

三季报符合预期，优化资产结构+GDR 发行为业绩持续增长提供助力

买入（维持）

2019年10月31日

证券分析师 刘博

执业证号：S0600518070002

18811311450

liub@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 41,011 | 41,814 | 43,295 | 43,973 |
| 同比（%） | 29.6% | 1.96% | 3.54% | 1.57% |
| 归母净利润（百万元） | 4,364 | 4,890 | 5,056 | 5,131 |
| 同比（%） | 35.0% | 12.1% | 3.4% | 1.5% |
| 每股收益（元/股） | 0.64 | 0.72 | 0.75 | 0.76 |
| P/E（倍） | 13.03 | 11.58 | 11.12 | 10.97 |

投资要点

- **事件：**公司发布三季报，前三季度实现营收322.46亿元，同比增长6.47%；实现归母净利润43.33亿元，同比增长20.51%；扣非后归母净利润为42.49亿元，同比增长19.15%。
- **四川、云南来水有所回落，发电量增速相比上半年有所下降：**根据公司公告，三季度单季水电实现发电量296.12亿度，同比增长0.07%；其中雅砻江实现发电量269.13亿度，同比增长1.90%；大朝山实现发电量13.92亿度，同比增长-38.98%；小三峡实现发电量12.64亿度，同比增长40.72%。水电实现上网电量294.59亿度，同比增长0.06%；其中雅砻江实现上网电量267.86亿度，同比增长1.88%；大朝山实现上网电量13.80亿度，同比增长-39.04%；小三峡实现上网电量12.49亿度，同比增长40.95%。受到四川和云南来水状况回落的影响，前三季度公司实现水电发电量667.93亿度，同比增长4.06%（上半年是7.48%）；上网电量664.25亿度，同比增长4.04%（上半年是7.45%）；前三季度公司平均上网电价为0.303元/度，同比下降3.86%。
- **挂牌转让亏损火电资产，发行GDR事项已获证监会核准：**10月9日，公司公告：拟在上海联合产权交易所挂牌转让公司所持有的国投宣城51%股权、国投北部湾55%股权、国投伊犁60%股权、靖远二电51.22%股权、淮北国安35%股权、张掖发电45%股权，根据公司披露的财务数据，这6家火电公司2019年上半年净利润合计-0.95亿元，如果顺利挂牌转让后，将进一步优化公司的电力资产，改善盈利能力。10月30日，公司拟发行不超过总股本10%、对应A股股份数量不超过6.79亿股的全球存托凭证事项已获得证监会及英国金融行为监管局批准。
- **盈利预测与投资评级：**1) 水电业务：依托雅砻江，中游机组投产后仍有增长；2) 火电业务：收入端北疆二期形成主要增量，成本端煤炭价格下行将显著提升盈利能力，预计公司2019-2021年EPS分别为0.72、0.75、0.76元，对应PE分别为12、11、11倍，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**1) 需求：宏观经济下行、工业企业盈利能力下降影响电力需求等；2) 供给：雅砻江来水情况不明确影响水电发电量、新能源机组发电量挤压公司火电机组利用小时数；3) 价格：电价存在下调风险等。

股价走势



市场数据

| | |
|-------------|-----------|
| 收盘价(元) | 8.34 |
| 一年最低/最高价 | 6.81/9.98 |
| 市净率(倍) | 1.41 |
| 流通A股市值(百万元) | 56595.43 |

基础数据

| | |
|-----------|---------|
| 每股净资产(元) | 5.91 |
| 资产负债率(%) | 67.19 |
| 总股本(百万股) | 6786.02 |
| 流通A股(百万股) | 6786.02 |

相关研究

- 1、《国投电力（600886）：水火并济、攻守兼具的稀缺核心资产》2019-07-17
- 2、《陕西煤业深度研究：煤炭行业价值龙头，业绩增长+估值提升值得期待》2019-05-05
- 3、《煤炭行业研究专题：百年未有之大变局——国企改革的新环境、新变化和预期差》2019-06-16
- 4、《山煤国际（600546）：传统主业高增长，携手“钧石”能源转型，打造异质结电池行业龙头可期》2019-09-03

事件：

公司发布三季报，前三季度实现营收 322.46 亿元，同比增长 6.47%；实现归母净利润 43.33 亿元，同比增长 20.51%；扣非后归母净利润为 42.49 亿元，同比增长 19.15%。

四川、云南来水有所回落，发电量增速相比上半年有所下降

根据公司公告，三季度单季水电实现发电量 296.12 亿度，同比增长 0.07%；其中雅砻江实现发电量 269.13 亿度，同比增长 1.90%；大朝山实现发电量 13.92 亿度，同比增长-38.98%；小三峡实现发电量 12.64 亿度，同比增长 40.72%。水电实现上网电量 294.59 亿度，同比增长 0.06%；其中雅砻江实现上网电量 267.86 亿度，同比增长 1.88%；大朝山实现上网电量 13.80 亿度，同比增长-39.04%；小三峡实现上网电量 12.49 亿度，同比增长 40.95%。受到四川和云南来水状况回落的影响，前三季度公司实现水电发电量 667.93 亿度，同比增长 4.06%（上半年是 7.48%）；上网电量 664.25 亿度，同比增长 4.04%（上半年是 7.45%）；前三季度公司平均上网电价为 0.303 元/度，同比下降 3.86%。

挂牌转让亏损火电资产，发行 GDR 事项已获证监会核准

10 月 9 日，公司公告：拟在上海联合产权交易所挂牌转让公司所持有的国投宣城 51% 股权、国投北部湾 55% 股权、国投伊犁 60% 股权、靖远二电 51.22% 股权、淮北国安 35% 股权、张掖发电 45% 股权，根据公司披露的财务数据，这 6 家火电公司 2019 年上半年净利润合计-0.95 亿元，如果顺利挂牌转让后，将进一步优化公司的电力资产，改善盈利能力。10 月 30 日，公司拟发行不超过总股本 10%、对应 A 股股份数量不超过 6.79 亿股的全球存托凭证事项已获得证监会及英国金融行为监管局批准。

水电业务：依托雅砻江，中游机组投产后仍有增长

截至 2019 年上半年，公司控股的水电装机容量合计 1672 万千瓦，其中持股比例 52% 的雅砻江水电装机总容量为 1470 万千瓦，占比水电装机容量为 87.92%，是公司水电业务的核心支柱。1) 雅砻江下游已投产机组盈利较为稳定：2016-2018 年归母净利润分别为 73.29、68.84、72.78 亿元；ROE 分别为 18.57%、15.51%、14.81%。2) 雅砻江中游在建机组即将贡献有效增量：根据公司测算，两河口水电站投产后，经营期第一阶段（无楞古）和第二阶段（有楞古）将分别实现息税前利润 32.64 亿元和 37.80 亿元，占比公

司 2018 年息税前利润（146.69 亿元）分别为 22.25%和 25.77%；杨房沟水电站投产后，经营期实现息税前利润 9.11 亿元，占比公司 2018 年息税前利润为 6.21%。3) 除了雅砻江水电之外，公司还持股 60.45%的国投小三峡、50%的国投大朝山以及 110.10 万千瓦的风电装机和 47.80 万千瓦的光伏装机，虽然规模较小但是增速较高，未来有望对雅砻江水电形成重要补充。

火电业务：收入端北疆二期形成主要增量，成本端煤炭价格下行将显著提升盈利能力

1) 收入端：公司在手火电资产以大机组为主，百万千瓦机组占比为 50%，2018 年国投北疆二期 2 台百万千瓦超超临界机组投产后形成火电业务收入的主要增量；2) 成本端：联合试运转利用率提升+晋陕蒙三省在建产能投运+表外在建投产，预计 2019 年煤炭产量增量合计 0.79 亿吨，将进出口考虑在内后，预计产量增量约为 0.69 亿吨。根据我们的测算，2019 年煤炭行业需求值为 40.21 亿吨，增速为 1.62%，其中火电耗煤占比为 54.56%。不考虑库存波动下的供需缺口值（供给-需求）为 4754 万吨，相比 2018 年（5111 万吨）有所缩小，供需形势相比 2018 年略有宽松；目前北方港口和下游电厂的高库存有助于加剧煤价下行趋势。3) 盈利端：我们以 2018 年数据为基准，假设 2019 年煤炭价格下行后，公司入炉标煤单价下降 10%，其他条件保持不变，则有望增加毛利 22.20 亿元，占比 2018 年公司毛利总额（165.73 亿元）为 13.39%，盈利能力显著提升。

盈利预测与投资评级

预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.72、0.75、0.76 元，对应 PE 分别为 12、11、11 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

- 1) 需求：宏观经济下行、工业企业盈利能力下降影响电力需求等；
- 2) 供给：雅砻江来水情况不明确影响水电发电量、新能源机组发电量挤压公司火电机组利用小时数；
- 3) 价格：电价存在下调风险等。

国投电力三大财务预测表

| 资产负债表(百万元) | | | | | 利润表(百万元) | | | | |
|----------------|---------|---------|---------|---------|------------------|--------|--------|--------|--------|
| | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 流动资产 | 17,378 | 20,991 | 12,443 | 10,341 | 营业收入 | 41,011 | 41,814 | 43,295 | 43,973 |
| 现金 | 7,601 | 13,091 | 2,188 | 2,222 | 减:营业成本 | 24,440 | 23,094 | 23,912 | 24,286 |
| 应收账款 | 5,234 | 3,723 | 5,551 | 3,869 | 营业税金及附加 | 962 | 978 | 1,013 | 923 |
| 存货 | 1,517 | 1,034 | 1,607 | 1,076 | 营业费用 | 7 | 13 | 13 | 4 |
| 其他流动资产 | 3,027 | 3,143 | 3,097 | 3,175 | 管理费用 | 1,205 | 1,229 | 1,273 | 1,240 |
| 非流动资产 | 203,331 | 205,359 | 209,345 | 207,870 | 财务费用 | 5,071 | 5,520 | 5,762 | 6,028 |
| 长期股权投资 | 10,524 | 11,045 | 11,566 | 12,087 | 资产减值损失 | 397 | 54 | 9 | 0 |
| 固定资产 | 140,795 | 147,591 | 155,386 | 158,316 | 加:投资净收益 | 522 | 521 | 521 | 521 |
| 在建工程 | 44,309 | 39,040 | 35,114 | 30,572 | 其他收益 | 45 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 4,404 | 4,418 | 4,028 | 3,663 | 营业利润 | 9,684 | 11,447 | 11,834 | 12,011 |
| 其他非流动资产 | 3,299 | 3,265 | 3,250 | 3,233 | 加:营业外净收支 | 45 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 220,708 | 226,350 | 221,788 | 218,212 | 利润总额 | 9,729 | 11,447 | 11,834 | 12,011 |
| 流动负债 | 35,169 | 50,273 | 58,097 | 66,582 | 减:所得税费用 | 1,352 | 2,060 | 2,130 | 2,162 |
| 短期借款 | 5,764 | 6,341 | 18,773 | 20,364 | 少数股东损益 | 4,013 | 4,496 | 4,648 | 4,718 |
| 应付账款 | 4,678 | 4,311 | 4,996 | 4,456 | 归属母公司净利润 | 4,364 | 4,890 | 5,056 | 5,131 |
| 其他流动负债 | 24,727 | 39,622 | 34,328 | 41,762 | EBIT | 17,368 | 19,475 | 20,194 | 20,792 |
| 非流动负债 | 115,357 | 98,035 | 77,426 | 56,894 | EBITDA | 24,565 | 25,963 | 27,262 | 28,380 |
| 长期借款 | 113,904 | 96,582 | 75,973 | 55,442 | | | | | |
| 其他非流动负债 | 1,452 | 1,452 | 1,452 | 1,452 | 重要财务与估值指标 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 负债合计 | 150,525 | 148,308 | 135,523 | 123,476 | 每股收益(元) | 0.64 | 0.72 | 0.75 | 0.76 |
| 少数股东权益 | 32,492 | 36,988 | 41,636 | 46,354 | 每股净资产(元) | 4.96 | 5.46 | 5.99 | 6.54 |
| 归属母公司股东权益 | 37,692 | 41,055 | 44,629 | 48,382 | 发行在外股份(百万股) | 6786 | 6786 | 6786 | 6786 |
| 负债和股东权益 | 220,708 | 226,350 | 221,788 | 218,212 | ROIC(%) | 8.6% | 9.4% | 10.0% | 11.3% |
| | | | | | ROE(%) | 11.9% | 12.0% | 11.2% | 10.4% |
| | | | | | 毛利率(%) | 40.4% | 44.8% | 44.8% | 44.8% |
| | | | | | 销售净利率(%) | 10.6% | 11.7% | 11.7% | 11.7% |
| | | | | | 资产负债率(%) | 68.2% | 65.5% | 61.1% | 56.6% |
| | | | | | 收入增长率(%) | 29.6% | 2.0% | 3.5% | 1.6% |
| | | | | | 净利润增长率(%) | 35.0% | 12.1% | 3.4% | 1.5% |
| | | | | | P/E | 13.03 | 11.58 | 11.12 | 10.97 |
| | | | | | P/B | 1.68 | 1.53 | 1.39 | 1.28 |
| | | | | | EV/EBITDA | 8.83 | 7.99 | 7.92 | 7.14 |

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

