

国投电力

600886

审慎增持 (维持)

转让资产推进中，火电板块业绩将进一步改善

2019年10月10日

市场数据

市场数据日期 2019-10-09

收盘价(元)	9.03
总股本(百万股)	6786.02
流通股本(百万股)	6786.02
总市值(百万元)	61277.79
流通市值(百万元)	61277.79
净资产(百万元)	69457
总资产(百万元)	222902
每股净资产	5.03

相关报告

《【兴业环保公用】国投电力 2019 中报点评：煤价下行叠加区域来水向好，19H1 归母净利润同比+44.92%》2019-08-26

分析师：

蔡屹

cai yi@xyzq.com.cn

S0190518030002

邓晖

denghui@xyzq.com.cn

S0190518110002

汪洋

wang_yang@xyzq.com.cn

S0190512070002

研究助理：

苗蒙

miaomeng@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	41011	42858	43210	44001
同比增长(%)	29.6%	4.5%	0.8%	1.8%
净利润(百万元)	4364	4891	5119	5459
同比增长(%)	35.0%	12.1%	4.7%	6.6%
毛利率(%)	40.4%	41.9%	42.7%	43.7%
净利润率(%)	10.6%	11.4%	11.8%	12.4%
净资产收益率(%)	11.6%	11.9%	11.5%	11.3%
每股收益(元)	0.64	0.72	0.75	0.80
每股经营现金流(元)	2.83	3.22	3.26	3.46

投资要点

事件：公司 10 月 8 日发布了关于挂牌转让部分子公司股权的公告，拟于近期在上海联合产权交易所挂牌转让公司所持有的六家标的公司股权，挂牌价格应不低于标的公司净资产评估价值 × 出售的股权比例。本次交易完成后，公司不再持有标的公司的任何股权。

资产评估结果：国投宣城 51% 股权净资产增值率 40.51%，国投北部湾 55% 股权净资产增值率 168.48%，国投伊犁 60% 股权净资产增值率 59.46%，靖远二电 51.22% 股权净资产增值率 117.45%，淮北国安 35% 股权净资产增值率 57.77%，张掖发电 45% 股权净资产增值率 15.18%。

拟转让盈利能力较弱的火电资产，净资产增值率超 60%。六家交易标的公司拖累上市公司盈利水平，17 年五家火电公司全部处于亏损状态（17 年张掖发电未披露财务数据），18 年国投北部湾、张掖发电实现盈利，但净利率均低于 1%。从资产评估情况来看，六家标的公司净资产增值 15%~168%，综合来看增值率超 60%，即在此次交易如期完成的前提下，六家火电公司 PB 估值下限为 1.65x，高于目前 CS 火电板块 PB 中位数（1.03x）和平均值（1.41x）。

若交易顺利进行，火电板块业绩将进一步改善。受益于煤价下行，19H1 国投宣城、国投北部湾均实现扭亏为盈，但盈利能力弱于公司优质火电资产（净利率分别为 5.78% 和 3.71%），且六家标的公司整体仍处于亏损状态（根据最新公告数据测算，19H1 权益净利润-5483 万元，18 年权益净利润-2.19 亿元）。若交易顺利进行，公司火电板块业绩将进一步改善。

投资建议：给予“审慎增持”评级。公司拥有雅砻江水电优质资产 52% 权益，水电装机整体达 1676 万千瓦；另有火电装机约 1576 万千瓦火电（若剔除六家标的公司，装机容量约 1056 万千瓦）。政策鼓励省内水电消纳，“雅中-江西”特高压落地保障新建产能外送消纳。随着煤炭价格步入下行通道，火电盈利有望持续改善。暂不考虑此次交易带来的影响，我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 48.91、51.19、54.59 亿元，同比增速为 12.1%、4.7%、6.6%。对应 10 月 9 日 PE 估值 12.5、12.0、11.2 倍，给予“审慎增持”评级。

风险提示：股权转让不及预期，煤炭价格波动，水电上网价格下调、来水持续偏枯，新能源补贴政策变动。



附表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	17378	24517	30181	38459	营业收入	41011	42858	43210	44001
现金	7601	14580	20194	28353	营业成本	24440	24896	24755	24781
应收账款	5234	4962	5119	5233	营业税金及附加	962	869	904	929
其他应收款	101	149	144	140	营业费用	7	8	8	8
预付账款	355	449	424	421	管理费用	1205	1308	1310	1330
存货	1517	1579	1550	1556	财务费用	5071	5542	5521	5530
其他流动资产	2570	2798	2750	2755	资产减值损失	397	246	275	286
非流动资产	203331	207526	212216	216298	公允价值变动收益	45	22	26	28
长期投资	10524	11050	11602	12183	投资净收益	522	853	895	940
固定资产	140795	147758	153563	158493	营业利润	9684	11049	11545	12291
无形资产	4404	3901	3411	2927	营业外收入	114	114	114	114
其他非流动资产	47608	44817	43639	42696	营业外支出	69	69	69	69
资产总计	220708	232043	242397	254757	利润总额	9729	11094	11591	12336
流动负债	35169	37087	37604	38605	所得税	1352	1460	1545	1649
短期借款	5764	5782	5603	5689	净利润	8377	9634	10045	10687
应付账款	5100	5195	5166	5171	少数股东损益	4013	4743	4926	5228
其他流动负债	24305	26110	26836	27744	归属母公司净利润	4364	4891	5119	5459
非流动负债	115357	116666	118169	120633	EBITDA	21952	23705	24794	26145
长期借款	111704	112504	114104	116604	EPS (元)	0.64	0.72	0.75	0.80
其他非流动负债	3652	4162	4065	4029					
负债合计	150525	153753	155773	159237	主要财务比率				
少数股东权益	32492	37234	42161	47389	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
股本	6786	6786	6786	6786	成长能力				
资本公积	6469	6469	6469	6469	营业收入	29.6%	4.5%	0.8%	1.8%
留存收益	20281	23645	27052	30720	营业利润	28.2%	14.1%	4.5%	6.5%
归属母公司股东权益	37692	41056	44463	48131	归属于母公司净利润	35.0%	12.1%	4.7%	6.6%
负债和股东权益	220708	232043	242397	254757	获利能力				
					毛利率(%)	40.4%	41.9%	42.7%	43.7%
					净利率(%)	10.6%	11.4%	11.8%	12.4%
					ROE(%)	11.6%	11.9%	11.5%	11.3%
					ROIC(%)	6.8%	7.6%	7.6%	7.8%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	68.2%	66.3%	64.3%	62.5%
					净负债比率(%)	88.5%	88.2%	88.5%	88.8%
					流动比率	0.49	0.66	0.80	1.00
					速动比率	0.45	0.62	0.76	0.95
					营运能力				
					总资产周转率	0.19	0.19	0.18	0.18
					应收账款周转率	9	8	8	8
					应付账款周转率	4.55	4.84	4.78	4.79
					每股指标(元,最新摊薄)				
					每股收益	0.64	0.72	0.75	0.80
					每股经营现金流	2.83	3.22	3.26	3.46
					每股净资产	5.55	6.05	6.55	7.09
					估值比率				
					P/E	14.04	12.53	11.97	11.22
					P/B	1.63	1.49	1.38	1.27
					EV/EBITDA	10	9	8	8

现金流量表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	19219	21827	22138	23509
净利润	8377	9634	10045	10687
折旧摊销	7197	7114	7728	8324
财务费用	5071	5542	5521	5530
投资损失	-522	-853	-895	-940
营运资金变动	-1252	361	-240	-74
其他经营现金流	348	29	-20	-17
投资活动现金流	-13702	-10464	-11507	-11489
资本支出	10245	11000	12000	12000
长期投资	2285	483	560	584
其他投资现金流	-1173	1019	1052	1094
筹资活动现金流	-3025	-4384	-5017	-3860
短期借款	1023	18	-179	87
长期借款	2817	800	1600	2500
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-2	0	0	0
其他筹资现金流	-6863	-5202	-6438	-6447
现金净增加额	2498	6980	5614	8159

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn