



中期业绩略好于预期

——郴电国际（600969）中报点评

2014年08月27日

强烈推荐/维持

郴电国际

财报点评

刘斐	分析师	执业证书编号: S1480513050002
	liufei@dxzq.net.cn 010-66554104	
张鹏	分析师	执业证书编号: S1480512060003
	zhangpeng@dxzq.net.cn 010-66554029	

事件:

公司发布中报：上半年公司实现主营业务收入 10.79 亿元，归属于母公司的净利润 6,334.65 万元，基本每股收益 0.30 元，分别比上年同期增长了 4.56%，24.12%，24.15%。上半年盈利略好于预期。

公司分季度财务指标

指标	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1
营业收入（百万元）	552.22	499.53	524.88	507.23	605.94	557.83	560.3
增长率（%）	13.23%	4.78%	1.58%	-3.84%	9.73%	11.67%	6.75%
毛利率（%）	16.95%	23.21%	25.00%	16.97%	20.17%	25.50%	24.17%
期间费用率（%）	7.53%	13.90%	16.99%	3.84%	9.12%	12.51%	16.42%
营业利润率（%）	8.79%	8.76%	7.49%	12.22%	10.37%	9.72%	7.20%
净利润（百万元）	35.22	34.16	27.05	46.27	45.42	46.61	27.17
增长率（%）	-06.02%	-00.98%	-14.39%	-07.07%	28.96%	36.45%	00.46%
每股盈利（季度，元）	0.12	0.15	0.07	0.17	0.14	0.22	0.08
资产负债率（%）	69.58%	69.57%	69.15%	67.77%	67.22%	66.13%	65.66%
净资产收益率（%）	2.48%	2.34%	1.82%	2.71%	2.58%	2.57%	1.47%
总资产收益率（%）	0.76%	0.71%	0.56%	0.87%	0.85%	0.87%	0.51%

观点:

- **电网降低线损，多增净利2100万元。**母公司实现营业利润5,039.12万元，较上年同期增加991.31万元，增长24.49%，一方面是由于电力需求增长，上半年完成销售电量163,342万千瓦时，比上年同期增加7,028万千瓦时，增长了4.49%，另一方面是由于通过优化调度、加强管理和网络改造降低了输电线路的损耗，线损率由上年同期的10.8%下降到了本期的7.81%，下降了2.99%，因综合线损率下降，增加售电量5,297.50万千瓦时，增加了净利润2,105.76万元。
- **自来水业务盈利增长37%。**上半年自来水公司实现营收5082万元，营业利润943万元，净利793万元，同比增长37%，主要受售水量增长的推动。
- **其他业务盈利互有涨跌。**上半年主要投资工业气体项目的江银国际实现利润1369万元，同比增长21%，

主要受益于包头、秦皇岛项目投产推动；其余项目受结款周期等因素影响，利润有所变动，总体控股公司上半年盈利略有下降，预计随着下半年工业气体开工量的增加、结款周期的到来以及新投产项目的正常生产，其他业务下半年盈利将大幅增长。

- **多增财务费用1800万元，略超预期。** 主要系项目子公司常州中天邦益气体有限公司、唐山中邦工业气体有限公司延迟支付小股东股利所计利息1504万元。
- **上半年继续获得政府农网改造国家投资规模4亿元，占全省农网改造总投资计划的21.05%，资金重点投放在北湖、苏仙、宜章、临武、汝城、永兴35kV及以下的进村入户项目。同时，公司详细编制了2015年农网改造升级工程投资计划草案，并上报至省发改委、省能源局，以争取未来政府农网改造支持。农网改造资金的获取可持续提升公司净资产，为主业的持续增长提供支持。**

结论：

虽然受财务费用增加的负面影响，但公司仍在降低线损、提升管理效率的推动下实现利润增长24%，略超我们的预期。下半年降低线损将得以持续，而新投产的工业气体项目也将正常生产，并且未来水价的上调也将是大概率事件，预计将继续推升公司盈利能力。我们维持公司14-16年EPS0.81元、1.22元、1.38元的盈利预测，PE17、12、10倍，继续维持“强烈推荐”的评级。

表 1:控股公司盈利变化

		2014年1-6月	2013年1-6月	
湖南郴电国际水电投资	水电投资开发	455.7	869.99	-48%
湖南汇银国际投资有限责任公司	投资	1,369.1	1,134.55	21%
郴州万国大酒店有限责任公司	酒店服务	-265.9	-600.61	56%
上海郴电裕旺投资有限公司	投资	-90.8	55.55	-264%
临沧郴电水电投资有限公司	水力发电	34.0	-149.04	123%
郴州市自来水有限责任公司	自来水的生产和供应、管道安装、维修	792.7	579.88	37%
邯郸郴电电力能源有限责任公司	焦炉煤气发电	-675.2	-121.4	456%
合计		1,619.6	1,768.9	-8%

资料来源：东兴证券研究所

公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元						
2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	营业收入	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	营业成本	营业税金及附加	营业费用	管理费用		
流动资产合计	1,286	1,228	1,496	2,323	3,192	1,856	2,096	2,196	2,724	3,071	营业外收入	6	7	6	7	8
货币资金	808	761	906	1,779	2,577	1,326	1,501	1,714	2,068	2,187	营业外支出	137	145	165	166	204
应收账款	217	202	210	272	307	投资净收益	55	47	62	59	资产减值损失	55	47	62	59	54
其他应收款						营业利润	6	2	-0	-	公允价值变动收益	192	214	238	373	577
预付款项						营业外收入	7	10	5	5	所得税	48	63	58	93	144
存货						营业外支出	142	151	165	226	净利润	438	589	698	698	423
其他流动资产	262	264	379	272	307	利润总额	90	110	127	179	少数股东损益	213	307	237	188	78
非流动资产合计	2,563	2,890	3,553	3,823	4,084	归属于母公司净利润	369	409	481	612	归属母公司净利润	369	409	481	612	811
长期股权投资						EBITDA	369	409	481	612	BPS (元)	1.772	1.832	2.017	2.017	2.017
固定资产	2,389	2,716	3,384	3,640	3,882	主要财务比率	0.43	0.52	0.60	0.81	每股收益 (元)	1.772	1.832	2.017	2.017	2.017
无形资产	82	80	76	71	67	2011A	2012A	2013E	2014F	2015E	营业收入增长	10%	13%	5%	24%	13%
其他非流动资产	91	94	94	112	135	营业利润增长	5%	11%	18%	27%	营业利润增长	5%	11%	18%	27%	33%
资产总计	4,179	4,776	5,345	6,147	7,276	归属于母公司净利	-1%	6%	10%	37%	归属于母公司净利	-1%	6%	10%	37%	87%
流动负债合计	1,149	1,335	1,361	2,172	2,265	毛利率 (%)	29%	28%	22%	24%	毛利率 (%)	241	376	496	722	1,145
短期借款	438	589	698	698	698	净利率 (%)	8%	7%	8%	8%	净利率 (%)	1,155	1,457	1,810	2,122	3,207
应付账款	213	307	237	188	200	ROE (%)	46%	47%	43%	47%	ROE (%)	402	403	207	1,325	686
预收款项						偿债能力	72%	69%	66%	68%	偿债能力	142	151	165	226	423
一年内到期的非						资产负债率 (%)	72%	69%	66%	68%	资产负债率 (%)	906	1,074	1,307	1,400	2,062
非流动负债合计	1,772	1,832	2,017	2,017	2,017	流动比率	112%	92%	110%	107%	流动比率	130	156	181	181	181
长期借款	1,772	1,832	2,017	2,017	2,017	速动比率	89%	72%	82%	94%	速动比率	55	47	62	59	54
应付债券	-	-	-	-	-	营运能力					营运能力					
负债合计	3,024	3,319	3,535	4,189	4,282	总资产净利润 (%)					总资产净利润 (%)					
少数股东权益						成长能力					成长能力					
实收资本(或股	906	1,074	1,307	1,400	2,062	营业收入增长	10%	13%	5%	24%	营业收入增长	10%	13%	5%	24%	13%
资本公积						营业利润增长	5%	11%	18%	27%	营业利润增长	5%	11%	18%	27%	33%
未分配利润	241	376	496	722	1,145	归属于母公司净利	-1%	6%	10%	37%	归属于母公司净利	-1%	6%	10%	37%	87%
归属母公司股东	1,155	1,457	1,810	2,122	3,207	毛利率 (%)	29%	28%	22%	24%	毛利率 (%)	241	376	496	722	1,145
负债和所有者权	4,179	4,776	5,345	6,311	7,489	净利率 (%)	8%	7%	8%	8%	净利率 (%)	1,155	1,457	1,810	2,122	3,207
现金流量表					主要财务比率					2011A 2012A 2013E 2014F 2015E						
单位:百万元					2011A 2012A 2013E 2014F 2015E					2011A 2012A 2013E 2014F 2015E						
经营活动现金流	402	403	207	1,325	686	偿债能力					偿债能力					
净利润	142	151	165	226	423	资产负债率 (%)	72%	69%	66%	68%	资产负债率 (%)	72%	69%	66%	68%	59%
折旧摊销	130	156	181	181	181	流动比率	112%	92%	110%	107%	流动比率	112%	92%	110%	107%	141%
财务费用	55	47	62	59	54	速动比率	89%	72%	82%	94%	速动比率	89%	72%	82%	94%	127%
应付帐款的变化						营运能力					营运能力					
预收帐款的变化						总资产周转率					总资产周转率					
投资活动现金流	-437	-50	-54	-486	-495	应收账款周转率	961%	1000%	1000%	1000%	应收账款周转率	961%	1000%	1000%	1000%	1000%
公允价值变动收	0	-	-	-	-	应付帐款周转率					应付帐款周转率					
长期股权投资减						每股指标(元)					每股指标(元)					
投资收益	6	2	-0	-	-	每股收益(最新摊	0.43	0.52	0.60	0.81	每股收益(最新摊	0.43	0.52	0.60	0.81	1.22
筹资活动现金流						每股净现金流(最新					每股净现金流(最新					
应付债券增加	-	-	-	-	-	每股净资产(最新摊	4.5	5.5	6.9	8.6	每股净资产(最新摊	4.5	5.5	6.9	8.6	9.5
长期借款增加	-80	60	185	-	-	P/E	36	29	25	19	P/E	36	29	25	19	12
普通股增加	69	168	233	93	662	P/B	3	3	2	2	P/B	3	3	2	2	2
资本公积增加						EV/EBITDA					EV/EBITDA					
现金净增加额	-140	684	618	872	799											

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘斐

煤炭、电力及公用事业行业研究员

重点覆盖公司：

煤炭：中国神华、中煤能源、西山煤电、冀中能源、永泰能源、兰花科创、阳泉煤业、美锦能源、潞安环能。

发电及电网：郴电国际、华能国际、华电国际、国电电力、国投电力、川投能源、宝新能源、广州发展、上海电力、粤电力、深圳能源、黔源电力、内蒙华电、桂冠电力、韶能股份、凯迪电力等。

环保及公用事业：国中水务、碧水源、万邦达、维尔利、翰蓝环境、江南水务、首创股份、永清环保、东江环保、巴安水务、津膜科技、南方汇通、创业环保、大禹节水、st 科健、四环药业等。

张鹏

金融学硕士，2011 年进入东兴证券研究所，电力及公用事业行业研究员。

重点覆盖公司：

发电及电网：郴电国际、华能国际、华电国际、国电电力、国投电力、川投能源、宝新能源、广州发展、上海电力、粤电力、深圳能源、黔源电力、内蒙华电、桂冠电力、韶能股份、凯迪电力等。

环保及公用事业：国中水务、碧水源、万邦达、维尔利、翰蓝环境、江南水务、首创股份、永清环保、东江环保、巴安水务、津膜科技、南方汇通、创业环保、大禹节水、st 科健、四环药业等。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出自为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。