公用事业

2017 年 05 月 02 日

国投电力 (600886)

——煤价高企和水电退税减少导致业绩同比下滑

报告原因：有业绩公布需要点评

增持（维持）

市场数据：	2017 年 04 月 28 日
收盘价（元）	7.49
一年内最高/最低（元）	7.99/6.29
市净率	1.7
息率（分红/股价）	-
流通 A 股市值（百万元）	50827
上证指数/深证成指	3154.66 / 10234.65

注："息率"以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2017 年 03 月 31 日
每股净资产（元）	4.36
资产负债率%	71.38
总股本/流通 A 股（百万）	6786/6786
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：

相关研究

《国投电力（600886）点评：业绩符合预期 海内外装机有望持续扩张》 2017/04/17

《国投电力（600886）点评：电价及增值税致业绩下滑 项目储备丰富有望持续增长》 2016/10/31

证券分析师
刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com
王璐 A0230516080007
wanglu@swsresearch.com

联系人
王璐
(8621)23297818×7618
wanglu@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

事件：

- 公司发布 2017 年一季报，一季度公司实现营收 76.3 亿元，同比增加 10.59%；实现归母净利润 9.3 亿元，同比减少 25.07%，符合申万宏源预期。

投资要点：

- **发电量同比大幅增长，参与市场交易电量增加导致电价下降。**因来水偏丰，雅砻江水电发电量同比增加 4.37%。火电因新增钦州二期 2*100 万 kW 机组，以及广西、福建火电机组同比大幅增加等因素影响，发电量总体大幅增长 23.26%。一季度公司控股企业累计完成上网电量 281.43 亿 kWh，同比增长 12.12%。随着电改的逐步推进，部分电厂市场化交易电量规模不断加大，导致整体平均上网电价同比降低 1.91%，为 0.312 元/度。发电量增加及电价下降综合影响下，一季度公司营收同比增加 10.59%。
- **承压煤价大幅增长，以及雅砻江水电增值税退税金额减少，一季度业绩同比减少。**因火电板块燃煤成本同比增加，公司一季度营业成本较上年同期增长 33%，毛利率同比下降约 9.5 个百分点。因雅砻江水电增值税退税减少，营业外收入同比降低 51%。公司一季度业绩同比下降约 25%。
- **在建装机达 881 万千瓦，积极并购切入海外发电市场。**随着雅砻江中上游水电站的开发以及部分火电的投建，公司装机规模仍具增长空间。公司目前在建装机容量 880.55 万千瓦，占已投产控股装机容量的 30.07%。在海外公司已收购英国 RRPL 公司 100%的股权。RRPL 持有位于苏格兰北部东海岸 Beatrice 海上风电项目（588MW）25%股权及 InchCape 海上风电项目（598MW）100%股权。此外公司还通过收购云顶集团的 LLPL42.1%股权，间接获得印尼万丹火电项目（660MW）40%的股权，不断扩张海外市场。
- **获三峡集团举牌，凸显投资价值。**16 年 12 月至 17 年 3 月，长江电力及三峡资本、长电资本等关联方累计增持公司 5%股权。受水电同行业公司举牌，体现对公司未来发展前景的看好，公司投资价值进一步凸显。
- **盈利预测与评级：**综合考虑煤价、电力需求回暖、市场交易电量增加等多重因素，我们调整盈利预测，预计 17~19 年归母净利润分别为 36.79、39.91 和 43.86 亿元（调整前 17~19 年业绩预测分别为 40.24、43.26 和 46.99 亿元）。EPS 分别为 0.54、0.59 和 0.65 元/股，对应当前股价 PE 分别为 14、13 和 12 倍。我们认为，雅砻江为公司带来持续稳定现金流，战略投资赣能股份、布局售电市场，战略转型进入海上风电领域，联手跨国集团进入海外投资。当前公司估值较低，维持"增持"评级。

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	29,271	7,631	34,326	36,350	38,490
同比增长率（%）	-6.42	10.59	17.27	5.90	5.89
净利润（百万元）	3,916	930	3,679	3,991	4,386
同比增长率（%）	-27.84	-25.07	-6.06	8.48	9.90
每股收益（元/股）	0.58	0.14	0.54	0.59	0.65
毛利率（%）	48.4	44.9	41.9	39.9	39.3
ROE（%）	13.7	3.1	11.4	11.4	11.6
市盈率	13		14	13	12

注："市盈率"是指目前股价除以各年业绩；"净资产收益率"是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

表 1：盈利预测表（单位：百万元，元/股）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	32,957	31,280	29,271	34,326	36,350	38,490
二、营业总成本	23,690	22,295	21,591	27,565	28,914	30,015
其中：营业成本	16,240	14,950	15,101	19,959	21,836	23,355
营业税金及附加	436	478	458	537	568	602
销售费用	17	7	6	7	7	8
管理费用	805	867	936	1,097	1,162	1,230
财务费用	6,156	5,890	5,042	5,965	5,340	4,820
资产减值损失	36	103	49	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	664	579	808	600	800	800
三、营业利润	9,932	9,564	8,487	7,361	8,236	9,275
加：营业外收入	1,037	1,667	1,039	500	500	500
减：营业外支出	21	250	609	200	200	200
四、利润总额	10,948	10,981	8,917	7,661	8,536	9,575
减：所得税	783	878	1,057	847	1,006	1,141
五、净利润	10,164	10,103	7,860	6,813	7,530	8,434
少数股东损益	4,565	4,675	3,943	3,134	3,539	4,048
归属于母公司所有者的净利润	5,600	5428	3,916	3,679	3,991	4,386
六、基本每股收益	0.82	0.80	0.58	0.54	0.59	0.65
全面摊薄每股收益	0.83	0.80	0.58	0.54	0.59	0.65

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的,还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）　：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）　：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）　：相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；

减持（Underperform）　：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）　：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）　：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight）　：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数　：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。