

# 公用事业

证券研究报告

2019年12月08日

## 国投电力推迟发行 GDR，维持推荐

**投资评级**
**行业评级**

强于大市(维持评级)

**上次评级**

强于大市

**作者**
**于夕蒙**

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518050001

yuximeng@tfzq.com

**周迪**

联系人

zhoudi@tfzq.com

**行业走势图**


资料来源：贝格数据

**相关报告**

- 《公用事业-行业研究周报:10月电量数据:用电量增速4.4%,火电增速5.9%维持高位》2019-12-01
- 《公用事业-行业研究周报:国投电力GDR套利也许没那么容易》2019-11-24
- 《公用事业-行业研究周报:国投电力出售部分火电资产进展情况:北部湾股权溢价转让于其第二大股东,六项股权转让增值率预计不低于32.47%》2019-11-17

本周国投电力发布公告:鉴于市场情况,公司决定推迟本次GDR发行上市。公司认为这是一项审慎的决定,符合公司现有股东和未来股东的最大利益。

国投电力拟发行GDR募集海外资金,近期市场存在复制华泰证券“做空A+做多GDR”进行套利的讨论,公司股价出现一定波动。由于股本结构、两市估值水平等存在差异,我们认为国投电力GDR发行折价程度(相对于A股股价)会远低于华泰证券。出于保护公司股东权益的考虑,目前公司已推迟GDR发行,我们认为主要是市场波动的原因,后续有望重启发行。对GDR的发行价,我们维持之前的判断,预计不会低于定价基准日的9折。

从短期基本面来看,公司的火电资产有望受益于区域电力市场好转、煤价下降,或将带来ROE提升、PB修复。19年上半年,火电对净利润贡献4.41亿元,去年同期为1.31亿元,增长显著,预计2019年公司火电业绩同比将有大幅改善。为盘活资产结构、促进整体战略布局推进,公司近期挂牌转让部分盈利能力相对较弱的火电股权,目前北部湾溢价转让于其二股东,预计六项股权合计转让增值率不低于32%,火电资产价值凸显。

从中长期来看,雅砻江中游电站即将逐步投产,装机规模将显著提升,有望带来显著的利润增厚。在建的中游两河口、杨房沟电站总装机450万千瓦,具有多年调节功能,为稀缺的优质水电资产,投产后有望通过联合调度大幅增发发电量,从而显著提升雅砻江水电的盈利能力和内在价值,公司有望步入业绩上新台阶的新阶段。大水电的核心价值:水流-电流-现金流-价值流。雅砻江中游项目投产后,公司资本开支预计将大幅降低,随着进入现金流还款阶段、资产负债率降低,公司有望增加分红为投资者带来更稳健的回报。

我们预计公司19-21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。我们看好公司短期的业绩改善以及中长期的成长空间,维持“买入”评级。

**风险提示:**宏观经济波动,动力煤价格高企,电价下调,用电量下滑明显

## 内容目录

1. 行业观点及推荐标的.....	3
1.1. 国投电力推迟发行 GDR，维持“买入”评级.....	3
1.2. 推荐标的.....	3
2. 上周板块走势.....	3
3. 行业新闻动态.....	4
4. 上市公司动态.....	5
5. 大宗交易.....	5

## 图表目录

图 1：公用事业板块上周涨幅前十（单位：%）.....	3
图 2：公用事业板块上周跌幅前十（单位：%）.....	3
表 1：重点推荐公司盈利预测与估值表.....	3
表 2：公用事业上市公司重要公告.....	5
表 3：公用事业公司大宗交易情况.....	5

## 1. 行业观点及推荐标的

### 1.1. 国投电力推迟发行 GDR，维持“买入”评级

本周，国投电力发布公告：鉴于市场情况，公司决定推迟本次 GDR 发行上市。公司认为这是一项审慎的决定，符合公司现有股东和未来股东的最大利益。

国投电力拟发行 GDR 募集海外资金，近期市场存在复制华泰证券“做空 A+做多 GDR”进行套利的讨论，公司股价出现一定波动。由于股本结构、两市估值水平等存在差异，我们认为国投电力 GDR 发行折价程度（相对于 A 股股价）会远低于华泰证券。出于保护公司股东权益的考虑，目前公司已推迟 GDR 发行，我们认为主要是市场波动的原因，后续有望重启发行。对 GDR 的发行价，我们维持之前的判断，预计不会低于定价基准日的 9 折。

从短期基本面来看，公司的火电资产有望受益于区域电力市场好转、煤价下降，或将带来 ROE 提升、PB 修复。19 年上半年，火电对净利润贡献 4.41 亿元，去年同期为 1.31 亿元，增长显著，预计 2019 年公司火电业绩同比将有大幅改善。为盘活资产结构、促进整体战略布局推进，公司近期挂牌转让部分盈利能力相对较弱的火电股权，目前北部湾溢价转让于其二股东，预计六项股权合计转让增值率不低于 32%，火电资产价值凸显。

从中长期来看，雅砻江中游电站即将逐步投产，装机规模将显著提升，有望带来显著的利润增厚。在建的中游两河口、杨房沟电站总装机 450 万千瓦，具有多年调节功能，为稀缺的优质水电资产，投产后有望通过联合调度大幅增发发电量，从而显著提升雅砻江水电的盈利能力和内在价值，公司有望步入业绩上新台阶的新阶段。大水电的核心价值：水流-电流-现金流-价值流。雅砻江中游项目投产后，公司资本开支预计将大幅降低，随着进入现金流还款阶段、资产负债率降低，公司有望增加分红为投资者带来更稳健的回报。

我们预计公司 19-21 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。我们看好公司短期的业绩改善以及中长期的成长空间，维持“买入”评级。

风险提示：GDR 发行价不及预期，电价下降，煤价上涨，用电需求不足。

### 1.2. 推荐标的

本周推荐标的：蓝焰控股、沃施股份、赣能股份、华电国际、华能国际、国投电力。

表 1：重点推荐公司盈利预测与估值表

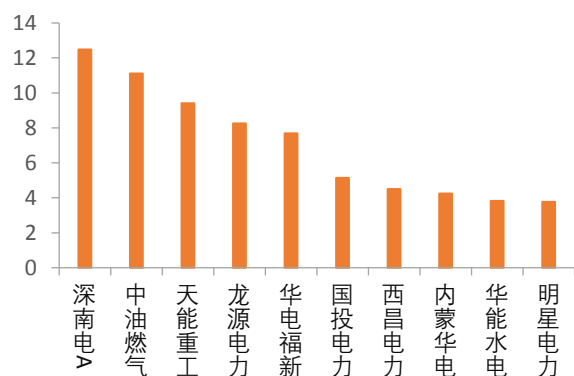
股票代码	股票名称	收盘价 2019-12-06	EPS (元)		P/E	
			2019E	2020E	2019E	2020E
600011.SH	蓝焰控股	10.21	0.76	0.86	13.07	11.15
300483.SZ	沃施股份	36.25	1.7	2.23	21.29	16.28
000899.SZ	赣能股份	4.67	0.35	0.38	13.34	12.24
600027.SH	华电国际	3.69	0.30	0.36	11.26	8.53
600011.SH	华能国际	5.79	0.37	0.43	15.22	11.75
600886.SH	国投电力	8.80	0.71	0.80	12.39	11.00

资料来源：wind，天风证券研究所

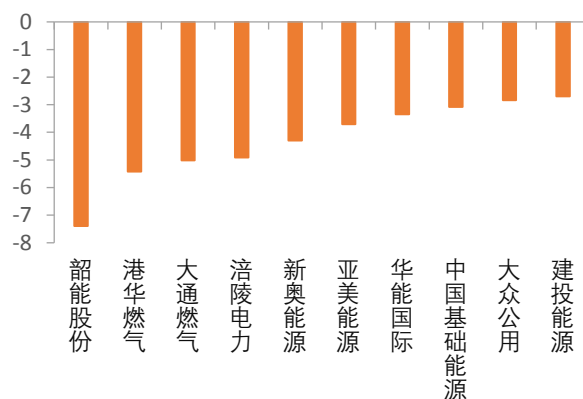
## 2. 上周板块走势

Wind 数据显示，上周上证综指上涨 1.39%，深证综指上涨 2.96%，公用事业指数上涨 0.66%，其中电力指数上涨 0.49%，燃气指数上涨 1.00%。

上周公用事业板块涨幅前五的股票分别为深南电 A、中油燃气、天能重工、龙源电力、华电福新；跌幅前五的股票分别为韶能股份、港华燃气、大通燃气、涪陵电力、新奥能源。



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

### 3. 行业新闻动态

#### 1、中国沿海电煤采购价格指数 (CECI 沿海指数) 2019.11.28-2019.12.05

5500 大卡动力煤综合价为 547 元/吨, 环比下降 8 元/吨, 降幅 1.4%。5500 大卡动力煤成交价为 548 元/吨, 环比下降 1 元/吨, 降幅 0.2%; 离岸价 548 元/吨, 环比下降 6 元/吨, 降幅 1.1%。5000 大卡动力煤成交价 490 元/吨, 环比上涨 6 元/吨, 降幅 1.2%; 离岸价 494 元/吨, 环比下降 2 元/吨, 降幅 0.4%。

<https://dwz.cn/yUJg7d1d>

#### 2、国家能源局: 电网企业应公平无歧视为电源项目提供电网接入服务

国家能源局发布《电网公平开放监管办法 (征求意见稿)》, 为加强电网公平开放监管, 规范电网设施开放行为, 此次公开征求意见的时间为 2019 年 12 月 6 日至 2020 年 1 月 5 日。征求意见稿指出, 电网企业应公平无歧视为电源项目提供电网接入服务。

<https://dwz.cn/v365tyNn>

#### 3、北京市 11 月省间交易电量情况: 交易电量完成 868 亿千瓦时 增长 25.6%

11 月, 省间交易电量完成 868 亿千瓦时, 同比增长 1.7%。其中, 省间市场交易电量完成 455 亿千瓦时, 同比增长 25.6%, 占省间交易电量的 52.4%; 1~11 月, 省间交易电量完成 9679 亿千瓦时, 同比增长 7.5%

<https://dwz.cn/5awyuuJW>

#### 4、重庆市发改委: 发布《重庆市配电网配电定价成本监审办法 (征求意见稿)》

重庆市配电定价成本监审办法征求意见, 办法规定配电定价成本包括折旧费和运行维护费, 折旧费采用年限平均法分类核定。固定资产残值率按 5% 核定。

<https://dwz.cn/l9aKmmhh>

#### 5、山西省能源局: 发布《2020 年山西省电力直接交易工作方案》

2020 年全省电力直接交易规模约 1300 亿千瓦时, 执行大工业用电的电力用户不受电压等级和电量限制; 执行一般工商业用电的电力用户不受电压等级限制, 但上年度 (2018 年 11 月-2019 年 10 月) 用电量要在 500 万千瓦时以上; “煤改电” 用户优先全电量参与市场交易, 不受电压等级和电量限制。

<https://dwz.cn/qWoGNuLL>

#### 6、辽宁省全面放开经营性电力用户发用电计划, 用户不受电压等级和年用电量限制进入市场交易

辽宁省工信厅发布《关于全面放开辽宁省经营性电力用户发用电计划的通知》, 经营性电

力用户中，既不符合产业政策的电力用户以及产品和工艺属于《产业结构调整指导目录》中淘汰类的电力用户外，其余电力用户均可不受电压等级和年用电量限制，申请准入参与电力市场化交易。

<https://dwz.cn/t97mEfnJ>

## 4. 上市公司动态

表 2：公用事业上市公司重要公告

股票名称	股票代码	公告分类	具体内容
东方环宇	603706	公司公告	发布重大资产购买报告书，公司以现金收购伊宁国资持有的伊宁供热 80% 的股权，交易方式为公开挂牌转让。(2019/12/05)
哈投股份	600864	公司公告	发布关于全资子公司江海证券有限公司 2019 年 11 月主要财务数据的公告。2019 年 11 月江海证券营业收入为 4,387.57 万元，净亏损 939.01 万元。(2019/12/06)
百川能源	600681	公司公告	关于公司股东股份解质的公告。贤达实业持有公司股份 78,267,836 股，占公司总股本的 5.42%。本次解除质押后，贤达实业不存在质押股份。(2019/12/06)
漳泽电力	000767	公司公告	发布 2019 年第一期超短期融资券发行结果公告。公司于 2019 年 12 月 2-3 日发行超短期融资券，代码 011902845，发行总额 5 亿元，发行利率 4.55%(2019/12/06)
百川能源	600681	公司公告	关于公司股东股份质押的公告。贤达实业持有公司股份 78,267,836 股，占公司总股本的 5.42%。本次质押后，贤达实业累计质押股份数量为 38,000,000 股，占其持有公司股份的 48.55% (2019/12/07)
华通热力	002893	公司公告	于特定股东减持计划的预披露公告。持公司股份 5,843,895 股的特定股东昆仑朝阳投资计划以大宗交易、集中竞价交易方式减持股份不超过 5,843,895 股 (占公司总股本 159,749,200 股的比例为 3.66% (2019/12/07))
深圳能源	000027	公司公告	关于投资建设越南宁顺省正胜 5 万千瓦风电项目、深能宝应 5.06 万千瓦风电场项目、深能涟水 4.75 万千瓦风电项目并提供担保的公告。(2019/12/07)

资料来源：wind，天风证券研究所

## 5. 大宗交易

表 3：公用事业公司大宗交易情况

公司简称	公司代码	成交数量 (万股)	成交价 格(元)	成交金额(万 元)	买入席位	卖出席位
新疆火炬	603080	14.50	14.16	205.32	中国银河证券股份有限公司 公司东阳十字街证券营 业部	九州证券股份有限公司北京 分公司
新疆火炬	603080	14.50	14.16	205.32	国都证券股份有限公司 江苏分公司	九州证券股份有限公司北京 分公司

资料来源：wind，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	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	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