

国投电力 (600886)

证券研究报告

2017年10月31日

前三季度业绩同比减 13.39%,三季度环比二季度改善

前三季度净利润同比减 13.39%，三季度环比二季度改善明显

前三季度公司实现营业收入 242.05 亿元，归属上市公司股东净利润 29.53 亿元，归属上市公司股东扣非净利润 29.34 亿元，实现每股收益 0.44 元。其中三季度环比二季度改善明显。

雅砻江水电汛期发电量环比大幅增长，火电整体亏损

由于今年总体来水较好，另外雅砻江水电桐子林水电站 1 台 15 万千瓦机组于 2016 年 3 月投产，前三季度水电发电量同比增长。另外水电弃水量同比减少，水电利用小时数同比增长 5%。而雅砻江水电汛期发电收入较年初枯水期大幅增长，雅砻江水电盈利三季度环比二季度增 275%。公司水电前三季度盈利稳定。前三季度除了北疆火电机组利用小时数较高超过 4000 小时，在煤价较高的情况下仍可盈利，其他火电机组盈利情况不容乐观。

发电标煤价格同比上涨 60%，营业成本同比增 31%，投资收益同比减 58%

营业成本较上年同期增加 31%，主要原因是公司下属火电企业燃煤成本受燃煤采购价格同比上升影响，营业成本增加。公司火电机组发电标煤平均单价比上年同期增长了 60%。投资收益较上年同期减少 58%，主要原因是参股企业受燃煤采购价格同比上升等因素的影响，利润下降，造成投资收益减少。公司参股的赣能股份和甘肃张掖电厂等由于三季度业绩下滑，公司投资收益同比减少 79%。

盈利预测：考虑到下半年来水较好，公司优质水电资源将给公司业绩带来贡献，平滑煤炭成本增加带来的火电盈利下滑。预测 17-19 年 EPS 分别为 0.59 元，0.73 元，0.77 元，维持“买入评级”。

投资评级

行业	公用事业/电力
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	7.58 元
目标价格	9 元
上次目标价	9 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	6,786.02
流通 A 股股本(百万股)	6,786.02
A 股总市值(百万元)	51,438.06
流通 A 股市值(百万元)	51,438.06
每股净资产(元)	4.46
资产负债率(%)	71.55
一年内最高/最低(元)	8.44/6.45

作者

钟帅 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517040004
zhongshuai@tfzq.com

何文雯 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516120002
hewenwen@tfzq.com

周荃 联系人
zhouquan@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

国投电力 股价走势分析

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	31,279.70	29,270.80	32,783.30	35,897.71	37,154.13
增长率(%)	(5.09)	(6.42)	12.00	9.50	3.50
EBITDA(百万元)	21,554.34	19,593.46	20,270.20	23,618.33	24,886.77
净利润(百万元)	5,427.52	3,916.45	3,977.03	4,926.98	5,214.36
增长率(%)	(3.02)	(27.84)	1.55	23.89	5.83
EPS(元/股)	0.80	0.58	0.59	0.73	0.77
市盈率(P/E)	9.48	13.13	12.93	10.44	9.86
市净率(P/B)	1.94	1.79	1.65	1.50	1.36
市销率(P/S)	1.64	1.76	1.57	1.43	1.38
EV/EBITDA	8.67	9.73	9.42	7.32	6.68

资料来源：wind，天风证券研究所

1. 前三季度营业收入同比增 9.33%，净利润同比减 13.39%，三季度环比二季度改善明显

前三季度公司实现营业收入 242.05 亿元，归属上市公司股东净利润 29.53 亿元，归属上市公司股东扣非净利润 29.34 亿元，实现每股收益 0.44 亿元。

表 1：公司前三季度盈利情况

	2017 年 1-9 月	上年 1-9 月	同比 (%)	2017 年上半年	三季度比二季度环比 (%)
营业收入	242.05 亿元	221.40 亿元	9.33	139.63 亿元	61.75
归属于上市公司股东的净利润	29.53 亿元	34.09 亿元	-13.39	12.90 亿元	361.94
归属于上市公司股东的扣非净利润	29.34 亿元	38.22 亿元	-23.23	12.66 亿元	387.72
加权平均净资产收益率 (%)	9.94	12.33	减少 2.39 个百分点	4.4	
每股收益 (元/股)	0.44	0.50	-13.40	0.19	400

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 发电标煤价格同比上涨 60%，营业成本同比增 31%，投资收益同比减 58%

营业成本较上年同期增加 31%，主要原因是公司下属火电企业燃煤成本受燃煤采购价格同比上升影响，营业成本增加。公司火电机组发电标煤平均单价比上年同期增长了 60%。

投资收益较上年同期减少 58%，主要原因是参股企业受燃煤采购价格同比上升等因素的影响，利润下降，造成投资收益减少。公司参股的赣能股份和甘肃张掖电厂等由于三季度业绩下滑，公司投资收益同比减少 79%。

3. 雅砻江水电汛期盈利环比增长，火电整体亏损

2017 年 7-9 月份公司控股企业累计完成发电量 416.18 亿千瓦时，上网电量 406.59 亿千瓦时，与去年同期相比分别增加了 8.62%和 8.70%；2017 年 1-9 月份公司控股企业累计完成发电量 961.30 亿千瓦时，上网电量 936.43 亿千瓦时，与去年同期相比分别增加了 7.44%和 7.39%。2017 年 7-9 月份公司控股企业平均上网电价 0.278 元/千瓦时，与去年同期相比减少了 0.45%；2017 年 1-9 月份公司控股企业平均上网电价 0.293 元/千瓦时，与去年同期相比降低了 0.55%。

表 2：前三季度主要指标

项目	前三季度	上年同期	同比
发电量 (亿千瓦时)	961	932	3.1%
其中：火电	316	286	-2.3%
水电	633	601	5.3%
设备利用小时	3,233	3,246	-0.4%
其中：火电	2,624	2,864	-8.4%
水电	3,784	3,604	5.0%
上网电价 (元/千瓦时)	0.293	0.291	0.6%
其中：火电	0.355	0.323	9.8%
水电	0.259	0.270	-4.3%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

由于今年总体来水较好，另外雅砻江水电桐子林水电站 1 台 15 万千瓦机组于 2016 年 3 月投产，前三季度水电发电量同比增长。另外水电弃水量同比减少，水电利用小时数同比增长 5%。

火电发电量总体同比增长的主要原因：一是国投钦州二期 2×100 万千瓦机组于去年下半年投产，今年完全发挥效力，湄洲湾二期 2×100 万千瓦机组于今年三季度投产；二是受社会经济增长、南方地区上半年降雨量同比相对较少等因素的影响，福建、广西、贵州、新疆火电机组利用小时同比增加较多。

另外，公司风电，光伏项目陆续投产。国投大理宾川岩溯光伏项目累计 2 万千瓦机组于 2016 年 4-5 月投产。国投楚雄风电武定三月山项目累计 4.8 万千瓦机组于 2016 年 10 月至 2017 年 1 月投产。国投云南风电东川二期项目累计 4.8 万千瓦机组于 2017 年 1 月至 8 月投产。雅砻江水电于 2017 年 3 月完成了对会理光伏 2 万千瓦、冕宁光伏 1 万千瓦的收购。国投哈密风电烟墩项目 10 万千瓦机组、景峡项目 10 万千瓦机组于 2017 年 4-7 月投产。国投青海风电二期项目 4.95 万千瓦机组于 2017 年 8 月投产。

前三季度除了北疆火电机组利用小时数较高超过 4000 小时，在煤价较高的情况下仍可盈利，其他火电机组盈利情况不容乐观。而雅砻江水电汛期发电收入较年初枯水期大幅增长，雅砻江水电盈利三季度环比二季度增 275%。公司水电前三季度盈利稳定。前三季度公司实现利润总额 67.8 亿元，同比减少 23.3%，其中火电利润总额-4.8 亿元，同比减少 154.6%，水电利润总额 73.3 亿元，同比增长 2.5%。

表 3：公司总资产和净资产

	本报告期末	上年度末	同比(%)
总资产	2094.89 亿元	2032.91 亿元	3.05
归属于上市公司股东的净资产	302.51 亿元	286.80 亿元	5.48

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 代偿东源曲靖融资租赁款项后续进展

公司于 2013 年 12 月 4 日为国投曲靖发电有限公司(现更名为 “东源曲靖能源有限公司” ，简称 “东源曲靖”) 向兴业金融租赁有限责任公司金额 5 亿元、期限为 6 年的融资租赁提供了信用担保。截止本报告期末，公司担保责任尚未解除。由于东源曲靖无力全额偿付《融资租赁合同》的当期租金，国投电力作为《融资租赁合同》担保人，向兴业金融租赁支付了逾期未付租金等款项共计 18,538.78 万元。截至本报告期末，剩余 31,897.10 万元担保责任尚未解除，公司已全额计提预计负债。

云煤化集团管理人对普通债权清偿安排为：(1) 现金清偿比例为 12%；(2) 以云煤化集团持有云维股份股票清偿比例为 17%，抵债价格为 15 元/股；(3) 以云煤化集团自身股权清偿比例为 71%，云煤化集团自身股权是指云南省国资委无偿让渡其对云煤化集团的股东权益作为偿债资源，以每 0.01% 的出资比例按 345 万元的价格抵偿。公司作为普通债权人，截至 2017 年 10 月 22 日共计收到 1,695,123 股云维股份股票、0.31% 的云煤化集团股权，尚未收到现金。

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	6,326.75	4,340.63	2,622.66	2,871.82	2,972.33
应收账款	2,513.12	2,642.31	3,472.31	1,047.93	3,630.52
预付账款	1,607.92	380.49	2,603.53	426.19	2,485.33
存货	845.37	1,068.06	1,382.29	1,099.24	1,417.68
其他	265.72	2,188.68	849.78	1,343.99	1,316.52
流动资产合计	11,558.88	10,620.17	10,930.58	6,789.17	11,822.37
长期股权投资	2,639.02	8,846.82	8,846.82	8,846.82	8,846.82
固定资产	124,581.44	126,890.97	139,834.78	144,130.74	143,224.99
在建工程	38,308.51	49,891.19	29,970.72	18,030.43	10,848.26
无形资产	5,006.54	4,736.83	4,427.66	4,118.50	3,809.33
其他	1,450.39	2,305.05	1,516.66	1,472.72	1,498.08
非流动资产合计	171,985.90	192,670.86	184,596.64	176,599.21	168,227.48
资产总计	183,544.78	203,291.03	195,527.22	183,388.38	180,049.86
短期借款	8,021.00	7,917.90	13,495.84	21,365.91	29,087.61
应付账款	10,518.54	12,520.14	12,477.15	14,041.25	13,508.08
其他	16,748.91	16,375.16	16,746.00	16,783.09	16,683.72
流动负债合计	35,288.45	36,813.20	42,719.00	52,190.25	59,279.41
长期借款	91,631.99	103,535.50	85,130.94	55,446.00	36,755.98
应付债券	1,800.00	3,000.00	2,200.00	2,333.33	2,511.11
其他	3,434.70	3,224.55	2,890.86	3,183.37	3,099.60
非流动负债合计	96,866.69	109,760.05	90,221.80	60,962.71	42,366.69
负债合计	132,155.14	146,573.25	132,940.80	113,152.96	101,646.10
少数股东权益	24,811.17	28,037.36	31,404.34	35,850.81	40,629.82
股本	6,786.02	6,786.02	6,786.02	6,786.02	6,786.02
资本公积	6,469.41	6,471.13	6,471.13	6,471.13	6,471.13
留存收益	19,792.45	21,811.00	24,396.06	27,598.59	30,987.91
其他	(6,469.41)	(6,387.74)	(6,471.13)	(6,471.13)	(6,471.13)
股东权益合计	51,389.64	56,717.78	62,586.42	70,235.42	78,403.76
负债和股东权益总	183,544.78	203,291.03	195,527.22	183,388.38	180,049.86

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	10,102.58	7,859.61	3,977.03	4,926.98	5,214.36
折旧摊销	6,114.34	6,082.67	7,547.34	8,154.40	8,519.63
财务费用	5,901.45	5,000.11	5,130.00	5,660.00	5,660.00
投资损失	(579.34)	(807.78)	(664.38)	(664.38)	(664.38)
营运资金变动	3,626.63	320.79	(3,451.96)	6,750.88	(5,441.08)
其它	(2,268.90)	611.12	3,544.19	4,521.83	4,887.63
经营活动现金流	22,896.77	19,066.54	16,082.21	29,349.70	18,176.16
资本支出	17,482.27	26,384.57	393.69	(212.51)	133.78
长期投资	135.54	6,207.80	0.00	0.00	0.00
其他	(33,311.49)	(56,074.18)	210.69	796.89	480.60
投资活动现金流	(15,693.68)	(23,481.81)	604.38	584.38	614.38
债权融资	112,534.19	123,130.47	111,520.93	89,296.06	78,195.38
股权融资	(5,737.92)	(4,788.53)	(5,057.29)	(5,504.14)	(5,499.83)
其他	(115,252.93)	(115,900.16)	(124,868.20)	(113,476.85)	(91,385.57)
筹资活动现金流	(8,456.65)	2,441.78	(18,404.56)	(29,684.93)	(18,690.02)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(1,253.56)	(1,973.49)	(1,717.97)	249.15	100.51

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	31,279.70	29,270.80	32,783.30	35,897.71	37,154.13
营业成本	14,949.96	15,100.63	19,178.23	19,384.76	19,691.69
营业税金及附加	477.81	457.55	482.26	545.86	564.10
营业费用	6.56	6.00	16.85	18.45	19.10
管理费用	867.13	935.50	983.50	1,076.93	1,114.62
财务费用	5,890.14	5,042.20	5,130.00	5,660.00	5,660.00
资产减值损失	103.04	49.46	63.98	72.16	61.87
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	579.34	807.78	664.38	664.38	664.38
其他	(1,158.68)	(1,615.55)	(1,328.76)	(1,328.76)	(1,328.76)
营业利润	9,564.40	8,487.24	7,592.87	9,803.93	10,707.14
营业外收入	1,666.54	1,038.94	1,247.53	1,317.67	1,201.38
营业外支出	250.30	609.08	293.56	384.32	428.99
利润总额	10,980.64	8,917.10	8,546.84	10,737.29	11,479.53
所得税	878.05	1,057.49	1,025.62	1,288.47	1,377.54
净利润	10,102.58	7,859.61	7,521.22	9,448.81	10,101.99
少数股东损益	4,675.06	3,943.16	3,544.19	4,521.83	4,887.63
归属于母公司净利润	5,427.52	3,916.45	3,977.03	4,926.98	5,214.36
每股收益(元)	0.80	0.58	0.59	0.73	0.77

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-5.09%	-6.42%	12.00%	9.50%	3.50%
营业利润	-3.67%	-11.26%	-10.54%	29.12%	9.21%
归属于母公司净利润	-3.02%	-27.84%	1.55%	23.89%	5.83%
获利能力					
毛利率	52.21%	48.41%	41.50%	46.00%	47.00%
净利率	17.35%	13.38%	12.13%	13.73%	14.03%
ROE	20.42%	13.66%	12.75%	14.33%	13.80%
ROIC	9.49%	7.61%	6.43%	7.97%	9.25%

偿债能力					
资产负债率	72.00%	72.10%	67.99%	61.70%	56.45%
净负债率	13.43%	23.44%	30.52%	26.76%	26.77%
流动比率	0.33	0.29	0.26	0.13	0.20
速动比率	0.30	0.26	0.22	0.11	0.18
营运能力					
应收账款周转率	11.00	11.36	10.72	15.88	15.88
存货周转率	32.30	30.60	26.76	28.93	29.52
总资产周转率	0.18	0.15	0.16	0.19	0.20
每股指标(元)					
每股收益	0.80	0.58	0.59	0.73	0.77
每股经营现金流	3.37	2.81	2.37	4.33	2.68
每股净资产	3.92	4.23	4.60	5.07	5.57
估值比率					
市盈率	9.48	13.13	12.93	10.44	9.86
市净率	1.94	1.79	1.65	1.50	1.36
EV/EBITDA	8.67	9.73	9.42	7.32	6.68
EV/EBIT	12.09	14.09	15.01	11.18	10.16

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的

所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com