

2013年02月22日

国投电力 (600886.SH)

公司动态分析

证券研究报告

火电

步入业绩成长期

■雅砻江流域水电机组投产：雅砻江流域水电开发公司从2012年开始步入投产高峰期，初始装机330万千瓦，2012年投产机组180万千瓦，预计2013年-2015年分别新增420万千瓦、360万千瓦和150万千瓦，2016年上半年新增30万千瓦，达到下游电站全部投产，之后开始中游和上游电站开发，最终装机达3000万千瓦。除此之外，锦屏和官地上网电价批复为0.32元/千瓦时（含税，丰枯同价），高于四川省水电标杆电价和二滩水电批复电价，较高电价提升电站盈利能力。

■火电结构得到优化：(1)拟出售国投曲靖发电55.4%股权，可有效减亏；(2)收购钦州发电61%的股权；(3)国投伊犁项目投产发电；(4)盘江发电预计2013年投产发电；(5)中长期来看，储备有较多大型火电站项目，拿到大路条的百万千瓦级机组6台有望2016年开始逐步投产；

■投资建议：预计公司2012年-2014年EPS分别为0.28元、0.43元和0.52元，对应PE为21倍、14倍和11倍，看好公司未来业绩成长性，维持“增持-A”投资评级，6个月目标价6.5元。

■风险提示：利用小时大幅下降；煤价下降幅度低于预期；机组投产速度低于预期等；

摘要(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	15,947.6	21,703.5	25,681.3	28,971.1	33,425.4
净利润	1,064.0	672.3	2,024.9	3,016.9	4,068.9
每股收益(元)	0.14	0.07	0.28	0.43	0.52
每股净资产(元)	2.50	3.26	3.45	3.79	4.13
盈利和估值	2010	2011	2012E	2013E	2014E
市盈率(倍)	41.6	79.4	20.8	13.6	11.3
市净率(倍)	2.3	1.8	1.7	1.5	1.4
净利润率	3.1%	1.2%	3.9%	5.7%	6.6%
净资产收益率	6.6%	3.1%	7.9%	10.3%	12.1%
股息收益率	0.7%	0.6%	1.6%	3.7%	4.4%
ROIC	3.0%	2.3%	4.2%	4.9%	6.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **增持-A**

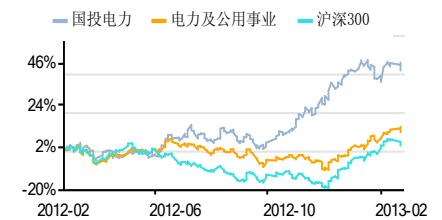
维持评级

6个月目标价 **6.50元**
股价(2013-02-21) **5.85元**

交易数据

总市值(百万元)	20,593.73
流通市值(百万元)	20,593.73
总股本(百万股)	3,520.30
流通股本(百万股)	3,520.30
12个月价格区间	4.12/6.64元
十大股东(%)	73.29%

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-0.16	-1.47	-5.82
绝对收益	-0.17	17.47	-3.94

张龙

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020030
zhanglong@essence.com.cn
021-68766113

报告联系人

邵琳琳

021-68763673

shaoll@essence.com.cn

相关报告

- 国投电力：业绩大幅下降 2012-08-24
看好长期发展：国投电力
半年度业绩点评
- 国投电力：步入业绩成长 2012-06-29
阶段 投资价值显现：国投
电力深度报告
- 国投电力：业绩飞跃式增 2011-11-07
长可期：国投电力公开增
发A股点评

1. 业绩大幅增长

公司已经披露 2012 年业绩预告，预计实现归属于上市公司股东净利润同比增加 280%以上，如将收购的国投钦州 61%的股权追溯调整，同比增长 190%以上，预计基本每股收益在 0.28 元以上，略高于市场预期，主要原因在于火电企业上网电价上调、燃煤价格下降及官地水电站投产。

我们认为公司逐步步入业绩成长期，主要原因在于雅砻江流域水电机组投产、火电机组优化和大型火电的投产规划。

2. 雅砻江流域水电机组投产

公司持有雅砻江流域水电开发公司 52%的股权，其负责雅砻江全流域水电开发，从 2012 年开始步入投产高峰期，初始装机 330 万千瓦，2012 年投产机组 180 万千瓦，根据规划，到 2016 年，将完成下游电站开发，总装机达到 1470 万千瓦，之后开始中游及上游电站开发，雅砻江流域电站总体规划 3000 万千瓦。

预计 2013 年新增 420 万千瓦，2014 年新增 360 万千瓦，2015 年新增 150 万千瓦，2016 年上半年新增 30 万千瓦，2016 年上半年达到下游电站全部投产。

表 1: 已经投产的水电机组

水电站	装机 (万千瓦)	投产时间
二滩水电	6*55	1998 年-2000 年
官地	60	2012 年 3 月 30 日
	60	2012 年 5 月 31 日
	60	2012 年 11 月 19 日
锦屏二级	60	2013 年 1 月 1 日
	60	2013 年 1 月 10 日

数据来源: 公司公告 安信证券研究中心

表 2: 在建机组及未来预计新增机组

在建机组		预计新增	
水电站	装机 (万千瓦)	时间	新增装机 (万千瓦)
官地	60	2013 年	420
锦屏二级	6*60	2014 年	360
锦屏一级	6*60	2015 年	150
桐子林	4*15	2016 年	30

数据来源: 公司公告 安信证券研究中心

表 3: 雅砻江流域水电运营

	装机容量 (万千瓦)	发电量 (亿千瓦时)	利用小时 (小时)	营业收入 (万元)	净利润 (万元)
2009 年	330	150.52	4561	293,642	36,545
2010 年	330	157.86	4784	319,420	72,656
2011 年	330	143.92	4361	290,446	50,869
2012 年	510	181.93			

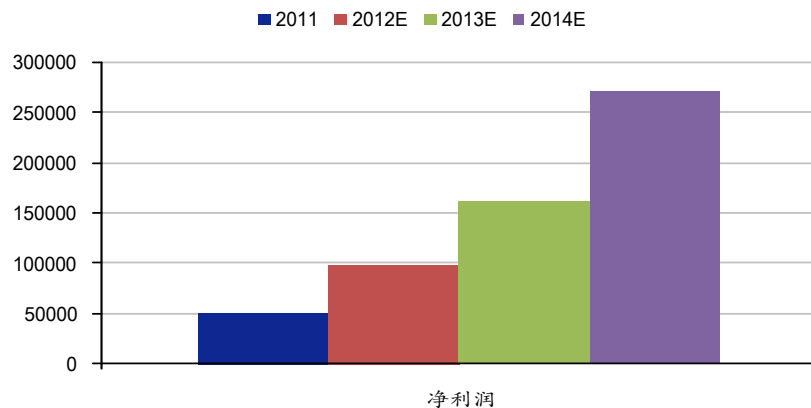
数据来源: 公司公告 安信证券研究中心

二滩水电盈利能力出色，2011 年实现净利润 5 亿元。目前锦屏、官地水电站统一送江苏省、重庆市和四川省的上网电价已经批复，为 0.3203 元/千瓦时（含税），丰枯同价，高于四川当地水电标杆电价（0.288 元/千瓦时、含税），也高于二滩水电批复电价（0.278 元/千瓦时、含税、丰枯不同价，2011 年实现的平均含税上网电价在 0.24 元/千瓦时左右），

更高的上网电价和水库投产将使得电站盈利能力更强。

图 1：雅砻江流域水电开发公司净利润

单位：万元



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

3. 优化火电结构

3.1. 转让国投曲靖发电 55.4%股权

曲靖发电成立于 1994 年 12 月 9 日，为中外合资企业，位于云南省曲靖市，装机为 4*30 万千瓦燃煤机组，一期两台于 1998 年投产，二期两台扩建项目于 2003 年和 2004 年投产，公司持有其 55.4% 的股权。由于云南当地电量需求较弱并受水电冲击大，电站利用小时偏低，除此之外，当地多为小煤矿，矿难多发，煤价较高，电站盈利能力较差，2011 年亏损 1.5 亿元，2012 年前三季度亏损 2.7 亿元，转让股权后可有效减亏。

目前股权转让已经在上海产权交易所挂牌，55.4% 的股权挂牌价格为 8.75 亿元，截止 2012 年 10 月底，国投曲靖账面净资产为 3.1 亿元，55.4% 的股权对应账面净资产 1.74 亿元，由于挂牌价格较高，预计最终成交价格会有调整。即使调整后，若 2013 年转让股权完成，也将会有一笔较大一次性收入，由于此收入具体数额的不确定性较大，我们的盈利预测中暂没有考虑股权的转让，若考虑到股权转让后的减亏和一次性收入的获取，2013 年的盈利将有可能显著高于我们的预测，存在超预期的可能性。

表 4：曲靖发电经营状况

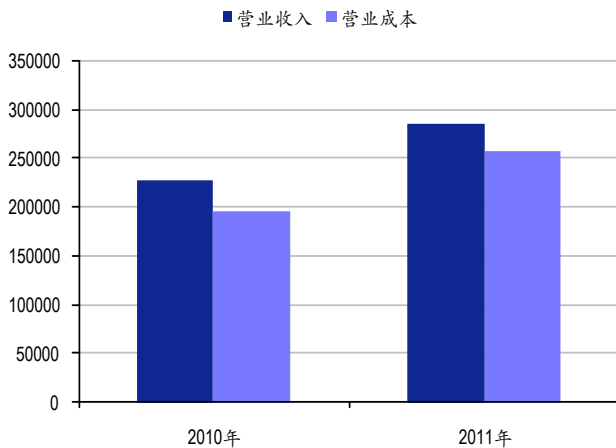
项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 1-9 月	2012 年
发电量 (亿千瓦时)	65.77	62.03	58.66	36.86	45.76
装机容量 (万千瓦)	120	120	120	120	120
利用小时 (小时)	5,481	5,169	4,888	3,072	3,813
营业收入 (万元)	169,396	169,706	173,260	110,656	
净利润 (万元)	5,121	2,312	-15,257	-27,295	

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

3.2. 注入优质资产：钦州发电

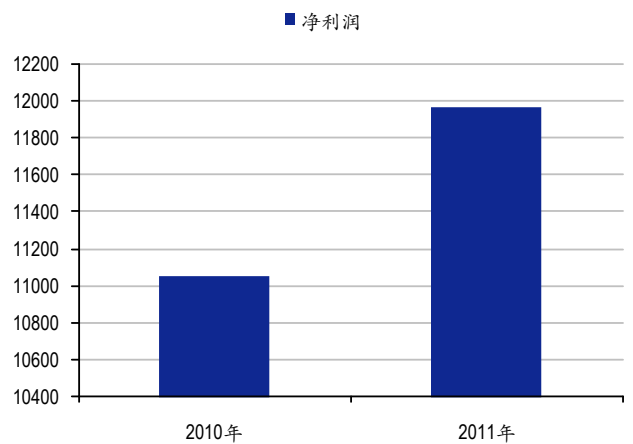
公司 2012 年收购了大股东国投公司所持有的钦州发电 61% 的股权。钦州发电目前装机 2 × 63 万千瓦火电机组，于 2007 年投产发电。电站投产初期，由于年度发电量较低和煤炭价格较高，盈利能力较差，随着发电量逐步提升，所用煤炭改为下水煤及增大印尼低卡煤掺烧力度，其盈利能力提升明显，2011 年实现净利润约 1.2 亿元，预计 2012 年全年盈利 1.6-1.7 亿元，为公司贡献利润约 1 亿元。目前钦州二期 2 × 100 万千瓦项目已经获得国家发改委开展前期工作的批复。

图 2: 钦州发电营业情况 单位: 万元



数据来源: 公司公告 安信证券研究中心

图 3: 钦州发电净利润 单位: 万元



数据来源: 公司公告 安信证券研究中心

3.3. 火电新机组投产及大型火电站规划

公司以 60% 的股权控股的国投伊犁能源开发公司 2×33 万千瓦燃煤供热发电机组于 2012 年年底和 2013 年 1 月转入商业运行。除此之外, 预计以 55% 的比例控股的盘江发电 2×30 万千瓦机组也将于 2013 年投产发电, 但考虑到贵州当地煤炭价格较高, 预计盘江发电投产后盈利能力一般。

从中长期来看, 公司储备有较多大型火电站项目, 北疆二期 (2×100 万千瓦)、钦州二期 (2×100 万千瓦)、湄洲湾项目 (2×100 万千瓦) 和宣城发电第二台 60 万千瓦项目已经拿到大路条, 除此之外, 伊犁二期规划 2×66 万千瓦项目也处于储备阶段。其中钦州二期、湄洲湾项目、宣城发电第二台机组取得大路条的时间为 2012 年, 北疆二期为 2010 年, 按照正常建设时间, 若顺利的话, 预计 2015 年大型火电项目开始逐步投产, 考虑到雅砻江流域下游电站 2014 年结束投产高峰期, 2015 年火电项目的投产将使得公司装机容量持续快速增长。

表 5: 储备项目

项目	装机规划 (万千瓦)	取得大路条时间
北疆二期	2×100	2010 年
钦州二期	2×100	2012 年
湄洲湾项目	2×100	2012 年
宣城发电第二台	1×60	2012 年
伊犁二期	2×66	

数据来源: 公司公告 安信证券研究中心

4. 盈利预测及评级

主要假设:

- (1) 暂不考虑国投曲靖股权的转让;
- (2) 雅砻江流域水电投产时间和规划一致;
- (3) 可转债在 2014 年转股完毕;
- (4) 由于公司合同煤价未上涨, 并且在逐步增大进口煤的采购压低煤价, 预计 2013 年煤价与 2012 年四季度基本持平;

预计公司 2012 年-2014 年 EPS 分别为 0.28 元、0.43 元和 0.52 元，对应 PE 为 21 倍、14 倍和 11 倍，看好公司未来业绩成长性，维持“增持-A”投资评级，6 个月目标价 6.5 元。

5. 风险提示

- (1) 利用小时大幅下降；
- (2) 煤价下降幅度低于预期；
- (3) 机组投产速度低于预期等；

财务报表预测和估值数据汇总(2013年02月22日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E	(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	15,947.6	21,703.5	25,681.3	28,971.1	33,425.4	成长性					
减:营业成本	14,658.7	20,913.1	19,960.4	21,307.3	22,931.4	营业收入增长率	33.8%	36.1%	18.3%	12.8%	15.4%
营业税费	122.2	143.2	181.3	244.9	331.4	营业利润增长率	14.7%	-36.7%	174.1%	49.4%	35.5%
销售费用	14.7	33.3	30.1	30.1	30.1	净利润增长率	-6.9%	-47.6%	282.6%	67.9%	31.7%
管理费用	464.8	560.3	539.2	645.0	681.9	EBITDA 增长率	16.6%	-13.9%	169.2%	22.8%	28.6%
财务费用	1,754.7	2,161.4	2,975.6	3,616.1	5,074.0	EBIT 增长率	21.6%	-84.7%	4,482.9	33.9%	37.9%
资产减值损失	1.5	12.1	12.1	12.1	12.1	NOPLAT 增长率	1.1%	-10.0%	108.6%	33.9%	37.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	15.4%	15.5%	14.6%	12.3%	13.4%
投资和汇兑收益	78.6	75.1	389.6	428.6	437.9	净资产增长率	-1.7%	35.3%	17.3%	14.7%	15.3%
营业利润	1,367.6	865.6	2,372.2	3,544.3	4,802.4	利润率					
加:营业外净收支	17.0	103.2	32.5	32.5	32.5	毛利率	8.1%	3.6%	22.3%	26.5%	31.4%
利润总额	1,384.5	968.7	2,404.7	3,576.7	4,834.9	营业利润率	8.6%	4.0%	9.2%	12.2%	14.4%
减:所得税	320.5	296.5	379.8	559.9	766.0	净利润率	3.1%	1.2%	3.9%	5.7%	6.6%
净利润	1,064.0	672.3	2,024.9	3,016.9	4,068.9	EBITDA/营业收入	22.8%	14.4%	32.8%	35.7%	39.8%
						EBIT/营业收入	4.8%	0.5%	20.8%	24.7%	29.5%
资产负债表						运营效率					
	2010	2011	2012E	2013E	2014E	固定资产周转天数	972	716	595	522	517
货币资金	897.0	4,960.5	2,054.5	2,317.7	2,674.0	流动营业资本周转天数	7	19	57	80	78
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	172	173	173	145	137
应收账款	2,905.9	3,859.5	4,566.8	5,151.9	5,944.0	应收账款周转天数	43	36	36	37	36
应收票据	181.6	188.9	223.5	252.2	290.9	存货周转天数	19	19	16	15	14
预付帐款	2,446.4	3,241.7	3,241.7	3,241.7	3,241.7	总资产周转天数	2,133	1,837	1,760	1,714	1,671
存货	991.3	1,136.7	1,082.5	1,159.1	1,251.5	投资资本周转天数	1,960	1,663	1,616	1,625	1,590
其他流动资产	2.9	57.1	4.1	4.1	4.1	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	6.6%	3.1%	7.9%	10.3%	12.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.1%	0.6%	1.6%	2.1%	2.5%
长期股权投资	1,476.3	1,436.4	2,673.4	3,002.9	3,188.6	ROIC	3.0%	2.3%	4.2%	4.9%	6.0%
投资性房地产	38.6	164.9	164.9	164.9	164.9	费用率					
固定资产	43,718.7	42,628.2	42,213.9	41,800.2	54,256.5	销售费用率	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
在建工程	46,393.8	61,577.9	72,383.8	86,962.5	91,945.5	管理费用率	2.9%	2.6%	2.1%	2.2%	2.0%
无形资产	1,138.9	1,308.3	1,309.2	1,310.2	1,311.1	财务费用率	11.0%	10.0%	11.6%	12.5%	15.2%
其他非流动资产	391.1	350.4	330.4	310.4	290.4	三费/营业收入	14.0%	12.7%	13.8%	14.8%	17.3%
资产总额	100,582.6	120,910.7	130,248.9	145,677.8	164,563.4	偿债能力					
短期债务	11,941.8	13,031.3	16,930.2	25,223.6	36,276.9	资产负债率	84.0%	82.0%	80.4%	79.9%	79.5%
应付帐款	5,989.6	5,672.2	2,634.3	2,812.0	3,026.4	负债权益比	525.4%	455.8%	410.3%	397.6%	387.5%
应付票据	1,130.0	1,840.4	1,756.5	1,875.1	2,018.0	流动比率	0.32	0.49	0.40	0.33	0.28
其他流动负债	3,796.0	6,752.5	6,552.5	6,652.5	6,652.5	速动比率	0.28	0.45	0.36	0.30	0.25
长期借款	61,404.6	66,914.3	71,914.3	74,914.3	77,914.3	利息保障倍数	0.44	0.05	1.80	1.98	1.95
其他非流动负债	238.2	4,945.5	4,935.5	4,925.5	4,915.5	分红指标					
负债总额	84,500.4	99,156.3	104,723.4	116,403.1	130,803.6	DPS(元)	0.04	0.03	0.09	0.21	0.26
少数股东权益	7,278.6	10,279.1	13,368.8	14,585.5	16,274.3	分红比率	29.6%	47.4%	32.5%	50.0%	50.0%
股本	1,995.1	2,345.1	3,520.3	3,878.9	4,237.6	股息收益率	0.7%	0.6%	1.6%	3.7%	4.4%
留存收益	6,808.5	9,130.2	8,636.5	10,810.3	13,247.9						
股东权益	16,082.3	21,754.4	25,525.5	29,274.7	33,759.8						
						现金流量表					
	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	1,064.0	672.3	2,024.9	3,016.9	4,068.9	EPS(元)	0.14	0.07	0.28	0.43	0.52
加:折旧和摊销	2,922.0	3,058.4	3,066.0	3,174.0	3,413.7	BVPS(元)	2.50	3.26	3.45	3.79	4.13
资产减值准备	1.5	12.1	12.1	12.1	12.1	PE(X)	41.6	79.4	20.8	13.6	11.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.3	1.8	1.7	1.5	1.4
财务费用	1,709.1	1,757.3	2,186.6	2,975.6	3,616.1	P/FCF	-	-12.1	-3.4	-10.8	-10.7
投资损失	-78.6	-75.1	-389.6	-428.6	-437.9	P/S	1.3	0.9	0.8	0.8	0.7
少数股东损益	569.6	413.0	1,033.0	1,351.9	1,876.4	EV/EBITDA	26.4	35.1	15.6	14.2	12.4
营运资金的变动	-887.8	1,047.9	-3,799.6	-384.0	-556.0	CAGR(%)	41.5%	82.2%	42.0%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	5,045.3	5,376.6	4,922.4	10,358.4	13,451.3	PEG	1.0	1.0	0.5	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-13,536.9	-16,323.1	-14,364.6	-17,325.8	-20,721.3	ROIC/WACC	0.5	0.4	0.7	0.8	1.0
融资活动产生现金流量	7,279.8	14,762.5	5,412.9	8,644.9	9,583.0	REP	2.2	2.7	1.6	1.3	1.1
						业绩和估值指标					

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 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;

■ 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。

■ 销售联系人

上海联系人	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	黄方禅	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	潘冬亮	010-59113590	pandl@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：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

上海市

地址：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

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

