

## 国投电力 (600886)

## 两翼齐飞，表现亮眼

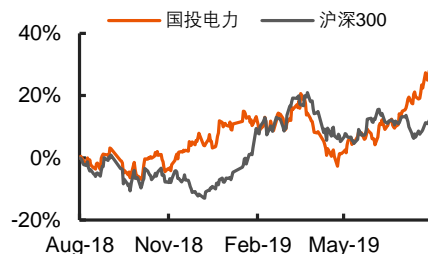
## 推荐 (维持)

现价: 9.3 元

## 主要数据

行业	电力
公司网址	www.sdcpower.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)	631.10
流通 A 股市值(亿元)	631.10
每股净资产(元)	5.62
资产负债率(%)	68.8

## 行情走势图



## 相关研究报告

《国投电力\*600886\*水电稳中有增、火电大幅减亏，盈利加速改善》 2019-03-29  
《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》 2018-10-31

## 证券分析师

严家源 投资咨询资格编号  
S1060518110001  
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2019年半年度报告，报告期内实现营业收入196.09亿元，同比增长10.25%；归属于上市公司股东的净利润22.76亿元，同比增长44.92%。

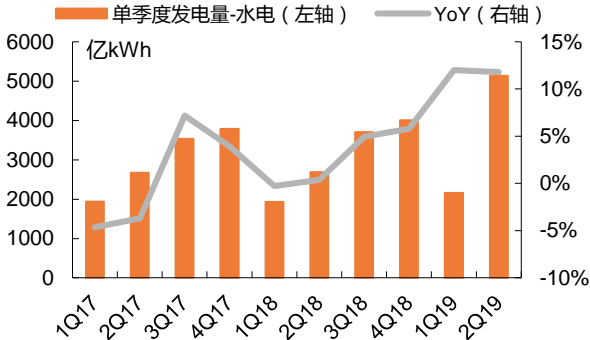
## 平安观点:

- **大朝山弥补雅砻江缺口**：上半年公司水电板块实现营收 82.74 亿元，同比增长 2.6%；净利润 30.65 亿元，同比增长 3.3%。三座水电站中，雅砻江因电价下降导致营收、净利润同比分别下降 2.2%、8.8%；但大朝山的发电量和上网电价均大幅增长，净利润增加了 3.00 亿元，完全弥补了雅砻江 2.23 亿元的净利润降幅。小三峡在来水增长的帮助下，贡献了 0.51 亿元的净利润增量。三座电站联合贡献了 1.28 亿元的净利润增量。
- **火电盈利增长一倍有余**：上半年广西、安徽等地区用电需求旺盛，推升当地火电机组的出力提升；叠加北疆二期上年 6 月投产带来的装机增量效应，公司 1H19 火电板块发电量同比增长 14.3%，实现营收 105.05 亿元，同比增长 15.1%；同时受益于电煤价格下行对成本端压力的缓解，1H19 实现净利润 7.33 亿元，同比增长 138.3%，贡献了 4.25 亿元的净利润增量。上年同期亏损的 3 个电厂中，安徽宣城电厂成功扭亏为盈。
- **电价政策落地，营收暂不受影响**：5 月 15 日，国家发改委发布《关于降低一般工商业电价的通知》。水电标杆上网电价仅下调增值税差额部分，税后价未调整，不影响营业收入。
- **投资建议**：1H19 全国来水向好，水电大年确定性高。公司受益于偏丰的水量，发电量稳中有增。公司部分火电机组所在地区用电需求旺盛，推动营收增长；煤价下行减轻成本压力，带来了利润的显著提升。我们根据机组运行情况调整对公司的盈利预测，预计 19/20/21 年 EPS 为 0.72/0.72/0.75 元 (前值 0.66/0.72/0.78)，对应 8 月 23 日收盘价 PE 分别为 12.9/12.9/12.4 倍，维持“推荐”评级。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	31645	41011	43717	43220	43555
YoY(%)	8.1	29.6	6.6	-1.1	0.8
净利润(百万元)	3232	4364	4908	4900	5091
YoY(%)	-17.5	35.0	12.5	-0.2	3.9
毛利率(%)	40.6	40.4	40.5	40.4	40.7
净利率(%)	10.2	10.6	11.2	11.3	11.7
ROE(%)	10.8	11.9	12.1	11.0	10.4
EPS(摊薄/元)	0.48	0.64	0.72	0.72	0.75
P/E(倍)	19.5	14.5	12.9	12.9	12.4
P/B(倍)	2.1	1.9	1.7	1.6	1.4

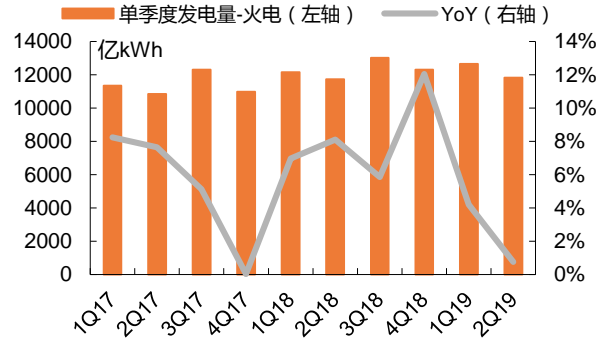
- **风险提示：**1、利用小时下降。电力工业作为国民经济运转的支柱之一，供需关系的变化在较大程度上受到宏观经济运行状态的影响，将直接影响到发电设备的利用小时数。2、上网电价降低。下游用户侧降低销售电价的政策可能向上游发电侧传导，导致上网电价降低；随着电改的推进，电力市场化交易规模不断扩大，可能拉低平均上网电价。3、煤炭价格上升。煤炭优质产能的释放进度落后，且安监、环保限产进一步压制了煤炭的生产和供应，导致电煤价格难以得到有效控制。4、降水量大幅减少：水电收入的主要影响因素就是上游来水量的丰枯情况，而来水情况与降水、气候等自然因素相关，可预测性不高。

图表1 全国单季度水电发电量



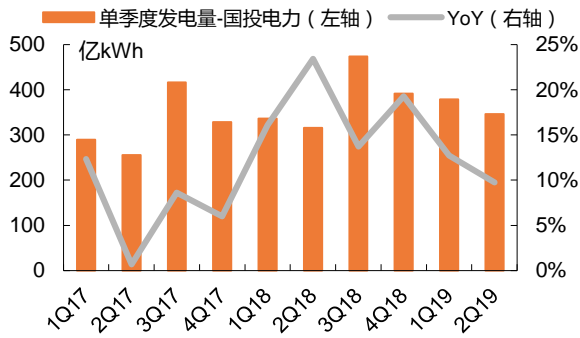
资料来源: 国家能源局, 中电联, 平安证券研究所

图表2 全国单季度火电发电量



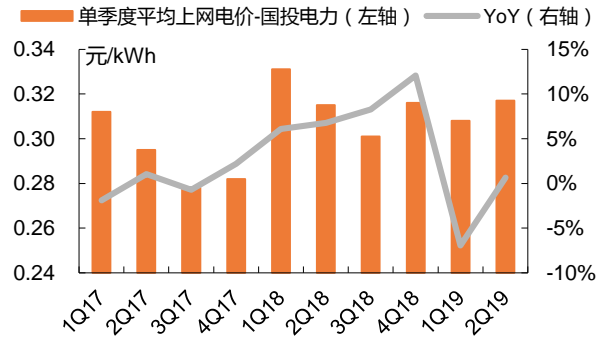
资料来源: 国家能源局, 中电联, 平安证券研究所

图表3 国投电力单季度发电量



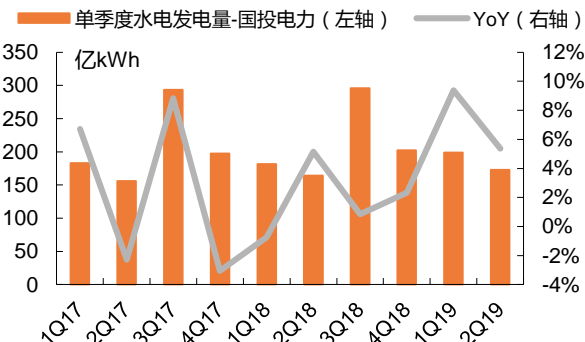
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表4 国投电力单季度平均上网电价



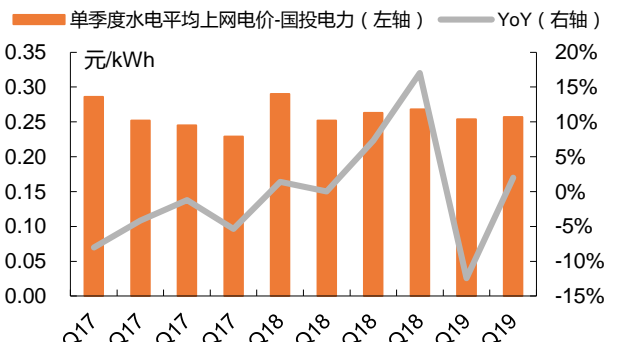
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表5 国投电力单季度水电发电量



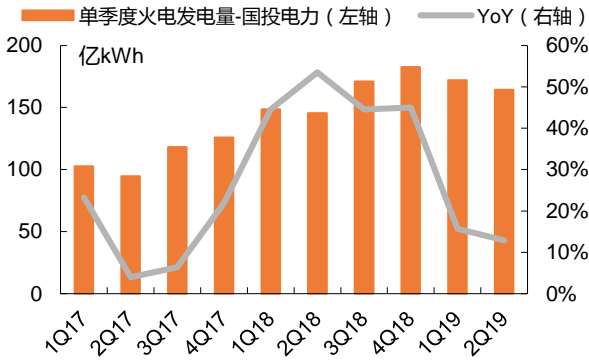
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表6 国投电力单季度水电平均上网电价



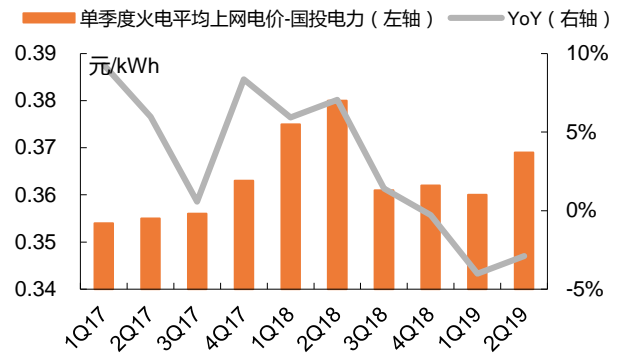
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表7 国投电力单季度火电发电量



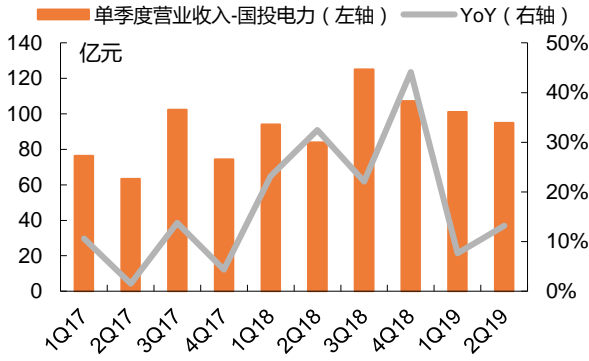
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表8 国投电力单季度火电平均上网电价



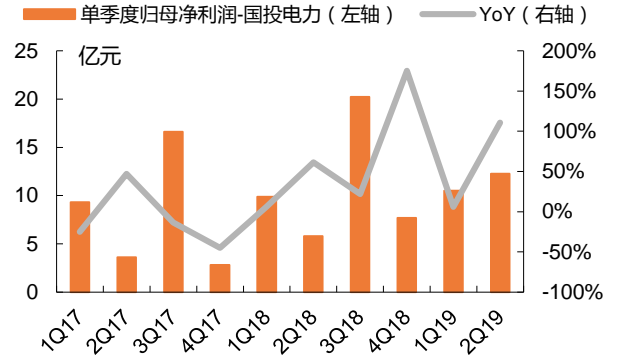
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表9 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10 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	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	17378	11016	11966	11103
现金	7601	2377	2350	2368
应收票据及应收账款	5813	4686	5694	4766
其他应收款	101	188	98	190
预付账款	355	418	347	424
存货	1517	1356	1487	1364
其他流动资产	1991	1991	1991	1991
<b>非流动资产</b>	203331	211841	219741	227033
长期投资	10524	12839	15155	17471
固定资产	140795	147801	154149	159849
无形资产	4404	3974	3545	3115
其他非流动资产	47608	47227	46893	46599
<b>资产总计</b>	220708	222857	231707	238137
<b>流动负债</b>	35169	42266	56843	70059
短期借款	5764	8286	26005	35011
应付票据及应付账款	5100	6344	4983	6374
其他流动负债	24305	27636	25855	28674
<b>非流动负债</b>	115357	102513	89098	74255
长期借款	113904	101061	87646	72802
其他非流动负债	1452	1452	1452	1452
<b>负债合计</b>	150525	144779	145941	144314
少数股东权益	32492	37005	41511	46192
股本	6786	6786	6786	6786
资本公积	6469	6469	6469	6469
留存收益	20281	26405	32519	38870
<b>归属母公司股东权益</b>	37692	41073	44255	47631
<b>负债和股东权益</b>	220708	222857	231707	238137

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	19219	25281	16411	26563
净利润	8377	9421	9406	9772
折旧摊销	7197	6991	7602	8210
财务费用	5071	4853	4665	4489
投资损失	-522	-522	-522	-522
营运资金变动	-1252	4587	-4691	4663
其他经营现金流	348	-49	-49	-49
<b>投资活动现金流</b>	-13702	-14930	-14930	-14930
资本支出	10245	6195	5585	4976
长期投资	-2285	-2316	-2316	-2316
其他投资现金流	-5743	-11051	-11662	-12270
<b>筹资活动现金流</b>	-3025	-17096	-19226	-20619
短期借款	1023	1000	0	0
长期借款	2017	-12843	-13415	-14843
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-2	0	0	0
其他筹资现金流	-6063	-5253	-5812	-5776
<b>现金净增加额</b>	2498	-6746	-17746	-8987

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	41011	43717	43220	43555
营业成本	24440	26007	25742	25810
营业税金及附加	962	1025	1013	1021
营业费用	7	7	7	7
管理费用	1205	1285	1270	1280
研发费用	1	1	1	1
财务费用	5071	4853	4665	4489
资产减值损失	397	397	397	397
其他收益	184	184	184	184
公允价值变动收益	45	45	45	45
投资净收益	522	522	522	522
资产处置收益	5	5	5	5
<b>营业利润</b>	9684	10897	10879	11304
营业外收入	114	114	114	114
营业外支出	69	69	69	69
<b>利润总额</b>	9729	10942	10925	11349
所得税	1352	1521	1518	1578
<b>净利润</b>	8377	9421	9406	9772
少数股东损益	4013	4513	4506	4681
<b>归属母公司净利润</b>	4364	4908	4900	5091
EBITDA	23222	24012	24416	25274
EPS (元)	0.64	0.72	0.72	0.75

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	29.6	6.6	-1.1	0.8
营业利润(%)	28.2	12.5	-0.2	3.9
归属于母公司净利润(%)	35.0	12.5	-0.2	3.9
<b>获利能力</b>	-	-	-	-
毛利率(%)	40.4	40.5	40.4	40.7
净利率(%)	10.6	11.2	11.3	11.7
ROE(%)	11.9	12.1	11.0	10.4
ROIC(%)	7.9	8.7	8.2	8.4
<b>偿债能力</b>	-	-	-	-
资产负债率(%)	68.2	65.0	63.0	60.6
净负债比率(%)	183.5	159.8	151.2	132.5
流动比率	0.5	0.3	0.2	0.2
速动比率	0.4	0.2	0.2	0.1
<b>营运能力</b>	-	-	-	-
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	8.3	8.3	8.3	8.3
应付账款周转率	4.5	4.5	4.5	4.5
<b>每股指标(元)</b>	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.64	0.72	0.72	0.75
每股经营现金流(最新摊薄)	2.45	3.73	2.42	3.91
每股净资产(最新摊薄)	4.96	5.46	5.93	6.43
<b>估值比率</b>	-	-	-	-
P/E	14.5	12.9	12.9	12.4
P/B	1.9	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	9.6	9.3	9.6	9.2

## 平安证券研究所投资评级：

### 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代替行使独立判断。

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 2019 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融  
融中心 62 楼  
邮编：518033

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

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033