

国投电力 (600886)

业绩符合预期，短期波动不改长期价值

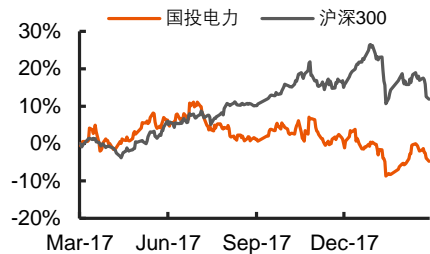
推荐 (维持)

现价: 6.95 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)	471.63
流通 A 股市值(亿元)	471.63
每股净资产(元)	4.50
资产负债率(%)	70.90

行情走势图



相关研究报告

《国投电力*600886*雅砻江降幅优于预期,火电仍具增长空间》 2018-01-19
《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
YANJIAUYUAN712@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年年度报告,全年实现营业收入316.45亿元,同比提高8.11%;归属于上市公司股东净利润32.32亿元,同比降低17.47%。公司拟每股派现0.1667元,合计金额11.31亿元,约占归母净利润的35%。

平安观点:

- **煤价高企,火电板块大面积亏损:** 2017 年公司火电板块实现营业收入 126.66 亿元,同比增长 20.79%。但受电煤价格大幅上涨的影响,火电板块的营业成本同比上升 37.66%,毛利率由 2016 年的 17.53%下降至 6.02%。控股 9 家火电厂中有 6 家录得亏损,板块合计净利润为亏损 8.01 亿元,影响 EPS 为-0.12 元/股。
- **水电营收微降,整体表现稳健:** 因雅砻江全年市场交易电量占比扩大、大朝山第三季度产生政策性收费的影响,水电板块平均上网电价同比下降 4.18%; 2017 年板块实现营业收入 177.43 亿元,同比下降 1.02%; 实现净利润 76.60 亿元,同比下降 5.06%。其中,雅砻江水电净利润同比下降 5.98%,国投大朝山净利润同比增长 1.31%,国投小三峡净利润同比增长 12.09%。水电板块总体表现稳健,呈现小幅波动态势。
- **火电盈利触底反弹将拉动业绩回升:** 根据煤电联动计算公式,2018 年燃煤机组平均上网电价有 3.57 分/千瓦时的调价空间。即使上网电价调整幅度不及预期或不做调整,在长协基准价的天花板效应下,电煤价格下行也将带来与电价上调类似的业绩改善效果;按照 2017 年公司的供电煤耗计算,煤价降低 32.56 元/吨相当于电价上调 1 分/千瓦时。
- **投资建议:** 公司坐拥稀缺的优质大水电资源雅砻江,水电板块的高利润率确保了公司稳定、持续的盈利能力,即使出现短期的小幅波动也不会改变其长期的投资价值;而公司火电板块的盈利能力将受益于上网电价或电煤价格的调整,2018 年大概率实现扭亏。考虑到电煤价格下行的幅度,我们调整对公司的盈利预测,预计 18/19 年 EPS 分别为 0.63/0.70 元/股(前

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	29271	31645	35135	36980	37208
YoY(%)	-6.4	8.1	11.0	5.2	0.6
净利润(百万元)	3916	3232	4255	4766	4995
YoY(%)	-27.8	-17.5	31.6	12.0	4.8
毛利率(%)	48.4	40.6	44.5	44.9	44.5
净利率(%)	13.4	10.2	12.1	12.9	13.4
ROE(%)	13.9	10.8	12.3	12.3	11.5
EPS(摊薄/元)	0.58	0.48	0.63	0.70	0.74
P/E(倍)	12.04	14.6	11.1	9.9	9.4
P/B(倍)	1.64	1.5	1.4	1.2	1.1

值为 0.67/0.70 元/股), 新增 20 年 EPS 预测值 0.74 元/股, 当前股价对应 18/19/20 年 PE 分别 11.1/9.9/9.4 倍, 维持“推荐”评级。

■ **风险提示:**

- 1、政策推进不及预期: 燃煤机组标杆上网电价的上调与否取决于“煤电联动”是否能够得到落地执行, 在目前的政策导向下具有较大的不确定性。
- 2、煤炭价格大幅上升: 煤炭去产能政策造成供应大幅下降, 优质产能的释放进度落后, 且环保限产进一步压制了煤炭供应, 导致了电煤价格难以得到有效控制。
- 3、降水量大幅减少: 水电收入的主要的影响因素就是上游来水量的丰枯情况, 而来水情况与降水、气候等自然因素相关, 可预测性不高。
- 4、设备利用小时继续下降: 电力工业作为国民经济运转的支柱之一, 供需关系的变化在较大程度上受到宏观经济运行状态的影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	12275	7350	8657	6817
现金	5131	1055	850	395
应收账款	3552	2822	3956	2902
其他应收款	158	89	171	91
预付账款	370	463	414	469
存货	1183	1151	1291	1183
其他流动资产	1881	1770	1976	1779
非流动资产	196013	209371	212931	206956
长期投资	8730	9087	9428	9756
固定资产	134498	150109	157556	156959
无形资产	4494	4352	4129	3809
其他非流动资产	48291	45823	41818	36432
资产总计	208288	216721	221588	213773
流动负债	34056	43357	54863	58811
短期借款	4741	8635	20902	23436
应付账款	4835	5944	5331	6093
其他流动负债	24480	28778	28630	29281
非流动负债	113525	104181	88722	67637
长期借款	111887	102543	87084	65999
其他非流动负债	1638	1638	1638	1638
负债合计	147580	147538	143585	126447
少数股东权益	30152	34373	39171	44194
股本	6786	6786	6786	6786
资本公积	6471	6471	6471	6471
留存收益	17201	24193	32363	41067
归属母公司股东权益	30555	34810	38832	43132
负债和股东权益	208288	216721	221588	213773

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	18141	22495	18163	23768
净利润	6559	8475	9565	10018
折旧摊销	6590	6362	7117	7556
财务费用	4878	5048	4546	3893
投资损失	-346	-539	-519	-497
营运资金变动	250	3149	-2546	2798
其他经营现金流	209	0	0	0
投资活动现金流	-11176	-19181	-10157	-1084
资本支出	11655	13000	3219	-6303
长期投资	0	-358	-337	-328
其他投资现金流	478	-6539	-7275	-7715
筹资活动现金流	-6138	-9131	-20853	-26140
短期借款	-3177	2152	-376	-467
长期借款	5351	-9343	-15459	-21086
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-8313	-1940	-5018	-4588
现金净增加额	818	-5817	-12848	-3457

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	31645	35135	36980	37208
营业成本	18803	19495	20392	20661
营业税金及附加	564	585	624	631
营业费用	8	8	8	8
管理费用	999	1109	1167	1175
财务费用	4878	5048	4546	3893
资产减值损失	119	105	112	117
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	346	539	519	497
营业利润	7555	9324	10649	11220
营业外收入	55	651	517	485
营业外支出	95	95	209	228
利润总额	7514	9709	10957	11477
所得税	955	1234	1392	1458
净利润	6559	8475	9565	10018
少数股东损益	3327	4220	4799	5023
归属母公司净利润	3232	4255	4766	4995
EBITDA	20330	22183	23927	24223
EPS (元)	0.48	0.63	0.70	0.74

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	8.1	11.0	5.2	0.6
营业利润(%)	-11.0	23.4	14.2	5.4
归属于母公司净利润(%)	-17.5	31.6	12.0	4.8
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	40.6	44.5	44.9	44.5
净利率(%)	10.2	12.1	12.9	13.4
ROE(%)	10.8	12.3	12.3	11.5
ROIC(%)	7.4	8.4	8.9	9.6
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	70.9	68.1	64.8	59.2
净负债比率(%)	206.7	183.9	159.6	121.8
流动比率	0.4	0.2	0.2	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	10.3	11.0	10.9	10.9
应付账款周转率	3.6	3.6	3.6	3.6
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.48	0.63	0.70	0.74
每股经营现金流(最新摊薄)	1.75	3.31	2.68	3.50
每股净资产(最新摊薄)	4.50	5.13	5.72	6.36
估值比率	-	-	-	-
P/E	14.59	11.08	9.89	9.44
P/B	1.54	1.35	1.21	1.09
EV/EBITDA	10.0	9.5	8.9	8.2

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