

雅砻江机组投产高峰期，水电量快速增长使得盈利略超预期

国投电力（600886）2013年三季度报点评

投资要点：

◇ **事件：**国投电力（600886）公布2013年三季度报显示，1-9月公司实现营业收入204.35亿元，同比增长14.4%，实现归属于母公司净利润24.6亿元，同比上涨259.7%；实现归属母公司扣除非经常性损益净利润244.34亿元，同比增长303.36%；实现基本每股收益0.4元，同比增长231.4%。三季度业绩略超出预期。

点评：

◇ **新增机组陆续投产，水电出力大增，收入维持较快增长。**三季度公司发电量和上网电量同比分别增长37.9%和38%，环比二季度再次大幅提升。主要受益于二滩水电站发电量提升，加上官地电站2台机组、锦屏一级2台机组和锦屏二级1#、2#新机组投产，前三季度雅砻江水电发电量同比大增108.9%，整个水电发电量增长66.1%；单季度两者发电量同比分别增长73.2%和45%，均维持较高增速。四季度锦屏二级3#、4#两台60万千瓦机组也投入运营，未来水电发电量高增速将得到保障。对于火电，受用电需求不足、部分火电机组处于检修及受水电挤压影响，前三季度火电发电量同比下降1.8%，但单季度火电发电量同比增长28.8%，已经开始有所好转，火电机组利用率得到提升，预计四季度将持续改善。

◇ **盈利水平再创新高。**随着水电机组比例不断提升，及火电发电逐步改善、燃煤成本维持低位，加上新增机组完工成本不断下降，前三季度毛利率达39.8%，同比和环比上半年分别上涨16.3个和4个百分点；净利润达21.3%，同比环比分别增加13.8个和4.4个百分点。单季度看，毛利率和净利润率分别达45.7%和27.8%，环比二季度分别上涨6.4个和8个百分点，盈利水平再创新高。另外新收购江苏利港和江阴利港，投资收益大增356%，也提升了利润率。

◇ **费用率和负债率不断下行。**1-9月期间费用率17.4%，环比上半年减少1个百分点，其中财务费用也下降1个百分点至14.9%，由于机组投产，转固增多，利息资本化减少，使得财务费用同比有39.2%的较大增长，但整体费用率控制较好。由于还款力度增加、短融券、应付债券到期、赎回等，公司负债率79.2%，同比环比不断下行，资本结构逐步优化。

◇ **投资建议。**未来公司继续重点开发雅砻江水电。成长性和高业绩增长依然值得期待，火电上网电价下调对公司业绩影响较小，我们修正公司2013-2015年基本每股收益0.42、0.52元和0.61元，对应13-15年PE为9.6倍、7.7倍和6.6倍。维持公司“推荐”评级。

◇ **风险提示。**来水不及预期，煤价大幅反弹，新机组投产进度延迟。

推荐（维持）

风险评级：一般风险

2013年10月30日

饶志

SAC 执业证书编号：
S0340513090001

电话：0769-22119416
邮箱：raozhi@dgzq.com.cn

主要数据 2013年10月29日

收盘价(元)	4.02
总市值(亿元)	272.80
总股本(百万股)	6,786.02
流通股本(百万股)	6,786.02
ROE(TTM)	16.07%
12月最高价(元)	6.80
12月最低价(元)	3.07

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

国投电力（600886）2013年半年报点评：新增机组投产助推水电业务提升整体盈利水平

2013-8-23

表 1：公司利润预测表

科目(百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业总收入	23867.01	27327.72	31700.16	35979.68
营业总成本	21799.51	21731.01	24472.52	27225.82
营业成本	17830.99	16615.26	18607.99	20652.34
营业税金及附加	195.45	273.28	285.30	287.84
销售费用	43.37	54.66	57.06	57.57
管理费用	640.80	683.19	760.80	827.53
财务费用	3083.18	4099.16	4755.02	5396.95
资产减值损失	5.71	5.47	6.34	3.60
其他经营收益	196.01	450.00	500.00	500.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	196.01	450.00	500.00	500.00
其中 对联营和合营投资收益	188.58	410.00	420.00	420.00
营业利润	2263.51	6046.72	7727.64	9253.86
加 营业外收入	87.75	80.00	86.40	93.31
减 营业外支出	33.28	30.00	32.40	34.99
利润总额	2317.98	6096.72	7781.64	9312.18
减 所得税	300.42	731.61	1011.61	1303.70
净利润	2017.56	5365.11	6770.02	8008.47
减 少数股东损益	963.61	2530.14	3229.38	3864.55
归属于母公司净利润	1053.95	2834.97	3540.64	4143.92
最新总股本(万股)	3520.30	6786.02	6786.02	6786.02
基本每股收益(元)	0.30	0.42	0.52	0.61
市盈率(倍)	13.43	9.62	7.70	6.58

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn