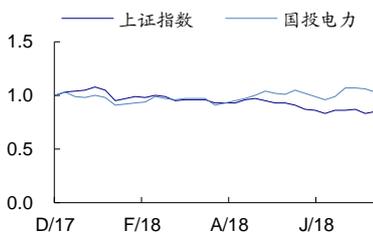


**证券研究报告—动态报告**
**公用事业**
**电力**
**国投电力(600886)**
**增持**
**2018 年半年报点评**

(首次评级)

2018 年 08 月 16 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	6,786/6,786
总市值/流通(百万元)	49,538/49,538
上证综指/深圳成指	2,781/8,785
12 个月最高/最低(元)	7.81/6.37

**证券分析师: 陈青青**

电话: 0755-22940855

E-MAIL: chenqingq@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513050004

**证券分析师: 武云泽**

电话: 021-60875161

E-MAIL: wuyunze@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517050002

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**

# 火电量价齐升, 带动业绩反转

**● 2018H1 营收增长 27.38%, 归母净利润增长 15.71%**

公司发布 2018 年半年报, 营收 177.86 亿元, 同比+27.38%; 归母净利润 15.71 亿元, 同比+21.74%。加权平均 ROE4.94%, 同比+0.54 pct。

**● 量价齐升带动业绩反转, 火电贡献主要增量**

上半年公司发电量 651.52 亿千瓦时, 同比+19.52%, 远高于 8.3% 的全国增速。平均上网电价 0.322 元/千瓦时, 同比+5.91%。火电量价齐升是营收增长的主要因素。火电发电量因湄洲湾二期 17Q3 投产而增发 48.83% 至 294.06 亿千瓦时; 其中存量机组发电量+23.68%, 远高于 8.1% 的全国增速。火电上网电价因 17Q3 标杆电价提升以及市场化竞价趋于理性而增长 6.27% 至 0.377 元/千瓦时。此外, 雅砻江发电量同比+3.18%, 上网电价同比+0.002 元/千瓦时。

**● 增值税退税政策到期, 经营现金流增速放缓**

18H1 公司经营现金流净额+75.49 亿元, 同比+8.71%, 低于营收增速。其主要因是本期雅砻江与大朝山增值税退税仅确认 8877.74 万元, 同比减少 76.19%。受此影响, 公司受到的税费返还同比减少 3.13 亿元, 现金流增速放缓。

**● 雅砻江季节性偏枯&电价环比下行, 18Q2 业绩环比减少**

18Q2 公司业绩 5.81 亿元, 环比-41%, 符合公司业绩的季节性特点, 公司 17Q2 增速环比 17Q1 曾减少 61%。二季度业绩偏少的主因是雅砻江 Q2 发电量较 Q1 环比减少 13%, 且上网电价下滑 14% 至 0.258 元/千瓦时, 导致营收同比 -11%。同时, 在期间费用绝对值基本稳定的情况下, 营收基数的减少导致 18Q2 期间费用率较 18Q1 环比上升 3.03 pct 至 18.47%。

**● 看好水火并济投资价值, 首次覆盖给予“增持”评级**

我们预计公司 2018-2020 年营业收入 372.38/395.64/417.48 亿元, 归母净利润 37.26/39.23/41.13 亿元, 对应同比增速 15.3%/5.3%/4.9%, 对应动态 PE13.3x/12.6x/12.0x。截至 8 月 7 日收市, 测算长江电力累计持股已达 8.17%。看好公司火电业绩持续修复, 水电受益于雅砻江中游装机远期增长, 合理估值 8.67 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

**● 风险提示**

电价下行, 发电量不及预期, 增值税退税减少, 装机容量增速不及预期

**盈利预测和财务指标**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	29,271	31,645	37,238	39,564	41,748
(+/-%)	-6.4%	8.1%	17.7%	6.2%	5.5%
净利润(百万元)	3916	3232	3726.02	3922.79	4113.04
(+/-%)	-27.8%	-17.5%	15.3%	5.3%	4.9%
摊薄每股收益(元)	0.58	0.48	0.55	0.58	0.61
EBIT Margin	43.6%	35.6%	34.5%	33.5%	32.6%
净资产收益率(ROE)	13.7%	10.6%	11.3%	11.0%	10.8%
市盈率(PE)	12.6	15.3	13.3	12.6	12.0
EV/EBITDA	10.4	11.1	9.5	8.8	8.5
市净率(PB)	1.73	1.62	1.50	1.39	1.30

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 2018H1 营收增长 27.38%，归母净利润增长 15.71%

公司发布 2018 年半年报，营收 177.86 亿元，同比+27.38%；归母净利润 15.71 亿元，同比+21.74%。加权平均 ROE4.94%，同比+0.54 pct。

### 量价齐升带动业绩反转，火电贡献主要增量

上半年公司发电量 651.52 亿千瓦时，同比+19.52%，远高于 8.3% 的全国增速。平均上网电价 0.322 元/千瓦时，同比+5.91%。火电量价齐升是营收增长的主要因素。火电发电量因湄洲湾二期 17Q3 投产而增发 48.83% 至 294.06 亿千瓦时；其中存量机组发电量+23.68%，远高于 8.1% 的全国增速。火电上网电价因 17Q3 标杆电价提升以及市场化竞价趋于理性而增长 6.27% 至 0.377 元/千瓦时。

其他电源中，水电发电量+1.96% 至 345.93 亿千瓦时，其中雅砻江发电量+3.18% 至 399.06 亿千瓦时，上网电价+0.002 元/千瓦时至 0.272 元/千瓦时。风电发电量+44.74%，上网电价-0.33%。光伏发电量+8.42%，上网电价-1.24%。

### 成本控制得当，期间费用率显著下行

公司营业成本同比+31.87% 至 109.86 亿元，增速略高于营收增速。其中计提折旧 32.87 亿元，同比+9.91%，主要是湄洲湾二期机组投运所致；以燃煤采购为主的可变成本同比增速高于折旧增速，主因是火电发电量占比由 36% 提升至 45%，且本期煤价较上年仍有同比增高。

报告期内，公司期间费用率 16.86%，同比下行 2.87 pct。在营收大幅增长的情况下，公司管理费用与财务费用绝对值仅有小幅增长，体现了得当的管理能力。

### 增值税退税政策到期，经营现金流增速放缓

报告期内公司经营现金流净额+75.49 亿元，同比+8.71%，增速低于营收增速。其中主要发生影响的科目是税费返还：雅砻江与大朝山本期增值税即征即退仅确认 8877.74 万元，较 17H1 的 3.73 亿元同比减少 76.19%。受此影响，公司受到的税费返还同比减少 3.13 亿元，导致经营现金流净额增速放缓。

### 雅砻江季节性偏枯&上网电价环比下行，18Q2 业绩环比减少

18Q2 公司业绩 5.81 亿元，环比-41%，符合公司业绩的季节性特点，公司 17Q2 增速环比 17Q1 曾减少 61%。二季度业绩偏少的主因是雅砻江 Q2 发电量较 Q1 环比减少 13%，且上网电价下滑 14% 至 0.258 元/千瓦时，导致营收同比-11%。同时，在期间费用绝对值基本稳定的情况下，营收基数的减少导致 18Q2 期间费用率较 18Q1 环比上升 3.03 pct 至 18.47%。

### 长江电力持续增持公司股份，最新股比 8.17%

基于对公司经营理念和业绩的认可，长江电力及其一致行动人在 2017 年 3 月已增持 5% 公司股份的基础上，于 2018 年 1 月 2 日启动了新一阶段增持计划。截至 18H1，长江电力累计持股 7.79%，为公司第二大股东。截至 8 月 7 日收市，测算长江电力累计持股已达 8.17%。

### 看好水火并济投资价值，首次覆盖给予“增持”评级

我们预计公司 2018-2020 年营业收入 372.38/395.64/417.48 亿元，归母净利润 37.26/39.23/41.13 亿元，对应同比增速 15.3%/5.3%/4.9%，对应动态 PE13.3x/12.6x/12.0x。看好公司火电业绩持续修复，水电受益于雅砻江中游中游装机远期增长，合理估值 8.67 元，首次覆盖给予“增持”评级。

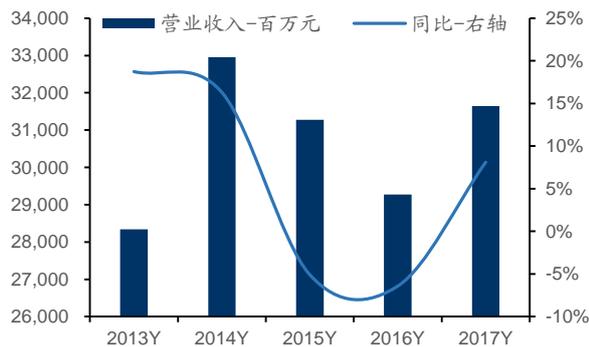
### 风险提示

电价下行，火电、水电发电量不及预期，大水电增值税退税减少，装机容量增速不及预期

## 报告附图

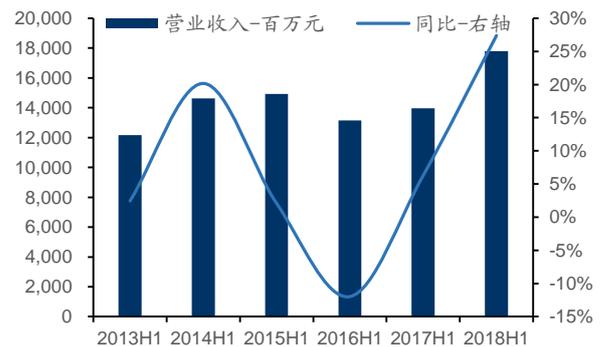
### 2018H1 营收增长 27.38%，归母净利润增长 15.71%

图 1：公司历年年报营业收入情况



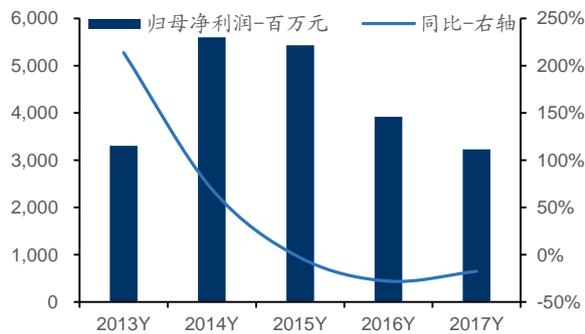
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 2：公司历年半年报营业收入情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 3：公司历年年报归母净利润情况



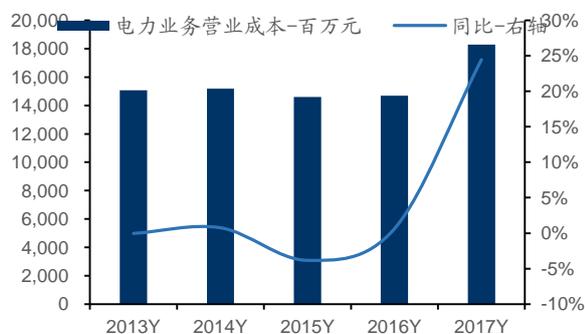
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 4：公司历年半年报归母净利润情况



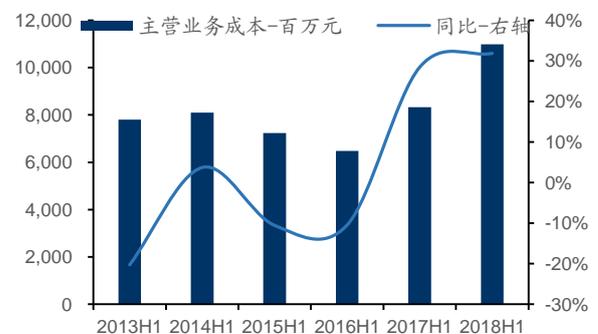
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 5：公司历年年报电力营业成本情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 6：公司历年半年报营业成本情况



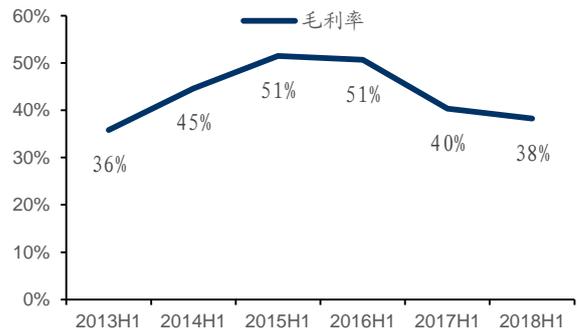
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 7: 公司历年年报毛利率情况



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

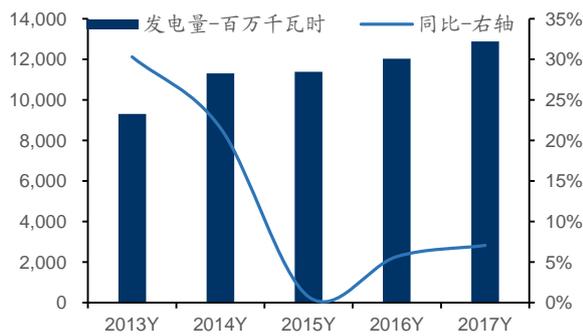
图 8: 公司历年半年报毛利率情况



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

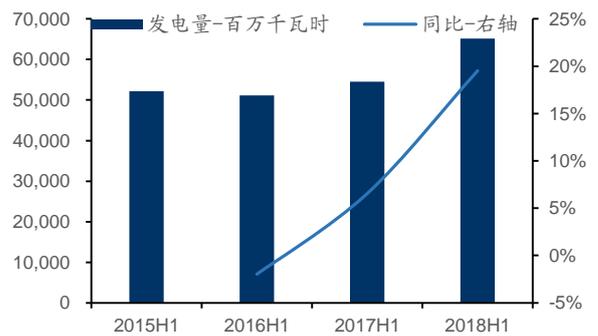
量价齐升带动业绩反转, 火电贡献主要增量

图 9: 公司历年年报发电量情况



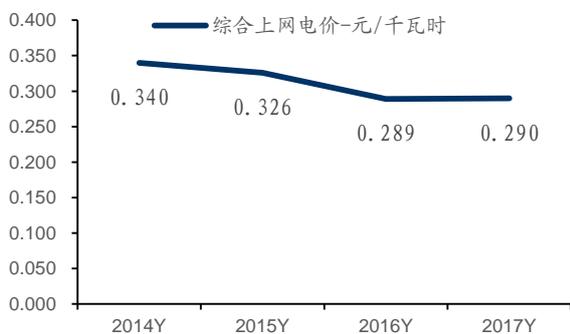
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 10: 公司历年半年报发电量情况



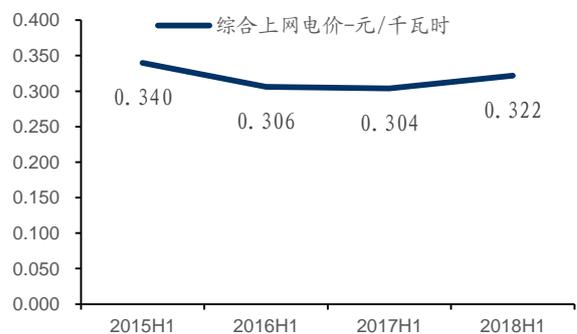
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 11: 公司历年年报综合上网电价情况



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 12: 公司历年半年报综合上网电价情况



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 13: 公司历年年报火电发电量情况



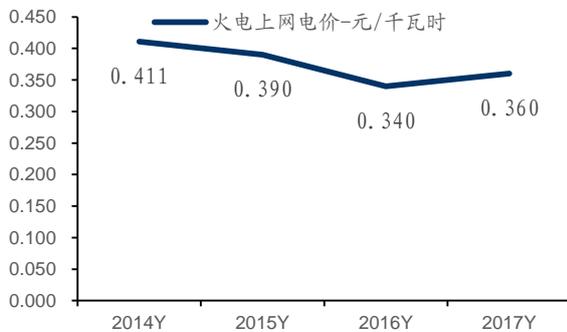
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 14: 公司历年半年报火电发电量情况



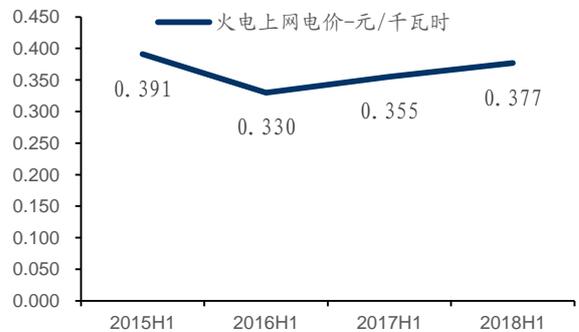
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 15: 公司历年年报火电上网电价情况



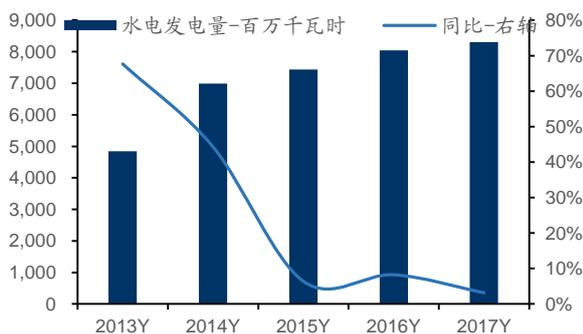
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 16: 公司历年半年报火电上网电价情况



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 17: 公司历年年报水电发电量情况



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 18: 公司历年半年报水电发电量情况



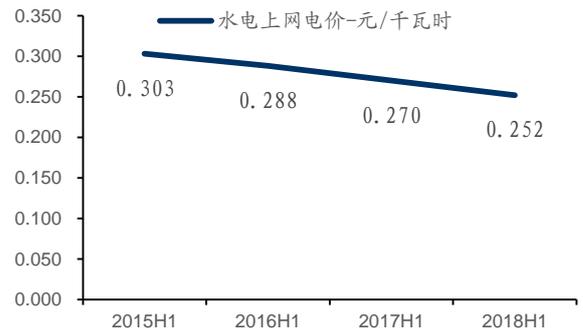
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 19: 公司历年年报水电上网电价情况



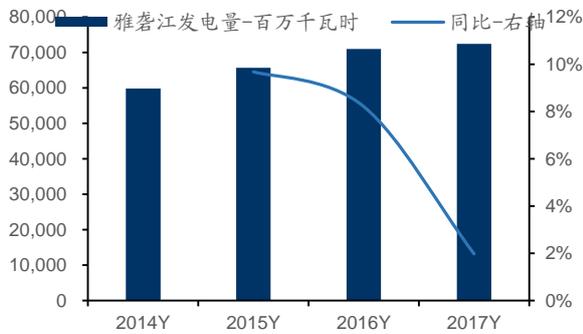
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 20: 公司历年半年报水电上网电价情况



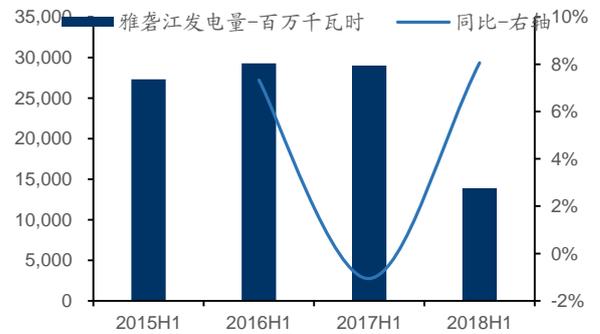
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 21: 公司历年年报雅砻江水电发电量情况



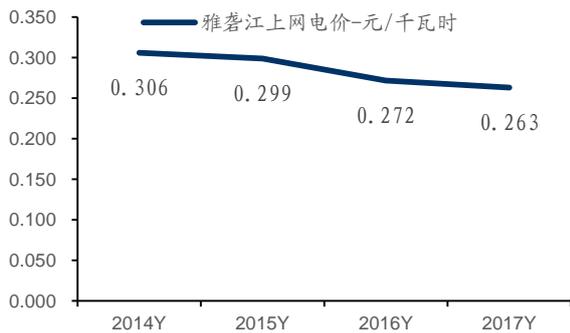
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 22: 公司历年半年报雅砻江水电发电量情况



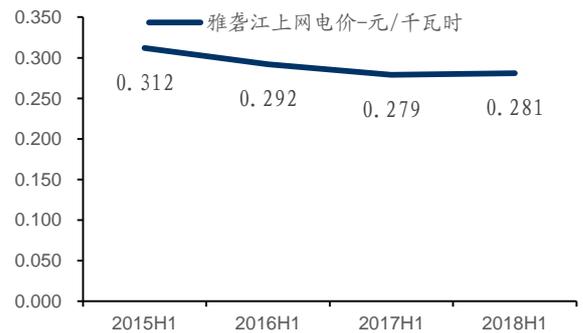
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 23: 公司历年年报雅砻江水电上网电价情况



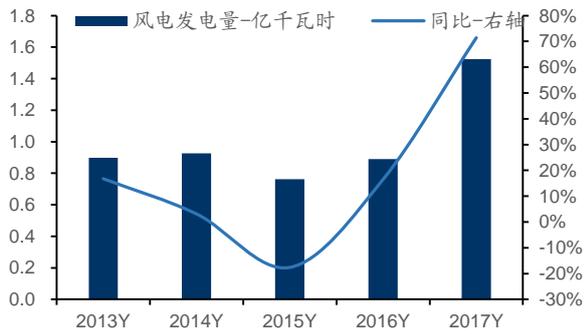
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 24: 公司历年半年报雅砻江水电上网电价情况



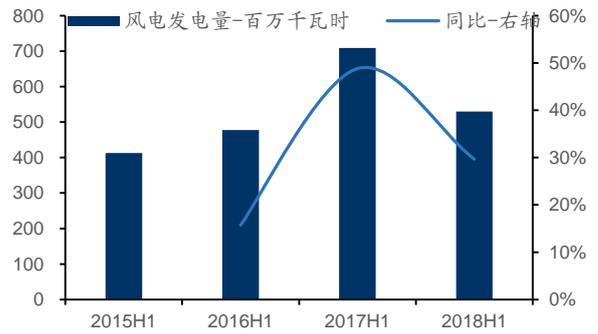
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 25: 公司历年年报风电发电量情况



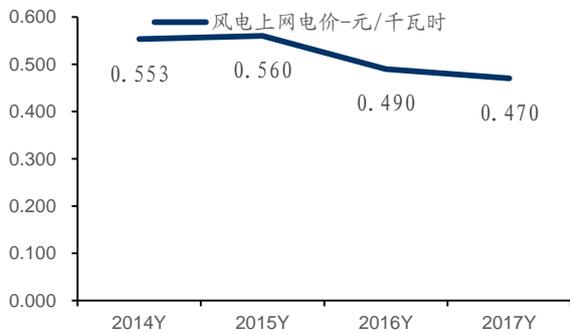
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 26: 公司历年半年报风电发电量情况



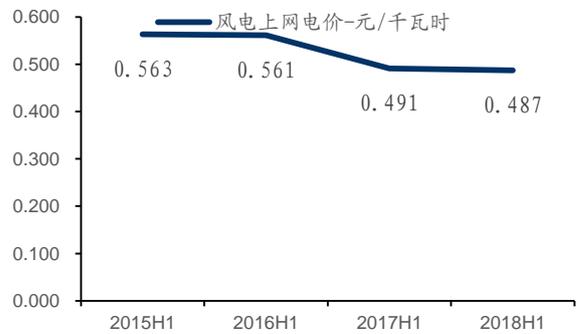
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 27: 公司历年年报风电上网电价情况



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 28: 公司历年半年报风电上网电价情况



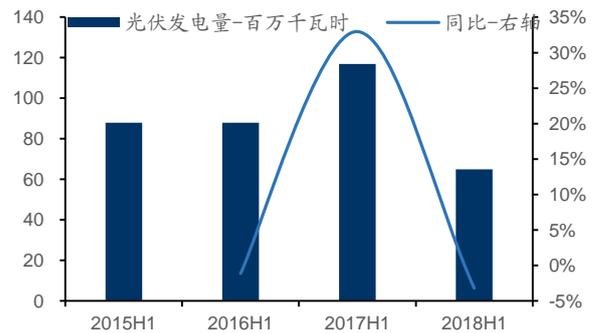
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 29: 公司历年年报光伏发电量情况



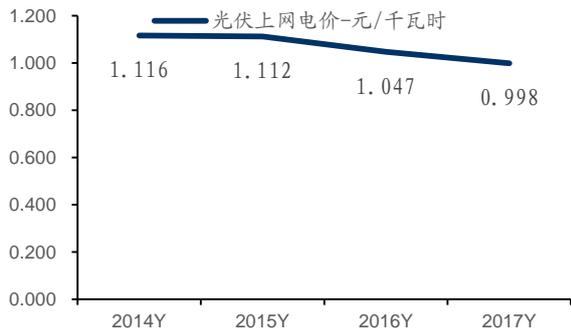
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 30: 公司历年半年报光伏发电量情况



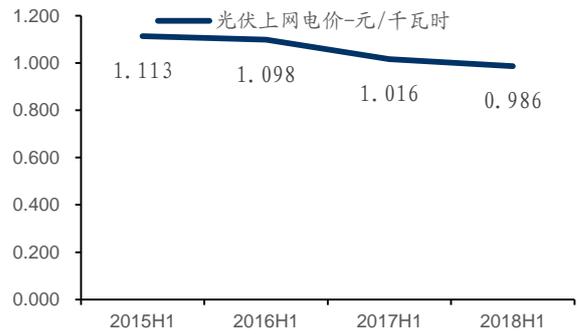
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 31: 公司历年年报光伏上网电价情况



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 32: 公司历年半年报光伏上网电价情况



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

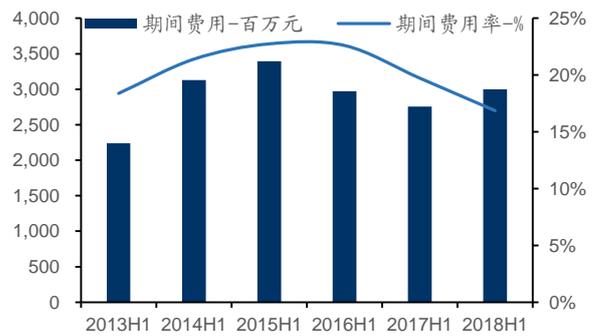
### 成本控制得当, 期间费用率显著下行

图 33: 公司历年年报期间费用情况



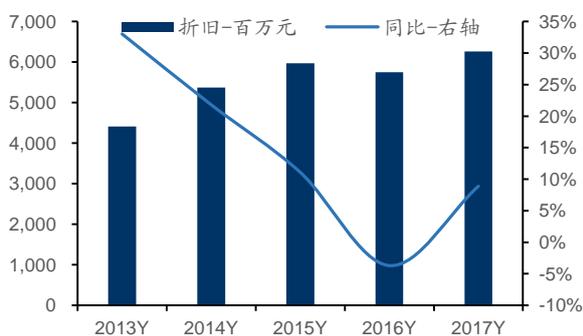
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 34: 公司历年半年报期间费用情况



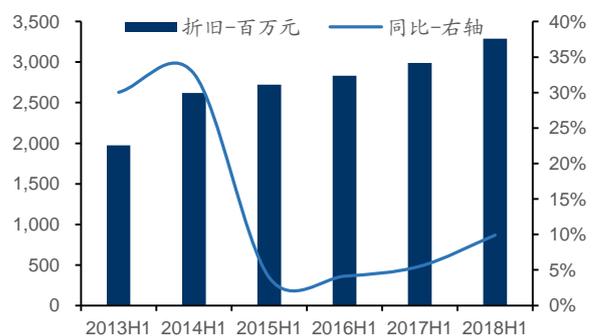
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 35: 公司历年年报折旧情况



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 36: 公司历年半年报折旧情况



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	5131	7005	9537	14304	<b>营业收入</b>	<b>31645</b>	<b>37238</b>	<b>39564</b>	<b>41748</b>
应收款项	4194	4591	4878	5147	营业成本	18803	22758	24664	26450
存货净额	1183	1410	1465	1576	营业税金及附加	564	577	613	647
其他流动资产	1767	2085	2216	2338	销售费用	8	9	9	10
<b>流动资产合计</b>	<b>12275</b>	<b>15091</b>	<b>18095</b>	<b>23364</b>	管理费用	999	1029	1033	1031
固定资产	180526	184646	187480	189708	财务费用	4878	4594	4518	4429
无形资产及其他	4494	4173	3852	3531	投资收益	346	500	500	500
投资性房地产	2263	2263	2263	2263	资产减值及公允价值变动	(119)	(90)	(86)	(99)
长期股权投资	8730	8750	8770	8790	其他收入	934	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>208288</b>	<b>214923</b>	<b>220460</b>	<b>227656</b>	营业利润	7555	8681	9139	9583
短期借款及交易性金融负债	18724	18140	17820	18228	营业外净收支	(40)	0	0	0
应付款项	5655	6410	6659	7161	<b>利润总额</b>	<b>7514</b>	<b>8681</b>	<b>9139</b>	<b>9583</b>
其他流动负债	9677	11420	11848	12702	所得税费用	955	1111	1170	1227
<b>流动负债合计</b>	<b>34056</b>	<b>35970</b>	<b>36327</b>	<b>38092</b>	少数股东损益	3327	3844	4047	4243
长期借款及应付债券	111887	111887	111887	111887	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3232</b>	<b>3726</b>	<b>3923</b>	<b>4113</b>
其他长期负债	1638	1438	1438	1438					
<b>长期负债合计</b>	<b>113525</b>	<b>113325</b>	<b>113325</b>	<b>113325</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>147580</b>	<b>149295</b>	<b>149652</b>	<b>151416</b>	<b>净利润</b>	<b>3232</b>	<b>3726</b>	<b>3923</b>	<b>4113</b>
少数股东权益	30152	32651	35281	38039	资产减值准备	70	38	6	3
股东权益	30555	32977	35527	38201	折旧摊销	6564	8058	9394	9991
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>208288</b>	<b>214923</b>	<b>220460</b>	<b>227656</b>	公允价值变动损失	119	90	86	99
					财务费用	4878	4594	4518	4429
关键财务与估值指标					营运资本变动	(7730)	1408	212	857
每股收益	0.48	0.55	0.58	0.61	其它	2093	2461	2624	2755
每股红利	0.17	0.19	0.20	0.21	<b>经营活动现金流</b>	<b>4349</b>	<b>15782</b>	<b>16245</b>	<b>17818</b>
每股净资产	4.50	4.86	5.24	5.63	资本开支	(9426)	(12000)	(12000)	(12000)
ROIC	6%	6%	6%	6%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	11%	11%	11%	11%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(9309)</b>	<b>(12020)</b>	<b>(12020)</b>	<b>(12020)</b>
毛利率	41%	39%	38%	37%	权益性融资	1954	0	0	0
EBIT Margin	36%	35%	33%	33%	负债净变化	5351	0	0	0
EBITDA Margin	56%	56%	57%	57%	支付股利、利息	(1131)	(1304)	(1373)	(1439)
收入增长	8%	18%	6%	6%	其它融资现金流	(4643)	(583)	(321)	408
净利润增长率	-17%	15%	5%	5%	<b>融资活动现金流</b>	<b>5751</b>	<b>(1887)</b>	<b>(1694)</b>	<b>(1031)</b>
资产负债率	85%	85%	84%	83%	<b>现金净变动</b>	<b>790</b>	<b>1874</b>	<b>2532</b>	<b>4767</b>
息率	2.3%	2.6%	2.8%	2.9%	货币资金的期初余额	4341	5131	7005	9537
P/E	15.3	13.3	12.6	12.0	货币资金的期末余额	5131	7005	9537	14304
P/B	1.6	1.5	1.4	1.3	企业自由现金流	(752)	8685	9154	10717
EV/EBITDA	11.1	9.5	8.8	8.5	权益自由现金流	(44)	4096	4894	7263

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032