

增持

——维持

国投电力 (600886)

证券研究报告/公司研究/公司深度

日期: 2013年11月26日

行业: 电力生产业



朱立民
021-53519888-1907
zhulimin@shzq.com
从业证书编号: S0870510120002

可转债已转股完毕
静候 2014 年兑现资产注入承诺

基本数据 (2013Q3)

Table with 2 columns: Metric and Value. Includes items like 报告日股价 (元), 12mth A 股价格区间 (元), 总股本 (百万股), etc.

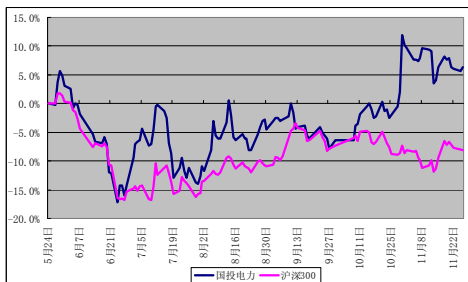
主要股东 (2013Q3)

Table with 2 columns: Shareholder Name and Percentage. Includes 国家开发投资公司 (51.26%), 博时主题行业基金 (3.37%), etc.

收入结构 (2013H1)

Table with 2 columns: Category and Percentage. Includes 电力 (90.97%), 原煤购销 (7.14%), 其他 (1.56%).

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: ZLM13-CR02

首次报告日期: 2013年7月24日

相关报告: 2013年7月国投电力调研报告

投资摘要

主要观点

国投电力火电机组权益装机容量稳步增长; 煤炭全球供应过剩, 动力煤价格季节性反弹; 动力煤期货推出不改市场的供求关系; 环保电价下调对公司影响不大; 大气污染防治计划抑制煤炭需求, 火电黄金期已经到来。

2012年至2015年是雅砻江公司装机容量首个爆发期; 锦屏一级至两河口梯级电站的电量调节作用将远超市场预期。

可转债已转股完毕, 静候2014年兑现资产注入承诺。

投资建议

水电是中国目前最具开发潜力的可再生能源, 也是国家大力支持和鼓励加快开发、利用的清洁能源。从宏观层面上来讲, 当前及今后一段时期内, 水电开发具有较为宽松的政策、资金和融资条件, 水电上网价格不受“煤电联动”的火电上网定价方式影响, 而且水电价格在光伏发电、天然气发电、风能发电、核电、火电和水电这六种发电方式中成本最低的, 在未来的电价市场化时, 具有最大的价格竞争比较优势。

自 2013 年起, 公司将继续迎来雅砻江下游开发的收获季, 公司业绩未来稳步持续增长有保障, 维持“增持”评级。

与市场预期的差异之处

锦屏一级至两河口梯级电站的电量调节作用将远超市场预期。

风险因素

宏观面趋紧, 利率飙升; 在建水电站投资金额大幅超支、工期延长; 投产水电站来水波动较大。

数据预测与估值

Table with 5 columns: Metric, 2012A, 2013E, 2014E, 2015E. Rows include 营业收入, 年增长率, 归属于母公司的净利润, etc.

注: 有关指标按最新总股本摊薄

目 录

一、国投电力公司概况.....	4
二、煤炭全球供应过剩，火电黄金期已经到来.....	4
2.1 国投电力火电机组权益装机容量稳步增长.....	4
2.2 煤炭全球供应过剩，动力煤价格季节性反弹.....	5
2.3 动力煤期货推出不改市场的供求关系.....	7
2.4 环保电价下调对公司影响不大.....	7
2.5 大气污染防治计划抑制煤炭需求，火电黄金期已经到来.....	9
三、雅砻江流域梯级水电站电量调节作用远超预期.....	10
3.1 2012年至2015年是雅砻江公司装机容量首个爆发期.....	10
3.2 2018年至2020年是雅砻江公司装机容量再次快速增长期.....	11
3.3 2013年至2015年是雅砻江公司装机容量预测.....	12
3.4 锦屏一级至两河口梯级电站的电量调节作用将远超市场预期.....	16
四、新能源电站渐入佳境，但对公司业绩贡献微小.....	18
五、可转债已转股完毕，静候2014年兑现资产注入承诺.....	19
六、投资建议.....	20
七、风险因素.....	20
7.1 宏观面趋紧，利率飙升.....	20
7.2 在建水电站投资金额大幅超支、工期延长.....	20
7.3 投产水电站来水波动较大.....	20
八、盈利预测.....	20

图

图 1: 2009年末国投电力电源结构.....	4
图 2: 2013年10月底国投电力电源结构.....	4
图 3: 国投电力火电机组权益装机容量(万千瓦).....	5
图 4: 澳大利亚New Castle港动力煤离岸价(美元/吨).....	5
图 5: 环渤海动力煤价格指数.....	5
图 6: 全国重点电厂煤炭库存和可用天数.....	6
图 7: 秦皇岛动力煤广州到岸价与澳洲NEWC港动力煤中国到岸价比较.....	6
图 8: 动力煤期货主力合约1401.....	7
图 9: 国投电力供电煤耗(克/千瓦时).....	8
图 10: 国投电力半年度平均标煤单价(元/吨).....	9
图 11: 火电企业当月销售收入(亿元).....	10
图 12: 火电企业当月利润总额(亿元).....	10
图 13: 6000千瓦及以上电厂发电设备容量:水电:四川:累计值(万千瓦).....	12
图 14: 四川省水电五年平均当月利用小时.....	13
图 15: 国投电力水电机组权益装机容量(万千瓦).....	13
图 16: 雅砻江水电季度加权平均装机容量预测.....	13
图 17: 雅砻江水电年利用小时预测.....	14

图 18: 至 2013 年 10 月四川省水电当月发电量及累计同比... 14

图 19: 至 2013 年 10 月湖北省水电当月发电量及累计同比... 14

图 20: 雅砻江水电季度发电量预测..... 15

图 21: 雅砻江水电年发电量预测..... 15

图 22: 锦屏一级对下游电站平枯期电量调节作用..... 16

图 23: 雅砻江中游和下游梯级电站高程图..... 16

图 24: 官地水电站投产起雅砻江水电每个季度每度水电贡献
的净利润(元/度)..... 17

图 25: 国投电力风电和光伏机组权益装机容量(万千瓦)... 18

图 26: 国投电力风电和光伏季度权益上网电量占总权益上网
电量比例..... 18

图 27: 国投电力风电机组半年度利用小时..... 18

表

表 1: 国投电力控股、参股火电机组环保电价下调幅度..... 7

表 2: 雅砻江公司 2015 年以前建成的水电站主要数据.....11

表 3: 雅砻江公司 2015 年以后建成的水电站主要数据.....11

表 4: 雅砻江公司装机容量预测(万千瓦)..... 12

表 5: 雅砻江公司 2013-2015 年业绩预测..... 17

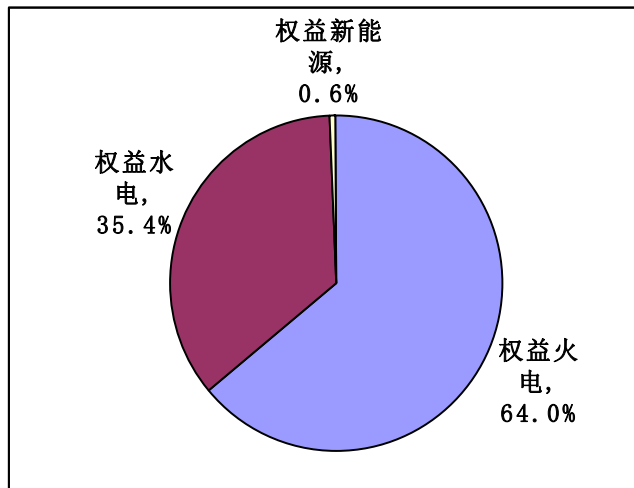
一、国投电力公司概况

国家开发投资公司为公司的控股股东，国务院国有资产监督管理委员会是国家开发投资公司的出资人代表。截至 2013 年第三季度末，国家开发投资公司持有公司 51.26% 的股权，

2009 年公司向国家开发投资公司非公开发行股份收购国投电力有限公司 100% 股权。

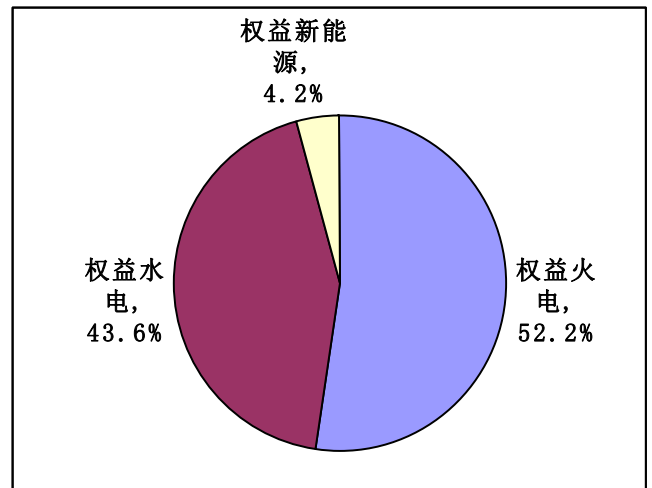
通过这次重组，公司规模实现跨越式发展，电源结构大幅改善，形成了水火互补的电源结构优势，长期盈利能力显著提升，对公司发展具有举足轻重的意义。公司一跃成为国内第二大水电蓝筹上市公司

图 1: 2009 年末国投电力电源结构



数据来源: 公司公告、上海证券研究所

图 2: 2013 年 10 月底国投电力电源结构



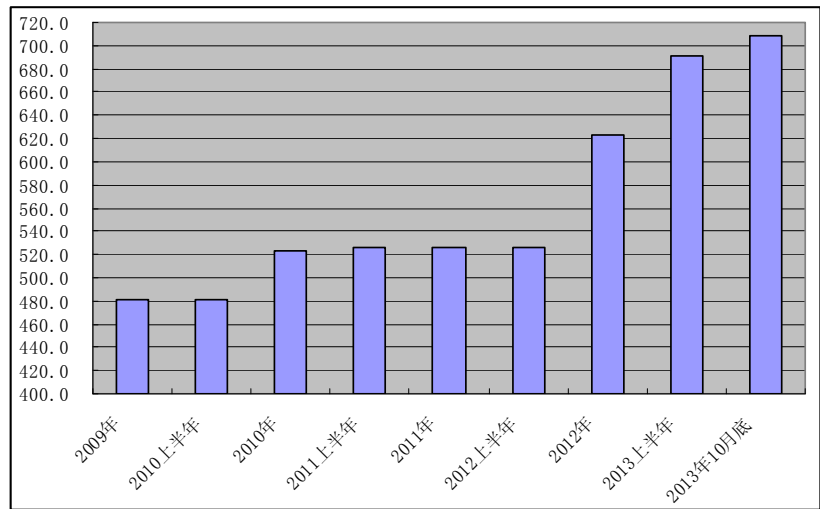
数据来源: 公司公告、上海证券研究所

二、煤炭全球供应过剩，火电黄金期已经到来

2.1 国投电力火电机组权益装机容量稳步增长

国投电力通过对原有火电机组的扩容改造(靖远二公司)、新建(钦州、伊犁能源、盘江发电)和收购(2010 年铜山华润、2013 年江苏利港、江阴利港)，从 2009 年末至 2013 年 10 月底，火电机组权益装机容量从 481.0 万千瓦，稳步增长到 707.8 万千瓦，增长了 47.15%。

图 3: 国投电力火电机组权益装机容量 (万千瓦)



数据来源: 公司公告 上海证券研究所

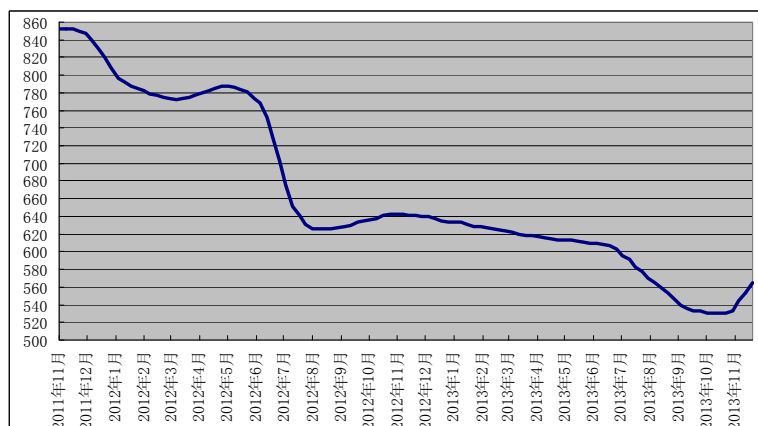
2.2 煤炭全球供应过剩, 动力煤价格季节性反弹

图 4: 澳大利亚 New Castle 港动力煤离岸价 (美元/吨)



数据来源: 煤炭信息网

图 5: 环渤海动力煤价格指数

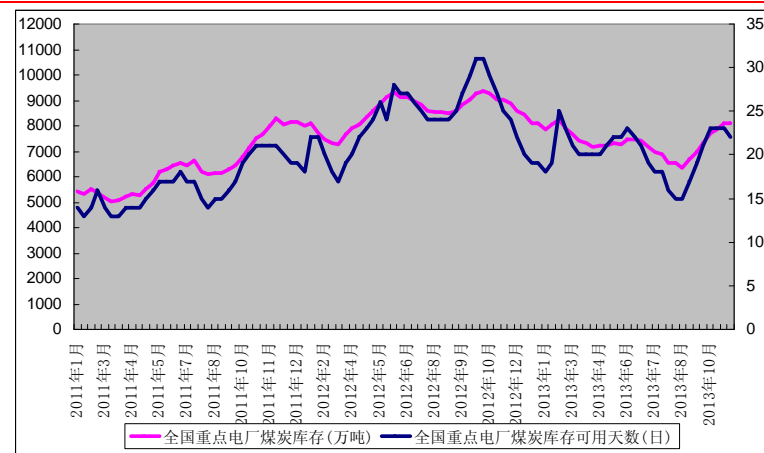


数据来源: wind 资讯

我们认为,动力煤煤炭价格自 2012 年 6 月份的下跌是煤炭行业前十年利润大幅提升带来的国内外产能竞相扩张、供应严重过剩,加上美国成功开发页岩气将美国动力煤挤到国际市场倾销所造成的,这种由供求关系的逆转造成的价格低迷将是长期的,难以有效大幅反弹。

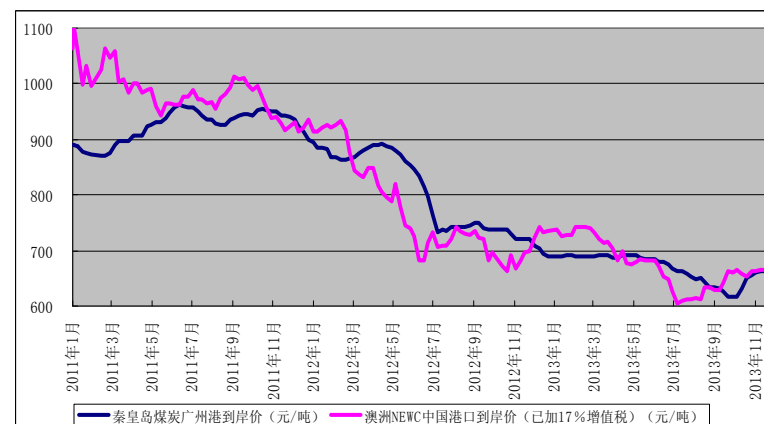
自 10 月份以来,秦皇岛动力煤价格出现了意料之中的反弹,原因是中国北方进入采暖季节,电厂加大了电煤的冬储力度,同时水电进入第四季度的平水期和明年第一季度的枯水期,水电供应将季节性减少。

图 6: 全国重点电厂煤炭库存和可用天数



数据来源: wind 资讯

图 7: 秦皇岛动力煤广州到岸价与澳洲 NEWC 港动力煤中国到岸价比较



数据来源: wind 资讯

对于动力煤价格和沿海海运价格的温和反弹,火电企业应该是谨慎欢迎的态度,首先是过低的动力煤价格导致附近中小煤矿的退出供应并不有利于火电企业本身,相对而言维持充分竞争的煤炭市场格局对火电企业更为有利;其次是在年末的“煤电联动”政策调整时间窗口,发改委是否有再次调整火电上网价格的打算,虽说三

中全会的决议规划了电力价格市场化的方向，发改委不再以政府定价来制订各地火电上网价格，在电价市场价细则未出台前，短期内如果能维持现有的上网电价，中期对火电企业较为有利。

2.3 动力煤期货推出不改市场的供求关系

图 8: 动力煤期货主力合约 1401



数据来源: wind 资讯

9月26日郑州商品交易所动力煤期货上市交易，我们认为，动力煤期货的推出有利于动力煤的市场买卖双方充分博弈定价，但是市场的供求关系仍是价格的决定性因素。

2.4 环保电价下调对公司影响不大

2013年9月30日，国家发展和改革委员会印发《关于调整发电企业上网电价有关事项的通知》(发改价格〔2013〕1942号)，为贯彻落实《国家发展改革委关于调整可再生能源电价附加标准与环保电价有关事项的通知》(发改价格〔2013〕1651号)，决定在销售电价不变的情况下适当调整电价水平。

表 1: 国投电力控股、参股火电机组环保电价下调幅度

省份	项目	发电企业		降价标准(分/千瓦时)(含税)
		装机容量 (万千瓦)	持股比例	
天津	天津国投津能发电有限公司	200	64%	1.35
安徽	国投宣城发电有限责任公司	60	51%	1.49
	淮北国安电力有限公司	64	35%	
福建	厦门华夏国际电力发展有限公司	120	56%	1.44
广西	国投钦州发电有限公司	126	61%	2.2
	国投北部湾发电有限公司	64	55%	
甘肃	靖远第二发电有限公司	132	51.22%	1.34

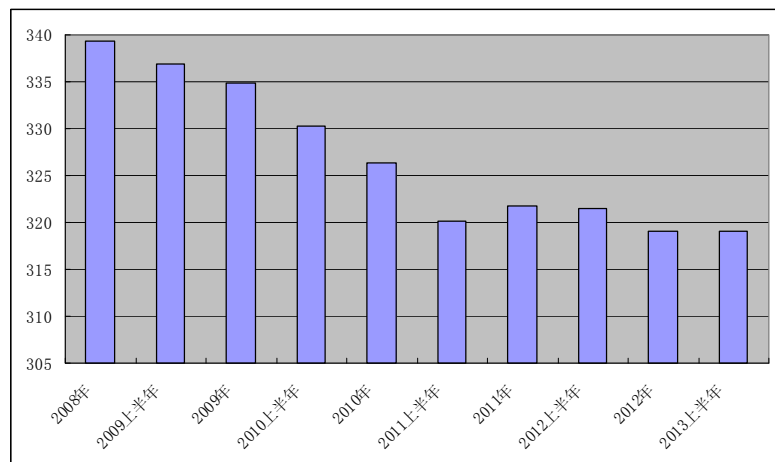
	甘肃电投张掖发电有限责任公司	65	45%	
云南	国投曲靖发电有限公司	120	55.40%	0
贵州	国投盘江发电有限公司	30	55%	0.97
新疆	国投伊犁能源开发有限公司	66	60%	0
	徐州华润电力有限公司	128	30%	
江苏	铜山华润电力有限公司	200	21%	2.5
	江苏利港电力有限公司	144	17.47%	
	江阴利港发电股份有限公司	246	9.17%	

数据来源: 公司公告

在上述电价基础上,对脱硝达标并经环保部门验收合格的燃煤发电企业,上网电价每千瓦时提高1分钱;对采用新技术进行除尘、烟尘排放浓度低于30mg/m³(重点地区低于20 mg/m³),并经环保部门验收合格的燃煤发电企业,上网电价每千瓦时提高0.2分钱。

脱销除尘上调的电价部分抵消了环保电价下调的幅度。国投电力历年来新建高参数火电机组和对原有机组的节能改造,生产每千瓦时电力的供电煤耗由2008年底的近340克下降到2013上半年的不到320克。

图 9: 国投电力供电煤耗(克/千瓦时)

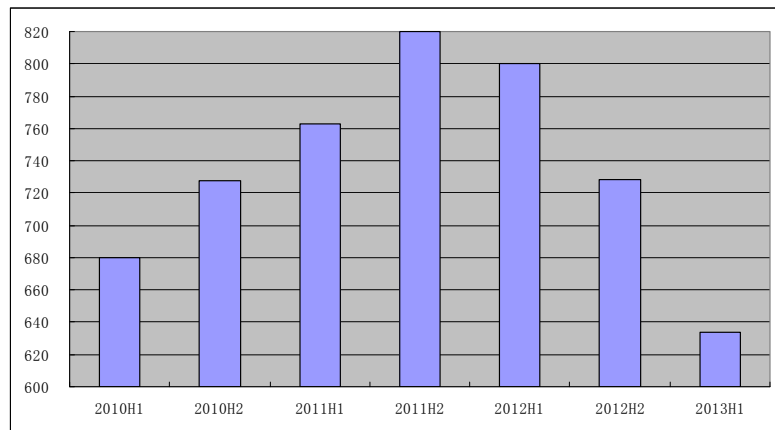


数据来源: wind 资讯

以供电煤耗320克/千瓦时计算,电厂到厂动力煤价格每上涨1分/kg(即,10元/吨),每千瓦时电力成本将上涨0.32分。因此,动力煤价格不动、电价下调1.6分/千瓦时,与电价不动、动力煤价格上涨50元/吨,对企业的效益影响相同。

环渤海动力煤价格从2011年11月份的约853元/吨,到2013年9月最低530元/吨,下降了323元/吨。因此,环保电价下调加上脱销除尘电价补贴,实际对公司效益略有负面影响,但幅度不大。

图 10: 国投电力半年度平均标煤单价(元/吨)



数据来源: wind 资讯

2.5 大气污染防治计划抑制煤炭需求, 火电黄金期已经到来

2013 年 9 月 10 日国务院公布了《大气污染防治行动计划》。该计划要求:

加强工业企业大气污染综合治理。全面整治燃煤小锅炉。加快推进集中供热、“煤改气”、“煤改电”工程建设,到 2017 年,除必要保留的以外,地级及以上城市建成区基本淘汰每小时 10 蒸吨及以下的燃煤锅炉,禁止新建每小时 20 蒸吨以下的燃煤锅炉;其他地区原则上不再新建每小时 10 蒸吨以下的燃煤锅炉。在供热供气管网不能覆盖的地区,改用电、新能源或洁净煤,推广应用高效节能环保型锅炉。在化工、造纸、印染、制革、制药等产业集聚区,通过集中建设热电联产机组逐步淘汰分散燃煤锅炉。

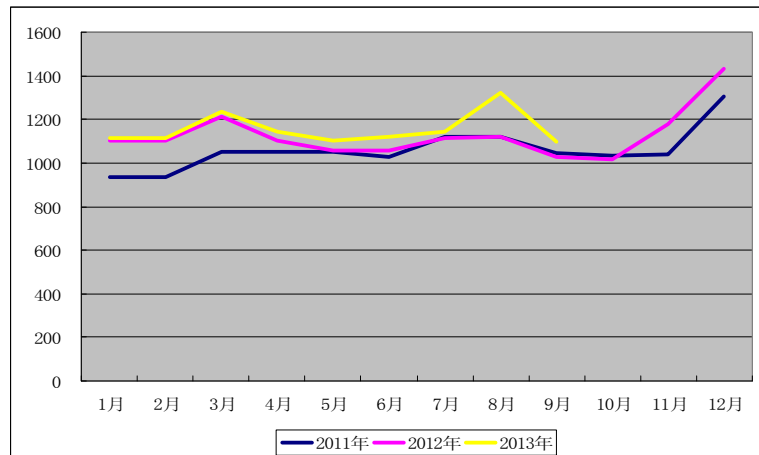
京津冀、长三角、珠三角等区域要于 2015 年底前基本完成燃煤电厂、燃煤锅炉和工业窑炉的污染治理设施建设与改造,完成石化企业有机废气综合治理。

控制煤炭消费总量。制定国家煤炭消费总量中长期控制目标,实行目标责任管理。到 2017 年,煤炭占能源消费总量比重降低到 65% 以下。京津冀、长三角、珠三角等区域力争实现煤炭消费总量负增长,通过逐步提高接受外输电比例、增加天然气供应、加大非化石能源利用强度等措施替代燃煤。

京津冀、长三角、珠三角等区域新建项目禁止配套建设自备燃煤电站。耗煤项目要实行煤炭减量替代。除热电联产外,禁止审批新建燃煤发电项目;现有多台燃煤机组装机容量合计达到 30 万千瓦以上的,可按照煤炭等量替代的原则建设为大容量燃煤机组。

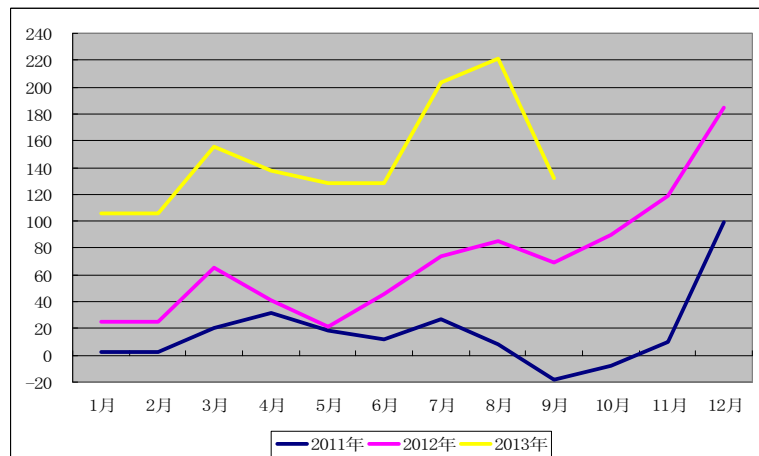
根据《大气污染防治行动计划》,火电的新增产能受到限制,不达标自备电厂还需要拆除。因此,社会对煤炭的总需求将下降,煤炭价格难以大幅反弹。

图 11: 火电企业当月销售收入 (亿元)



数据来源: wind 资讯

图 12: 火电企业当月利润总额 (亿元)



数据来源: wind 资讯

三、雅砻江流域梯级水电站电量调节作用远超预期

3.1 2012 年至 2015 年是雅砻江公司装机容量首个爆发期

目前雅砻江流域水电开发有限公司已投产装机规模 930 万千瓦 (二滩水电站 6×55 万、官地水电站 4×60 万、锦屏二期 4×60 万、锦屏一期 2×60 万), 在建装机规模 540 万千瓦。

表 2: 雅砻江公司 2015 年以前建成的水电站主要数据

	动态总投资 (亿元)	上网电价 (含税) (元/千瓦时)	资本金财务内部收益率 (%)	发电机组 (万千瓦)	总装机容量 (万千瓦)	多年平均发电量 (亿千瓦时)	预计年利用小时	投产年份	完工年份
二滩水电站	285	0.278		6×55 万千瓦混流式水轮发电机组	330	170	5162		2000 年
官地水电站	159.93	0.3203	10.50%	4×60 万千瓦混流式水轮发电机组	240	110.16	4590	2012 年 3 月 30 日	2013 年 3 月 25 日
锦屏一级水电站	245.43	0.3203	12.80%	6×60 万千瓦混流式水轮发电机组	360	166.2	4616	2013 年	2015 年
锦屏二级水电站	297.68	0.3203	9.69%	8×60 万千瓦混流式水轮发电机组	480	242.3	5048	2013 年 1 月	2015 年
桐子林水电站	62.57		8.00%	4×15 万千瓦混流式水轮发电机组	60	29.75	4958	2015 年	

数据来源: 公司公告 上海证券研究所

3.2 2018 年至 2020 年是雅砻江公司装机容量再次快速增长

长期

表 3: 雅砻江公司 2015 年以后建成的水电站主要数据

序号	电站名称	位置	建设规模 (万千瓦)	多年平均发电量 (亿千瓦时)	机组全部投产年份	目前状态
1	两河口水电站	中游	300	115	2020	筹建
2	牙根一级水电站	中游	21.4	10.98	2020	拟建
3	牙根二级水电站	中游	99	45.09	2020	拟建
4	楞古水电站	中游	271.8	112.8	2023	拟建
5	孟底沟水电站	中游	184	80.05	2024	拟建
6	杨房沟水电站	中游	150	65	2020	拟建

7	卡拉水电站	中游	100	45	2019	拟建
---	-------	----	-----	----	------	----

数据来源: 公司公告 上海证券研究所

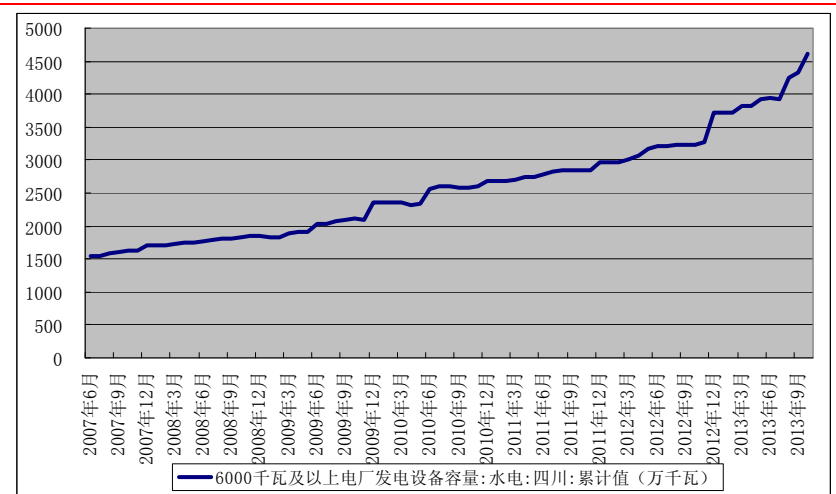
3.3 2013 年至 2015 年是雅砻江公司装机容量预测

表 4: 雅砻江公司装机容量预测 (万千瓦)

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
二滩	330	330	330	330	330
官地		180	240	240	240
锦屏二期			240	360	480
锦屏一期			120	240	360
桐子林					30
合计	330	510	930	1170	1440
国投电力权 益装机容量 合计	171.6	265.2	483.6	608.4	748.8

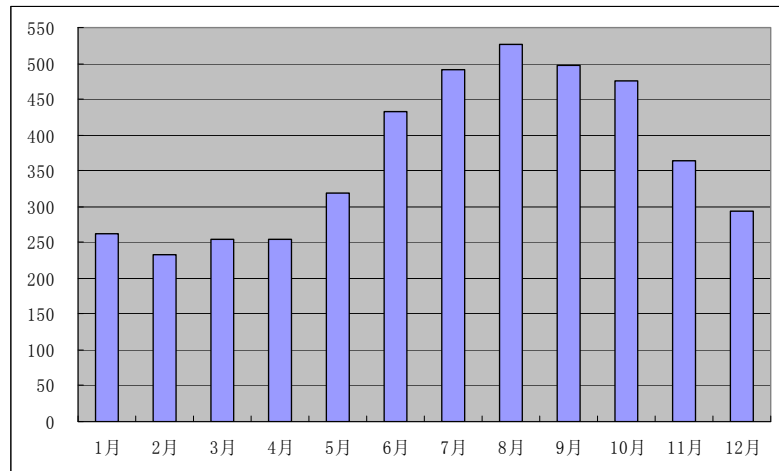
数据来源: 公司公告 国投电力公告 上海证券研究所

图 13: 6000 千瓦及以上电厂发电设备容量:水电:四川:累计值 (万千瓦)



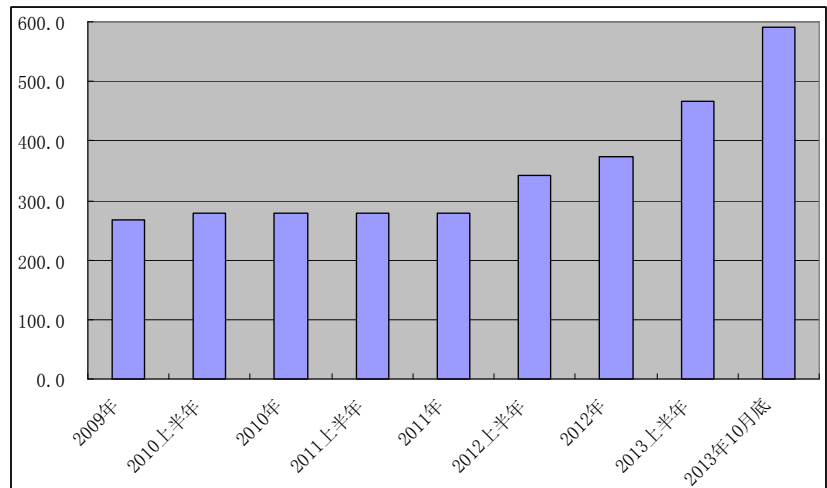
数据来源: 万得资讯 上海证券研究所

图 14: 四川省水电五年平均当月利用小时



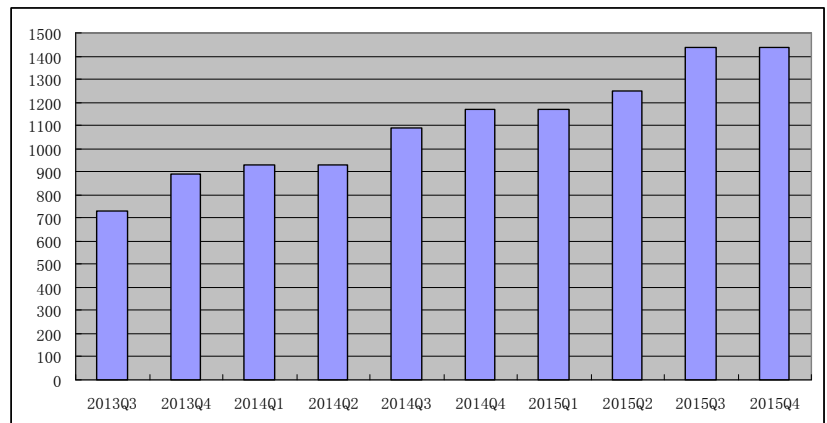
数据来源: 万得资讯 上海证券研究所

图 15: 国投电力水电机组权益装机容量 (万千瓦)



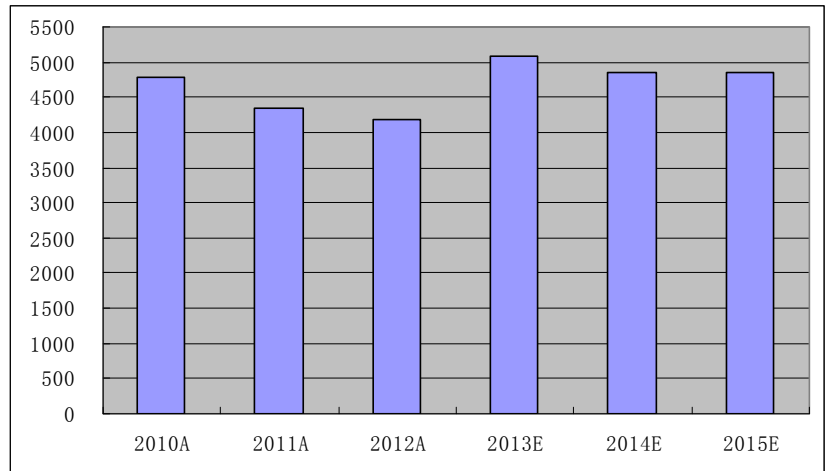
数据来源: 公司公告 上海证券研究所

图 16: 雅砻江水电季度加权平均装机容量预测



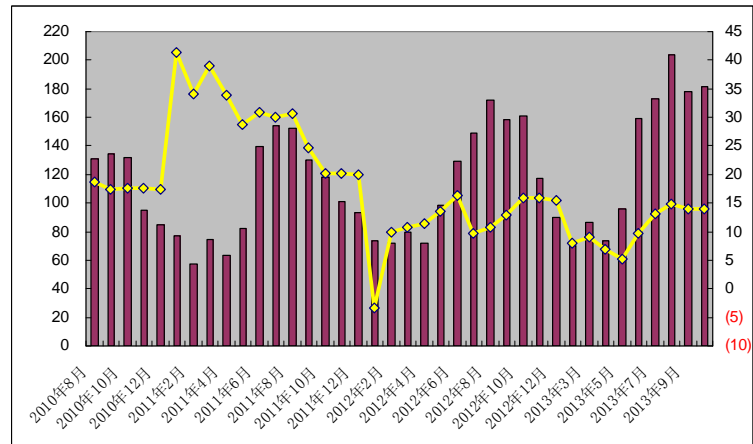
数据来源: 上海证券研究所

图 17: 雅砻江水电年利用小时预测



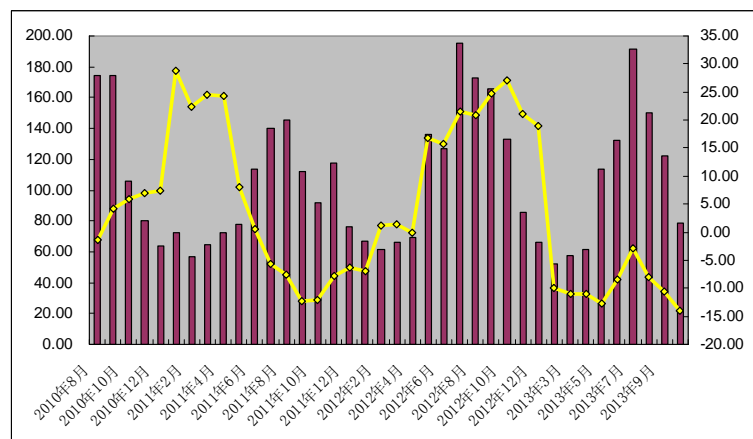
数据来源: 公司公告 上海证券研究所

图 18: 至 2013 年 10 月四川省水电当月发电量及累计同比



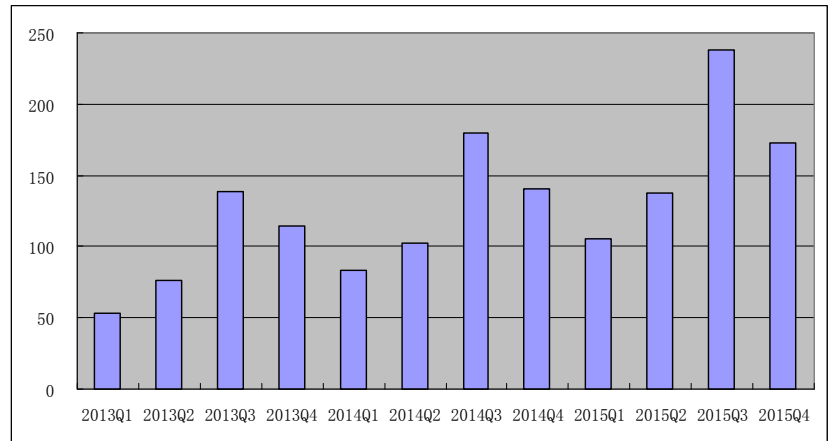
数据来源: 中电联

图 19: 至 2013 年 10 月湖北省水电当月发电量及累计同比



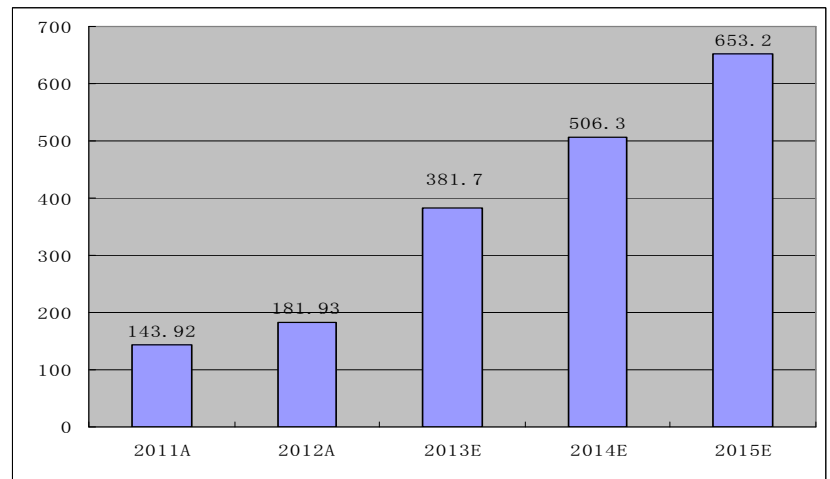
数据来源: 中电联

图 20: 雅砻水电季度发电量预测



数据来源: 公司公告 上海证券研究所

图 21: 雅砻水电年发电量预测

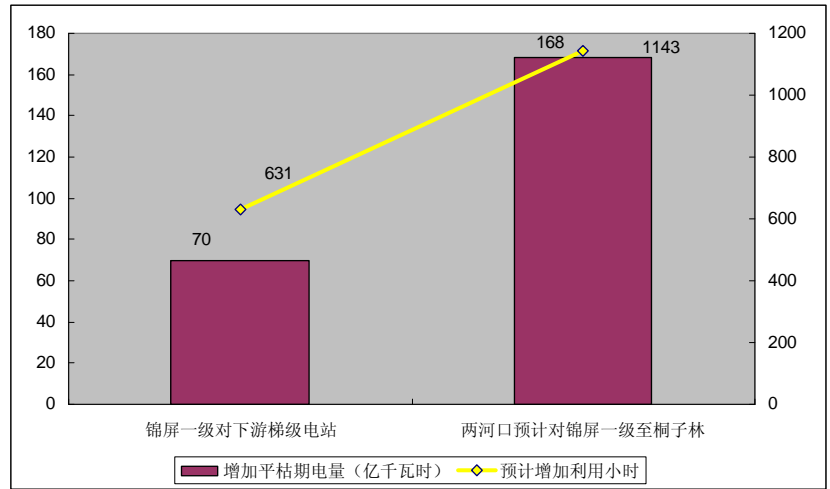


数据来源: 公司公告 上海证券研究所

3.4 锦屏一级至两河口梯级电站的电量调节作用将远超市

场预期

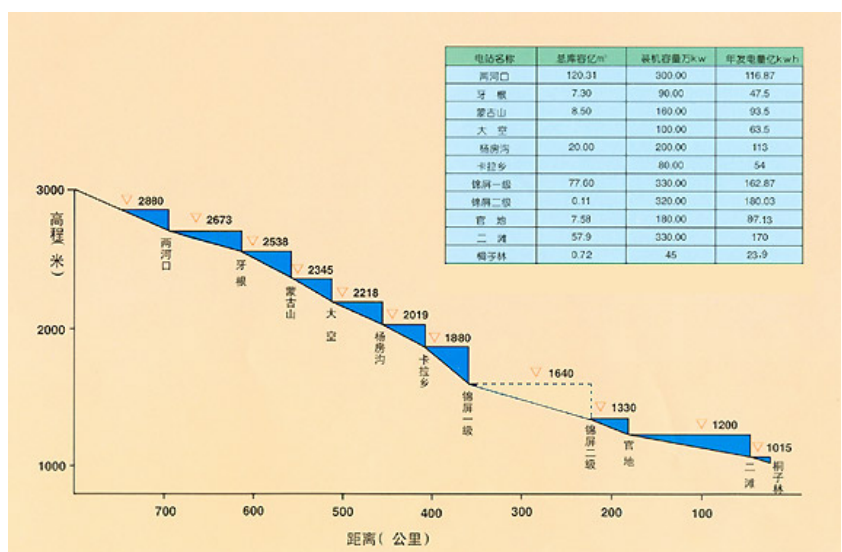
图 22: 锦屏一级对下游电站平枯期电量调节作用



数据来源: 公司资料 上海证券研究所整理

锦屏一级电站是卡拉至河口段乃至整个流域滚动开发的龙头电站, 装机 330 万千瓦, 多年平均发电量 162.87 亿千瓦时; 坝高 305 米, 在同类型坝中居世界第一。库容 77.6 亿立方米, 具有巨大的调节性能、补偿效益和改善电力结构等作用。它和下游段的另外四个电站联合优化运行可增加平均保证出力 170 万千瓦, 枯水期电量 70 亿千瓦时, 可极大地改善水电受季节制约的不均衡性, 一举解决长期困扰川渝电网丰枯差调节的问题, 增加枯水期出力。

图 23: 雅砻江中游和下游梯级电站高程图

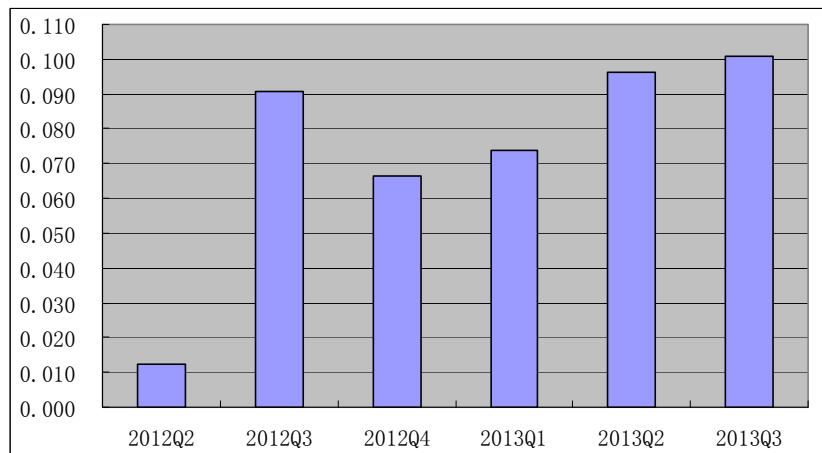


数据来源: 上海证券研究所

两河口电站位于四川省甘孜藏族自治州雅江县境内, 电站坝址

位于扎楚桥下游约 2 公里处，坝址即在雅砻江、鲜水河和庆大河交汇处附近，此处建坝，可谓“一坝锁三江”。初步规划正常蓄水位 2880 米，库容可达 120.31 亿立方米，调节库容 75 亿立方米，属完全年调节，初拟装机容量 300 万千瓦，多年平均年发电量 116.9 亿千瓦时。两河口电站对于下游具有强大的补偿调节作用，初步估算可增加锦屏一级至桐子林五个电站枯期出力 350 万千瓦，增加枯期电量 168 亿千瓦时。

图 24: 官地水电站投产起雅砻江水电每个季度每度水电贡献的净利润(元/度)



数据来源: 公司公告 上海证券研究所

雅砻江流域水电开发有限公司新投产的官地、锦屏一级和二级水电站经发改委批复，执行 0.3203 元/千瓦时的上网价格，较 2000 年建成投产的二滩电站 0.278 元/千瓦时的上网价格高 0.0423 元/千瓦时。

锦屏一级和下游段的另外四个电站联合优化运行可增加平枯期电量 70 亿千瓦时，这对雅砻江公司可以增加约 21 亿元的营业收入，而这 21 亿元的营业收入几乎是零成本的。锦屏一级、二级、官地电站的平枯期电量调节效益不是“天上掉馅饼”式一下出现，而是润物细无声地反映在下游梯级电站的季度利用小时数增加上，反映在每度水电贡献的净利润同比滚动上升上。

表 5: 雅砻江公司 2013-2015 年业绩预测

	2013E	2014E	2015E
年度发电量(亿度)	382	506	653
每度电净利预测(元/度)	0.10	0.105	0.11
雅砻江水电年度净利润预测(亿元)	38.2	53.2	71.9
国投电力 52%股权投资收益(亿元)	19.85	27.64	37.36
雅砻江水电对国投电力 EPS 贡献(元/股)	0.29	0.41	0.55

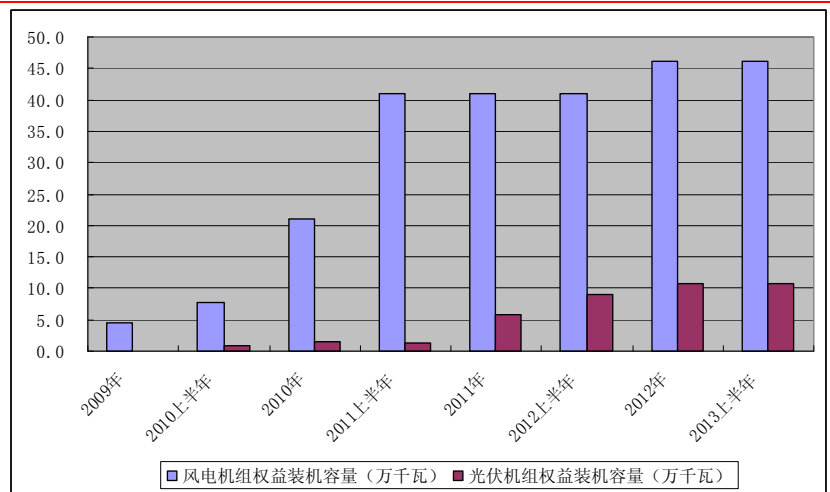
数据来源: 上海证券研究所

四、新能源电站渐入佳境，但对公司业绩贡献微小

受益于新机组投产以及上 8 月份河西地区 750kV 二通道投运，公司国投白银风电、国投酒泉一、国投酒泉二等风电项目 2013 年第三季度发电量同比大幅增加。

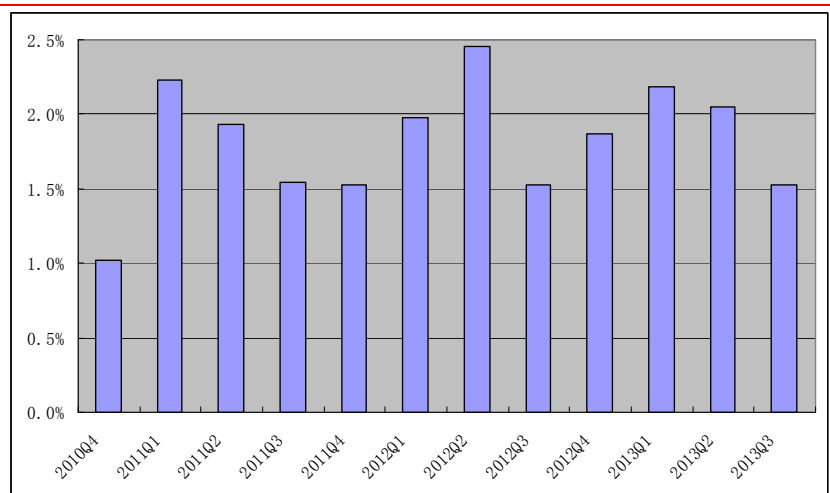
但是，由于风电和光伏机组的利用小时较低，而且风电和光伏季度权益上网电量占总权益上网电量比例在 2% 左右，我们估计新能源电站对公司业绩贡献微小。

图 25: 国投电力风电和光伏机组权益装机容量 (万千瓦)



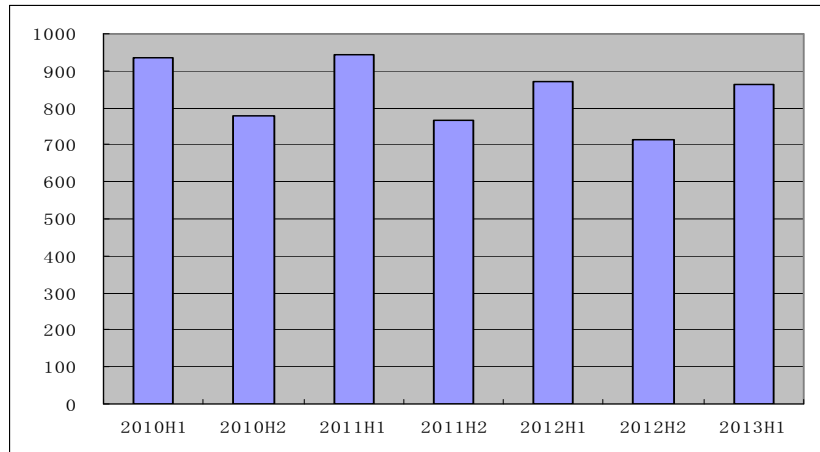
数据来源: 公司公告 上海证券研究所整理

图 26: 国投电力风电和光伏季度权益上网电量占总权益上网电量比例



数据来源: 公司公告 上海证券研究所整理

图 27: 国投电力风电机组半年度利用小时



数据来源：公司公告 上海证券研究所整理

五、可转债已转股完毕，静候 2014 年兑现资产注入承诺

国投电力于 2011 年 1 月 25 日发行了总额为 34 亿元的可转换公司债券，期限 6 年。

2013 年 7 月 5 日收市后，国投电力按照可转债募集说明书中的规定，对尚未转股的“国投转债”余额为 1160.2 万元进行的赎回。因可转债转股，国投电力的总股本增至 67.86 亿股。

为解决同业竞争，公司大股东国投公司在 2010 年承诺并在以后的定期报告中多次重申，拟在公司公开发行可转换公司债券完成后二年内，在条件具备的情况下，再次启动电力资产整合工作，将旗下符合上市条件的独立发电业务资产通过注资、出售等形式注入公司。国投公司力争用 5 年左右时间，通过资产购并、重组等方式，将旗下独立发电业务资产（不含国投公司除公司外其他直接控股上市公司的相关资产、业务及权益）注入公司。国投公司将根据相关资产状况和资本市场认可程度，逐步制定和实施电力资产整合具体操作方案。

如今，国投电力的可转债不仅发行已经达到了二年，而且已经以接近完美的结果顺利地完成了可转债转股。

是什么影响到大股东国投公司在 2013 年下半年兑现资产注入承诺？我们估计，可能一是在 2013 年末的“煤电联动”政策调整时间窗口，发改委是否有再次调整火电上网价格的行动；二是十八届三中全会的决议规划了电力价格市场化的方向，电力企业的上网电价究竟以哪种方式进行市场化定价尚不明朗。这些重大的不确定性都严重地影响了拟注入资产的盈利能力和资产估值。

我们认为，在 2014 年“煤电联动”政策是否执行已经明朗，电价市场化的进程和方式都将逐步明确，大股东国投公司应该将兑现资产注入的承诺提上议事日程。

六、投资建议

水电是中国目前最具开发潜力的可再生能源，也是国家大力支持和鼓励加快开发、利用的清洁能源。从宏观层面上来讲，当前及今后一段时期内，水电开发具有较为宽松的政策、资金和融资条件，水电上网价格不受“煤电联动”的火电上网定价方式影响，而且水电价格在光伏发电、天然气发电、风能发电、核电、火电和水电这六种发电方式中成本最低的，在未来的电价市场化时，具有最大的价格竞争比较优势。

自 2013 年起，公司将继续迎来雅砻江下游开发的收获季，公司业绩未来稳步持续增长有保障，维持“增持”评级。

七、风险因素

7.1 宏观面趋紧，利率飙升

7.2 在建水电站投资金额大幅超支、工期延长

7.3 投产水电站来水波动较大

八、盈利预测

重要假设：

- 1、雅砻江水电机组以每八个月建成投产一对 60 万水电机组
- 2、水电机组的利用小时考虑了梯级电站带来的电量调节因素
- 3、动力煤价格维持低位波动

■ 数据预测与估值

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	23,867	27,378	29,076	33,576
年增长率	10.0%	14.7%	6.2%	15.5%
归属于母公司的净利润	1,054	3,613	4,484	5,433

年增长率	306.5%	242.8%	24.1%	21.2%
每股收益(元)	0.155	0.532	0.661	0.801
PER(X)	27.0	7.9	6.3	5.2

数据来源: Wind 上海证券研究所

注: 国投电力业绩按7月6日可转债转股后的最新总股本摊薄计算

■ 附表

附表1 国投电力(600886)损益简表及预测(单位:百万元人民币)

指标名称	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
一、营业总收入	21,704	23,867	27,378	29,076	33,576
二、营业总成本	20,913	21,800	20,958	20,954	23,654
营业成本	18,003	17,831	15,883	15,565	17,433
营业税金及附加	143	195	274	291	336
销售费用	33	43	55	58	67
管理费用	560	641	630	669	772
财务费用	2,161	3,083	4,107	4,361	5,036
资产减值损失	12	6	10	10	10
三、其他经营收益	75	196	583	550	550
投资净收益	75	196	583	550	550
四、营业利润	866	2,264	7,003	8,672	10,471
加: 营业外收入	110	88	50	100	150
减: 营业外支出	7	33	10	30	30
五、利润总额	969	2,318	7,043	8,742	10,591
减: 所得税	296	300	704	874	1,059
六、净利润	672	2,018	6,339	7,868	9,532
减: 少数股东损益	413	964	2,726	3,383	4,099
归属于母公司所有者的净利润	259	1,054	3,613	4,484	5,433
七、摊薄每股收益(元)					
最新总股本(百万股)	6,786.02	6,786.02	6,786.02	6,786.02	6,786.02
基本每股收益(元)	0.038	0.155	0.532	0.661	0.801

资料来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 朱立民

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。