

国投电力 (600886)

雅砻江降幅优于预期，火电仍具增长空间

推荐 (维持)

现价: 7.23 元

主要数据

行业	电力
公司网址	www.sdcpower.com
大股东/持股	国投集团/49.18%
实际控制人	国务院国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	6,786
流通 A 股(百万股)	6,786
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	490.63
流通 A 股市值(亿元)	490.63
每股净资产(元)	4.46
资产负债率(%)	71.60

行情走势图



相关研究报告

《国投电力*600886*“小”而美，“壮”而行》
2017-11-20

证券分析师

朱栋 投资咨询资格编号
S1060516080002
021-20661645
ZHUDONG615@PINGAN.COM.CN

研究助理

严家源 一般从业资格编号
S1060116100050
021-20665162
YANJIAYUAN712@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项: 公司发布 2017 年度主要经营数据, 2017 年度累计完成发电量 1289.49 亿千瓦时、上网电量 1255.31 亿千瓦时, 与去年同期相比分别增加了 7.07% 和 7.02%; 平均上网电价 0.290 元/千瓦时, 与去年同期相比上升了 0.34%。

平安观点:

- **量微升、价微降，雅砻江产出稳定:** 公司全年水电发电量 830.16 亿千瓦时, 同比增长 3.16%; 上网电量 825.66 亿千瓦时, 同比增长 3.16%; 平均上网电价 0.251 元/千瓦时 (含税), 同比下降 4.18%。其中, 在 2016 年贡献了公司当年全部净利润 93.2% 的雅砻江水电在四季度的发电量、上网电量、上网电价均有明显下降, 但从全年来看, 发电量、上网电量同比仍微增 1.98%、1.99%, 而平均上网电价微降 3.05%。根据测算结果, 雅砻江水电 2017 年销售收入同比减少约 2.66 亿元, 预计全年净利润降幅在 1.01~2.66 亿元之间。这个结果优于之前川投能源在其 2017 年业绩快报中预估的 4.43 亿元净利润降幅, 以雅砻江为主的水电板块继续为公司提供稳定的产出。
- **量价齐升，火电仍具增长空间:** 公司全年火电发电量 441.80 亿千瓦时, 同比增长 13.56%; 上网电量 412.59 亿千瓦时, 同比增长 3.16%; 平均上网电价 0.357 元/千瓦时 (含税), 同比增长 5.66%。火电板块的量价齐升符合 2017 年全行业的发展趋势, 但表现略低于预期。具体分析可以发现, 国投钦州电厂的发电量增幅虽然达到了 41.21%, 但考虑到该厂 2016 年下半年投产的 2 台 100 万千瓦机组在 2017 年已经正常运行, 全厂的设备平均利用小时数仅为 2059 小时, 而同在广西的国投北部湾电厂 2017 年设备利用小时数达到了 4519 小时。类似的情况在甘肃同样存在, 靖远二电 2017 年利用小时数仅为 1900 小时, 相比 2016 年的 4094 小时大幅减少了 2194 小时。此外, 公司火电板块的平均上网电价也未达到我们之前测算的 0.369 元/千瓦时。考虑到煤电联动的落地预期, 火电板块在发电量和上网电价两方面仍具有进一步增长的空间。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	31280	29271	31330	34847	36474
YoY(%)	-5.1	-6.4	7.0	11.2	4.7
净利润(百万元)	5428	3916	3427	4527	4725
YoY(%)	-3.0	-27.8	-12.5	32.1	4.4
毛利率(%)	52.2	48.4	41.8	44.4	43.7
净利率(%)	17.4	13.4	10.9	13.0	13.0
ROE(%)	19.7	13.9	10.6	12.6	11.9
EPS(摊薄/元)	0.80	0.58	0.51	0.67	0.70
P/E(倍)	9.04	12.5	14.3	10.8	10.4
P/B(倍)	1.85	1.7	1.6	1.4	1.3

- **投资建议：**国投电力 2017 年发电量、上网电量、平均上网电价均实现了正增长，趋势符合预期。但量和价的增幅均略低于之前的测算值，因此调整对公司的盈利预测。我们预计公司 17/18/19 年 EPS 分别为 0.51/0.67/0.70 元/股（前值为 0.54/0.67/0.70 元/股），对应 1 月 18 日收盘价 PE 分别 14.3/10.8/10.4 倍。考虑到公司水电板块稳定的盈利能力，以及火电板块量和价的增长空间，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**政策推进不及预期；流域来水大幅减少；煤炭价格继续上涨。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	10620	9310	8697	9708
现金	4341	1439	1366	1240
应收账款	2578	2856	3138	3142
其他应收款	65	119	85	128
预付账款	380	1748	619	1858
存货	1068	1242	1213	1387
其他流动资产	2189	1906	2276	1951
非流动资产	192671	205131	224670	233323
长期投资	8847	15638	22440	29244
固定资产	126891	137073	152144	158212
无形资产	4737	4929	5020	5051
其他非流动资产	52196	47491	45066	40816
资产总计	203291	214441	233367	243030
流动负债	36813	61318	88575	113268
短期借款	7918	15559	42877	63794
应付账款	5561	5442	6252	6135
其他流动负债	23334	40316	39447	43339
非流动负债	109760	91186	75275	52640
长期借款	106535	87961	72050	49415
其他非流动负债	3225	3225	3225	3225
负债合计	146573	152503	163849	165908
少数股东权益	28037	31201	35453	39917
股本	6786	6786	6786	6786
资本公积	6471	6471	6471	6471
留存收益	15340	19624	25330	31303
归属母公司股东权益	28680	30737	34065	37205
负债和股东权益	203291	214441	233367	243030

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	19067	19197	18839	23351
净利润	7860	6590	8780	9189
折旧摊销	6083	5817	6599	7326
财务费用	5042	5539	5219	5146
投资损失	-808	-708	-720	-730
营运资金变动	903	1959	-1040	2420
其他经营现金流	-14	0	0	0
投资活动现金流	-23482	-17570	-25418	-15248
资本支出	17309	5669	12737	1849
长期投资	-4988	-6791	-6801	-6804
其他投资现金流	-11160	-18692	-19483	-20204
筹资活动现金流	2442	-13294	-20027	-29294
短期借款	-103	-1123	783	-148
长期借款	13104	-18574	-15911	-22634
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	2	0	0	0
其他筹资现金流	-10560	6404	-4899	-6512
现金净增加额	-1969	-11666	-26607	-21191

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	29271	31330	34847	36474
营业成本	15101	18230	19374	20521
营业税金及附加	458	473	534	558
营业费用	6	8	8	9
管理费用	936	1001	1114	1166
财务费用	5042	5539	5219	5146
资产减值损失	49	67	76	76
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	808	708	720	730
营业利润	8487	6719	9242	9729
营业外收入	1039	1248	1248	1213
营业外支出	609	609	529	516
利润总额	8917	7477	9961	10426
所得税	1057	887	1181	1236
净利润	7860	6590	8780	9189
少数股东损益	3943	3163	4252	4464
归属母公司净利润	3916	3427	4527	4725
EBITDA	21096	19091	22237	23456
EPS (元)	0.58	0.51	0.67	0.70

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	-6.4	7.0	11.2	4.7
营业利润(%)	-11.3	-20.8	37.6	5.3
归属于母公司净利润(%)	-27.8	-12.5	32.1	4.4
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	48.4	41.8	44.4	43.7
净利率(%)	13.4	10.9	13.0	13.0
ROE(%)	13.9	10.6	12.6	11.9
ROIC(%)	8.6	7.4	7.9	8.0
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	72.1	71.1	70.2	68.3
净负债比率(%)	209.4	200.3	197.2	176.0
流动比率	0.3	0.2	0.1	0.1
速动比率	0.3	0.1	0.1	0.1
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	11.7	11.5	11.6	11.6
应付账款周转率	3.3	3.3	3.3	3.3
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.58	0.51	0.67	0.70
每股经营现金流(最新摊薄)	3.11	2.83	2.78	3.44
每股净资产(最新摊薄)	4.23	4.53	5.02	5.48
估值比率	-	-	-	-
P/E	12.53	14.32	10.84	10.38
P/B	1.71	1.60	1.44	1.32
EV/EBITDA	9.4	10.8	10.1	9.7

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033