

# 业绩飞跃式增长可期

## 国投电力公开增发 A 股点评

### 报告关键点:

- 📖 公开增发A股
- 📖 装机容量将大幅增长
- 📖 水电将大幅贡献业绩
- 📖 新项目投产可期

### 报告摘要:

- **公开增发A股:** 公司拟以不低于6.23元/股的价格公开增发3.5亿股,募集资金原则上不超过28亿元;原股东可以以每10股优先认购1.75股的比例进行优先认购,未认购部分将向其他有意向认购的投资者发售;本次所募集资金中拟用23.4亿元向二滩水电采用股东同比例方法增资,并进行雅砻江流域官地、桐子林水电站项目建设,另外4亿元将用于对下属全资子公司白银风电公司增资,用于白银风电二期4.95万千瓦项目建设。
- **装机容量将大幅增长:** 待锦屏一级、二级水电站、以及本次增资项目的官地、桐子林水电站、白银风电二期项目投产后,公司投产可控装机容量将由1261万千瓦增加至2414万千瓦,增幅达91%,权益装机容量将由840万千瓦增加至1,446万千瓦,增幅达72%。并且公司水电、风电和光伏发电等清洁能源权益装机容量占比将由目前的38%提高到64%,抗风险能力进一步增强。
- **水电将大幅贡献业绩:** 公司以52%的股权比例控股二滩水电,二滩水电独家享有雅砻江全流域开发权,资质优秀,盈利能力出色。根据二滩水电规划,2015年前后将新增装机1140万千瓦,2012年至2015年,其装机规模年复合增长率超过40%,2025年以前,将达全流域开发,拥有发电装机约3000万千瓦,目前仅开发了二滩水电站,装机容量330万千瓦,占比较低。二滩水电多采用大机组,并且当地移民成本低,整体开发成本相对较低,除此之外,目前二滩水电电价为0.278元/度,四川省水电标杆电价为0.288元/度,未来随着建设成本上升,预计新投产项目上网电价有望达到0.3元/度以上,公司业绩将进一步提升。
- **新项目投产可期:** 根据公司项目进展情况,预计锦屏一级水电站将于2012年底或2013年实现首台机组发电,2015年竣工;锦屏二级水电站将于2012年首台机组发电,2015年竣工;官地将于2012年首台机组发电;桐子林将于2015年首台机组发电;2013年将迎来公司业绩飞跃性增长。
- **建议申购:** 综合考虑公司各发电项目盈利能力及本次募集后,预计公司2011年-2013年EPS分别为:0.25元、0.33元和0.61元,对应PE为27倍、20倍和11倍,6个月目标价为8.25元,我们认为本次募集为折价发行,建议申购。
- **风险提示:** 来水不好;煤价大涨;在建工程延后

### 财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	11,917.1	15,947.6	19,607.2	21,364.2	24,724.4
Growth(%)	81.1%	33.8%	22.9%	9.0%	15.7%
净利润	1,009.4	1,064.0	1,180.9	1,515.0	2,762.3
Growth(%)	328.1%	-6.9%	18.1%	33.0%	84.1%
毛利率(%)	9.1%	8.1%	19.9%	20.9%	27.6%
净利润率(%)	4.5%	3.1%	3.0%	3.6%	5.8%
每股收益(元)	0.27	0.25	0.25	0.33	0.61
每股净资产(元)	4.63	4.41	4.80	4.96	5.27
市盈率	25.1	27.0	26.8	20.2	11.0
市净率	1.4	1.5	1.4	1.3	1.3
净资产收益率(%)	6.2%	6.6%	5.6%	6.8%	11.4%
ROIC(%)	14.8%	3.0%	3.1%	3.0%	4.1%
EV/EBITDA	27.2	26.9	17.7	18.2	15.4
股息收益率	1.1%	0.9%	2.1%	2.5%	4.6%

**评级:**
**增持-A**

上次评级: 中性-A

**目标价格:**
**8.25元**

期限: 6个月

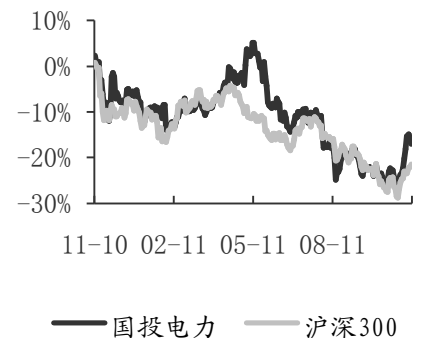
上次预测: 7.00元

现价(2011年11月04日): 6.68元

**报告日期:**
**2011-11-07**

总市值(百万元)	13,327.29
流通市值(百万元)	7,044.93
总股本(百万股)	1,995.10
流通股本(百万股)	1,054.63
12个月最低/最高	5.76/8.55元
十大流通股东(%)	59.33%
股东户数	101,126

### 12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	3.89	8.49	4.50
绝对收益	10.96	3.88	(17.00)

**张龙**

 021-68766113  
 执业证书编号

**首席行业分析师**

 zhanglong@essence.com.cn  
 S1450511020030

### 报告联系人

**邵琳琳**

021-68763673

shaoll@essence.com.cn

### 前期研究成果

**国投电力: 盈利有所提升, 静待项目投产**

2011-08-10

**国投电力: 靖远二厂电价上调点评**

2010-09-10

**国投电力: 下半年业绩将大幅好转**

2010-08-05

表 1 公司已有项目

	比例	公司名称	性质	装机容量(万千瓦)	权益容量(万千瓦)	位置
全资	100%	国投白银风电	风电	30*0.15	4.5	甘肃
	100%	国投张家口风电	风电	67×0.15	10.05	河北
	100%	酒泉二风电	风电	134*0.15	20	甘肃
	100%	国投敦煌	光伏	4	4	甘肃
	100%	国投石嘴山	光伏			甘肃
控股	100%	国投格尔木	光伏			甘肃
	64%	国投津电	火电	2*100	130	天津
	51%	国投宣城	火电	1*60	30.6	安徽
	55%	国投北部湾发电	火电	2*32	35.2	广西
	55.4%	国投曲靖发电	火电	4*30	66.5	云南
	51.22%	靖远二电	火电	2*32+2*30	63.5	甘肃
	56%	华夏电力	火电	4*30	67.2	福建
	52%	二滩水电	水电	6*55	171.6	四川
	50%	国投大朝山	水电	6*22.5	67.5	云南
	60.45%	国投小三峡	水电	4*7.5+4*5.77+4*3.5	40.5	甘肃
	65%	酒泉一风电	风电	33*0.15+33*0.15	6.4	甘肃
参股	30%	徐州华润	火电	4*32	38.4	江苏
	21%	铜山华润	火电	200		江苏
	35%	淮北国安	火电	2*32	22.4	安徽
	45%	甘肃张掖	火电	2*32.5	29.3	甘肃

数据来源: 公司公告 安信证券研究中心

表 2 公司在建项目

	比例	公司名称	性质	装机容量(万千瓦)	权益容量(万千瓦)
控股	52%	锦屏一级	水电	6*60	187.2
	52%	锦屏二级	水电	8*60	249.6
	52%	官地	水电	4*60	124.8
	52%	桐子林	水电	4*15	31.2
	60%	伊犁能源	火电	2*30	36
	55%	盘江	火电		

数据来源: 公司公告 安信证券研究中心

表 3 公司部分筹建及拟建项目

	比例	公司名称	性质	装机容量(万千瓦)	权益容量(万千瓦)
全资	100%	伊犁一期	火电	60	60
	100%	白银风电二期	风电	4.95	4.95
控股	61%	北疆二期	火电	2*100	122
	55%	盘北一期	火电	2*30	33
	52%	两河口	水电	6*50	156
	51%	宣城二期	火电	2*30	30.6
	52%	牙根一级	水电	21.4	11
	52%	牙根二级	水电	99	51.48
	52%	楞谷	水电	271.8	141.34
	52%	孟底沟	水电	184	95.68
	52%	杨房沟	水电	150	78
	52%	卡拉	水电	100	52

数据来源: 公司公告 安信证券研究中心

### 财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间		2011/11/7		
利润表						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	11,917.1	15,947.6	19,607.2	21,364.2	24,724.4	成长性						
减: 营业成本	10,827.2	14,658.7	15,705.6	16,898.0	17,889.4	营业收入增长率	81.1%	33.8%	22.9%	9.0%	15.7%	
营业税费	106.0	122.2	153.8	171.9	241.5	营业利润增长率	333.4%	14.7%	2.9%	30.9%	79.3%	
销售费用	4.5	14.7	6.8	6.8	6.8	净利润增长率	328.1%	-6.9%	18.1%	33.0%	84.1%	
管理费用	444.3	464.8	414.5	424.5	474.5	EBITDA 增长率	207.1%	16.6%	79.6%	10.0%	33.0%	
财务费用	1,695.2	1,754.7	2,058.3	2,169.1	2,963.9	EBIT 增长率	3061.2%	21.6%	353.5%	15.7%	56.2%	
资产减值损失	8.6	1.5	9.3	9.3	9.3	NOPLAT 增长率	336.1%	1.1%	20.5%	13.5%	58.9%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	400.6%	15.4%	19.1%	14.0%	13.4%	
投资和汇兑收益	102.2	78.6	148.8	157.6	164.7	净资产增长率	171.5%	-1.7%	32.0%	5.0%	8.6%	
营业利润	1,192.1	1,367.6	1,407.8	1,842.3	3,303.6	利润率						
加: 营业外净收支	49.9	17.0	-	-	-	毛利率	9.1%	8.1%	19.9%	20.9%	27.6%	
利润总额	1,242.0	1,384.5	1,407.8	1,842.3	3,303.6	营业利润率	10.0%	8.6%	7.2%	8.6%	13.4%	
减: 所得税	232.6	320.5	226.9	327.3	541.2	净利润率	4.5%	3.1%	3.0%	3.6%	5.8%	
净利润	1,009.4	1,064.0	1,180.9	1,515.0	2,762.3	EBITDA/营业收入	26.1%	22.8%	33.3%	33.6%	38.6%	
资产负債表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	5.3%	4.8%	17.7%	18.8%	25.3%	
货币资金	2,084.4	897.0	1,568.6	1,709.1	1,978.0	运营效率						
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	841	972	799	713	679	
应收帐款	2,694.5	2,905.9	3,223.1	3,511.9	4,064.3	流动营业资本周转天数	23	7	48	82	70	
应收票据	126.5	181.6	214.9	234.1	271.0	流动资产周转天数	164	172	148	148	135	
预付帐款	2,307.8	2,446.4	2,760.5	2,591.6	2,412.7	应收帐款周转天数	37	43	39	38	37	
存货	605.0	991.3	1,026.1	876.3	930.6	存货周转天数	20	19	19	17	14	
其他流动资产	2.8	2.9	-46.8	-46.8	-46.8	总资产周转天数	1,611	2,133	1,978	2,069	2,031	
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	1,461	1,960	1,871	1,997	1,962	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	1,549.4	1,476.3	2,713.3	3,013.3	3,037.3	ROE	6.2%	6.6%	5.6%	6.8%	11.4%	
投资性房地产	51.6	38.6	38.6	38.6	38.6	ROA	1.1%	1.1%	1.0%	1.2%	1.9%	
固定资产	42,442.5	43,718.7	43,316.8	41,326.4	51,929.0	ROIC	14.8%	3.0%	3.1%	3.0%	4.1%	
在建工程	35,223.1	46,393.8	58,676.1	76,131.5	82,231.5	费用率						
无形资产	831.5	1,138.9	1,139.9	1,140.8	1,141.7	销售费用率	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	
其他非流动资产	472.2	391.1	240.4	220.4	200.4	管理费用率	3.7%	2.9%	2.1%	2.0%	1.9%	
资产总额	88,391.4	100,582.6	114,871.6	130,747.4	148,188.3	财务费用率	14.2%	11.0%	10.5%	10.2%	12.0%	
短期债务	12,142.3	11,941.8	16,720.8	28,058.2	40,085.7	三费/营业收入	18.0%	14.0%	12.6%	12.2%	13.9%	
应付帐款	4,695.3	5,989.6	1,721.2	1,851.8	1,960.5	偿债能力						
应付票据	791.6	1,130.0	1,290.9	1,388.9	1,470.4	资产负债率	81.5%	84.0%	81.5%	83.0%	83.7%	
其他流动负债	4,166.1	3,796.0	3,903.0	4,178.7	4,514.7	负债权益比	440.2%	525.4%	441.3%	487.0%	512.7%	
长期借款	50,083.3	61,404.6	66,404.6	69,404.6	72,404.6	流动比率	0.36	0.32	0.37	0.25	0.20	
其他非流动负债	150.7	238.2	3,609.9	3,591.1	3,564.3	速动比率	0.33	0.28	0.32	0.22	0.18	
负债总额	72,029.4	84,500.4	93,650.4	108,473.3	124,000.2	利息保障倍数	0.37	0.44	1.68	1.85	2.11	
少数股东权益	7,121.4	7,278.6	9,975.8	10,640.3	11,839.2	分红指标						
股本	1,995.1	1,995.1	2,345.1	2,345.1	2,345.1	DPS(元)	0.07	0.06	0.14	0.17	0.30	
留存收益	7,245.6	6,808.5	8,900.3	9,288.7	10,003.8	分红比率	27.6%	24.9%	55.3%	50.0%	50.0%	
股东权益	16,362.0	16,082.3	21,221.2	22,274.1	24,188.1	股息收益率	1.1%	0.9%	2.1%	2.5%	4.6%	
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
净利润	1,009.4	1,064.0	1,180.9	1,515.0	2,762.3	EPS(元)	0.27	0.25	0.25	0.33	0.61	
加: 折旧和摊销	2,532.3	2,922.0	3,054.7	3,162.7	3,273.6	BVPS(元)	4.63	4.41	4.80	4.96	5.27	
资产减值准备	-5.5	1.5	9.3	9.3	9.3	PE(X)	25.1	27.0	26.8	20.2	11.0	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.4	1.5	1.4	1.3	1.3	
财务费用	648.1	1,709.1	1,757.3	2,058.3	2,169.1	P/FCF	-	-17.4	-3.7	-52.9	-31.1	
投资收益	-102.2	-78.6	-148.8	-157.6	-164.7	P/S	1.1	0.8	0.8	0.7	0.6	
少数股东损益	478.0	569.6	596.9	738.3	1,332.1	EV/EBITDA	27.2	26.9	17.7	18.2	15.4	
营运资金的变动	127.3	-887.8	-4,323.8	416.3	54.7	CAGR(%)	14.5%	37.4%	32.7%	-100.0%	-100.0%	
经营活动产生现金流量	5,044.6	5,045.3	2,427.4	7,853.2	10,231.3	PEG	1.7	0.7	0.8	-0.2	-0.1	
投资活动产生现金流量	-11,394.3	-13,536.9	-15,994.4	-18,695.0	-19,760.3	ROIC/WACC	2.4	0.5	0.5	0.5	0.7	
融资活动产生现金流量	6,064.4	7,279.8	12,778.6	11,879.8	11,348.5	REP	0.4	2.1	2.0	2.1	1.5	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 分析师简介

张龙，电力行业首席分析师，毕业于清华大学，工学硕士，2003年开始证券行业研究，2007年4月加盟安信证券研究中心。新财富2007年最佳分析师“电力及公用事业”行业第三名。

## 分析师声明

张龙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。



## 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 销售联系人

### 黄方祥

021-68765913

### 凌洁

021-68765237

### 梁涛

021-68766067

### 潘冬亮

010-59113590

### 马正南

010-59113593

### 李国瑞

0755-82558084

### 上海联系人

huangfc@essence.com.cn

### 上海联系人

lingjie@essence.com.cn

### 上海联系人

liangtao@essence.com.cn

### 北京联系人

pandl@essence.com.cn

### 北京联系人

mazn@essence.com.cn

### 深圳联系人

ligr@essence.com.cn

### 朱贤

021-68765293

### 张勤

021-68763879

### 周蓉

010-59113563

### 李昕

010-59113565

### 胡珍

0755-82558073

### 上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

### 上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

### 北京联系人

zhourong@essence.com.cn

### 北京联系人

lixin@essence.com.cn

### 深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200123

### 北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034