

强烈推荐-A (维持)

国投电力 600886.SH

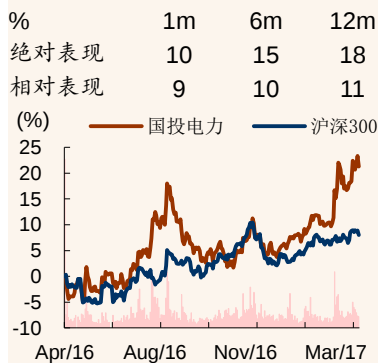
当前股价: 7.73 元
2017 年 04 月 16 日

长电举牌国投, 水电平台优势凸显

基础数据

上证综指	3246
总股本(万股)	678602
已上市流通股(万股)	678602
总市值(亿元)	525
流通市值(亿元)	525
每股净资产(MRQ)	4.2
ROE(TTM)	13.7
资产负债率	72.1%
主要股东	国家开发投资公司
主要股东持股比例	49.18%

股价表现



相关报告

- 1、《国投电力(600886)——三季报点评: 单季降幅收窄, 雅砻江水电资源优势凸显》2016-10-30
 - 2、《国投电力(600886)——2016 半年报点评: 曲靖项目影响当期损益, 黄金水电资源未来业绩可期》2016-08-31
 - 3、《国投电力(600886)——火电水电提供稳定现金, 国改电改提升估值》
- 朱纯阳
010-57601855
zhucy3@cmschina.com.cn
S1090515060001
- 张晨
010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn
S1090513100003

事件:

4 月 14 日公司发布了 2016 年度报告, 2016 年公司实现营业收入 292.71 亿元, 同比降低 6.42%; 归属于上市公司股东的净利润 39.16 亿元, 同比降低 27.84%。实现基本每股收益 0.5771 元, 同比降低 27.84%。

评论:

1、公司 2016 年营收同比减少 6.42%, 归属净利润同比减少 27.84%。

2016 年公司实现营业收入 292.71 亿元, 同比降低 6.42%; 归属于上市公司股东的净利润 39.16 亿元, 同比降低 27.84%。实现基本每股收益 0.5771 元, 同比降低 27.84%。营业成本 151.01 亿元, 同比增加 1.01%, 与去年基本持平。

营业收入同比下滑的主要原因是受去年 4 月和本年 1 月上网电价两次下调、部分电厂参与市场竞价以及雅砻江电价同比下降影响, 发电平均电价呈现下降趋势, 2016 年公司控股企业平均上网电价为 0.289 元/千瓦时(含税), 同比降低 11.35%。其中火电实现收入 1,048,565 万元, 同比降低 12.96%, 主要原因是火电受发电利用小时和上网电价下降影响; 水电实现收入 1,792,555 万元, 同比降低 2.42%, 主要原因是雅砻江水电锦官电源组送江苏上网电价降价、送四川和重庆让利、市场化交易电量增大, 拉低了水电整体平均电价; 风电由于新机组投产, 发电量提高但受竞价上网电价下调影响, 收入与去年基本持平; 光伏收入受市场消纳影响, 同比降低 5.53%。

净利润下滑除营收下滑外, 还受到财务费用降低、营业外收支降低的影响, 其中财务费用的降低主要是由于 15 年调息累计影响, 2016 年公司财务费用总额 50.4 亿元, 同比降低了 8.48 亿元, 在一定程度上增厚了利润。营业外收入减少来自于增值税返还政策变动, 营业外支出增加则来自于曲靖项目担保损失, 营业外收支合计同比降低约 9.87 亿元, 抵消了财务费用降低对利润的增厚。

2、2016 年发电量同比增长 5.69%, 利用小时同比降低 68 小时

2016 年度, 公司控股企业累计完成发电量 1204.38 亿千瓦时, 上网电量 1173.01 亿千瓦时, 与去年同期相比分别上升了 5.69% 和 5.74%。其中水电发电量 804.69 亿千瓦时, 同比增长 8.23%, 火电发电量 389.06 亿千瓦时, 同比增长 0.67%, 详细数据如表 1。此外, 整理公司近五年电量数据如表 2, 发电量、上网电量呈现出逐年上涨趋势。2016 年公司控股发电企业发电利用小时完成 4308 小时, 同比减少 68 小时, 其中: 水电 4822 小时, 同比增加 228 小时; 火电 3701 小时, 同比减少 404 小时; 风电 1381 小时, 同比增加 75 小时; 光伏发电 1521 小时, 同比减少 59 小时。

火电发电量总体同比略有增长，主要原因一是宣城电厂新机组于去年7月投产，今年全年发挥效力，钦州电厂今年两台新机组投产；二是靖远二电开展大用户直供，发电量同比增幅较大。部分火电站发电量同比下降，一是由于经济增速放缓，用电量需求不足；二是部分区域降水偏丰、来水较好，水电负荷均较大，对火电负荷挤占严重；三是新增装机挤占存量机组发电市场。水电发电量总体同比增长，一是由于雅砻江一级水电站水库调节作用的发挥使得下游水电站发电量增加；二是桐子林水电站新机组投产；三是大朝山水电站来水好于去年。

表 1：2016 年国投电力电量情况

项目		发电量 (亿千瓦时)			上网电量 (亿千瓦时)			平均上网电价 (元/千瓦时，含税)		
		本期	去年同期	同比 增减	本期	去年同期	同比 增减	本期	去年同期	同比 增减
水电										
四川	雅砻江水电	709.91	656.07	8.21%	706.42	652.82	8.21%	0.272	0.299	-9.08%
	其中：									
	二滩	155.69	135.54	14.87%	154.97	134.86	14.91%	0.236	0.253	-6.69%
	桐子林	17.09	2.79	512.54%	17.01	2.78	511.87%	0.296	0.323	-8.46%
	官地	121.22	116.86	3.73%	120.65	116.32	3.72%	0.282	0.311	-9.52%
	锦屏一级	175.69	168.43	4.31%	175.16	167.92	4.31%	0.282	0.311	-9.52%
	锦屏二级	240.22	232.45	3.34%	238.63	230.94	3.33%	0.282	0.311	-9.52%
云南	国投大朝山	66.46	55.76	19.19%	65.97	55.51	18.84%	0.158	0.206	-23.20%
甘肃	国投小三峡	28.32	31.69	-10.63%	27.94	31.30	-10.73%	0.279	0.260	7.13%
水电小计		804.69	743.52	8.23%	800.33	739.63	8.21%	0.262	0.290	-9.62%
火电										
天津	国投北疆	97.23	98.15	-0.94%	91.72	92.68	-1.04%	0.368	0.403	-8.70%
广西	国投钦州发电	47.53	36.85	28.98%	43.64	34.20	27.60%	0.375	0.443	-15.18%
	国投北部湾	19.52	25.49	-23.42%	17.97	23.45	-23.37%	0.415	0.453	-8.28%
	广西区域小计	67.05	62.34	7.56%	61.61	57.65	6.87%	0.387	0.447	-13.37%
福建	华夏电力	33.42	47.07	-29.00%	31.24	44.19	-29.31%	0.357	0.402	-11.22%
	湄洲湾一期	34.63	41.32	-16.19%	31.85	38.12	-16.45%	0.425	0.469	-9.40%
	福建区域小计	68.05	88.39	-23.01%	63.09	82.31	-23.35%	0.391	0.433	-9.65%
安徽	国投宣城	56.52	46.66	21.13%	53.83	44.38	21.29%	0.362	0.403	-10.20%
甘肃	靖远二电	54.04	41.08	31.55%	50.15	38.32	30.87%	0.178	0.277	-35.80%
贵州	国投盘江	24.33	23.87	1.93%	22.35	21.81	2.48%	0.334	0.356	-6.20%
新疆	国投伊犁	21.84	26.18	-16.58%	19.59	23.52	-16.71%	0.227	0.253	-10.30%
火电小计		389.06	386.67	0.62%	362.34	360.67	0.46%	0.338	0.391	-13.42%
风电										
甘肃	国投白银	1.39	1.31	6.11%	1.34	1.26	6.35%	0.476	0.564	-15.64%
	国投酒泉一	1.02	1.29	-20.93%	0.99	1.25	-20.80%	0.412	0.541	-23.96%
	国投酒泉二	1.79	1.92	-6.77%	1.74	1.87	-6.95%	0.393	0.521	-24.56%
	甘肃区域小计	4.20	4.52	-7.08%	4.07	4.38	-7.08%	0.425	0.539	-21.21%
新疆	国投哈密风电	1.12	0.70	60.00%	1.09	0.67	62.69%	0.537	0.580	-7.43%
	国投吐鲁番	0.67	0.55	21.82%	0.65	0.53	22.64%	0.492	0.577	-14.69%
	新疆区域小计	1.79	1.25	43.20%	1.74	1.20	45.00%	0.520	0.579	-10.10%
青海	国投青海风电	1.20	1.34	-10.45%	1.16	1.31	-11.45%	0.610	0.610	0.00%
云南	国投云南风电	1.63	0.52	213.46%	1.60	0.51	213.73%	0.522	0.620	-15.74%

	国投楚雄风电	0.07	—	—	0.07	—	—	0.494	—	—
	云南区域小计	1.70	0.52	226.92%	1.67	0.51	227.45%	0.521	0.620	-15.93%
风电小计		8.89	7.63	16.51%	8.64	7.40	16.76%	0.487	0.563	-13.40%
光伏发电										
宁夏	国投石嘴山	0.41	0.42	-2.38%	0.40	0.41	-2.44%	1.017	1.058	-3.86%
青海	国投格尔木	0.74	0.90	-17.78%	0.73	0.89	-17.98%	1.144	1.160	-1.35%
甘肃	国投敦煌	0.37	0.39	-5.13%	0.36	0.38	-5.26%	1.020	1.062	-3.95%
云南	国投大理光伏	0.22	—	—	0.21	—	—	0.814	—	—
光伏发电小计		1.74	1.71	1.75%	1.70	1.68	1.19%	1.047	1.112	-5.83%
控股企业合计		1204.38	1139.53	5.69%	1173.01	1109.38	5.74%	0.289	0.326	-11.29%

注：1. 国投云南风电东川项目累计4.8万千瓦机组于2015年6-8月陆续投产。

2. 国投宣城1*66万千瓦机组于2015年7月投产。

3. 雅砻江水电桐子林水电站4*15万千瓦机组分别于2015年10月，2015年11月，2016年3月投产。

4. 国投哈密风电卓毛湖项目累计4.95万千瓦机组于2015年11-12月陆续投产。

5. 国投大理宾川岩湖光伏项目累计2万千瓦机组分别于2016年7月，2016年9月投产。

7. 国投楚雄风电武定三月山项目累计4万千瓦机组于2016年10-12月陆续投产。

来源：公司公告，招商证券

表2：国投电力近五年发电量、上网电量

电量（亿千瓦时）	2012	2013	2014	2015	2016
发电量	714.16	930.69	1131.35	1139.53	1204.38
同比	-3.01%	30.32%	21.56%	0.72%	5.69%
上网电量	687.09	899.81	1099.83	1109.38	1173.01
同比	-2.62%	30.96%	22.23%	0.87%	5.74%

资料来源：招商证券

3、度电指标分析

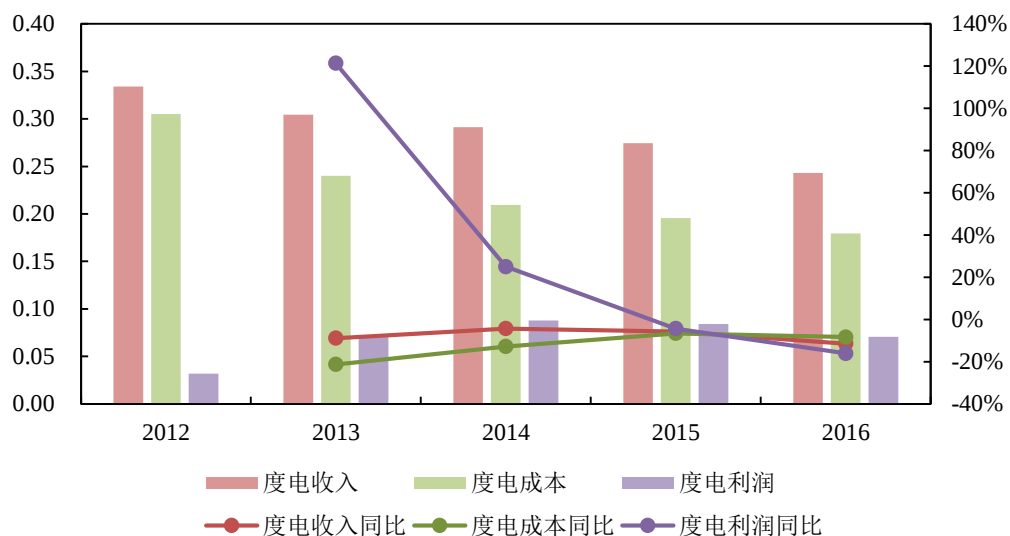
核算公司近五年来的度电收入、度电利润、度电成本的变化情况，如下表所示。

表3：国投电力度电指标分析

单位：元/千瓦时	2012	2013	2014	2015	2016
度电收入	0.334	0.304	0.291	0.274	0.243
同比		-8.89%	-4.33%	-5.77%	-11.46%
度电成本	0.305	0.240	0.209	0.196	0.179
同比		-21.31%	-12.82%	-6.58%	-8.37%
度电利润	0.032	0.070	0.088	0.084	0.070
同比		121.36%	25.05%	-4.36%	-16.04%
度电管理费用	0.009	0.008	0.007	0.008	0.008
同比		-11.29%	-10.63%	6.93%	2.15%
度电财务费用	0.043	0.047	0.054	0.052	0.042
同比		9.76%	14.83%	-5.01%	-19.01%

资料来源：招商证券

图1：国投电力度电收入利润分析



资料来源：招商证券

由上图可以看出，度电收入 2012-2016 年呈现持续下滑的趋势。其中 2016 年度电收入同比下滑较大，主要是由于 2016 年平均上网电价出现较大幅度的下滑。我们通过电力行业收入及上网电量的数据估算出 2012-2016 年的平均上网电价，并整理公司公告的历史平均上网电价，如下表所示。可以看出，2016 年电价下滑幅度显著高于前四年。

表4：国投电力近五年平均上网电价

单位：元/兆瓦时	2012	2013	2014	2015	2016
平均上网电价(推算)	0.357	0.344	0.340	0.326	0.288
同比		-3.79%	-1.17%	-4.05%	-11.56%
平均上网电价(公告)	0.355		0.340	0.326	0.289
同比				-4.01%	-11.29%

资料来源：招商证券

而度电利润在 2012-2014 年呈现上涨趋势，2015-2016 年呈现下滑趋势，其中 2016 年出现较大幅度下滑，主要是由于电价的下滑和煤价的上涨同时挤压了火电部分的利润空间。而 2017 年电价尚未出现上调预期，市场交易比例的扩大还将带来一定不利影响，煤价仍处在上行趋势，公司的度电利润还将进一步面临下滑压力。

度电成本在 2012-2016 年呈现逐年下滑的趋势，度电管理费用基本不变，度电财务费用在 2012-2014 年逐年增长，2015-2016 年逐年下降，其中 2016 年下降显著，主要是 15 年调息累计影响，财务费用降低幅度较大。

4、长电举牌国投，水电资源优势凸显

自 2016 年 12 月 8 日至 2017 年 3 月 13 日下午 15:00 收市，长江电力及其一致行动人通过二级市场累计增持国投电力公司 339,301,100 股，约占公司总股本的 5%。

表5：长电举牌国投详情

股东名称	增持方式	增持时间	增持价格 (元)	增持股数 (股)	增持比例 (%)
长江电力	集中竞价	2016.12.8-2017.1.4	6.60-6.86	128,920,388	1.90%
长江电力	集中竞价	2017.2.6-2017.3.13	6.84-7.13	189,652,312	2.79%

三峡资本	集中竞价	2016.12.6-2016.12.15	6.63-6.92	5,928,400	0.09%
三峡资本	大宗交易	2017.2.23	7.12	8,000,000	0.12%
长电资本	集中竞价	2016.12.5-2016.12.7	6.85-6.91	6,800,000	0.10%
合计				339,301,100	5.00%

资料来源：招商证券

公司持股 52%的雅砻江水电是雅砻江流域唯一水电开发主体，具有合理开发及统一调度等突出优势。雅砻江流域水量丰沛、落差集中、水电淹没损失小，规模优势突出，梯级补偿效益显著，兼具消纳和移民优势，经济技术指标优越，运营效率突出，在我国 13 大水电基地排名第 3。该流域可开发装机容量约 3000 万千瓦，报告期内已投产装机 1470 万千瓦。桐子林水电站 4 号机组正式投产，标志着雅砻江下游 1470 万千瓦装机全部投产完毕，雅砻江流域综合协调调度优势进一步体现，更有力地支持公司长期稳定经营。两河口和杨房沟水电站共 450 万千瓦的装机已经开始建设，掀开雅砻江中游开发的序幕。雅砻江中游水电站规划 1184.5 万千瓦装机，相当于现在官锦机组的 109.68%，此外雅砻江上游水电站 2025 年将陆续投产，届时公司将新增 325 万千瓦的水电装机。

此次三峡集团大幅增持国投电力股份，将有利于未来三峡集团旗下的水电站和国投电力旗下的水电站实现六库联调，发挥水电的梯级调度效应，大水电平台的资源优势开始凸显。

5、电源结构优化，环保优势明显

目前，公司控股装机仍在稳步增长。截止 2016 年底公司已投产控股装机容量 2928.45 万千瓦，其中水电装机 1672 万千瓦，占比 57.10%，火电装机 1175.6 万千瓦，占比 40.14%，风电装机 68.05 万千瓦，占比 2.32%，光伏装机 12.8 万千瓦，占比 0.44%。本年度新增装机 221 万千瓦，其中：四川省新增水电装机 15 万千瓦，广西壮族自治区新增火电装机 200 万千瓦，云南省新增风电装机 4 万千瓦、新增光伏装机 2 万千瓦。截至 2016 年末，公司在建装机容量 880.55 万千瓦。2016 年公司装机投产详情如表 1 所示。公司清洁能源装机占公司已投产控股装机容量的 59.86%，其中水电装机占总装机的 57.10%。清洁能源的输送和消纳享有政策优先权，公司形成了以清洁能源为主、水火均衡、全国布局的电源结构。

目前公司严控煤电项目开发，退出了南阳内乡火电项目，暂缓了靖远三期、宣城三期等一批火电项目的前期工作；合理把握雅砻江中游水电项目开发节奏，在送出尚未落实和受端市场仍需进一步设计优化的情况下，适当放缓后续中游项目的核准进度；提出打造雅砻江流域风光水互补清洁能源示范基地的设想，完成项目初步规划，并列入国家和四川省“十三五”能源发展规划；新能源发展重心由西部向东部、沿海地区转移，缓建哈密风电后续项目，完成广西风电项目立项，参股福建海上风电项目，寻求在东部沿海等地区的新能源投资机会。

6、投资海外市场，进军海上风电

报告期内，公司完成了两笔境外项目的收购工作，境外资产配置实现零突破：一是以 1.5 亿美元收购了新加坡 Lestari Listrik Pte.Ltd. 42.1%的股权，从而间接持有印尼万丹火电项目 40%股权。二是以 1.854 亿英镑收购了英国 Red Rock Power Limited(曾用名 Repsol Nuevas Energias UK Limited)100%股权，从而间接持有苏格兰北部东海岸 Beatrice 海上风电项目 25%股权及 Inch Cape 海上风电项目 100%股权。

目前公司境外资产 376,543.82 万元人民币，占总资产的比例为 1.85%。“走出去”战略初见成效，进一步优化了资产布局，提升了公司的海外影响力和竞争力。考虑到国

内供需形势的严峻性，公司及时转变投资思路，多元化的投资方向有助于未来的业绩稳定增长。

7、电力体制改革提升公司潜力，布局配售电彰显公司超前理念

2017 年 4 月 10 日，国家发展改革委和国家能源局正式印发《关于有序放开发用电计划的通知》，电改进一步推进，随着发用电量计划逐步放开，市场格局也将逐步发生变化。长期来看，市场化交易机制为公司打开了新的空间，雅砻江公司具备独一无二的全流域统一调度模式，两河口投产后和锦屏一级水电站两库协同作用实现多年调节能力，充分发挥黄金水电资源的优势，将作为电能质量与火电机组媲美的优质稳定清洁高效的电源点，未来具有极强的市场竞争优势，可以实现真正意义上的水火“同质同价”。

在售电及配电网运营领域，公司也有超前布局。公司在 2015 年已与兰州当地公司合作设立国投甘肃售电公司和国投兰州新区智能电力公司，建设和运营兰州新区和周边的风电、光伏和光热项目，全面开展各种合同能源管理、综合节能、电力咨询和综合能源服务项目，构建在配售电业务上的产业布局。2016 年，电改稳步推进，售电占比不断提高，公司保持主动，积极开展配售电业务，纵深产业链，推动产业多元化试点。一是参股贵安新区配售电有限公司，为配网建设和运营积累经验；二是编写售电业务投资指导意见，在甘肃、贵州、四川成立售电公司的基础上，推动发电企业或下属供热公司增加售电业务营业范围，积极稳妥开展售电业务；三是进一步推动华夏电力产业相关多元化试点，开展冷链物流、园区冷热电三联供等项目开发。

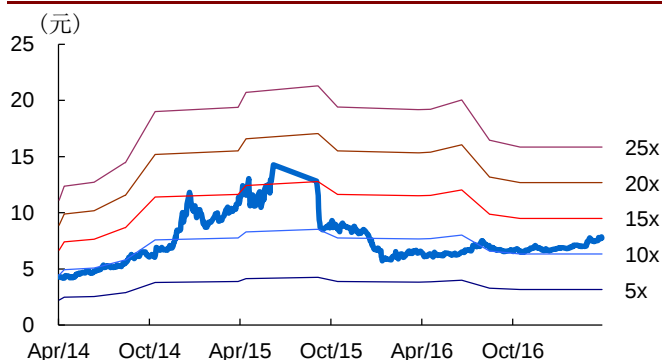
8、维持“强烈推荐”评级

考虑到未来几年公司的装机增长主要是火电机组，煤价上涨趋势以及税收优惠政策的变动，2017-2019 年公司归属净利润分别为 38.39、38.68、38.02 亿元，对应 EPS 分别为 0.57、0.57、0.56，对应估值分别为 13.6、13.6、13.8，2020 年左右将迎来雅砻江中游的投产高峰，公司的水电大平台优势将得到凸显，维持“强烈推荐”评级。

9、风险提示

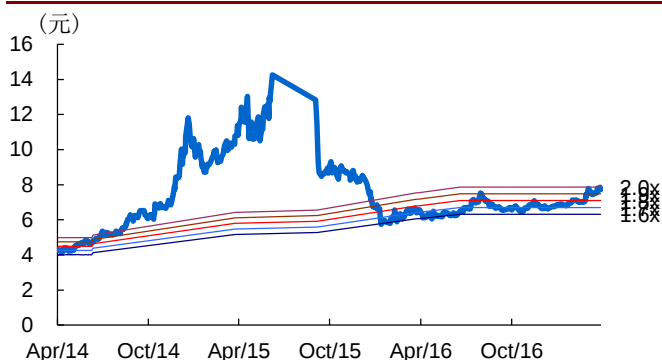
煤价上涨，来水不及预期。

图 2：国投电力历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 3：国投电力历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱纯阳：中科院硕士，曾就职于天弘基金、建信基金，2015 年加入招商证券，现为招商证券研发中心董事、环保行业首席分析师，电力煤气及水等公用事业行业首席分析师。

张晨：清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

弋隽雅：中国社科院硕士，2015 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

王啸：北航硕士，CFA，曾就职于神华海外公司，2015 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

团队荣誉：《新财富》2016 年环保行业最佳分析师第二名、2015 年环保行业最佳分析师第四名、电力煤气及水等公用事业最佳分析师第四名；《金牛奖》2016 年最佳分析师第二名；《Wind 资讯》2016 年金牌分析师第一名。《水晶球奖》2015 年最佳分析师第二名；《第一财经》2015 年最佳分析师第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。