同比增发 22.8 亿千瓦时, 增幅 17.7%; 上网电价 0.463 元/千瓦时, 较上年同期下降 1.9%; 营收端电量增幅高于电价降幅叠加钦州三期 (2*66 万千瓦) 投产贡献增量, 成本端考虑当前的煤价趋势, 度电燃料成本持续下行, 公司火电板块业绩有望延续改善。

► **风光持续推进, 业绩贡献提升:** 2023 年, 公司新增新能源装机 243.24 万千瓦 (其中, 风电新增 23 万千瓦, 光伏新增 220 万千瓦), 累计装机达到 704 万千瓦; 1Q24 公司完成风电、光伏发电量 17.82、11.64 亿千瓦时, 同比分别增长 16.0%、135.2%。2023 年, 公司新能源子公司国投新能源实现营收、净利润分别为 21.83、7.38 亿元, 同比增加 3.43、1.27 亿元, 增幅 18.7%、20.8%; 装机持续扩张, 新能源业务贡献度有望扩大。

► **投资建议: 水电季度波动不影响全年预期, 装机扩张、电量反弹、煤价回落, 火电延续修复; 风光装机持续扩张, 业绩贡献有望增大。调整对公司盈利预测, 扣除永续债利息后, 预计 24/25 年 EPS 分别为 1.01/1.02 元 (前值 0.95/0.98 元), 新增 26 年 EPS 为 1.06 元, 对应 4 月 29 日收盘价 PE 分别为 15.1/14.9/14.3 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 18.18 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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	56,712	62,762	64,594	66,308
增长率 (%)	12.3	10.7	2.9	2.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	6,705	7,693	7,816	8,116
增长率 (%)	64.3	14.7	1.6	3.8
每股收益 (元)	0.88	1.01	1.02	1.06
PE	17.4	15.1	14.9	14.3
PB	1.9	1.8	1.7	1.7

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 04 月 29 日收盘价)

谨慎推荐

维持评级

当前价格:

15.25 元

目标价:

18.18 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

- 国投电力 (600886.SH) 2023 年业绩预告点评: 基本符合预期, 风光水储快速推进-2024/01/13
- 国投电力 (600886.SH) 2023 年三季报点评: 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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	56,712	62,762	64,594	66,308
营业成本	36,250	39,320	40,733	41,572
营业税金及附加	939	1,004	1,034	1,061
销售费用	46	50	52	53
管理费用	1,769	1,883	1,938	1,989
研发费用	101	113	116	119
EBIT	17,551	20,392	20,722	21,514
财务费用	3,975	4,565	4,637	4,785
资产减值损失	-250	-200	-200	-200
投资收益	697	922	928	934
营业利润	14,048	16,580	16,848	17,502
营业外收支	167	180	180	180
利润总额	14,215	16,760	17,028	17,682
所得税	2,055	2,514	2,554	2,652
净利润	12,160	14,246	14,474	15,030
归属于母公司净利润	6,705	7,693	7,816	8,116
EBITDA	27,473	31,516	32,154	33,387

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	11,358	11,084	9,383	5,084
应收账款及票据	14,040	15,384	15,836	16,259
预付款项	305	315	326	333
存货	1,296	1,400	1,451	1,481
其他流动资产	1,773	1,912	1,942	1,971
流动资产合计	28,773	30,095	28,938	25,126
长期股权投资	10,142	10,542	10,942	11,342
固定资产	198,111	206,197	213,822	228,819
无形资产	6,116	5,865	5,601	5,325
非流动资产合计	248,590	264,273	280,150	296,758
资产合计	277,363	294,367	309,088	321,885
短期借款	9,412	9,215	9,008	8,480
应付账款及票据	6,418	7,002	7,254	7,403
其他流动负债	29,981	31,390	32,063	32,477
流动负债合计	45,811	47,607	48,325	48,359
长期借款	113,672	117,672	121,672	125,672
其他长期负债	15,762	16,262	16,262	16,262
非流动负债合计	129,434	133,934	137,934	141,934
负债合计	175,246	181,541	186,260	190,294
股本	7,454	7,454	7,454	7,454
少数股东权益	43,051	49,604	56,262	63,176
股东权益合计	102,117	112,826	122,829	131,591
负债和股东权益合计	277,363	294,367	309,088	321,885

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	12.32	10.67	2.92	2.65
EBIT 增长率	27.44	16.19	1.62	3.82
净利润增长率	64.31	14.73	1.60	3.84
盈利能力 (%)				
毛利率	36.08	37.35	36.94	37.31
净利润率	21.44	22.70	22.41	22.67
总资产收益率 ROA	2.42	2.61	2.53	2.52
净资产收益率 ROE	11.35	12.17	11.74	11.86
偿债能力				
流动比率	0.63	0.63	0.60	0.52
速动比率	0.59	0.60	0.56	0.48
现金比率	0.25	0.23	0.19	0.11
资产负债率 (%)	63.18	61.67	60.26	59.12
经营效率				
应收账款周转天数	90.32	90.00	90.00	90.00
存货周转天数	13.05	13.00	13.00	13.00
总资产周转率	0.20	0.21	0.21	0.21
每股指标 (元)				
每股收益	0.88	1.01	1.02	1.06
每股净资产	7.92	8.48	8.93	9.18
每股经营现金流	2.85	3.96	4.05	4.16
每股股利	0.49	0.62	0.70	0.75
估值分析				
PE	17.4	15.1	14.9	14.3
PB	1.9	1.8	1.7	1.7
EV/EBITDA	9.12	8.10	8.11	8.04
股息收益率 (%)	3.24	4.07	4.59	4.92

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	12,160	14,246	14,474	15,030
折旧和摊销	9,922	11,124	11,432	11,874
营运资金变动	-5,193	297	281	-25
经营活动现金流	21,268	29,542	30,200	31,017
资本开支	-20,247	-26,278	-26,781	-27,953
投资	-153	-392	-392	-392
投资活动现金流	-20,656	-25,749	-26,246	-27,411
股权募资	1,827	0	0	0
债务募资	7,897	4,302	3,794	3,471
筹资活动现金流	-939	-4,068	-5,655	-7,905
现金净流量	-290	-274	-1,701	-4,299

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