

强烈推荐-A (维持)

国投电力 600886.SH

目标估值: 7.10-8.20 元

当前股价: 5.90 元

2013 年 1 月 11 日

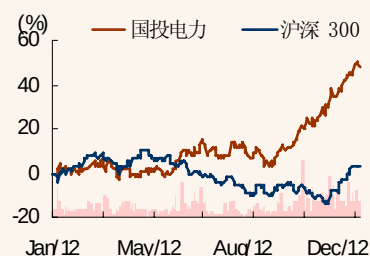
水火并举, 高速扩张, 成长明确

基础数据

上证综指	2284
总股本 (万股)	352030
已上市流通股 (万股)	352030
总市值 (亿元)	208
流通市值 (亿元)	208
每股净资产 (MRQ)	3.4
ROE (TTM)	4.8
资产负债率	81.6%
主要股东	国家开发投资公司
主要股东持股比例	61.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	7	31	51
相对表现	-5	26	44



资料来源: 港澳资讯、招商证券

相关报告

- 1、《国投电力 (600886) - 国投电力 (600886) - 电价批复超预期, 有效提升盈利能力》2012/12/25
- 2、《国投电力 (600886) - 剥离亏损资产, 迎来快速发展期》2012/12/19

彭全刚

010-57601860
pengqg@cmschina.com.cn
S1090511030016

侯鹏

010-57601861
houp@cmschina.com.cn
S1090512030006

研究助理

张晨

010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn

事件:

2013 年 1 月 10 日, 公司公告, 其子公司雅砻江水电公司锦屏二级水电站和国投伊犁能源公司新机组投产:

- **锦屏二级水电站:** 2 号机组完成 72 小时试运行, 自 2013 年 1 月 10 日转入商业运行。
- **国投伊犁电厂:** 首台机组于 2012 年末完成 168 小时试运行, 转入商业运行。

评论:

1、锦屏二级, 雅砻江上的明珠

锦屏二级电站总装机 480 万千瓦, 共安装 8 台 60 万千瓦水轮发电机组, 是雅砻江上水头最高、装机规模最大的水电站。

- **联合调度, 指标优越。** 随着上游大型水库的投产, 锦屏二级电站与锦屏一级联合运行, 其多年平均发电量可达 237.6 亿千瓦时, 再与上游两河口联合运行, 多年平均发电量将达 242.3 亿千瓦时, 技术经济指标十分优越。
- **送出有保障。** 锦屏二级与锦屏一级 (360 万千瓦)、官地电站 (240 万千瓦), 作为一组电源点, 通过锦屏-苏南 ± 800KV 特高压, 远距离、大容量西电东送至华东电网, 目前, 该特高压已经正式运营, 由于华东地区电价较高、电力需求旺盛, 因此, 公司电量销纳乐观, 送出有保障。
- **电价有优势。** 近期, 发改委批复了锦屏、官地电源组上网电价, 统一按照 0.3203 元/千瓦时执行, 电费统一向国家电网公司结算, 并不执行四川省电力公司的丰枯分时电价, 将使得锦屏二级电价执行得到保障, 优势明显, 好于市场预期。

2、伊犁电厂, 热电联产样板工程

国投伊犁电厂, 由公司控股 60% 的国投伊犁能源开发有限公司负责建设和管理 (国投煤炭公司控股 40%), 是伊犁州最大的热电联产项目, 也是伊犁州重大项目中的“样板企业”, 是促进伊犁州民生发展的重要工程。

- **建设规模。** 项目建设 2 台 33 万千瓦国产燃煤供热发电机组, 并配套建设热网工程。
- **输电规模。** 项目投产后将每年向新疆电网输送约 30 亿千瓦时的电量, 除满足伊犁地区用电需求外, 同时还可满足供热需求。

另外，国投伊犁能源还规划有二期项目 2×60 万千瓦电厂，年产 300 万吨井工矿项目、年产 400 万吨露天矿项目、年产 1000 万吨井工矿项目，铁路专用线项目，5600 万立方米水库项目等，从而形成以电、煤、水、运为核心的产业布局，综合效益显著。

3、水火并举，公司进入快速发展期

水电，雅砻江进入收获期。随着雅砻江下游多个大型水电站集中投产，公司水电资产迎来收获季节。本次锦屏二级 2 号机组投产后，公司水电控股装机达到 832 万千瓦，占公司总装机容量的 48%，未来两年，公司还将新增水电装机 840 万千瓦，水电资产再翻一番，扩张迅猛。

火电，规模、盈利双丰收。国投伊犁电厂首台机组投产后，公司控股火电装机 850 万千瓦，占比 49%，与水电规模相当，预计到 2015 年，公司火电将达到 1508 万千瓦，近一番。同时，公司火电受益于 2011 年电价上调、2012 年燃煤成本下降，整体盈利大幅提升，近期，公司拟挂牌转让唯一亏损的曲靖电厂，未来公司火电将实现规模、盈利双丰收。

4、维持“强烈推荐”投资评级

目前，公司水电业务进入集中投产期、火电业绩全面改善，2015 年，公司水电、火电装机均将翻番，规模快速扩张，盈利不断提升。我们预测公司 2012-2014 年 EPS 为 0.26、0.47、0.67 元，公司处于高速成长阶段，估值较低，同时，国投集团准备以不超过 10 亿元增持公司股票，支持公司发展，我们维持“强烈推荐”投资评级，目标价 7.1~8.2 元。

5、风险提示。公司水电比重高，来水将对公司业绩形成较大影响。水电工程建设工期较长，项目有投产滞后和投资超概算的风险。

图1：雅砻江大河湾示意图



资料来源：公司公告，招商证券

图2：锦屏二级西端闸坝示意图



资料来源：公司公告，招商证券

表 1、雅砻江干流梯级水电项目的开发时序和进度表预计

序号	项目	装机	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	...	25
1	桐子林	60	开工				30	30								
2	二滩	330	运营	330												
3	下游 官地	240	开工		180	60										
4	锦屏二级	480	开工		60	180	180	60								
5	锦屏一级	360	开工			120	180	60								
6	卡拉	100	拟建								50	50				
7	杨房沟	150	拟建								60	90				
8	中游 孟地沟	184	拟建									46	92	46		
9	楞古	271.8	拟建							90.6	181					
10	牙根	150	拟建						60	90						
11	两河口	300	筹建						50	200	50					
	上游 上游 10 级	325	规划													325
总装机容量		2951	330	330	570	930	1320	1470	1580	1961	2302	2488	2580	2626	...	2951

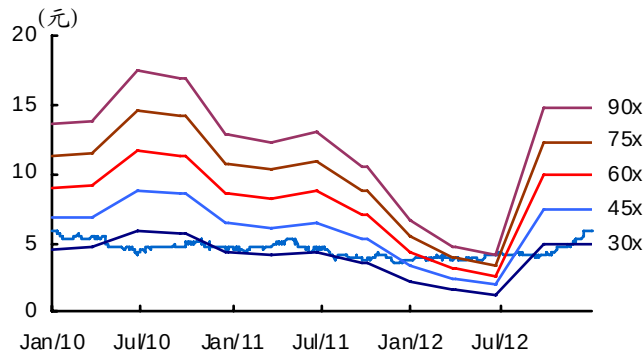
资料来源：公司公告，招商证券整理

图 3、国投伊犁电厂示意图



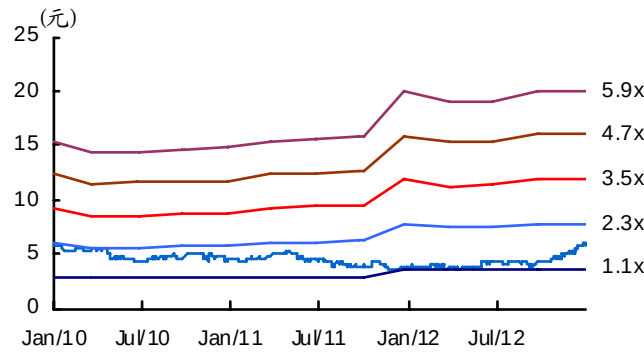
资料来源：公司公告，招商证券整理

图 4：国投电力历史 PE Band



资料来源：港澳资讯，招商证券

图 5：国投电力历史 PB Band



资料来源：港澳资讯，招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

彭全刚：清华大学博士，长期从事电力行业研究工作，曾供职于中国华能集团公司、国务院电力体制改革工作小组办公室，2007 年加入招商证券。现为招商证券研究董事、首席电力与公用事业研究员，曾获《新财富》2008～2012 年电力与公用事业最佳分析师、《证券市场周刊》水晶球奖 2009～2012 年最佳分析师、《中国证券报》2010～2012 年“中国证券业金牛分析师”。

侯鹏：清华大学硕士，曾供职于国家开发投资公司旗下国投电力公司，2010 年加入招商证券，现为招商证券研究副董事，电力与公用事业行业分析师。曾获《新财富》2012 年电力与公用事业最佳分析师、《证券市场周刊》水晶球奖 2012 年最佳分析师、《中国证券报》2012 年“中国证券业金牛分析师”。

张晨：清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券电力及公用事业行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告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。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。