国投电力（600886）

证券研究报告
2019 年 08 月 12 日

拟发行 GDR 建设海外项目，有望扩大公司在国际资本市场影响力

事件：

国投电力公告，**拟发行不超过总股本 10%、对应 A 股股份数量不超过 6.79 亿股的全球存托凭证（以下简称 GDR）**，该方案目前已通过国资委审核，后续需获得公司股东大会审议通过，并需获得证监会及英国相关证券监管部门的核准后方能实施。

点评：

GDR 为国内企业募集国际资金提供渠道，也有望提升基础股票估值

全球存托凭证 GDR 是面向全球资本市场的存托凭证，主要在欧洲证券交易所交易，在伦交所发行 GDR，可以通过国际资本市场融资来满足自身的资金需求，以美元计价。目前发行 GDR 的主要为新兴经济体的头部企业，以行业蓝筹股为主；我国目前仅有华泰证券成功发行 GDR。GDR 的发行与交易①发行：境内上市公司发行新增基础证券，跨境转换机构将基础股票交付存托人，存托人签发相应数量的 GDR。②交易：GDR 发行上市后，境外投资者可以在二级市场自由买卖，GDR 与基础股票可能存在套利空间，GDR 也有望提升基础股票估值。

Afton 经营状况良好，Beatrice 已投产并获得补贴电价，盈利能力值得期待

目前公司的海外电厂项目包括欧洲海上风电资产包和印尼万丹火电项目，其中欧洲海上风电资产包包括：Beatrice 项目（Beatrice Offshore Windfarm Limited），Inch Cape 项目（Inch Cape Offshore Limited），Afton 项目（Afton Wind Farm Limited）。2016 年，公司出资 1.854 亿英镑收购英国海上风电项目公司 WFEUK（Wind Farm Energy UK Limited）100%股权，并更名为红石能源；红石能源持有 Inch Cape 项目 100%股权和 Beatrice 项目 25%股权，这两个项目均地处苏格兰北部沿海，常年平均风速在 9 米/秒以上，风资源良好。Beatrice 项目是全球第四大海上风电场，共耗资 26.5 亿英镑（约合 222 亿元人民币），该项目由苏格兰南方电力集团（SSE，占股 40%）、哥本哈根基础设施基金（CIP，占股 35%）与红石能源（占股 25%）联合投资建设，2019 年 7 月 29 日正式投产，是首批获得英国政府授予的差价合同补贴电价（140 英镑/兆瓦时）的海上风电项目之一，盈利能力值得期待。Inch Cape 项目目前还未开始建设，计划装机 784MW，风机总数将从 110 台减少到 72 台。2018 年 10 月红石能源收购 Afton 公司 100%股权，该公司拥有的 50MW 陆上风电项目，2018 年 9 月正式投入商业运营，目前经营状况良好，2018 年年报显示收益 263 万元，2019 年 1-6 月共计完成发电量 0.69 亿千瓦时。

GDR 将扩大公司在国际资本市场的影响力，有望提升 A 股估值

根据公司公告，本次发行 GDR 所募资金将用于现有的境外在建及储备的清洁能源项目，或者用于其它潜在的境外收购机会以及补充运营资金及满足一般企业用途等。除提升公司资金实力外，发行 GDR 还将扩大公司公司在国际资本市场的影响力，公司为 MSCI 成分股，本次发行 GDR 有望提升公司 A 股估值。

盈利预测：预计 2019-2020 年公司归母净利润为 48.02、53.98 亿元，对应 EPS 为 0.71、0.80 元/股。

风险提示：电价下调、煤价上涨、极端天气影响机组发电、宏观经济下行

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	31,645.28	41,011.37	42,962.63	44,540.43	46,017.85
增长率(%)	8.11	29.60	4.76	3.67	3.32
EBITDA(百万元)	18,063.01	21,733.16	24,728.70	26,938.31	28,155.35
净利润(百万元)	3,232.30	4,364.10	4,802.34	5,398.10	5,485.38
增长率(%)	(17.47)	35.02	10.04	12.41	1.62
EPS(元/股)	0.48	0.64	0.71	0.80	0.81
市盈率(P/E)	18.24	13.51	12.28	10.92	10.75
市净率(P/B)	1.93	1.56	1.61	1.47	1.35
市销率(P/S)	1.86	1.44	1.37	1.32	1.28
EV/EBITDA	11.27	9.72	7.85	7.30	6.12

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	公用事业/电力
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	8.69 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	6,786.02
流通 A 股股本(百万股)	6,786.02
A 股总市值(百万元)	58,970.54
流通 A 股市值(百万元)	58,970.54
每股净资产(元)	5.14
资产负债率(%)	67.28
一年内最高/最低(元)	9.14/6.78

作者

于夕朦 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518050001
yuximeng@tfzq.com
金欣欣 联系人
jinxinxin@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

1 《国投电力-年报点评报告:水火并济优势凸显，火电盈利改善公司业绩，期待业绩继续释放弹性》 2019-03-29
2 《国投电力-公司点评:终止配股！公司业绩良好、不配股仍具备雅砻江中游电站建设能力》 2019-02-12
3 《国投电力-季报点评:电量、电价高增长，火电业绩向好，前三季度归母净利 35.95 亿元》 2018-10-31

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	5,130.68	7,600.55	3,437.01	3,563.23	3,681.43
应收票据及应收账款	3,709.82	5,330.31	3,223.37	3,510.96	3,446.75
预付账款	369.99	355.41	1,265.06	549.43	620.72
存货	1,183.17	1,516.71	1,356.84	1,450.26	1,471.25
其他	1,881.47	2,574.53	2,262.67	2,363.20	2,360.06
流动资产合计	**12,275.13**	**17,377.51**	**11,544.96**	**11,437.08**	**11,580.20**
长期股权投资	8,729.61	10,523.79	10,523.79	10,523.79	10,523.79
固定资产	134,498.22	140,795.24	150,930.42	153,464.59	151,425.15
在建工程	46,023.60	44,270.16	26,598.10	16,006.86	9,634.12
无形资产	4,494.32	4,403.84	4,068.19	3,732.54	3,396.88
其他	2,267.13	3,337.70	2,491.88	2,662.15	2,754.78
非流动资产合计	**196,012.88**	**203,330.74**	**194,612.38**	**186,389.93**	**177,734.73**
资产总计	**208,288.00**	**220,708.24**	**206,157.34**	**197,827.01**	**189,314.93**
短期借款	4,741.27	5,764.12	19,745.24	26,148.55	34,700.56
应付票据及应付账款	11,200.72	9,655.90	19,655.38	7,103.57	19,010.34
其他	18,113.87	19,748.57	19,588.43	19,161.33	19,122.94
流动负债合计	**34,055.86**	**35,168.59**	**58,989.05**	**52,413.45**	**72,833.84**
长期借款	108,886.78	111,704.08	68,691.71	58,706.27	21,148.53
应付债券	3,000.00	2,200.00	2,733.33	2,644.44	2,525.93
其他	1,637.80	1,452.47	2,104.94	1,731.74	1,763.05
非流动负债合计	**113,524.58**	**115,356.55**	**73,529.98**	**63,082.45**	**25,437.51**
负债合计	**147,580.44**	**150,525.13**	**132,519.03**	**115,495.91**	**98,271.35**
少数股东权益	30,152.33	32,491.55	36,981.12	42,165.09	47,312.05
股本	6,786.02	6,786.02	6,786.02	6,786.02	6,786.02
资本公积	6,471.15	6,468.79	6,468.79	6,468.79	6,468.79
留存收益	23,672.55	26,749.62	29,871.17	33,379.99	36,945.51
其他	(6,374.50)	(2,312.87)	(6,468.79)	(6,468.79)	(6,468.79)
股东权益合计	**60,707.56**	**70,183.11**	**73,638.31**	**82,331.11**	**91,043.59**
负债和股东权益总	**208,288.00**	**220,708.24**	**206,157.34**	**197,827.01**	**189,314.93**

现金流量表(百万元)	6,559.49	8,376.85	4,802.34	5,398.10	5,485.38
净利润	6,589.99	7,196.88	7,947.94	8,481.96	8,803.37
折旧摊销	4,903.20	5,098.56	5,401.00	5,701.00	6,501.00
财务费用	(345.54)	(522.01)	(302.00)	(302.00)	(302.00)
投资损失	(4,847.45)	(1,946.77)	15,468.56	(14,567.39)	11,797.39
营运资金变动	5,281.36	1,015.29	4,775.87	5,321.84	5,313.93
其它	18,141.04	19,218.80	38,093.70	10,033.51	37,599.07
经营活动现金流	**11,044.04**	**13,627.82**	**(592.47)**	**453.20**	**18.69**
资本支出	(117.21)	1,794.18	0.00	0.00	0.00
长期投资	(22,103.27)	(29,124.36)	1,347.61	(375.06)	58.17
其他	(11,176.44)	(13,702.36)	755.13	78.14	76.86
投资活动现金流	**130,610.39**	**135,384.75**	**103,962.27**	**101,662.90**	**72,599.08**
债权融资	(4,859.32)	(753.51)	(9,412.12)	(5,564.11)	(6,320.21)
股权融资	(131,889.39)	(137,656.57)	(137,562.53)	(106,084.22)	(103,836.61)
其他	(6,138.32)	(3,025.34)	(43,012.37)	(9,985.43)	(37,557.74)
筹资活动现金流	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**
汇率变动影响	826.28	2,491.11	(4,163.54)	126.22	118.19
现金净增加额					

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**31,645.28**	**41,011.37**	**42,962.63**	**44,540.43**	**46,017.85**
营业成本	18,802.81	24,440.25	24,153.61	24,118.26	24,663.70
营业税金及附加	563.63	961.65	859.25	890.81	920.36
营业费用	7.56	6.63	11.00	12.00	13.81
管理费用	999.06	1,205.08	1,210.01	1,215.01	1,220.01
研发费用	4,877.77	5,071.11	5,401.00	5,701.00	6,501.00
财务费用	118.98	397.14	300.00	200.00	200.00
资产减值损失	0.00	44.70	50.00	50.00	50.00
公允价值变动收益	345.54	522.01	302.00	302.00	302.00
投资净收益	(1,624.65)	(1,321.09)	(704.00)	(704.00)	(704.00)
其他	7,554.58	9,683.90	11,379.76	12,755.35	12,850.97
营业利润	**54.79**	**114.15**	**200.00**	**200.00**	**200.00**
营业外收入	95.04	68.87	100.00	100.00	100.00
营业外支出	7,514.33	9,729.17	11,479.76	12,855.35	12,950.97
利润总额	**954.84**	**1,352.32**	**1,951.56**	**2,185.41**	**2,201.67**
所得税	6,559.49	8,376.85	9,528.20	10,669.94	10,749.31
净利润	**3,327.19**	**4,012.75**	**4,725.87**	**5,271.84**	**5,263.93**
少数股东损益	3,232.30	4,364.10	4,802.34	5,398.10	5,485.38
归属于母公司净利润	**0.48**	**0.64**	**0.71**	**0.80**	**0.81**
每股收益（元）					

主要财务比率					
成长能力	**8.11%**	**29.60%**	**4.76%**	**3.67%**	**3.32%**
营业收入	-10.99%	28.19%	17.51%	12.09%	0.75%
营业利润	-17.47%	35.02%	10.04%	12.41%	1.62%
归属于母公司净利润					
获利能力	**40.58%**	**40.41%**	**43.78%**	**45.85%**	**46.40%**
毛利率	10.21%	10.64%	11.18%	12.12%	11.92%
净利率	10.58%	11.58%	13.10%	13.44%	12.54%
ROE	6.23%	6.89%	7.17%	8.92%	9.03%
ROIC					
偿债能力	**70.85%**	**68.20%**	**64.28%**	**58.38%**	**51.91%**
资产负债率	31.47%	16.87%	10.24%	30.51%	11.28%
净负债率	0.36	0.49	0.20	0.22	0.16
流动比率	0.33	0.45	0.17	0.19	0.14
速动比率					
营运能力	**9.96**	**9.07**	**10.05**	**13.23**	**13.23**
应收账款周转率	28.11	30.38	29.90	31.73	31.50
存货周转率	0.15	0.19	0.20	0.22	0.24
总资产周转率					
每股指标（元）	**0.48**	**0.64**	**0.71**	**0.80**	**0.81**
每股收益	2.67	2.83	5.61	1.48	5.54
每股经营现金流	4.50	5.55	5.40	5.92	6.44
每股净资产					
估值比率	**18.24**	**13.51**	**12.28**	**10.92**	**10.75**
市盈率	1.93	1.56	1.61	1.47	1.35
市净率	11.27	9.72	7.85	7.30	6.12
EV/EBITDA	17.71	14.50	11.57	10.65	8.91
EV/EBIT					

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com