

水“深”火“热”，加速转型

2022 年 08 月 31 日

► **事件概述：**8 月 30 日，公司公布 2022 年半年度报告，报告期内实现营业收入 226.94 亿元，同比增长 17.58%（经重述）；归属于上市公司股东的净利润 23.48 亿元，同比增长 0.30%（经重述）；归属于上市公司股东的扣非净利润 22.76 亿元，同比增长 2.99%（经重述）。

► **水“深”：两杨贡献增量，雅中进入收获季。**1H22 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。上半年，两、杨贡献增量上网电量 23.85、22.88 亿千瓦时，按照上网电价 0.374、0.279 元/千瓦时测算，贡献增量营收 7.89、5.65 亿元。新机组投产叠加来水偏丰，1H22 雅砻江水电完成上网电量 370.78 亿千瓦时，同比增长 29.54%；实现营收、净利润分别为 99.69、34.44 亿元，同比增加 23.48、7.20 亿元，增幅 30.8%、26.4%。

► **火“热”：电价上行难抵高煤价冲击。**公司控股的火电机组主要位于广西、福建、天津、贵州四省市，尽管平均上网电价上行至 0.471 元/千瓦时，同比增加 0.100 元/千瓦时；但 1H22 强势水电叠加疫情冲击，公司火电机组出力下滑，完成上网电量 203.67 亿千瓦时，同比下降 22.8%。电量下滑叠加高煤价，1H22 公司控股 5 家煤电企业合计亏损 4.22 亿元，同比下滑 7.96 亿元，火电资产拖累利润表现。

► **清洁转型：公司“十四五”规划明确，未来 4 年新增超 11GW 清洁能源。**公司“十四五”发展规划目标提出到 2025 年控股装机容量达到 5000 万千瓦，其中清洁能源装机占比约为 72%，即达到 3600 万千瓦。考虑到在建水电站的投产进度，2025 年风、光等非水清洁能源装机需达到 1472 万千瓦，相比 2021 年底的 357 万千瓦新增 1115 万千瓦，平均每年新增约 3GW，4 年 CAGR 达到 42%。随着两、杨全部投产，高额资本开支暂时告一段落，在卡、孟、牙、楞开始大规模建设前，一台台水电“印钞机”产生的现金流有望为公司新能源加速发展提供充足的资金支持。

► **投资建议：**两杨投产完毕叠加偏丰来水，雅砻江水电进入收获季；火电电价上行，但难抵高煤价影响；公司“十四五”规划明确，未来 4 年新增超 11GW 清洁能源。维持对公司现有资产的盈利预测，预计 22/23/24 年 EPS 分别为 0.85/0.93/1.02 元，对应 8 月 30 日收盘价 PE 分别为 12.9/11.8/10.7 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 15.0 倍 PE 估值，目标价 12.75 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	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	43682	50731	52718	55628
增长率 (%)	11.1	16.1	3.9	5.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	2437	6499	7105	7756
增长率 (%)	-55.8	166.7	9.3	9.2
每股收益 (元)	0.33	0.85	0.93	1.02
PE	33.5	12.9	11.8	10.7
PB	1.6	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 08 月 30 日收盘价）

谨慎推荐

维持评级

当前价格：

10.96 元

目标价：

12.75 元



分析师 严家源

执业证书：S0100521100007

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

相关研究

1.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)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	43682	50731	52718	55628
营业成本	30901	29423	30575	32189
营业税金及附加	942	1218	1265	1335
销售费用	29	51	53	56
管理费用	1306	2029	2109	2225
研发费用	31	51	53	56
EBIT	10639	17960	18664	19767
财务费用	4291	4881	4365	4102
资产减值损失	-321	-50	-50	-50
投资收益	102	638	705	717
营业利润	6414	13721	15017	16411
营业外收支	135	180	180	180
利润总额	6549	13901	15197	16591
所得税	1374	2085	2280	2489
净利润	5176	11816	12918	14102
归属于母公司净利润	2437	6499	7105	7756
EBITDA	19264	29274	30678	32345

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	11336	11788	12450
预付款项	424	147	153	161
存货	1270	1209	1256	1323
其他流动资产	1448	1727	1760	1809
流动资产合计	21697	22419	22957	23742
长期股权投资	9338	9538	9738	9938
固定资产	184275	191207	196303	195149
无形资产	5588	5288	4980	4664
非流动资产合计	219673	231932	237942	243849
资产合计	241370	254351	260899	267591
短期借款	8591	9092	9398	9934
应付账款及票据	4732	4272	4440	4674
其他流动负债	24664	23506	23900	24454
流动负债合计	37987	36871	37738	39061
长期借款	104016	102016	92016	82016
其他长期负债	11306	16806	21806	26806
非流动负债合计	115322	118822	113822	108822
负债合计	153309	155693	151560	147884
股本	7454	7454	7454	7454
少数股东权益	36604	41921	47734	54080
股东权益合计	88060	98658	109339	119707
负债和股东权益合计	241370	254351	260899	267591

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	16.14	3.92	5.52
EBIT 增长率	-28.78	68.81	3.92	5.91
净利润增长率	-55.82	166.68	9.33	9.17
盈利能力 (%)				
毛利率	29.26	42.00	42.00	42.13
净利润率	11.85	23.29	24.50	25.35
总资产收益率 ROA	1.01	2.55	2.72	2.90
净资产收益率 ROE	4.74	11.45	11.53	11.82
偿债能力				
流动比率	0.57	0.61	0.61	0.61
速动比率	0.53	0.57	0.57	0.57
现金比率	0.23	0.22	0.21	0.20
资产负债率 (%)	63.52	61.21	58.09	55.26
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	0.85	0.93	1.02
每股净资产	6.90	7.61	8.26	8.80
每股经营现金流	1.96	3.17	3.83	4.04
每股股利	0.16	0.30	0.34	0.37
估值分析				
PE	34	13	12	11
PB	1.6	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	10.63	7.16	6.68	6.20
股息收益率 (%)	1.49	2.74	3.10	3.38

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	5176	11816	12918	14102
折旧和摊销	8625	11314	12014	12577
营运资金变动	-3555	-3426	-178	-197
经营活动现金流	14631	23613	28569	30098
资本开支	-9242	-23024	-17675	-18134
投资	-647	-420	-220	-220
投资活动现金流	-9088	-22805	-17190	-17637
股权募资	8691	0	0	0
债务募资	-4111	4002	-4694	-4465
筹资活动现金流	-6401	-1694	-11379	-12461
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。	公司评级	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