安信证券 ESSENCE SECURITIES

公司深度分析/证券研究报　　国投电力(600886)

维持评级

电力/公用事业

步入业绩成长阶段 投资价值显现

国投电力深度报告

报告关键点:

- 未来仍具有集团将优质资产注入上市公司的可能性;
- 水电陆续步入投产期，看好公司未来发展;

报告摘要:

- **大型发电公司**：截至2011年底，公司总装机1733万千瓦，属于大型发电企业，业务利润贡献主要来自于发电业务；从装机类型来看，公司水火共济，风光各现，清洁能源占比在逐步提高。

- **大股东支持**：国投电力2002年实现借壳上市，2009年向集团定向增发，收购了集团国投电力公司100%的股权，从此成为集团电力业务的唯一资产整合平台。公司通过向集团收购获得了较多优异资产，随着集团电力项目的逐步完善，在合适时机，我们认为仍具有集团将优质资产注入上市公司的可能性。

- **看好公司未来发展**：（1）**火电板块**：公司现有火电项目将受益于电价上调和煤炭价格下降，除此之外，公司作为国投集团的唯一电力整合平台，有望从集团手中收购优异火电资产，公司的在建工程伊犁热电今年年底有望进入投产期，火电规模有望进一步扩大；（2）**水电板块**：二滩公司从2012年起陆续进入投产高峰期，目前官地电站暂行电价为四川省标杆电价，高于原有二滩项目，且2011年进行了低电价高耗能直供电的取消，电价上调及规模扩大将使得二滩公司盈利能力再度上升；（3）**新能源业务**：公司目前积极拓展风电及光伏项目，选址优异，现有机组利用小时较高，虽然目前新能源业务占比较少，但扩张迅速，有望进入大发展时期。

- **维持“增持-A”投资评级**：假定公司2012年利用小时和煤炭价格与2011年持平，可转债于2017年转股结束，预计公司2012年-2014年EPS分别为：0.15元、0.27元和0.42元，对应PE为28.4倍、15.8倍和10.3倍。从估值角度来看，不具备明显优势，在目前这种煤炭价格巨幅调整的背景下，公司受益程度相对较低，但公司水电正在进入投产高峰期，未来成长性显著，并且公司水火并举，风险相对较低，看好中长期发展，仍维持“增持-A”投资评级，6个月目标价5.4元。

- **风险提示**：（1）煤炭价格大幅上涨；（2）利用小时大幅下降；（3）电价下调；（4）在建工程延后等；

财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	15,947.6	21,703.5	22,832.5	25,629.1	29,500.0
Growth(%)	*33.8%*	*36.1%*	*5.2%*	*12.2%*	*15.1%*
净利润	1,064.0	672.3	1,177.7	2,143.1	3,219.7
Growth(%)	*-6.9%*	*-47.6%*	*112.0%*	*86.1%*	*58.3%*
毛利率(%)	8.1%	3.6%	19.8%	25.5%	30.8%
净利润率(%)	3.1%	1.2%	2.4%	4.0%	5.5%
每股收益(元)	0.14	0.07	0.15	0.27	0.42
每股净资产(元)	2.50	3.26	3.37	3.55	3.80
市盈率	30.6	58.3	28.4	15.8	10.3
市净率	1.7	1.3	1.3	1.2	1.1
净资产收益率(%)	6.6%	3.1%	4.7%	7.8%	10.7%
ROIC(%)	3.0%	2.3%	2.7%	3.7%	4.8%
EV/EBITDA	25.6	33.9	18.2	15.9	13.8
股息收益率	1.0%	0.8%	2.1%	3.2%	4.9%

评级: 增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格: 5.40 元

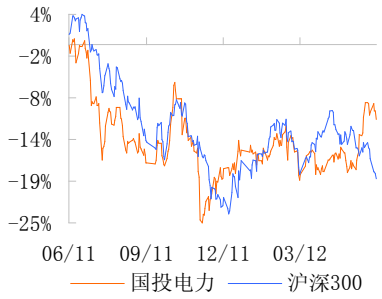
期限: 6 个月　上次预测: 5.50 元

现价（2012 年 06 月 28 日）: 4.30 元

报告日期: 2012-06-29

总市值(百万元)	15,125.91
流通市值(百万元)	9,059.86
总股本(百万股)	3,517.65
流通股本(百万股)	2,106.95
12 个月最低/最高	4.20/7.35 元
十大流通股东(%)	36.73%
股东户数	102,324

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	15.51	11.41	8.44
绝对收益	7.02	10.70	(10.71)

张龙　首席行业分析师
021-68766113　zhanglong@essence.com.cn
执业证书编号　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：业绩飞跃式增长可期　2011-11-07

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

敬请阅读本报告正文后各项声明

1. 公司简介

1.1. 主营业务

发电业务为主:公司为大型发电企业,业务利润贡献主要来自于发电业务。公司于 2011 年收购了国投煤炭运销和国投山西运销各 51%的股权，开始涉足煤炭业务，但由于煤炭销售毛利率较低，其对公司业绩贡献有限，2011 年煤炭销售业务收入占营业总收入的 16.06%，但其贡献的收益仅占公司归属于母公司净利润的 3.95%。

截至 2011 年底，公司总装机 1733 万千瓦，控股装机 1276 万千瓦，属于大型发电企业；从装机类型来看，公司水火共济，风光各现，清洁能源占比在逐步提高。

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
64%	国投北疆津电	**火电**	2*100	130	天津
51%	国投宣城		1*60	30.6	安徽
55%	国投北部湾发电		2*32	35.2	广西
55.4%	国投曲靖发电		4*30	66.5	云南
51.22%	靖远二电		2*32+2*30	63.5	甘肃
56%	华夏电力		4*30	67.2	福建
30%	徐州华润		4*32	38.4	江苏
21%	铜山华润		2*100	42	江苏
35%	淮北国安		2*32	22.4	安徽
45%	甘肃张掖		2*32.5	29.3	甘肃
52%	二滩水电	**水电**	6*55+60*2	234	四川
50%	国投大朝山		6*22.5	67.5	云南
60.45%	国投小三峡		4*7.5+4*5.75+4*3.5	40.5	甘肃
100%	国投白银风电	**风电**	30*0.15	4.5	甘肃
100%	国投张家口风电		67 × 0.15	10.05	河北
100%	酒泉二风电		134*0.15	20	甘肃
65%	酒泉一风电		33*0.15+33*0.15	6.4	甘肃
100%	国投敦煌一期	**光伏**	9 × 0.1	0.9	甘肃
100%	国投石嘴山一期		10 × 0.1	1	甘肃
100%	国投格尔木一期		20 × 0.1	2	甘肃

数据来源：公司公告　安信证券研究中心

1.2. 股权结构

大股东背景：公司控股股东为国家开发投资公司，持有公司 61.6%的股权，集团实力雄厚，是国务院批准设立的国家投资控股公司之一；其构建了实业、金融服务业、国有资产经营“三足鼎立”的业务框架，实业重点投向电力、煤炭、港航、化肥等基础性、资源性产业及高科技产业；金融服务业重点发展金融、资产管理和咨询业务；拥有 5 家控股上市公司：国投电力、国投新集、国投中鲁、中纺投资和中成股份。

大股东支持：国投电力 2002 年由湖北兴化和国投集团进行资产置换后变更设立，从而实现借壳上市，上市之初置换的资产包括甘肃小三峡公司、靖远二电和徐州华润电力公司。上市后，国投集团的电力资产主要由国投电力和国投电力公司管理，2009 年公司向集团定向增发，收购了集团国投电力公司 100%的股权，从此公司成为集团电力业务的唯一资产整合平台。

公司通过向集团收购获得了较多优异资产，随着集团电力项目的逐步完善，在合适的时机，我们认为仍具有集团将优质资产注入上市公司的可能性。

图 1 公司股权结构图

数据来源：公司公告　安信证券研究中心

表 2 公司历次收购

年份	收购资产名称	出让方	收购股权	资产类型
2005 年	曲靖发电	国投电力公司	44%	火电
	北部湾发电	国投集团	55%	火电
2006 年	厦门华夏发电	国投集团	35%	火电
	淮北国安发电	国投集团	35%	火电
	大峡电站	甘肃省电力	20%	水电
2008 年	厦门华夏一期	福建省电力	9.4%	火电
	曲靖	国投电力公司	11.4%	火电
2009 年	国投电力公司	国投集团	100%	水电、火电
	二滩水电	国投集团	48%	水电
	大朝山水电	国投集团	50%	水电
具体股权	国投津电	国投集团	64%	火电
	张掖发电	国投集团	45%	火电
	宣城发电	国投集团	51%	火电
2010 年	二滩	华电集团	4%	水电

数据来源：公司公告　安信证券研究中心

1.2.1. 股东其余资产

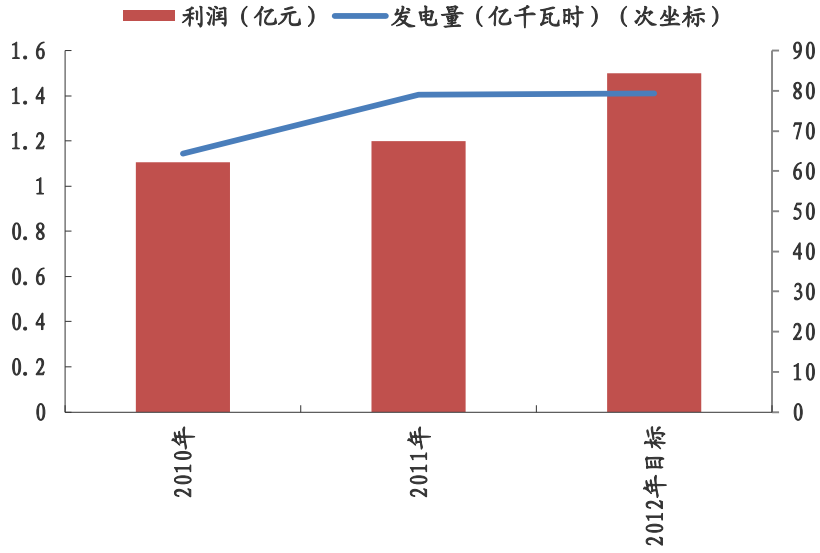
集团电力资产目前主要集中于国投电力手中，但除此之外，集团还有一些别的优质电力资产，具有资产注入的可能性。

➢ **钦州发电**

该电厂位于广西钦州，国家投资开发公司持有其 61%的股权，广西投资集团有限公司持有 39%的股权，目前已经建成一期 2×63 万千瓦火电装机，总投资 47.17 亿元，于 2007 年投产发电，远景为 2×63+6×100 万千瓦。

公司投产初期，由于年度发电量较低和煤炭价格较高，盈利能力较差，随着发电量的逐步上升、所用煤炭改为下水煤及增大印尼低卡煤掺烧力度，公司盈利能力提升明显，已经连续两年利润总额超过亿元，目前二期 2×100 万千瓦项目已经获得国家发改委开展前期工作的批复。过去几年由于该公司处于亏损状态，未进行资产注入，该电厂目前由国投电力委托管理，不排除未来进行资产注入的可能性。

图 2 钦州发电盈利情况



数据来源：公司公告　安信证券研究中心

➢ **哈密发电**

国投哈密能源开发有限责任公司为国家开发投资公司下属国投煤炭有限公司的全资子公司，于 2009 年 4 月在新疆哈密成立，其投资 193 亿元在新疆哈密大南湖矿区建设以煤矿、电厂、铁路运输为主，建材加工为辅的循环经济工业园。

目前开发的主要项目有：（1）产能为 1200 万吨/年的国投哈密一矿；（2）洗选能力为 1600 万吨/年的选煤厂；（3）一期（2×66 万千瓦）、二期（2×100 万千瓦）的大型坑口电厂；（4）近期外运 1200 万吨/年、远期外运 2000 万吨/年的 84Km 铁路专运线；（5）年产 3.6 亿块的粉煤灰和煤矸石制砖厂。

国投哈密公司一矿、国投哈密电厂已于 2011 年 6 月开工建设，选煤厂、铁路专用线、煤矸石烧结砖厂将于 2012 年开工建设，与煤矿同步建成投产。国家开发投资公司规划，在 2015 年前，国投哈密公司在新疆哈密将形成煤炭产能 5000 万吨、煤炭集运 5000 万吨、电力装机 800 万千瓦的煤-电-运-建材产业格局。

由于高耗能工业多向新疆地区转移，目前新疆地区用电量增速保持在 20%以上，电量消耗问题不大，该项目机组较大，且配套有煤炭项目，预计投产后盈利能力出色。考虑到国投电力为国家开发投资公司电力项目的唯一平台，我们预计该项目建成后在合适时机，存在注入上市公司的可能性。

➢ **三吉利能源股份有限公司**

目前公司受国家开发投资公司委托管理着三吉利能源股份有限公司，国家开发投资公司持有其 36.875%的股权，是其控股股东，三吉利公司目前拥有运行机组装机 291 万千瓦，在建 200 万千瓦，电站主要位于江苏省和河南省，拥有 1 个运行煤矿、2 个在建煤矿和 4 个前期煤矿，7 个煤矿均位于河南省郑州矿区新密煤田。

表 3 三吉利能源股份有限公司装机

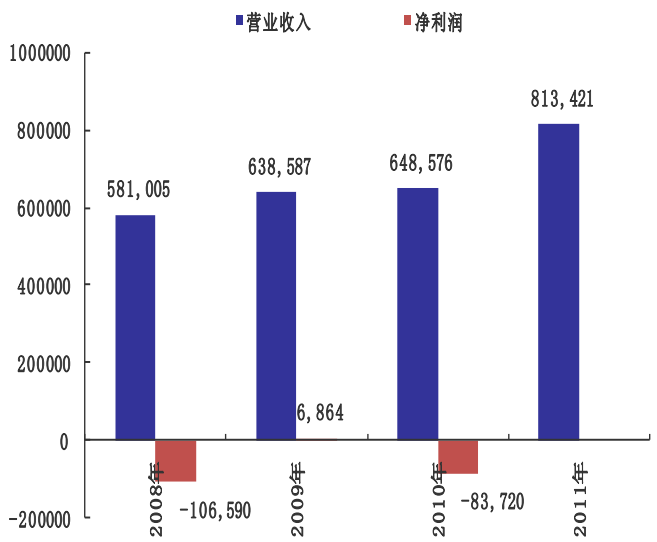
	装机（万千瓦）	比例	性质	状态	地点
张家港沙洲电力	2×63	70%	火电	投产	江苏省
张家港华兴电力	2×39	100%	燃气发电	投产	江苏省
郑州裕中能源有限责任公司一期	2×30	100%	火电	投产	河南新密

周口隆达发电	2×13.5	100%	热电联产	投产	河南周口
郑州裕中能源有限责任公司二期	2×100	100%	火电	在建	河南新密

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

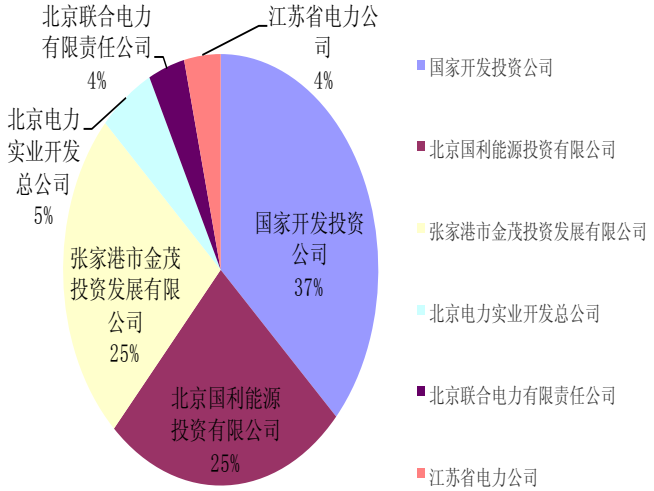
盈利能力不佳：虽然公司营业收入增速明显，但是从盈利方面来看，公司 2010 年亏损 8 亿余元，盈利能力不佳，猜测与公司有部分电厂位于河南省且装机较小有关，当地煤炭价格较高，电价却相对较低，预计此电厂短期内资产注入的可能性不大。

图 3 三吉利能源有限公司盈利情况　单位：万元



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

图 4 三吉利能源有限公司股权结构图



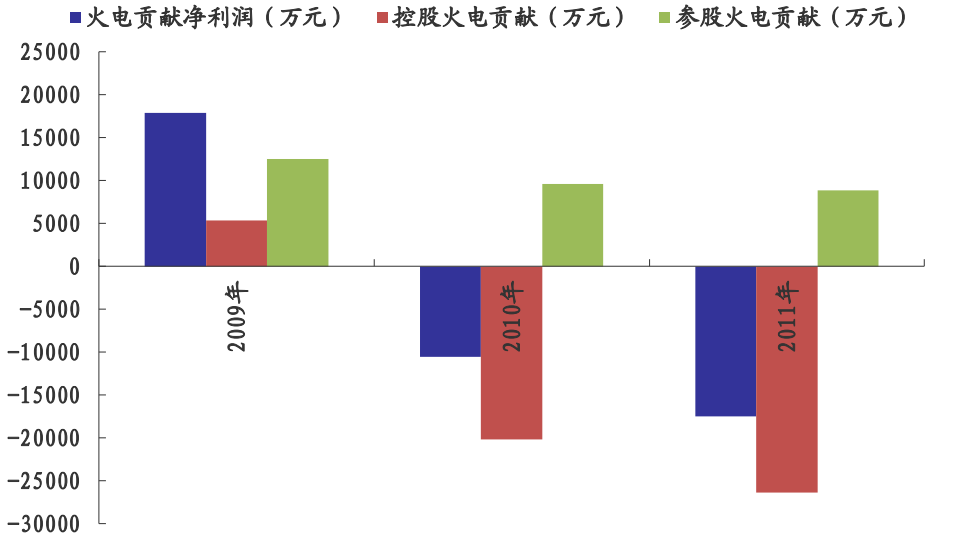
数据来源：公司公告 安信证券研究中心

2. 火电——盈利能力有望提升，装机容量将进一步增大

2.1. 现有机组盈利能力有望提升

大机组比重较高：公司现有火电机组单机装机均在 30 万千瓦以上，其中有百万千瓦机组 4 台，60 万千瓦机组 1 台，大机组比重较高。

图 5 公司火电业务贡献利润



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

公司火电盈利能力不佳：公司火电贡献净利润逐年走低，盈利能力不佳，尤其是控股火电公司，主要原因在于公司中西部电厂较多，这些地区煤炭价格上涨幅度较大，且较为坚挺，而参股公司多位于江苏地区，苏北近几年投产新机组较多，对公司利用小时压制明显。

控股火电公司盈利能力不佳：2011 年，公司控股火电项目除华夏电力外，其余电厂盈利能力较差。

（1） **华夏电力**：装机 4×30 万千瓦，位于厦门，2011 年由于区域水电出力下降和社会用电需求上升，其发电量同比上升约 18 亿度，贡献利润同比上升 2634 万元；

（2） **国投北部湾电厂**：一期装机 2×30 万千瓦，位于广西北海市，2011 年由于发电量上升和获得地方的亏损补贴，减亏 3124 万元，但由于北部湾电厂所用煤炭为无烟煤，预计煤炭价格下降幅度有限；

（3） **国投津能**：一期装机 2×100 万千瓦，位于天津市，由于含有海水淡化等工程，国投津能单位造价高，折旧较多，并且煤炭价格较高，盈利能力不佳，但目前有逐步改善的趋势。

除此之外，由于煤炭价格上涨幅度较大，公司控股子公司靖远、曲靖和宣城的净利润均出现了很明显的下降。

表 4 控股公司盈利分析 单位：亿度 万元

	2009 年			2010 年			2011 年		
	发电量	净利润	贡献利润	发电量	净利润	贡献利润	发电量	净利润	贡献利润
华夏电力	71.84	27,344	15,313	61.69	7,628	4,272	79.47	12,331	6,905
靖远二电	49.05	-460	-236	57.93	2,774	1,421	68.58	-1,842	-943
国投曲靖	65.77	5,121	2,837	62.03	-2,312	-1,281	58.66	-15,257	-8,452
国投北部湾	25.34	-5,740	-3,157	35.1	-9,706	-5,338	40.87	-6,582	-3,620
国投宣城	28.58	-5,899	-3,008	35.35	-7,583	-3,867	37.09	-18,344	-9,355

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

参股公司盈利能力出色：公司参股火电项目盈利能力出色，但从净利润来看，由于 2011 年 6 月份未进行江苏地区电价上调，再加上煤炭价格大幅上涨，徐州华润和铜山华润贡献利润同比减少 3273 万元，淮北国安和张掖发电则受益于电价上调，贡献利润同比增加 2512 万元。

表 5 参股公司盈利分析 单位：亿度 万元

	2009 年			2010 年			2011 年		
	发电量	净利润	贡献利润	发电量	净利润	贡献利润	发电量	净利润	贡献利润
张掖发电	29.57	413	186	36.59	5,087	2,289	36.82	9,014	4,056
徐州华润	66.77	33,013	9,904	72.57	13,040	3,912	68.33	4,856	1,457
铜山华润	-	-513	-108	53.77	7,056	1,482	118.56	3,162	664
淮北国安	30.63	7,274	2,546	32.60	5,556	1,945	32.47	7,683	2,689
合计	126.97	40,187	12,528	195.53	30,739	9,627	256.18	24,716	8,866

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

现有火电机组盈利能力有望提升：考虑到 2011 年底进行的电价上调将会在 2012 年集中体现和煤炭价格的持续下降，我们认为公司现有火电项目盈利能力将快速提升。

表 6　2011 年电价上调　　单位：分/千瓦时

所在地公司	位置	2010 年 1 月 1 日	2011 年 4 月 10 日	2011 年 6 月 1 日	2011 年 12 月 1 日
华夏电力	福建	0.31			2.74
张掖发电、靖远二电	甘肃	0.9	1.78		2.6
国投曲靖	云南	0.46			2.6
国投北部湾	广西	0.5			3.65
徐州华润、铜山华润	江苏				2.5
淮北国安、国投宣城	安徽	0.2		1.8	1.8
国投津电	天津	0.18			2.8

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

2.2. 装机容量将进一步增大

2.2.1. 伊犁热电

电厂规划项目多：国投伊犁能源开发有限公司由国投电力和国投煤炭按照 60%和 40%的比例组建，一期规划建设 2×33 万千瓦热电联产项目、300 万吨井工矿、国投科克塔斯水库及运煤铁路专用线工程，二期规划 2×66 万千瓦火电厂（坑口电站），规划远期 4×100 万千瓦电厂（坑口电站）和配套 400 万吨露天矿（扩建）及 1000 万吨井工矿（扩建）工程。

配套煤炭项目：国投伊犁能源开发有限公司的全资子公司新疆伊犁犁能煤炭有限公司负责建设伊犁煤电一体化中的 1400 万吨/年的煤炭项目。目前该公司已建成 90 万吨生产规模，发热量在 5000-6500 大卡，并且已取得伊宁矿区五号区八号矿井范围约 50%的矿权，查明地质资源量近 6 亿吨。公司将依托五号区八号矿井建设煤炭项目，预计总投资 73.5 亿元，包括露天煤矿一期 90 万吨/年、二期 400 万吨/年；井工矿一期 300 万吨/年、二期 1000 万吨/年；目前露天煤矿二期 400 万吨/年正在开展前期工作，井工矿一期 300 万吨/年即将开工建设，公司规划在“十二五”期间建成 400 万吨/年的露天煤矿和一期 300 万吨/年的井工矿，“十三五”期间产能达到 1400 万吨/年。

伊犁煤化工项目：国投煤炭有限公司和新疆宝地矿业有限公司分别出资 80%和 20%于 2011 年 9 月份成立了国投新疆伊犁煤化工有限公司。公司规划建设年产 120 万吨煤制烯烃项目以及为项目配套的 4 座矿井，一期工程建设规模年产 60 万吨煤制烯烃，根据可研分析，总投资 192 亿元，投产后年营业收入 61.4 亿元，利润 22.4 亿元，所得税 5.6 亿元。该项目已经向国家发改委上报申请进入示范项目规划，目前在进行煤制烯烃项目路条的申办和配套煤矿地勘的工作。

表 7　伊犁项目规划

	一期	二期	远期
电厂装机（万千瓦）	2×33（热电联产）	2×66（坑口电站）	4×100（坑口电站）
露天煤矿（万吨/年）	90	400（扩建）	
井工矿（万吨/年）	300	1000（扩建）	
煤制丙烯（万吨/年）	60	120（扩建）	

数据来源：安信证券研究中心

将为公司再添利润：目前伊犁热电在建 2×33 万千瓦机组，根据目前工程进度，预计 2012 年年底有望至少投产一台，该电站建成后短期内以供热为主，是当地主力供热机组，当地煤炭价格便宜，且具有煤炭项目，预计投产后盈利能力出色，初步估计 2013 年利润在 3000 万左右，公司占比 60%，可贡献利润近 1800 万元。

2.2.2. 盘江发电

盘北电站预计 2013 年投产：公司和贵州盘江精煤股份有限公司分别以 55%和 45%的比例组建了国投盘江发电有限公司，先期开发建设盘北低热值煤发电厂，装机为 2×30 万千瓦，预计 2013 年可实现投产发电。除此之外，威赫煤电一体化燃煤发电厂（2×66 万千瓦）项目，受托开展前期工作的汪家寨低热值煤发电厂（2×30 万千瓦）项目也将陆续开发建设。

2.2.3. 拟收购项目

➢ **利港发电**

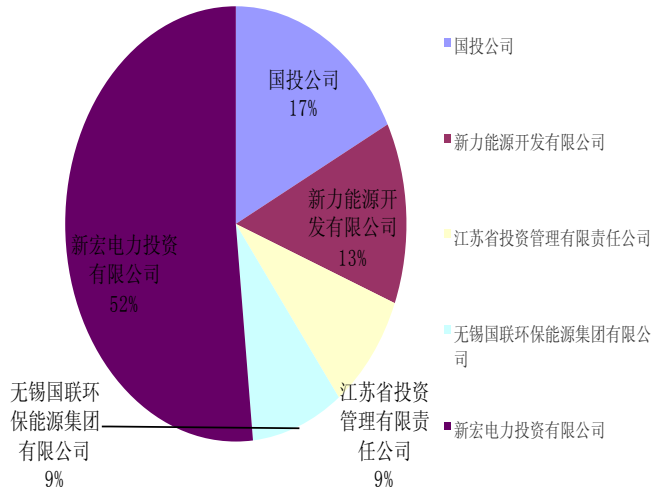
拟收购股权：公司公告称拟向国家投资开发公司收购江苏利港电力有限公司 17.47%股权和江阴利港发电股份有限公司 9.17%股权。其中江苏利港现有发电装机容量 144 万千瓦，江阴利港 246 万千瓦，2011 年 1-10 月两电厂分别实现归属于母公司所有者净利润 4.8 亿元和 6 亿元，盈利能力出色。

表 8 公司拟收购江苏利港与江阴利港股权

		江苏利港	江阴利港
2010 年度（万元）	装机容量（万千瓦）	2×35+2×37	2×63+2×60
	资产总额	370,801	992,920
	负债总额	189,858	827,254
	归属于母公司所有者权益	180,943	165,252
	营业收入	288,507	644,315
	归属于母公司所有者净利润	32,154	48,079
2011 年 1-10 月（万元）	资产总额	326,690	1,081,676
	负债总额	158,906	911,242
	归属于母公司所有者权益	167,784	170,434
	营业收入	257,814	973,082
	归属于母公司所有者净利润	18,975	59,956

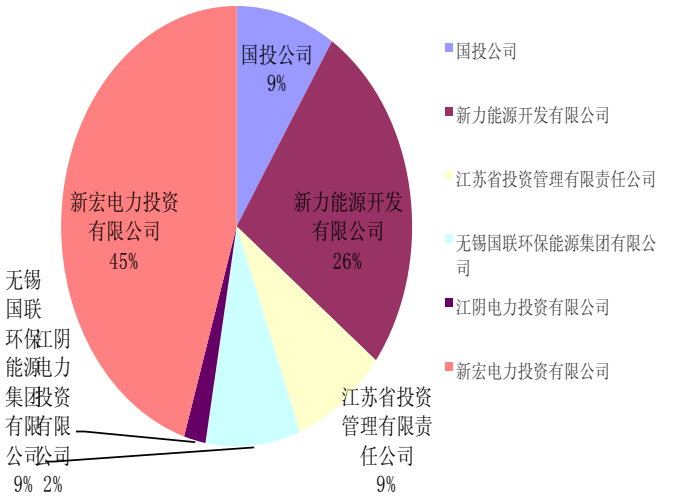
数据来源：公司公告 安信证券研究中心

图 6 江苏利港电力股权结构



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

图 7 江阴利港发电股权结构



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

2.2.4. 后续规划项目

后续储备项目较多：除此之外，公司还有较多后续规划火电项目，例如宣城二期 2×30 万千瓦项目、北部湾电厂二期 2×66 万千瓦项目、国投津能远期 4×100 万千瓦项目、淮北国安二期 2×100 万千瓦机组项目和张掖发电二期 2×66 万千瓦项目等；

表 9 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）

控股	51%	宣城二期	火电	2×30	30.6
	55%	北部湾电厂二期	火电	2×66	72.6
	64%	国投津能远期	火电	4×100	256
参股	45%	张掖发电	火电	2×66	59.4
	35%	淮北国安二期	火电	2×100	70

数据来源：公司公告　安信证券研究中心

3. 水电——雅砻江二滩水电进入成长期

公司的水电项目主要包括二滩水电、国投大朝山和国投小三峡，根据公司规划，未来的装机增量将主要来自于二滩水电。

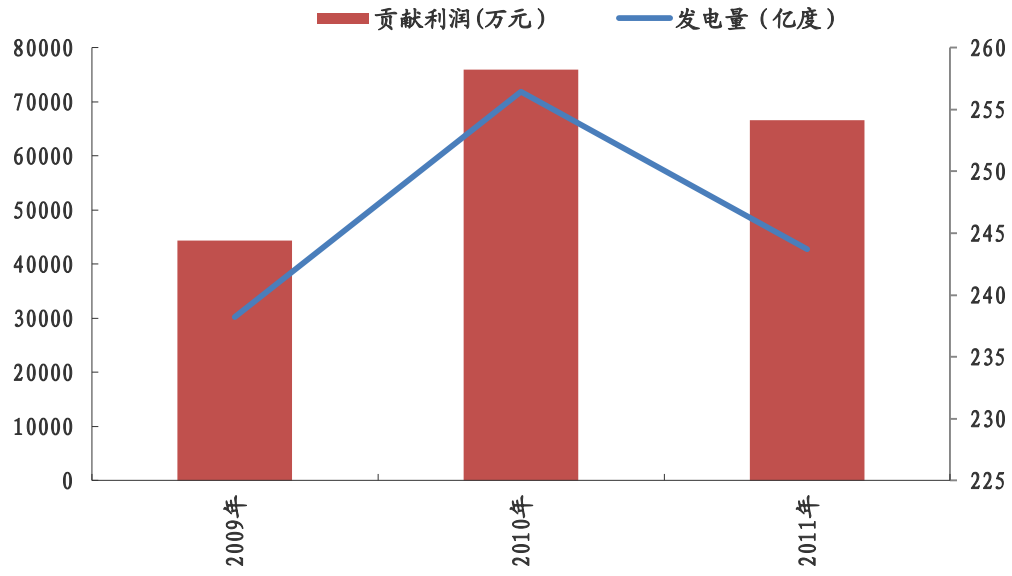
表 10　公司水电项目

持股比例	公司	性质	装机（万千瓦）	权益装机	位置
52%	二滩水电	水电	6*55+60	202.8	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*5.75+4*3.5	40.5	甘肃

数据来源：公司公告　安信证券研究中心

公司 2009 年 11 月份收购国投电力公司 100%股权，从而持有二滩水电 48%的股权和国投大朝山 50%的股权，2010 年公司再度收购二滩水电 4%的股权，水电业务进一步丰富。目前国投小三峡和国投大朝山每年贡献利润较为稳定，公司 2011 年水电贡献利润呈现下降主要原因在于二滩水电利用小时的下降。

图 8 公司水电业务贡献利润

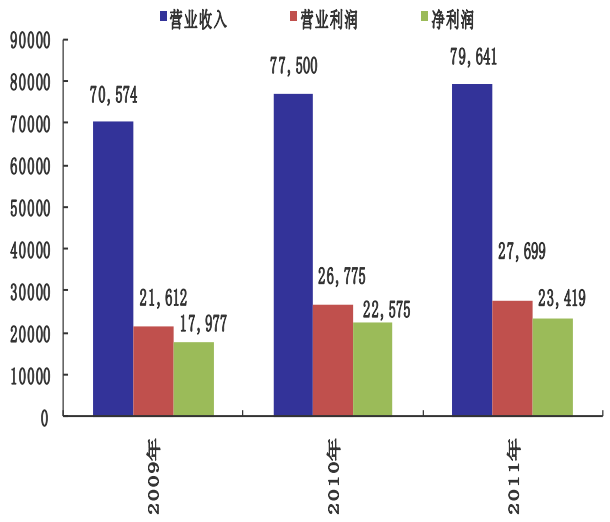


数据来源：公司公告　安信证券研究中心

3.1. 国投小三峡——盈利能力强

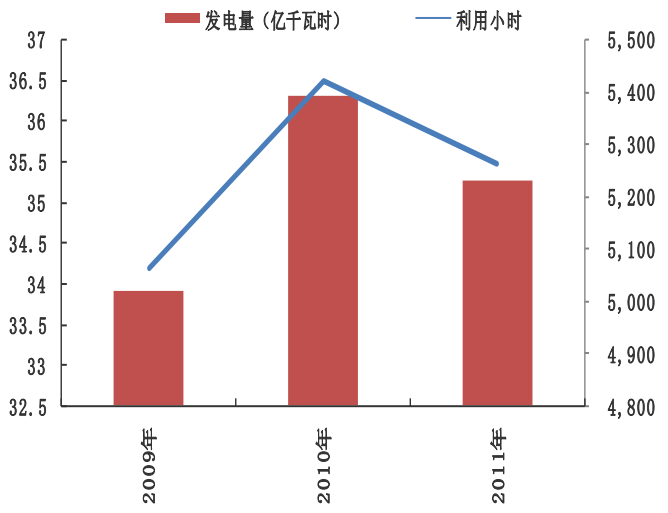
盈利能力强：公司持有国投小三峡 60.45%的股权，主要包括三个水电站，分别为大峡水电站（4×7.5 万千瓦）、小峡水电站（4×5.75 万千瓦）和乌金峡水电站（4×3.5 万千瓦）。国投小三峡利用小时高，盈利能力强，2011 年净利润达 2.3 亿元，贡献利润约 1.4 亿元。

图 9 国投小三峡盈利能力　　单位：万元



数据来源：公司公告　安信证券研究中心

图 10 国投小三峡发电量

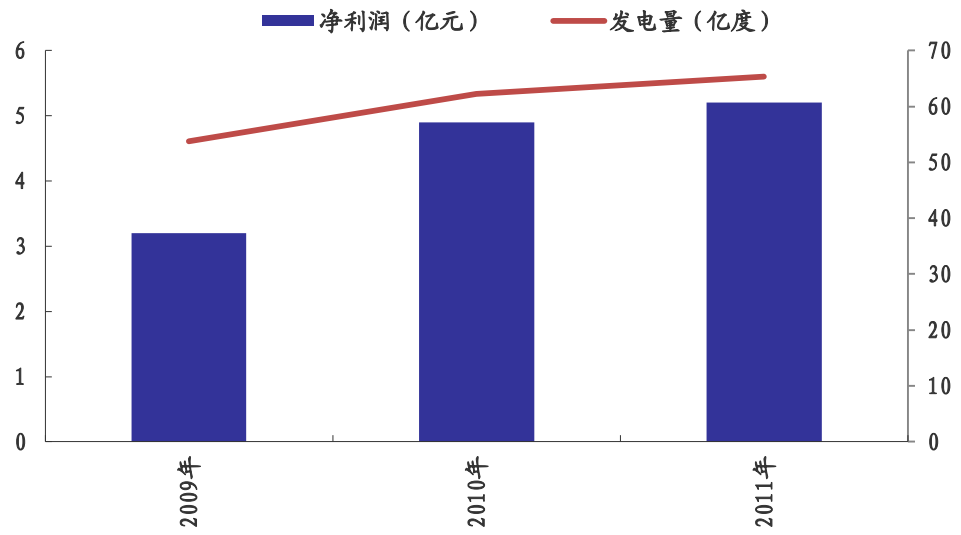


数据来源：公司公告　安信证券研究中心

3.2. 国投大朝山

公司 2009 年末收购国投电力公司 100%股权，从而持有国投大朝山 50%的股权，其位于云南澜沧江上，安装有 6 台 22.5 万千瓦机组，2003 年全部机组投产发电。受来水影响，该电厂平均利用小时较国投小三峡低，但装机容量较大，近两年盈利较为稳定，2011 年贡献净利润约 2.6 亿元。

图 11 国投大朝山盈利情况



数据来源：公司公告　安信证券研究中心

3.3. 二滩公司——进入成长期

二滩公司拥有雅砻江全流域开发权：公司以 52%的比例控股二滩水电，剩余 48%的股权存在于川投能源。雅砻江年径流量充沛，移民成本低，在国家规划的十三个水电基地中排名第三，干流技术可开发水电总装机约 3000 万千瓦，技术可开发年发电量 1500 亿千瓦时，二滩公司拥有其全流域开发权。

二滩公司盈利出色：二滩水电站装机 6×55 万千瓦，年设计发电量 170 亿千瓦时，官地首台 60 万千瓦机组 2012 年 3 月份投产，目前二滩水电装机 390 万千瓦。二滩水电受来水影响较大，2011 年由于一季度来水较差，公司实现发电量 143 亿度，其所发电量主要输往川渝主网和攀枝花电网，虽然上网电价较低(全年约 0.22 元/千瓦时左右)，低于四川省水电标杆电价（0.288 元/千瓦时）。但 2011 年仍实现净利润 5 亿元，为公司贡献利润约 2.6 亿元，盈利能力出色。由于下游电站尚未建好，年设计发电量 170 亿千瓦时难以达到，随着新的机组投产，汛期弃水将进一步减少，并且直供高耗能工业园部分 2012 年进行了取消，二滩公司原有机组盈利能力有望再度提升。

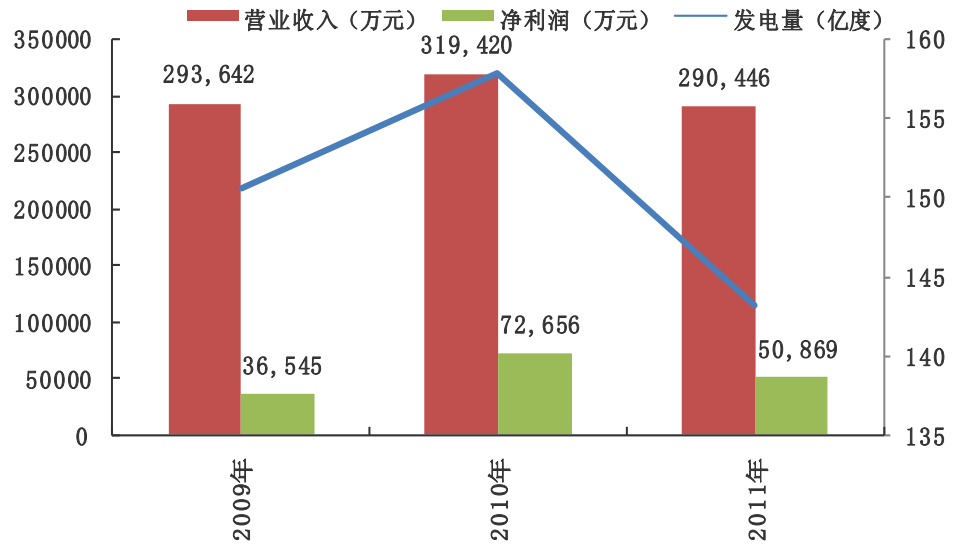
官地目前试行电价已经高于 0.278 元/千瓦时，预计二滩公司后续电站电价将不低于四川省水电标杆电价，后续水电项目盈利能力将高于原有项目。

表 11 二滩水电售电情况

	售电比例	电价（元/千瓦时）	备注
四川省电力	72.80%	0.278	丰枯不同价
重庆电网	27.20%	0.278	丰枯同价

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

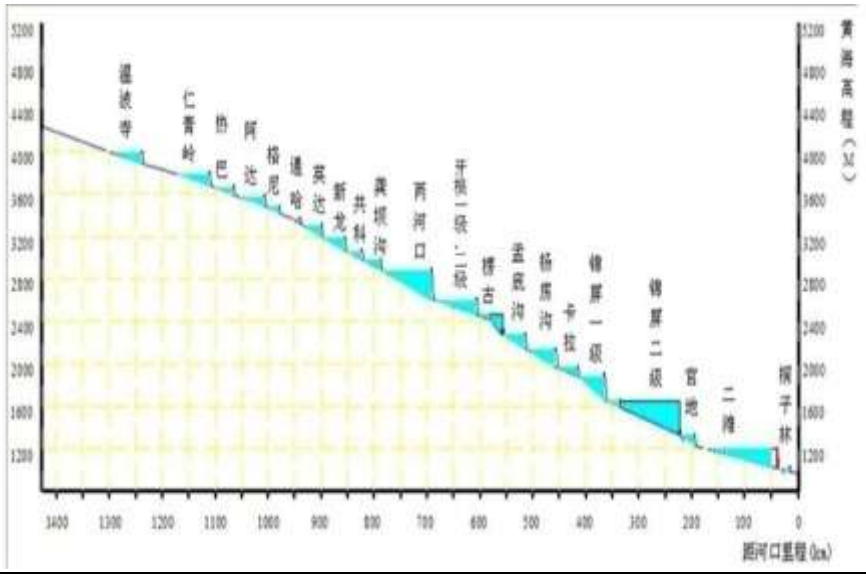
图 12 二滩水电盈利能力分析



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

后续规划项目多：雅砻江干流总体计划开发 21 级电站，总装机约 3000 万千瓦，上游从呷衣寺至两河口，10 级开发，总装机 325 万千瓦；中游从两河口到卡拉，6 级开发，总装机 1126.2 万千瓦；下游 5 级开发，共 1470 万千瓦。项目开发分为 4 个阶段，2000 年前完成二滩 330 万千瓦装机；2015 年前锦屏一、二级、官地、桐子林投产，实现新增 1140 万千瓦；2020 年前，两河口、牙根一级、牙根二级、楞古、孟底沟、杨房沟和卡拉机组投产，总装机将达 2300 万千瓦；到 2025 年前，全流域项目开发填平补齐，总装机容量达到 3000 万千瓦。

图 13 雅砻江后续规划



数据来源：公司公告　安信证券研究中心

即将用来快速成长期：目前下游 5 级开发均处于在建状态，将陆续投产，其中官地已经于 2012 年 3 月份和 5 月份投产了两台机组，预计官地将于 2012 年 10 月和 2013 年 3 月底各投产 1 台机组；锦屏一级预计 2013 年 8 月份首台机组投产，之后每 3 个月投产一台，锦屏二级预计 2012 年 8 月实现首台机组投产，之后每 3 个月投产一台；桐子林预计 2015 年 3 月份首台机组投产，之后每 3 个月投产一台，下游 5 级电站 2015 年投产完毕，公司装机容量将实现飞跃式增长。

表 12 二滩水电规划

电站	装机(万千万)	利用小时	发电量(亿度)	投产	项目投资(亿元)	目前状态	已用投资(亿元)	库容(亿立方米)	调节库容	调节能力
二滩水电	6×55	5152	170	1999 年	285	投产		58	33.7	季
锦屏一级	6×60	4617	166.2	2013-2015	245.79	在建	223.76	77.6	49.1	年
锦屏二级	8×60	5048	242.3	2012-2015	297.68	在建	168.41			日
官地	4×60	4590	110.16	2012-2013	159.93	在建	105.38	7.528	1.28	
桐子林	4×15	4958	29.75	2015 年	62.57	在建	14.46	0.912		日
两河口	6×50	3833	115	2018 年	271	筹建		107	65.6	多年
牙根	150	4307	64.6	2017 年		拟建				
楞古	271.8	4150	112.8	2018 年		拟建				
孟底沟	184	4351	80.05	2021 年		拟建				
杨房沟	150	4333	65	2019 年		拟建				
卡拉	100	4500	45	2019 年		拟建				

数据来源：公司公告　安信证券研究中心

二滩公司为公司未来盈利增长点之一。随着后续项目的逐步投产，公司可以通过上下游电站水库的蓄水和发电的调度可以有效减少丰水期的弃水，考虑到今年一季度来水较差，且官地机组新投产，折旧和财务费用上升明显，预计今年二滩公司盈利能力不会有明显提升。但进入 2013 年之后，今年新投产机组将全年贡献利润，且会有更多后续电站项目投产，2013 年后二滩公司有望迎来业绩快色增长，是公司未来盈利增长点之一。

未来融资问题：目前在建的官地、桐子林、锦屏一级和锦屏二级的资本金已经投入完毕，中游的电厂仍处于规划中，随着官地、锦屏的逐步投产，每年净利润与折旧基本可以满足后续项目的资本金支出，预计再进行股权融资的可能性不大。

4. 风电及光伏——新能源占比逐渐增加

新能源占比逐渐增加：公司在西北地区投资建设了 6 个新能源项目，包括 3 个风电和 3 个光伏发电，项目分布在甘肃、青海和宁夏三个省区。除此之外，公司在河北具有全资子公司国投张家口风电，新能源占比逐渐增加。

表 13　公司新能源项目

比例	公司名称	性质	装机容量（万千瓦）	权益容量（万千瓦）	位置	状态
100%	国投白银风电一期	风电	30*0.15	4.5	甘肃	投产
65%	酒泉一风电	风电	33*0.15+33*0.15	6.4	甘肃	投产
100%	酒泉二风电	风电	134*0.15	20.1	甘肃	投产
100%	国投张家口风电	风电	67 × 0.15	10.05	河北	投产
100%	国投敦煌一期	光伏	9 × 0.1	0.9	甘肃	投产
100%	国投石嘴山一期	光伏	10 × 0.1	1	甘肃	投产
100%	国投格尔木一期	光伏	20 × 0.1	2	甘肃	投产
100%	国投白银风电二期	风电	4.95	4.95	甘肃	在建，预计 2012 年投产
100%	国投石嘴山二期	光伏	20 × 0.1	2	甘肃	在建，预计 2012 年 12 月首批投产
100%	国投塔尔木二期	光伏	30 × 0.1	3	甘肃	在建，2011 年 12 月首批投产
100%	国投敦煌二期	光伏	9 × 0.1	0.9	甘肃	在建，2011 年 12 月首批投产

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

新能源业务有望进入大发展：从发电量和利用小时来看，公司风电项目盈利能力差别较大，其中酒泉一风电 2011 年利用小时达 2525 小时，超过全国平均风电利用小时（平均为 1903 小时），2011 年实现净利润 3168 万元；酒泉二风电 2011 年 5 月全部机组投产，所以运营期较短，即便如此，其利用小时也超过 1500 小时；白银风电和张家口风电利用小时相对较少；公司光伏项目 2011 年利用小时也均超过了 1200 小时，盈利能力较为出色。虽然公司新能源业务虽然目前的规模不大，但是扩张迅速，公司新能源业务有望进入大发展时期。

表 14　公司新能源项目发电情况

	发电量（亿千瓦时）			利用小时
	2009 年	2010 年	2011 年	2011 年
国投白银风电	0.61	0.86	0.72	1,600
国投张家口风电		0.8	1.8	1,791
酒泉一风电		1.15	2.5	2,525
酒泉二风电			3.03	1,507
国投石嘴山		0.01	0.14	1,400
国投格尔木		0.01	0.25	1,250
国投敦煌		0.06	0.16	1,778

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

5. 小结

总体来说，我们看好公司未来发展，主要基于以下原因：

- **火电板块**：受益于电价上调和煤炭价格的持续下降，我们预计公司现有火电项目盈利能力将得到快速提升，并且公司作为国投集团的唯一电力整合平台，有望从集团手中收购优异火电资产；除此之外，公司在建项目伊犁热电今年年底有望进入投产期，其可以依托于新疆当地的低价煤炭，初步预计投产后 2013 年可为公司贡献利润近 1800 万元；

- **水电板块**：二滩公司预计 2012 年官地投产三台、锦屏二期将投产一台，陆续进

入投产高峰期，虽然今年将会受到财务费用和折旧影响，业绩不会有明显提升，但随着产能的逐渐释放，将会为公司大幅增加利润；目前官地电站暂行电价为四川省标杆电价，高于原有二滩项目，并且二滩原有直供高耗能工业园的低电价得到了取消，电价上调将使得二滩公司盈利能力再度上升。

- **新能源业务：**公司目前积极拓展风电及光伏项目，选址优异，现有机组利用小时较高，虽然目前新能源业务占比较少，但是扩张迅速，公司新能源业务有望进入大发展时期。

6. 盈利预测

假定公司 2012 年利用小时和煤炭价格与 2011 年持平，公司可转债于 2017 年转股结束，预计公司 2012 年-2014 年 EPS 分别为：0.15 元、0.27 元和 0.42 元，对应 PE 为 28.4 倍、15.8 倍和 10.3 倍。

从估值角度来看，公司估值不具备明显优势，在目前这种煤炭价格巨幅调整的背景下，公司受益程度相对较低，但公司水电正在进入投产高峰期，未来成长性显著，并且公司水火并举，风险相对较低，看好中长期发展，仍维持“增持-A”投资评级，6 个月目标价 5.4 元。

7. 风险提示

（1） 煤炭价格大幅上涨；
（2） 利用小时大幅下降；
（3） 电价下调；
（4） 在建工程延后等

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2012-6-29

利润表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	**15,947.6**	**21,703.5**	**22,832.5**	**25,629.1**	**29,500.0**
减: 营业成本	14,658.7	20,913.1	18,309.7	19,097.5	20,401.3
营业税费	122.2	143.2	159.8	217.6	297.9
销售费用	14.7	33.3	33.3	33.3	33.3
管理费用	464.8	560.3	553.9	616.1	628.9
财务费用	1,754.7	2,161.4	2,332.9	3,107.4	4,327.2
资产减值损失	1.5	12.1	12.1	12.1	12.1
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	78.6	75.1	181.3	189.2	198.5
营业利润	**1,367.6**	**865.6**	**1,612.0**	**2,734.4**	**3,997.9**
加: 营业外净收支	17.0	103.2	-	-	-
利润总额	**1,384.5**	**968.7**	**1,612.0**	**2,734.4**	**3,997.9**
减: 所得税	320.5	296.5	434.2	591.3	778.2
净利润	**1,064.0**	**672.3**	**1,177.7**	**2,143.1**	**3,219.7**

资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	897.0	4,960.5	1,826.6	2,050.3	2,360.0
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	2,905.9	3,859.5	4,060.2	4,557.6	5,245.9
应收票据	181.6	188.9	198.7	223.1	256.8
预付帐款	2,446.4	3,241.7	3,241.7	3,241.7	3,241.7
存货	991.3	1,136.7	988.6	1,033.4	1,107.6
其他流动资产	2.9	57.1	4.1	4.1	4.1
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	1,476.3	1,436.4	2,673.4	3,002.9	3,188.6
投资性房地产	38.6	164.9	164.9	164.9	164.9
固定资产	43,718.7	42,628.2	42,213.9	40,345.2	52,688.3
在建工程	46,393.8	61,577.9	73,713.8	91,569.9	97,452.1
无形资产	1,138.9	1,308.3	1,309.2	1,310.2	1,311.1
其他非流动资产	391.1	350.4	330.4	310.4	290.4
资产总额	**100,582.6**	**120,910.7**	**130,725.7**	**147,813.8**	**167,311.6**
短期债务	11,941.8	13,031.3	18,028.6	29,773.2	43,183.5
应付帐款	5,989.6	5,672.2	2,416.4	2,520.4	2,692.5
应付票据	1,130.0	1,840.4	1,611.3	1,680.6	1,795.3
其他流动负债	3,796.0	6,752.5	6,552.5	6,652.5	6,652.5
长期借款	61,404.6	66,914.3	71,914.3	74,914.3	77,914.3
其他非流动负债	238.2	4,945.5	4,935.5	4,925.5	4,915.5
负债总额	**84,500.4**	**99,156.3**	**105,458.6**	**120,466.5**	**137,153.7**
少数股东权益	**7,278.6**	**10,279.1**	**13,004.4**	**14,012.8**	**15,453.5**
股本	1,995.1	2,345.1	3,635.9	3,754.2	3,872.4
留存收益	6,808.5	9,130.2	8,626.7	9,580.3	10,832.0
股东权益	**16,082.3**	**21,754.4**	**25,267.1**	**27,347.2**	**30,157.9**

现金流量表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	1,064.0	672.3	1,177.7	2,143.1	3,219.7
加: 折旧和摊销	2,922.0	3,058.4	3,066.0	3,174.0	3,463.4
资产减值准备	1.5	12.1	12.1	12.1	12.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	1,709.1	1,757.3	2,186.6	2,332.9	3,107.4
投资收益	-78.6	-75.1	-181.3	-189.2	-198.5
少数股东损益	569.6	413.0	628.2	1,120.4	1,600.8
营运资金的变动	-887.8	1,047.9	-3,537.4	-383.2	-499.4
经营活动产生现金流量	**5,045.3**	**5,376.6**	**3,498.3**	**8,984.6**	**11,925.2**
投资活动产生现金流量	**-13,536.9**	**-16,323.1**	**-15,902.9**	**-19,390.8**	**-21,807.3**
融资活动产生现金流量	**7,279.8**	**14,762.5**	**7,702.1**	**11,786.4**	**11,834.1**

财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
成长性					
营业收入增长率	33.8%	36.1%	5.2%	12.2%	15.1%
营业利润增长率	14.7%	-36.7%	86.2%	69.6%	46.2%
净利润增长率	-6.9%	-47.6%	112.0%	86.1%	58.3%
EBITDA 增长率	16.6%	-13.9%	124.3%	28.6%	30.8%
EBIT 增长率	21.6%	-84.7%	3280.7%	48.1%	42.5%
NOPLAT 增长率	1.1%	-10.0%	32.7%	58.9%	46.4%
投资资本增长率	15.4%	15.5%	15.4%	13.7%	13.7%
净资产增长率	-1.7%	35.3%	16.1%	8.2%	10.3%
利润率					
毛利率	8.1%	3.6%	19.8%	25.5%	30.8%
营业利润率	8.6%	4.0%	7.1%	10.7%	13.6%
净利润率	3.1%	1.2%	2.4%	4.0%	5.5%
EBITDA/营业收入	22.8%	14.4%	30.7%	35.2%	40.0%
EBIT/营业收入	4.8%	0.5%	17.3%	22.8%	28.2%
运营效率					
固定资产周转天数	972	716	669	580	568
流动营业资本周转天数	7	19	60	83	81
流动资产周转天数	172	173	187	151	142
应收帐款周转天数	43	36	38	37	36
存货周转天数	19	19	18	15	14
总资产周转天数	2,133	1,837	1,984	1,956	1,923
投资资本周转天数	1,960	1,663	1,825	1,861	1,837
投资回报率					
ROE	6.6%	3.1%	4.7%	7.8%	10.7%
ROA	1.1%	0.6%	0.9%	1.4%	1.9%
ROIC	3.0%	2.3%	2.7%	3.7%	4.8%
费用率					
销售费用率	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用率	2.9%	2.6%	2.4%	2.4%	2.1%
财务费用率	11.0%	10.0%	10.2%	12.1%	14.7%
三费/营业收入	14.0%	12.7%	12.8%	14.7%	16.9%
偿债能力					
资产负债率	84.0%	82.0%	80.7%	81.5%	82.0%
负债权益比	525.4%	455.8%	417.4%	440.5%	454.8%
流动比率	0.32	0.49	0.36	0.27	0.22
速动比率	0.28	0.45	0.32	0.25	0.20
利息保障倍数	0.44	0.05	1.69	1.88	1.92
分红指标					
DPS(元)	0.04	0.03	0.09	0.14	0.21
分红比率	29.6%	47.4%	58.7%	50.0%	50.0%
股息收益率	1.0%	0.8%	2.1%	3.2%	4.9%

业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
EPS(元)	0.14	0.07	0.15	0.27	0.42
BVPS(元)	2.50	3.26	3.37	3.55	3.80
PE(X)	30.6	58.3	28.4	15.8	10.3
PB(X)	1.7	1.3	1.3	1.2	1.1
P/FCF	-	-8.9	-2.5	-15.0	-13.7
P/S	0.9	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	25.6	33.9	18.2	15.9	13.8
CAGR(%)	26.3%	68.6%	52.3%	-100.0%	-100.0%
PEG	1.2	0.9	0.5	-0.2	-0.1
ROIC/WACC	0.6	0.4	0.5	0.7	0.9
REP	1.8	2.3	2.1	1.5	1.2

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

朱贤	**上海联系人**	**黄方禅**	**上海联系人**
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	**上海联系人**	**凌洁**	**上海联系人**
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	**上海联系人**	**潘冬亮**	**北京联系人**
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	**北京联系人**	**周蓉**	**北京联系人**
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
胡珍	**深圳联系人**	**李国瑞**	**深圳联系人**
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@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