

水火风光齐发力，水电核心资产中报业绩显著超预期

买入（维持）

2019年08月26日

证券分析师 刘博

执业证号：S0600518070002

021-60199793

liub@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	41,011	41,814	43,295	43,973
同比（%）	29.6%	1.96%	3.54%	1.57%
归母净利润（百万元）	4,364	4,890	5,056	5,131
同比（%）	35.0%	12.1%	3.4%	1.5%
每股收益（元/股）	0.64	0.72	0.75	0.76
P/E（倍）	15.03	13.36	12.83	12.66

投资要点

■ **事件：**公司发布2019年半年报，实现营收196.09亿，同比增长10.25%；归母净利润22.76亿，同比增长44.92%；扣非后归母净利润为22.50亿，同比增长44.51%。

■ **水火并济，上半年业绩超预期：**2019年上半年公司境内控股企业发电量合计725.09亿千瓦时、同比增长11.29%；上网电量合计702.43亿千瓦时、同比增长11.28%；平均上网电价为0.312元/千瓦时，同比增长-3.16%。其中Q2单季度发电量为346.43亿千瓦时，同比增长9.75%；上网电量为335.30亿千瓦时，同比增长9.78%；平均上网电价为0.317元/千瓦时，同比增长0.58%。

水电：2019年上半年实现归母净利润15.98亿元，同比增长4.16%；其中雅砻江水电实现归母净利润12.00亿元，同比增长-8.75%；国投大朝山实现归母净利润2.75亿元，同比增长119.17%，主要是因为区域来水较好，发电量增长，且电价同比上涨；国投小三峡实现归母净利润1.23亿元，同比增长31.15%。

火电：2019年上半年实现归母净利润4.35亿元，同比增长231.61%；其中国投北部湾（增长113.04%）、国投钦州（增长239.23%）、国投盘江（增长112.93%）、湄洲湾二期（增长126.74%）、国投大朝山（增长119.17%）、国投北疆（增长167.36%）增长较为明显，主要是由于区域电力市场好转、煤价下行以及北疆二期2台百万机组投产所致。

■ **期间费用率控制良好，净利率显著提升：**上半年公司销售、管理（包含研发）、财务费用分别为0.02、5.38、23.61亿元，同比分别提升-48.80%、-0.37%、-3.85%，期间费用率为14.79%，同比下降2.07个百分点，显示出公司良好的费用管控能力；上半年毛利率为39.62%，同比小幅提升1.38个百分点；净利率为20.92%，同比提升3.53个百分点。

■ **盈利预测与投资评级：**1) 水电业务：依托雅砻江，中游机组投产后仍有增长；2) 火电业务：收入端北疆二期形成主要增量，成本端煤炭价格下行将显著提升盈利能力，预计公司2019-2021年EPS分别为0.72、0.75、0.76元，对应PE分别为13、13、13倍，维持公司“买入”评级。

■ **风险提示：**1) 需求：宏观经济下行、工业企业盈利能力下降影响电力需求等；2) 供给：雅砻江来水情况不明确影响水电发电量、新能源机组发电量挤压公司火电机组利用小时数；3) 价格：电价存在下调风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.62
一年最低/最高价	6.60/9.65
市净率(倍)	1.71
流通A股市值(百万元)	65281.54

基础数据

每股净资产(元)	5.62
资产负债率(%)	68.84
总股本(百万股)	6786.02
流通A股(百万股)	6786.02

相关研究

1、《蒙华铁路研究专题：北煤南送大动脉预计年内通车，终端电厂+上游煤企有望显著获益》

2019-04-08

2、《陕西煤业深度研究：煤炭行业价值龙头，业绩增长+估值提升值得期待》

2019-05-05

3、《煤炭行业研究专题：百年未有之大变局——国企改革的新环境、新变化和预期差》

2019-06-16

4、《国投电力（600886）：水火并济、攻守兼具的稀缺核心资产》

2019-07-17

事件：

公司发布 2019 年半年报，实现营收 196.09 亿，同比增长 10.25%；归母净利润 22.76 亿，同比增长 44.92%；扣非后归母净利润为 22.50 亿，同比增长 44.51%。

水火并济，上半年业绩超预期

2019 年上半年公司境内控股企业发电量合计 725.09 亿千瓦时、同比增长 11.29%；上网电量合计 702.43 亿千瓦时、同比增长 11.28%；平均上网电价为 0.312 元/千瓦时，同比增长-3.16%。其中 Q2 单季度发电量为 346.43 亿千瓦时，同比增长 9.75%；上网电量为 335.30 亿千瓦时，同比增长 9.78%；平均上网电价为 0.317 元/千瓦时，同比增长 0.58%。

水电：2019 年上半年实现归母净利润 15.98 亿元，同比增长 4.16%；其中雅砻江水电实现归母净利润 12.00 亿元，同比增长-8.75%；国投大朝山实现归母净利润 2.75 亿元，同比增长 119.17%，主要是因为区域来水较好，发电量增长，且电价同比上涨；国投小三峡实现归母净利润 1.23 亿元，同比增长 31.15%。

火电：2019 年上半年实现归母净利润 4.35 亿元，同比增长 231.61%；其中中国投北部湾（增长 113.04%）、国投钦州（增长 239.23%）、国投盘江（增长 112.93%）、湄洲湾二期（增长 126.74%）、国投大朝山（增长 119.17%）、国投北疆（增长 167.36%）增长较为明显，主要是由于区域电力市场好转、煤价下行以及北疆二期 2 台百万机组投产所致。

期间费用率控制良好，净利率显著提升

上半年公司销售、管理（包含研发）、财务费用分别为 0.02、5.38、23.61 亿元，同比分别提升-48.80%、-0.37%、-3.85%，期间费用率为 14.79%，同比下降 2.07 个百分点，显示出公司良好的费用管控能力；上半年毛利率为 39.62%，同比小幅提升 1.38 个百分点；净利率为 20.92%，同比提升 3.53 个百分点。

水电业务：依托雅砻江，中游机组投产后仍有增长

截至 2019 年上半年，公司控股的水电装机容量合计 1672 万千瓦，其中持股比例 52%

的雅砻江水电装机总容量为 1470 万千瓦，占比水电装机容量为 87.92%，是公司水电业务的核心支柱。1) 雅砻江下游已投产机组盈利较为稳定：2016-2018 年归母净利润分别为 73.29、68.84、72.78 亿元；ROE 分别为 18.57%、15.51%、14.81%。2) 雅砻江中游在建机组即将贡献有效增量：根据公司测算，两河口水电站投产后，经营期第一阶段（无楞古）和第二阶段（有楞古）将分别实现息税前利润 32.64 亿元和 37.80 亿元，占比公司 2018 年息税前利润（146.69 亿元）分别为 22.25% 和 25.77%；杨房沟水电站投产后，经营期实现息税前利润 9.11 亿元，占比公司 2018 年息税前利润为 6.21%。3) 除了雅砻江水电之外，公司还持股 60.45% 的国投小三峡、50% 的国投大朝山以及 110.10 万千瓦的风电装机和 47.80 万千瓦的光伏装机，虽然规模较小但是增速较高，未来有望对雅砻江水电形成重要补充。

火电业务：收入端北疆二期形成主要增量，成本端煤炭价格下行将显著提升盈利能力

1) 收入端：公司在手火电资产以大机组为主，百万千瓦机组占比为 50%，2018 年国投北疆二期 2 台百万千瓦超超临界机组投产后形成火电业务收入的主要增量；2) 成本端：联合试运转利用率提升+晋陕蒙三省在建产能投运+表外在建投产，预计 2019 年煤炭产量增量合计 0.79 亿吨，将进出口考虑在内后，预计产量增量约为 0.69 亿吨。根据我们的测算，2019 年煤炭行业需求值为 40.21 亿吨，增速为 1.62%，其中火电耗煤占比为 54.56%。不考虑库存波动下的供需缺口值（供给-需求）为 4754 万吨，相比 2018 年（5111 万吨）有所缩小，供需形势相比 2018 年略有宽松；目前北方港口和下游电厂的高库存有助于加剧煤价下行趋势。3) 盈利端：我们以 2018 年数据为基准，假设 2019 年煤炭价格下行后，公司入炉标煤单价下降 10%，其他条件保持不变，则有望增加毛利 22.20 亿元，占比 2018 年公司毛利总额（165.73 亿元）为 13.39%，盈利能力显著提升。

盈利预测与投资评级

预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.72、0.75、0.76 元，对应 PE 分别为 13、13、13 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

1) 需求：宏观经济下行、工业企业盈利能力下降影响电力需求等；

2) 供给：雅砻江来水情况不明确影响水电发电量、新能源机组发电量挤压公司火电机组利用小时数；

3) 价格：电价存在下调风险等。

国投电力三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	17,378	20,991	12,443	10,341	营业收入	41,011	41,814	43,295	43,973
现金	7,601	13,091	2,188	2,222	减:营业成本	24,440	23,094	23,912	24,286
应收账款	5,234	3,723	5,551	3,869	营业税金及附加	962	978	1,013	923
存货	1,517	1,034	1,607	1,076	营业费用	7	13	13	4
其他流动资产	3,027	3,143	3,097	3,175	管理费用	1,205	1,229	1,273	1,240
非流动资产	203,331	205,359	209,345	207,870	财务费用	5,071	5,520	5,762	6,028
长期股权投资	10,524	11,045	11,566	12,087	资产减值损失	397	54	9	0
固定资产	140,795	147,591	155,386	158,316	加:投资净收益	522	521	521	521
在建工程	44,309	39,040	35,114	30,572	其他收益	45	0	0	0
无形资产	4,404	4,418	4,028	3,663	营业利润	9,684	11,447	11,834	12,011
其他非流动资产	3,299	3,265	3,250	3,233	加:营业外净收支	45	0	0	0
资产总计	220,708	226,350	221,788	218,212	利润总额	9,729	11,447	11,834	12,011
流动负债	35,169	50,273	58,097	66,582	减:所得税费用	1,352	2,060	2,130	2,162
短期借款	5,764	6,341	18,773	20,364	少数股东损益	4,013	4,496	4,648	4,718
应付账款	4,678	4,311	4,996	4,456	归属母公司净利润	4,364	4,890	5,056	5,131
其他流动负债	24,727	39,622	34,328	41,762	EBIT	17,368	19,475	20,194	20,792
非流动负债	115,357	98,035	77,426	56,894	EBITDA	24,565	25,963	27,262	28,380
长期借款	113,904	96,582	75,973	55,442					
其他非流动负债	1,452	1,452	1,452	1,452	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	150,525	148,308	135,523	123,476	每股收益(元)	0.64	0.72	0.75	0.76
少数股东权益	32,492	36,988	41,636	46,354	每股净资产(元)	4.96	5.46	5.99	6.54
归属母公司股东权益	37,692	41,055	44,629	48,382	发行在外股份(百万股)	6786	6786	6786	6786
负债和股东权益	220,708	226,350	221,788	218,212	ROIC(%)	8.6%	9.4%	10.0%	11.3%
					ROE(%)	11.9%	12.0%	11.2%	10.4%
					毛利率(%)	40.4%	44.8%	44.8%	44.8%
					销售净利率(%)	10.6%	11.7%	11.7%	11.7%
					资产负债率(%)	68.2%	65.5%	61.1%	56.6%
					收入增长率(%)	29.6%	2.0%	3.5%	1.6%
					净利润增长率(%)	35.0%	12.1%	3.4%	1.5%
					P/E	15.03	13.36	12.83	12.66
					P/B	1.94	1.76	1.61	1.47
					EV/EBITDA	8.83	7.99	7.92	7.14

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

