

增持

——维持

国投电力 (600886)

证券研究报告/公司研究/公司动态

日期: 2014年4月15日  
行业: 电力生产业

# 水电机组容量继续高增长 增值税优惠将提升二季度业绩



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

## 基本数据 (2013)

报告日股价 (元)	4.83
12mth A 股价格区间 (元)	3.07/4.98
总股本 (百万股)	6786
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (亿元)	32776
每股净资产 (元)	2.72
PBR (X)	1.78
DPS (Y2013, 元)	10 派 1.4613

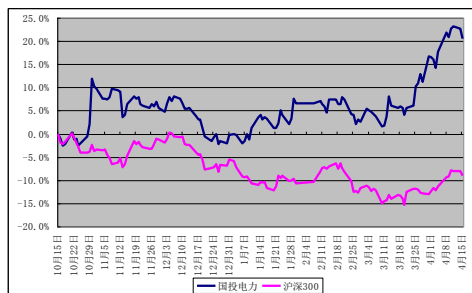
## 主要股东 (2013)

国家开发投资公司	51.26%
博时主题行业基金	3.37%
社保基金 103 组合	2.67%

## 收入结构 (2013)

电力	93.7%
原煤购销	5.1%
其他	1.2%

## 最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: ZLM14-CT04

首次报告日期: 2013 年 7 月 24 日

相关报告: 2013 年 11 月 26 日国投电力  
深度报告

## ■ 公司公告

4 月 15 日国投电力发布 2013 年年度报告, 公司全资及控股企业全年累计完成发电量 930.69 亿千瓦时, 上网电量 899.81 亿千瓦时, 与 2012 年同期相比分别增长了 30.32% 和 30.96%。实现营业收入 283.39 亿元, 同比增长 18.74%; 利润总额 65.79 亿元, 同比增长 183.82 %; 归属于母公司所有者的净利润 33.05 亿元, 同比增长 213.61%; 全面摊薄每股收益 0.487 元, 同比增长 160 %。

公司盈利大幅增长的主要原因: 一是新机组投产规模较大, 尤其是重点项目雅砻江下游水电密集投产, 为公司带来较大的利润增长空间; 二是火电机组 2013 年平均煤炭成本同比显著下降, 火电机组盈利能力显著增强。

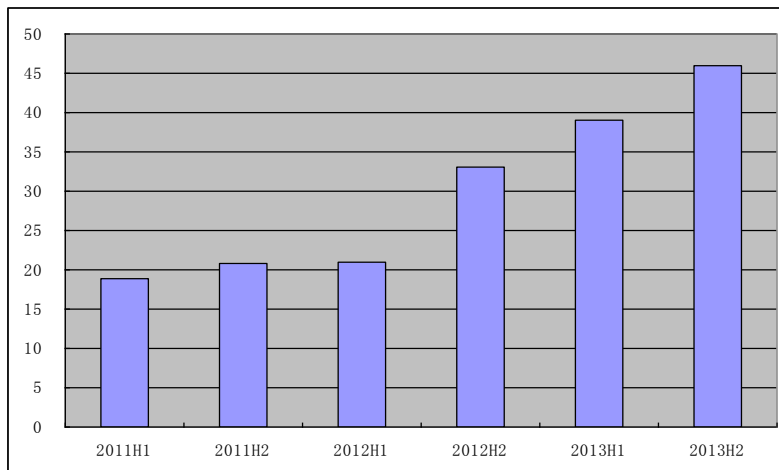
## ■ 公告点评

### 公司 2013 年因动力煤价格下降, 电力综合毛利率上升

2013 年公司新投产装机 603 万千瓦, 期末总装机 2687.30 万千瓦、控股装机 2230.30 万千瓦、权益装机 1418.65 万千瓦, 分别同比增长 29.05 %、37.22%、34.75%。已投产控股装机中: 水电装机 1252 万千瓦, 占比 56.1%; 火电 918 万千瓦, 占比 41.2%, 新能源 60.3 万千瓦, 占比 2.7%。

公司已投产装机中水电首次超过火电, 清洁能源占比已显著过半。2013 年末公司已核准在建控股装机容量 639.8 万千瓦, 占投产控股装机容量的 28.7%。

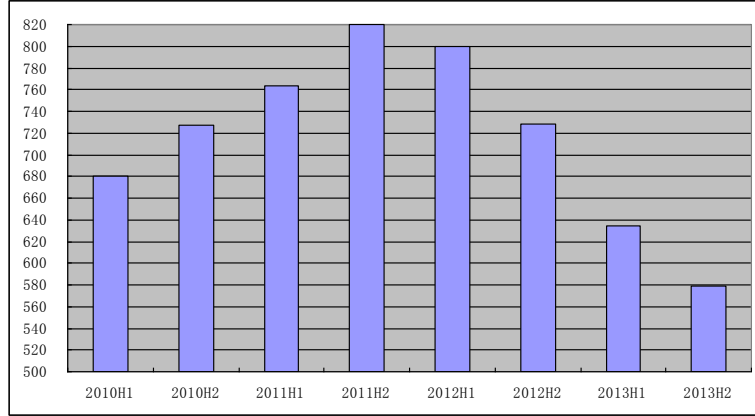
图 1 国投电力的电力产品综合毛利率



数据来源：公司公告 上海证券整理

2013年，公司全年标煤单价 603.37 元/吨（不含税），同比降低 20.77%。

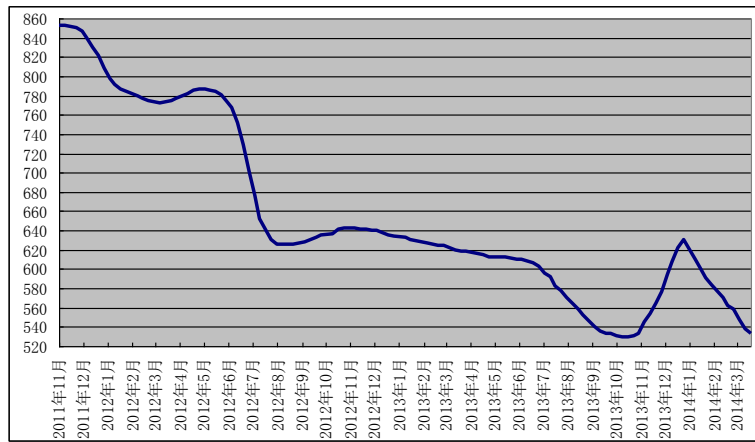
图 2 国投电力火电半年度标煤单价（元/吨）



数据来源：公司公告 上海证券整理

我们预计2014年环渤海动力煤价格继续下跌后维持低位，有利于公司火力发电继续降低成本

图 3 环渤海动力煤价格指数（元/吨）



数据来源：万得资讯 上海证券整理

### 2014年水电机组容量继续高增长

水电作为清洁能源，政策支持力度不断加大，享有优先调度的天然优势，受经济周期影响小。公司现有水电近三年平均利用小时 4777 小时，高于全国平均水平的 45%，为水电中的优质资源。

2014 年公司将重点推动雅砻江下游电站建设，确保投产 4 台机组，力争投产 6 台机组，实现锦官电源组的完美收官。

雅砻江水电的装机容量将从 2013 年底的 1050 万千瓦，到 2014 年底再增加 360 万千瓦，增加 34.29%。

### 大型水电增值税优惠政策的出台有利于公司水电效益进一步提高

根据财政部及国家税务总局 2014 年 3 月 12 日下发的《关于大型水电企业增值税政策的通知》(财税[2014]10 号), 为支持水电行业发展, 统一和规范大型水电企业增值税政策, 经国务院批准, 装机容量超过 100 万千瓦的水力发电站(含抽水蓄能电站)销售自产电力产品, 自 2013 年 1 月 1 日至 2015 年 12 月 31 日, 对其增值税实际税负超过 8% 的部分实行即征即退政策; 自 2016 年 1 月 1 日至 2017 年 12 月 31 日, 对其增值税实际税负超过 12% 的部分实行即征即退政策。

公司下属雅砻江流域水电开发有限公司和国投云南大朝山水电有限公司依据文件规定属于增值税退税优惠政策范围。

由于增值税优惠政策的实施细则和具体金额需要省税务局与公司进一步明确落实, 难以在 2014 年第一季度业绩中体现。我们预计 2013 年度和 2014 年第一季度需要返还的增值税金额将在 2014 年第二、第三季度逐步抵免应交部分的增值税, 因此, 公司第二季度业绩还将获得较大提升。

### 2014 年公司经营目标发电量增长 17.87%

2014 年公司主要经营计划: 合并范围内企业实现发电量 1097 亿千瓦时(曲靖发电量按半年 18 亿千瓦时考虑), 比 2013 年的 930.69 亿千瓦时增长 17.87%。

### ■ 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。

### ■ 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。

### ■ 盈利预测

重要假设：

- 1、雅砻江水电机组以每八个月左右建成投产一对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	2013A	2014E	2015E
营业收入	23,867	28,339	33,157	37,657
年增长率	10.0%	18.7%	17.0%	13.6%
归属于母公司的净利润	1,054	3,305	4,624	5,219
年增长率	306.5%	213.6%	39.9%	12.9%
每股收益(元)	0.155	0.487	0.681	0.769
PER(X)	31.1	9.9	7.1	6.3

数据来源：Wind 上海证券研究所

### ■ 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	2013A	2014E	2015E
<b>一、营业总收入</b>	<b>21,704</b>	<b>23,867</b>	<b>28,339</b>	<b>33,157</b>	<b>37,657</b>
<b>二、营业总成本</b>	<b>20,913</b>	<b>21,800</b>	<b>22,356</b>	<b>25,364</b>	<b>28,503</b>
营业成本	18,003	17,831	16,859	19,220	21,526
营业税金及附加	143	195	275	332	377
销售费用	33	43	50	66	75
管理费用	560	641	741	763	866
财务费用	2,161	3,083	4,410	4,973	5,648
资产减值损失	12	6	19	10	10
<b>三、其他经营收益</b>	<b>75</b>	<b>196</b>	<b>548</b>	<b>550</b>	<b>550</b>
投资净收益	75	196	530	530	530
<b>四、营业利润</b>	<b>866</b>	<b>2,264</b>	<b>6,531</b>	<b>8,343</b>	<b>9,704</b>
加：营业外收入	110	88	68	700	500
减：营业外支出	7	33	21	30	30
<b>五、利润总额</b>	<b>969</b>	<b>2,318</b>	<b>6,579</b>	<b>9,013</b>	<b>10,174</b>
减：所得税	296	300	702	901	1,017
<b>六、净利润</b>	<b>672</b>	<b>2,018</b>	<b>5,877</b>	<b>8,112</b>	<b>9,157</b>
减：少数股东损益	413	964	2,572	3,488	3,937
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>259</b>	<b>1,054</b>	<b>3,305</b>	<b>4,624</b>	<b>5,219</b>
<b>七、摊薄每股收益(元)</b>					
最新总股本(百万股)	6,786.02	6,786.02	6,786.02	6,786.02	6,786.02
<b>基本每股收益(元)</b>	<b>0.038</b>	<b>0.155</b>	<b>0.49</b>	<b>0.68</b>	<b>0.77</b>

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。

## 免责条款

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条款具有修改权和最终解释权。