

国投电力 (600886.SH) 买入 (维持评级)

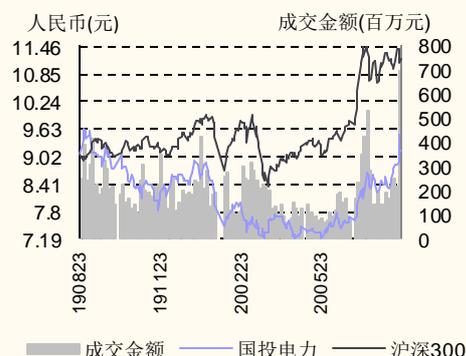
公司点评

市场价格 (人民币): 9.14 元

煤价下行收益稳固, 防御成长兼具

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)	620.24
年内股价最高最低(元)	9.49/8.20
沪深 300 指数	4719
上证指数	3381



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	5,617	6,028	6,841
归母净利润增长率	35.02%	8.97%	18.12%	7.31%	13.48%
摊薄每股收益(元)	0.643	0.701	0.828	0.888	1.008
每股经营性现金流净额	2.83	2.98	2.83	3.12	3.59
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.58%	11.78%	12.75%	12.56%	13.04%
P/E	12.52	13.10	11.04	10.29	9.07
P/B	1.45	1.54	1.41	1.29	1.18

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 2020H1 营业收入 174.70 亿元, 同比下降 10.91%, 若剔除项目转让的影响, 则同比增加 1.63%; 归母净利 30.76 亿元, 同比增长 35.14%。扣非归母净利 24.55 亿元, 同比增长 9.09%。

经营分析

- 雅砻江来水佳发电量同比微升, 疫情影响电价下降 2%: 公司 2020H1 完成发电量 646.35 亿千瓦时, 上网电量 629.04 亿千瓦时, 与去年同期相比分别减少了 10.86%和 10.45%, 剔除已转让项目对电量的影响, 则同比分别增加了 1.06%和 1.01%。公司本期水电、火电发电量分别为 377.87、246.39 亿千瓦时, 相比去年同期分别变化 1.66%、-1.71%。水电发电量上升主要原因为本期占公司水电发电量 87%以上的雅砻江水来水较去年同期偏丰, 发电量同比增加 6.42%; 火电发电量降低主要原因为公司在天津、福建的火电发电量分别下降 9.07%和 4.93%, 两地火电发电量占公司火电发电量近 65%。此外, 公司 2020H1 平均上网电价 0.306 元/千瓦时, 与去年同期相比减少了 2.04%, 主要受疫情、各省区市场化交易开展程度不一等因素影响。
- 煤价下行降低营业成本, 投资收益增长翻倍: 公司 2020H1 营业成本 92.00 亿元, 同比减少 22.30%, 剔除项目转让同比减少 3.84%, 主要原因为燃料成本下降。煤价下降也使得公司多个参股公司火电项目盈利可观, 投资净收益大幅增长 127.85%。2020H1 秦皇岛 5500 动力煤均价 540 元/吨, 相比 2019H1 均价 601 元/吨下降 10%。目前 8 月动力煤价格在 560 元/吨左右企稳, 预计进入 9 月煤价有一定下行空间, 下半年整体上煤价无法继续维持二季度低位, 但相比去年仍有显著下降, 全年煤价中枢 520-540 元/吨。
- 雅中投产叠加煤价下行, 水火并济防御成长兼具: 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%, 水电业绩将迎来爆发期。

投资建议

- 由于雅砻江水来水情况和公司投资收益好于预期, 我们预计公司 2020-2022 年的营收为 365/382/416 亿元, 归母净利为 56/60/68 亿元, 分别上调 13%/14%/0%, 对应 EPS 为 0.83/0.89/1.01 元, 对应动态 PE 为 11/10/9 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。

相关报告

- 1.《投资收益稳固业绩, 水火并济成长可期-国投电力季报点评》, 2020.5.6
- 2.《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
- 3.《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

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

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
主营业务收入	31,645	41,011	42,433	36,493	38,173	41,640
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	-19,167	-19,971	-21,291
%销售收入	59.4%	59.6%	60.9%	52.5%	52.3%	51.1%
毛利	12,842	16,571	16,582	17,326	18,202	20,350
%销售收入	40.6%	40.4%	39.1%	47.5%	47.7%	48.9%
营业税金及附加	-564	-962	-947	-839	-878	-958
%销售收入	1.8%	2.3%	2.2%	2.3%	2.3%	2.3%
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	-1,260	-1,374
%销售收入	3.2%	2.9%	3.2%	3.3%	3.3%	3.3%
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	15,264	16,045	17,997
%销售收入	35.6%	35.1%	33.5%	41.8%	42.0%	43.2%
财务费用	-4,878	-5,071	-4,779	-5,635	-5,737	-5,926
%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	1,700	1,500	700
%税前利润	4.6%	5.4%	10.1%	15.0%	12.7%	5.5%
营业利润	7,555	9,684	10,237	11,244	11,728	12,684
营业利润率	23.9%	23.6%	24.1%	30.8%	30.7%	30.5%
营业外收支	-40	45	80	70	70	70
税前利润	7,514	9,729	10,317	11,314	11,798	12,754
利润率	23.7%	23.7%	24.3%	31.0%	30.9%	30.6%
所得税	-955	-1,352	-1,586	-1,697	-1,770	-1,913
所得税率	12.7%	13.9%	15.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	6,559	8,377	8,731	9,617	10,028	10,841
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	5,617	6,028	6,841
净利率	10.2%	10.6%	11.2%	15.4%	15.8%	16.4%

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	9,617	10,028	10,841
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	3,802	4,092	5,088
营运资金变动	250	-1,252	24	-1,239	-281	-248
经营活动现金净流	18,141	19,219	20,220	19,233	21,184	24,360
资本开支	-11,644	-10,224	-10,037	-19,393	-21,876	-22,375
投资	-11	-3,229	133	-210	-295	-302
其他	479	-249	1,174	2,000	1,500	700
投资活动现金净流	-11,176	-13,702	-8,730	-17,603	-20,671	-21,977
股权募资	1,954	5,499	977	0	0	0
债权募资	2,600	1,908	-117	4,444	7,453	6,068
其他	-10,701	-10,426	-11,506	-7,598	-7,842	-8,315
筹资活动现金净流	-6,147	-3,019	-10,646	-3,154	-389	-2,248
现金净流量	818	2,498	844	-1,524	124	136

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	6,912	7,036	7,172
应收账款	4,206	5,914	5,769	6,471	6,980	7,737
存货	1,183	1,517	1,159	1,313	1,423	1,517
其他流动资产	1,755	2,346	9,570	2,436	2,309	2,240
流动资产	12,275	17,378	24,934	17,131	17,747	18,665
%总资产	5.9%	7.9%	11.1%	7.5%	7.2%	7.2%
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	194,214	208,524	222,144
%总资产	86.7%	83.9%	81.0%	84.7%	85.1%	85.5%
无形资产	5,119	5,003	5,356	5,257	5,152	5,002
非流动资产	196,013	203,331	199,788	212,173	227,148	241,288
%总资产	94.1%	92.1%	88.9%	92.5%	92.8%	92.8%
资产总计	208,288	220,708	224,722	229,304	244,895	259,953
短期借款	18,724	21,481	16,600	21,231	28,664	34,691
应付款项	13,156	11,273	9,549	7,350	7,408	7,795
其他流动负债	2,176	2,415	8,071	2,702	2,753	2,852
流动负债	34,056	35,169	34,220	31,283	38,825	45,338
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
负债	147,580	150,525	150,327	147,239	154,892	161,483
普通股股东权益	30,555	37,692	40,383	44,054	47,992	52,458
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	24,830	28,748	33,194
少数股东权益	30,152	32,492	34,012	38,012	42,012	46,012
负债股东权益合计	208,288	220,708	224,722	229,304	244,895	259,953

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.476	0.643	0.701	0.828	0.888	1.008
每股净资产	4.503	5.554	5.951	6.492	7.072	7.730
每股经营现金净流	2.673	2.832	2.980	2.834	3.122	3.590
每股股利	0.167	0.225	0.245	0.290	0.311	0.353
回报率						
净资产收益率	10.58%	11.58%	11.78%	12.75%	12.56%	13.04%
总资产收益率	1.55%	1.98%	2.12%	2.45%	2.46%	2.63%
投入资本收益率	5.14%	6.03%	5.84%	5.95%	5.84%	6.17%
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%	7.48%	5.12%	12.17%
净利润增长率	-17.47%	35.02%	8.97%	18.12%	7.31%	13.48%
总资产增长率	2.46%	5.96%	1.82%	2.04%	6.80%	6.15%
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%	156.25%	150.58%	143.61%
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%	64.21%	63.25%	62.12%

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	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

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

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
3	2020-05-06	买入	7.69	N/A

来源：国金证券研究所



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