

## 成长性优异 业绩拐点出现

### 投资要点:

- **强大的股东支持，公司跨越式发展。**作为国投集团电力业务在国内的唯一运作平台，公司基建与收购并举，电力装机规模实现跨越式增长。
- **公司项目资源丰富，成长性极佳。**目前公司在建权益装机容量 650 万千瓦。至 2015 年，预计公司权益装机容量将达到 1502 万千瓦，为 2011 年的 1.76 倍。如果考虑到收购集团资产，公司装机规模成长性更加优异。
- **水电业务步入黄金发展期。**公司控股的二滩水电独享雅砻江全流域开发权。雅砻江流域水量丰沛、落差大，干流规划了 21 个梯级水电站，总装机容量约 3000 万千瓦，年发电量 1500 亿千瓦时。雅砻江流域水电正在步入投产高峰期。截至 2012 年中期，二滩水电公司已投运机组 450 万千瓦，预计至 2015 年末，投运机组规模将达到 1470 万千瓦，复合增长率达到 40%以上。
- **火电业务拐点出现。**公司火电实施全国性布局，火电权益装机容量达 523 万千瓦（未考虑拟收购的项目）。2012 年市场煤价下跌，公司火电业务实现扭亏，业绩拐点出现。公司继续努力降库存，降煤价，预计 2012 年下半年火电业绩更佳。同时公司拟收购集团优质火电资产，目标资产盈利佳，定价低，收购可以增厚公司业绩。
- **投资亮点：“成长性佳，业绩拐点出现”。**我们预计公司 2012-2014 年的每股收益分别为 0.2 元、0.36 元和 0.53 元。对应的动态市盈率分别为 23 倍、13 倍和 8 倍。市净率 1.3 倍。我们维持对公司“推荐”的投资评级。

### 主要财务指标

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	15948	21704	26254	30910	35308
归属净利(百万元)	494	259	700	1261	1876
摊薄 EPS(元)	0.14	0.07	0.20	0.36	0.53
PE(X)	48.80	73.40	22.57	12.52	8.42
PB(X)	2.74	1.66	1.31	1.20	1.07

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

## 国投电力 (600866.SH)

**推荐** 维持评级

### 分析师

邹序元

☎: (8610) 6656 8668

✉: zouxuyuan@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020009

特别鸣谢

周然

☎: (8610) 6656 8494

✉: zhouran@chinastock.com.cn

从业证书编号: S0130111090279

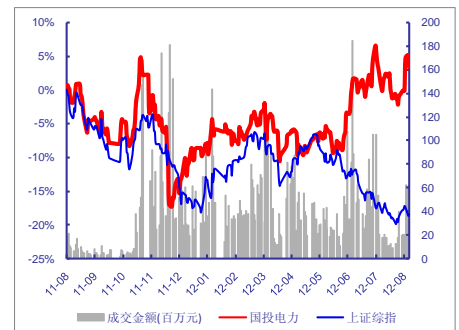
对本报告的编制提供信息

### 市场数据

时间 2012.8.14

A 股收盘价(元)	4.49
A 股一年内最高价(元)	4.87
A 股一年内最低价(元)	3.85
上证指数	2142.53
市净率	1.38
总股本(万股)	91366
实际流通 A 股(万股)	91358
流通 A 股市值(亿元)	41.02

### 相对上证综指表现图



资料来源：Wind 资讯，中国银河证券研究部

## 投资概要:

### 驱动因素、关键假设及主要预测:

#### 1、水电业务假设

假设二滩水电投产进度符合预期，2012-2014 年装机容量分别为 570 万千瓦、930 万千瓦和 1290 万千瓦。考虑到实际投产时间（投运系数），并假设来水正常，预计 2012-2014 年发电量分别为 181 亿千瓦时、315 亿千瓦时和 486 亿千瓦时。自 2012 年起，二滩公司将迎来业绩爆发期，预计将为公司贡献丰厚的投资收益（参股 52%）：预计 2012-2014 年贡献的投资收益分别为 2.6 亿、4.8 亿和 10.6 亿。

假设甘肃小三峡水电、云南大朝山水电盈利稳定。

#### 2、火电业务经营假设

我们预计公司火电业务在 2012-2014 年将有显著的好转。（1）公司努力改善火电经营，降库存，降煤价；（2）市场煤价格下跌的趋势已经形成；（3）收购优质火电资产。主要假设：

（1）利用率变化幅度：2012-2014 年分别为-5%、0%和 0%。

（2）上网电价变化幅度：2012-2014 年分别为+4%、0%和 0%。

（3）结算标煤单价变化：2012-2014 年分别为-2%、-4%和 0%。

（4）收购在 2012 年年内完成，国投钦州电厂从 2012 年开始贡献利润。江苏利港电力和江阴利港发电从 2013 年开始贡献投资收益（成本法并表）。

### 我们与市场不同的观点:

市场认为公司火电业务盈利弹性低，水电短期贡献收益有限。但是我们认为公司水电成长性优异，火电业绩拐点出现。水电方面，公司坐拥优质水电资源，并且二滩水电已步入装机规模扩张高峰期，未来业绩爆发潜力大。火电方面，受益于煤价持续下跌，火电业绩拐点已经显现。同时公司收购优质火电资产，处置不良资产，有助于火电业务的加速好转。

### 估值与投资建议:

结合对水电和火电业务的分析，我们预计公司 2012-2014 年的每股收益分别为 0.2 元、0.36 元和 0.53 元。对应的动态市盈率分别为 23 倍、13 倍和 8 倍。目前的市净率 1.3 倍。

公司的投资亮点是“成长性佳，业绩拐点出现”。（1）水电持续成长性佳，从 2013 年开始业绩持续释放（新投产水电在第二年开始释放业绩）；（2）火电业务走出谷底，业绩拐点出现。

### 股价表现的催化剂:

2012 年下半年新机组投产以及水电上网电价核准对股价的提振。

### 主要风险因素:

1、二滩水电投产进度低于预期。

2、水电机组利用率受天气影响。

## 目 录

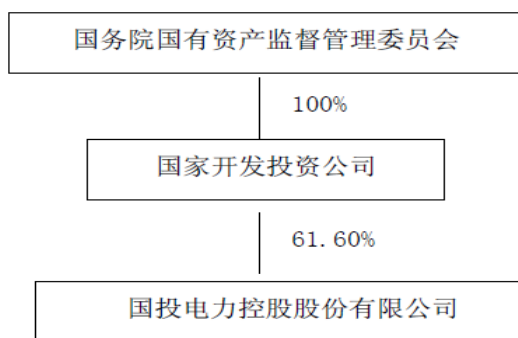
<b>一、公司规模跨越式发展，成长性佳</b> .....	<b>1</b>
(一) 强大的股东支持.....	1
(二) 装机规模跨越式发展.....	1
(三) 水火共济，电源结构优化.....	2
(四) 项目资源丰富，成长性极佳.....	2
(五) 水电利润贡献大，火电尚未发挥效益.....	3
<b>二、水电：以雅砻江为依托，水电大发展</b> .....	<b>4</b>
(一) 大水电为基础.....	4
(二) 雅砻江流域水电开发潜力巨大.....	5
(三) 二滩步入投产高峰期.....	7
(四) 二滩水电经营性盈利能力逐步增强.....	9
(五) 大朝山水电和小三峡水电盈利相对稳定.....	10
<b>三、火电：煤价下跌，业绩拐点出现</b> .....	<b>10</b>
(一) 火电全国性布局，但盈利尚未体现.....	10
(二) 各火电项目盈利差异性大.....	12
(三) 收购优质火电资产.....	12
(四) 火电业务盈利假设.....	12
<b>四、估值与投资建议</b> .....	<b>13</b>
<b>五、风险因素分析</b> .....	<b>13</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>16</b>
<b>表格目录</b> .....	<b>16</b>

## 一、公司规模跨越式发展，成长性佳

### (一) 强大的股东支持

国投电力控股股份有限公司于2002年由湖北兴化与国家开发投资公司（国投集团）进行资产置换后变更登记设立。重组后公司转型成为一家业务面向全国的电控企业。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，拥有实业、金融服务业、国有资产经营业务，其中实业重点投向电力、煤炭、港航等产业。公司作为国投集团电力业务国内唯一的运作平台，电力装机容量有望持续稳步增长。

图1：公司股权结构图

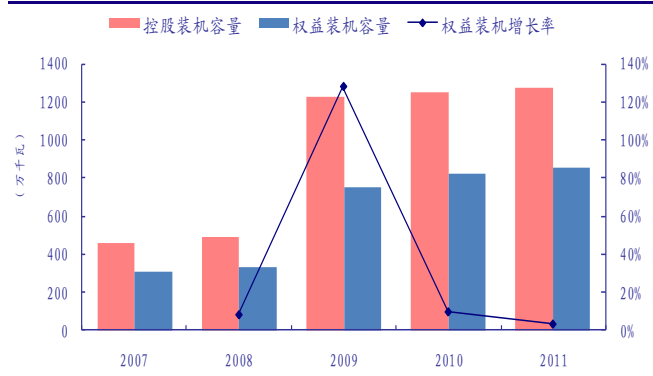


资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

### (二) 装机规模跨越式发展

经过多年收购整合电力资产，公司目前控股8家火电厂、3家水电厂、7家风电厂、3家光伏太阳能发电厂并参股4家火电厂。截止2011年底，公司总装机规模1733万千瓦，控股装机1276万千瓦、权益装机852万千瓦，在建控股装机1216万千瓦，属国内上市的规模第五大的发电企业。

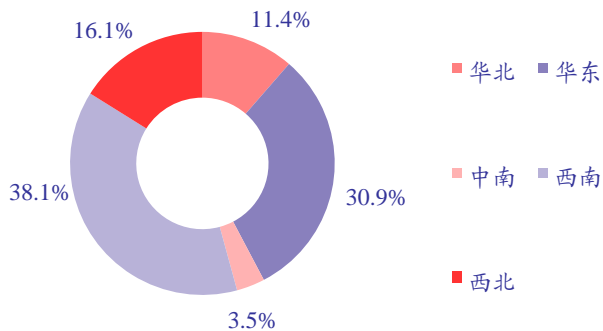
图2：历史装机规模变化



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

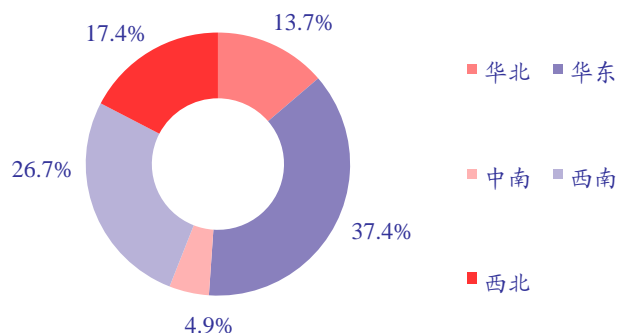
公司实施全国性布局。公司控参股火电装机分布主要集中在江苏、福建等华东经济发达地区；水电装机集中在四川、云南等资源丰富地区。

图 3: 截至 12 年 6 月底, 公司参控股总装机分区位结构



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 4: 12 年上半年, 公司参控股装机总发电量分区位结构

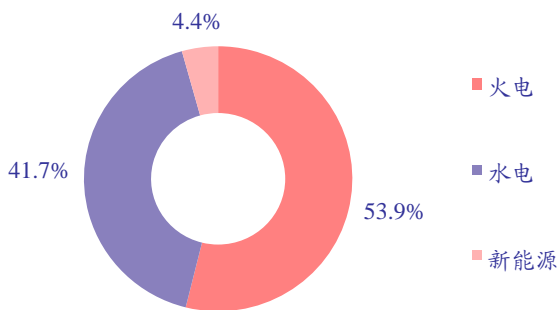


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

### (三) 水火共济, 电源结构优化

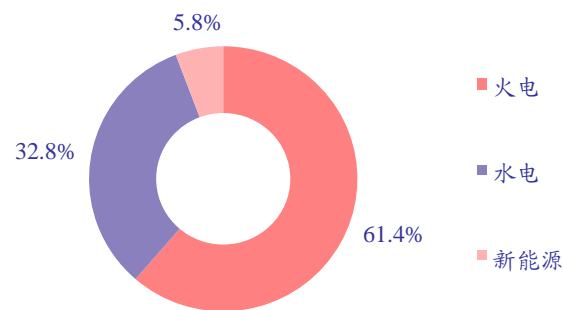
公司清洁能源占比逐年增长。截止 2012 年 6 月底, 公司水电装机占权益装机的 33%。

图 5: 截至 12 年 6 月底, 公司控股装机分类型结构



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 6: 截至 12 年 6 月底, 公司权益装机分类型结构



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

### (四) 项目资源丰富, 成长性极佳

公司项目资源丰富, 成长性极佳。公司控股的二滩水电独家享有雅砻江全流域开发权, 占据优质稀缺水电资源。雅砻江位列我国十三大水电基地第三位, 水量丰沛、落差集中、水库淹没损失小, 规模优势突出, 梯级补偿显著, 经济技术指标优越。全流域资源理论蕴藏量 3340 万千瓦, 技术可开发量 2985 万千瓦, 多年平均发电量 1540 亿千瓦时。根据规划, 到 2015 年, 雅砻江流域下游在建的 1140 万千瓦机组将全面投产, 二滩水电装机规模年复合增长率超过 40%; 计划至 2025 年, 雅砻江流域开发全面完成, 届时二滩水电将拥有发电装机约 3000 万千瓦, 迈入国际一流大型独立发电企业行列。

我们对公司主要在建项目投产时间进行了预测, 目前在建控股装机 1216 万千瓦, 在建权

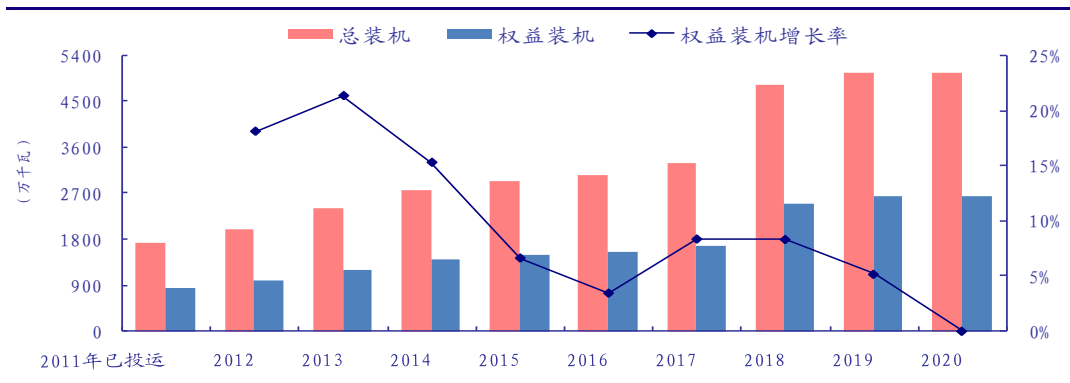
益装机容量 650 万千瓦。截至 2015 年，预计公司权益装机容量将达到 1502 万千瓦，为 2011 年权益装机容量的 1.76 倍。如果考虑到收购集团火电资产，公司装机规模增长速度更加突出。

表 1: 公司 12-15 年步入装机投产高峰期

单位: 万千瓦	股权比例	2011 年底	拟新增装机容量									
		已投运	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
<b>主要在建项目</b>												
二滩水电	52%	330	240	360	360	180	100	250	371.8	250	0	
伊犁能源	60%		33	33								
白银风电二期	100%		4.95									
石嘴山光伏二期	100%		2									
敦煌光伏二期	100%		1.8									
青海格尔木光伏二期	100%		3									
青海都兰一期	100%			4.95								
新疆哈密一期	100%			4.95								
<b>总装机</b>		<b>1733</b>	<b>2015</b>	<b>2415</b>	<b>2775</b>	<b>2955</b>	<b>3055</b>	<b>3305</b>	<b>4825</b>	<b>5075</b>	<b>5075</b>	
yoy			16.3%	19.8%	14.9%	6.5%	3.4%	8.2%	8.3%	5.2%	0.0%	
<b>权益装机</b>		<b>852</b>	<b>1007</b>	<b>1222</b>	<b>1409</b>	<b>1502</b>	<b>1554</b>	<b>1684</b>	<b>2517</b>	<b>2647</b>	<b>2647</b>	
yoy			18.1%	21.4%	15.3%	6.6%	3.5%	8.4%	8.3%	5.2%	0.0%	

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 7: 公司装机增长情况



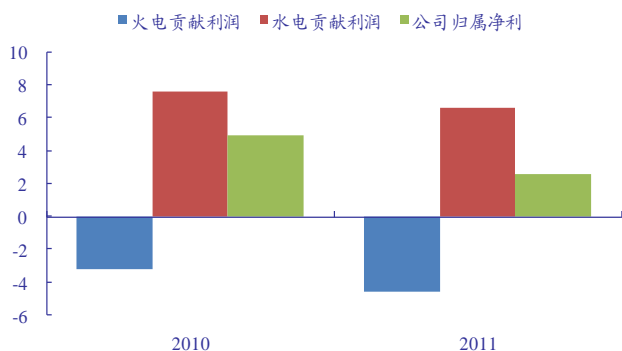
资料来源: 中国银河证券研究部

由于水电存在初始投资大, 初期折旧和财务费用高的绩效特征, 因此水电公司的绩效高峰滞后于规模扩张高峰。但是对于价值投资者而言, 水电的盈利和价值体现将在中长期内持续体现。

### (五) 水电利润贡献大, 火电尚未发挥效益

公司 2011 年盈利主要来自于水电贡献, 其中二滩贡献利润 2.65 亿, 大朝山贡献利润 2.5 亿, 小三峡贡献利润 1.4 亿。

图 8: 2011 年公司火电、水电业务贡献利润情况



资料来源: 中国银河证券研究部

而火电业务由于燃料成本大幅上涨, 盈利情况不理想。但是换个角度看, 公司 523 万千瓦的火电权益装机还未发挥效益。

表 2: 公司 2011 年主要火电厂盈利情况

公司名称	净利润 (亿元)		增减变动额	同比增减 (%)	变动原因说明
	2011 年	2010 年			
靖远二电	-1,842	2,774	-4,616	-166%	燃煤价格大幅上涨
国投曲靖发电	-15,257	-2,312	-12,945	60%	一是燃料供应紧张和区域水电出力增加, 使得发电量下降; 二是燃煤价格大幅上涨
国投北部湾	-6,582	-9,706	3,124	减亏 32%	一是区域电力需求增长, 使得机组利用小时大幅提高; 二是获得地方政府对电力企业亏损补贴
华夏电力	12,331	7,628	4,703	62%	区域水电出力下降和社会用电需求增长, 使得发电量大幅提升

资料来源: 中国银河证券研究部

## 二、水电: 以雅砻江为依托, 水电大发展

### (一) 大水电为基础

公司已投运水电权益装机容量达到 342 万千瓦, 在国内上市公司中位居前列。公司控股的三个水电公司分别为二滩水电公司, 云南大朝山水电公司和甘肃小三峡发电公司。

二滩水电公司成立于 1991 年, 负责雅砻江流域水能资源开发和水电站梯级建设营运。国投电力、川投能源各持股 52%、48%。雅砻江干流规划开发 21 级电站, 规划可开发装机容量约 3000 万千瓦。目前已投产二滩 6 台 55 万千瓦机组, 以及官地 2 台 60 万千瓦机组。

国投云南大朝山水电公司成立于 1994 年, 国投电力、云南红塔集团、云南省开发投资公司、华能集团各持股 50%、30%、10%、10%。大朝山水电站是澜沧江中下游梯级规划中紧接漫湾电站的下一个梯级电站。2003 年全部机组建成, 总装机容量 135 万千瓦。

国投甘肃小三峡发电公司成立于 1994 年, 主要开发、建设和经营黄河流域的大峡、小峡、乌金峡等水电项目。国投电力持股比例 60.5%。2009 年全部机组建成, 总装机容量 67 万千瓦。

**表 3: 公司清洁能源装机容量**

项目	装机容量	装机构成	发电类型	权益比例	权益容量	参控股	所在地
小三峡水电	67	4*7.5+4*5.75+4*3.5	水电	60%	40.5	控股	甘肃
大朝山水电	135	6*22.5	水电	50%	67.5	控股	云南
二滩水电	450	6*55+2*60	水电	52%	234	控股	四川
白银风电	4.5	30*0.15	风电	100%	4.5	控股	甘肃白银
张家口风电	10.05	67*0.15	风电	100%	10.1	控股	河北张家口
酒泉一风电	9.9	33*0.15+33*0.15	风电	65%	6.4	控股	甘肃酒泉
酒泉二风电	20.1	134*0.15	风电	100%	20.1	控股	甘肃酒泉
石嘴山一期	1	10*0.1	光伏	100%	1	控股	宁夏石嘴山
格尔木一期	2	20*0.1	光伏	100%	2	控股	青海格尔木
敦煌一期	0.9	9*0.1	光伏	100%	0.9	控股	甘肃敦煌

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

## (二) 雅砻江流域水电开发潜力巨大

雅砻江位于四川省西部, 是金沙江的最大支流。雅砻江流域水量丰沛、落差巨大, 流量是黄河的 1.1 倍, 干流河道全长 1570 公里, 流域面积约 13.6 万平方公里, 河源至河口天然落差 4420 米, 水能资源理论蕴藏量 3816 万千瓦, 流域干支流技术可开发容量 3462 万千瓦, 居四川省各河流之首, 占四川省的 24%, 占全国的 5%。在全国规划的十三大水电基地中, 雅砻江流域水电资源位列第三。

雅砻江干流规划了 21 个梯级水电站, 总装机容量约 3000 万千瓦, 年发电量 1500 亿千瓦时。其中上游拟开发 10 座电站, 总装机容量约 325 万千瓦; 中游拟开发 7 座电站, 总装机容量约 1126 万千瓦; 下游已投产 1 座电站二滩水电站、官地 2 台机组, 并在建 4 座电站 (包括官地另外 2 台机组), 总装机容量合计 1470 万千瓦。

目前公司已经投运的二滩电站 330 万千瓦, 在建电站官地 (2012 年上半年已经投产两台机组)、锦屏一级、锦屏二级、桐子林, 在建规模 1140 万千瓦。至 2015 年全部投运后将达到 1470 万千瓦, 比 2011 年规模增长 3.45 倍。

雅砻江水能资源具有八大优势: 1) 水量丰沛, 落差集中, 水能资源蕴藏量丰富; 2) 地形地质条件有利, 开发目标单一; 3) 调节性能优越, 梯级补偿效益巨大; 4) 征地移民少, 土地淹没损失小; 5) 经济指标优越, 电价有竞争力; 6) 开发主体明确, 易于统筹规划; 7) 与潜在工业原材料基地临近, 有利于电能就地转化; 8) 在“西电东送”中具有重要而独特的作用。

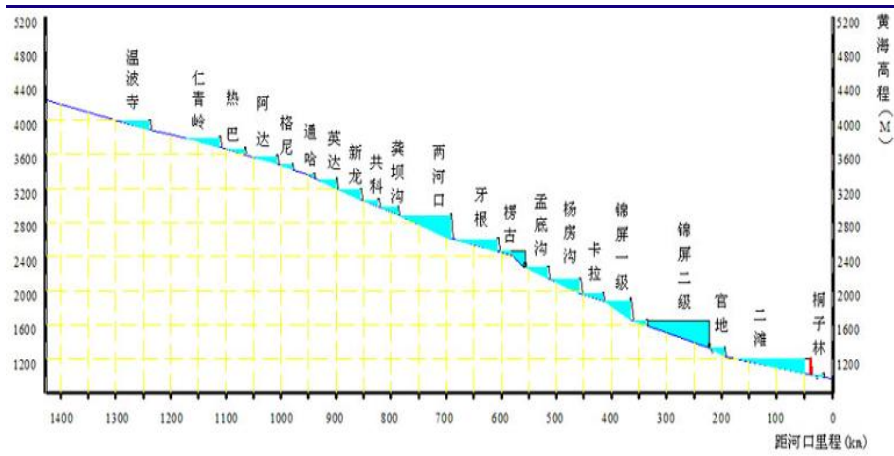


图 9: 雅砻江流域水电站开发



资料来源: 公开资料, 中国银河证券研究部

图 10: 雅砻江流域梯级纵剖面图



资料来源: 公开资料, 中国银河证券研究部

### 1、桐子林

桐子林水电站位于四川省攀枝花市盐边县境内, 是雅砻江流域最末一座梯级电站。电站总装机容量 60 万千瓦, 最大坝高 71.3 米, 坝顶长度 468.7 米。工程枢纽由左、右岸挡水坝段、河床式发电厂房、泄洪闸等建筑物组成。

### 2、官地

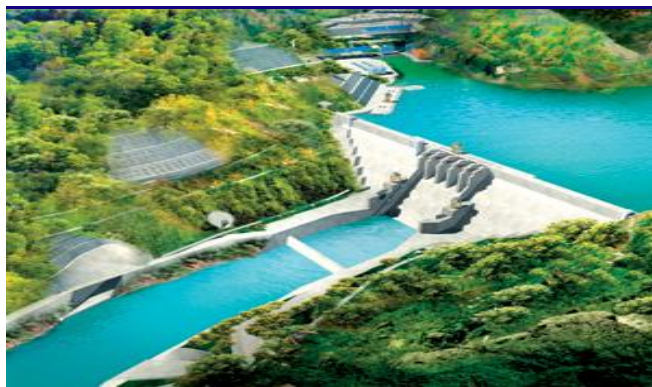
官地水电站是雅砻江下游河段第三座梯级电站、二滩水电站的上游衔接梯级电站。水库正常蓄水位 1330 米, 最大坝高 168 米, 水库总库容 7.6 亿立方米。电站总装机容量 240 万千瓦, 多年平均年发电量约 117.76 亿千瓦时。官地水电站是继锦屏二级水电站之后, 锦屏一级水电站的又一补偿电站。建成后不仅可提供强大的电力, 而且具有明显的梯级补偿效益。

图 11: 桐子林水电站效果图



资料来源: 二滩水电公司网站, 中国银河证券研究部

图 12: 官地水电站效果图



资料来源: 二滩水电公司网站, 中国银河证券研究部

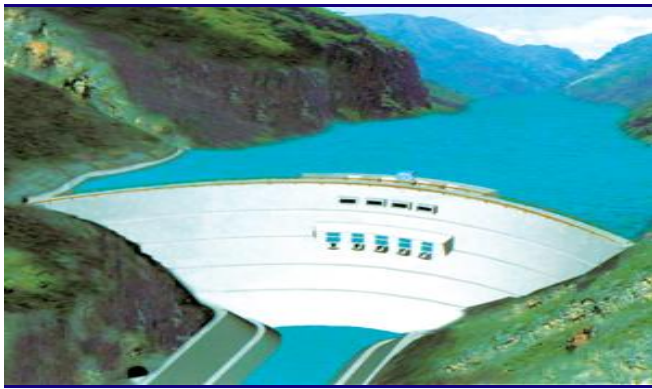
### 3、锦屏一级、二级

锦屏一级水电站是雅砻江干流下游河段的控制性水库梯级电站。坝址处多年平均流量为 1200 立方米/秒, 多年平均年径流量 385 亿立方米。总装机容量 360 万千瓦。枯水期平均出力

165.9万千瓦，多年平均年发电量166.2亿千瓦时。水库正常蓄水位1880米，死水位1800米，总库容77.6亿立方米，调节库容49.1亿立方米，属年调节水库。枢纽建筑由挡水、泄水及消能、引水发电等永久建筑物组成，其中混凝土双曲拱坝坝高305米，为世界第一高拱坝。

锦屏二级水电站位于四川省凉山彝族自治州木里、盐源、冕宁三县交界处的雅砻江干流锦屏大河湾上。水电站利用雅砻江150公里锦屏大河湾的天然落差，截弯取直开挖隧洞引水发电。电站总装机480万千瓦，多年平均发电量242.3亿千瓦时。首部设低闸，闸址处多年平均流量1220立方米/秒，本身具有日调节功能，与锦屏一级同步运行则同样具有年调节性。枢纽建筑主要由河低闸、泄水建筑、引水发电系统等组成，4条引水隧洞平均长约16.6公里，开挖洞径13米，为世界第一水工隧洞。

图 13: 锦屏一级水电站效果图



资料来源：二滩水电公司网站，中国银河证券研究部

图 14: 锦屏二级水电站效果图



资料来源：二滩水电公司网站，中国银河证券研究部

锦屏一级、二级和官地水电站作为一组1080万千瓦容量的电源联合外送，采用1回800千伏特高压直流（锦屏至苏南）向华东送电720万千瓦，其余360万千瓦通过500千伏交流线路送至川渝主网，该方案已获得四川省电力公司书面承诺。

### （三）二滩步入投产高峰期

二滩公司对雅砻江流域的实施四阶段发展战略，具体为：第一阶段，2000年以前，开发建设二滩水电站，实现投运装机规模330万千瓦；第二阶段，2015年以前，建设锦屏水电站、官地水电站、桐子林水电站，全面完成雅砻江下游梯级水电开发。发电能力提升至1470万千瓦，规模效益和梯级补偿效益初步显现；第三阶段，2020年以前，建设包括两河口水电站在内的3-4个中游主要梯级电站。实现新增装机800万千瓦左右，公司拥有的发电能力达到2300万千瓦以上。公司将迈入国际一流大型独立发电企业行列；第四阶段，2025年以前，全流域项目开发填平补齐，雅砻江流域开发全面完成。公司拥有发电能力达到3000万千瓦左右。

表 4: 雅砻江下游各开发电站情况

电站	预计投产时间	装机规模及构成 (万千瓦)	预计年发电量 (亿千瓦时)	输送电网	预计动态总投资 (亿元)
二滩	已投产	330 (6*55)	170	3条送攀枝花; 2条送川渝	285

桐子林	15年全部投产	60 (4*15)	29.75	送攀枝花	62.6
官地	#1、#2已投产(12年4月初#1, 12年6月初#2), 预计12年10月#3, 13年3月#4	240 (4*60)	117.76	送川渝、华东	159.9
锦屏一级	13年8月首台, 之后1季度增加1台	360 (6*60)	166.2	51%送华东; 49%送川渝	372.2
锦屏二级	12年8月首台, 之后1季度增加1台	480 (8*60)	242.3	39%送华东; 61%送川渝	400.0

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

2012-2015年, 随着官地、锦屏二级、锦屏一级和桐子林电站的相继投产, 二滩水电已进入投产爆发期。我们按照实际投运时间进行测算(投产月份折算全年贡献), 2012-2016年每年新增的实际投运容量(考虑投运系数)均可达100万千瓦以上(2014年略低)。

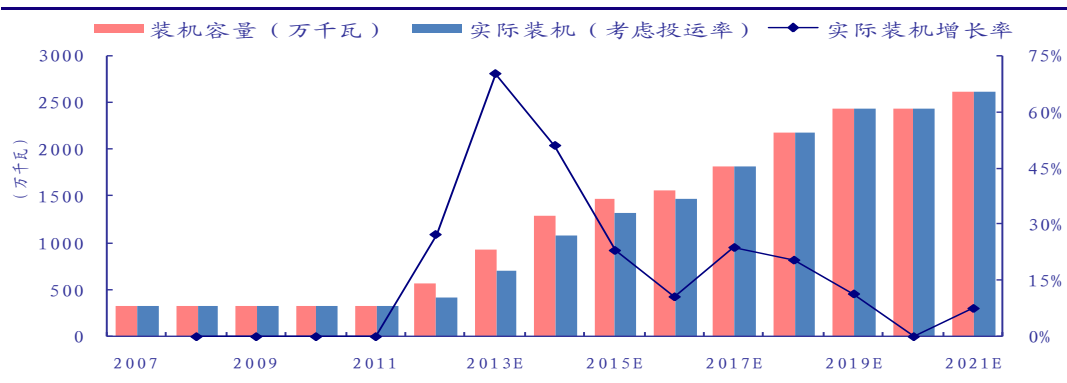
表5: 预计二滩各水电站投产时间表

单位: 万千瓦	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
锦屏一级		120	180	60						
锦屏二级	60	180	180	60						
官地	180	60								
桐子林				60						
两河口					100	100	100			
牙根						150				
楞古							271.8			
孟底沟										184
杨房沟								150		
卡拉								100		
新增装机总计	240	360	360	180	100	250	371.8	250	0	184
投运系数	0.38	0.40	0.42	0.21	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
实际投运	90	145	150	39	100	250	372	250	0	184

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

二滩公司装机规模迅速扩大。我们预测, 2012年实际装机容量(按投运系数折算)将达到420万千瓦, 2016年为1470万千瓦, 是2010年330万千瓦规模的1.3和4.5倍, 二滩公司装机规模迅速扩大。

图 15: 二滩水电装机增长情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

截至目前的预计投资额。与初期概算投资相比较, 官地电站投资额符合预期, 锦屏一级和锦屏二级计划投资额增加了 200 亿元。增加的主要原因是: 施工条件较差, 工程、设备支出增加。

表 6: 预计二滩各水电站投产时间表

	总投资(亿)	总装机(万千瓦)	机组构成	单位造价(元/千瓦)	起始建设年份	多年平均发电量(亿千瓦时)	平均利用率
锦屏一级	372.2	360	6*60	10339	2006	166.2	4,617
锦屏二级	400.03	480	8*60	8334	2007	242.3	5,048
官地	159.93	240	4*60	6664	2005	110.16	4,590
桐子林	62.6	60	1*60	10433	2009	29.75	4,958

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

#### (四) 二滩水电经营性盈利能力逐步增强

二滩的上网电价为 0.278 元/千瓦时, 考虑到分水系数(丰、枯时期的电价下浮和上浮)以及对某些产业的优惠电价, 二滩实际税前电价为 0.2388 元/千瓦时, 分水系数为 0.86。

由于历史原因, 二滩水电实际上网电价低于四川省水电标杆电价的 0.288 元/千瓦时。但是我们看到, 二滩水电上网电价低的问题正在改善。

(1) 取消较低的直供电电价。二滩水电于 2012 年 1 月 1 日停止向攀枝花供电, 与攀枝花高耗能投资公司协议涉及的 25 亿千瓦时电量全部纳入四川省上网电量范围, 原执行直供电价 0.1615 元/千瓦时现执行批复上网电价 0.278 元/千瓦时。公司预测此举将直接为二滩公司增收约 2.9 亿元年收入(折合税前电价增加 0.017 元)。

(2) 新投产机组的上网电价高。官地、锦屏一、二级电站是西电东送电源点, 享受较高的上网电价。我们预计官地核准的上网电价 0.3 元/千瓦时以上, 而锦屏一级、二级由于造价高于官地电站, 预计上网电价将高于官地。而未来官地、锦屏一、二级电站将作为一个整体电源点统一供电、统一电价。届时, 此电源点的上网电价可能采取加权平均的方案。

(3) 延长折旧年限。自 2012 年 4 月 1 日起, 对二滩水电的水工工程资产以及发电资产的

折旧年限由 20 年调整为 35 年，残值率由 3% 调整为 0。变更后，预计综合折旧率约 3.1%。折旧方案调整将直接为公司带来收益上的增加。

二滩公司将迎来业绩爆发期。我们预计 2012-2014 年二滩水电（公司控股 52%）贡献权益净利润分别为 2.6 亿、4.8 亿和 10.6 亿。

### （五）大朝山水电和小三峡水电盈利相对稳定

大朝山水电总装机 135 万千瓦，由 6 台单机 22.5 万千瓦机组构成，设计多年平均发电量 59.31 亿千瓦时。上游小湾电站水库建成后，大朝山水电站多年平均发电量可达 70.21 亿千瓦时。

小三峡水电总装机 67 万千瓦，其中大峡水电站 30 万千瓦（4\*7.5），多年平均发电量 14.65 亿千瓦时；小峡水电站 23 万千瓦（4\*5.75），多年平均发电量 9.56 亿千瓦时；乌金峡水电站 14 万千瓦（4\*3.5），多年平均发电量 6.83 亿千瓦时。

大朝山、小三峡 2011 年净利润约 2.3 亿元、5 亿元，对公司贡献业绩 1.4 亿元、2.5 亿元，度电盈利 0.07 元/度、0.08 元/度。

2011 年全年整体来水偏枯，预计 12 年来水有大幅增长，受此影响，大朝山、小三峡水电站盈利更佳。

表 7：2011 年大朝山水电和小三峡水电盈利情况

	小三峡水电	大朝山水电
上网电量（亿 kwh）	34.85	65.03
利用率（小时）	5201	4817
营业收入（亿元）	7.96	13.39
营业成本（亿元）	3.34	4.93
净利润（亿元）	2.34	5.00
度电盈利（元/kwh）	0.07	0.08
权益利润（亿元）	1.42	2.50

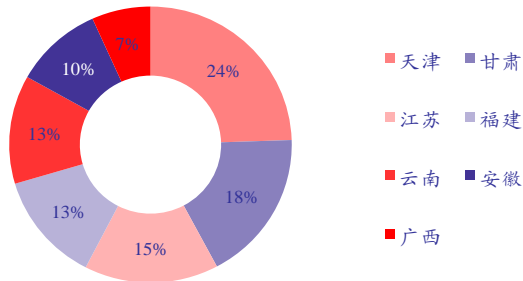
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

## 三、火电：煤价下跌，业绩拐点出现

### （一）火电全国性布局，但盈利尚未体现

公司火电实施全国性布局。火电权益装机容量达 523 万千瓦，占总权益装机的 57%。服务区遍及华北、华东、中南、西南、西北等地区。但是受煤价上涨影响，公司火电总体盈利不佳。

图 16: 截至 12 年底 6 月底, 公司火电装机分区位结构



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 8: 公司火电机组情况

项目	装机容量	装机构成	发电类型	权益比例	权益容量	参控股	所在地
国投北疆津电	200	2*100	火电	64%	128	参股	天津
国投宣城	60	1*60	火电	51%	30.6	参股	安徽宣城
国投北部湾	64	2*32	火电	55%	35.2	参股	广西北海
国投曲靖	120	4*30	火电	55%	66.5	参股	云南曲靖
靖远二电	124	2*32+30+33	火电	51%	63.5	参股	甘肃兰州
华夏电力	120	4*30	火电	56%	67.2	参股	福建厦门
铜山华润	200	2*100	火电	21%	42	控股	江苏徐州
徐州华润	128	4*32	火电	30%	38.4	控股	江苏徐州
淮北国安	64	2*32	火电	35%	22.4	控股	安徽淮北
甘肃张掖	65	2*32.5	火电	45%	29.3	控股	甘肃张掖

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 9: 火电成本结构分析

	2010A	2011A
火电营业收入合计(亿元)	122	144
火电营业成本合计(亿元)	100	123
毛利率	18%	15%
燃料成本(亿元)	76	97
标煤总量(万吨)	1080	1221
标煤价格(元/吨)	704	792
YOY	21%	13%
折旧(亿元)	13	13
其他成本(亿元)	11	13

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

## （二）各火电项目盈利差异性大

由于地处区位、供煤结构以及上网电价不同等多种原因，公司下属火电企业的盈利状况差异较大。2011年亏损的火电厂较多，进入2012年，由于燃料价格下降，除云南曲靖电厂外，其余电厂在2012年上半年均实现盈利。

国投北疆电厂地处天津，目前机组容量200万千瓦（2\*100），于2009年全部投产发电。北疆发电厂属于循环经济项目，规划建设4台100万千瓦燃煤发电超超临界机组和40万吨/日海水淡化装置。电厂2011年发电量119亿度电，机组利用率5950小时，主要从京津唐地区购煤。电厂目前煤炭供应处于磨合期；海水淡化业务正在努力寻找大工业用户直供，但是需铺设管网。受到市场煤价高等问题拖累，北疆电厂2011年业绩不佳（亏损约1.7亿元）。但是2012年上半年受益于市场煤价下跌，北疆电厂盈利显著好转，已经实现扭亏为盈。

国投宣城电厂地处安徽，机组容量60万千瓦（1\*60），于2008年投产发电。电厂2011年发电量37亿度电，机组利用率6167小时。由于当地煤价高企，电厂全年亏损约1.8亿元。2012年电厂已与国投新集公司签订100%供给合同，燃料成本下降。

国投北部湾电厂地处广西，机组容量64万千瓦（2\*32），于2005年投产发电。电厂投产初期业绩较好，2011年盈利较差（亏损约6千万）。由于锅炉设计使用无烟煤，电厂煤源存在问题，部分燃煤从越南进口。目前计划技改锅炉，对燃煤质量要求将下降，另外增加了供热功能，有利于电厂盈利持续恢复。

国投曲靖电厂地处云南，机组容量120万千瓦（4\*30），于2004年全部投产发电。电厂煤源均来自云南本地。当地“小煤保大电”，煤量小、煤质差，坑口煤价高、电价低、负荷低，频发矿难。受此影响，电厂2011年全年亏损约1.5亿元。电厂2011年发电量59亿度电，机组利用率4917小时。由于云南地区煤炭供应问题无法解决，因此电厂盈利提升空间不大，预计存在被剥离的可能性。

## （三）收购优质火电资产

为改善火电整体盈利情况，公司于近期公告将收购大股东持有的国投钦州发电有限公司61%股权、江苏利港电力有限公司17.47%股权、江阴利港发电股份有限公司9.17%股权。三个电厂项目盈利佳，且收购价格低，收购静态PE为8x（按照2011年盈利计算），对应2012年动态PE在5倍以下。收购将明显增厚公司利润。

## （四）火电业务盈利假设

我们预计公司火电业务在2012-2014年将有显著的好转。（1）公司努力改善火电经营，降库存，降煤价；（2）市场煤价格下跌的趋势已经形成；（3）收购优质火电资产

我们对于公司火电业务的主要假设：

- （1）利用率变化幅度：2012-2014年分别为-5%、0%和0%。
- （2）上网电价变化幅度：2012-2014年分别为+4%、0%和0%。

(3) 结算标煤单价变化：2012-2014 年分别为-2%、-4%和 0%。

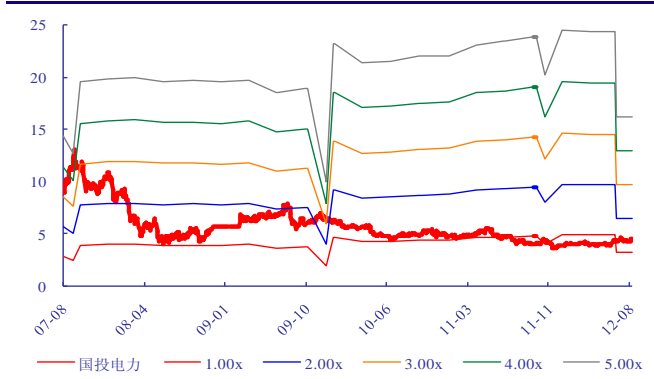
(4) 收购在 2012 年年内完成，国投钦州电厂从 2012 年开始贡献利润。江苏利港电力和江阴利港发电从 2013 年开始贡献投资收益（成本法并表）。

## 四、估值与投资建议

结合对水电和火电业务的分析，我们预计公司 2012-2014 年的每股收益分别为 0.2 元、0.36 元和 0.53 元。对应的动态市盈率分别为 23 倍、13 倍和 8 倍。目前的市净率 1.3 倍。

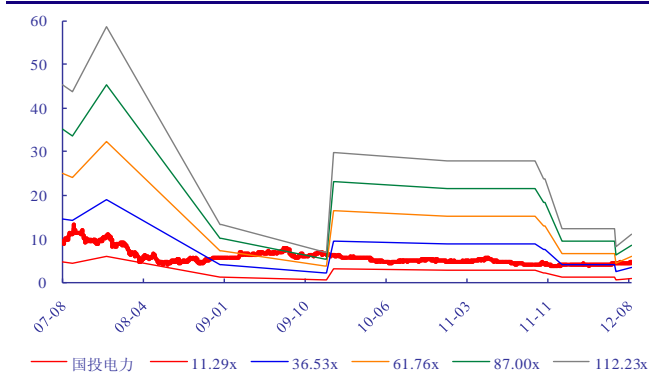
公司的投资亮点是“成长性佳，业绩拐点出现”。（1）水电持续成长性佳，从 2013 年开始业绩持续释放（新投产水电在第二年开始释放业绩）；（2）火电业务走出谷底，业绩拐点出现。

图 17: 国投电力历史 PB Band



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

图 18: 国投电力历史 PE Band



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

## 五、风险因素分析

二滩水电投产进度低于预期。二滩盈利预测基于各水电站投产时间表。如果投产进度低于预期，将影响业绩预测。

水电机组利用率受到天气影响，如果天气干旱、来水不佳，可能导致发电小时数低于预期，从而影响公司业绩。

燃料成本涨幅超预期。虽然上半年煤价下降趋势明显，但是不排除重拾涨势的可能性。如果燃料成本涨幅超预期，将影响公司火电电厂的盈利状况。



表 10: 雅砻江干流梯级电站主要指标表

项目梯级名称	控制流域面积(k m <sup>2</sup> )	开发方式	多年平均流量(m <sup>3</sup> /s)	正常蓄水位(m)	正常蓄水位以下库容(亿 m <sup>3</sup> )	调节库容(亿 m <sup>3</sup> )	调节性能	装机容量(MW)	多年平均发电量(单独/联合)(亿 kwh)	水库淹没耕地(亩)	迁移人口(人)
温波寺	15040	堤坝式	155	3944		12.7	年调节	150	8	40995	
仁青岭	20960	堤坝式	216	3747		26	多年	300	19/18.8	84900	
热巴	21680	堤坝式	223	3617		5	季	250	9.8/13.5		
阿达	23960	堤坝式	246	3527		3.6	季	250	10/15		
格尼	26850	堤坝式	270	3437			周	200	6.6/12.3		
通哈	29130	堤坝式	302	3317			周	200	6.8/11.9		
英达	31440	堤坝式	330	3262			周	500	16.8/28		
新龙	32520	堤坝式	343	3142		5.8	季调节	500	19.2/27.9		
共科	33360	堤坝式	353	3022			周	400	12.8/22.2		
龚坝沟	36000	堤坝式	385	2937			周	500	16.7/26.7		
两河口	65725	堤坝式	664	2860	96.9	63.3	多年调节	2700	108.6	10883	6146
牙根	71004	堤坝式	743	2602	7.96	0.38	日调节	1400	57.6/63.7	1437	1492
楞古	77543	引水式	874	2479	2.19	0.12	日调节	2700	111.6/125.7	48	90
孟底沟	79564	堤坝式	874	2254	8.68	0.3	日调节	1840	80.1/90.7	474	220
杨房沟	80754	堤坝式	893	2102	5.27	0.21	日调节	1500	63.2/70.5	375	250
卡拉	81874	堤坝式	907	1986	3.58	0.2	日调节	1080	46.6/52.4	706	175
锦屏一级	102500	堤坝式	1200	1880	77.6	49.1	年调节	3600	166.2/184.0	14095	4806
锦屏二级	102663	引水式	1220	1646	0.14	0.05	日调节	4800	242.3/265.0	0	89
官地	110117	堤坝式	1370	1330	7.54	0.284	日调节	2400	111.3/124.0	1330	910
二滩	116400	堤坝式	1650	1200	57.9	33.7	季调节	3300	170.0/195.0	32721	45812
桐子林	127070	堤坝式	1920	1015	0.72	0.15	日调节	600	29.8/31.0	16.2	2500

资料来源: 公开资料, 中国银河证券研究部

**表 11: 财务报表预测**

单位: 百万元

资产负债表						利润表					
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	897	4960	5251	6182	7062	营业收入	15948	21704	26254	30910	35308
应收票据	182	189	216	254	290	营业成本	12301	18003	20076	21973	23577
应收账款	2052	2336	2877	3387	3869	营业税金及附加	122	143	184	216	247
预付款项	2446	3242	3944	4713	5539	销售费用	15	33	39	46	53
其他应收款	854	1524	1838	2164	2472	管理费用	465	560	784	1020	1224
存货	991	1137	1265	1385	1486	财务费用	1755	2161	3197	4227	4982
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	2	12	0	0	0
长期股权投资	1476	1436	1436	1436	1436	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	43719	42628	63579	78697	92981	投资收益	79	75	100	260	260
在建工程	46394	61578	62578	62578	62578	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	160	140	140	140	140	营业利润	1368	866	2074	3688	5485
无形资产	1139	1308	1243	1177	1112	营业外入净额	17	103	0	0	0
长期待摊费用	92	76	68	61	53	税前利润	1385	969	2074	3688	5485
资产总计	100583	120911	144792	162531	179374	减: 所得税	320	296	518	885	1316
短期借款	11942	13031	14363	13022	11537	净利润	1064	672	1555	2803	4169
应付票据	1130	1840	1925	2107	2261	母公司净利润	494	259	700	1261	1876
应付账款	725	1292	1375	1505	1615	少数股东损益	570	413	855	1542	2293
预收款项	5	250	381	536	712	基本每股收益(元)	0.14	0.07	0.20	0.36	0.53
应付职工薪酬	419	353	353	353	353	稀释每股收益(元)	0.25	0.11	0.20	0.36	0.53
应交税费	-300	-552	-552	-552	-552						
其他应付款	5265	4381	4381	4381	4381	<b>财务指标</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
其他流动负债	11	10	10	10	10	成长性					
长期借款	61405	66914	87714	103714	117714	营收增长率	33.82%	36.09%	20.97%	17.74%	14.23%
预计负债	1	0	0	0	0	EBIT 增长率	9.00%	-3%	74%	48.06%	33.35%
负债合计	84500	99156	121587	136713	149668	净利润增长率	-6.94%	-48%	170%	80.22%	48.73%
股东权益合计	16082	21754	23205	25819	29706	盈利性					
						销售毛利率	22.87%	17.05%	23.53%	28.91%	33.23%
<b>现金流量表</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	销售净利率	6.67%	3.10%	5.92%	9.07%	11.81%
净利润	1064	672	1555	2803	4169	ROE	5.62%	2.26%	5.80%	9.60%	12.73%
折旧与摊销	2922	3058	4122	4955	5789	ROIC	2.52%	1.83%	2.85%	3.79%	4.57%
经营现金流	5045	5377	7360	10429	13368	估值倍数					
投资现金流	-13537	-16323	-25900	-19740	-19740	PE	48.80	73.40	22.57	12.52	8.42
融资现金流	7280	14762	18830	10243	7252	P/B	2.74	1.66	1.31	1.20	1.07
现金净变动	-1212	3816	290	931	880	P/S	0.86	0.58	0.61	0.52	0.46
期初现金余额	2084	897	4960	5251	6182	股息收益率	1.46%	3.88%	0.65%	1.18%	1.75%
期末现金余额	873	4713	5251	6182	7062	EV/EBITDA	16.23	18.07	14.52	11.91	10.26

资料来源: 中国银河证券研究部

## 插图目录

图 1: 公司股权结构图.....	1
图 2: 历史装机规模变化.....	1
图 3: 截至 12 年 6 月底, 公司参控股总装机分区位结构.....	2
图 4: 12 年上半年, 公司参控股装机总发电量分区位结构.....	2
图 5: 截至 12 年 6 月底, 公司控股装机分类型结构.....	2
图 6: 截至 12 年 6 月底, 公司权益装机分类型结构.....	2
图 7: 公司装机增长情况.....	3
图 8: 2011 年公司火电、水电业务贡献利润情况.....	4
图 9: 雅砻江流域水电站开发.....	6
图 10: 雅砻江流域梯级纵剖面图.....	6
图 11: 桐子林水电站效果图.....	6
图 12: 官地水电站效果图.....	6
图 13: 锦屏一级水电站效果图.....	7
图 14: 锦屏二级水电站效果图.....	7
图 15: 二滩水电装机增长情况.....	9
图 16: 截至 12 年底 6 月底, 公司火电装机分区位结构.....	11
图 17: 国投电力历史 PB Band.....	13
图 18: 国投电力历史 PE Band.....	13

## 表格目录

表 1: 公司 12-15 年步入装机投产高峰期.....	3
表 2: 公司 2011 年主要火电厂盈利情况.....	4
表 3: 公司清洁能源装机容量.....	5
表 4: 雅砻江下游各开发电站情况.....	7
表 5: 预计二滩各水电站投产时间表.....	8
表 6: 预计二滩各水电站投产时间表.....	9
表 7: 2011 年大朝山水电和小三峡水电盈利情况.....	10
表 8: 公司火电机组情况.....	11
表 9: 火电成本结构分析.....	11
表 10: 雅砻江干流梯级电站主要指标表.....	14
表 11: 财务报表预测.....	15

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**邹序元，电力等公用事业证券分析师。**本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 [fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)