

国投电力(600886)

公司研究/点评报告

盈利略超预期，水火并济的绩优电力运营商

点评报告/环保与公用事业

2019年3月28日

一、事件概述

公司发布 2018 年年报，全年实现营收 410 亿元，同比+30%，归母净利润 43.64 亿元，同比+35%，盈利增速略超此前 WIND 一致预期。

二、分析与判断

➤ 水电量价齐升，2021 年装机仍有 27% 的增长空间

公司水电板块营收同比增长 11%，雅砻江来水偏丰、售电量有所增长，国投大朝山政策让利减少，两子公司分别增厚净利润 3.97、3.45 亿元。公司目前水电控股装机 1672 万千瓦，有两河口和杨房沟合计 450 万千瓦两大水电站在建，占现有装机的 27%，预计 2021 年投产后将显著增厚水电板块盈利。同时雅砻江远期仍有超 1000 万千瓦的规划可开发空间，卡拉水电站等水电资源也在规划推进当中。

➤ 火电装机大幅增长，业绩对煤价有一定弹性

公司火电板块收入同比增长 54%，售电量增长 47%，主要系国投北疆二期 200 万千瓦和福建湄洲湾二期 200 万千瓦增量机组投产，同时利用小时数有一定上升。目前公司天津区域煤电盈利相对较好，福建、广西区域受到高煤价困扰。2019 年煤炭供需格局有望逐步走向宽松，我们测算秦港煤价每下跌 10 元/吨，公司利润可增厚四千万左右，具备一定修复空间。

➤ 外延增长颇具慧眼，长电再次举牌认可公司长期投资价值

公司费用率管控良好，销售/管理/财务费用率分别-0/-0.22/-3.04 个百分点，资产负债率进一步下降 2.7%至 68.2%。公司 2018 年获得投资收益 5.22 亿元，同比增长 51%，报告期内购得瀚蓝环境 8.6%的股权，获得优质环保上市平台的同时增厚了投资收益。2019 年公司安排投资支出约 54 亿元，其中 30 亿将用于其他境内项目投资，外延增长可期。3 月 15 日公司公告长江电力增持公司股份比例至 10%，且后续 12 个月内决定继续增持不低于 100 万股公司股票，公司长期投资价值再次获得产业资本的认可。

三、投资建议

看好公司业绩的稳健成长，预计公司 2019~2021 年 EPS 为 0.71/0.77/0.86，对应当前股价 PE 11/11/10x。公司估值低于 2019 年 14.7 倍的行业预期平均 PE，首次覆盖，给予“推荐”评级。

四、风险提示：

1、来水不及预期；2、电价超预期下调；3、煤价回落幅度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	41,011	41,832	42,668	45,145
增长率（%）	29.6%	2.0%	2.0%	5.8%
归属母公司股东净利润（百万元）	4,365	4,850	5,258	5,828
增长率（%）	35.1%	11.1%	8.4%	10.8%
每股收益（元）	0.63	0.71	0.77	0.86
PE（现价）	13.0	11.4	10.5	9.5
PB	1.5	1.3	1.2	1.0

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

首次评级

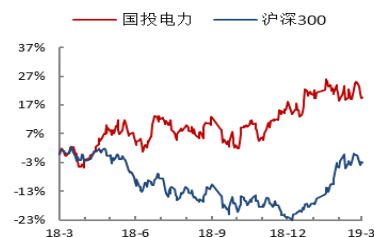
当前价格： 8.16

交易数据

2019-3-28

近 12 个月最高/最低(元)	8.58/6.5
总股本（百万股）	6786.02
流通股本（百万股）	6786.02
流通股比例（%）	100%
总市值（亿元）	553.74
流通市值（亿元）	553.74

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：WIND，民生证券研究院

分析师：陶贻功

执业证号： S0100513070009

电话： 010-85127892

邮箱： taoyigong@mszq.com

研究助理：杨任重

执业证号： S0100118070006

电话： 021-60876723

邮箱： yangrenzong@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	41,011	41,832	42,668	45,145
营业成本	24,440	24,460	24,480	24,725
营业税金及附加	962	981	1,001	1,059
销售费用	7	7	7	7
管理费用	1,205	1,229	1,254	1,327
EBIT	14,398	15,155	15,927	18,028
财务费用	5,071	5,163	5,115	5,056
资产减值损失	397	0	0	0
投资收益	522	762	923	1,071
营业利润	9,685	10,754	11,735	14,043
营业外收支	45	0	0	0
利润总额	9,730	10,754	11,735	14,043
所得税	1,352	1,495	1,631	1,952
净利润	8,378	9,259	10,104	12,091
归属于母公司净利润	4,365	4,850	5,258	5,828
EBITDA	21,595	22,448	23,828	26,499

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	7601	9988	12932	19378
应收账款及票据	5813	5071	5173	5473
预付款项	355	356	356	360
存货	1517	1351	1352	1366
其他流动资产	1150	1150	1150	1150
流动资产合计	17378	18891	21940	28712
长期股权投资	10524	13524	16524	19524
固定资产	140795	153295	165295	176295
无形资产	4404	4404	4404	4404
非流动资产合计	203331	210938	218038	223567
资产合计	220708	229829	239978	252278
短期借款	5764	5764	5764	5764
应付账款及票据	5100	5182	5187	5239
其他流动负债	1554	1554	1554	1554
流动负债合计	35169	35030	35075	35284
长期借款	111704	111704	111704	111704
其他长期负债	3652	3652	3652	3652
非流动负债合计	115357	115357	115357	115357
负债合计	150525	150387	150431	150640
股本	6786	6786	6786	6786
少数股东权益	32492	36901	41747	48010
股东权益合计	70183	79443	89547	101638
负债和股东权益合计	220708	229829	239978	252278

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	29.6%	2.0%	2.0%	5.8%
EBIT 增长率	27.7%	5.3%	5.1%	13.2%
净利润增长率	35.1%	11.1%	8.4%	10.8%
盈利能力				
毛利率	40.4%	41.5%	42.6%	45.2%
净利润率	10.6%	11.6%	12.3%	12.9%
总资产收益率 ROA	2.0%	2.1%	2.2%	2.3%
净资产收益率 ROE	11.6%	11.4%	11.0%	10.9%
偿债能力				
流动比率	0.5	0.5	0.6	0.8
速动比率	0.5	0.5	0.6	0.8
现金比率	0.2	0.3	0.4	0.6
资产负债率	0.7	0.7	0.6	0.6
经营效率				
应收账款周转天数	39.1	39.1	39.1	39.1
存货周转天数	20.2	20.2	20.2	20.2
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
每股指标 (元)				
每股收益	0.6	0.7	0.8	0.9
每股净资产	5.6	6.3	7.0	7.9
每股经营现金流	2.8	3.3	3.3	3.6
每股股利	0.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	13.0	11.4	10.5	9.5
PB	1.5	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	8.5	8.1	7.5	6.5
股息收益率	2.8%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	8,377	9,259	10,104	12,091
折旧和摊销	7,594	7,293	7,901	8,471
营运资金变动	(1,252)	996	(61)	(116)
经营活动现金流	19,219	22,101	22,336	24,690
资本开支	10,224	11,900	12,000	11,000
投资	(3,229)	(3,000)	(3,000)	(3,000)
投资活动现金流	(13,702)	(14,138)	(14,077)	(12,929)
股权募资	5,499	0	0	0
债务募资	1,908	0	0	0
筹资活动现金流	(3,025)	(5,576)	(5,315)	(5,315)
现金净流量	2,491	2,387	2,944	6,446

分析师与研究助理简介

陶贻功，2011年7月加入民生证券至今，一直从事煤炭、电力、燃气、环保等大能源方向的行业研究。2012年“新财富最佳分析师”入围、2012年“第六届水晶球奖”（非公募类）第二名、2012年“金牛分析师”入围奖核心成员

杨任重，香港理工大学精算与投资科学硕士，2018年加入民生证券，从事环保与公用事业相关研究。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。