

雅砻江水电投产高峰期 助力业绩爆发式增长

国投电力 (600866.SH)

推荐 维持评级

核心观点:

- **雅砻江下游水电站正值投产高峰期。**雅砻江下游水电站总装机为1470万千瓦，从2012年开始步入投产高峰期。截止2013年底已经投产1050万千瓦。预计2014年将有6台机组（锦屏一级2台、锦屏二级3台、桐子林1台）合计330万千瓦投产在即。预计实际投运装机（考虑投产系数）较2013年增长约72%。
- **雅砻江水电盈利能力突出。**雅砻江水电盈利能力强，主要原因在于：1)“锦官电源组”具有电价定价优势和电量消纳保障。“锦官电源组”享有0.32元/千瓦时的上网电价。电量方面优先上网，由国网统销，确保了高利用率；2)得益于下游水电站设计的投产顺序和自身特点，梯级补偿效益明显。锦屏一级水电站在“锦官电源组”中海拔最高，属控制性水库梯级电站，其特点是年调节能力，可以增加下游电站发电量和盈利，并调节枯水期发电量。2014年锦屏一级将全部投入商业运行，我们粗略估算，这将为下游电站增加40多亿方水相当于50亿度电。梯级补偿效益显著；3)享受税率等优惠政策。
- **雅砻江中游水电站蓄势待发。**中游水电站总装机约1448万千瓦，预计2018年开始投产。届时公司将进入新一轮水电投产高峰期。目前中游项目包括两河口、牙根、孟底沟、杨房沟、卡拉，均已获准开展前期工作。
- **火电增长点清晰，业绩可期。**雅砻江下游水电站投产将于2015年结束。而公司正在规划建设6台火电百万超超临界机组，包括钦州二期、北疆二期、湄洲湾二期。预计在2016年初可以陆续投产。天津北疆一期项目盈利状况良好，二期项目已于2014年1月获得发改委核准批复，并开工建设。广西钦州电厂引进印尼煤，燃料成本可控，二期工程经济效益更加可观。而湄洲湾由于区位优势，预计造价比钦州和北疆电厂更低。
- **公司水电站正值投产高峰期，助力公司业绩爆发式增长。**我们上调对公司的盈利预测，预计2013-2015年每股收益分别为0.51元、0.60元和0.69元，13年净利同比增长232%。公司水电禀赋突出，高增长穿越周期，维持“推荐”评级。

主要财务指标

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	21704	23867	28880	34098	37654
归属净利(百万元)	259	1054	3494	4066	4700
摊薄EPS(元)	0.04	0.15	0.51	0.60	0.69
PE(X)	64.92	23.79	7.98	6.86	5.93
PB(X)	1.47	2.04	1.89	1.59	1.34

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

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、公司研究报告_国投电力_雅砻江水电业绩持续释放 公司成长性优异.....13.08.19
- 2、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
- 3、国投电力简评报告：剥离不良资产，业绩再添惊喜.....12.12.19
- 4、国投电力深度报告：成长性优异，业绩拐点出现.....12.08.15

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	5776	6820	8202	营业收入	21704	23867	28880	34098	37654
应收票据	189	254	237	280	309	营业成本	18003	17831	17248	19035	20452
应收账款	2336	3149	3165	3737	4126	营业税金及附加	143	195	289	341	377
预付款项	3242	1785	1785	1785	1785	销售费用	33	43	58	68	75
其他应收款	1524	1128	1155	1364	1506	管理费用	560	641	705	775	853
存货	1137	1248	1087	1199	1289	财务费用	2161	3083	4228	5770	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	99055	130666	132861	投资收益	75	196	550	550	550
在建工程	61578	70817	41817	22817	32817	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	140	619	619	619	619	营业利润	866	2264	6903	8658	10013
无形资产	1308	2715	2580	2444	2308	营业外入净额	103	54	30	30	30
长期待摊费用	76	145	131	116	102	税前利润	969	2318	6933	8688	10043
资产总计	120911	145896	159356	173797	187874	减: 所得税	296	300	693	869	1004
短期借款	13031	9204	10088	5719	0	净利润	672	2018	6240	7819	9039
应付票据	1840	919	851	939	1009	母公司净利润	259	1054	3494	4066	4700
应付账款	1292	2501	1181	1304	1401	少数股东损益	413	964	2745	3753	4339
预收款项	250	60	60	60	60	基本每股收益 (元)	0.04	0.15	0.51	0.60	0.69
应付职工薪酬	353	408	408	408	408	稀释每股收益 (元)	0.07	0.30	0.51	0.60	0.69
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%	21%	18%	10%
长期借款	66914	81856	93856	105856	117856	EBIT 增长率	-3%	74%	105%	31%	15%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	-48%	307%	232%	16%	16%
负债合计	99156	120416	128684	136525	142974	盈利性					
股东权益合计	21754	25480	30671	37271	44900	销售毛利率	17%	25%	40%	44%	46%
现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	销售净利率	3%	8%	22%	23%	24%
净利润	672	2018	6240	7819	9039	ROE	2%	9%	24%	23%	23%
折旧与摊销	3058	3492	5914	7539	7956	ROIC	2%	3%	6%	8%	8%
经营现金流	5377	8606	14578	19853	22395	估值倍数					
投资现金流	-16323	-20116	-19450	-19450	-19450	PE	64.9	23.8	8.0	6.9	5.9
融资现金流	14762	12593	4380	641	-1562	P/B	1.5	2.0	1.9	1.6	1.3
现金净变动	3816	1083	-492	1044	1383	P/S	0.8	1.1	1.0	0.8	0.7
期初现金余额	897	4960	6268	5776	6820	股息收益率	1.4%	2.9%	3.8%	4.4%	5.1%
期末现金余额	4713	6043	5776	6820	8202						

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
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
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
深圳广州：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
北京地区：高兴 010-83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn
北京地区：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn