

经营好转，如期扭亏

——国电电力(600795.SH) 2020年半年报点评

公司简报

◆**事件：**国电电力发布2020年半年报。公司1H20营业收入526亿元，同比下滑5.3%；归母净利润6.8亿元（未考虑其他权益工具的影响，下同），同比下滑72.5%。公司2Q20营业收入273亿元，同比增长1.6%；归母净利润14.1亿元，同比增长54.7%。

◆**单季电量增速转正，电价亦有抬升：**公司1H20新增风电装机10万千瓦，减少火电装机267万千瓦（含装机180万千瓦的宣威公司破产），装机净增量为-257万千瓦。截至2020年6月底，公司控股装机容量8681万千瓦，同比增长0.8%。公司1H20发电量1652亿千瓦时，同比下滑3.4%；其中2Q20发电量875亿千瓦时，同比增长5.8%，发电量增速由负转正（1Q20发电量同比-12.4%）。分电源类型来看，2Q20火电、水电发电量同比增速分别为6.0%、7.1%，较1Q20显著改善（1Q20火电、水电发电量分别同比-14.0%、-4.6%）。公司2Q20市场化交易电量占比57.1%，同比减少11.8个百分点；平均上网电价0.341元/千瓦时，同比增长2.9%，我们推测可能与市场化交易电量占比下降有关。受益于电量、电价改善，公司2Q20营业收入同比增长1.6%，增速由负转正（1Q20营业收入同比-11.7%）。

◆**业绩季度改善，非主业因素贡献显著：**公司1H20入炉标煤电价541元/吨，同比降幅约6%。受益于成本改善，公司2Q20毛利61亿元，同比增长6.5%；毛利率22.5%，同比提升1.0个百分点。2Q20公司管理费用-2.4亿元（2Q19为8.4亿元），我们推测为短期口径调整所致。此外，公司宁夏太阳能、宣威公司相关的减值损失的影响主要于4Q19、1Q20体现，2Q20计提减值损失相对较小。受非主业因素等影响，公司2Q20归母净利润14.1亿元，与1Q20相比成功扭亏，同比增速亦转正。

◆**盈利预测与投资评级：**考虑到1H20业绩及装机等变化，下调2020-2022年的EPS至0.15、0.24、0.27元（调整前分别为0.22、0.25、0.29元），当前股价对应PE分别为14、8、7倍，对应PB分别为0.7、0.7、0.6倍。看好资产厘定后公司基本面持续改善，维持“增持”评级。

◆**风险提示：**动力煤价格超预期上涨，上网电价超预期下行，电力需求超预期下滑，来水不及预期，机组投产进度慢于预期，电力行业改革进度低于预期的风险等。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	65,490	116,599	114,784	117,904	122,024
营业收入增长率	9.45%	78.04%	-1.56%	2.72%	3.49%
净利润(百万元)	1,369	1,869	2,865	4,763	5,378
净利润增长率	-38.41%	36.47%	53.32%	66.24%	12.91%
EPS(元)	0.07	0.10	0.15	0.24	0.27
ROE(归属母公司)(摊薄)	2.70%	3.46%	5.13%	8.05%	8.65%
P/E	29	22	14	8	7
P/B	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年8月28日

增持(维持)

分析师

王威(执业证书编号：S0930517030001)

021-52523818

wangwei2016@ebsecn.com

于鸿光(执业证书编号：S0930519060001)

021-52523819

yuhongguang@ebsecn.com

市场数据

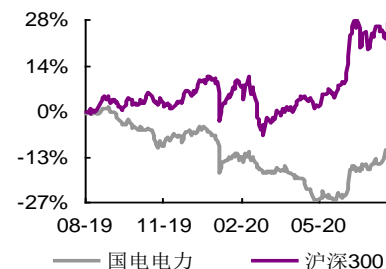
总股本(亿股)：196.50

总市值(亿元)：402.83

一年最低/最高(元)：1.74/2.45

近3月换手率：27.19%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-2.05	-9.57	-42.56
绝对	1.48	15.70	-14.75

资料来源：Wind

相关研报

装机持续扩张，减值拖累业绩——国电电力(600795.SH)2019年年报点评

..... 2020-04-14

装机持续增长，期待煤电协同——国电电力(600795.SH)2019年三季报点评

..... 2019-11-01

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	65,490	116,599	114,784	117,904	122,024
营业成本	53,303	96,188	93,248	95,314	97,498
折旧和摊销	12,460	18,617	18,089	18,394	18,644
税金及附加	1,003	1,795	1,767	1,815	1,879
销售费用	71	152	149	153	159
管理费用	896	1,064	1,047	1,076	1,113
研发费用	7	320	315	323	335
财务费用	7,613	9,415	7,760	7,176	6,896
投资收益	3,697	3,096	3,096	3,096	3,096
营业利润	3,154	7,015	9,325	15,652	17,701
利润总额	3,063	7,240	9,550	15,877	17,927
所得税	1,254	2,321	2,388	3,969	4,482
净利润	1,809	4,919	7,163	11,908	13,445
少数股东损益	440	3,050	4,298	7,145	8,067
归属母公司净利润	1,369	1,869	2,865	4,763	5,378
EPS(按最新股本计)	0.07	0.10	0.15	0.24	0.27

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	23,162	33,722	34,177	34,108	35,406
净利润	1,369	1,869	2,865	4,763	5,378
折旧摊销	12,460	18,617	18,089	18,394	18,644
净营运资金增加	5,772	8,601	-4,192	517	804
其他	3,560	4,635	17,415	10,434	10,580
投资活动产生现金流	-11,822	-11,453	-3,192	-3,192	-3,192
净资本支出	-12,280	-11,563	-5,050	-5,050	-5,050
长期投资变化	20,720	19,793	-1,239	-1,239	-1,239
其他资产变化	-20,262	-19,682	3,096	3,096	3,096
融资活动现金流	-11,974	-17,145	-32,224	-14,974	-6,778
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	2,277	30,268	-23,481	-6,366	2,500
无息负债变化	-2,519	16,702	-569	440	483
净现金流	-635	5,124	-1,239	15,942	25,436

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	18.6%	17.5%	18.8%	19.2%	20.1%
EBITDA 率	29.8%	32.4%	32.0%	32.2%	32.9%
EBIT 率	10.8%	16.3%	16.2%	16.6%	17.6%
税前净利润率	4.7%	6.2%	8.3%	13.5%	14.7%
归母净利润率	2.1%	1.6%	2.5%	4.0%	4.4%
ROA	0.7%	1.3%	2.1%	3.4%	3.7%
ROE (摊薄)	2.7%	3.5%	5.1%	8.1%	8.7%
经营性 ROIC	2.0%	4.7%	5.4%	5.9%	6.8%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	74%	68%	65%	62%	61%
流动比率	0.25	0.39	0.46	0.82	1.27
速动比率	0.22	0.34	0.39	0.74	1.20
归母权益/有息债务	0.33	0.29	0.35	0.38	0.40
有形资产/有息债务	1.74	1.92	2.09	2.21	2.27

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	272,511	364,848	346,978	351,527	365,573
货币资金	4,322	10,422	9,183	25,124	50,561
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	6,118	13,658	9,181	9,700	10,288
应收票据	1,631	2,546	2,507	2,575	2,665
其他应收款(合计)	1,208	1,607	1,690	1,698	1,858
存货	2,672	4,159	4,027	4,120	4,218
其他流动资产	2,124	2,189	2,189	2,189	2,189
流动资产合计	18,626	35,715	29,649	46,298	72,691
其他权益工具	0	1,884	1,884	1,884	1,884
长期股权投资	20,720	19,793	21,031	22,270	23,509
固定资产	201,349	273,138	264,850	254,391	242,557
在建工程	22,092	16,040	11,424	8,654	6,993
无形资产	2,519	8,681	8,296	7,930	7,582
商誉	355	991	991	991	991
其他非流动资产	3,182	3,414	3,414	3,414	3,414
非流动资产合计	253,885	329,133	317,329	305,229	292,882
总负债	201,229	248,199	224,149	218,223	221,206
短期借款	24,042	34,847	8,866	0	0
应付账款	12,809	15,177	14,713	15,039	15,383
应付票据	1,016	1,250	1,212	1,239	1,267
预收账款	345	606	597	613	634
其他流动负债	6,450	9,121	9,121	9,121	9,121
流动负债合计	73,151	91,645	65,095	56,669	57,152
长期借款	103,053	121,589	124,089	126,589	129,089
应付债券	8,089	7,594	7,594	7,594	7,594
其他非流动负债	8,735	15,485	15,485	15,485	15,485
非流动负债合计	128,078	156,554	159,054	161,554	164,054
股东权益	71,282	116,649	122,829	133,304	144,367
股本	19,650	19,650	19,650	19,650	19,650
公积金	10,145	10,850	11,136	11,612	12,150
未分配利润	17,579	19,591	21,187	24,041	26,500
归属母公司权益	50,775	53,932	55,814	59,145	62,141
少数股东权益	20,508	62,717	67,015	74,159	82,226

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	0.11%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%
管理费用率	1.37%	0.91%	0.91%	0.91%	0.91%
财务费用率	11.62%	8.07%	6.76%	6.09%	5.65%
研发费用率	0.01%	0.27%	0.27%	0.27%	0.27%
所得税率	41%	32%	25%	25%	25%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.04	0.05	0.07	0.12	0.14
每股经营现金流	1.18	1.72	1.74	1.74	1.80
每股净资产	2.58	2.74	2.84	3.01	3.16
每股销售收入	3.33	5.93	5.84	6.00	6.21

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	29	22	14	8	7
PB	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	11.0	8.7	8.6	8.0	7.4
股息率	2.0%	2.4%	3.6%	5.9%	6.7%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼