公司研究报告 ● 电力行业 2012 年 10 月 29 日

水电发电量大增 利润爆发增长

国投电力（600886.SH）

推荐 维持评级

投资要点:

1. 事件

公司公布 2012 年三季报业绩。报告期内，公司实现营业收入 178 亿元，实现归属母公司股东净利润 6.8 亿元。每股收益 0.19 元，符合我们的预期，超越市场预期。

2. 我们的分析与判断

（一）、水电发电量大增，利润爆发增长

报告期内公司控股水电发电量大增。由于水电边际利润高，公司利润显著增长。第三季度，公司控股的二滩水电发电量 79.74 亿 kwh，同比增长 23.8%；云南大朝山水电发电量 23.93 亿 kwh，同比增长 1.3%；甘肃小三峡水电发电量 11.71 亿 kwh，同比增长 14.9%。二滩水电增长主要得益于官地电站新机组投产，大朝山水电增长则得益于流域来水增加。

（二）、燃料成本下降，但火电发电量降幅较大

报告期内，受益于煤价下跌，公司火电业务盈利能力也有明显回升。由于公司控股火电的标煤单价从 7 月开始显著下跌，因此第三季度火电业务板块盈利提升明显。但是，第三季度公司部分区域的火电发电量出现同比大幅下降，福建华夏电厂、甘肃电厂、云南曲靖电厂、广西电厂的发电量降幅大，抑制了公司火电盈利的进一步回升。

（三）、四季度关注福建、广西等火电电量回升

随着经济企稳，我们预计四季度公司火电机组发电量有望回升，主要理由是冬季取暖负荷增加、火电出力增加（水电退出）、工业用电企稳。尤其是福建华夏电厂、甘肃电厂、广西电厂的发电量有望环比第三季度明显改善。但是，云南曲靖电厂的煤炭供应及盈利状况仍待改善。

（四）、二滩仍处投产高峰，公司规模成长性显著

公司二滩水电仍处于投产高峰期，官地 2*60 万千瓦机组，锦屏一级、二级将陆续投产。水电规模的成长将带动公司利润持续增长。

3. 投资建议

我们维持对公司“成长性优异，业绩拐点确认”的基本投资逻辑判断。公司水电装机规模持续增长，火电业务持续改善，注入优质资产并存在剥离不良资产预期。我们预计 2012-2014 年公司的每股收益分别为 0.24 元、0.40 元和 0.56 元，维持“推荐”的投资评级。

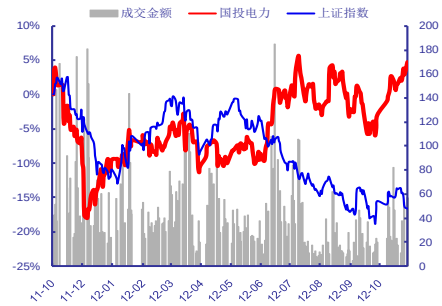
分析师

邹序元
☎:（8610）6656 8668
✉: zouxuyuan@chinastock.com.cn
执业证书编号：S0130511020009

特此鸣谢
周然
☎:（8610）6656 8494
✉: zhouran@chinastock.com.cn
对本报告的编制提供信息

市场数据	时间 2012.10.29
A 股收盘价(元)	4.59
A 股一年内最高价(元)	4.63
A 股一年内最低价(元)	3.59
上证指数	2058.94
市净率	1.41
总股本（万股）	351765
实际流通 A 股(万股)	210695
流通 A 股市值(亿元)	94.71

相对指数表现图



资料来源：wind，中国银河证券研究部

相关研究

1. 公司深度研究——国投电力（600866）：成长性优异 业绩拐点出现……2012.08.15
2. 公司研究报告-国投电力（600886）：业绩底点出现 下半年盈利提升……120823

表 1：国投电力（600886.SH）财务报表预测（单位：百万元）

资产负债表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	897	4960	5140	6022	6895
应收票据	182	189	211	247	283
应收账款	2052	2336	2817	3300	3778
预付款项	2446	3242	3927	4678	5486
其他应收款	854	1524	1799	2108	2413
存货	991	1137	1234	1352	1454
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期股权投资	1476	1436	1436	1436	1436
固定资产	43719	42628	63579	78697	98731
在建工程	46394	61578	62578	62578	62578
工程物资	160	140	140	140	140
无形资产	1139	1308	1243	1177	1112
长期待摊费用	92	76	68	61	53
资产总计	100583	120911	144529	162152	184716
短期借款	11942	13031	14038	12516	12691
应付票据	1130	1840	1878	2057	2213
应付账款	725	1292	1341	1469	1581
预收款项	5	250	379	529	702
应付职工薪酬	419	353	353	353	353
应交税费	-300	-552	-552	-552	-552
其他应付款	5265	4381	4381	4381	4381
其他流动负债	11	10	10	10	10
长期借款	61405	66914	87714	103714	121914
预计负债	1	0	0	0	0
负债合计	84500	99156	121179	136113	154929
股东权益合计	16082	21754	23351	26039	29787

现金流量表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	1064	672	1723	2901	4046
折旧与摊销	2922	3058	4122	4955	6039
经营现金流	5045	5377	7557	10556	13809
投资现金流	-13537	-16323	-25870	-19720	-25720
融资现金流	7280	14762	18493	10045	12783
现金净变动	-1212	3816	180	882	873
期初现金余额	2084	897	4960	5140	6022
期末现金余额	873	4713	5140	6022	6895

利润表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	15948	21704	25701	30110	34474
营业成本	12301	18003	19581	21449	23081
营业税金及附加	122	143	180	211	241
销售费用	15	33	39	45	52
管理费用	465	560	700	840	1008
财务费用	1755	2161	3188	4219	5294
资产减值损失	2	12	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	79	75	130	280	280
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	1368	866	2144	3627	5077
营业外入净额	17	103	10	0	-20
税前利润	1385	969	2154	3627	5057
减：所得税	320	296	431	725	1011
净利润	1064	672	1723	2901	4046
母公司净利润	494	259	844	1422	1982
少数股东损益	570	413	879	1480	2063
基本每股收益（元）	0.14	0.07	0.24	0.40	0.56
稀释每股收益（元）	0.25	0.11	0.24	0.40	0.56

财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
成长性					
营收增长率	33.82%	36.09%	18.42%	17.16%	14.49%
EBIT 增长率	9.00%	-3%	75%	45.45%	33.40%
净利润增长率	-6.94%	-48%	226%	68.39%	39.45%
盈利性					
销售毛利率	22.87%	17.05%	23.81%	28.77%	33.05%
销售净利率	6.67%	3.10%	6.70%	9.64%	11.74%
ROE	5.62%	2.26%	6.92%	10.61%	13.14%
ROIC	2.52%	1.83%	3.06%	3.95%	4.61%
估值倍数					
PE	48.80	73.40	19.13	11.36	8.14
P/B	2.74	1.66	1.32	1.20	1.07
P/S	0.86	0.58	0.63	0.54	0.47
股息收益率	1.46%	3.88%	0.78%	1.32%	1.84%

资料来源：中国银河证券研究部

表 2：公司各电厂发电量情况（发电量单位：亿千万时）

所属电厂	12Q1-3	11Q1-3	yoy	12Q3	11Q3	yoy
天津						
天津国投津能发电(国投北疆)	88.64	93.62	-5.3%	34.01	34.06	-0.1%
安徽						
国投宣城发电	29.64	28.43	4.3%	10.11	10.75	-6.0%
广西						
国投北部湾发电	27.99	29.37	-4.7%	8.25	11.03	-25.2%
国投钦州发电	48.74	61.19	-20.3%	10.67	22.65	-52.9%
云南						
国投曲靖发电	36.86	45.45	-18.9%	4.01	12.06	-66.8%
国投云南大朝山水电	51.08	52.4	-2.5%	23.93	23.62	1.3%
甘肃						
靖远第二发电	38.44	46.62	-17.5%	5.51	13.21	-58.3%
甘肃小三峡水电开发	28.28	26	8.8%	11.71	10.19	14.9%
国投白银风电	0.48	0.56	-14.3%	0.13	0.13	0.0%
国投酒泉第一风电	1.54	2.09	-26.3%	0.50	0.63	-20.6%
酒泉二风电	2.49	2.44	2.0%	0.76	1	-24.0%
国投敦煌光伏发电	0.20	0.12	66.7%	0.11	0.05	120.0%
福建						
厦门华夏国际电力	44.23	60.49	-26.9%	16.82	23.05	-27.0%
四川						
四川二滩水电开发	127.86	113.03	13.1%	79.74	64.4	23.8%
河北						
国投张家口风电	1.19	1.41	-15.6%	0.29	0.26	11.5%
宁夏						
国投石嘴山	0.24	0.11	118.2%	0.13	0.04	225.0%
青海						
国投格尔木（一期）	0.65	0.16	306.3%	0.24	0.09	166.7%
合计	**528.55**	**563.49**	**-6.2%**	**206.92**	**227.22**	**-8.9%**
铜山华润	85.4	88.2	-3.2%	32.84	31.43	4.5%
徐州华润电力	49.62	55.99	-11.4%	16.17	18.77	-13.9%
淮北国安电力	27.43	24.76	10.8%	8.79	7.22	21.7%
甘肃电投张掖发电	21.44	28.15	-23.8%	4.30	5.95	-27.7%
合计	**712.42**	**760.59**	**-6.3%**	**269.02**	**290.59**	**-7.4%**

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

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，电力等公用事业行业证券分析师。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

机构请致电：
北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn