

雅砻江水电业绩释放 公司成长性优异

国投电力 (600866.SH)

推荐 维持评级

核心观点:

- **公司成长性优异, 盈利增长确定, 穿越周期。**其成长性基于装机规模增长的确定性和在建项目优异的盈利能力。
- **成长性优异。**公司成长性主要来自雅砻江水电的持续投产。雅砻江水电目前已投运的装机容量 690 万千瓦, 在建规模 780 万千瓦。2013-2015 年是雅砻江水电投产高峰期, 预计到 2015 年雅砻江水电装机容量达到 1470 万千瓦, 较目前容量增长 113%。
- **雅砻江水电业绩持续超预期的归因分析。**雅砻江水电利润总额、度电盈利能力持续超预期。这一方面与雅砻江水电“锦官电源组”电量销纳和电价定价的优势有关, 另一方面也与“锦官电源组”三个电站自身特点和投产顺序有关。
- **雅砻江水电盈利增长可持续。**除规模增长和电价因素外, 锦官电源组电量统购统销的优势在丰水期体现, 锦屏水库调节优势在枯水期显现, 雅砻江水电 2013 年业绩高增长确定。中期看 (13-16 年), 在建项目投产和锦屏一级水库补偿效益将保障雅砻江盈利持续增长。
- **公司水电资源禀赋突出、成长性优异, 业绩高增长可穿越周期。**我们上调对公司的盈利预测, 预计 2013-2015 年每股收益分别为 0.42 元、0.52 元和 0.63 元, 对应市盈率为 8.6x、7.1x 和 5.9x。公司成长性优异, 投资价值突出, 维持“推荐”评级。

分析师

邹序元

☎: (8610) 6656 8668

✉: zouxuyuan@chinastock.com.cn

执业证书编号: S013051120009

特此鸣谢

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

相关研究

- 1、国投电力简评报告: 雅砻江水电盈利优异, 火电业绩大幅改善.....13.04.26
- 2、国投电力简评报告: 剥离不良资产, 业绩再添惊喜.....12.12.19
- 3、国投电力深度报告: 成长性优异, 业绩拐点出现.....12.08.15

主要财务指标

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	21704	23867	28387	33173	38927
归属净利(百万元)	259	1054	2834	3538	4290
摊薄 EPS(元)	0.04	0.15	0.42	0.52	0.63
PE(X)	64.92	23.79	8.85	7.09	5.85
PB(X)	1.47	2.04	1.76	1.50	1.27

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

一、公司成长性优异，业绩增长可穿越周期

公司最大的投资亮点是成长性优异，盈利增长确定，穿越周期。其成长性基于装机规模投运的确定性，和拟投运项目优异的盈利能力。

公司规模成长性突出。其未来成长性的保障来自于雅砻江水电的持续投产。雅砻江水电目前已投运的装机容量 690 万千瓦，在建规模 780 万千瓦。2013-2015 年是雅砻江水电投产高峰期，预计到 2015 年雅砻江水电装机容量达到 1470 万千瓦，较目前容量增长 113%。

公司盈利成长性明显。雅砻江水电具有极强的盈利能力，在建项目投运后盈利贡献显著，公司的盈利成长性超越规模增长。

由于水电具有优先上网的行业特征，且雅砻江水电锦官电源组电量由国家电网统一消纳，因此公司未来电站的电量消纳有充足保障，规避了用电需求波动对机组利用率的影响。公司的成长性是可以穿越周期的。

随着雅砻江水电的陆续投产，以及火电业务板块盈利的恢复，公司业绩从 2012 年下半年开始持续释放，且不断超越市场预期。从 2013 年中期业绩快报看，公司归属净利润超过 11 亿元。进入 7 月后，雅砻江来水增加，流域水电发电量环比明显提升，我们预计下半年雅砻江水电业绩存在再超市场预期的可能。我们预计公司 13 年全年归属净利润有望达到 28 亿元，每股收益 0.42 元。

二、雅砻江水电业绩持续超预期的归因分析

雅砻江水电利润总额、度电盈利能力持续超预期。我们认为，这一方面与雅砻江水电“锦官电源组”电量销纳和电价定价高的优势有关，另一方面也与“锦官电源组”三个电站投运顺序与各电站自身特点有关系。

（一）锦官电源组的经营优势：统一电价高、电量统一销纳

雅砻江水电实现优异的业绩，充分体现了其“高电价、电量统购统销”的经营优势。雅砻江“锦官电源组”（锦屏一级、锦屏二级、官地电站的统称）大部分电量经由特高压送华东，因此上网电价定价方式按照“落地电价倒推”的方式确定，最终价格达到 0.3203 元/kwh，非常理想。且“锦官电源组”1080 万千瓦机组的电量由国家电网统购统销，原则上保证了不会发生因用电需求不足导致“锦官电源组”弃水、电量减少的情景。这对雅砻江水电丰水期发电、售电、盈利十分有利。

（二）锦官电源组的特殊性：三个电站自身的盈利能力存差异

2013 年上半年雅砻江水电盈利总额，度电盈利能力均超市场预期。我们分析，在上半年雅砻江来水属于正常水平的情境下，度电盈利超预期反映出“锦官电源组”的三个电站“统一电价，不同造价，不同盈利能力”的特点有关。

“锦官电源组”包括锦屏一级、锦屏二级、官地三个电站（从上至下）。其投产顺序是，官地电站，锦屏二级电站，锦屏一级电站首台机组预计 2013 年 8、9 月投运。

我们概括一下三个电站各自的特点是：**官地单位造价低，率先投运，盈利贡献大；锦屏二级单位造价适中，盈利能力佳；锦屏一级大水库，虽然单位造价高，但具有年调节能力，为下游电站做贡献。**

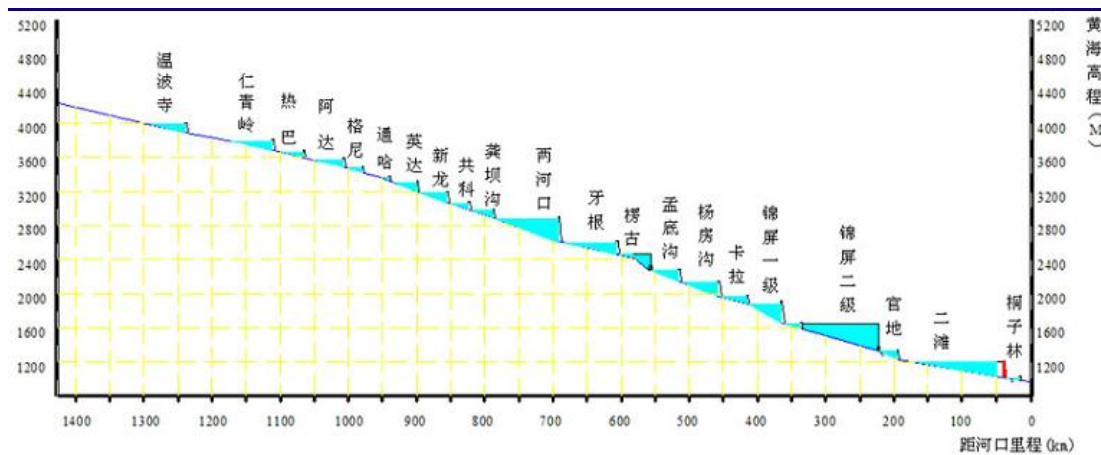
(1) 官地水电站是雅砻江下游河段第三座梯级电站，水库总库容 7.6 亿立方米。电站总装机容量 240 万千瓦，多年平均年发电量约 117 亿千瓦时。官地电站的特点是单位造价低。

(2) 锦屏二级水电站位于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。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。锦屏二级为引水洞配套机组发电，“一洞双机”，单位造价适中。

(3) 锦屏一级水电站是控制性水库梯级电站。总装机容量 360 万千瓦，多年平均年发电量 166 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 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为世界第一高拱坝。锦屏一级的特点是大水库，年调节能力，虽然自身单位造价高，但是可以增加下游电站发电量和盈利。

“锦官电源组”是统一电价（0.3203 元/kwh），统一销纳（国网统销）。**由于官地、锦屏二级、锦屏一级三个电站的单位造价不同，发电小时数不同，因此各电站自身的盈利能力存在差异。**官地电站单位造价低，发电小时数高，度电盈利高；锦屏二级单位造价适中，盈利能力佳；锦屏一级电站单位造价高，度电盈利能力逊于锦屏二级和官地，但对下游电站贡献大。**由于投产顺序是：官地→锦屏二级→锦屏一级，因此可以解释 2013 年上半年雅砻江水电的度电盈利超市场预期。（市场普遍按照“锦官电源组”整体度电盈利来分析）。**按照开发进度，锦屏一级电站首台机组（或双投）将于 13 年第三季度投运。由于锦屏一级工程中不可分割的共用资产将转固定资产，因此前面投运机组所背负的单位折旧和财务费用偏高。

图 1：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

三、雅砻江水电盈利增长可持续

(一) 雅砻江水电 2013 年盈利释放：电量统销在丰水期的优势体现、锦屏水库调节能力在枯水期显现

我们看好 2013 年下半年雅砻江水电盈利的持续释放。

1、看好丰水期的发电量。7 月以后，雅砻江进入一年中的丰水期。由于锦官电源组电量销纳有保障，因此“来水好可以充分转化为发电量好，进而转化为盈利好”。

2、看好枯水期的比较优势。目前锦屏一级电站水库的蓄水位达 1800 米，达到了发电条件，首台机组预计即将投运。按照工程进度，预计到 2013 年第四季度，锦屏一级水库的蓄水位有望达到 1840 米，初步具备调节能力。这对下游锦屏二级电站、官地电站、二滩电站 10-12 月的发电量产生贡献。与径流式水电相比，枯水期具有比较优势。

3、看好税收优惠期的盈利贡献。锦官电源组在投产初期享受所得税减免的优惠政策。在 2013-2016 年，所得税优惠对雅砻江水电的盈利有较大贡献。

(二) 雅砻江水电持续增长可期：在建项目投产、水库补偿效益

雅砻江水电正处于投产高峰期。目前已投运装机容量 690 万千瓦（二滩 330 万千瓦，官地 240 万千瓦，锦屏二级 120 万千瓦），在建装机规模 780 万千瓦（锦屏一级 360 万千瓦，锦屏二级 360 万千瓦，桐梓林 60 万千瓦）。预计 2013 年下半年锦屏一级 120 万千瓦、锦屏二级 240 万千瓦机组投产，2013 年末装机容量达到 1050 万千瓦，2014 年末达到 1350 万千瓦，2015 年末达到 1470 万千瓦。

水库补偿效益提升平枯发电量。锦屏一级水库目前蓄水位 1800 米，2013 年末预计达到 1840 米，2014 年达到设计值 1880 米后，调节库容 49 亿立方米，对下游锦屏二级、官地、二滩电站平枯发电量的补偿效益明显。我们预计 2014-2016 年锦屏二级、官地、二滩、桐梓林的发电小时数有望持续提升。

在建项目投产和水库补偿效益将保障雅砻江水电盈利的持续增长。

四、盈利预测与投资建议

公司水电资源禀赋突出、成长性优异，业绩高增长可穿越周期。我们上调对公司的盈利预测，预计 2013-2015 年每股收益分别为 0.42 元、0.52 元和 0.63 元，对应市盈率为 8.6x、7.1x 和 5.9x。公司成长性优异，投资价值突出，维持“推荐”评级。

表 1: 国投电力 (600886.SH) 财务报表预测 (单位: 百万元)

资产负债表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	利润表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	4960	6268	5677	6635	7785	营业收入	21704	23867	28387	33173	38927
应收票据	189	254	233	273	320	营业成本	18003	17831	17933	19389	22242
应收账款	2336	3149	3111	3635	4266	营业税金及附加	143	195	199	232	272
预付款项	3242	1785	1785	1785	1785	销售费用	33	43	43	50	58
其他应收款	1524	1128	1135	1327	1557	管理费用	560	641	705	775	814
存货	1137	1248	1130	1222	1402	财务费用	2161	3083	4098	5507	6433
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	12	6	0	0	0
长期股权投资	1436	1573	1573	1573	1573	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	42628	55797	90430	113791	135903	投资收益	75	196	550	550	550
在建工程	61578	70817	60817	50817	40817	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	140	619	619	619	619	营业利润	866	2264	5959	7770	9657
无形资产	1308	2715	2580	2444	2308	营业外入净额	103	54	50	50	50
长期待摊费用	76	145	131	116	102	税前利润	969	2318	6009	7820	9707
资产总计	120911	145896	169597	184613	198812	减: 所得税	296	300	661	1017	1456
短期借款	13031	9204	23943	27045	27945	净利润	672	2018	5348	6803	8251
应付票据	1840	919	884	956	1097	母公司净利润	259	1054	2834	3538	4290
应付账款	1292	2501	1228	1328	1523	少数股东损益	413	964	2514	3265	3960
预收款项	250	60	60	60	60	基本每股收益 (元)	0.04	0.15	0.42	0.52	0.63
应付职工薪酬	353	408	408	408	408	稀释每股收益 (元)	0.04	0.15	0.42	0.52	0.63
应交税费	-552	-880	-880	-880	-880	财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
其他应付款	4381	5657	5657	5657	5657	成长性					
其他流动负债	10	4212	4212	4212	4212	营收增长率	36%	10%	19%	17%	17%
长期借款	66914	81856	90856	96856	102856	EBIT 增长率	-3%	74%	84%	34%	22%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	-48%	307%	169%	25%	21%
负债合计	99156	120416	139620	148893	156130	盈利性					
股东权益合计	21754	25480	29978	35719	42683	销售毛利率	17%	25%	37%	42%	43%
现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	销售净利率	3%	8%	19%	21%	21%
净利润	672	2018	5348	6803	8251	ROE	2%	9%	20%	21%	22%
折旧与摊销	3058	3492	5539	6789	8039	ROIC	2%	3%	5%	6%	7%
经营现金流	5377	8606	13297	17873	21421	估值倍数					
投资现金流	-16323	-20116	-29450	-19450	-19450	PE	64.9	23.8	8.9	7.1	5.8
融资现金流	14762	12593	15562	2534	-820	P/B	1.5	2.0	1.8	1.5	1.3
现金净变动	3816	1083	-591	957	1151	P/S	0.3	0.5	0.9	0.8	0.6
期初现金余额	897	4960	6268	5677	6635	股息收益率	2.5%	3.6%	3.4%	4.2%	5.1%
期末现金余额	4713	6043	5677	6635	7785						

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