

国投电力 (600886)

——水火并举，业绩高

增长无悬念

深度报告

编辑：卢文静

电话：0311-66006417

执业证书：S0400511020008

报告日期：2014-06-25 星期三

摘要

国投电力主营为电力生产，近几年，公司规模实现跨越式发展，电源结构大幅改善，长期盈利能力显著提升，公司已成为国内第二大水电蓝筹上市公司。2013 年底控股装机逾 2230.3 万千瓦，权益装机约 1418.65 万千瓦，其中火电及水电权益装机占比分别为 41.2 及 56.1%，另有部风电及太阳能机组，已形成水火互济的优良装机结构。

2013 年，国投电力实现主营业务收入 283.4 亿元，同比增长 18.7%，实现利润总额 65.8 亿元，同比大幅增长 183.8%，归属于母公司所有者的净利润 33.1 亿元，同比增长 213.6%，连续两年实现 200%以上的大幅增长。

雅砻江水电开发公司（原二滩公司），是雅砻江流域梯级水电站近 3000 万千瓦规模的开发主体，也是国投电力（600886）和川投能源（600674）的核心资产，国投电力持有其股权 52%。2013 年，锦官电源组投产九台机组，雅砻江流域黄金水电资源的优势得到彰显，助力公司效益大幅稳步提升。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2013、2014、2015 年的每股收益分别 0.64、0.72、0.82 元，对应的动态市盈率分别为 9、8.5、7.5 倍，长期给予增持的投资评级。

风险分析：电力行业风险、来水风险、宏观面风险等。

600886 [国投电力] 评级：增持

主要数据

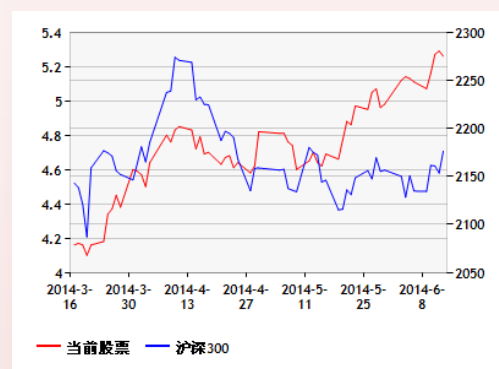
股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	0.06/0.03	0.17/0.06	0.37/0.14
总股本	6786023347.000		
流通 A 股	6786023347.000		
近 3 月日均成交量	22785802.311		

主要股东

国家开发投资公司	51.259180
中国建设银行—博时主题行业股票证券投资基金	2.844081
全国社保基金—一零三组合	2.665031

股价表现



公司动态



目 录

1、水火并举，业绩持续高增长.....	3
2、煤价回落，公司火电运行良好	5
3、雅砻江水电后续项目陆续投产，公司水电业务占比继续提升.....	7
4、盈利预测与估值分析.....	7
5、风险分析.....	7
6、报表预测	8
7、指标分析	9
8、其他明细条目	10

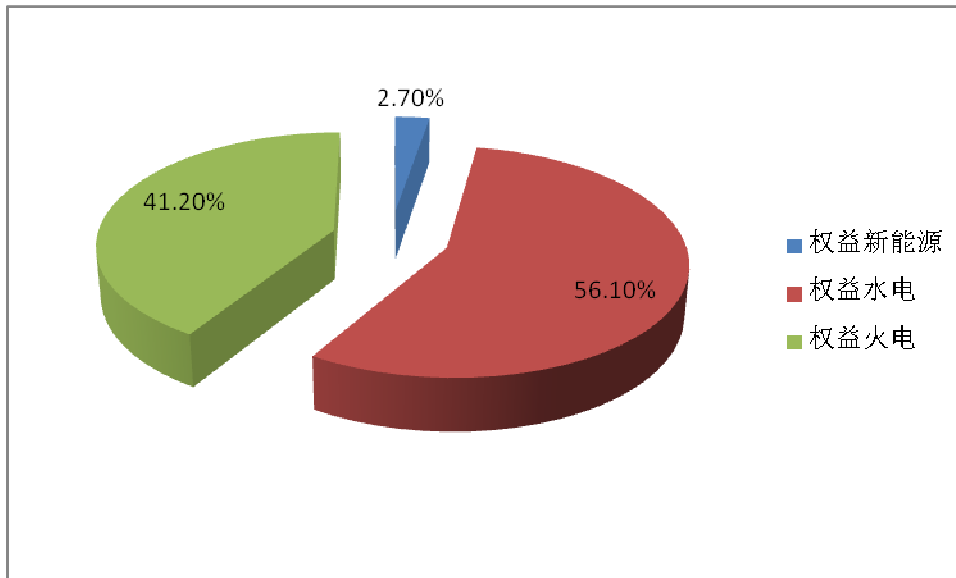
1、水火并举，业绩持续高增长

1.1 公司简介

国投电力第一大股东为国家开发投资公司，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。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，截止去年年底，国家开发投资公司持有公司51.26%的股权，近几年，公司规模实现跨越式发展，电源结构大幅改善，长期盈利能力显著提升，公司一跃成为国内第二大水电蓝筹上市公司。

国投电力主营为电力生产，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，清洁能源占比过半，已形成水火互济的优良装机结构。

图1：公司水电占比超越火电



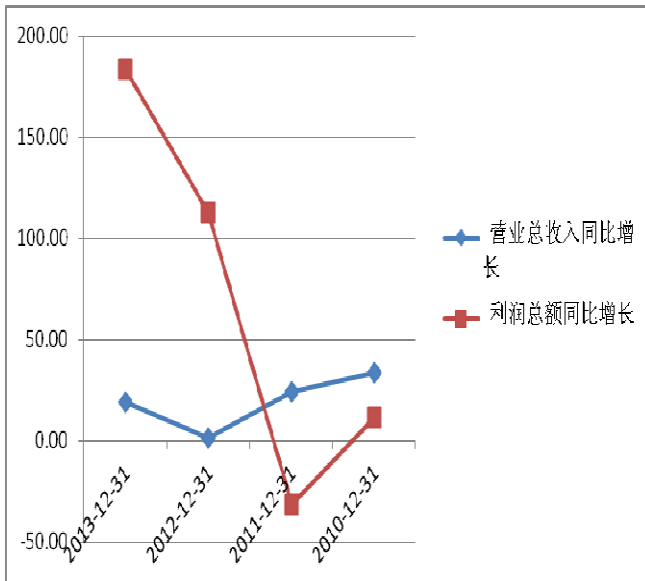
资料来源：公司公告

1.2 公司连续两年业绩持续高增长

公司资源储备丰富，水电及超临界火电在建和前期项目装机容量为已投产控股装机容量的90.03%，装机增长的可持续性和不断优化的电源结构，奠定了公司长期投资价值。公司电源结构水火均衡、全国布局，能较大范围抵御季节波动、煤炭市场价格波动等风险因素，增强公司抗风险能力。2013年，受益于雅砻江下游水电和部分火电的密集投产，公司新增装机603万千瓦，实现销售电量900亿千瓦时，同比增长30.3%；实现主营业务收入283.4亿元，同比增长18.7%；实现利润总额65.8亿元，同比大幅增长183.8%；归属于母公司所有者的净利润33.1亿元，同比增长213.6%，连续两年实现200%以上的大幅增长。其中，火电

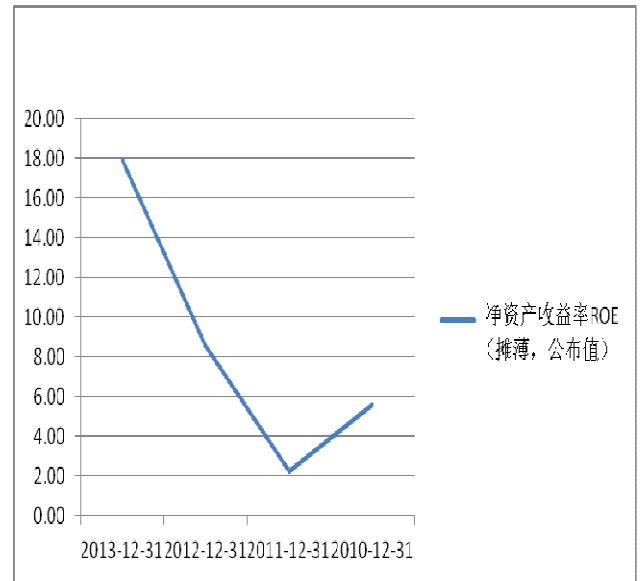
企业收入与上年基本持平；水电企业受益于官地水电站、锦屏一级水电站和锦屏二级水电站新机组投产，收入同比大幅增加；煤炭运销业务受煤炭市场低迷影响，销售业绩同比出现下降；其他收入主要包括化工品销售收入、海水淡化收入、建材销售收入，增长的主要原因为煤炭运销公司化工品销售收入增加。

图 2：公司利润总额大幅增长



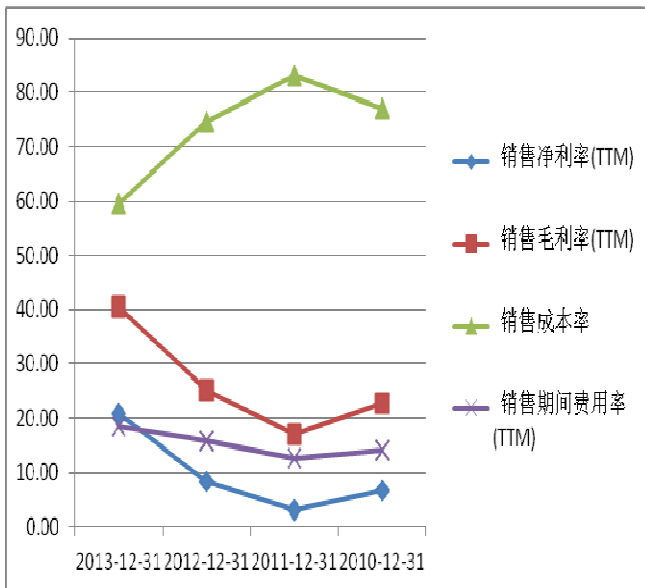
资料来源：聚源数据

图 3：公司净资产收益率持续走高



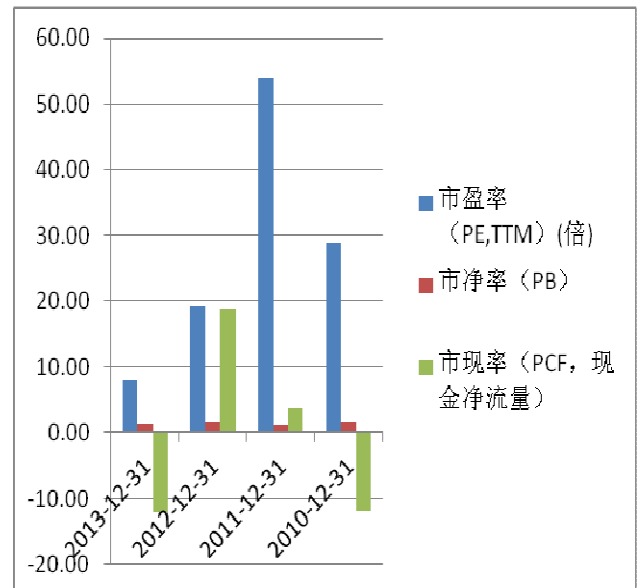
资料来源：聚源数据

图 4：公司销售毛利率不断上升



资料来源：聚源数据

图 5：公司市盈率不断降低



资料来源：聚源数据

2、煤价回落，公司火电运行良好

国投电力通过对原有火电机组的扩容改造、新建（钦州、伊犁能源、盘江发电）和收购（铜山华润、江苏利港、江阴利港），公司火电储备项目丰富，报告期内国投北疆二期（2×100万千瓦）获得核准，国投钦州发电二期环评报告（2×100万千瓦）获得国家环保部批复，湄洲湾二期（2×100万千瓦）、盘江二期（1×30万千瓦）获准开展前期工作，新疆60万千瓦风电获得打捆送出开发权，新疆煤电及其他一批项目的前期工作继续推进。湄洲湾二期（2×1,000MW）、宣城二期（1×660MW）、盘江二期（1×300MW）有望于2015—2016年陆续投产，为公司未来业绩延续高增长提供新的驱动力。截止2013年底，火电机组权益装机容量为707.8万千瓦。分布于甘肃、云南、广西、江苏、福建、安徽及天津等省市，实现了全国布局。公司积极进行火电结构调整，以挂牌出售方式加快处理盈利能力较差以及容量较小未来竞争力较差的机组，同时加快推进百万级别的大火电机组建设，火电资产结构有望逐步优化。

受新能源装机容量占比不断提高以及电力供需状况等因素影响，全国6000千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时下降，但火电受益于平均煤炭成本同比显著下降，2013年全年电力行业整体仍呈现了明显的盈利恢复。国投电力合理安排检修，尽可能争取竞争电量，努力提高设备利用小时。全年公司控股企业设备利用小时4854.84小时，同比提高1.5%，高于全国平均利用小时344小时。公司积极把握煤价下降趋势，对投资企业燃料市场、入场煤验收、厂内管理以及掺配管理进行全过程管理诊断，促进燃煤精细化管理。

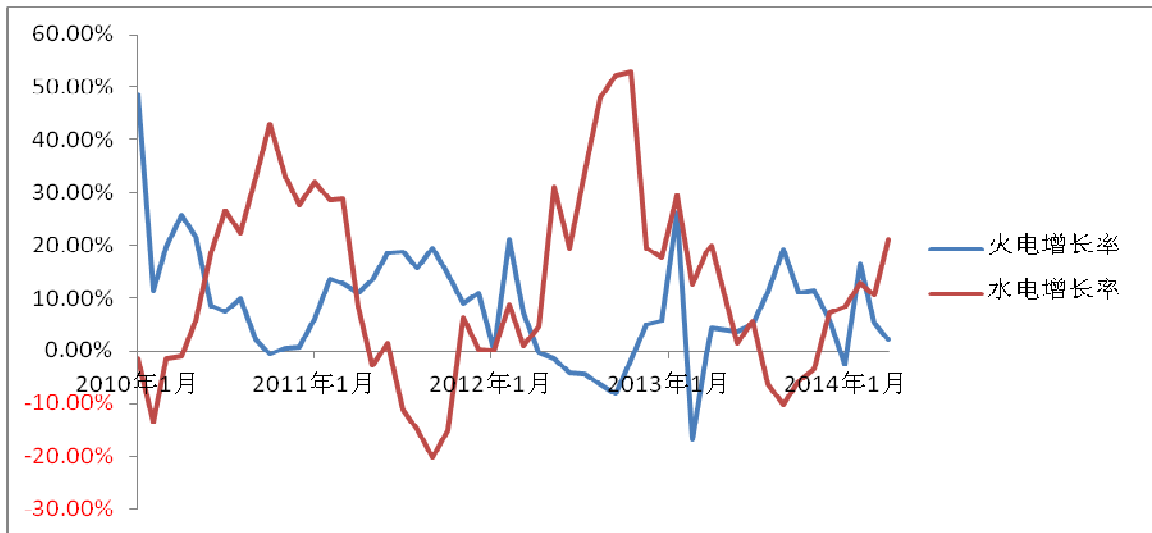
图6：公司电厂分布



资料来源：公司网站

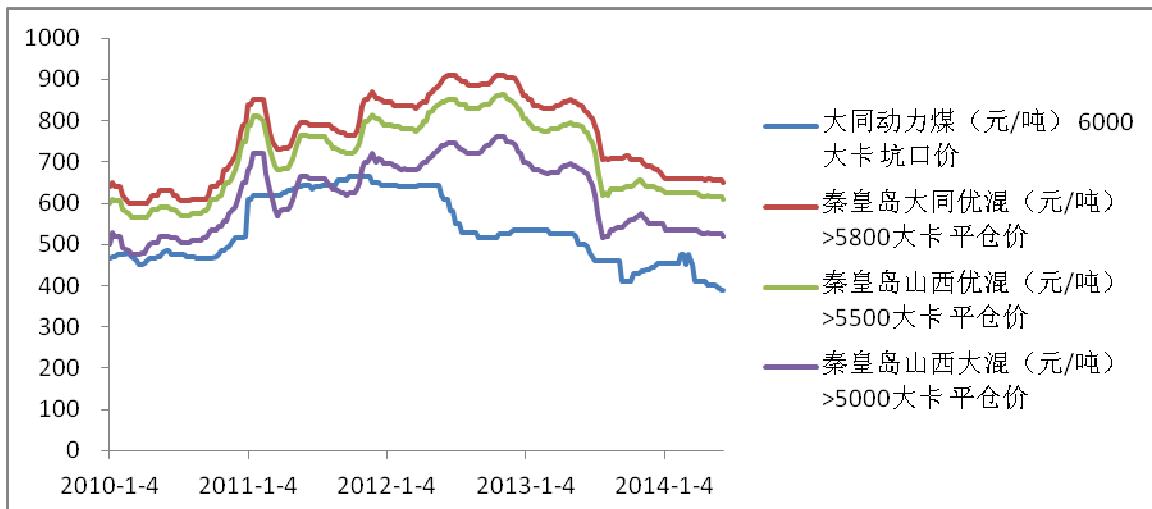
煤炭行业前十年利润大幅提升带来的国内外产能竞相扩张、供应严重过剩，导致动力煤煤炭价格自 2012 年 6 月份开始下跌，加上美国成功开发页岩气将美国动力煤挤到国际市场倾销，这种由供求关系的逆转造成的价格低迷将是长期的，短期内难以有效大幅反弹。自去年 10 月份以来，秦皇岛动力煤价格出现了反弹，原因是中国北方进入采暖季节，电厂加大了电煤的冬储力度，同时水电进入第四季度的平水期和今年第一季度的枯水期，水电供应将偏紧。如今进入夏季，上述季节性因素将减弱，煤价预计将继续维持震荡走势。

图 7：火电增长率



资料来源：聚源数据

图 8：动力煤价格走势



资料来源：聚源数据

4、雅砻江水电后续项目陆续投产，水电业务占比提升

水电作为清洁能源，政策扶持力度不断加大，享有优先调度的天然优势，受经济周期影响小。2010 年—2020 年是我国水电将迎来开发的“黄金时期”，多数优质水电站都将开发完毕，我国水电资源的稀缺性将愈发突出。雅砻江水电开发公司（原二滩公司），是雅砻江流域梯级水电站近 3000 万千瓦规模的开发主体，也是国投电力（600886）和川投能源（600674）的核心资产，国投电力和川投能源分别持有其股权 52% 和 48%。

2013 年，锦官电源组年内投产九台机组，雅砻江流域黄金水电资源的优势得到彰显，助力公司效益大幅稳步提升。公司水电装机已达到控股装机容量的 56.1%，随着雅砻江水电后续项目陆续投产，公司水电装机比例将继续提高。2003 年 10 月，国家发改委以发改办能源[2003]1052 号文明确授予二滩水电开发有限责任公司全面负责雅砻江流域梯级水电站的建设与管理，至此，确定了雅砻江流域梯级整体开发的模式，也确定了二滩公司是雅砻江唯一开发主体，避免了雅砻江被瓜分的局面。目前，雅砻江全流域二滩水电站（330 万千瓦）、官地水电站（240 万千瓦）已全部投产运营，下游多个项目基建也已进入尾声，其中，具有世界第一高拱坝的锦屏一级水电站（360 万千瓦）和具有世界最大规模水工隧洞的锦屏二级水电站（480 万千瓦）预计将于 2015 年陆续投产完毕。

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。雅砻江水电为流域水电开发的唯一主体，享有合理开发及统一调度等突出优势。雅砻江下游锦官电源组，通过锦苏特高压送电江苏，电价按照售电地区倒退法核准，因此，电价水平要远高于四川当地水电标杆电价（0.288 元/千瓦时），具有较强的电价优势。

4、盈利预测与投资评级

2014 年，中国经济运行仍然存在下行压力，电力市场随着宏观经济的调整不甚乐观。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。全面落实天津、福建和广西三大沿海火电基地建设，充分调动资源，挖掘优质项目，完成湄洲湾一期的收购，确保业绩稳定增长。我们预计公司 2013、2014、2015 年的每股收益分别 0.64、0.72、0.82 元，对应的动态市盈率分别为 9、8.5、7.5 倍，长期给予增持的投资评级。

5、风险分析

- 1)、电力行业与宏观经济形势密切相关，在目前国家经济结构调整、节能减排的大环境下，经济增速的波动将影响到电力需求，从而影响公司生产经营；
- 2)、在建水电站投资金额大幅超支、工期延期风险；
- 3)、来水风险：由于公司水电比重增长较快，河流来水情况将对公司业绩产生较大影响；
- 4)、宏观面风险，利率上升带来的资金成本上升。

6、报表预测

指标名称	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
利润表（百万元）					
营业总收入	23,867.01	28,338.98	31,949.84	33,547.34	35,224.70
营业成本	195.45	275.45	479.25	503.21	528.37
销售费用	43.37	50.43	50.00	50.00	50.00
管理费用	640.80	740.76	770.39	793.50	817.31
财务费用	3,083.18	4,410.22	6,090.38	5,860.88	5,538.04
投资净收益	196.01	548.15	300.00	300.00	300.00
营业利润	2,263.52	6,531.47	6,648.42	7,517.77	8,512.90
利润总额	2,317.99	6,578.94	6,698.42	7,567.77	8,562.90
净利润	2,017.57	5,877.02	6,196.04	7,000.18	7,920.69
基本每股收益(元)	0.19	0.53	0.64	0.72	0.82
资产负债表（百万元）					
货币资金	6268.35	3994.35	11823.59	20994.30	35737.38
预付款项	1784.88	1385.62	1821.14	1912.20	2007.81
应收款项	3410.23	3685.31	4153.48	4361.15	4579.21
存货	1248.46	971.32	971.32	971.32	971.32
流动资产合计	13839.46	10232.19	20047.53	29580.86	44704.71
固定资产净值	55796.88	112147.06	108360.09	104755.41	101323.23
无形资产净值	2715.49	2919.78	2917.78	2915.78	2913.78
非流动资产合计	132056.90	149326.59	145055.60	141448.92	133014.74
资产总计	145896.36	159558.76	165103.13	171029.78	177719.46
短期借款	9204.49	6851.17	6851.17	6851.17	6851.17
应付款项	4777.58	4146.52	4552.85	4780.50	5019.52
应交税费	(879.65)	(430.49)	(430.49)	(430.49)	(430.49)
其他应付款	5656.56	7079.99	7079.99	7079.99	7079.99
流动负债合计	33486.13	24647.56	25053.89	25281.54	25520.56
长期借款	81855.71	99300.65	99300.65	99300.65	99300.65
非流动负债合计	132056.90	149326.59	145055.60	141448.92	101110.98
负债合计	120416.31	125824.96	126164.87	126392.52	126631.54
股本及资本公积	9992.86	13178.57	13178.57	13178.57	13178.57
留存收益	2294.13	5281.35	8626.99	12225.95	16300.39
所有者权益合计	25480.05	33733.78	38938.25	44637.27	51087.92
负债和所有者权益总计	145896.36	159558.76	165103.13	171029.78	177719.46
现金流量表（百万元）					
经营活动产生现金流			14556.31	16362.01	16767.81
投资活动产生现金流			354.90	(29.26)	4983.36
融资活动产生现金流			(7081.96)	(7162.04)	(7008.08)

7、指标分析

指标名称	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
成长性指标					
营业收入增长率	0.01	0.19	0.13	0.05	0.05
EBITDA 增长率	0.61	1.02	0.60	0.03	0.03
EBIT 增长率	0.61	1.02	0.19	0.05	0.05
净利润增长率	1.55	1.91	0.05	0.13	0.13
盈利性指标					
毛利率	0.24	0.40	0.42	0.42	0.42
EBITDA/营业收入	0.22	0.37	0.52	0.51	0.50
EBIT/营业收入	0.22	0.37	0.39	0.39	0.39
净利润率	0.08	0.21	0.19	0.21	0.22
投资回报率					
净资产收益率 (ROE)	0.08	0.20	0.17	0.17	0.17
总资产回报率 (ROA)	0.02	0.05	0.05	0.05	0.06
投入资本回报率 (ROIC)	0.05	0.08	0.08	0.08	0.08
不含现金的投入资本回报	0.05	0.08	0.09	0.10	0.11
新投资的回报率	0.16	0.23	0.21	0.10	0.10
偿债能力指标					
流动比率	0.41	0.42	0.80	1.17	1.75
速动比率	0.38	0.38	0.76	1.13	1.71
现金比率	0.19	0.16	0.47	0.83	1.40
EBITDA/财务费用	1.67	2.36	2.73	2.91	3.17
运营能力指标					
应收款项周转率	7.73	7.99	8.15	7.88	7.88
固定资产周转率	0.47	0.34	0.29	0.31	0.34
总资产周转率	0.18	0.19	0.20	0.20	0.20
杠杆比率					
债务权益比率	3.57	3.15	2.73	2.38	2.08
资产负债率	0.83	0.79	0.76	0.74	0.71
杜邦分析					
净利润率	0.24	0.40	0.42	0.42	0.42
总资产周转率	0.18	0.19	0.20	0.20	0.20
总资产回报率 (ROA)	0.04	0.07	0.08	0.08	0.08
平均总资产/平均股东权益	5.65	5.16	4.47	4.02	3.64
净资产收益率 (ROE)	0.08	0.20	0.17	0.17	0.17

其他明细条目

评级定义

【市场指数评级】

看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

【行业指数评级】

超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

【公司股票评级】

买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表财达证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“财达证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

财达证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

地址： 石家庄市桥西区自强路 35 号庄家金融大厦 25 层
电话： 0311-66006330 传真： 0311-66006364 邮编： 050000