

## 装机持续增长，期待煤电协同

### ——国电电力(600795.SH) 2019年三季度报点评

公司简报

◆**事件：**国电电力发布2019年三季度报。2019年前三季度，公司营业收入857亿元，同比增长7.6%（未经特殊说明，均为调整后）；归母净利润30.8亿元，同比增长2.6%。其中2019Q3公司营业收入302亿元，同比增长7.4%；归母净利润7.5亿元，同比下滑17.6%。

◆**机组持续投产，电量稳健增长：**2019Q3公司控股装机增加101万千瓦，全部为火电机组（宿迁发电转商66万千瓦，朝阳热电转商35万千瓦）。截至2019年9月底，公司控股装机容量8713万千瓦，装机规模进一步扩张。2019Q3公司发电量1010亿千瓦时，同比增长1.7%，环比增长19.4%。除风况影响风电发电量外，公司其他电源类型单季度发电量同比均实现正增长。

◆**并表电厂盈利分化，归母净利润短期承压：**2019Q3全国煤价总体稳中有降。我们测算2019Q3全国电煤均价约488元/吨，同比下滑7.1%，环比回落1.5%。受益于燃料成本改善等因素，2019Q3公司净利润（含少数股东损益）19.4亿元，环比增长2.9亿元（增幅17.5%）；但单季度归母净利润7.5亿元，环比减少1.6亿元（降幅17.5%）。我们判断可能是公司非全资的并表电厂盈利分化，导致少数股东损益出现大幅波动。

◆**合资公司落地，期待煤电协同：**2019年1月，公司与中国神华合资组建的北京国电电力有限公司全部标的资产完成交割，公司合并范围增加原属于中国神华的17家火电企业，控股装机容量3053万千瓦。此外，合资公司成立有望形成“煤-电”产业链的协同效应，进一步促进成本改善。

◆**盈利预测与投资评级：**考虑到2019年前三季度业绩及煤价降幅低于预期，我们下调公司2019-2021年的预测归母净利润至37.8、45.1、53.9亿元（调整前分别为44.6、51.7、57.6亿元），预计公司2019-2021年的EPS分别为0.19、0.23、0.27元。当前股价对应2019-2021年的PE分别为12、10、9倍。我们看好煤价回落对公司业绩的提振，维持“增持”评级。

◆**风险提示：**动力煤价格超预期上涨，上网电价超预期下行，电力需求超预期下滑，来水不及预期，机组投产进度慢于预期，电力行业改革进度低于预期的风险等。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	59,833	65,490	93,030	97,874	100,636
营业收入增长率	2.4%	9.5%	42.1%	5.2%	2.8%
净利润（百万元）	2,223	1,369	3,780	4,508	5,385
净利润增长率	-53.0%	-38.4%	176.0%	19.3%	19.5%
EPS（元）	0.11	0.07	0.19	0.23	0.27
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.3%	2.7%	7.0%	8.1%	9.2%
P/E	21	33	12	10	9
P/B	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年10月31日

## 增持（维持）

#### 分析师

王威（执业证书编号：S0930517030001）

021-52523818

wangwei2016@ebsecn.com

于鸿光（执业证书编号：S0930519060001）

021-52523819

yuhongguang@ebsecn.com

#### 市场数据

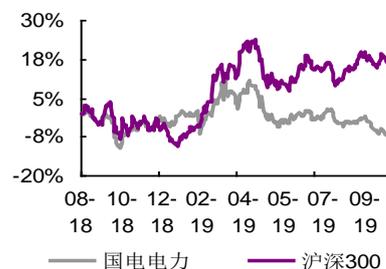
总股本(亿股)：196.50

总市值(亿元)：457.85

一年最低/最高(元)：2.32/2.93

近3月换手率：11.60%

#### 股价表现(一年)



#### 收益表现

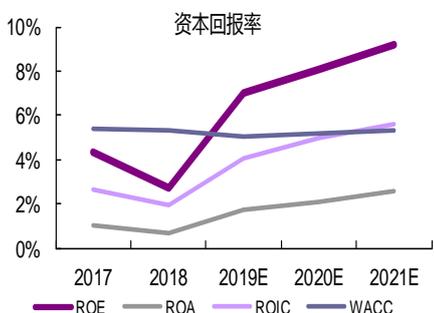
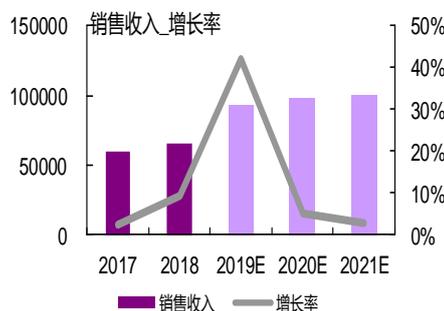
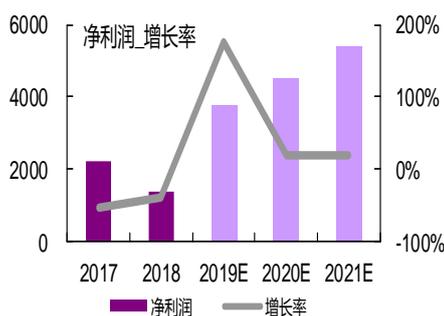
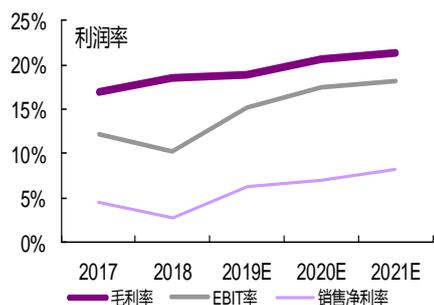
%	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.80	-9.05	-27.16
绝对	-2.92	-8.63	-2.19

资料来源：Wind

#### 相关研报

资产减值拖累业绩，重组落地规模扩张——国电电力(600795.SH) 2018年年报点评

.....2019-04-16



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>59,833</b>	<b>65,490</b>	<b>93,030</b>	<b>97,874</b>	<b>100,636</b>
营业成本	49,641	53,303	75,444	77,715	79,172
折旧和摊销	12,263	12,493	17,060	19,559	20,098
营业税费	633	1,003	1,424	1,498	1,541
销售费用	37	71	101	106	109
管理费用	856	896	1,273	1,339	1,377
财务费用	6,549	7,613	7,317	8,758	8,231
公允价值变动损益	-6	0	0	0	0
投资收益	2,476	3,697	1,000	1,000	1,000
<b>营业利润</b>	<b>3,579</b>	<b>3,154</b>	<b>7,843</b>	<b>9,337</b>	<b>11,137</b>
<b>利润总额</b>	<b>3,784</b>	<b>3,063</b>	<b>7,753</b>	<b>9,247</b>	<b>11,047</b>
少数股东损益	541	440	2,035	2,427	2,900
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,223</b>	<b>1,369</b>	<b>3,780</b>	<b>4,508</b>	<b>5,385</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>274,130</b>	<b>272,511</b>	<b>337,121</b>	<b>334,100</b>	<b>325,099</b>
流动资产	18,048	18,626	24,806	25,853	26,460
货币资金	4,922	4,322	5,582	5,872	6,038
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	5,785	6,118	8,691	9,143	9,401
应收票据	1,187	1,631	2,317	2,438	2,506
其他应收款	544	561	877	922	948
存货	2,228	2,672	3,808	3,924	3,999
可供出售投资	1,821	1,482	1,482	1,482	1,482
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	19,568	20,720	21,210	21,700	22,190
固定资产	196,370	201,349	276,277	270,482	259,769
无形资产	2,444	2,519	2,393	2,274	2,160
<b>总负债</b>	<b>201,471</b>	<b>201,229</b>	<b>260,810</b>	<b>253,179</b>	<b>238,668</b>
无息负债	49,388	46,869	53,422	54,142	54,596
有息负债	152,083	154,360	207,388	199,037	184,072
<b>股东权益</b>	<b>72,659</b>	<b>71,282</b>	<b>76,311</b>	<b>80,921</b>	<b>86,432</b>
股本	19,650	19,650	19,650	19,650	19,650
公积金	9,916	10,145	10,523	10,974	11,512
未分配利润	18,553	17,579	20,194	21,926	23,998
少数股东权益	21,162	20,508	22,543	24,970	27,870

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>19,778</b>	<b>23,162</b>	<b>30,825</b>	<b>34,216</b>	<b>35,626</b>
净利润	2,223	1,369	3,780	4,508	5,385
折旧摊销	12,263	12,493	17,060	19,559	20,098
净营运资金增加	19,297	5,659	19	328	153
其他	-14,006	3,641	9,966	9,821	9,990
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-13,466</b>	<b>-11,822</b>	<b>-74,490</b>	<b>-14,490</b>	<b>-9,490</b>
净资本支出	-14,649	-12,280	-75,000	-15,000	-10,000
长期投资变化	19,568	20,720	-490	-490	-490
其他资产变化	-18,385	-20,262	1,000	1,000	1,000
<b>融资活动现金流</b>	<b>-4,733</b>	<b>-11,974</b>	<b>44,925</b>	<b>-19,435</b>	<b>-25,970</b>
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	21,529	2,277	53,028	-8,351	-14,965
无息负债变化	-17,153	-2,519	6,553	720	454
<b>净现金流</b>	<b>1,579</b>	<b>-635</b>	<b>1,260</b>	<b>291</b>	<b>166</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	2.43%	9.45%	42.05%	5.21%	2.82%
净利润增长率	-52.97%	-38.41%	176.04%	19.27%	19.46%
EBITDA 增长率	-20.93%	-2.04%	62.64%	17.41%	4.94%
EBIT 增长率	-43.37%	-8.59%	111.25%	20.73%	7.44%
<b>估值指标</b>					
PE	21	33	12	10	9
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	11	11	9	7	7
EV/EBIT	30	33	19	16	14
EV/NOPLAT	41	55	26	21	19
EV/Sales	4	3	3	3	3
EV/IC	1	1	1	1	1
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	17.03%	18.61%	18.90%	20.60%	21.33%
EBITDA 率	32.75%	29.31%	33.56%	37.45%	38.22%
EBIT 率	12.26%	10.24%	15.22%	17.47%	18.25%
税前净利润率	6.32%	4.68%	8.33%	9.45%	10.98%
税后净利润率 (归属母公司)	3.72%	2.09%	4.06%	4.61%	5.35%
ROA	1.01%	0.66%	1.72%	2.08%	2.55%
ROE (归属母公司) (摊薄)	4.32%	2.70%	7.03%	8.06%	9.20%
经营性 ROIC	2.66%	1.95%	4.07%	5.00%	5.59%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	0.23	0.25	0.18	0.20	0.24
速动比率	0.20	0.22	0.16	0.17	0.20
归属母公司权益/有息债务	0.34	0.33	0.26	0.28	0.32
有形资产/有息债务	1.78	1.74	1.61	1.66	1.75
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.11	0.07	0.19	0.23	0.27
每股红利	0.08	0.04	0.12	0.14	0.17
每股经营现金流	1.01	1.18	1.57	1.74	1.81
每股自由现金流(FCFF)	-0.76	0.10	-2.38	0.87	1.21
每股净资产	2.62	2.58	2.74	2.85	2.98
每股销售收入	3.04	3.33	4.73	4.98	5.12

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼