

剥离不良资产 业绩再添惊喜

投资要点:

1. 事件

公司公告挂牌出售国投云南曲靖电厂 55.4% 股权。根据公司结构调整和经营发展需要,公司拟转让所持有的国投曲靖发电 55.4% 股权,股权转让的回收资金将补充公司自有资金,用于公司经营与发展。公司董事会同意授权经营层,采用在产权交易所挂牌交易的方式办理国投曲靖发电 55.4% 股权转让的具体事宜,并根据挂牌结果,进一步提请董事会办理相关审批程序。国投曲靖发电厂建设规模为 4 × 300MW 燃煤火力发电机组。

2. 我们的分析与判断

(一)、剥离不良资产的节奏超预期

(1) “情理之中”: 云南曲靖电厂是公司 12 年亏损最严重的电厂,公司也一直在为曲靖电厂寻觅买家(云贵的煤矿企业)。市场对剥离曲靖电厂一直存在预期。

(2) 节奏超预期: 近期市场关注点集中在公司控股的雅砻江水电上,对于公司火电业务的改善虽然也有预期,但实际关注度不高。此次公司加速剥离不良资产给市场带来了一些“惊喜”。我们认为,这一资产运作的节奏超出市场预期。

(二)、促业绩提升

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。曲靖电厂经营环境艰难,“煤价高、电量低、亏损严重”。(1) 煤价高: 云南当地“小煤保大电”,煤量小、煤质差,煤价高。2012 年云南曲靖坑口煤价逆势上涨 20% 以上,严重影响了电厂盈利。(2) 电量低: 云南水电资源丰富,在来水好的年份,水电发电量增加严重挤压了火电的利用率,12 年曲靖电厂利用小时数大幅下降。

国投电力剥离曲靖电厂后,预计 13 年减少权益亏损 1.5 亿(我们原先预计曲靖电厂 13 年业绩比 12 年仅有小幅改善),相当于增加每股收益 0.04 元。在不考虑转债转股摊薄的情况下,我们上调 2013-2014 年盈利预测至 0.47 元和 0.66 元。

(三)、仍存“超预期”可能

我们认为,公司业绩进一步超预期的可能性主要来自于火电领域。建议关注天津北疆电厂的煤价变化;福建华夏、甘肃靖远、广西钦州电厂的电量改善。此外,可继续关注雅砻江水电“锦官电源组”上网电价的进展。

(四)、推升股价的其他因素

(1) 公司控股股东计划在二级市场上增持公司股份(参阅公司公告)。(2) 公司被调入沪深 300 指数,存在指数基金投资配置的推动力。

国投电力(600886.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

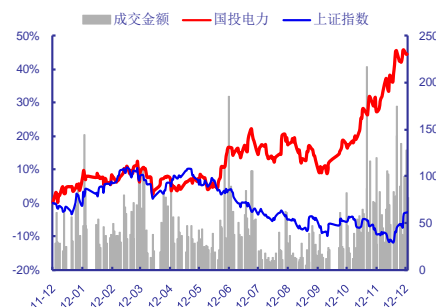
对本报告的编制提供信息

市场数据

时间 2012.12.18

A 股收盘价(元)	5.48
A 股一年内最高价(元)	5.68
A 股一年内最低价(元)	3.70
上证指数	2162.46
市净率	1.61
总股本(万股)	351765
实际流通 A 股(万股)	210695
流通 A 股市值(亿元)	115.46

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. 公司研究报告——国投电力(600886): 水电发电量大增 利润爆发增长.....121029
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
3. 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

3. 投资建议

在不考虑转债转股摊薄的情景下，我们预计公司 2012-2014 年每股收益分别为 0.28 元、0.47 元和 0.66 元。公司成长性优异（雅砻江水电持续释放业绩至 2016 年），业绩拐点确认（火电改善），具有长期投资价值。维持“推荐”评级。

表 1: 国投曲靖发电最近三年及最近一期主要财务数据（单位：万元）

项目	2009 年 12 月 31 日 (经审计)	2010 年 12 月 31 日 (经审计)	2011 年 12 月 31 日 (经审计)	2012 年 9 月 30 日 (未经审计)
资产总额	299,441.11	271,795.62	255,971.86	222,514.11
负债总额	225,954.96	200,621.82	197,525.46	188,132.44
应收账款	270,15.07	19,368.74	22,646.95	4,408.16
所有者权益	73,486.15	71,171.80	58,446.39	34,381.67

项目	2009 年度	2010 年度	2011 年度	2012 年度 1-9 月
营业收入	169,395.55	169,706.46	173,259.90	110,655.87
净利润	5,121.48	-2,312.36	-15,257.40	-27,295.73

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 2: 国投电力 (600886.SH) 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	5116	5672	6556	营业收入	15948	21704	25578	28358	32779
应收票据	182	189	210	233	269	营业成本	12301	18003	19303	19582	21145
应收账款	2052	2336	2803	3108	3592	营业税金及附加	122	143	179	199	229
预付款项	2446	3242	3917	4603	5343	销售费用	15	33	38	43	49
其他应收款	854	1524	1790	1985	2295	管理费用	465	560	616	740	924
存货	991	1137	1216	1234	1332	财务费用	1755	2161	3180	4238	5307
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	98731	投资收益	79	75	130	270	270
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	2392	3828	5394
无形资产	1139	1308	1243	1177	1112	营业外入净额	17	103	120	0	0
长期待摊费用	92	76	68	61	53	税前利润	1385	969	2512	3828	5394
资产总计	100583	120911	144454	161280	183794	减: 所得税	320	296	502	766	1079
短期借款	11942	13031	13744	11568	11496	净利润	1064	672	2009	3062	4315
应付票据	1130	1840	1851	1878	2028	母公司净利润	494	259	985	1654	2330
应付账款	725	1292	1322	1341	1448	少数股东损益	570	413	1025	1409	1985
预收款项	5	250	378	520	684	基本每股收益 (元)	0.14	0.07	0.28	0.47	0.66
应付职工薪酬	419	353	353	353	353	稀释每股收益 (元)	0.25	0.11	0.28	0.47	0.66
应交税费	-300	-552	-552	-552	-552	财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
其他应付款	5265	4381	4381	4381	4381	成长性					
其他流动负债	11	10	10	10	10	营收增长率	33.82%	36.09%	17.85%	10.87%	15.59%
长期借款	61405	66914	87714	103714	121914	EBIT 增长率	9.00%	-3%	84%	43.27%	33.81%
预计负债	1	0	0	0	0	净利润增长率	-6.94%	-48%	280%	67.96%	40.93%
负债合计	84500	99156	120838	134850	153398	盈利性					
股东权益合计	16082	21754	23616	26430	30396	销售毛利率	22.87%	17.05%	24.53%	30.95%	35.49%
现金流量表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	销售净利率	6.67%	3.10%	7.86%	10.80%	13.17%
净利润	1064	672	2009	3062	4315	ROE	5.62%	2.26%	8.00%	12.05%	14.84%
折旧与摊销	2922	3058	4122	4955	6039	ROIC	2.52%	1.83%	3.20%	4.09%	4.78%
经营现金流	5045	5377	7839	10948	14143	估值倍数					
投资现金流	-13537	-16323	-25870	-19730	-25730	PE	33.86	53.73	19.58	11.66	8.27
融资现金流	7280	14762	18186	9338	12471	P/B	1.90	1.21	1.57	1.41	1.23
现金净变动	-1212	3816	155	556	884	P/S	0.60	0.43	0.75	0.68	0.59
期初现金余额	2084	897	4960	5116	5672	股息收益率	2.10%	5.30%	0.77%	1.29%	1.81%
期末现金余额	873	4713	5116	5672	6556						

资料来源: 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