

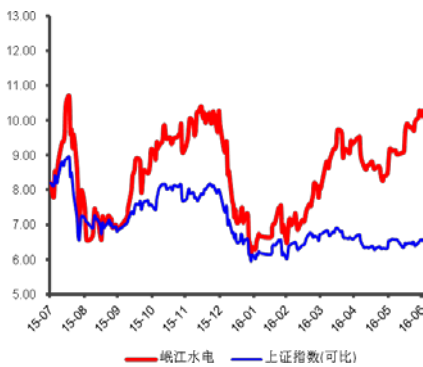
环保新能源

2016 年 8 月 1 日

—岷江水电（600131）年报点评

评级：推荐（维持）

最近 52 周走势：



相关研究报告：

《岷江水电（600131）半年报点评：业绩增幅明显，售电量和自发电电量双双增长》

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: guguan@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《关于下庄电厂 1 号机组投产发电的公告》。

点评：

➤ 下庄电厂 1 号机组投产，增效扩容效果将显。

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，该项目已建设竣工。1 号机组 1.2 万千瓦于 2016 年 7 月 31 日正式投入运行。另外，下庄电厂 3 号、2 号机组已分别于 2016 年 6 月 27 日和 2016 年 7 月 4 日投运。至此，下庄电厂 3 台机组全部投运，预计 2016 年将完成约 6,400 万千瓦时的发电量。

➤ 灾后重建和增效扩容，装机容量较大增长，提升自发电占比。

公司旗下沙牌电厂（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。2017 年以前，公司发电量有望获得较快增长。

公司所属下庄电厂增效扩容改造工程项目历经两年多的建设，已经建设竣工。下庄电厂总装机容量由技改前的 1.171 万千瓦增至 2.9 万千瓦。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类工商业及其他（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）。一类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。

- **维持“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27.36倍、20.89倍、16.18倍PE。目前，公司自发电约占总售电量17%左右，**考虑到公司装机量提升带动自发电快速增加，叠加电改背景下外购电价下降趋势，维持“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	资产负债表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	829.8	935.9	1,169.9	1,333.7	1,493.7	现金	98.1	79.6	117.0	133.4	149.4
YOY(%)	7.5%	12.8%	25.0%	14.0%	12.0%	交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业成本	647.9	749.8	883.3	946.8	994.4	应收款项净额	17.9	25.8	14.9	30.3	19.0
营业税金及附加	5.3	5.3	6.6	7.6	8.5	存货	1.0	0.9	1.9	1.1	2.0
销售费用	9.2	9.9	12.3	14.1	15.8	其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
占营业收入比(%)	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	流动资产总额	117.0	106.3	133.8	164.8	170.4
管理费用	61.6	63.3	79.1	90.2	101.0	固定资产净值	1,177.8	1,157.4	1,570.8	2,078.1	2,538.7
占营业收入比(%)	7.4%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	减: 资产减值准备	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	238.8	194.3	278.3	365.9	469.0	固定资产净额	1,177.8	1,157.4	1,570.8	2,078.1	2,538.7
财务费用	78.7	63.6	51.3	67.6	75.1	工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
占营业收入比(%)	9.5%	6.8%	4.4%	5.1%	5.0%	在建工程	429.9	559.5	700.0	700.0	500.0
资产减值损失	-0.5	1.3	1.3	1.3	1.3	固定资产清理	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	105.1	98.9	102.0	103.0	107.0	固定资产总额	1,607.7	1,716.9	2,270.8	2,778.1	3,038.7
营业利润	132.7	141.7	237.9	309.2	404.7	无形资产	21.6	23.1	22.5	21.9	21.3
营业外净收入	27.1	-11.3	-11.3	-11.3	-11.3	长期股权投资	440.9	434.4	536.4	639.4	746.4
利润总额	159.8	130.4	226.7	297.9	393.5	其他长期资产	24.7	24.5	24.4	24.3	24.2
所得税	8.0	6.7	18.7	29.2	43.0	资产总额	2,211.9	2,305.1	2,987.9	3,628.5	4,001.0
所得税率(%)	5.0%	5.1%	8.2%	9.8%	10.9%	循环贷款	0.0	0.0	493.2	837.6	882.0
净利润	151.8	123.8	208.0	268.7	350.5	应付款项	154.1	183.6	168.2	199.7	182.5
占营业收入比(%)	18.3%	13.2%	17.8%	20.1%	23.5%	预提费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
少数股东损益	-4.3	-2.9	-4.8	-6.2	-8.2	其他流动负债	278.3	278.3	278.3	278.3	0.0
归属母公司净利润	156.1	126.7	212.8	274.9	358.6	流动负债	432.4	461.9	939.8	1,315.6	1,064.6
YOY(%)	196.3%	-18.9%	68.0%	29.2%	30.4%	长期借款	950.0	865.0	865.0	865.0	865.0
EPS (元)	0.31	0.25	0.42	0.55	0.71	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
主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	负债总额	1,394.7	1,389.4	1,867.3	2,243.1	2,270.4
成长能力						少数股东权益	1.4	(2.9)	(5.8)	(10.6)	(16.9)
营业收入	7.5%	12.8%	25.0%	14.0%	12.0%	股东权益	802.6	901.2	1,106.1	1,370.8	1,716.1
营业利润	111.3%	6.8%	67.9%	30.0%	30.9%	负债和股东权益	2,197.3	2,290.6	2,973.4	3,613.9	3,986.5
净利润	196.3%	-18.9%	68.0%	29.2%	30.4%	现金流量表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
获利能力						税后利润	151.8	123.8	208.0	268.7	350.5
毛利率(%)	21.9%	19.9%	24.5%	29.0%	33.4%	加: 少数股东损益	(4.3)	(2.9)	(4.8)	(6.2)	(8.2)
净利率(%)	18.3%	13.2%	17.8%	20.1%	23.5%	公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE(%)	19.4%	14.0%	19.1%	19.8%	20.6%	折旧和摊销	65.7	0.0	406.8	528.1	663.0
ROA(%)	10.8%	8.4%	9.3%	10.1%	11.7%	营运资金的变动	(44.4)	29.9	(306.3)	(343.3)	(451.6)
偿债能力						经营活动现金流	173.1	153.6	308.5	453.6	561.9
流动比率	0.31	0.23	0.14	0.13	0.13	短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
速动比率	0.30	0.23	0.14	0.12	0.13	长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资产负债率%	63.1%	60.3%	62.5%	61.8%	56.7%	固定资产投资	49.5	(35.8)	(709.6)	(709.6)	(509.6)
营运能力						投资活动现金流	49.5	(35.8)	(709.6)	(709.6)	(509.6)
总资产周转率	37.5%	40.6%	39.2%	36.8%	37.3%	股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收账款周转天数	3.6	7.8	-1.4	6.1	-0.5	长期贷款的增加/(减少)	0.0	0.0	100.0	100.0	0.0
存货周转天数	0.6	0.5	0.8	0.4	0.7	公司债券发行/(偿还)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
每股指标(元)						股利分配	0.0	25.2	3.1	4.0	5.2
每股收益	0.31	0.25	0.42	0.55	0.71	计入循环贷款前融资活动	(79.0)	(89.0)	(54.7)	(72.0)	(80.7)
每股净资产	1.60	1.80	2.22	2.75	3.45	循环贷款的增加(减少)	(148.4)	(37.2)	493.2	344.4	44.4
估值比率						融资活动现金流	(227.4)	(126.2)	438.5	272.4	(36.3)
P/E	36.7	45.3	26.9	20.8	16.0	现金净变动额	(4.8)	(8.4)	37.4	16.4	16.0
P/B	7.1	6.3	5.1	4.1	3.3						

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

免责声明:

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。