

投资评级：强烈推荐（上调）
报告日期：2019年11月01日
市场数据

目前股价	8.34
总市值（亿元）	565.95
流通市值（亿元）	565.95
总股本（万股）	678,602
流通股本（万股）	678,602
12个月最高/最低	9.98/6.90

分析师

分析师：濮阳 S1070519050001

☎ 021-31829703

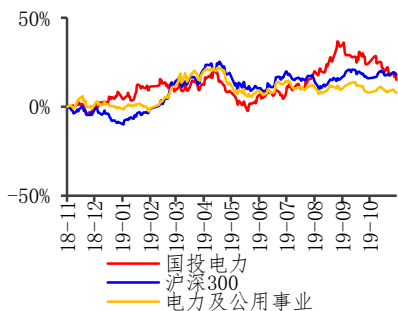
✉ pyang@cgws.com

联系人（研究助理）：范杨春晓

s1070119040033

☎ 010-88366060

✉ fycx@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<来水偏丰水电挤压火电,公司积极布局清洁能源>> 2016-05-02

<<水火共促业绩增长,清洁能源发展后劲足>> 2014-10-28

<<水电新投产机组运营,业绩有望超预期>> 2014-08-28

1.6 倍 PB 处置低效火电资产，GDR 发行获监管部门批准

——国投电力（600886）公司动态点评
盈利预测

	2019E	2020E	2021E
营业收入	42496	41380	41310
(+/-%)	3.6%	-2.6%	-0.2%
净利润	5249	5169	5173
(+/-%)	20.3%	-1.5%	0.1%
摊薄 EPS	0.77	0.76	0.76
PE	10.8	10.9	10.9

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 事件：**公司披露三季报，公司前三季度实现收入 322.46 亿元，同比增长 6.47%；归母净利润 43.33 亿元，同比增长 20.51%。三季度单季实现营收 126.37 亿元，同比增长 1.09%；实现归母净利润 20.57 亿元，同比增长 1.57%。对此点评如下：
- 公司前三季度上网电量同比增长 8.10%，平均上网电价 0.303 元/千瓦时，同比下降 3.86%。** 三季度，公司累计完成发电量 491.63 亿千瓦时，上网电量 478.15 亿千瓦时，同比增加 3.88% 和 3.73%；前三季度，公司境内完成发电量 1216.72 亿千瓦时，上网电量 1180.59 亿千瓦时，同比增加了 8.17% 和 8.10%。三季度公司平均上网电价 0.289 元/千瓦时，与去年同期相比减少了 4.70%；前三季度，公司平均上网电价 0.303 元/千瓦时，与去年同期相比下降了 3.86%。
- 水电：第三季度来水由丰转平，测算三季度水电营收下降 6.27% 至 62.57 亿元。** 受国投大朝山来水偏枯的影响，公司第三季度水电发电量为 296.12 亿千瓦时，同比增长 0.07%。公司前三季度水电发电量同比增速达 4.06%，主要原因为：雅砻江水电来水虽然较去年同期偏枯，但弃水量减少；国投小三峡来水较去年同期偏丰；国投大朝山受益于上游电站去库容的影响，来水同期偏丰。受电力改革影响，三季度水电平均含税电价 0.24 元/千瓦时，同比下降 8.54%，扣除增值税影响后，同比下降 6.33%。公司前三季度平均含税电价 0.249 元/千瓦时，同比下降 7.21%，扣除增值税影响后，同比下降 4.62%。经测算公司前三季度水电营收达 146.37 亿元，同比下降 0.76%。
- 火电：机组投产、用电需求增加，测算三季度火电营收同比增长 8.31% 至 54.89 亿元。** 受去年 6 月北疆二期 2×100 万千瓦机组投产，甘肃省外送电量增加，广西、新疆区域社会用电量增速较快的利好影响，公司第三季度和前三季度火电发电量同比增速分别达到 9.08% 和 12.51%。同时火电价格受电力改革影响较小，不含税电价同比下降均不到 1%。经测算前

三季度火电营收达 156.76 亿元，同比增长 11.48%。

- **风电光伏：公司前三季度风电和光伏发展迅速，测算三季度风电实现营收 2.66 亿元，同比增长 42.77%，光伏实现营收 1.84 元，同比增长 59.43%。**
 1) 风电三季度和前三季度发电量同比增速达 34.53%和 28.30%，主要原因为：国投广西龙门风电自去年 6 月至今年 2 月逐步并网；今年 6-8 月烟墩及景峡风场新机组投运；部分电厂风资源好于去年同期，风电消纳受限情况减小。经测算风电前三季度实现营收 7.98 亿元，同比增长 31.25%。2) 光伏三季度和前三季度发电量同比增速达 51.49%和 132.17%，主要原因为：公司对南庄光伏、托克逊光伏、湖州光伏的收购及国投大理宾川光伏二期的投产。经测算光伏前三季度实现营收 5.06 亿元。
- **公司发行 GDR 事项推进顺利，已获证监会批准。**公司拟发行不超过总股本 10%、对应 A 股股份数量不超过 67860 万股的全球存托凭证。10 月 29 日，该发行方案已获得中国证监会和英国金融行为监管局批准。预计方案实施后，除为公司募集资金外，也可以提升公司在世界资本市场的知名度和地位，可能有助于推升公司在 A 股股价。
- **公司挂牌转让亏损、微利火电资产，优化机组结构，最低挂牌价总计 26.6 亿元，较账面资产溢价率 65%。**公司拟转让国投宣城 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。目前预披露期已满，公司将在上海联合产权交易所公开挂牌方式转让所持有的标的公司股权。本次转让标的全部为亏损、微利火电公司，2018 年合计亏损 68,826 万元。公司最低挂牌价减去对应账面余额达 105,360 万元，整体溢价率 65.41%。
- **投资建议：低估值水电标的，上调至强烈推荐评级。**暂不考虑火电资产出售事项的影响，预计公司 2019~2021 年 EPS 分别为 0.77、0.76、0.76 元，对应市盈率 11 倍。公司当前市净率为 1.6 倍，市盈显著低于可比水电公司平均值。公司挂牌转让亏损、微利火电资产，优化机组结构，最低挂牌价总计 26.6 亿元，较账面资产溢价率 65%。公司发行 GDR 事项推进顺利，已获证监会批准。公司基本面积积极向好，上调至强烈推荐评级。
- **风险提示：来水情况或低于预期；上网电价超预期下滑；煤炭价格超预期上涨等。**

【正文】

事件：公司披露三季报，公司前三季度实现收入 322.46 亿元，同比增长 6.47%；归母净利润 43.33 亿元，同比增长 20.51%。三季度单季实现营收 126.37 亿元，同比增长 1.09%；实现归母净利润 20.57 亿元，同比增长 1.57%。对此点评如下：

公司前三季度上网电量同比增长 8.10%，平均上网电价 0.303 元/千瓦时，同比下降 3.86%。三季度，公司累计完成发电量 491.63 亿千瓦时，上网电量 478.15 亿千瓦时，同比增加 3.88% 和 3.73%；前三季度，公司境内完成发电量 1216.72 亿千瓦时，上网电量 1180.59 亿千瓦时，同比增加了 8.17% 和 8.10%。三季度公司平均上网电价 0.289 元/千瓦时，与去年同期相比减少了 4.70%；前三季度，公司平均上网电价 0.303 元/千瓦时，与去年同期相比下降了 3.86%。

水电：第三季度来水由丰转平，测算三季度水电营收下降 6.27% 至 62.57 亿元。受国投大朝山来水偏枯的影响，公司第三季度水电发电量为 296.12 亿千瓦时，同比增长 0.07%。公司前三季度水电发电量同比增速达 4.06%，主要原因为：雅砻江水电来水虽然较去年同期偏枯，但弃水量减少；国投小三峡来水较去年同期偏丰；国投大朝山受益于上游电站去库容的影响，来水同期偏丰。受电力改革影响，三季度水电平均含税电价 0.24 元/千瓦时，同比下降 8.54%，扣除增值税影响后，同比下降 6.33%。公司前三季度平均含税电价 0.249 元/千瓦时，同比下降 7.21%，扣除增值税影响后，同比下降 4.62%。经测算公司前三季度水电营收达 146.37 亿元，同比下降 0.76%。

表 1：公司前三季度水电运营情况

时间	上网电量(亿千瓦时)	同比	平均上网电价(不含税)(元/千瓦时)	同比	营业收入(亿元)	同比
Q3	294.59	0.06%	0.2124	-6.32%	62.57	-6.32%
Q1~Q3	664.25	4.04%	0.2204	-4.62%	146.37	-0.77%

资料来源：公司公告，长城证券研究所

火电：机组投产、用电需求增加，测算三季度火电营收同比增长 8.31% 至 54.89 亿元。受去年 6 月北疆二期 2×100 万千瓦机组投产，甘肃省外送电量增加，广西、新疆区域社会用电量增速较快的利好影响，公司第三季度和前三季度火电发电量同比增速分别达到 9.08% 和 12.51%。同时火电价格受电力改革影响较小，不含税电价同比下降均不到 1%。经测算前三季度火电营收达 156.76 亿元，同比增长 11.48%。

表 2：公司前三季度火电运营情况

时间	上网电量(亿千瓦时)	同比	平均上网电价(不含税)(元/千瓦时)	同比	营业收入(亿元)	同比
Q3	174.73	9.08%	0.3142	-0.70%	54.89	8.31%
Q1~Q3	490.7	12.51%	0.3195	-0.91%	156.76	11.48%

资料来源：公司公告，长城证券研究所

风电光伏：公司前三季度风电和光伏发展迅速，测算三季度风电实现营收 2.66 亿元，同比增长 42.77%，光伏实现营收 1.84 元，同比增长 59.43%。1) 风电三季度和前三季度发电量同比增速达 34.53% 和 28.30%，主要原因为：国投广西龙门风电自去年 6 月至今年 2 月逐步并网；今年 6-8 月烟墩及景峡风场新机组投运；部分电厂风资源好于去年同期，风电消纳受限情况减小。经测算风电前三季度实现营收 7.98 亿元，同比增长 31.25%。2) 光伏三季度和前三季度发电量同比增速达 51.49% 和 132.17%，主要原因为：公司对南庄

光伏、托克逊光伏、湖州光伏的收购及国投大理宾川光伏二期的投产。经测算光伏前三季度实现营收 5.06 亿元。

表 3: 公司前三季度风光和光伏运营情况

	上网电量 (亿千瓦时)	同比	平均上网电价 (不含税) (元/千瓦时)	同比	营业收入 (亿元)	同比
风电						
Q3	6.33	34.91%	0.4195	5.78%	2.66	42.77%
Q1 ~ Q3	18.9	28.69%	0.4221	2.01%	7.98	31.25%
光伏						
Q3	2.51	51.49%	0.7327	4.81%	1.84	59.43%
Q1 ~ Q3	6.73	132.17%	0.7513	-2.51%	5.06	126.24%

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

公司发行 GDR 事项推进顺利, 已获证监会批准。公司拟发行不超过总股本 10%、对应 A 股股份数量不超过 67860 万股的全球存托凭证。10 月 29 日, 该发行方案已获得中国证监会和英国金融行为监管局批准。预计方案实施后, 除为公司募集资金外, 也可以提升公司在世界资本市场的知名度和地位, 可能有助于推升公司在 A 股股价。

公司挂牌转让亏损、微利火电资产, 优化机组结构, 最低挂牌价总计 26.6 亿元, 较账面资产溢价率 65%。公司拟转让国投宣城 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。目前预披露期已满, 公司将在上海联合产权交易所公开挂牌方式转让所持有的标的公司股权。本次转让标的全部为亏损、微利火电公司, 2018 年合计亏损 68,826 万元。公司最低挂牌价减去对应账面余额达 105,360 万元, 整体溢价率 65.41%。

表 4: 公司挂牌转让相关信息

公司名称	企业类型	持股比例	2018 年净利润 (万元)	2019 年 H1 净利润 (万元)	19 年 6 月 30 日净资产 (亿元)	公司股份对应净资产 (亿元)	最低挂牌价 (万元)	整体溢价率
国投宣城	火力发电	51%	123	6,020	96,941	49,440	69,467	40.51%
国投北部湾	火力发电	55%	193	2,236	32,346	17,790	47,764	168.48%
国投伊犁	火力发电	60%	-13,264	-8,119	37,618	22,571	35,992	59.46%
靖远二电	火力发电	51.22%	-24,488	-10,557	36,996	18,949	41,205	117.45%
淮北国安	火力发电	35%	-4,644	-284	78,741	27,559	43,480	57.77%
张掖发电	火力发电	45%	48	1,321	55,062	24,778	28,540	15.18%
合计	-	-	-42,032	-9,383	337,704	161,088	266,448	65.41%

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

投资建议: 低估值水电标的, 上调至强烈推荐评级。暂不考虑火电资产出售事项的影响, 预计公司 2019~2021 年 EPS 分别为 0.77、0.76、0.76 元, 对应市盈率 11 倍。公司当前市净率为 1.6 倍, 市盈显著低于可比水电公司平均值。公司挂牌转让亏损、微利火电资产, 优化机组结构, 最低挂牌价总计 26.6 亿元, 较账面资产溢价率 65%。公司发行 GDR 事项推进顺利, 已获证监会批准。公司基本面积积极向好, 上调至强烈推荐评级。

风险提示: 来水情况或低于预期; 上网电价超预期下滑; 煤炭价格超预期上涨等。

附：盈利预测表

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	31645.28	41011.37	42496.18	41380.46	41309.91
营业成本	18802.81	24440.25	25240.78	24902.70	24899.84
营业费用	7.56	6.63	8.71	8.48	8.47
管理费用	999.06	1205.08	1248.71	1215.93	1213.85
研发费用	0.00	1.28	1.33	1.29	1.29
财务费用	4877.77	5071.11	4833.90	4696.68	4584.75
其他收益	930.25	184.19	90.00	107.69	119.22
投资净收益	345.54	522.01	1042.93	1303.67	1825.14
营业利润	7554.58	9683.90	11273.97	10971.17	11552.17
营业外收支	-40.25	45.27	45.28	45.28	45.28
利润总额	7514.33	9729.17	11319.25	11016.45	11597.45
所得税	954.84	1352.32	1775.86	1736.54	2458.62
少数股东损益	3327.19	4012.75	4294.38	4110.56	3965.55
净利润	3232.30	4364.10	5249.02	5169.36	5173.28

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	12275.13	17377.51	15732.75	15622.05	15533.96
货币资金	5130.68	7600.55	6374.43	6207.07	6196.49
应收票据及应收账款合计	4036.19	5812.97	5519.34	5515.45	5500.53
其他应收款	170.23	100.79	180.04	93.42	179.58
存货	1183.17	1516.71	1271.61	1479.36	1271.29
非流动资产	196012.88	203330.74	209896.80	216154.95	222035.52
固定资产	134498.22	140795.24	141816.09	142864.67	165967.88
资产总计	208288.00	220708.24	225629.55	231777.00	237569.48
流动负债	34055.86	35168.59	43686.37	54378.36	65203.62
短期借款	4741.27	5764.12	14584.35	25115.01	35354.36
应付账款	5654.90	5099.89	6007.17	5851.26	6005.80
非流动负债	113524.58	115356.55	103743.54	91755.53	79392.52
长期借款	111886.78	113904.08	102291.07	90303.06	77940.05
负债合计	147580.44	150525.13	147429.90	146133.89	144596.13
股东权益	60707.56	70183.11	78199.65	85643.10	92973.35
股本	6786.02	6786.02	6786.02	6786.02	6786.02
留存收益	17201.39	20280.83	26485.30	32518.48	38459.93
少数股东权益	30152.33	32491.55	36785.92	40896.48	44862.04
负债和股东权益	208288.00	220708.24	225629.55	231777.00	237569.48

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	18141.04	19218.80	21626.97	19851.14	20557.66
其中营运资本减少	-5750.88	-3432.14	1219.72	-270.32	288.41
投资活动现金流	-11176.44	-13702.36	-12596.02	-12403.01	-12426.24
资本支出	11654.71	10244.76	4211.92	3454.47	2555.42
筹资活动现金流	-6138.32	-3025.34	-10257.07	-7615.49	-8142.00
现金净增加额	818.01	2497.66	-1226.12	-167.36	-10.58

主要财务指标

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	8.1%	29.6%	3.6%	-2.6%	-0.2%
营业成本增长	24.5%	30.0%	3.3%	-1.3%	0.0%
营业利润增长	-11.0%	28.2%	16.4%	-2.7%	5.3%
利润总额增长	-15.7%	29.5%	16.3%	-2.7%	5.3%
净利润增长	-17.5%	35.0%	20.3%	-1.5%	0.1%
获利能力					
毛利率(%)	40.6%	40.4%	40.6%	39.8%	39.7%
销售净利率(%)	20.7%	20.4%	22.5%	22.4%	22.1%
ROE(%)	10.8%	11.9%	12.2%	10.8%	9.8%
ROIC(%)	8.9%	9.7%	8.5%	8.4%	8.4%
营运效率					
销售费用/营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用/营业收入	3.2%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
研发费用/营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用/营业收入	11.8%	15.4%	12.4%	11.4%	11.3%
投资收益/营业利润	4.6%	5.4%	9.3%	11.9%	15.8%
所得税/利润总额	12.7%	13.9%	15.7%	15.8%	21.2%
应收账款周转率	8.96	8.33	7.50	7.50	7.50
存货周转率	16.70	18.10	18.10	18.10	18.10
流动资产周转率	2.76	2.77	2.57	2.64	2.65
总资产周转率	0.15	0.19	0.19	0.18	0.18
偿债能力					
资产负债率(%)	70.9%	68.2%	65.3%	63.0%	60.9%
流动比率	0.36	0.49	0.36	0.29	0.24
速动比率	0.27	0.41	0.30	0.23	0.20
每股指标(元)					
EPS	0.48	0.64	0.77	0.76	0.76
每股净资产	4.50	4.96	5.51	6.00	6.50
每股经营现金流	1.75	2.45	3.19	2.93	3.03
每股经营现金/EPS	3.68	3.80	4.12	3.84	3.97
估值比率					
P/E	17.51	12.97	10.78	10.95	10.94
PEG	-1.29	-2.14	1.61	0.89	3.72
P/B	1.85	1.68	1.51	1.39	1.28
EV/EBITDA	9.87	8.83	9.77	9.79	9.18
EV/SALES	6.74	5.29	5.14	5.36	5.42
EV/IC	2.01	1.31	1.25	1.26	1.26
ROIC/WACC	1.38	1.51	1.32	1.30	1.29
REP	0.95	0.82	0.96	0.97	0.98

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>