



全年业绩低于预期，靓丽季报值得期待

中信证券研究部

2015年1月9日

姓名：崔霖

电话：021-20262124

邮件：cuil@citics.com

执业证书编号：S1010513080002

姓名：王海旭

电话：021-20262112

邮件：wanghx@citics.com

执业证书编号：S1010510120063

投资评级

买入 (维持)

当前价：21.52 元

目标价：26.40 元

事项：

公司发布 2014 年业绩预增公告，经公司财务部门初步测算，预计 2014 年公司实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比，将增加 154% 左右。对此我们点评如下：

评论：

雅砻江公司致业绩低于预期

公司业绩预告对应 2014 年 EPS 约 1.57 元，低于我们此前预期的 1.71 元，或主要与雅砻江公司贡献低于预期有关。我们预计雅砻江公司 2014 年全年业绩约 70~71 亿元 (Q4 单季 13~14 亿元)，低于我们此前预期约 6 亿元；可能与 4 季度特别是 12 月单月电量较少以及年末投产的锦屏二级 2 台机组折旧计提但出力较少等因素有关。

2015 年业绩增长明确，靓丽一季报值得期待

就 2015 年，公司业绩增长较为明确，一方面，雅砻江公司 2014 年投产的 6 台机组将全年贡献产生一部分增量利润；另一方面，锦屏一级大坝已蓄水至 1880m，蓄水释放将极大提升公司枯期发电量，我们预计雅砻江公司 2015~2016 年净利润分别为 90/85 亿元，对应贡献公司 EPS 分别为 1.96/1.84 元。展望 2015 年一季报，由于锦屏一级库容将在一季度的枯期放水，雅砻江公司业绩的充分释放有望促公司一季报表现靓丽，单季接近翻倍的增长值得期待。

风险提示：来水低于预期

维持“买入”评级

鉴于业绩低于预期，我们下调公司 2014~2016 年盈利预测至 1.57/2.03/1.94 元 (原为 1.71/2.12/2.00)，目前股价对应 P/E 分别为 13.7/10.6/11.1 倍。鉴于水电现金流稳定，符合港股投资者偏好，在沪港通的推动下，水电估值有望继续提升，或从 P/E 估值逐步向 DCF 估值切换，给予 2015 年 13 倍 PE，对应目标价 26.4 元，维持“买入”评级。

表 1：公司盈利预测及估值

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1,137	1,148	1,106	1,106	1,106
增长率 YoY%	-1.2	1.0	-3.7	0.0	0.0
净利润(百万元)	410	1,366	3,461	4,481	4,286
增长率 YoY%	17.3	233.0	153.3	29.5	-4.4
每股收益 EPS(基本)(元)	0.21	0.66	1.57	2.03	1.94
净资产收益率 ROE%	4.8	13.0	22.9	24.2	19.9
PE	103.4	32.4	13.7	10.6	11.1
PB	5.0	4.2	3.1	2.6	2.2

资料来源：Wind，中信证券研究部测算

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,137	1,148	1,106	1,106	1,106
营业成本	595	588	625	625	625
毛利率	47.6%	48.8%	43.5%	43.5%	43.5%
营业税金及附加	12	12	12	12	12
营业费用	16	23	37	37	37
营业费用率	1.4%	2.0%	3.3%	3.3%	3.3%
管理费用	91	75	87	97	102
管理费用率	8.0%	6.5%	7.8%	8.7%	9.2%
财务费用	319	296	327	294	279
财务费用率	28.0%	25.8%	29.5%	26.6%	25.2%
投资收益	457	1,491	3,542	4,540	4,334
营业利润	467	1,452	3,561	4,581	4,386
营业利润率	41.1%	126.5%	321.9%	414.2%	396.5%
营业外收入	21	18	0	0	0
营业外支出	3	17	0	0	0
利润总额	485	1,453	3,561	4,581	4,386
所得税	19	30	40	40	40
所得税率	67.6%	-79.0%	211.8%	96.8%	77.7%
少数股东损益	56	57	60	60	60
归属于母公司股东的净利润	410	1,366	3,461	4,481	4,286
净利率	36.1%	119.0%	312.9%	405.1%	387.4%
每股收益 (元) (基本)	0.21	0.66	1.57	2.03	1.94

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	410	1,366	3,461	4,481	4,286
少数股东损益	56	57	60	60	60
折旧和摊销	254	231	214	214	214
营运资金变动	-46	34	-7	3	1
其他	-38	-1,002	-3,216	-4,246	-4,055
经营现金流	635	687	512	512	506
资本支出	-66	-30	0	0	0
投资收益	294	517	3,542	4,540	4,334
资产变卖	0	0	-162	0	0
其他	-2,261	-778	-2,396	-1,268	-539
投资现金流	-2,032	-290	984	3,271	3,795
发行股票	1,911	0	1,307	0	0
负债变化	-124	60	-2,210	1,424	-249
股息支出	-322	-367	-471	-1,333	-1,623
其他	-23	-18	0	0	0
融资现金流	1,443	-324	-1,374	91	-1,872
现金及现金等价物变动	47	72	123	3,874	2,429

资料来源：中信量化投资分析系统

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	459	530	653	4,528	6,956
存货	56	93	62	63	63
应收账款	257	266	243	243	243
其他流动资产	115	107	110	110	110
流动资产	887	996	1,069	4,944	7,372
固定资产	4,329	4,037	3,823	3,610	3,397
长期股权投资	10,307	11,965	14,361	15,629	16,168
无形资产	34	34	34	34	34
其他长期资产	146	188	350	350	350
非流动资产	14,816	16,223	18,568	19,622	19,948
资产总计	15,703	17,219	19,637	24,566	27,320
短期借款	520	1,220	500	500	500
应付账款	111	122	125	125	125
其他流动负债	793	779	720	722	724
流动负债	1,423	2,122	1,345	1,347	1,349
长期负债	3,631	3,070	2,763	2,487	2,238
其他长期负债	1,819	1,185	2	1,702	1,702
非流动性负债	5,450	4,255	2,765	4,188	3,940
负债合计	6,873	6,376	4,109	5,536	5,288
股本	1,973	2,060	2,204	2,204	2,204
资本公积	4,600	5,258	6,421	6,421	6,421
股东权益合计	8,829	10,843	15,527	19,030	22,032
少数股东权益	330	355	415	475	535
负债股东权益总计	15,703	17,219	19,637	24,566	27,320

主要财务指标

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率 (%)					
营业收入	-1.2	1.0	-3.7	-	-
营业利润	14.0	211.0	145.2	28.6	-4.3
净利润	17.3	233.0	153.3	29.5	-4.4
利润率 (%)					
毛利率	47.6	48.8	43.5	43.5	43.5
EBITMargin	37.1	39.2	31.2	30.3	29.9
EBITDAMargin	59.4	59.4	50.6	49.7	49.2
净利率	36.1	119.0	312.9	405.1	387.4
回报率 (%)					
净资产收益率	4.8	13.0	22.9	24.2	19.9
总资产收益率	2.6	7.9	17.6	18.2	15.7
其他 (%)					
资产负债率	43.8	37.0	20.9	22.5	19.4
所得税率	67.6	-79.0	211.8	96.8	77.7
股息率	-	0.3	0.3	2.2	2.8

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。