

## 盈利符合预期 业绩释放推动股价表现

核心观点:

### 一、事件

公司发布业绩预告。预计公司 2013 年度实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期（法定披露数据）相比增加 200%左右。由此推算公司归属净利润 31.6 亿元，每股收益 0.47 元左右，符合预期。

### 二、我们的分析与判断

#### （一）雅砻江水电如期释放利润，火电盈利恢复性增长

公司 2013 年业绩增长来自于雅砻江水电盈利的持续释放与火电盈利的恢复性增长。

雅砻江水电盈利能力强。（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。电量方面由国网统销，确保了不弃水；（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。（3）项目投产初期享受所得税等优惠政策。

火电盈利恢复性增长。煤价下跌是火电盈利恢复的主因。我们测算公司 2013 年标煤价格下跌幅度在 20%左右。

#### （二）2014 年，雅砻江水电仍然值得期待

雅砻江水电业绩仍然值得期待。雅砻江仍处在投产高峰期，2014 年将有锦屏二级 240 万千瓦机组、锦屏一级 120 万千瓦机组投产。考虑到投产时间进度因素（投运系数），2014 年实际装机规模同比增长 60%以上。外延式扩张助力业绩持续释放。虽然分水效应会使“锦官电源组”后续机组的单机发电量向常态水平回归，但是考虑到锦屏一级水库对流域发电量的调节效益，我们预计 2014 年雅砻江水电仍将实现 40%以上的净利润增长。

#### （三）中长期成长轨迹依然清晰

火电增长点清晰，业绩可期。雅砻江水电下游电站将于 2015 年全部投运。而公司正在计划建设 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。

国投电力（600866.SH）

推荐 维持评级

#### 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

✉：zhouoran@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\_雅砻江水电投产高峰期 助力业绩爆发式增长.....14.01.14

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。

公司在发展大水电、大火电的同时，也投运了风电、光伏电站，具有项目建设、运营经验。我们相信公司不会缺席清洁能源大发展的盛宴。而且，从中长期看，雅砻江水电在远期将为公司提供充沛的自由现金流，这将成为公司的优势。

### 三、投资建议

公司业绩持续增长的确性强。预计 2013-2015 年每股收益分别为 0.49 元、0.60 元和 0.69 元，对应动态市盈率 8.2x、6.8x 和 5.8x。从股价表现上看，我们认为在估值中枢不变(8x 市盈率)的情景下，业绩增长(逐季释放)将推动公司股价表现。

**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	7954	营业收入	21704	23867	28880	34098	37654
应收票据	189	254	237	280	309	营业成本	18003	17831	17350	19017	20434
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	737	811	892
存货	1137	1248	1093	1198	1288	财务费用	2161	3083	4233	5782	6440
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	12	6	10	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	500	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	6704	8629	9987
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	6734	8659	10017
资产总计	120911	145896	159362	173795	187624	减: 所得税	296	300	741	866	1002
短期借款	13031	9204	10288	5947	0	净利润	672	2018	5993	7793	9015
应付票据	1840	919	856	938	1008	母公司净利润	259	1054	3356	4053	4688
应付账款	1292	2501	1188	1303	1400	少数股东损益	413	964	2637	3741	4327
预收款项	250	60	60	60	60	基本每股收益 (元)	0.04	0.15	0.49	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	0.49	0.60	0.69
应交税费	-552	-880	-880	-880	-880	<b>财务指标</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
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%	103%	33%	15%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	-48%	307%	218%	21%	16%
负债合计	99156	120416	128896	136752	142972	盈利性					
股东权益合计	21754	25480	30466	37044	44653	销售毛利率	17%	25%	40%	44%	46%
<b>现金流量表</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	销售净利率	3%	8%	21%	23%	24%
净利润	672	2018	5993	7793	9015	ROE	2%	9%	23%	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	14392	19832	22377	估值倍数					
投资现金流	-16323	-20116	-19500	-19450	-19450	PE	64.9	23.8	8.2	6.8	5.8
融资现金流	14762	12593	4615	662	-1793	P/B	1.5	2.0	1.9	1.6	1.3
现金净变动	3816	1083	-492	1044	1134	P/S	0.8	1.1	0.9	0.8	0.7
期初现金余额	897	4960	6268	5776	6820	股息收益率	1.4%	2.9%	3.7%	4.4%	5.1%
期末现金余额	4713	6043	5776	6820	7954						

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](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 [fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)  
上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)  
深圳广州：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)  
北京地区：高兴 010-83574017 [gaoxing\\_jg@chinastock.com.cn](mailto:gaoxing_jg@chinastock.com.cn)  
北京地区：李笑裕 010-83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)