

证券研究报告—动态报告

公用事业

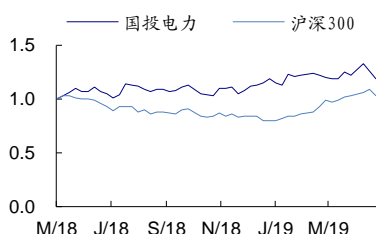
电力

国投电力(600886)
增持

2019 年一季报点评

(维持评级)

2019 年 04 月 30 日

一年该股与沪深 300 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)	54,695/54,695
上证综指/深圳成指	3,062/9,622
12 个月最高/最低(元)	9.14/6.59

相关研究报告:

《国投电力-600886-2018 年年报点评: 水火齐回升, 扣非业绩增长 30%》——2019-03-29
 《国投电力-600886-2018 年三季报点评: 量价稳健增长, 业绩增速 22%》——2018-10-31
 《国投电力-600886-2018 年半年报点评: 火电量价齐升, 带动业绩反转》——2018-08-16

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
业绩符合预期, 电价明显下滑
● 2019Q1 营业收入增长 7.64%, 归母净利润增长 6.14%

公司 2019Q1 营业收入+7.64%至 101.15 亿元, 归母净利润+6.14%至 10.50 亿元, 业绩符合预期。

● 来水增长与火电新装机驱动发电量增长 12.74%, 电价下滑 7.03%

公司 2019Q1 总发电量+12.74%至 378.66 亿千瓦时; 其中水电发电量+9.39%至 198.74 亿千瓦时, 主要是雅砻江水电来水较好, 发电量+7.40%至 172.09 亿千瓦时。火电发电量+15.72%或 23.36 亿千瓦时至 171.97 亿千瓦时, 主要是北疆二期 18 年 6 月投运, 19Q1 北疆公司增发 17.33 亿千瓦时; 甘肃外送电量增多, 靖远二电增发 7.14 亿千瓦时。公司平均含税上网电价-7.03%至 0.308 元/千瓦时; 其中水电-12.50%至 0.254 元/千瓦时, 主要是雅砻江电价-14.14%至 0.258 元/千瓦时; 火电电价-4.05%至 0.360 元/千瓦时。伴随 19Q2 起增值税率下调 3 pct, 我们预计全年电价形势将较 19Q1 有一定改善。

● 综合毛利率与加权 ROE 略微下行, 燃煤成本下行对冲电价与退税

公司 19Q1 综合毛利率-0.45 pct 至 39.91%, 加权 ROE 降 0.58 pct 至 2.61%。我们判断综合毛利率的小幅下行是电价下行以及燃煤成本下行的对冲结果。公司投资收益+35.30%至 1.10 亿元, 主要是参股企业利润增长; 其他收益-83.53%至 0.18 亿元, 主要是雅砻江与大朝山退税政策到期。

● 资产负债率稳步下行, 驱动财务费用率下行, 现金流持续提升

19Q1, 公司资产负债率降 3.07 pct 至 67.28%; 财务费用-1.57%至 11.84 亿元; 财务费用率降 1.09 pct 至 11.71%; 期间费用率降 0.62 pct 至 14.81%; 经营现金流净额+0.55%至+41.95 亿元。

● 投资建议: 水火并济彰显配置价值, 维持“增持”评级

我们维持预测公司 2019-2021 年营收为 419.26/420.92/435.67 亿元, 归母净利润 46.71/49.31/52.57 亿元, 对应动态 PE 为 11.7x/11.1x/10.4x。水电业务提供防御性, 期待雅中机组后续投建; 火电业务在煤价下行周期具备业绩弹性; 维持“增持”评级, 合理估值 10.90-11.01 元。

● 风险提示: 来水下滑, 电价下滑, 电力需求下滑
盈利预测和财务指标

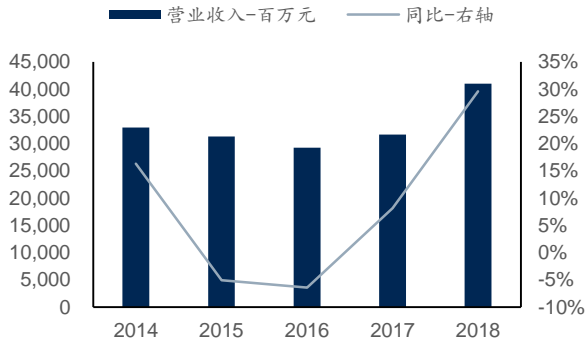
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	31,645	41,011	41,926	42,092	43,567
(+/-%)	8.1%	29.6%	2.2%	0.4%	3.5%
净利润(百万元)	3232	4364	4671.11	4930.52	5257.11
(+/-%)	-17.5%	35.0%	7.0%	5.6%	6.6%
摊薄每股收益(元)	0.48	0.64	0.69	0.73	0.77
EBIT Margin	35.6%	35.1%	35.0%	36.1%	36.5%
净资产收益率(ROE)	10.6%	11.6%	11.5%	11.2%	11.1%
市盈率(PE)	16.9	12.5	11.7	11.1	10.4
EV/EBITDA	11.3	9.5	9.2	8.7	8.2
市净率(PB)	1.79	1.45	1.34	1.24	1.16

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

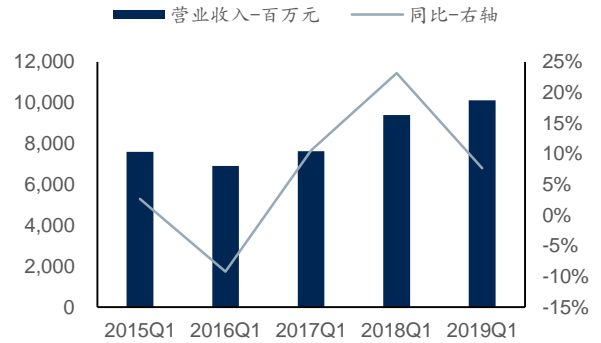
公司 2018 年营业收入 410.11 亿元, 同比+29.61%。公司 2019Q1 营业收入+7.64% 至 101.15 亿元

图 1: 公司历年年报营业收入



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

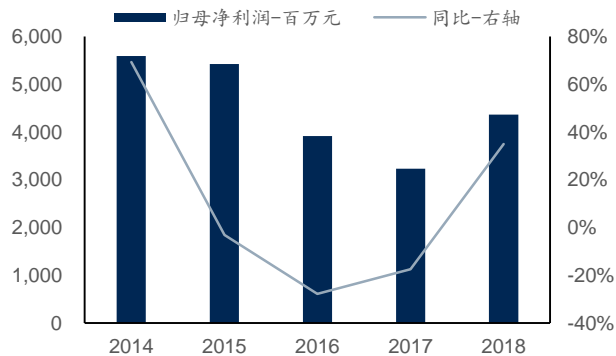
图 2: 公司历年一季报营业收入



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

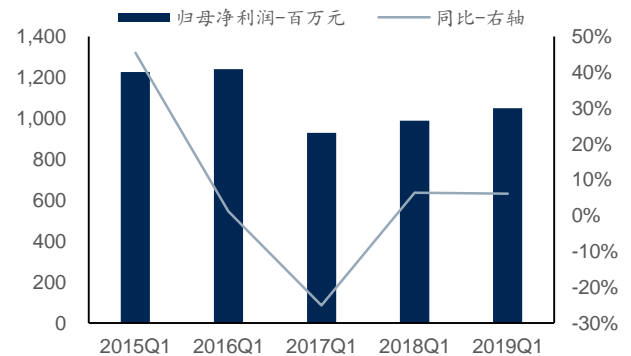
公司 2018Y 归母净利润 43.64 亿元, 同比+35.02%; 归母扣非净利润 41.85 亿元, 同比+30.26%。公司 2019Q1 归母净利润+6.14%至 10.50 亿元。

图 3: 公司历年年报归母净利润



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

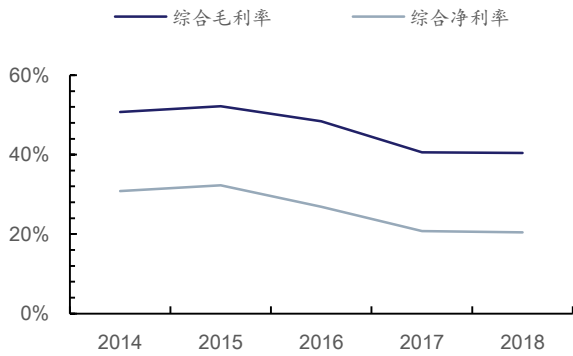
图 4: 公司历年一季报归母净利润



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

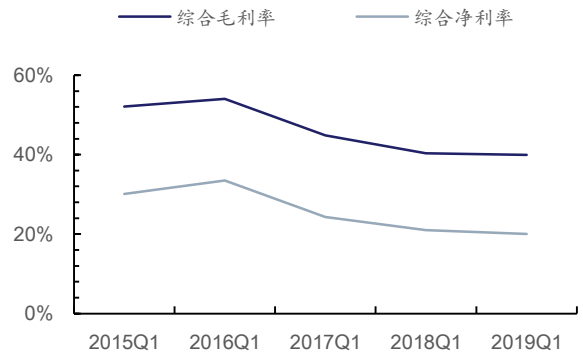
公司盈利能力伴随火电和水电的回升而总体呈现触底反弹势头。2018 年, 公司综合净利率 20.43%, 同比下滑 0.30 pct, 主因是低利润率的火电占比提升。公司 19Q1 综合毛利率-0.45 pct 至 39.91%。

图 5: 公司历年年报综合利润率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

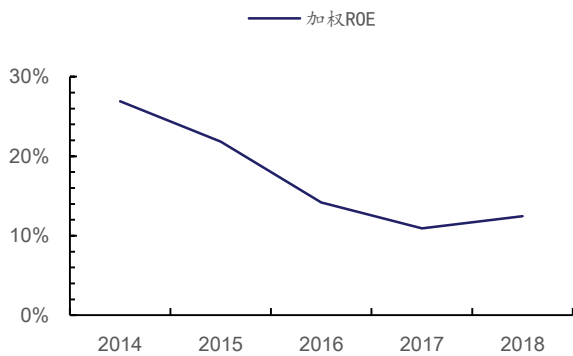
图 6: 公司历年一季报综合利润率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

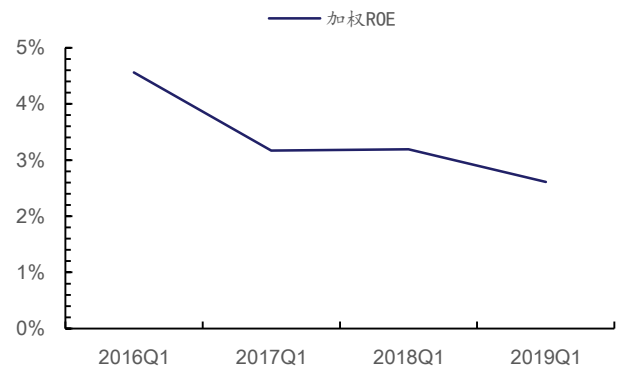
公司 2018 年加权 RO 为 12.44%，同比+1.53 pct。公司 2019Q1 加权 ROE 同比-0.58 pct 至 2.61%。

图 7: 公司历年年报加权 ROE



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

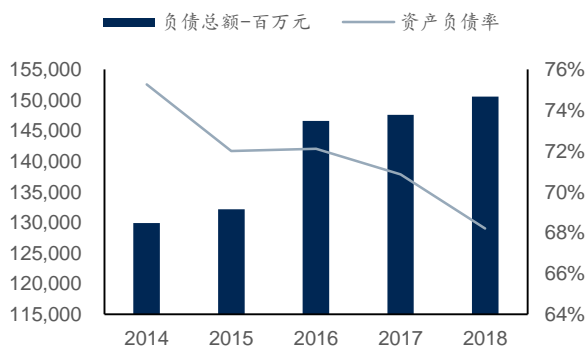
图 8: 公司历年一季报加权 ROE



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

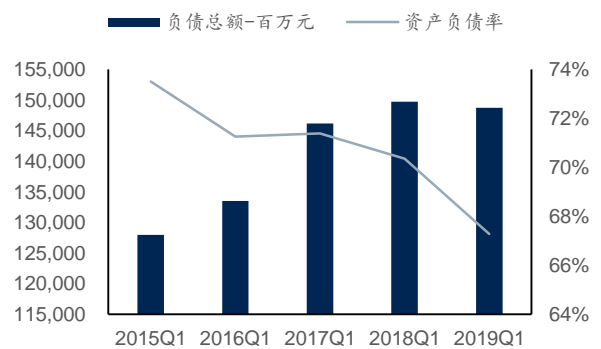
截至 2018 年末, 公司负债总额 1505.25 亿元, 同比+2.00%; 资产负债率 68.20%, 同比-2.65 pct。19Q1, 公司资产负债率降 3.07 pct 至 67.28%

图 9: 公司历年年报负债情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

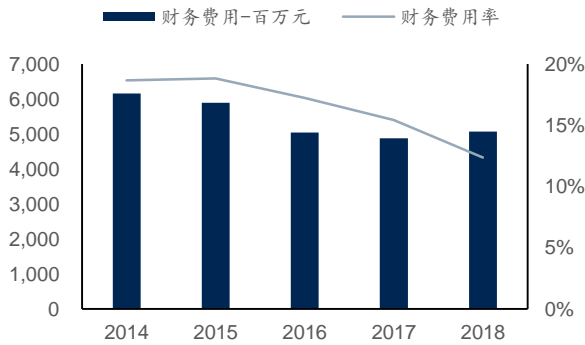
图 10: 公司历年一季报负债情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

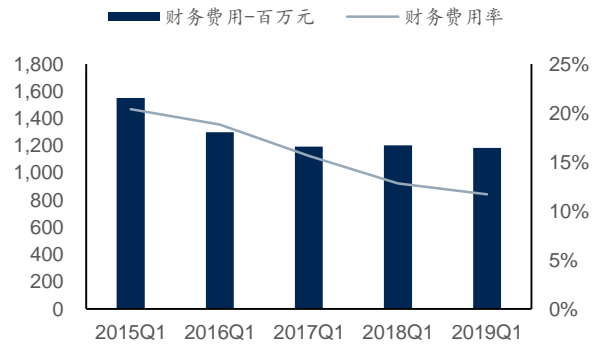
公司 2018 年财务费用 50.71 亿元，同比+3.96%，财务费用率 12.37%，大降 3.04 pct。我们测算公司 2018 年平均融资成本同比+0.04 pct 至 3.76%。2019Q1，公司财务费用-1.57%至 11.84 亿元；财务费用率降 1.09 pct 至 11.71%。

图 11: 公司历年年报财务费用率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

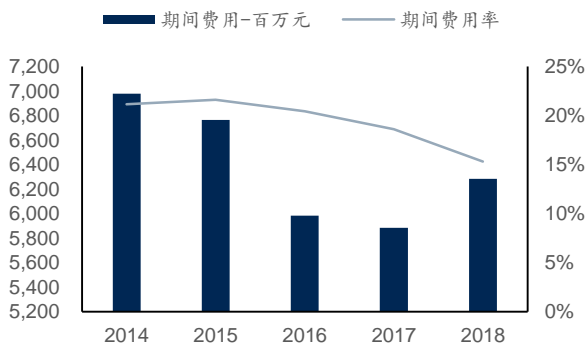
图 12: 公司历年一季报财务费用率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

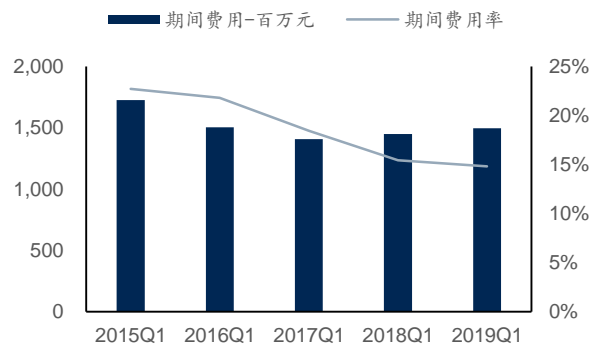
公司 2018 年合计期间费用 62.83 亿元，同比+6.77%；期间费用率 15.32%，同比-3.27 pct。2019Q1，公司期间费用率降 0.62 pct 至 14.81%。

图 13: 公司历年年报期间费用率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 14: 公司历年一季报期间费用率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 190429	总市值 百万元	EPS				PE				ROE (18A)	PB (18A)	投资 评级
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E			
600900	长江电力	16.78	369,160	1.03	1.07	1.10	1.14	16.3	15.7	15.3	14.7	16.3	2.6	增持
600886	国投电力	8.06	54,695	0.64	0.69	0.73	0.77	12.6	11.7	11.0	10.5	12.4	1.6	增持
600674	川投能源	8.87	39,047	0.81	0.74	0.74	0.75	11.0	12.0	12.0	11.8	15.2	1.6	增持
600025	华能水电	4.18	75,240	0.32	0.21	0.27	0.27	13.1	19.9	15.5	15.5	13.9	1.7	增持
600236	桂冠电力	5.78	35,046	0.39	0.43	0.44	0.44	14.8	13.4	13.1	13.1	16.6	2.5	增持

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	7601	8965	11678	15827	营业收入	41011	41926	42092	43567
应收款项	5910	5169	5189	5371	营业成本	24440	25244	24921	25689
存货净额	1517	1454	1388	1393	营业税金及附加	962	839	842	871
其他流动资产	1506	1551	2357	2440	销售费用	7	7	7	7
流动资产合计	17378	18491	22775	28491	管理费用	1205	1153	1114	1099
固定资产	185104	187775	189874	191173	财务费用	5071	4689	4598	4537
无形资产及其他	4404	4089	3775	3460	投资收益	522	500	500	500
投资性房地产	3299	3299	3299	3299	资产减值及公允价值变动	(352)	(174)	(215)	(247)
长期股权投资	10524	10524	10524	10524	其他收入	188	0	0	0
资产总计	220708	224178	230247	236947	营业利润	9684	10322	10895	11617
短期借款及交易性金融负债	21481	18933	19712	20042	营业外净收支	45	0	0	0
应付款项	5100	5193	4959	4976	利润总额	9729	10322	10895	11617
其他流动负债	8588	8909	8508	8529	所得税费用	1352	1393	1471	1568
流动负债合计	35169	33035	33179	33547	少数股东损益	4013	4257	4494	4791
长期借款及应付债券	113904	113904	113904	113904	归属于母公司净利润	4364	4671	4931	5257
其他长期负债	1452	1252	1052	852					
长期负债合计	115357	115157	114957	114757	现金流量表 (百万元)				
负债合计	150525	148191	148135	148304	净利润	4364	4671	4931	5257
少数股东权益	32492	35259	38179	41294	资产减值准备	278	26	22	56
股东权益	37692	40728	43933	47350	折旧摊销	7166	7444	7978	8713
负债和股东权益总计	220708	224178	230247	236947	公允价值变动损失	352	174	215	247
					财务费用	5071	4689	4598	4537
关键财务与估值指标					营运资本变动	(4368)	998	(1575)	(375)
每股收益	0.64	0.69	0.73	0.77	其它	2694	2741	2899	3058
每股红利	0.17	0.24	0.25	0.27	经营活动现金流	10487	16054	14470	16957
每股净资产	5.55	6.00	6.47	6.98	资本开支	(11338)	(10000)	(10000)	(10000)
ROIC	7%	7%	7%	7%	其它投资现金流	(845)	(507)	(811)	(1297)
ROE	12%	11%	11%	11%	投资活动现金流	(13977)	(10507)	(10811)	(11297)
毛利率	40%	40%	41%	41%	权益性融资	5499	0	0	0
EBIT Margin	35%	35%	36%	36%	负债净变化	2817	0	0	0
EBITDA Margin	53%	53%	55%	56%	支付股利、利息	(1131)	(1635)	(1726)	(1840)
收入增长	30%	2%	0%	4%	其它融资现金流	(2911)	(2548)	779	330
净利润增长率	35%	7%	6%	7%	融资活动现金流	5960	(4182)	(946)	(1510)
资产负债率	83%	82%	81%	80%	现金净变动	2470	1364	2713	4149
息率	2.1%	3.0%	3.2%	3.4%	货币资金的期初余额	5131	7601	8965	11678
P/E	12.5	11.7	11.1	10.4	货币资金的期末余额	7601	8965	11678	15827
P/B	1.5	1.3	1.2	1.2	企业自由现金流	3856	11144	9559	12093
EV/EBITDA	9.5	9.2	8.7	8.2	权益自由现金流	3763	4540	6361	8497

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