

业绩符合预期，价值被低估的绝对收益品种 买入（维持）

2020年11月02日

证券分析师 刘博

执业证号：S0600518070002
18811311450

liub@dwzq.com.cn

证券分析师 唐亚辉

执业证号：S0600520070005
18806288427

tangyh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	42,433	39,743	45,458	46,836
同比（%）	3.5%	-6.34%	14.38%	3.03%
归母净利润（百万元）	4,755	6,212	7,642	7,937
同比（%）	9.0%	30.6%	23.0%	3.9%
每股收益（元/股）	0.68	0.89	1.10	1.14
P/E（倍）	13.50	10.34	8.40	8.09

投资要点

■ **事件：**公司前三季度实现营收 296.76 亿，同比增长-7.97%；归母净利润 52.11 亿，同比增长 20.27%；扣非后为 45.77 亿，同比增长 7.74%。

■ **Q3 价量齐升进一步提升盈利能力，管理费用增长拖累业绩表现。**

根据公司公告的三季度主要经营数据：1）电量：Q3 单季度实现发电量 476.29 亿千瓦时，同比下降 3.12%；上网电量为 465.02 亿千瓦时，同比下降 2.75%，若剔除已转让项目对电量的影响，则同比分别增加了 4.73% 和 4.72%。2）电价：Q3 单季度平均上网电价为 0.293 元/千瓦时，同比增长 1.47%，其中水电为 0.242 元/千瓦时，同比增长 0.81%；火电为 0.371 元/千瓦时，同比增长 4.49%；风电为 0.471 元/千瓦时，同比增长-0.69%；光伏为 0.866 元/千瓦时，同比增长 4.64%。

根据三季报内容，Q3 单季度实现营收 122.06 亿元，同比增长-3.41%；毛利率为 53.97%，同比上升 5.09 个百分点，盈利能力进一步上升；但是费用端受到计提退休人员统筹外费用的影响，Q3 单季度管理费用为 6.36 亿元，同比大幅增长 102.55%，因此 Q3 单季度实现归母净利润 21.35 亿元，同比增长 3.82%；扣非后为 21.23 亿元，同比增长 6.22%；若将计提的费用加回，则 Q3 单季度归母净利润增速接近 20%，符合市场预期。

■ **短期弹性+长期空间+分红提供安全边际，价值被低估的绝对收益品种。**

1）短期弹性：今年得益于雅砻江来水偏丰以及亏损火电资产剥离，明后两年伴随着两河口和杨房沟的投产，我们预计未来 3 年公司利润复合增速 15%-20% 以上。

2）长期空间：电量上，两河口投产后下游弃水改善，2021 年以后，锦官电源组可增发 100 亿度电以上；电价上受益于平枯期电量增加，我们预计公司的整体发电单价提升 5% 以上。

3）分红提供安全边际：在央企集团整体上收对外投资权的趋势下，我们预计公司分红比例上调，未来 3-5 年公司股息率将达到 5%-7%，公司价值被低估。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑到今年得益于雅砻江来水偏丰以及明后两年伴随着两河口和杨房沟的投产，我们上调公司盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 62.12、76.42、79.37 亿元，同比增速分别为 30.6%、23.0%、3.9%；EPS 分别为 0.89、1.10、1.14 元，PE 分别为 10、8、8 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**1）需求：宏观经济下行、工业企业盈利能力下降影响电力需求等；2）供给：雅砻江来水情况不明确影响水电发电量、新能源机组发电量挤压公司火电机组利用小时数；3）价格：电价存在下调风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.24
一年最低/最高价	7.13/9.62
市净率(倍)	1.45
流通 A 股市值(百万元)	64213.60

基础数据

每股净资产(元)	6.38
资产负债率(%)	64.25
总股本(百万股)	6949.52
流通 A 股(百万股)	6949.52

相关研究

1、《国投电力（600886）：三季报符合预期，优化资产结构+GDR 发行为业绩持续增长提供助力》2019-10-31

2、《国投电力（600886）：水火风光齐发力，水电核心资产中报业绩显著超预期》2019-08-26

1. 事件

公司发布三季报,前三季度实现营收 296.76 亿,同比增长-7.97%;归母净利润 52.11 亿,同比增长 20.27%;扣非后为 45.77 亿,同比增长 7.74%。

2. Q3 价量齐升进一步提升盈利能力,管理费用增长拖累业绩表现

根据公司公告的三季度主要经营数据:1)电量:Q3 单季度实现发电量 476.29 亿千瓦时,同比下降 3.12%;上网电量为 465.02 亿千瓦时,同比下降 2.75%,若剔除已转让项目对电量的影响,则同比分别增加了 4.73%和 4.72%。2)电价:Q3 单季度平均上网电价为 0.293 元/千瓦时,同比增长 1.47%,其中水电为 0.242 元/千瓦时,同比增长 0.81%;火电为 0.371 元/千瓦时,同比增长 4.49%;风电为 0.471 元/千瓦时,同比增长-0.69%;光伏为 0.866 元/千瓦时,同比增长 4.64%。

根据三季报内容,Q3 单季度实现营收 122.06 亿元,同比增长-3.41%;毛利率为 53.97%,同比上升 5.09 个百分点,盈利能力进一步上升;但是费用端受到计提退休人员统筹外费用的影响,Q3 单季度管理费用为 6.36 亿元,同比大幅增长 102.55%,因此 Q3 单季度实现归母净利润 21.35 亿元,同比增长 3.82%;扣非后为 21.23 亿元,同比增长 6.22%;若将计提的费用加回,则 Q3 单季度归母净利润增速接近 20%,符合市场预期。

3. 短期弹性+长期空间+分红提供安全边际,价值被低估的绝对收益品种

1)短期弹性:今年得益于雅砻江来水偏丰以及亏损火电资产剥离,明后两年伴随着两河口和杨房沟的投产,我们预计未来 3 年公司利润复合增速 15%-20%以上。

2)长期空间:电量上,两河口投产后下游弃水改善,2021 年以后,锦官电源组可增发 100 亿度电以上;电价上受益于平枯期电量增加,我们预计公司的整体发电单价提升 5%以上。

3)分红提供安全边际:在央企集团整体上收对外投资权的趋势下,我们预计公司分红比例上调,未来 3-5 年公司股息率将达到 5%-7%,公司价值被低估。

盈利预测与投资评级

考虑到今年得益于雅砻江来水偏丰以及明后两年伴随着两河口和杨房沟的投产，我们上调公司盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 62.12、76.42、79.37 亿元，同比增速分别为 30.6%、23.0%、3.9%；EPS 分别为 0.89、1.10、1.14 元，PE 分别为 10、8、8 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 1) 需求：宏观经济下行、工业企业盈利能力下降影响电力需求等；
- 2) 供给：雅砻江来水情况不明确影响水电发电量、新能源机组发电量挤压公司火电机组利用小时数；
- 3) 价格：四川省市场化交易价格持续下行等。

国投电力三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	24,934	36,098	21,723	19,661	营业收入	42,433	39,743	45,458	46,836
现金	8,436	20,318	3,341	3,442	减:营业成本	25,852	20,062	22,670	23,123
应收账款	4,962	4,587	6,336	4,918	营业税金及附加	947	707	809	834
存货	1,159	918	1,429	964	营业费用	31	6	7	7
其他流动资产	10,377	10,275	10,617	10,336	管理费用	1,367	1,129	1,118	965
非流动资产	199,788	184,567	208,403	209,915	财务费用	4,779	5,257	5,199	5,618
长期股权投资	9,707	10,618	11,529	12,440	资产减值损失	-204	-191	-218	-225
固定资产	133,285	127,464	150,246	156,132	加:投资净收益	1,046	624	624	624
在建工程	48,793	38,928	39,494	34,607	其他收益	9	0	0	0
无形资产	4,756	4,323	3,915	3,548	营业利润	10,237	13,396	16,497	17,138
其他非流动资产	3,246	3,234	3,219	3,189	加:营业外净收支	80	80	80	80
资产总计	224,722	220,664	230,126	229,576	利润总额	10,317	13,476	16,577	17,218
流动负债	34,220	41,016	59,959	68,353	减:所得税费用	1,586	2,071	2,548	2,646
短期借款	5,303	5,834	18,251	32,089	少数股东损益	3,976	5,193	6,387	6,635
应付账款	3,002	2,958	3,777	3,092	归属母公司净利润	4,755	6,212	7,642	7,937
其他流动负债	25,914	32,224	37,932	33,171	EBIT	17,962	21,416	24,845	25,998
非流动负债	116,107	95,351	73,297	51,253	EBITDA	25,537	27,624	31,697	33,783
长期借款	114,790	94,033	71,980	49,936					
其他非流动负债	1,317	1,317	1,317	1,317	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	150,327	136,366	133,257	119,606	每股收益(元)	0.68	0.89	1.10	1.14
少数股东权益	34,012	39,204	45,592	52,226	每股净资产(元)	5.24	5.91	6.80	7.73
	40,383	45,094	51,278	57,744	发行在外股份(百万股)	6786	6950	6950	6950
归属母公司股东权益					ROIC(%)	8.8%	10.7%	12.6%	13.3%
负债和股东权益	224,722	220,664	230,126	229,576	ROE(%)	11.7%	13.5%	14.5%	13.3%
					毛利率(%)	39.1%	49.5%	50.1%	50.6%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	11.2%	15.6%	16.8%	16.9%
经营活动现金流	20,354	17,018	29,017	23,613	资产负债率(%)	66.9%	61.8%	57.9%	52.1%
投资活动现金流	-8,730	9,637	-30,064	-8,674	收入增长率(%)	3.5%	-6.3%	14.4%	3.0%
筹资活动现金流	-10,708	-14,773	-15,930	-14,838	净利润增长率(%)	9.0%	30.63%	23.01%	3.87%
现金净增加额	978	11,882	-16,977	101	P/E	13.50	10.34	8.40	8.09
折旧和摊销	7,576	6,208	6,852	7,786	P/B	1.76	1.56	1.36	1.19
资本开支	10,044	-16,132	22,926	602	EV/EBITDA	8.67	7.48	6.96	6.50
营运资本变动	24	-5,228	3,561	-3,738					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

