国联证券 GUOLIAN SECURITIES

证券研究报告

业绩增幅明显，售电量和自发水电量双双增长

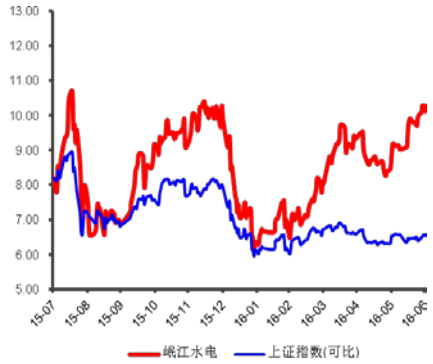
环保新能源

2016 年 7 月 31 日

—岷江水电（600131）年报点评

评级：推荐（首次覆盖）

最近 52 周走势：



相关研究报告：

报告作者：

分析师：马宝德

执业证书编号：S0590513090001

联系人：

顾泉 虞栋

电话： 0510-82833217

Email: guquan@glsc.com.cn

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。**国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。**

事件： 近日,公司披露了《2016 年半年报》。2016 年上半年，公司收入实现 5.45 亿元，同比增长 25.58%; 归母净利实现 1.24 亿元，同比增长 60.98%。

点评：

- **半年报业绩增幅明显，售电量和自发水电量双双增长。**公司供电区域内大客户完成技改扩建后，用电量增长，公司完成发电量 2.92 亿千瓦时，同比增加 22.70 %；售电量 16.47 亿千瓦时，同比增加 24.05 %；营业总收入 5.45 亿元，同比增长 25.58 %。公司利润总额 1.36 亿元，同比增加 73.94 %；基本每股收益 0.245 元，同比增加 61.18%。得益于贷款额减少及贷款利率下降等影响，财务费用 2681 万元，同比减少约 830 万元，同比减少 23.59%。受全资子公司阿坝州华西沙牌发电有限责任公司本期收到财产保险赔偿款等影响，公司营业外收支净额同比增加约 1,160 万元。公司持股 40%的四川福堂水电有限公司及持股 47.265%的黑水冰川水电开发有限责任公司本期业绩同比减少，投资收益同比减少约 1,100 万元。

  公司沙牌电厂、九加一公司所属一颗印电站及下庄电厂增效扩容改造工程项目陆续投运发电，自发水电量提升明显，提升了公司电力业务毛利率。2016 年，公司电力业务实现毛利率 23.23%，同比提升 5.31 个百分点。

- **灾后重建和增效扩容，装机容量较大增长，提升自发水电占比。**

  公司全资子公司阿坝州华西沙牌发电有限责任公司所属沙牌电厂（装机容量 3.6 万千瓦）于 2013 年 7 月 10 日遭受洪水、泥石流冲击，损毁严重。历经两年多的恢复重建，沙牌电厂 1 号机组（装机容量 1.8 万千瓦）已于 2016 年 2 月 2 日投入运行，预计 1 号机组 2016 年将增加约 7000 万千瓦时的发电量。沙牌电厂 2 号

机组（装机容量 1.8 万千瓦）于 2016 年 5 月 24 日正式投入运行，预计 2 号机组 2016 年将增加约 5000 万千瓦时的发电量。2016 年上半年，阿坝州华西沙牌发电有限责任公司完成发电量 3992.22 万千瓦时，实现营业收入 952.02 万元，实现净利润 1,041.33 万元。

公司所属下庄电厂增效扩容改造工程项目于 2014 年 4 月正式启动，历经两年多的建设，该项目已基本建设竣工。该工程项目完成后，下庄电厂总装机容量将由技改前的 1.171 万千瓦增至 2.9 万千瓦。下庄电厂 3 号机组（装机容量 0.5 万千瓦）已于 2016 年 6 月 27 日投入运行，2 号机组（装机容量 1.2 万千瓦）已于 2016 年 7 月 4 日投入运行，剩余 1 号机组（装机容量 1.2 万千瓦）正在进行安装调试。目前，杨家湾电站进行整改，预计今年投运。

2015 年公司自有及控股装机容量为 20.29 万千瓦，其中在运机组装机容量为 10.94 万千瓦，剩余机组 9.35 万千瓦都将在 2016 年陆续投运，投运机组的大幅提升，有利于增加自发水电占比。

2016 年 1 月执行的新电价调整影响偏中性。公司于 2016 年 3 月 1 日收到阿坝藏族羌族自治州发展和改革委员会《关于全州电价分类结构调整方案的通知》。非居民生活用电、商业用电、非普工业用电、邮政通讯用电、施工用电等 5 类电价类别归并为一般工商业及其他（施工用电）用电电价类别 0.60 元/千瓦时（含税，不含政府性基金及附加）。 一般工商业及其他用电类别中的施工用电价格从 0.50 元/千瓦时调整为 0.65 元/千瓦时（含税，不含政府性基金及附加）。根据公司 2015 年度销售实际结算数据测算，上述电价调整预计将增加公司年度利润约 170 万元。

- **首次覆盖，给予“推荐”评级。**不考虑增发摊薄等因素，我们预计公司 2016-2018 年，EPS 分别为 0.42 元、0.55 元和 0.71 元，分别对应 26.9 倍、20.8 倍、16.60 倍 PE。目前，公司自发水电约占总售电量 17%左右，**考虑到公司装机量提升带动自发水电量快速增长，叠加电改背景下外购电价下降趋势，首次覆盖，给予“推荐”评级。**
- **风险提示：**销售电价下调风险；发电量不及预期；电改推进不及预期风险。

财务报表及指标预测

财务报表预测与财务指标 单位：百万

利润表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	**829.8**	**935.9**	**1,169.9**	**1,333.7**	**1,493.7**
YOY(%)	*7.5%*	*12.8%*	*25.0%*	*14.0%*	*12.0%*
营业成本	647.9	749.8	883.3	946.8	994.4
营业税金及附加	5.3	5.3	6.6	7.6	8.5
销售费用	9.2	9.9	12.3	14.1	15.8
占营业收入比(%)	*1.1%*	*1.1%*	*1.1%*	*1.1%*	*1.1%*
管理费用	61.6	63.3	79.1	90.2	101.0
占营业收入比(%)	*7.4%*	*6.8%*	*6.8%*	*6.8%*	*6.8%*
EBIT	**238.8**	**194.3**	**278.3**	**365.9**	**469.0**
财务费用	78.7	63.6	51.3	67.6	75.1
占营业收入比(%)	*9.5%*	*6.8%*	*4.4%*	*5.1%*	*5.0%*
资产减值损失	-0.5	1.3	1.3	1.3	1.3
投资净收益	105.1	98.9	102.0	103.0	107.0
营业利润	**132.7**	**141.7**	**237.9**	**309.2**	**404.7**
营业外净收入	27.1	-11.3	-11.3	-11.3	-11.3
利润总额	**159.8**	**130.4**	**226.7**	**297.9**	**393.5**
所得税	8.0	6.7	18.7	29.2	43.0
所得税率(%)	*5.0%*	*5.1%*	*8.2%*	*9.8%*	*10.9%*
净利润	**151.8**	**123.8**	**208.0**	**268.7**	**350.5**
占营业收入比(%)	*18.3%*	*13.2%*	*17.8%*	*20.1%*	*23.5%*
少数股东损益	-4.3	-2.9	-4.8	-6.2	-8.2
归属母公司净利润	**156.1**	**126.7**	**212.8**	**274.9**	**358.6**
YOY(%)	*196.3%*	*-18.9%*	*68.0%*	*29.2%*	*30.4%*
EPS（元）	**0.31**	**0.25**	**0.42**	**0.55**	**0.71**

主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	*7.5%*	*12.8%*	*25.0%*	*14.0%*	*12.0%*
营业利润	*111.3%*	*6.8%*	*67.9%*	*30.0%*	*30.9%*
净利润	*196.3%*	*-18.9%*	*68.0%*	*29.2%*	*30.4%*
获利能力					
毛利率(%)	*21.9%*	*19.9%*	*24.5%*	*29.0%*	*33.4%*
净利率(%)	*18.3%*	*13.2%*	*17.8%*	*20.1%*	*23.5%*
ROE(%)	*19.4%*	*14.0%*	*19.1%*	*19.8%*	*20.6%*
ROA(%)	*10.8%*	*8.4%*	*9.3%*	*10.1%*	*11.7%*
偿债能力					
流动比率	*0.31*	*0.23*	*0.14*	*0.13*	*0.13*
速动比率	*0.30*	*0.23*	*0.14*	*0.12*	*0.13*
资产负债率%	*63.1%*	*60.3%*	*62.5%*	*61.8%*	*56.7%*
营运能力					
总资产周转率	*37.5%*	*40.6%*	*39.2%*	*36.8%*	*37.3%*
应收账款周转天数	3.6	7.8	-1.4	6.1	-0.5
存货周转天数	0.6	0.5	0.8	0.4	0.7
每股指标（元）					
每股收益	0.31	0.25	0.42	0.55	0.71
每股净资产	1.60	1.80	2.22	2.75	3.45
估值比率					
P/E	**36.7**	**45.3**	**26.9**	**20.8**	**16.0**
P/B	7.1	6.3	5.1	4.1	3.3

资产负债表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
现金	98.1	79.6	117.0	133.4	149.4
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收款项净额	17.9	25.8	14.9	30.3	19.0
存货	1.0	0.9	1.9	1.1	2.0
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
流动资产总额	**117.0**	**106.3**	**133.8**	**164.8**	**170.4**
固定资产净值	1,177.8	1,157.4	1,570.8	2,078.1	2,538.7
减:资产减值准备	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产净额	1,177.8	1,157.4	1,570.8	2,078.1	2,538.7
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	429.9	559.5	700.0	700.0	500.0
固定资产清理	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产总额	**1,607.7**	**1,716.9**	**2,270.8**	**2,778.1**	**3,038.7**
无形资产	21.6	23.1	22.5	21.9	21.3
长期股权投资	440.9	434.4	536.4	639.4	746.4
其他长期资产	24.7	24.5	24.4	24.3	24.2
资产总额	**2,211.9**	**2,305.1**	**2,987.9**	**3,628.5**	**4,001.0**
循环贷款	0.0	0.0	493.2	837.6	882.0
应付款项	154.1	183.6	168.2	199.7	182.5
预提费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流动负债	278.3	278.3	278.3	278.3	0.0
流动负债	**432.4**	**461.9**	**939.8**	**1,315.6**	**1,064.6**
长期借款	950.0	865.0	865.0	865.0	865.0
应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
负债总额	**1,394.7**	**1,389.4**	**1,867.3**	**2,243.1**	**2,270.4**
少数股东权益	1.4	(2.9)	(5.8)	(10.6)	(16.9)
股东权益	802.6	901.2	1,106.1	1,370.8	1,716.1
负债和股东权益	**2,197.3**	**2,290.6**	**2,973.4**	**3,613.9**	**3,986.5**

现金流量表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
税后利润	151.8	123.8	208.0	268.7	350.5
加：少数股东损益	(4.3)	(2.9)	(4.8)	(6.2)	(8.2)
公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
折旧和摊销	65.7	0.0	406.8	528.1	663.0
营运资金的变动	(44.4)	29.9	(306.3)	(343.3)	(451.6)
经营活动现金流	173.1	153.6	308.5	453.6	561.9
短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产投资	49.5	(35.8)	(709.6)	(709.6)	(509.6)
投资活动现金流	49.5	(35.8)	(709.6)	(709.6)	(509.6)
股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期贷款的增加/(减少)	0.0	0.0	100.0	100.0	0.0
公司债券发行/（偿还）	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股利分配	0.0	25.2	3.1	4.0	5.2
计入循环贷款前融资活动	(79.0)	(89.0)	(54.7)	(72.0)	(80.7)
循环贷款的增加(减少)	(148.4)	(37.2)	493.2	344.4	44.4
融资活动现金流	(227.4)	(126.2)	438.5	272.4	(36.3)
现金净变动额	**(4.8)**	**(8.4)**	**37.4**	**16.4**	**16.0**

无锡
国联证券股份有限公司 研究所
江苏省无锡市滨湖区金融一街 8 号楼国联金融大厦 9F
电话：0510-82833337
传真：0510-82833217
上海
国联证券股份有限公司 研究所
上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
电话：021-38991500
传真：021-38571373
北京
国联证券股份有限公司 研究所
北京市海淀区首体南路 9 号主语国际 4 号楼 12 层
电话：010-68790997
传真：010-68790897
深圳
国联证券股份有限公司 研究所
广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层
电话：0755-82878221
传真：0755-82878221

国联证券投资评级：

类别	级别	定义
股票投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为－10%～10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级，提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责条款：

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会，还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。