

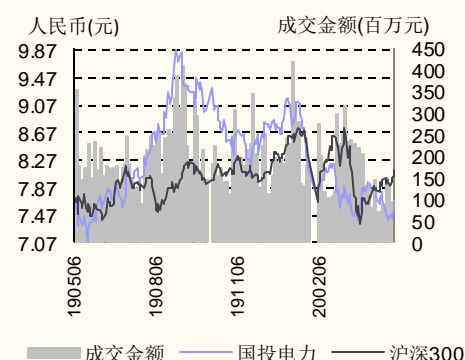
国投电力 (600886.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 7.69 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)	521.85
年内股价最高最低(元)	7.91/7.39
沪深 300 指数	3913
上证指数	2860



相关报告

- 1.《煤价下行资产优化, 新机投产成长可期-国投电力公司年报点评》, 2020.4.22
- 2.《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

郭荆璞 分析师 SAC 执业编号: S1130519100005
guojingpu@gjzq.com.cn

投资收益稳固业绩, 水火并济成长可期

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 1Q2020 营业收入 75.85 亿元, 同比下降 25.02%; 归母净利润 14.78 亿元, 同比增长 40.74%。扣非归母净利 9.00 亿元, 同比下降 13.41%。

经营分析

- 水火发电量同步下降, 电价小幅上升无法改变营收下降: 公司 1Q2020 完成发电量 281.73 亿千瓦时, 与去年同期相比减少了 25.60%, 若剔除已转让项目, 则同比减少 13.59%。其中水电、火电发电量分别为 167.38、104.55 亿千瓦时, 相比去年同期分别减少 15.77%、12.41%。水电发电量降低主要原因为雅砻江水电和国投大朝山来水较去年同期偏枯, 且受疫情影响, 发电量同比有较大幅度降低; 火电发电量降低主要原因为 1) 公司对四个火电企业股权的转让退出; 2) 受疫情影响, 部分区域如天津、福建发电量同比大幅降低。电价方面, 公司境内控股企业平均上网电价 0.304 元/千瓦时, 与去年同期相比减少 1.06%。但考虑到增值税下调, 不含税电价上升 1.57%。
- 煤价下跌带动营业成本下降, 投资收益拉动净利大幅增长: 1Q2020 秦皇岛 Q5500 动力煤均价下跌 27.5 元/吨, 跌幅 4.67%。电煤价格的下降与发电量下降的双重因素直接导致公司一季度营业成本为 41.95 亿元, 同比下降 29.34%。煤价下跌缩减了扣非归母净利的下降幅度至 13.41%。在此基础上, 1Q2020 公司投资收益增加 6.41 亿元, 较上年同期增加 580.39%, 主要来源为本期处置子公司及参股企业产生投资收益, 以及本期取得参股企业的投资收益增加。帮助公司归母净利实现大幅增长。
- 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。4 月 9 日以来 QHDQ5500 动力煤进一步跌破 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

- 我们预测公司 2020-2022 年的营收为 364.93/381.73/416.40 亿元, 归母净利润为 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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	31,645	41,011	42,433	36,493	38,173	41,640	货币资金	5,131	7,601	8,436	6,991	7,035	7,182
增长率		29.6%	3.5%	-14.0%	4.6%	9.1%	应收账款	4,206	5,914	5,769	6,271	6,750	7,477
主营业务成本	-18,803	-24,440	-25,852	-19,489	-20,137	-21,291	存货	1,183	1,517	1,159	1,335	1,434	1,517
%销售收入	59.4%	59.6%	60.9%	53.4%	52.8%	51.1%	其他流动资产	1,755	2,346	9,570	2,441	2,311	2,240
毛利	12,842	16,571	16,582	17,004	18,036	20,350	流动资产	12,275	17,378	24,934	17,038	17,531	18,416
%销售收入	40.6%	40.4%	39.1%	46.6%	47.2%	48.9%	%总资产	5.9%	7.9%	11.1%	7.5%	7.2%	7.1%
营业税金及附加	-564	-962	-947	-839	-878	-1,016	长期投资	9,466	11,942	10,431	10,351	10,671	10,991
%销售收入	1.8%	2.3%	2.2%	2.3%	2.3%	2.4%	固定资产	180,526	185,104	182,078	194,225	208,535	222,144
销售费用	-8	-7	-31	-18	-19	-21	%总资产	86.7%	83.9%	81.0%	85.0%	85.6%	86.0%
%销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	无形资产	5,119	5,003	5,356	5,235	5,130	4,980
管理费用	-999	-1,205	-1,367	-1,204	-1,222	-1,332	非流动资产	196,013	203,331	199,788	211,511	226,137	240,015
%销售收入	3.2%	2.9%	3.2%	3.3%	3.2%	3.2%	%总资产	94.1%	92.1%	88.9%	92.5%	92.8%	92.9%
研发费用	0	-1	-35	0	0	0	资产总计	208,288	220,708	224,722	228,550	243,668	258,431
%销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	18,724	21,481	16,600	20,847	28,346	34,027
息税前利润 (EBIT)	11,272	14,396	14,202	14,943	15,917	17,980	应付款项	13,156	11,273	9,549	7,467	7,459	7,787
%销售收入	35.6%	35.1%	33.5%	40.9%	41.7%	43.2%	其他流动负债	2,176	2,415	8,071	2,623	2,677	2,857
财务费用	-4,878	-5,071	-4,779	-5,618	-5,716	-5,900	流动负债	34,056	35,169	34,220	30,937	38,481	44,670
%销售收入	15.4%	12.4%	11.3%	15.4%	15.0%	14.2%	长期贷款	108,887	111,704	110,295	110,295	110,295	110,295
资产减值损失	-119	-397	-204	-200	-200	-200	其他长期负债	4,638	3,652	5,812	5,660	5,772	5,850
公允价值变动收益	0	45	9	10	15	8	负债	147,580	150,525	150,327	146,893	154,548	160,815
投资收益	346	522	1,046	1,346	850	850	普通股股东权益	30,555	37,692	40,383	43,645	47,108	51,604
%税前利润	4.6%	5.4%	10.1%	12.8%	7.8%	6.6%	其中：股本	6,786	6,786	6,786	6,786	6,786	6,786
营业利润	7,555	9,684	10,237	10,481	10,866	12,738	未分配利润	15,806	18,547	21,179	24,422	27,864	32,340
营业利润率	23.9%	23.6%	24.1%	28.7%	28.5%	30.6%	少数股东权益	30,152	32,492	34,012	38,012	42,012	46,012
营业外收支	-40	45	80	70	70	70	负债股东权益合计	208,288	220,708	224,722	228,550	243,668	258,431
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							
归属于母公司的净利润	3,232	4,364	4,755	4,989	5,296	6,887							
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
经营活动现金净流	18,141	19,219	20,220	19,268	21,075	24,313
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
投资活动现金净流	-11,176	-13,702	-8,730	-17,401	-20,976	-21,571
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
筹资活动现金净流	-6,147	-3,019	-10,646	-3,312	-55	-2,595
现金净流量	818	2,498	844	-1,444	44	147

比率分析						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
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
回报率						
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%
增长率						
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%
资产管理能力						
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
偿债能力						
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%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	10
增持	0	0	0	0	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.00	1.17

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
2	2020-04-22	买入	7.46	N/A

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