国投电力 2016 年报点评：水火两重天，价值重估时

国投电力(600886.CH/人民币 7.34, 未有评级)2016 年业绩符合市场预期，因煤价上涨和电价下调，火电板块盈利同比明显下降。因锦官机组上网电价下调，水电板块盈利略降，但仍维持在高水平，是公司盈利的主要来源。雅砻江中游水电开发进展顺利，公司长期投资价值突出。

【事件】

近日，公司公布 2016 年年报，全年发电量 1,204.36 亿千瓦时，同比增长 5.69%；营业收入 292.71 亿元，同比降低 6.42%；归属净利润 39.16 亿元，同比降低 27.84%。

【点评】

1、公司业绩符合市场预期。报告期内，公司 1,204.36 亿千瓦时、上网电量 1,173.02 亿千瓦时，同比分别增长 5.69%和 5.74%。平均上网电价 0.289 元/千瓦时,同比降低 11.35%。受电价下调和煤炭价格上升等因素影响，公司 2016 年完成营收 292.71 亿元，同比降低 6.42%；营业成本 151.01 元，同比增加 1.01%；营业利润 84.87 亿元，同比下降 11.26%；利润总额 89.17 亿元，同比下降 18.80%；净利润 78.60 亿元，同比下降 22.20%；归属净利润 39.16 亿元，同比下降 27.86%，符合市场预期。

2、因煤价上涨和电价下调，火电板块盈利同比明显下降。公司主营业务为发电业务，包括水电、火电、风电和光伏，2016 年公司发电业务营收 289.13 亿元，占比 98.78%。火电方面，由于 2016 年新增装机 200 万千瓦，发电量 389.04 亿千瓦时，同比微增 0.61%。但上网电价由于标杆电价下调和市场电比例增加，全年平均上网电价为 0.338 元/千瓦时，同比下降 13.42%，导致火电业务营收为 104.86 亿元，同比减少 12.96%。此外，由于煤炭价格的大幅上涨，最终火电业务实现毛利润 18.38 亿元，同比下降 45.80%，毛利率为 17.53%，同比减少 10.62 个百分点。2016 年火电实现净利润 2.78 亿元，归属净利润为 1.85 亿元，贡献的每股收益为 0.027。

3、因锦官机组上网电价下调，水电板块盈利略降，但仍维持在高水平。公司水电利用小时为 4,822 小时，同比增长 228 小时，发电量为 804.69 亿千瓦时，同比增长 8.23%，但由于雅砻江水电锦官电源组送江苏上网电价降价、送四川和重庆让利、市场化交易电量增大，公司水电平均电价为 0.262 元/千瓦时，同比下降 9.62%。受此影响，公司水电业务实现营收为 179.25 亿元，同比下降 2.42%，毛利润 122.16 亿元，同比下降 4.01%，毛利率为 68.15%，同比减少 1.13 个百分点。尽管盈利同比有些下降，但仍然保持在高盈利水平。2016 年公司水电板块实现净利润 80.68 亿元，净利率高达 44.89%，其中雅砻江水电的净利率为 44.68%。

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

公用事业与环保

李怡棉*
证券投资咨询业务证书编号：S1300516040001
(8610) 66229366
yimian.li@bocichina.com

**孙曙光为本报告重要贡献者*

4、水电板块，尤其是雅砻江水电是公司盈利的主要来源。公司水电板块在 2016 年共贡献净利润 80.68 亿元，归属净利润 42.00 亿元，是公司归属净利润的 107.25%，是扣非后归属净利润的 97.11%，对应的每股收益为 0.619。其中雅砻江水电 2016 年贡献的归属净利润为 38.10 亿元，是公司归属净利润的 97.29%，是扣非后归属净利润的 88.09%，对应的每股收益为 0.561。因此，水电，特别是雅砻江水电是公司最主要的利润来源。

5、雅砻江中游水电开发进展顺利，公司长期投资价值突出。雅砻江下游 1,470 万千瓦装机已经全部投产完毕，中游的两河口和杨房沟水电站共 450 万千瓦的装机已经开始建设。雅砻江中游水电站规划 1,184.5 万千瓦装机，相当于现在官锦机组的 109.68%，此外雅砻江上游水电站 2025 年将陆续投产，届时公司将新增 325 万千瓦的水电装机。尽管雅砻江中上游电站由于地理位置开发难度较大，单位千瓦造价较高，但仍具备和下游电站相当的盈利能力，中游电站在 2020 年前后开始陆续投产，公司届时将迎来又一轮股价爆发期。

图表 1 业绩摘要

(人民币，百万)	**2015 年度**	**2016 年度**	**同比(%)**
营业收入	31,279.70	29,270.80	(6.42)
营业税及附加	477.81	457.55	(4.24)
净营业收入	31,279.70	29,270.80	(6.42)
营业成本	14,949.96	15,100.63	1.01
销售费用	6.56	6.00	(8.53)
管理费用	867.13	935.50	7.89
营业利润	9,564.40	8,487.24	(11.26)
非经常性项目	1,892.53	1,188.18	(37.22)
经常性投资收益	551.03	631.23	14.56
净财务费用	5,890.14	5,042.20	(14.40)
利润总额	10,980.64	8,917.10	(18.79)
所得税	878.05	1,057.49	20.44
少数股东损益	4,675.06	3,943.16	(15.66)
归属母公司股东净利润	5,427.52	3,916.45	(27.84)
扣除非经常性损益的净利润	3,534.99	2,728.27	(22.82)
每股收益(元)	0.80	0.58	(27.84)
扣非后每股收益(元)	0.52	0.40	(22.82)
盈利能力(%)			
综合业务毛利率	52.21	48.41	
经营利润率	30.58	29.00	
净利率	17.35	13.38	
扣非后净利率	11.30	9.32	

资料来源：公司数据，中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；

谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；

持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称"中银国际集团"）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道1045号
7 Bryant Park 15楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371