

国投电力 (600886)

水电价涨火电量升，雅中直流落地解除后顾之忧

推荐 (维持)

现价: 6.94 元

主要数据

行业	电力
公司网址	www.sdipower.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)	470.95
流通 A 股市值(亿元)	470.95
每股净资产(元)	4.86
资产负债率(%)	68.80

行情走势图



相关研究报告

- 《国投电力*600886*水电稳如山，火电弹性显》 2018-08-15
- 《国投电力*600886*业绩符合预期，短期波动不改长期价值》 2018-03-27
- 《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
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2018年第三季度报告，实现营业收入302.87亿元，同比增长25.13%；归属于上市公司股东的净利润35.95亿元，同比增长21.76%。

平安观点:

- **水电价涨，雅砻江利润微降：**因 2017 年第三季度计提火电备用补偿和居民用能替代费用拉低了上网电价，本期国投大朝山平均上网电价同比提升 1141.2%，第三季度公司三座水电站的平均上网电价同比增长 7.3%。其中，根据川投能源公布的数据，雅砻江水电第三季度实现营收 60.95 亿元，同比增长 3.3%；净利润 34.31 亿元，同比下降 1.8%。我们认为这主要是由于大型水电增值税优惠政策到期导致增值税返还同比减少，但电量和电价均有小幅提升，对冲了部分对盈利的影响。
- **火电量升，营收占比接近水电：**北疆二期 3、4 号机组 6 月接连投产后 7 月开始正常运行、且渭洲湾二期 3 号机组投产时间为 2017 年三季度末，因此公司第三季度火电发电量同比增长 44.50%，延续了上半年的高速增长势头；平均上网电价也略有提升。根据测算，前三季度公司火电板块营收增长超过 50%，在营业收入中的占比接近水电板块。
- **雅中直流落地，开启“十四五”新阶跃：**9 月 3 日，国家能源局印发了《关于加快推进一批输变电重点工程规划建设工作的通知》，通知要求加快推进 9 项输变电重大工程。其中，前期一直处于争议中的雅中至江西特高压直流工程落地点最终确定为江西南昌，预计将于 2018 年四季度获批开工。这解决了雅砻江中游杨房沟等在建及规划水电站的消纳问题，消除了公司中长期发展的后顾之忧。随着“十四五”期间雅砻江中游电站的陆续投产，公司将迎来新一轮阶跃式成长期。
- **投资建议：**虽然大型水电增值税优惠政策到期导致水电板块利润下滑，但电量和电价稳中有升对冲了部分影响；而渭洲湾二期、北疆二期陆续投产后，火电板块的营收增长超过 50%，已经接近水电板块，符合预期。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	29271	31645	36773	38849	39352
YoY(%)	-6.4	8.1	16.2	5.6	1.3
净利润(百万元)	3916	3232	3877	4314	4668
YoY(%)	-27.8	-17.5	19.9	11.3	8.2
毛利率(%)	48.4	40.6	40.7	41.2	41.5
净利率(%)	13.4	10.2	10.5	11.1	11.9
ROE(%)	13.9	10.8	11.3	11.3	11.0
EPS(摊薄/元)	0.58	0.48	0.57	0.64	0.69
P/E(倍)	12.02	14.6	12.1	10.9	10.1
P/B(倍)	1.64	1.5	1.4	1.2	1.1

维持对公司的盈利预测，预计 18/19/20 年 EPS 为 0.57/0.64/0.69 元，对应 10 月 30 日收盘价 PE 分别为 12.1/10.9/10.1 倍，维持“推荐”评级。

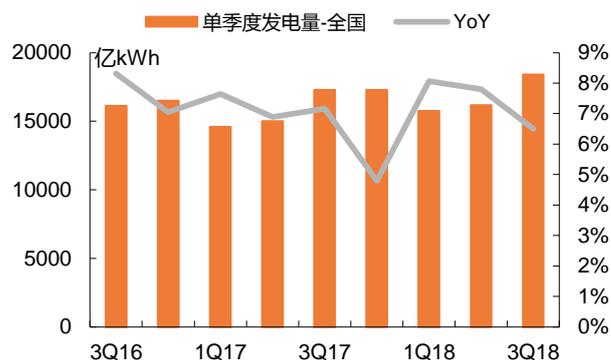
- **风险提示：**1、上网电价持续下降：市场交易电量和价差的扩大将拉低平均上网电价。2、电煤价格大幅上升：煤炭去产能政策造成供应大幅下降，优质产能的释放进度落后，且环保限产进一步压制了煤炭供应，导致了电煤价格难以得到有效控制。3、降水量大幅减少：水电收入的主要的影响因素就是上游来水量的丰枯情况，而来水情况与降水、气候等自然因素相关，可预测性不高。4、利用小时再次回落：电力工业作为国民经济运转的支柱之一，供需关系的变化在较大程度上受到宏观经济运行状态的影响。

图表1 全社会单季度用电量



资料来源:中电联, 平安证券研究所

图表2 全国单季度发电量



资料来源:中电联, 平安证券研究所

图表3 全国单季度火电发电量



资料来源:中电联, 平安证券研究所

图表4 全国单季度水电发电量



资料来源:中电联, 平安证券研究所

图表5 国投电力单季度发电量



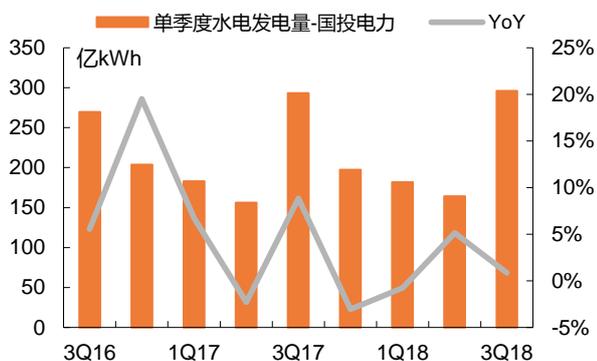
资料来源:平安证券研究所

图表6 国投电力单季度平均上网电价



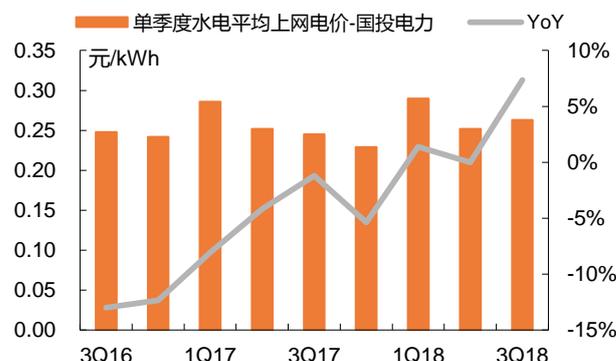
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表7 国投电力单季度水电发电量



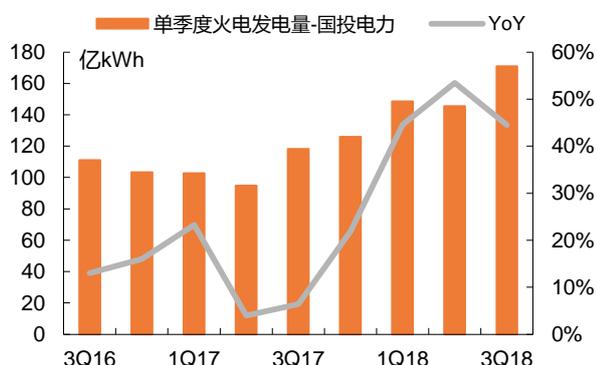
资料来源:平安证券研究所

图表8 国投电力单季度水电平均上网电价



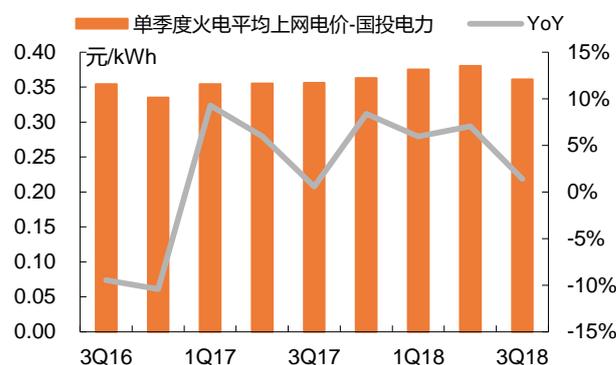
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表9 国投电力单季度火电发电量



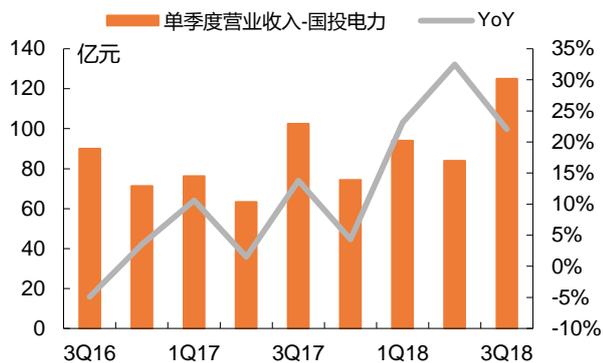
资料来源:平安证券研究所

图表10 国投电力单季度火电平均上网电价



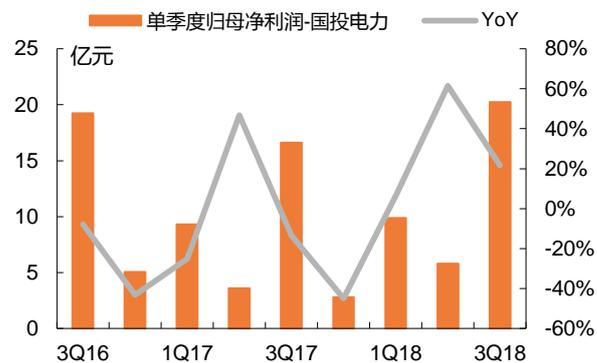
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表11 国投电力单季度营业收入



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表12 国投电力单季度归母净利润



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	12275	8062	8780	7560
现金	5131	1104	893	417
应收账款	3552	3119	4001	3251
其他应收款	158	101	173	104
预付账款	370	502	419	514
存货	1183	1426	1309	1447
其他流动资产	1881	1810	1984	1826
非流动资产	196013	218245	222771	217962
长期投资	8730	9087	9428	9756
固定资产	134498	157048	165457	165964
无形资产	4494	4352	4129	3809
其他非流动资产	48291	47758	43756	38433
资产总计	208288	226307	231550	225522
流动负债	34056	49164	62153	68626
短期借款	4741	10439	27136	29305
应付账款	4835	7216	5417	7311
其他流动负债	24480	31509	29600	32009
非流动负债	113525	108714	92989	71755
长期借款	111887	107076	91351	70117
其他非流动负债	1638	1638	1638	1638
负债合计	147580	157878	155142	140381
少数股东权益	30152	33998	38341	43034
股本	6786	6786	6786	6786
资本公积	6471	6471	6471	6471
留存收益	17201	23572	30967	39099
归属母公司股东权益	30555	34432	38068	42106
负债和股东权益	208288	226307	231550	225522

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	24589	15489	26168
净利润	6559	7722	8658	9361
折旧摊销	6590	6510	7439	7936
财务费用	4878	5163	4901	4320
投资损失	-346	-539	-519	-497
营运资金变动	250	5733	-4990	5048
其他经营现金流	209	0	0	0
投资活动现金流	-11176	-28203	-11446	-2631
资本支出	11655	21874	4185	-5137
长期投资	0	-358	-337	-328
其他投资现金流	478	-6687	-7598	-8095
筹资活动现金流	-6138	-3958	-21327	-26650
短期借款	-3177	2152	-376	-467
长期借款	5351	-4811	-15725	-21234
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	-1299	-5226	-4949
现金净增加额	818	-7572	-17284	-3112

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	31645	36773	38849	39352
营业成本	18803	21796	22848	23020
营业税金及附加	564	613	656	667
营业费用	8	8	9	9
管理费用	999	1161	1226	1242
财务费用	4878	5163	4901	4320
资产减值损失	119	110	118	124
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	8461	9610	10467
营业外收入	55	651	517	485
营业外支出	95	95	209	228
利润总额	7514	8846	9918	10724
所得税	955	1124	1260	1363
净利润	6559	7722	8658	9361
少数股东损益	3327	3845	4343	4693
归属母公司净利润	3232	3877	4314	4668
EBITDA	20330	21633	23632	24352
EPS (元)	0.48	0.57	0.64	0.69

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	8.1	16.2	5.6	1.3
营业利润(%)	-11.0	12.0	13.6	8.9
归属于母公司净利润(%)	-17.5	19.9	11.3	8.2
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	40.6	40.7	41.2	41.5
净利率(%)	10.2	10.5	11.1	11.9
ROE(%)	10.8	11.3	11.3	11.0
ROIC(%)	7.4	7.7	8.0	8.9
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	70.9	69.8	67.0	62.2
净负债比率(%)	206.7	196.2	177.7	137.7
流动比率	0.4	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	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	0.57	0.64	0.69
每股经营现金流(最新摊薄)	1.75	3.62	2.28	3.86
每股净资产(最新摊薄)	4.50	5.07	5.61	6.20
估值比率	-	-	-	-
P/E	14.57	12.15	10.92	10.09
P/B	1.54	1.37	1.24	1.12
EV/EBITDA	10.0	10.0	9.4	8.6

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。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。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

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼
邮编：518033

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