

国投电力 (600886)

火电扭亏为盈，雅砻江电价提升业绩超预期

——国投电力 2018 年经营数据点评

	周妍 (分析师)	张爱宁 (研究助理)
	010-59312768	010-59312768
	zhouyan016534@gtjas.com	zhangaining@gtjas.com
证书编号	S0880518020003	S0880118090014

本报告导读:

火电量价齐升，扭亏为盈；水电受益于雅砻江水电 Q4 电价提升，业绩超预期。我们预计公司 18 年业绩有望超出市场预期。

投资要点:

- **投资建议:** 上调目标价至 9.76 元，维持增持。考虑电量电价变化，上调 18-20 年盈利预测至 0.60、0.61、0.65 元（原预测为 0.56、0.58、0.62 元），公司水电资产优质，火电业绩弹性较大，给予 19 年 16 倍 PE，上调目标价至 9.76 元，维持“增持”。
- **事件:** 公司发布 18 年经营数据，火电发电量 647.55 亿度，同比增 46.57%，电价 0.369 元/度，同比增 3.14%；水电发电量 843.95 亿度，同比增 1.66%（其中雅砻江同比增长 2.37%），电价 0.268 元/度，同比增 6.67%。
- **火电扭亏为盈。** 火电发电量同比增长 46.57% 主要由于：1) 新机组投产约贡献增量的 60%：北部湾 2 台百万机组 17 年 H2 投产、北疆 2 台百万机组 18 年投产；2) 利用小时数增加约贡献增量的 40%：18 年用电需求旺盛、火电机组所在地来水偏枯、叠加大用户直购电量增加，火电利用小时数提升约 700 小时。电价提升主要受益于 2017 年中标杆电价上调以及交易电折价收窄。火电量价齐升，我们预计火电有望扭亏为盈。
- **雅砻江 Q4 电价增长显著，18 年业绩超预期。** 根据川投能源披露信息，雅砻江水电 18 年净利润约 72.8 亿，同比增长 5.72%，在增值税返还到期的背景下业绩超出市场预期。雅砻江业绩增长主要由于 Q4 电价同比显著提升（18Q4 为 0.282 元/千瓦时，同比提升 17.66%），我们推测电价提升的原因是：1) 政府让利计提大幅减少；2) 交易电折价收窄。由于电价增长，Q4 雅砻江净利约 14 亿，同比增长约 4 亿。
- **风险因素:** 用电需求不达预期，来水不达预期

财务摘要 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	29,271	31,645	40,292	40,910	41,187
(+/-)%	-6%	8%	27%	2%	1%
经营利润 (EBIT)	12,731	11,213	14,108	14,635	15,387
(+/-)%	-15%	-12%	26%	4%	5%
净利润 (归母)	3,916	3,232	4,072	4,120	4,441
(+/-)%	-28%	-17%	26%	1%	8%
每股净收益 (元)	0.58	0.48	0.60	0.61	0.65
每股股利 (元)	0.20	0.17	0.21	0.21	0.23

利润率和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营利润率 (%)	43.5%	35.4%	35.0%	35.8%	37.4%
净资产收益率 (%)	13.7%	10.6%	12.3%	11.5%	11.5%
投入资本回报率 (%)	6.8%	5.5%	7.2%	7.3%	7.6%
EV/EBITDA	8.9	9.8	7.1	7.0	6.4
市盈率	12.4	15.0	11.9	11.8	10.9
股息率 (%)	2.8%	2.4%	2.9%	3.0%	3.2%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 9.76

上次预测: 9.06

当前价格: 9.97

2019.01.17

交易数据

52 周内股价区间 (元)	6.51-8.08
总市值 (百万元)	54,085
总股本/流通 A 股 (百万股)	6,786/6,786
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	17.21
日均成交值 (百万元)	129.78

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	37,008
每股净资产	5.45
市净率	1.5
净负债率	341.52%

EPS (元)	2017A	2018E
Q1	0.14	0.15
Q2	0.05	0.09
Q3	0.25	0.30
Q4	0.04	0.06
全年	0.48	0.60

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	4%	0%	13%
相对指数	5%	-1%	39%

相关报告

《从水火共济到水火齐攻》2018.11.19

模型更新时间: 2019.01.17

股票研究

公用事业
电力

国投电力 (600886)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **9.76**

上次预测: 9.06

当前价格: 7.97

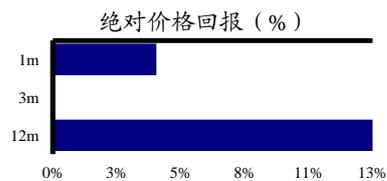
公司网址

www.sdicpower.com

公司简介

公司是一家以水电为主、水火共济、风光互补的综合电力上市公司,水电控股装机在国内上市公司中处于行业领先地位。

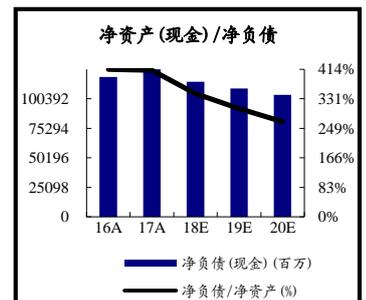
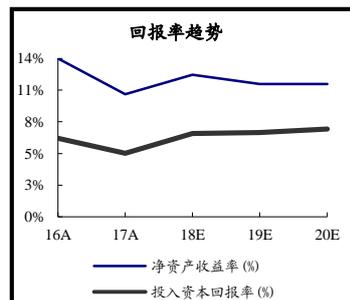
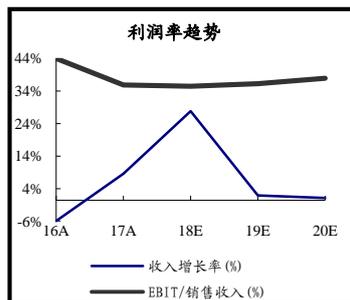
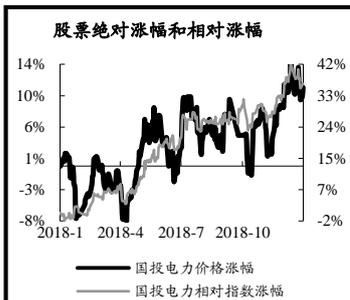
公司经营范围主要包括投资建设、经营管理以电力生产为主的能源项目;开发及经营新能源项目、高新技术、环保产业;开发和经营电力配套产品及信息、咨询服务。



52 周价格范围: 6.51-8.08
市值 (百万): 54,085

财务预测 (单位: 百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
损益表					
营业收入	29,271	31,645	40,292	40,910	41,187
营业成本	15,101	18,803	24,312	24,362	23,860
税金及附加	458	564	654	678	695
销售费用	6	8	9	9	9
管理费用	936	999	1,209	1,227	1,236
EBIT	12,731	11,213	14,108	14,635	15,387
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	808	346	578	577	500
财务费用	5,042	4,878	4,728	4,729	4,545
营业利润	8,487	7,555	10,157	10,483	11,342
所得税	1,057	955	1,103	1,273	1,367
少数股东损益	3,943	3,327	4,983	5,389	5,389
净利润	3,916	3,232	4,072	4,120	4,441
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	4,341	5,131	7,464	8,166	11,851
其他流动资产	1,738	1,397	0	0	0
长期投资	9,571	9,466	9,466	9,466	9,466
固定资产合计	177,286	180,526	182,019	184,663	186,748
无形及其他资产	5,609	5,784	6,039	6,063	6,150
资产合计	203,291	208,288	211,036	214,748	220,588
流动负债	36,813	34,056	29,312	23,956	20,119
非流动负债	109,760	113,525	11,339	114,387	115,387
股东权益	28,680	30,555	33,202	35,880	38,767
投入资本(IC)	165,968	176,763	173,759	175,941	179,152
现金流量表					
NOPLAT	11,221	9,788	12,577	12,907	13,573
折旧与摊销	6,083	6,590	8,907	7,768	8,340
流动资金增量	3,635	-2,632	507	470	-1,151
资本支出	-17,309	-11,644	-10,655	-10,137	-10,255
自由现金流	3,630	2,101	11,335	11,008	10,507
经营现金流	19,067	18,141	26,999	21,600	21,208
投资现金流	-23,482	-11,176	-10,078	-9,560	-9,755
融资现金流	2,442	-6,138	-14,588	-11,338	-7,768
现金流净增加额	-1,973	826	2,333	702	3,685
财务指标					
成长性					
收入增长率	-6.4%	8.1%	27.3%	1.5%	0.7%
EBIT 增长率	-14.6%	-11.9%	25.8%	3.7%	5.1%
净利润增长率	-27.8%	-17.5%	26.0%	1.2%	7.8%
利润率					
毛利率	48.4%	40.6%	39.7%	40.5%	42.1%
EBIT 率	43.5%	35.4%	35.0%	35.8%	37.4%
净利润率	13.4%	10.2%	10.1%	10.1%	10.8%
收益率					
净资产收益率(ROE)	13.7%	10.6%	12.3%	11.5%	11.5%
总资产收益率(ROA)	1.9%	1.6%	1.9%	1.9%	2.0%
投入资本回报率(ROIC)	6.8%	5.5%	7.2%	7.3%	7.6%
运营能力					
存货周转天数	23	22	18	21	20
应收账款周转天数	31	35	27	31	31
总资产周转天数	2412	2374	1899	1899	1929
净利润现金含量	4.87	5.61	6.63	5.24	4.78
资本支出/收入	59%	37%	26%	25%	25%
偿债能力					
资产负债率	72.1%	70.9%	67.6%	64.4%	61.4%
净负债率	414.2%	410.7%	346.0%	303.8%	267.1%
估值比率					
PE	12.4	15.0	11.9	11.8	10.9
PB	1.7	1.6	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	8.9	9.8	7.1	7.0	6.4
P/S	1.7	1.5	1.2	1.2	1.2
股息率	2.8%	2.4%	2.9%	3.0%	3.2%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		