

推荐 (维持)

## 国投电力 (600886) 2014 年中报点评

风险评级：一般风险

业绩符合预期，全年高增长无忧

2014 年 8 月 28 日

### 投资要点：

饶志

SAC 执业证书编号：

S0340513090001

电话：0769-22115935

邮箱：raozhi@dgzq.com.cn

**事件：**国投电力 (600886) 公布的2014年中报显示，公司上半年实现营业收入146.2亿元；同比增长20.2%，实现归属于上市公司股东的净利润20.2亿元，同比增长75.2%；实现归属上市公司股东的扣非净利润18亿元，同比增长58.3%；实现EPS为0.297元。中报业绩符合预期。

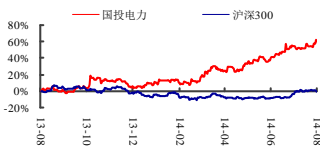
**点评：**

### 主要数据

2014 年 8 月 27 日

收盘价(元)	5.92
总市值(亿元)	401.73
总股本(亿股)	6,786.02
流通股本(亿股)	6,786.02
ROE (TTM)	19.05%
12 月最高价(元)	5.95
12 月最低价(元)	3.61

### 股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

### 相关报告

- 2014-4-11 国投电力 (600886) 2014 年一季度业绩预告点评：业绩再度大增，中长期仍具高成长性
- 2014-4-14 国投电力 (600886) 2013 年年报点评：装机规模快速增长，盈利大幅提升
- 2014-7-11 国投电力 (600886) 2014 年上半年业绩预告点评：利润维持高增长，增值税下半年开始增厚业绩

■ **发电业务收入带动整体收入较快增长。**分季度看,公司二季度收入同比增长17.4%，持续较快增长，主要是发电量有较快增长，其中，火电发电量同比增长10.4%，环比继续好转，除国投钦州等受当地用电需求低迷影响外，其他火电机组发电量均有较大幅度好转，原因一是由于同期检修发电量少，基数低；二是受益于当地其他电源机组检修。预计下半年火电维持稳定增长。水电方面，发电量增速同比增长29.1%，增速环比大幅放缓，主要源于二滩、官地机组所在流域上游来水减少等因素，影响了发电量高速增长。不过受益于锦屏电站新增机组投产，发电量维持65%以上的高增速，加上国投大朝山水电站受益于云南省丰枯电价政策，平均上网电价有所上升，以及新能源发电有较为稳定的整体增速，使得上半年整体营收有较快增长。煤炭销售业务上半年同比下降24.5%，略影响了整体收入的进一步快速上升。

■ **盈利能力持续上升。**上半年公司毛利率和净利率分别达44.6%和23.5%，同比分别上升8.7和6.6个百分点。从产品结构盈利看，依然得益于高毛利率的水电收入占比上升，以及火电标煤单价同比下降近11%，成本显著下行从而提升火电盈利；而收入占比较低的煤炭业务盈利因需求疲软则持续下滑，但对整体盈利影响不大。加上上半年转让国投曲靖和张家口风电项目，在受减亏影响减少的同时还取得不错的投资收益，使得上半年公司利润同比继续增长75%以上，其中二季度同比增长72.6%，盈利能力不断上升。

■ **新增机组投产停止利息资本化，导致财务费用率上升显著。**上半年公司期间费用率达21.4%，同比上升3个百分点，因财务费用率上升3.4个百分点至19%所致，而目前公司资产负债率达78.9%，同比略下降近2个百分点，债务并没有显著上升，因此财务费用的增加与雅砻江新增水电机组投产后，利息停止资本化计入当期费用有关。

■ **增值税下半年开始增厚业绩。**受益于财政部2月份发布的大型水电企业增值税退税政策，公司国投大朝山、雅砻江四类电站均符合要求。其中，国投大朝山13年和14年累计退税约2亿元，公司所有者权益14年约1亿元；雅砻江13和14年累计退税约11.8亿元，预计14年公司所有者权益5亿元，15和16年则分别受益7亿元和3.5亿元，将增厚公司业绩。

- **水电装机比例稳步上升。**目前公司拥有雅砻江水电控股装机12.3GW，拥有水电整体控股装机14.3GW，已占投产控股装机比例为62.5%；拥有火电装机801万千瓦，占比34.9%，新能源装机60.2万千瓦，占比2.6%。水电装机稳步上升。
- **后续储备项目依然充足。**2014年以来，国投钦州二期（2×100万千瓦）、国投宣城二期（1×66万千瓦）、国投盘江二期（1×30万千瓦）和哈密风电基地二期烟墩八A风电场20万千瓦风电等一批项目先后获得核准。另外，加上雅砻江中游水电站开发和其他百万千瓦火电机组，后续项目储备充足。
- **投资建议。**我们继续看好公司的成长性及业绩维持高速增长，预计14-16年基本每股收益至0.77元、0.86元和0.92元，对应14-16年PE为7.5倍、6.7倍和6.3倍。维持“推荐”评级。
- **风险提示。**来水不及预期，新机组投产进度延迟。

图 1：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>营业总收入</b>	<b>28338.98</b>	<b>33014.91</b>	<b>36151.33</b>	<b>40200.28</b>
<b>营业总成本</b>	<b>22355.66</b>	<b>24282.47</b>	<b>25902.43</b>	<b>29004.50</b>
营业成本	16859.39	18125.19	19268.66	21748.35
营业税金及附加	275.45	297.13	325.36	361.80
销售费用	50.43	49.52	54.23	60.30
管理费用	740.76	858.39	903.78	1005.01
财务费用	4410.22	4952.24	5350.40	5829.04
<b>其他经营收益</b>	<b>548.15</b>	<b>550.00</b>	<b>550.00</b>	<b>550.00</b>
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	548.15	550.00	550.00	550.00
<b>营业利润</b>	<b>6531.47</b>	<b>9282.44</b>	<b>10798.90</b>	<b>11745.78</b>
加 营业外收入	68.31	1440.00	1555.20	900.00
减 营业外支出	20.84	20.00	21.60	23.33
<b>利润总额</b>	<b>6578.94</b>	<b>10702.44</b>	<b>12332.50</b>	<b>12622.45</b>
减 所得税	701.92	1123.76	1294.91	1325.36
<b>净利润</b>	<b>5877.02</b>	<b>9578.69</b>	<b>11037.59</b>	<b>11297.09</b>
减 少数股东损益	2571.74	4923.12	5179.65	5048.98
<b>归母公司所有者的净利润</b>	<b>3305.28</b>	<b>5255.56</b>	<b>5857.94</b>	<b>6248.11</b>
<b>基本每股收益(元)</b>	<b>0.49</b>	<b>0.77</b>	<b>0.86</b>	<b>0.92</b>
<b>对应 PE</b>	<b>11.91</b>	<b>7.49</b>	<b>6.72</b>	<b>6.30</b>

数据来源：Wind，东莞证券研究所

**东莞证券投资评级体系:**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内, 股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内, 股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 5% 以上

行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中, 不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即: 权证以及衍生品市场的研究报告, 其基础风险评级为高风险; 股票、偏股型基金市场方面的研究报告, 其基础风险评级为一般风险; 债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告, 其基础风险评级为低风险。

**分析师承诺:**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点, 不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系, 没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益, 或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明:**

东莞证券为全国综合性证券公司, 具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠, 但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告, 亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下, 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险, 据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有, 未经本公司事先书面许可, 任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发, 需注明本报告的机构来源、作者和发布日期, 并提示使用本报告的风险, 不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的, 应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码: 523000

电话: (0769) 22119430

传真: (0769) 22119430

网址: [www.dgzq.com.cn](http://www.dgzq.com.cn)