

国投电力 (600886)

量增价跌，增值税率下调，预计 Q3 业绩小幅增长

Q3 上网电量同比+3.73%，电价同比-4.7%

2019年7-9月，公司境内控股企业完成发电量491.63亿千瓦时，上网电量478.15亿千瓦时，同比分别增加3.88%和3.73%；2019年1-9月，公司境内控股企业完成发电量1216.72亿千瓦时，上网电量1180.59亿千瓦时，同比分别增加8.17%和8.10%。

2019年7-9月，公司境内控股企业平均上网电价0.289元/千瓦时，同比减少4.70%；2019年1-9月，公司境内控股企业平均上网电价0.303元/千瓦时，同比下降3.86%。

增值税调整对冲含税电价下滑，预计 Q3 业绩小幅增长

Q3、前三季度水电上网电量分别增长0.06%、4.04%。水电电量同比增长的主要原因：雅砻江水电来水虽然较去年同期偏枯，但弃水量减少；国投小三峡来水较去年同期偏丰；国投大朝山受益于上游电站去库容的影响，前三季度整体来水偏丰。

Q3 公司水电含税电价同比下降超过 8%，上半年降幅为 6.29%，降幅增大，但考虑到增值税率调整的影响，不含税电价降幅据我们测算约为 6%（详见表 1）。增值税今年由 16%降为 13%后，7 月起，非市场化的水电电量的降价空间（含 18 年 17%降为 16%），将用于让利下游。Q3 雅砻江水电电价同比下降 7.72%，除了伴随增值税下调的电价调整外，我们认为市场化交易的规模可能继续扩大。Q3 大朝山电价大幅下降的原因，我们推测是支付了政策性让利，据我们测算额度约为 1 亿元，我们认为 19 年度大朝山的电价风险已得到明显释放。Q3 小三峡电价降幅较大的主要原因，我们认为可能的原因是甘肃汛期来水充沛，从而影响供需关系带来正常波动。

Q3、前三季度火电上网电量分别增长 9.08%、12.51%。火电电量同比增长的主要原因：北疆二期 2×100 万千瓦机组于去年 6 月份投产；甘肃省外送电量增加，火电机组利用小时同比增加较多；广西、新疆区域社会用电量增速较快，火电机组利用小时数增加。Q3 公司火电电价同比下降 3.41%，上半年降幅为 3.37%，降幅基本持平，预计全年火电含税电价降幅为 3.4%左右。我们认为火电电价下降的主要原因是市场化交易规模的扩大，以及区域供需关系改变带来的波动。

虽然含税电价同比下降，增值税调整或将有效对冲度电收入的损失。我们预计，得益于上网电量同比上升，前三季度营收或将小幅增长；预计公司 Q3 业绩 21 亿元，同比+4.4%；前三季度业绩 43.9 亿，同比+22%。

盈利预测：我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 48.02、53.98、54.85 亿元，对应 EPS 为 0.71、0.80、0.81 元/股。维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动，电价下降，煤价上涨，用电需求不足

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	24,277.25	26,383.41	28,005.72
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)	18.58	13.76	12.51	11.13	10.95
市净率(P/B)	1.97	1.59	1.64	1.50	1.37
市销率(P/S)	1.90	1.46	1.40	1.35	1.31
EV/EBITDA	11.27	9.72	8.94	9.02	8.24

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	8.85 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)	60,056.31
流通 A 股市值(百万元)	60,056.31
每股净资产(元)	5.03
资产负债率(%)	68.84
一年内最高/最低(元)	9.98/6.78

作者

于夕朦	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518050001	
yuximeng@tfzq.com	
周迪	联系人
zhoudi@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《国投电力-公司点评:结构转型持续推进，转让资产合计挂牌增值率或不低于 65%》 2019-10-09
- 《国投电力-公司点评:结构转型步伐加快，轻装上阵进军海外》 2019-08-30
- 《国投电力-半年报点评:归母净利润同比+45%；电量大增、电价小降；火电盈利改善显著》 2019-08-26



表 1：国投电力水电电价测算（电价单位：元/千瓦时）

国投电力-水电							
	19Q3	19Q2	19Q1	18Q4	18Q3	18Q2	18Q1
含税电价	0.24	0.257	0.254	0.268	0.263	0.252	0.29
同比	-8.75%	1.98%	-12.41%				
税率	13%	13%	16%	16%	16%	16.67%	17%
不含税电价	0.2124	0.2274	0.2190	0.2310	0.2267	0.2160	0.2479
同比	-6.32%	5.30%	-11.66%				
雅砻江水电							
	19Q3	19Q2	19Q1	18Q4	18Q3	18Q2	18Q1
含税电价	0.248	0.262	0.258	0.282	0.268	0.258	0.301
同比	-7.46%	1.55%	-14.29%				
税率	13%	13%	16%	16%	16%	16.67%	17%
不含税电价	0.2195	0.2319	0.2224	0.2431	0.2310	0.2211	0.2573
同比	-5.01%	4.85%	-13.55%				

注：上述测算假设所有水电电量均执行所列增值税水平（包括税率和时间）

资料来源：公司公告，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	5,130.68	7,600.55	9,397.64	3,563.23	7,070.85	营业收入	31,645.28	41,011.37	42,962.63	44,540.43	46,017.85
应收票据及应收账款	4,036.19	5,812.97	3,599.11	4,059.05	3,853.13	营业成本	18,802.81	24,440.25	24,153.61	24,118.26	24,663.70
预付账款	369.99	355.41	1,265.06	549.43	620.72	营业税金及附加	563.63	961.65	859.25	890.81	920.36
存货	1,183.17	1,516.71	1,356.84	1,450.26	1,471.25	营业费用	7.56	6.63	11.00	12.00	13.81
其他	1,555.10	2,091.87	1,918.05	1,800.69	2,013.54	管理费用	999.06	1,205.08	1,207.34	1,212.25	1,217.15
流动资产合计	12,275.13	17,377.51	17,536.71	11,422.66	15,029.49	研发费用	1.96	1.28	2.67	2.77	2.86
长期股权投资	8,729.61	10,523.79	25,523.79	35,523.79	48,523.79	财务费用	4,877.77	5,071.11	5,401.00	5,701.00	6,501.00
固定资产	134,498.22	140,795.24	142,352.84	143,372.94	149,588.59	资产减值损失	118.98	397.14	300.00	200.00	200.00
在建工程	46,027.91	44,308.66	42,150.22	40,118.71	32,134.97	公允价值变动收益	0.00	44.70	50.00	50.00	50.00
无形资产	4,494.32	4,403.84	4,068.19	3,732.54	3,396.88	投资净收益	345.54	522.01	302.00	302.00	302.00
其他	2,262.81	3,299.21	2,468.79	2,648.29	2,746.47	其他	(1,626.62)	(1,322.38)	(704.00)	(704.00)	(704.00)
非流动资产合计	196,012.88	203,330.74	216,563.83	225,396.28	236,390.71	营业利润	7,554.58	9,683.90	11,379.76	12,755.35	12,850.97
资产总计	208,288.00	220,708.24	234,100.54	236,818.94	251,420.20	营业外收入	54.79	114.15	200.00	200.00	200.00
短期借款	4,741.27	5,764.12	5,900.00	14,248.59	6,100.00	营业外支出	95.04	68.87	100.00	100.00	100.00
应付票据及应付账款	5,654.90	5,099.89	10,027.24	3,832.95	9,658.16	利润总额	7,514.33	9,729.17	11,479.76	12,855.35	12,950.97
其他	23,659.69	24,304.58	29,459.81	21,194.25	29,886.37	所得税	954.84	1,352.32	1,951.56	2,185.41	2,201.67
流动负债合计	34,055.86	35,168.59	45,387.05	39,275.80	45,644.53	净利润	6,559.49	8,376.85	9,528.20	10,669.94	10,749.31
长期借款	108,886.78	111,704.08	110,000.00	110,510.43	110,000.00	少数股东损益	3,327.19	4,012.75	4,725.87	5,271.84	5,263.93
应付债券	3,000.00	2,200.00	2,733.33	2,644.44	2,525.93	归属于母公司净利润	3,232.30	4,364.10	4,802.34	5,398.10	5,485.38
其他	1,637.80	1,452.47	2,104.94	1,731.74	1,763.05	每股收益(元)	0.48	0.64	0.71	0.80	0.81
非流动负债合计	113,524.58	115,356.55	114,838.27	114,886.61	114,288.97	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
负债合计	147,580.44	150,525.13	160,225.32	154,162.41	159,933.51	成长能力					
少数股东权益	30,152.33	32,491.55	37,217.41	42,489.25	47,753.18	营业收入	8.11%	29.60%	4.76%	3.67%	3.32%
股本	6,786.02	6,786.02	6,786.02	6,786.02	6,786.02	营业利润	-10.99%	28.19%	17.51%	12.09%	0.75%
资本公积	6,471.15	6,468.79	6,468.79	6,468.79	6,468.79	归属于母公司净利润	-17.47%	35.02%	10.04%	12.41%	1.62%
留存收益	23,672.55	26,749.62	29,871.78	33,381.26	36,947.48	获利能力					
其他	(6,374.50)	(2,312.87)	(6,468.79)	(6,468.79)	(6,468.79)	毛利率	40.58%	40.41%	43.78%	45.85%	46.40%
股东权益合计	60,707.56	70,183.11	73,875.21	82,656.54	91,486.69	净利率	10.21%	10.64%	11.18%	12.12%	11.92%
负债和股东权益总	208,288.00	220,708.24	234,100.54	236,818.94	251,420.20	ROE	10.58%	11.58%	13.10%	13.44%	12.54%
						ROIC	6.23%	6.89%	-811.12%	-570.32%	-579.26%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	70.85%	68.20%	68.44%	65.10%	63.61%
净利润	6,559.49	8,376.85	4,802.34	5,398.10	5,485.38	净负债率	206.70%	182.07%	165.18%	166.96%	137.48%
折旧摊销	6,589.99	7,196.88	7,496.48	7,927.06	8,653.75	流动比率	0.36	0.49	0.39	0.29	0.33
财务费用	4,903.20	5,098.56	5,401.00	5,701.00	6,501.00	速动比率	0.33	0.45	0.36	0.25	0.30
投资损失	(345.54)	(522.01)	(302.00)	(302.00)	(302.00)	营运能力					
营运资金变动	(4,862.72)	(1,934.92)	15,564.80	(16,010.71)	14,415.96	应收账款周转率	8.96	8.33	9.13	11.63	11.63
其它	5,296.63	1,003.45	4,775.87	5,321.84	5,313.93	存货周转率	28.11	30.38	29.90	31.73	31.50
经营活动现金流	18,141.04	19,218.80	37,738.49	8,035.30	40,068.02	总资产周转率	0.15	0.19	0.19	0.19	0.19
资本支出	11,044.04	13,627.82	20,907.53	16,953.20	19,518.69	每股指标(元)					
长期投资	(117.21)	1,794.18	15,000.00	10,000.00	13,000.00	每股收益	0.48	0.64	0.71	0.80	0.81
其他	(22,103.27)	(29,124.36)	(56,652.39)	(43,375.06)	(51,941.83)	每股经营现金流	2.67	2.83	5.56	1.18	5.90
投资活动现金流	(11,176.44)	(13,702.36)	(20,744.87)	(16,421.86)	(19,423.14)	每股净资产	4.50	5.55	5.40	5.92	6.44
债权融资	130,610.39	135,384.75	131,425.32	141,567.09	132,849.98	估值比率					
股权融资	(4,721.56)	(871.29)	(9,414.00)	(5,558.08)	(6,358.08)	市盈率	18.58	13.76	12.51	11.13	10.95
其他	(132,027.14)	(137,538.80)	(137,207.85)	(133,456.86)	(143,629.17)	市净率	1.97	1.59	1.64	1.50	1.37
筹资活动现金流	(6,138.32)	(3,025.34)	(15,196.53)	2,552.15	(17,137.26)	EV/EBITDA	11.27	9.72	8.94	9.02	8.24
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	17.71	14.50	12.93	12.89	11.92
现金净增加额	826.28	2,491.11	1,797.10	(5,834.41)	3,507.61						

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