

把握央企改革及電改先機

- 母企入選首批央企改革名單
- 把握電力市場化改革機遇
- 水電產量持續擴大，應可維持強勁增長

未予評級

2015 年 1 月 8 日

Luann Luo 羅菁

Tel: 852 2826 0011

luann.luo@cpy.com.hk



預期修訂 (%)

年結 31/12	13F	14F	15F
收入調整	N.A.	N.A.	N.A.
純利調整	N.A.	N.A.	N.A.
每股收益調整	N.A.	N.A.	N.A.

股票資料

12 個月高/低位 (元人民幣)	12.58/3.85
30 天日均成交	165.62
發行股份 (百萬)	6,786.02
市值 (百萬元人民幣)	83,060.92
	國投集團
主要股東 (%佔比)	(51.26%)

財務數據

年結 31/12	2012	2013	2014F	2015F
營業額 (百萬人民幣)	23,867	28,339	34,055	37,784
增幅 (%)	1	19	20	11
調整後純利 (百萬人民幣)	1,054	3,305	5,259	6,042
增幅 (%)	217	214	59	15
每股收益 (元人民幣)	0.19	0.53	0.77	0.89
增幅 (%)	252	179	45	16
市盈率 (倍)	19.23	7.42	15.80	13.76
市帳率 (倍)	0.06	0.15	0.23	0.25
息率 (%)	1.56	3.72	1.74	1.91

資料來源：彭博

催化劑

母企入選首批央企改革名單。國投電力為國家開發投資公司旗下的火電及水電運營商。國家開發投資公司(國投)被選定為首批 6 家央企改革試點之一。鑒於央企改革的聚焦在資產重組方面，我們期待引入大型私營企業參與經營，以增強企業資本實力及提高運營效率。國投電力作為國投項下優質的上市公司，有機會從中受益。國投 13 年全年及 14 年度首九個月錄得收入 283 億及 255 億元人民幣，按年分別增長 18%及 25%，其中逾七成為水力電力業務貢獻。

把握電力市場化改革機遇。發改委於去年底在深圳啟動電價改革試點，旨在將現行電網企業依靠買電、賣電獲取購銷差價收入的盈利模式，改為對電網企業實行總收入監管。這意味電價市場化進一步推進。我們預期全國電價改革將在 2015 年初展開，並預期電價較低的水電廠將成為主要受惠者。國投目前持有四川最大的水電站 -- 雅礮江水電 52%的權益，其 2014 年首九個月為公司貢獻 456 億千瓦時的發電量以及逾 50%的純利。

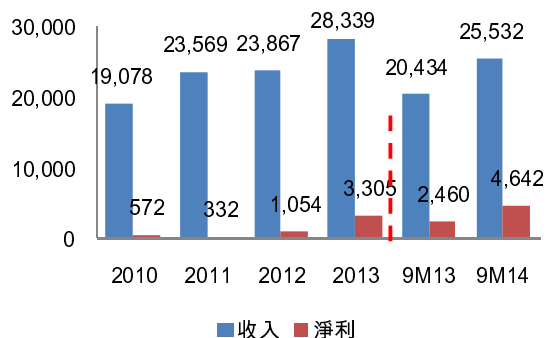
水電產量持續擴大，應可維持強勁增長。國投 14 年度首九個月純利按年增長 88.7%至 46 億元人民幣，主要是水電發電量按年增長 53.7%所促成。我們預期高速增長可持續：(1) 雅礮江水利資源豐富；(2) 產能強勁增長，去年第四季錦屏電站又一 600 兆瓦投產；(3) 錦屏一級電站的蓄水位維持在 1,880 米，足以保障 2015 年旱季發電所需；及 (4) 大型水電廠可享受增值稅退稅。

投資觀點

我們認為逐漸深化的電力改革將促使中國水電投資環境改善。同時鑒於港股中缺少水電股概念企業，因而優質 A 股同業成為此類概念股的不錯選擇。依傍豐富的雅礮江水利資源以及旗下高效能火電廠持續產生的穩定現金流，我們認為國投電力相比同業企業更具有競爭優勢。該股現價為 13.8 倍的 15 年度市盈率，相較其它 A 股水電股的 16 倍市盈率而言更為合理。

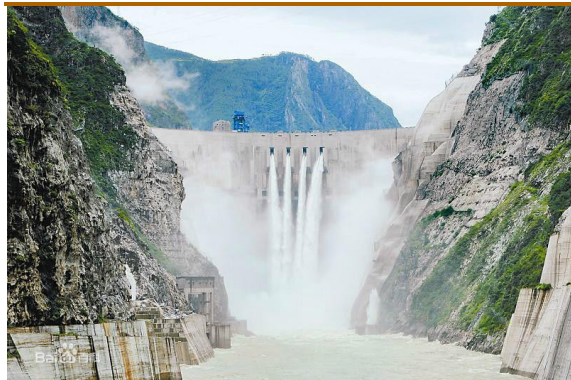
免責聲明：本報告純粹作為參考資料而不可視為要約購買或出售證券，雖然在編制本報告時常使用了一些相信其來源可靠的資料，但京華山一國際(香港)有限公司(“京華山一”)並不擔保此等資料是準確或完整的。京華山一亦有權更新或更改任何資料而不另行通知。京華山一、京華集團的任何公司以及與之關聯的任何個人均不會承擔因使用本報告或因依賴其內容而產生的任何法律責任。本報告的版權屬京華山一所有，未經京華山一書面同意，任何人不得因任何用途擅自複印或發布全部或部份內容。撰寫本報告的作者均屬證監會持牌代表，此等人士保證本報告的觀點均為其對有關報告提及的證券及發行者的真正看法。京華山一、京華集團的任何公司及其董事及僱員可能就本報告所涉及的任何證券持倉及進行交易，亦可能與客戶持相反的位置。

圖 1：歷史收入及純利（百萬人民幣）：14 年首三季增長強勁



資料來源：公司數據

圖 2：錦屏一級高拱壩：壩高 305 米，為中國最高



資料來源：百度

表 1：A 股電力同業比較

股份名稱	彭博代碼	市盈率		息率(%)		企業價值倍數	股本回報率(%)		市帳率	
		FY14F	FY15F	FY14F	FY15F		FY14F	FY14F	FY14F	FY15F
國投電力	600886 CH	15.8	13.8	1.7	1.9	9.5	24.1	3.7	3.1	
川投能源	600674 CH	18.5	16.0	0.8	1.1	77.5	24.5	3.6	2.9	
長江電力	600900 CH	17.6	16.9	2.9	3.0	11.5	12.9	2.2	2.0	
水電股平均		17.3	15.6	1.8	2.0	32.8	20.5	3.2	2.7	
華能國際	600011 CH	10.5	10.0	4.9	5.4	7.1	18.0	1.8	1.7	
華電國際	600027 CH	10.9	11.1	3.7	3.7	7.3	19.6	1.9	1.8	
國電電力	600795 CH	12.2	11.2	2.6	2.7	8.6	15.8	2.1	1.8	
粵電力 A	000539 CH	11.9	11.2	2.5	2.9	6.3	14.6	1.7	1.5	
大唐發電	601991 CH	21.2	16.2	1.8	2.3	10.1	9.8	2.0	1.8	
深圳能源	000027 CH	16.7	16.9	2.7	2.7	9.3	11.1	1.8	1.7	
火電股平均		13.9	12.8	3.0	3.3	8.1	14.8	1.9	1.7	

資料來源：彭博及京華山一

推薦定義：

對於股票建議：買入：未來 12 個月預期回報達 15%或以上。
觀望：未來 12 個月預期回報達 15%和-5%之間。
沽售：未來 12 個月潛在下行空間超過 5%。

本人，Luann Luo，羅菁，為該研究報告之作者及香港證券及期貨事務監察委員會（“證監會”）之第四類受規管活動持牌人士。本人在此聲明，該研究報告中的觀點均為本人對提及的證券及發行者的真正看法，而本人所得之補償與該研究報告中所述之觀點無任何直接或間接的關係。除此之外，本人在此確認 (a) 本人或本人之有聯繫者，並非本人在該研究報告中所評論的上市法團的高級人員；及 (b) 本人或本人之有聯繫者，對本人在該研究報告中所評論的股票無任何財務權益。