

国投电力

3季度高增长预期有望逐步兑现；具备估值优势

雅砻江3季度高增长预期有望逐步兑现

雅砻江锦官电源组7月完成电量64.7亿千瓦时，机组负荷率90%以上。8月锦屏一级平均入库流量3180立方米/秒，比多年平均偏丰22%，8月锦官电源组完成电量70.7亿千瓦时，整月满发。锦一大坝8月已经蓄满，我们预计9月继续满发可能较高。我们上调雅砻江Q3的电量预测至266亿千瓦时，并上调Q3雅砻江利润预测至40.2亿元（原35.1亿元），同比增长193%。

上调14/15/16年EPS预测至0.84/0.88/0.82元

我们上调雅砻江14/15/16年盈利预测至67.8/70.5/64.1亿元（旧62.2/64.6/58.8亿元），并相应上调公司14/15/16年EPS预测至0.84/0.88/0.82元（旧0.81/0.85/0.79元），综合考虑了1）上调雅砻江14年发电量假设、2）下调锦屏一级、二级电站的造价假设，相应减少折旧和财务费用、3）锦屏一级大坝蓄满对明年一季度电量的补偿作用、4）16年起增值税和所得税优惠幅度减弱。

具备估值优势，继续推荐

国投能源8月下旬以来股价累计涨幅超约25%，低于川投能源但是高于其他电力公司。我们认为这是因为3季度高增长的预期正得到市场认可。与川投能源相比，我们预计国投14年净利润高出23亿元，但公司目前市值仅高出68亿元，相当于国投火电、其他水电和新能源资产仅仅对应3倍PE。综合考虑市盈率、市净率和股息收益率等指标，我们认为国投电力更具估值优势。

估值：上调目标价至8.2元，维持买入评级

我们分别使用DCF法（WACC7.2%）和成本法对雅砻江下游和中游估值，在不考虑中上游开发权的情况下我们估算雅砻江水电的合理价值是756亿元（国投持52%）。我们使用DCF法得到雅砻江以外资产160亿估值（WACC6.1%）。两部分相加，得到公司股权价值553亿，新目标价8.2元（原7.13元）。

Equities

中国
电力生产和供应业

12个月评级 **买入**
保持不变

12个月目标价 **Rmb8.20**
之前: Rmb7.13

股价 **Rmb6.83**

路透代码: 600886.SS 彭博代码 600886 CH

交易数据和主要指标

52周股价波动范围	Rmb6.93-3.80
市值	Rmb46.3十亿/US\$7.55十亿
已发行股本	6,786百万 (ORDA)
流通股比例	27%
日均成交量(千股)	41,429
日均成交额(Rmb百万)	Rmb248.8
普通股股东权益(12/14E)	Rmb23.1十亿
市净率(12/14E)	2.0x
净债务/EBITDA	4.5x

每股收益(UBS稀释后)(Rmb)

	从	到	%市场预测	
12/14E	0.81	0.84	3.77	0.76
12/15E	0.85	0.88	3.74	0.87
12/16E	0.79	0.82	3.55	0.91

郁威

分析师

S1460511120001

wei.yu@ubssecurities.com

+86-213-866 8857

徐颖真

分析师

S1460511100001

yingzhen.xu@ubssecurities.com

+86-213-866 8883

重要数据(Rmb百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	21,704	23,867	28,339	35,511	38,322	38,272	44,468	50,234
息税前利润(UBS)	2,952	5,151	10,394	16,404	18,264	18,034	19,707	23,116
净利润(UBS)	259	1,054	3,305	5,676	5,968	5,585	6,479	8,122
每股收益(UBS稀释后)(Rmb)	0.05	0.18	0.53	0.84	0.88	0.82	0.95	1.20
每股股息(Rmb)	0.01	0.06	0.15	0.25	0.26	0.25	0.29	0.36
现金/(净债务)	(84,192)	(98,474)	(107,593)	(109,854)	(107,143)	(101,105)	(90,051)	(67,473)

盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	13.6	21.6	36.7	46.2	47.7	47.1	44.3	46.0
ROIC(EBIT)(%)	6.8	10.9	13.1	13.3	12.7	12.5	14.4	17.9
EV/EBITDA(core)x	7.5	6.3	7.5	6.7	6.3	5.8	4.9	3.8
市盈率(UBS,稀释后)(x)	53.9	15.7	7.3	8.2	7.8	8.3	7.2	5.7
权益自由现金流(UBS)收益率%	(80.7)	(71.0)	(3.6)	8.7	21.6	28.9	39.5	64.4
净股息收益率(%)	0.2	2.0	3.8	3.7	3.9	3.6	4.2	5.3

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2014年10月09日20时27分的股价(Rmb6.83)得出。

投资主题

国投电力

投资理由

我们看好雅砻江水电（国投电力持股 52%）2014 年的盈利增长，主要受益于 1) 去年末投产机组今年的贡献，2) 今年 4 台机组有望赶上汛期投产，3) 大水电增值税返还影响，和 4) 锦屏一级大坝调节丰枯的能力。财政部和税务总局下发的《关于大型水电企业增值税政策的通知》体现了国家对大水电开发的支持，雅砻江水电独享雅砻江流域的水电开发权，价值可能在未来逐步体现。

受益于煤炭价格下跌，公司下属火电厂盈利大幅提升，我们预计公司 2014-16 年 EPS 为 0.84/0.88/0.82 元，基于分部估值法得到目标价 8.2 元。

乐观情景

水电企业由于大部分成本为固定成本，盈利水平对电量（来水）非常敏感。我们的基准假设是假设雅砻江水电 14 年上网电量 605 亿千瓦时。乐观情形下，我们假设雅砻江上网电量增加 10% 达到 666 亿千瓦时，则我们估算 2014 年净利润达 63 亿元，对应每股估值 8.9 元。

悲观情景

悲观情形下，我们假设 2014 年雅砻江上网电量减少 10% 降到 545 亿千瓦时，我们估算 2014 年公司净利润达 48 亿元，对应每股估值 6.9 元。

近期催化剂

我们预测雅砻江 3 季度利润同比增长 193%，大幅高于上半年，有望成为股价正面的催化剂。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb8.20

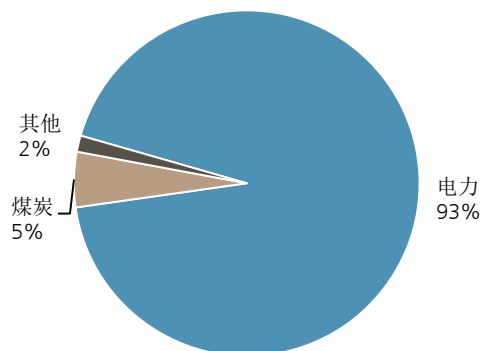
公司简介

国投电力控股股份有限公司于 2002 年由湖北兴化与国家开发投资公司(简称“国投公司”)进行资产置换后变更登记设立。经过多次资产注入，尤其是 2009 年公司向集团定向增发收购国投电力公司 100% 的股权，公司成为国投集团电力资产的上市平台。截至 2012 年底，公司拥有权益装机容量 1,049 万千瓦。从电源结构看，公司水电、火电均衡发展；从区域上看，公司全国性布局，下属电力生产企业主要分布于华北、华东、华南、西南、西北地区。

行业展望

十二五和十三五正是中国大水电投产的高峰期；大型水电开发周期长、投资规模大，被少数几家央企垄断。我们认为水电优先上网，消纳有支撑；水电投资虽然利润不是特别高，但回报平稳且长期有望持续。

收入拆分, 2013 (%)



来源: 公司数据

各类业务的毛利

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
电力	5,919	11,380	17,581	19,562	19,331
煤炭	73	57	26		
其他	(34)	43	43	43	43
营业税金及附加	(117)	(275)	(319)	(364)	(364)
合计	5,841	11,204	17,330	19,241	19,010

来源: 公司数据、瑞银证券估算

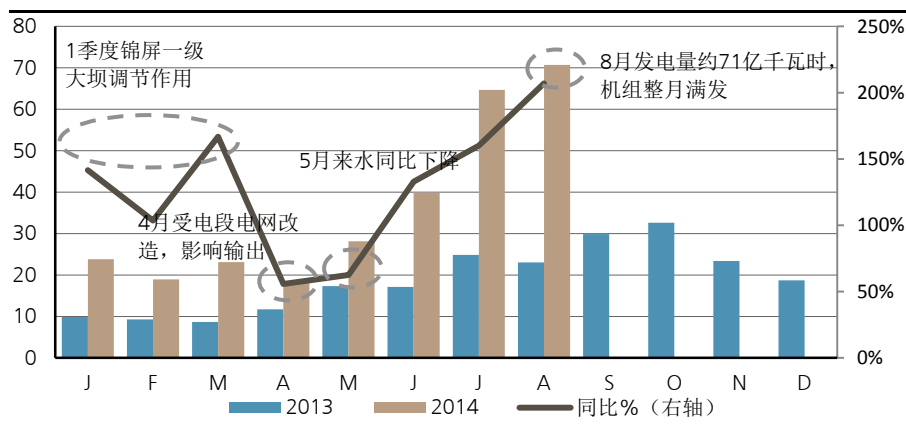
雅砻江：Q3 高增长预期有望逐步兑现；造价控制得力

Q3 高增长预期有望逐步兑现

在 8 月 22 日发布的川投能源报告《2 季度平淡，3 季度有望提速，全年乐观》中，我们基于锦官电源组 7 月份的情况（完成电量 64.7 亿千瓦时，机组负荷率 90% 以上），预测雅砻江水电 3 季度的业绩大幅增长并超出市场预期。以 8 月份电量来看，雅砻江有望达到并且小幅超出我们原先预期。

8 月份的数据支持了我们的判断，并进一步超出了我们原先预期：雅砻江 8 月份来水偏丰，锦屏一级平均入库流量达 3180 立方米/秒，环比上升 18%，相比多年平均偏丰 22%。锦屏一级、锦屏二级、官地电站合计完成电量 70.7 亿千瓦时（环比上升 9.3%），整月满发。

图表 1: 锦官电源组完成电量情况（亿千瓦时）



来源: 中国电力知库

7、8 月锦官已完成电量 135.4 亿千瓦时。从历史上看雅砻江 9 月来水略逊于 7、8 月，但是考虑到 9 月不再有蓄水任务（锦一电站 8 月 24 日已蓄满至 1880 米水位），我们预计 9 月电量仍在高位，继续满发可能较高。

我们据此上调雅砻江 Q3 的电量预测至 266 亿千瓦时（原 248 亿千瓦时），并上调 Q3 雅砻江利润预测至 40.2 亿元（原 35.1 亿元），同比增长 193%（原 164%）。

上调雅砻江盈利预测

我们上调雅砻江 14/15/16 年盈利预测至 67.8/70.5/64.1 亿元（原 62.2/64.6/58.8 亿元），以反映：

- 我们提高了 14 年的电量预测（主要是三季度）
- 降低了锦一、锦二电站的造价假设，相应降低了折旧和财务成本的预测。截止 14 年 6 月底，锦一累计投入 360 亿元（352 亿固定资产+8.5 亿在建工程），锦二累计投入 316 亿元（264 亿固定资产+52 亿在建工程）。考虑到锦一最后一台机组在今年 7 月投产，锦二上半年已经投产了 8 台中的 6 台，我们此前的造价假设或偏高。

图表 2: 锦官电源组投资预测 (百万元)

	14年中资产		14年中机组(台)		总投资预测	
	固定资产	在建工程	投产	未投产	旧预测	新预测
官地电站	12,034	-	4	0	14,000	14,000
锦屏一级	35,180	853	5	1	42,000	38,000
锦屏二级	26,385	5,199	6	2	41,000	37,000

来源: 公司资料、瑞银证券估算

- 锦一大坝蓄满对明年一季度影响正面。去年锦屏大坝蓄水至 1840 米，大约蓄至调节库容的一半，其补偿作用已在今年一季度充分展现，雅砻江一季度业绩同比上升 87%。今年大坝已经蓄满至 1880 米正常水位，如果在明年一季度放至 1800 水位，我们粗略计算将给明年带来额外电量 35 亿千瓦时（相比今年）。
- 我们预计 16 年税收优惠幅度将有所减弱，增值税由征 8% 返 9% 进入征 12% 返 7%，锦官所得税优惠进入“三免三减半”的“减半”期（7.5% 税率），雅砻江的利润可能有所下滑。

估值：上调目标价至 8.2 元，维持“买入”评级

由于雅砻江的利润预测变化，我们将公司 14/15/16 年 EPS 预测上调至 0.84/0.88/0.82 元（旧 0.81/0.85/0.79 元）。

估值

我们将国投电力的业务拆分为雅砻江水电和雅砻江以外资产两部分，使用分部加总法对公司进行估值。

我们使用现金流贴现法对雅砻江下游电站进行估值，同时计入已经投入中游电站的成本（股权部分）。我们估算雅砻江水电价值 756 亿元（旧预测 634 亿元），以反映：

- 上调雅砻江下游电站的盈利预测
- 锦屏一级、二级电站的造价假设调低
- 雅砻江下游自由现金流转正。我们估算雅砻江 13 年自由现金流净支出将近 60 亿，基准年切换到 14 年后不再计算 13 年的负现金流
- 更新中上游电站的实际投资额

我们估算国投持有雅砻江部分合理价值在 393 亿元，对应 11.1 倍 14 年 PE。

我们使用现金流贴现法对公司除雅砻江外其他资产进行估值，得出合理价值为 160 亿元对应 7.5 倍 2014 年 PE。

两部分相加得到国投电力股权估值为 553 亿元，折合每股估值 8.2 元。

图表 3: 国投电力估值表

	估值方法	估值 (百万元)	每股价值 (元)	对应 14 年 PE
雅砻江下游电站	DCF	72,784		
雅砻江中游电站	成本法	2,823		
雅砻江水电		75,607		
国投电力持雅砻江股权		39,316	5.8	11.1
国投电力其他资产	DCF	16,009	2.4	7.5
合计股权价值		55,325	8.2	9.7

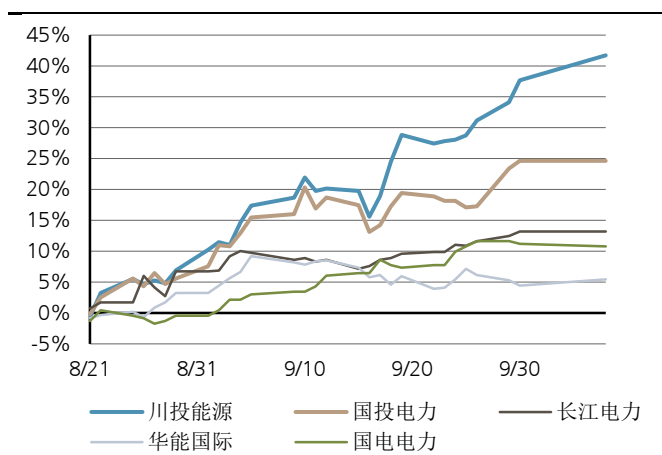
来源: 瑞银证券估算

强势股价反映增长预期

国投能源 8 月下旬以来累计涨幅超 25%，低于川投能源但是高于其他电力公司。我们认为这是因为 3 季度高增长的预期正得到市场认可，而川投能源的弹性更高。虽然分季度看雅砻江水电很难在未来取得比今年 3 季度更高的增长，但我们预期 Q414 和 Q115 仍将保持高速增长。

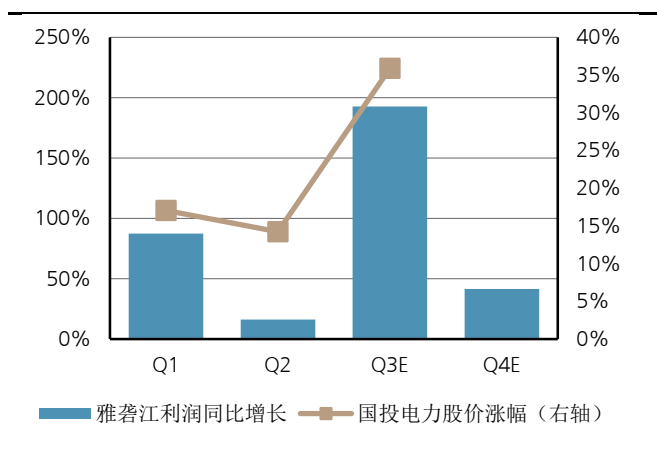
以 10 月 8 日的收盘价计算，国投电力市值 470 亿，我们预测 2014 年净利润 56.8 亿元；川投能源市值 402 亿，我们预测 2014 年净利润 33.8 亿元。相当于国投比川投多出的 23 亿元利润（来自火电、水电和新能源）仅仅对应 68 亿元市值，或者说 3 倍 PE。综合考虑市盈率、市净率和股息收益率等指标，我们推荐更具备估值优势的国投电力。

图表 4: 川投能源 8 月下旬以来大幅跑赢可比公司



来源: Wind

图表 5: 雅砻江利润增速 vs. 国投股价表现 (14 年)



来源: Wind、瑞银证券估算

图表 6: 主要电力公司估值表

	代码	评级	当前股价 (元)	目标价 (元)	PE		PB		ROE		股息收益率	
					2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E
水电												
川投能源	600674.SS	中性	18.28	18.80	11.9x	11.2x	2.8x	2.2x	27.9%	23.3%	0.9%	0.9%
国投电力	600886.SS	买入	6.93	8.20	8.3x	7.9x	2.0x	1.7x	27.3%	23.6%	3.6%	3.8%
长江电力	600900.SS	买入	7.89	10.04	13.6x	13.0x	1.6x	1.5x	11.9%	11.7%	3.7%	3.9%
火电												
华能国际	600011.SS	买入	6.19	8.00	6.6x	7.5x	1.2x	1.1x	19.9%	15.8%	6.8%	6.0%
华电国际	600027.SS	买入	4.08	5.00	5.4x	6.6x	1.0x	1.0x	21.7%	16.0%	7.5%	6.1%
国电电力	600795.SS	买入	2.57	2.90	7.1x	6.9x	1.0x	0.9x	16.6%	15.7%	5.4%	5.7%
粤电力	000539.SZ	买入	5.19	6.40	7.3x	7.5x	1.1x	1.0x	15.4%	13.5%	3.8%	3.7%
大唐发电	601991.SS	买入	4.07	4.90	11.2x	8.6x	1.5x	1.4x	12.2%	16.9%	2.8%	3.7%
深圳能源	000027.SZ	中性	7.21	7.40	10.8x	11.8x	1.1x	1.0x	10.5%	9.1%	4.2%	3.9%

来源: Wind、瑞银证券估算 注释: 2014年10月8日收盘价

国投电力 (600886.SS)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
损益表(Rmb 百万)										
营业收入	21,704	23,867	28,339	35,511	25.3	38,322	7.9	38,272	44,468	50,234
毛利	3,557	5,841	11,204	17,330	54.7	19,241	11.0	19,010	20,878	24,438
息税折旧摊销前利润(UBS)	6,010	8,643	15,075	24,177	60.4	26,669	10.3	27,094	29,423	33,488
折旧和摊销	(3,058)	(3,492)	(4,681)	(7,774)	66.1	(8,405)	8.1	(9,060)	(9,716)	(10,372)
息税前利润(UBS)	2,952	5,151	10,394	16,404	57.8	18,264	11.3	18,034	19,707	23,116
联营及投资收益	75	196	548	603	10.0	603	0.0	603	603	603
其他非营业利润	103	54	47	394	NM	62	-84.3	66	64	65
净利息	(2,161)	(3,083)	(4,410)	(5,802)	-31.6	(6,598)	-13.7	(6,838)	(6,931)	(6,931)
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	969	2,318	6,579	11,599	76.3	12,331	6.3	11,865	13,443	16,852
税项	(296)	(300)	(702)	(1,090)	-55.3	(1,290)	-18.4	(1,551)	(1,479)	(1,854)
税后利润	672	2,018	5,877	10,509	78.8	11,040	5.1	10,314	11,964	14,999
优先股股息及少数股权	(413)	(964)	(2,572)	(4,832)	-87.9	(5,072)	-5.0	(4,729)	(5,485)	(6,877)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	259	1,054	3,305	5,676	71.7	5,968	5.1	5,585	6,479	8,122
净利润(UBS)	259	1,054	3,305	5,676	71.7	5,968	5.1	5,585	6,479	8,122
税率(%)	30.6	13.0	10.7	9.4	-11.9	10.5	11.4	13.1	11.0	11.0
每股(Rmb)										
每股收益(UBS 稀释后)	0.05	0.18	0.53	0.84	58.9	0.88	5.1	0.82	0.95	1.20
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.05	0.18	0.53	0.84	58.9	0.88	5.1	0.82	0.95	1.20
每股收益(UBS, 基本)	0.05	0.19	0.53	0.84	58.9	0.88	5.1	0.82	0.95	1.20
每股股息净值(Rmb)	0.01	0.06	0.15	0.25	71.7	0.26	5.1	0.25	0.29	0.36
每股账面价值	2.04	2.18	2.72	3.41	25.4	4.04	18.4	4.60	5.31	6.22
平均股数(稀释后)	4,858.24	6,778.04	6,277.70	6,786.02	8.1	6,786.02	0.0	6,786.02	6,786.02	6,786.02
资产负债表(Rmb 百万)										
现金和现金等价物	4,960	6,268	3,994	7,483	87.3	10,194	36.2	16,232	27,286	49,864
其他流动资产	8,484	7,571	6,238	6,992	12.1	6,964	-0.4	7,292	9,166	11,003
流动资产总额	13,444	13,839	10,232	14,475	41.5	17,158	18.5	23,524	36,453	60,867
有形固定资产净值	42,628	55,797	112,147	144,344	28.7	152,393	5.6	145,433	138,466	130,627
无形固定资产净值	1,313	2,721	2,925	3,090	5.6	3,246	5.0	3,391	3,527	3,654
投资/其他资产	63,525	73,539	34,255	13,632	-60.2	12,183	-10.6	21,447	28,422	27,623
总资产	120,911	145,896	159,559	175,541	10.0	184,979	5.4	193,796	206,868	222,771
应付账款和其他短期负债	8,187	13,827	12,361	13,077	5.8	13,176	0.8	13,470	16,254	19,102
短期债务	19,109	19,659	12,286	18,036	46.80	18,036	0.00	18,036	18,036	18,036
流动负债总额	27,296	33,486	24,648	31,113	26.2	31,213	0.3	31,506	34,291	37,138
长期债务	70,043	85,084	99,301	99,301	0.0	99,301	0.0	99,301	99,301	99,301
其它长期负债	1,817	1,847	1,877	1,877	0.0	1,877	0.0	1,877	1,877	1,877
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	99,156	120,416	125,825	132,290	5.1	132,390	0.1	132,684	135,468	138,315
普通股股东权益	11,475	12,287	18,460	23,145	25.4	27,410	18.4	31,205	36,008	42,186
少数股东权益	10,279	13,193	15,274	20,106	31.6	25,179	25.2	29,907	35,393	42,269
负债和权益总计	120,911	145,896	159,559	175,541	10.0	184,979	5.4	193,796	206,868	222,771
现金流量表(Rmb 百万)										
净利润(支付优先股股息前)	259	1,054	3,305	5,676	71.7	5,968	5.1	5,585	6,479	8,122
折旧和摊销	3,058	3,492	4,681	7,774	66.1	8,405	8.1	9,060	9,716	10,372
营运资本变动净值	(487)	201	699	(39)	-	129	-	(35)	910	1,011
其他营业性现金流	2,133	3,859	6,512	8,875	36.3	9,427	6.2	9,060	9,822	10,939
经营性现金流	4,964	8,606	15,198	22,286	46.6	23,929	7.4	23,671	26,926	30,443
有形资本支出	(16,275)	(19,593)	(16,034)	(18,267)	-13.9	(13,913)	23.8	(10,263)	(8,610)	(609)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	(48)	(523)	(850)	(632)	-	(632)	-	(632)	(632)	(632)
投资性现金流	(16,323)	(20,116)	(16,884)	(18,899)	-11.9	(14,545)	23.0	(10,894)	(9,242)	(1,240)
已付股息	(50)	(35)	(316)	(992)	-213.6	(1,703)	-71.7	(1,790)	(1,676)	(1,944)
股份发行/回购	5,773	2,201	480	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(3,423)	(5,163)	(7,511)	(4,657)	38.00	(4,970)	-6.73	(4,948)	(4,955)	(4,682)
债务及优先股变化	12,462	15,590	6,844	5,750	-15.99	0	-	0	0	0
融资性现金流	14,762	12,593	(503)	101	-	(6,673)	-	(6,739)	(6,630)	(6,625)
现金流量中现金的增加/(减少)	3,403	1,083	(2,189)	3,488	-	2,711	-22.3	6,038	11,054	22,578
外汇/非现金项目	661	225	(85)	0	-	0	75.0	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	4,064	1,308	(2,274)	3,488	-	2,711	-22.3	6,038	11,054	22,578

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

国投电力 (600886.SS)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	53.9	15.7	7.3	8.2	7.8	8.3	7.2	5.7
市盈率 (UBS, 稀释后)	53.9	15.7	7.3	8.2	7.8	8.3	7.2	5.7
股价/每股现金收益	4.2	3.4	3.0	3.4	3.2	3.2	2.9	2.5
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(80.7)	(71.0)	(3.6)	8.7	21.6	28.9	39.5	64.4
净股息收益率(%)	0.2	2.0	3.8	3.7	3.9	3.6	4.2	5.3
市净率	1.4	1.3	1.4	2.0	1.7	1.5	1.3	1.1
企业价值/营业收入(核心)	2.1	2.3	4.0	4.6	4.4	4.1	3.2	2.6
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	7.5	6.3	7.5	6.7	6.3	5.8	4.9	3.8
企业价值/息税前利润(核心)	15.3	10.6	10.8	9.9	9.1	8.7	7.3	5.6
企业价值/经营性自由现金流(核心)	15.1	10.3	10.5	9.8	9.1	8.6	7.2	5.5
企业价值/运营投入资本	1.0	1.2	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0
企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
市值	14,018	15,477	23,444	46,349	46,349	46,349	46,349	46,349
净债务 (现金)	84,192	98,474	107,593	109,854	107,143	101,105	90,051	67,473
少数股东权益	10,279	13,193	15,274	20,106	25,179	29,907	35,393	42,269
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	108,489	127,144	146,311	176,309	178,670	177,361	171,792	156,091
非核心资产	(63,179)	(72,627)	(33,892)	(13,312)	(11,878)	(21,154)	(28,140)	(27,351)
核心企业价值	45,310	54,517	112,419	162,997	166,792	156,207	143,652	128,739
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	36.1	10.0	18.7	25.3	7.9	-0.1	16.2	13.0
息税折旧摊销前利润(UBS)	0.7	43.8	74.4	60.4	10.3	1.6	8.6	13.8
息税前利润(UBS)	-3.0	74.5	101.8	57.8	11.3	-1.3	9.3	17.3
每股收益(UBS 稀释后)	-48.3	NM	NM	58.9	5.1	-6.4	16.0	25.4
每股股息净值	-40.0	NM	160.3	71.7	5.1	-6.4	16.0	25.4
利润率与盈利能力(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
毛利率	16.4	24.5	39.5	48.8	50.2	49.7	46.9	48.6
息税折旧摊销前利润率	27.7	36.2	53.2	68.1	69.6	70.8	66.2	66.7
息税前利润率	13.6	21.6	36.7	46.2	47.7	47.1	44.3	46.0
净利 (UBS) 率	1.2	4.4	11.7	16.0	15.6	14.6	14.6	16.2
ROIC (EBIT)	6.8	10.9	13.1	13.3	12.7	12.5	14.4	17.9
税后投资资本回报率	4.6	9.4	11.6	12.0	11.4	10.9	12.8	16.0
净股东权益回报率(UBS)	2.6	8.9	21.5	27.3	23.6	19.1	19.3	20.8
资本结构与覆盖率	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净债务/息税折旧摊销前利润	14.0	11.4	7.1	4.5	4.0	3.7	3.1	2.0
净债务/总权益 %	NM	NM	NM	254.0	203.7	165.4	126.1	79.9
净债务/(净债务 + 总权益) %	79.5	79.4	76.1	71.8	67.1	62.3	55.8	44.4
净债务/企业价值	NM	NM	95.7	67.4	64.2	64.7	62.7	52.4
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	168.8	115.5	90.3	6.0
资本支出/营业收入(%)	NM	NM	NM	NM	NM	26.8	19.4	1.2
息税前利润/净利息	1.4	1.7	2.4	2.8	2.8	2.6	2.8	3.3
股息保障倍数 (UBS)	8.5	3.3	3.6	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
股息支付率 (UBS) %	11.7	30.0	27.8	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
分部门收入 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	21,704	23,867	28,339	35,511	38,322	38,272	44,468	50,234
总计	21,704	23,867	28,339	35,511	38,322	38,272	44,468	50,234
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	2,952	5,151	10,394	16,404	18,264	18,034	19,707	23,116
总计	2,952	5,151	10,394	16,404	18,264	18,034	19,707	23,116

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

预测回报率

预测股价涨幅	+20.1%
预测股息收益率	3.7%
预测股票回报率	+23.8%
市场回报率假设	9.3%
预测超额回报率	+14.5%

风险声明

雅砻江下游锦屏一级电站是年调节电站，因此如果当年来水不佳，或出现输送地区用电需求下滑而无法消纳的情况，公司盈利恐将面临下行风险；煤炭占火电厂成本比例较高，如果煤价大幅上扬将给公司带来成本上升的风险；雅砻江下游电站还未建设完毕，存在投资超支的风险。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

分析师声明：每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	47%	34%
中性	股票预期回报在市场回报预期 ±6% 范围内。	42%	28%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	21%
短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2014 年 09 月 30 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

主要定义 **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）**：分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

例外和特殊案例 英国和欧洲投资基金的评级和定义： **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：郁威；徐颖真。

涉及报告中提及的公司的披露

公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
国投电力 ^{2,4}	600886.SS	买入	不适用	Rmb6.93	2014 年 10 月 08 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

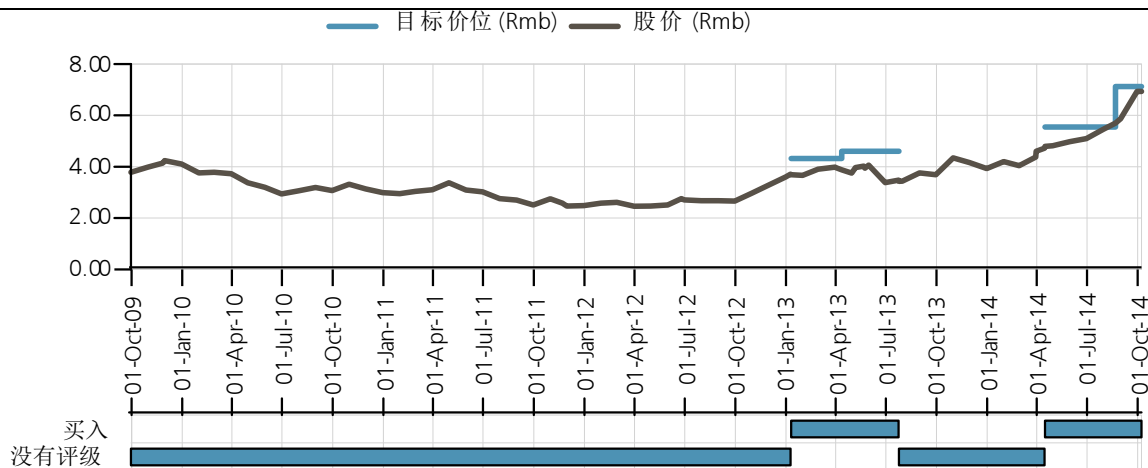
本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

2. 在过去的 12 个月里, UBS AG, 其关联单位或子公司曾担任该公司/实体或其关联单位证券发行或配售的经办人/联席经办人、承销商或证券配售代理。

4. 在过去的 12 个月里, UBS AG, 其关联单位或子公司在对该公司/实体的投资银行业务中取得过报酬。

除非特别指出, 请参考这份报告中的"价值与风险" 章节。

国投电力 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 10 月 8 日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额(或部分)取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

本文件及其中信息由瑞银研究部门提供,仅供作为一般背景信息。瑞银并未考虑任何接收方的具体投资目标、财务状况或具体需求。在任何情况下都不应将本文件及其中信息用于下列目的:

- (i) 估值或记账;
- (ii) 计算到期或应付款项、任何金融工具或金融合同的价格或价值;
- (iii) 衡量任何金融工具的表现。

对本文件及其中信息的接受即表示对瑞银保证不会将本文件或其中任何信息用于上述目的,或者依赖本文件或其中任何信息达到上述目的。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区：除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。**法国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局（ACP）和金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。**西班牙：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。**土耳其：**由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：**由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。**俄罗斯：**由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：**仅由 UBS AG 向机构投资者分发。UBS AG 受瑞士金融市场监督管理局（FINMA）监管。**意大利：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：**由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列：**本文件由 UBS Limited 分发，UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。UBS Limited 未按照《以色列顾问法》对持牌人的要求投保。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动，以获取手续费或其他收益。UBS Limited 及其关联机构可能更青睐与之有联系或可能与之有联系（此种联系遵循《以色列顾问法》的定义）的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格客户”，任何其他人士不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：**本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**美国：**由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构-- UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（“非美国关联机构”）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：**由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：**除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：**由 UBS Securities Asia Limited 和/或瑞银集团香港分支机构分发。**新加坡：**由 UBS Securities Pte. Ltd [mica (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：**由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 向专业投资者分发（除非另有许可）。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布人。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：**UBS AG 客户：由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）分发，UBS Securities Australia Ltd 客户：由 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。UBS Wealth Management Australia Ltd 客户：由 UBS Wealth Management Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231127）分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。UBS Securities Australia Limited 金融服务指南的网址为：www.ubs.com/ecs-research-fsg。**新西兰：**由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜：**由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业用户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国：**由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：**本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度：**由 UBS Securities India Private Ltd（公司识别码 U67120MH1996PTC097299），2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051 编制。电话号码：+912261556000 SEBI 注册号：NSE 现金交易：INB230951431，NSE 期货与期权：INF230951431；BSE 现金交易：INB010951437。

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。