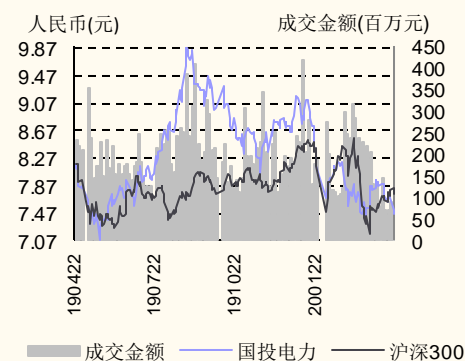


市场价格 (人民币): 7.46 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	67.86
已上市流通 A 股(亿股)	67.86
总市值(亿元)	506.24
年内股价最高最低(元)	7.94/7.46
沪深 300 指数	3808
上证指数	2827



## 相关报告

1. 《火电盈利向好、水电成长可期，两翼齐飞成就龙头-国投电力深度报...》，2019.9.12

杜旷舟 联系人  
dukz@gjzq.com.cn

李蓉 联系人  
lirong@gjzq.com.cn

sunchunxu@gjzq.com.cn

namin@gjzq.com.cn

## 煤价下行资产优化，新机投产成长可期

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	41,011	42,433	36,493	38,173	41,640
营业收入增长率	29.60%	3.47%	-14.00%	4.60%	9.08%
归母净利润(百万元)	4,364	4,755	4,989	5,296	6,887
归母净利润增长率	35.02%	8.97%	4.91%	6.15%	30.04%
摊薄每股收益(元)	0.643	0.701	0.735	0.780	1.015
每股经营性现金流净额	2.83	2.98	2.84	3.11	3.58
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.58%	11.78%	11.43%	11.24%	13.35%
P/E	12.52	13.10	10.46	9.85	7.58
P/B	1.45	1.54	1.20	1.11	1.01

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

■ 公司 2019 年营业收入 424.33 亿元，同比增长 3.47%；归母净利 47.55 亿元，同比增长 8.97%。公司业绩符合预期。

## 经营分析

- **水火互补量升价降，营收小幅增长：**公司 2019 年实现发电量 1623.27 亿千瓦时，同比增长 7.03%。由于市场电规模扩大，公司平均上网电价同比下降 5.05%，其中水电含税电价同比降幅 9.7%，但考虑到增值税调整的利好，公司扣税电价降幅约为 2.92%。受益于甘肃省外送电量增加，广西、新疆用电量增速较快等影响，公司火电机组利用小时同比增加 212 小时，叠加北疆二期去年 6 月投产影响，火电发电量、营收分别同比增长 11.55%、8.99%，火电盈利的改善对冲电价对公司业绩的影响。
- **资产处置优化火电结构，增厚业绩表现：**公司挂牌转让六家盈利较差的火电项目，已于 19 年 11 月以 5.91 亿元转让国投北部湾股权，确认投资收益 4.25 亿元，占利润总额 4.12%；并以 18.09 亿元的价格将国投宣城等另五家火电企业股权转让于中国中煤能源集团有限公司，截至目前已完成工商变更手续。虽受益于煤价下行、区域电力好转，火电业绩明显改善，靖远二电、国投伊犁全年仍亏损 3.18 亿元，拖累公司盈利。资产处置一方面剥离亏损资产带来利润增量；另一方面资产处置收益将部分对冲疫情影响，托底业绩。长期来看，优化火电结构有望进一步增厚公司利润水平。
- **雅中投产叠加煤价下行，水火并济未来成长可期：**雅砻江中游两河口、杨房沟电站合计 450 万千瓦装机，计划于 2021-2023 年投产。届时雅砻江水电装机容量将较当前增长 30.61%，水电业绩迎来爆发期。QHDQ5500 动力煤 2020 年一季度均价 557.41 元/吨，同比下降 7.39%，4 月 9 日以来进一步跌破 500 元/吨。供给端产能增加叠加疫情加剧煤炭需求疲软，预计 2020 年煤价中枢 520-540 元/吨，成本端煤价下行利好公司火电业绩。

## 投资建议

- 考虑到疫情影响，我们下调营收预期；但由于煤价下跌相比预期更快，我们基本维持盈利预期。我们预测公司 2020-2022 年的营收为 364.93/381.73/416.40 亿元，归母净利为 49.89/52.96/68.87 亿元，对应 EPS 为 0.74/0.78/1.02 元，对应动态 PE 为 10/10/8 倍，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 雅砻江来水不佳；煤价降幅不及预期；电价大幅下降；疫情影响超出预期。

**附录：三张报表预测摘要**

**损益表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>主营业务收入</b>	<b>31,645</b>	<b>41,011</b>	<b>42,433</b>	<b>36,493</b>	<b>38,173</b>	<b>41,640</b>
增长率		29.6%	3.5%	-14.0%	4.6%	9.1%
主营业务成本	-18,803	-24,440	-25,852	-19,489	-20,137	-21,291
%销售收入	59.4%	59.6%	60.9%	53.4%	52.8%	51.1%
毛利	12,842	16,571	16,582	17,004	18,036	20,350
%销售收入	40.6%	40.4%	39.1%	46.6%	47.2%	48.9%
营业税金及附加	-564	-962	-947	-839	-878	-1,016
%销售收入	1.8%	2.3%	2.2%	2.3%	2.3%	2.4%
销售费用	-8	-7	-31	-18	-19	-21
%销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-999	-1,205	-1,367	-1,204	-1,222	-1,332
%销售收入	3.2%	2.9%	3.2%	3.3%	3.2%	3.2%
研发费用	0	-1	-35	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	11,272	14,396	14,202	14,943	15,917	17,980
%销售收入	35.6%	35.1%	33.5%	40.9%	41.7%	43.2%
财务费用	-4,878	-5,071	-4,779	-5,618	-5,716	-5,900
%销售收入	15.4%	12.4%	11.3%	15.4%	15.0%	14.2%
资产减值损失	-119	-397	-204	-200	-200	-200
公允价值变动收益	0	45	9	10	15	8
投资收益	346	522	1,046	1,346	850	850
%税前利润	4.6%	5.4%	10.1%	12.8%	7.8%	6.6%
营业利润	7,555	9,684	10,237	10,481	10,866	12,738
营业利润率	23.9%	23.6%	24.1%	28.7%	28.5%	30.6%
营业外收支	-40	45	80	70	70	70
税前利润	7,514	9,729	10,317	10,551	10,936	12,808
利润率	23.7%	23.7%	24.3%	28.9%	28.6%	30.8%
所得税	-955	-1,352	-1,586	-1,561	-1,640	-1,921
所得税率	12.7%	13.9%	15.4%	14.8%	15.0%	15.0%
净利润	6,559	8,377	8,731	8,989	9,296	10,887
少数股东损益	3,327	4,013	3,976	4,000	4,000	4,000
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>3,232</b>	<b>4,364</b>	<b>4,755</b>	<b>4,989</b>	<b>5,296</b>	<b>6,887</b>
净利率	10.2%	10.6%	11.2%	13.7%	13.9%	16.5%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	6,559	8,377	8,731	8,989	9,296	10,887
少数股东损益	3,327	4,013	3,976	4,000	4,000	4,000
非现金支出	6,709	7,594	7,780	7,053	7,346	8,680
非经营收益	4,622	4,500	3,686	4,254	4,735	4,927
营运资金变动	250	-1,252	24	-1,028	-302	-182
<b>经营活动现金净流</b>	<b>18,141</b>	<b>19,219</b>	<b>20,220</b>	<b>19,268</b>	<b>21,075</b>	<b>24,313</b>
资本开支	-11,644	-10,224	-10,037	-18,837	-21,531	-22,119
投资	-11	-3,229	133	-210	-295	-302
其他	479	-249	1,174	1,646	850	850
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-11,176</b>	<b>-13,702</b>	<b>-8,730</b>	<b>-17,401</b>	<b>-20,976</b>	<b>-21,571</b>
股权募资	1,954	5,499	977	0	0	0
债权募资	2,600	1,908	-117	4,060	7,519	5,721
其他	-10,701	-10,426	-11,506	-7,372	-7,574	-8,316
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-6,147</b>	<b>-3,019</b>	<b>-10,646</b>	<b>-3,312</b>	<b>-55</b>	<b>-2,595</b>
<b>现金净流量</b>	<b>818</b>	<b>2,498</b>	<b>844</b>	<b>-1,444</b>	<b>44</b>	<b>147</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	5,131	7,601	8,436	6,991	7,035	7,182
应收账款	4,206	5,914	5,769	6,271	6,750	7,477
存货	1,183	1,517	1,159	1,335	1,434	1,517
其他流动资产	1,755	2,346	9,570	2,441	2,311	2,240
流动资产	12,275	17,378	24,934	17,038	17,531	18,416
%总资产	5.9%	7.9%	11.1%	7.5%	7.2%	7.1%
长期投资	9,466	11,942	10,431	10,351	10,671	10,991
固定资产	180,526	185,104	182,078	194,225	208,535	222,144
%总资产	86.7%	83.9%	81.0%	85.0%	85.6%	86.0%
无形资产	5,119	5,003	5,356	5,235	5,130	4,980
非流动资产	196,013	203,331	199,788	211,511	226,137	240,015
%总资产	94.1%	92.1%	88.9%	92.5%	92.8%	92.9%
<b>资产总计</b>	<b>208,288</b>	<b>220,708</b>	<b>224,722</b>	<b>228,550</b>	<b>243,668</b>	<b>258,431</b>
短期借款	18,724	21,481	16,600	20,847	28,346	34,027
应付款项	13,156	11,273	9,549	7,467	7,459	7,787
其他流动负债	2,176	2,415	8,071	2,623	2,677	2,857
流动负债	34,056	35,169	34,220	30,937	38,481	44,670
长期贷款	108,887	111,704	110,295	110,295	110,295	110,295
其他长期负债	4,638	3,652	5,812	5,660	5,772	5,850
<b>负债</b>	<b>147,580</b>	<b>150,525</b>	<b>150,327</b>	<b>146,893</b>	<b>154,548</b>	<b>160,815</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>30,555</b>	<b>37,692</b>	<b>40,383</b>	<b>43,645</b>	<b>47,108</b>	<b>51,604</b>
其中：股本	6,786	6,786	6,786	6,786	6,786	6,786
未分配利润	15,806	18,547	21,179	24,422	27,864	32,340
少数股东权益	30,152	32,492	34,012	38,012	42,012	46,012
<b>负债股东权益合计</b>	<b>208,288</b>	<b>220,708</b>	<b>224,722</b>	<b>228,550</b>	<b>243,668</b>	<b>258,431</b>

**比率分析**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.476	0.643	0.701	0.735	0.780	1.015
每股净资产	4.503	5.554	5.951	6.432	6.942	7.604
每股经营现金净流	2.673	2.832	2.980	2.839	3.106	3.583
每股股利	0.167	0.225	0.245	0.257	0.273	0.355
<b>回报率</b>						
净资产收益率	10.58%	11.58%	11.78%	11.43%	11.24%	13.35%
总资产收益率	1.55%	1.98%	2.12%	2.18%	2.17%	2.66%
投入资本收益率	5.14%	6.03%	5.84%	5.86%	5.82%	6.20%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	8.11%	29.60%	3.47%	-14.00%	4.60%	9.08%
EBIT 增长率	-11.74%	27.72%	-1.35%	5.22%	6.52%	12.96%
净利润增长率	-17.47%	35.02%	8.97%	4.91%	6.15%	30.04%
总资产增长率	2.46%	5.96%	1.82%	1.70%	6.61%	6.06%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	35.3	39.1	43.9	54.0	56.0	57.0
存货周转天数	21.9	20.2	18.9	25.0	26.0	26.0
应付账款周转天数	100.9	71.0	54.2	53.0	53.0	53.0
固定资产周转天数	1,551.2	1,253.1	1,146.5	1,266.4	1,253.8	1,445.9
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	206.70%	180.87%	164.12%	156.47%	151.72%	144.17%
EBIT 利息保障倍数	2.3	2.8	3.0	2.7	2.8	3.0
资产负债率	70.85%	68.20%	66.89%	64.27%	63.43%	62.23%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	1	18
增持	0	0	0	0	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.00	1.22

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-09-12	买入	9.30	12.17~12.17

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH