

国投电力 (600886)

证券研究报告

2019年12月28日

尘埃落定：火电股权转让增值率 49%，预计增加资产处置收益 7.9 亿元

全部 6 项股权均已成交，合计转让价格 24 亿元

公司发布公告：继 11 月国投北部湾 55%股权以 5.91 亿元转让于广西投资集团后，12 月 27 日，公司签订合同，将另 5 项股权（国投宣城 51%股权、国投伊犁 60%股权、靖远二电 51.22%股权、淮北国安 35%股权、张掖发电 45%股权）以 18.09 亿元转让于中煤能源集团有限公司。

转让增值率 49%，预计增加资产处置收益 7.9 亿元

公司转让的 6 项火电股权为盈利能力相对较弱的资产，据我们测算（详见表 2），2019H1 上述六项资产合计贡献权益净利润-0.55 亿元，整体亏损。受益于区域电力市场好转、煤价下降，上半年国投电力火电板块整体盈利改善显著，但靖远二电、伊犁等电厂仍处于亏损状态，拖累公司业绩。我们认为，出售上述火电股权，将有利于公司盘活资产结构，促进整体战略布局推进。

6 项股权的净资产评估价值相较账面价值均有较大比例增值（详见表 2），其中北部湾增值率 168.48%，靖远二电 117.45%，国投伊犁 59.46%，国投宣城 40.51%，淮北国安 57.77%，甘肃张掖 15.18%。11 月率先成交的北部湾 55%股权，是其中较为优质的资产，在 6 项股权中评估增值率最高，其转让价格（5.91 亿元）相较我们测算的第一次挂牌价格（4.78 亿元）也有明显溢价；受让方广西投资集团有限公司在本次交易前持有北部湾 27%股权，是仅次于国投电力的第二大股东。本次另 5 项股权打包转让于中煤能源集团有限公司，我们认为可能是双赢的结果，公司盘活了资产、回收了资金，而受让方有望借助煤电协同效应提高上述火电资产的盈利能力。

据我们测算（详见表 2），全部 6 项股权合计权益净资产为 16.11 亿元，最终成交价格合计 24 亿元，整体增值率 49%。我们预计，转让 6 项股权将增加资产处置收益 7.89 亿元，根据两次成交时间，我们判断北部湾的处置收益 4.13 亿元可能计入 2019 年报表，而另五项股权的处置收益 3.76 亿元可能计入 2020 年报表，预计将增厚相应年份的净利润。

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，电价下调，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)	18.66	13.82	12.56	11.18	11.00
市净率(P/B)	1.97	1.60	1.65	1.50	1.38
市销率(P/S)	1.91	1.47	1.40	1.35	1.31
EV/EBITDA	11.27	9.72	8.95	9.03	8.25

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	8.89 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)	60,327.75
流通 A 股市值(百万元)	60,327.75
每股净资产(元)	5.32
资产负债率(%)	67.19
一年内最高/最低(元)	9.98/7.19

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	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《国投电力-公司点评:国投电力复制华泰证券 GDR 套利? 也许没那么容易!》2019-11-20
- 《国投电力-季报点评:前三季度归母净利润 43.33 亿元、同比+20.51%，Q3 同比+1.57%》2019-10-31
- 《国投电力-公司点评:量增价跌，增值率下调，预计 Q3 业绩小幅增长》2019-10-16

表 1：转让标的公司其他股东情况

国投宣城	国投北部湾	国投伊犁	靖远二电	淮北国安	甘肃张掖
中煤新集能源，49%	广西投资集团、国电广西电力分别持有 27%、18%	国投煤炭有限公司，40%	美国第一中华电力合作有限公司、甘肃省电力投资集团分别持有 30.73%、18.05%	安徽省皖能股份、兴安控股（中国香港）、首达控股（中国香港）分别持有 40%、12.5%、12.5%	甘肃省电力投资集团，55%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 2：转让标的公司资产和盈利概况

	国投宣城	国投北部湾	国投伊犁	靖远二电	淮北国安	甘肃张掖	合计
注册资本-万元	93289	50000	65000	130500	84900	56000	
公司持有股权比例	51%	55%	60%	51.22%	35%	45%	
拟转让股权比例	51%	55%	60%	51.22%	35%	45%	
总资产-亿元	29.77	13.01	24.01	19.24	9.34	14.81	
净资产-亿元	9.69	3.23	3.76	3.70	7.87	5.51	
净资产评估价值-亿元	13.62	8.68	6.00	8.04	12.42	6.34	
评估增值率	40.51%	168.48%	59.46%	117.45%	57.77%	15.18%	
第一次挂牌价格-亿元	6.95	4.78	3.79	4.12	4.35	2.85	
第二次挂牌最低价格-亿元	4.86		2.65	2.88	3.04	2.00	
转让成交价格-亿元	5.70	5.91	3.11	3.38	3.57	2.34	
权益净资产账面价值-亿元	4.94	1.78	2.26	1.89	2.76	2.48	
资产处置收益-亿元	0.75	4.13	0.85	1.48	0.81	-0.14	
2019H1 净利润-亿元	0.60	0.22	-0.81	-1.06	-0.03	0.13	
2019H1 权益净利润-亿元	0.31	0.12	-0.49	-0.54	-0.01	0.06	
权益净资产-亿元	4.94	1.78	2.26	1.89	2.76	2.48	
合计权益净资产-亿元							16.11
合计最终转让价格-亿元							24
整体增值率							48.99%
合计资产处置收益-亿元							7.89
2019H1 合计权益利润贡献-亿元							-0.55

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
货币资金	5,130.68	7,600.55	9,397.64	3,563.23	7,070.85
应收票据及应收账款	4,036.19	5,812.97	3,599.11	4,059.05	3,853.13
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	1,555.10	2,091.87	1,918.05	1,800.69	2,013.54
流动资产合计	12,275.13	17,377.51	17,536.71	11,422.66	15,029.49
长期股权投资	8,729.61	10,523.79	25,523.79	35,523.79	48,523.79
固定资产	134,498.22	140,795.24	142,352.84	143,372.94	149,588.59
在建工程	46,027.91	44,308.66	42,150.22	40,118.71	32,134.97
无形资产	4,494.32	4,403.84	4,068.19	3,732.54	3,396.88
其他	2,262.81	3,299.21	2,468.79	2,648.29	2,746.47
非流动资产合计	196,012.88	203,330.74	216,563.83	225,396.28	236,390.71
资产总计	208,288.00	220,708.24	234,100.54	236,818.94	251,420.20
短期借款	4,741.27	5,764.12	5,900.00	14,248.59	6,100.00
应付票据及应付账款	5,654.90	5,099.89	10,027.24	3,832.95	9,658.16
其他	23,659.69	24,304.58	29,459.81	21,194.25	29,886.37
流动负债合计	34,055.86	35,168.59	45,387.05	39,275.80	45,644.53
长期借款	108,886.78	111,704.08	110,000.00	110,510.43	110,000.00
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	114,838.27	114,886.61	114,288.97
负债合计	147,580.44	150,525.13	160,225.32	154,162.41	159,933.51
少数股东权益	30,152.33	32,491.55	37,217.41	42,489.25	47,753.18
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	29,871.78	33,381.26	36,947.48
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	73,875.21	82,656.54	91,486.69
负债和股东权益总	208,288.00	220,708.24	234,100.54	236,818.94	251,420.20

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	6,559.49	8,376.85	4,802.34	5,398.10	5,485.38
折旧摊销	6,589.99	7,196.88	7,496.48	7,927.06	8,653.75
财务费用	4,903.20	5,098.56	5,401.00	5,701.00	6,501.00
投资损失	(345.54)	(522.01)	(302.00)	(302.00)	(302.00)
营运资金变动	(4,862.72)	(1,934.92)	15,564.80	(16,010.71)	14,415.96
其它	5,296.63	1,003.45	4,775.87	5,321.84	5,313.93
经营活动现金流	18,141.04	19,218.80	37,738.49	8,035.30	40,068.02
资本支出	11,044.04	13,627.82	20,907.53	16,953.20	19,518.69
长期投资	(117.21)	1,794.18	15,000.00	10,000.00	13,000.00
其他	(22,103.27)	(29,124.36)	(56,652.39)	(43,375.06)	(51,941.83)
投资活动现金流	(11,176.44)	(13,702.36)	(20,744.87)	(16,421.86)	(19,423.14)
债权融资	130,610.39	135,384.75	131,425.32	141,567.09	132,849.98
股权融资	(4,721.56)	(871.29)	(9,414.00)	(5,558.08)	(6,358.08)
其他	(132,027.14)	(137,538.80)	(137,207.85)	(133,456.86)	(143,629.17)
筹资活动现金流	(6,138.32)	(3,025.34)	(15,196.53)	2,552.15	(17,137.26)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
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

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	1,207.34	1,212.25	1,217.15
研发费用	1.96	1.28	2.67	2.77	2.86
财务费用	4,877.77	5,071.11	5,401.00	5,701.00	6,501.00
资产减值损失	118.98	397.14	300.00	200.00	200.00
公允价值变动收益	0.00	44.70	50.00	50.00	50.00
投资净收益	345.54	522.01	302.00	302.00	302.00
其他	(1,626.62)	(1,322.38)	(704.00)	(704.00)	(704.00)
营业利润	7,554.58	9,683.90	11,379.76	12,755.35	12,850.97
营业外收入	54.79	114.15	200.00	200.00	200.00
营业外支出	95.04	68.87	100.00	100.00	100.00
利润总额	7,514.33	9,729.17	11,479.76	12,855.35	12,950.97
所得税	954.84	1,352.32	1,951.56	2,185.41	2,201.67
净利润	6,559.49	8,376.85	9,528.20	10,669.94	10,749.31
少数股东损益	3,327.19	4,012.75	4,725.87	5,271.84	5,263.93
归属于母公司净利润	3,232.30	4,364.10	4,802.34	5,398.10	5,485.38
每股收益(元)	0.48	0.64	0.71	0.80	0.81

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	8.11%	29.60%	4.76%	3.67%	3.32%
营业利润	-10.99%	28.19%	17.51%	12.09%	0.75%
归属于母公司净利润	-17.47%	35.02%	10.04%	12.41%	1.62%
获利能力					
毛利率	40.58%	40.41%	43.78%	45.85%	46.40%
净利率	10.21%	10.64%	11.18%	12.12%	11.92%
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					
资产负债率	70.85%	68.20%	68.44%	65.10%	63.61%
净负债率	206.70%	182.07%	165.18%	166.96%	137.48%
流动比率	0.36	0.49	0.39	0.29	0.33
速动比率	0.33	0.45	0.36	0.25	0.30
营运能力					
应收账款周转率	8.96	8.33	9.13	11.63	11.63
存货周转率	28.11	30.38	29.90	31.73	31.50
总资产周转率	0.15	0.19	0.19	0.19	0.19
每股指标(元)					
每股收益	0.48	0.64	0.71	0.80	0.81
每股经营现金流	2.67	2.83	5.56	1.18	5.90
每股净资产	4.50	5.55	5.40	5.92	6.44
估值比率					
市盈率	18.66	13.82	12.56	11.18	11.00
市净率	1.97	1.60	1.65	1.50	1.38
EV/EBITDA	11.27	9.72	8.95	9.03	8.25
EV/EBIT	17.71	14.50	12.95	12.91	11.94

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