

国投电力(600886)

电力/公用事业

发布时间: 2021-04-08

证券研究报告 / 公司动态报告

买入

首次覆盖

水火风光量价齐升，结构优化成长可期

发电量受益规模增长和来水增多，积极营销策略助推电价上涨。受益新增风光项目和雅砻江全年来水增多，剔除已转让火电项目后，水火风光发电量都较去年有所增长。2020年公司全年境内累计完成发电量1482.83亿千瓦时，同比下降8.55%，剔除已转让项目后，同比增长2.35%。其中水电发电量884.53亿千瓦时，同比增长2.4%。此外公司通过积极的电力市场营销策略，水火风光平均上网电价全面上涨，分别上涨12.59%、0.23%、11.33%和2.06%，全年平均上网电价0.301元/千瓦时，同比增长0.37%。

优化火电资产结构，增强公司盈利能力。公司于2019年12月-2020年3月逐渐完成盈利能力较差的北部湾、伊犁、宣城和靖远二期火电项目的转让，转让项目2019年累计发电量172.61亿千瓦时，是2020年火电发电量的31.31%。剥离亏损火电项目短期来看可以为公司带来利润增量稳定公司业绩增长，长期来看还能够优化公司资产结构，改善公司盈利能力，契合国家“碳中和”目标。

雅砻江中游水电即将投产，公司未来成长可期。公司投资的雅砻江中游两河口、杨房沟水电站预计分别于2021年和2023年首台机组投产发电。两电站总装机容量450万千瓦，是公司当前水电总装机量的26.84%。电站投产后，除了能大幅增加公司水电装机规模和发电量外，还能通过与上下游电站的联合调度，极大地增加公司枯水期发电量，预计公司水电业绩将迎来大幅增长。

风光发电规模持续增长，助力公司营收增长。受益于风光发电装机规模持续增长和2019年投产项目产能释放，2020年公司境内风光发电量分别为34.02亿千瓦时和12.90亿千瓦时，同比分别增加29.76%和38.72%。预计未来随着现有风光产能完全释放以及装机规模持续提升，风光发电将会给公司贡献更多业务收入。

盈利预测：预计2020-2022年公司营业收入391.05/404.59/438.61亿元，归母净利润53.31/57.20/66.37亿元，EPS 0.77/0.82/0.95元，对应PE分别为12.91/12.03/10.37倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：电站投产不及预期；上网电价不及预期；煤炭价格大幅上行

股票数据 2021/04/07

6个月目标价(元)	13.14
收盘价(元)	9.88
12个月股价区间(元)	7.39~10.33
总市值(百万元)	68,822.83
总股本(百万股)	6,966
A股(百万股)	6,966
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	24

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	13%	11%	29%
相对收益	15%	18%	-7%

相关报告

《市场化电价提升，机组折旧陆续到期释放利润》

--20210406

《水火风光并济，股东多次增持彰显发展信心》

--20210402

《配售电重组初见成效，三峡电入渝降本增利》

--20210326

《蛟龙出海，新动能助推水电巨擘》

--20210303

证券分析师: 王小勇

执业证书编号: S0550519100002

0755-33975865 wangxiaoy@nesc.cn

研究助理: 岳挺

执业证书编号: S0550120110024

0755-33975865 yueting@nesc.cn

财务摘要(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	41,011	42,433	39,105	40,459	43,861
(+/-)%	29.61%	3.47%	-7.85%	3.46%	8.41%
归属母公司净利润	4,364	4,755	5,331	5,720	6,637
(+/-)%	35.02%	8.97%	12.09%	7.31%	16.03%
每股收益(元)	0.63	0.68	0.77	0.82	0.95
市盈率	12.85	13.45	12.91	12.03	10.37
市净率	1.49	1.58	1.56	1.35	1.18
净资产收益率(%)	11.58%	11.78%	12.09%	11.26%	11.36%
股息收益率(%)	2.28%	2.48%	2.94%	3.24%	3.85%
总股本(百万股)	6,786	6,786	6,966	6,966	6,966

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	8,436	7,817	8,129	8,893
交易性金融资产	859	874	889	904
应收款项	5,425	4,928	5,210	5,768
存货	1,159	1,220	1,266	1,375
其他流动资产	9,055	1,277	1,119	991
流动资产合计	24,934	16,116	16,613	17,931
可供出售金融资产				
长期投资净额	9,707	9,607	9,707	9,807
固定资产	133,285	129,116	125,335	121,942
无形资产	4,734	5,046	5,349	5,642
商誉	431	421	411	401
非流动资产合计	199,788	203,625	208,111	213,025
资产总计	224,722	219,742	224,724	230,955
短期借款	5,303	6,587	11,402	15,571
应付款项	3,509	2,338	2,138	2,009
预收款项	146	117	121	132
一年内到期的非流动负债	11,297	9,000	8,000	7,000
流动负债合计	34,220	25,896	29,521	32,755
长期借款	110,295	102,295	94,295	86,295
其他长期负债	5,812	9,078	7,047	5,016
长期负债合计	116,107	111,373	101,342	91,311
负债合计	150,327	137,270	130,863	124,067
归属于母公司股东权益合计	40,383	44,099	50,808	58,405
少数股东权益	34,012	38,373	43,053	48,484
负债和股东权益总计	224,722	219,742	224,724	230,955

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	42,433	39,105	40,459	43,861
营业成本	25,852	20,245	21,005	22,810
营业税金及附加	947	899	931	965
资产减值损失	-204	0	0	0
销售费用	31	23	24	31
管理费用	1,367	1,408	1,457	1,535
财务费用	4,779	6,288	5,986	5,569
公允价值变动净收益	9	0	0	0
投资净收益	1,046	1,369	1,416	1,535
营业利润	10,237	11,607	12,470	14,489
营业外收支净额	80	70	60	50
利润总额	10,317	11,677	12,530	14,539
所得税	1,586	1,985	2,130	2,472
净利润	8,731	9,692	10,400	12,068
归属于母公司净利润	4,755	5,331	5,720	6,637
少数股东损益	3,976	4,361	4,680	5,430

现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	8,731	9,692	10,400	12,068
资产减值准备	338	0	0	0
折旧及摊销	7,576	8,453	8,463	8,473
公允价值变动损失	-9	0	0	0
财务费用	4,835	6,360	6,045	5,630
投资损失	-1,046	-1,369	-1,416	-1,535
运营资本变动	24	903	-360	-474
其他	-94	-152	-140	-130
经营活动净现金流量	20,354	23,888	22,992	24,031
投资活动净现金流量	-8,730	-7,957	-8,189	-8,128
融资活动净现金流量	-10,708	-16,550	-14,491	-15,139
企业自由现金流	11,013	14,360	14,157	15,487

财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标				
每股收益 (元)	0.68	0.77	0.82	0.95
每股净资产 (元)	5.80	6.33	7.29	8.38
每股经营性现金流量 (元)	2.92	3.43	3.30	3.45
成长性指标				
营业收入增长率	3.5%	-7.8%	3.5%	8.4%
净利润增长率	9.0%	12.1%	7.3%	16.0%
盈利能力指标				
毛利率	39.1%	48.2%	48.1%	48.0%
净利润率	11.2%	13.6%	14.1%	15.1%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	42.69	42.00	43.00	44.00
存货周转率 (次)	16.36	22.00	22.00	22.00
偿债能力指标				
资产负债率	66.9%	62.5%	58.2%	53.7%
流动比率	0.73	0.62	0.56	0.55
速动比率	0.47	0.57	0.51	0.50
费用率指标				
销售费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用率	3.2%	3.6%	3.6%	3.5%
财务费用率	11.3%	16.1%	14.8%	12.7%
分红指标				
分红比例	36.5%	37.9%	39.0%	39.9%
股息收益率	2.5%	2.9%	3.2%	3.8%
估值指标				
P/E (倍)	13.45	12.91	12.03	10.37
P/B (倍)	1.58	1.56	1.35	1.18
P/S (倍)	1.58	1.76	1.70	1.57
净资产收益率	11.8%	12.1%	11.3%	11.4%

资料来源：东北证券

研究团队简介:

王小勇：重庆大学技术经济及管理硕士，四川大学水利水电建筑工程本科，现任东北证券建筑建材行业首席分析师。曾任厦门经济特区房地产开发公司、深圳尺度房地产顾问、东莞中惠房地产集团等公司投资分析之职，先后在招商证券、民生证券，新时代证券等研究所担任首席分析师。4 年房地产行业工作经验，2007 年以来具有 13 年证券研究从业经历，善于把握周期行业发展脉络，视野开阔，见解独到，多次在新财富、金牛奖、水晶球及其他各种卖方评比中入围及上榜。

岳挺：美国宾夕法尼亚大学 PhD，清华大学能源与动力工程本科，CFA 持证人，现任东北证券电力环保组组长。曾任工业和信息化部中国电子信息产业发展研究院研究员。具有法律职业资格，享受深圳市海外高层次人才（孔雀计划）奖励补贴。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，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，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

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，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准： A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司
网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区三里河东路五号中商大厦 4 层	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
周之斌	021-20361111	18054655039	zhouzb@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
赵丽明	010-58034555	13520326303	zhaolm@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouying1@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozy@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
姜青豆	0755-33975865	18561578188	jiangqd@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-20361229	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-20361229	19512216027	wangtg@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimk@nesc.cn