

煤价压力加大

国投电力 2007 年年报点评

报告摘要：

- 公布2007年年报：实现营业收入66.49 亿元，同比增长7.02%；净利润5.52亿元，同比增长24.76%，基本每股收益0.6322元（按现有股本完全摊薄后则为0.524元），略低于市场预期。分配预案：每10股派发红利1.16元(含税)。
- 净利润增长幅度较大的主要原因是靖远三期的全面投产，2006年增发收购的三个项目在本年全年贡献利润，以及2007年收购的小三峡公司大峡电站20%的股权和厦门嵩屿电厂一期9.4%的股权在07年产生效益。
- 业绩低于市场预期的主要原因是受到煤价上涨的影响，公司下半年业绩远低于上半年业绩：公司控股火电厂07年标煤单价432.87 元/吨，比2006年增加36.92元/吨，涨幅9.3%，与全国水平相当。但上半年标煤单价仅为408,43元/吨，下半年约为446元/吨，较上半年上涨9.2%。从旗下电厂的表现来看：曲靖电厂由于云南煤炭供应紧张导致发电量减少和煤价飙升，下半年亏损达到12550万元，极大拖累了业绩；广西北海和厦门华夏由于煤价上涨较多，下半年业绩明显下滑。

表1：国投电力和旗下电厂上、下半年度净利润情况（单位：万元）

	靖远二	小三峡	曲靖	华夏	北海	徐州	国安	国投电力
1H07	18107	9624	4074	13516	7077	17196	4171	30773
2H07	18584	12732	-12550	9529	-110	23244	10389	24469
2007	36691	22356	-8476	23045	6967	40440	14560	55242

资料来源：公司半年报和年报

- 公司08年煤价的压力加大，预计全年涨幅超过15%，高于全国平均水平。由于公司07和08年投产项目不足（乌金峡水电站和华润三期预计在09年开始投产），无法依靠外延式扩张来抵御煤价的上涨，因此公司08年业绩下滑成为意料之事。
- 作为国家开发投资公司电力业务的核心公司，大股东会不断将优质资产注入上市公司，托管电厂将是公司主要的可选目标。目前公司托管项目的权益容量为344万千瓦，高于公司目前305万千瓦的权益容量，资产注入空间广阔，但预计其时间可能有所推后。
- 假设08年下半年进行煤电联动，电价上调2%，同时不考虑资产注入，我们预计公司08年EPS为0.46元，下滑13%；09年受到煤电联动翘尾因素和新机投产的影响，预计EPS可达到0.60元。如果考虑到08年的资产注入，EPS将在此基础上有10~20%的上升。
- 由于公司08年业绩压力极大，我们将公司的评级由“买入-A”下调为“增持-A”，目标价位18元。

财务和估值数据摘要

利润表(百万元)	2006	2007	2008F	2009F	2010F
主营业务收入	4,217.0	6,649.0	7,103.8	7,203.2	7,330.3
Growth(%)	38.0%	57.7%	6.8%	1.4%	1.8%
净利润	410.7	552.4	480.0	631.1	762.5
Growth(%)	8.2%	34.5%	-13.1%	31.5%	20.8%
主营利润率(%)	28.8%	25.2%	19.5%	20.9%	21.4%
净利润率(%)	9.7%	8.3%	6.8%	8.8%	10.4%
每股收益(元)	0.39	0.52	0.46	0.60	0.72
每股净资产(元)	2.97	3.97	4.31	4.76	5.30
市盈率	38.80	28.85	33.20	25.25	20.90
市净率	5.09	3.81	3.50	3.17	2.85
净资产收益率(%)	20.8%	22.3%	17.1%	17.9%	17.6%
投资回报率(%)	10.3%	10.3%	8.2%	9.4%	10.7%
EV/EBITDA	11.75	9.77	10.85	9.49	8.31
股息收益率	0.46%	0.77%	0.75%	0.99%	1.20%

敬请参阅报告结尾处免责声明

评级：

增持-A

上次评级：买入-A

目标价格：18.00 元

期限：3 个月 上次预测：24.00 元

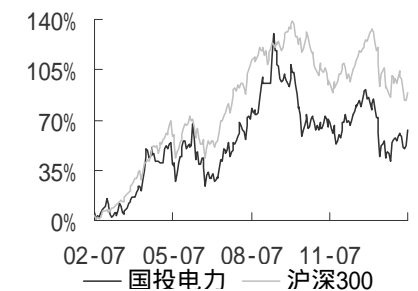
现价：15.11 元

报告日期：2008-02-28

市场数据

总市值(百万元)	15,935.43
流通市值(百万元)	10,292.65
总股本(百万股)	1,054.63
流通股本(百万股)	681.18
12 个月最高/最低	11.15/23.00 元
十大流通股东(%)	34.32%
股东户数	

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	13.70	0.67	(26.12)
绝对收益	5.08	(0.85)	62.68

研究员

张龙

首席行业分析师

021-68801213

zhanglong@essences.com.cn

前期研究成果

国投电力：资产注入预期明确	2007-12-12
国投电力：低价配股点评	2007-09-04
低价配股与资产注入	2007-08-29

财务报表预测和估值数据汇总

模型更新时间

2008-02-28

财务报表(百万元)						模型更新时间					
	2006	2007	2008F	2009F	2010F		2006	2007	2008F	2009F	2010F
利润表(百万元)						财务指标					
主营业务收入	4,217.0	6,649.0	7,103.8	7,203.2	7,330.3	销售利润率					
减:主营业务成本	2,991.2	4,953.6	5,699.0	5,678.4	5,738.1	主营业务利润率	28.8%	25.2%	19.5%	20.9%	21.4%
减:营业税金	11.6	21.0	21.1	21.8	24.5	EBITDA Margin	45.8%	40.1%	34.5%	37.7%	40.1%
主营业务利润	1,214.2	1,674.4	1,383.7	1,501.9	1,565.8	EBIT Margin	27.7%	24.7%	19.8%	22.5%	24.3%
加:其他业务利润	10.1	-	-	-	-	NOPLAT Margin	25.3%	21.6%	17.0%	19.6%	21.1%
减:营业费用	10.9	9.4	9.0	9.0	9.0	净利润率	9.7%	8.3%	6.8%	8.8%	10.4%
减:管理费用	136.7	181.8	138.9	139.4	139.4	投资资本效率					
减:财务费用	336.7	599.0	518.1	506.2	493.9	固定资产周转率	0.45	0.53	0.57	0.60	0.64
营业利润	740.0	894.8	717.7	847.3	923.5	流动资金周转率	-34.21	-206.78	11.55	7.68	7.83
加:投资收益	91.9	158.5	170.7	266.4	366.8	流动资产周转率	3.15	2.72	2.35	2.34	2.35
加:非经常性损益	-8.9	6.1	-	-	-	应收帐款周转率	7.61	8.22	7.10	6.29	6.30
利润总额	822.9	1,059.4	888.4	1,113.7	1,290.2	存货周转率	24.58	28.82	24.39	20.14	20.18
减:所得税	72.9	139.9	125.4	144.2	169.6	总资产周转率	0.32	0.38	0.39	0.40	0.43
净利润	410.7	552.4	480.0	631.1	762.5	投资资本周转率	0.41	0.48	0.48	0.48	0.51
资产负债表(百万元)	2006	2007	2008F	2009F	2010F	投资回报率					
货币资金	507.9	1,338.0	852.5	864.4	879.6	ROE	20.8%	22.3%	17.1%	17.9%	17.6%
应收帐款	755.2	863.5	1,136.6	1,152.5	1,172.9	ROA	6.2%	7.9%	6.6%	8.0%	9.3%
应收票据	83.7	213.2	142.1	144.1	146.6	ROIC(税前)	11.3%	11.8%	9.5%	10.8%	12.3%
存货	234.0	227.4	355.2	360.2	366.5	ROIC(税后)	10.3%	10.3%	8.2%	9.4%	10.7%
其他流动资产	322.2	342.8	568.3	576.3	586.4	增长率					
固定资产净额	12,077.0	12,848.2	12,133.8	11,768.7	10,984.0	主营收入增长率	38.0%	57.7%	6.8%	1.4%	1.8%
在建工程	1,426.8	973.6	993.6	593.6	251.1	主营利润增长率	23.7%	37.9%	6.8%	8.5%	4.3%
其他固定资产	118.1	4.8	5.0	5.0	5.0	EBITDA 增长率	17.1%	38.0%	-8.0%	10.8%	8.3%
其他资产	1,686.2	1,229.7	2,131.1	2,160.9	2,199.1	EBIT 增长率	14.2%	40.5%	-14.3%	15.2%	10.1%
资产总额	17,211.2	18,041.2	18,318.1	17,625.6	16,591.3	NOPLAT 增长率	11.8%	34.6%	-15.8%	16.7%	9.9%
短期债务	2,597.0	2,417.3	4,617.4	4,682.1	4,764.7	净利润增长率	8.2%	34.5%	-13.1%	31.5%	20.8%
应付帐款	413.9	842.4	797.9	795.0	803.3	投资资本增长率	86.5%	5.5%	6.5%	-2.4%	-4.9%
应付票据	-	29.6	-	-	-	财务杠杆					
其他流动负债	1,454.3	692.2	669.2	727.5	744.0	资产负债率	70.2%	64.4%	61.4%	55.3%	46.9%
长期负债合计	7,618.7	7,551.6	5,168.0	3,543.7	1,471.9	负债权益比	386.3%	277.5%	247.5%	194.2%	139.2%
其他债务	-	85.5	-	-	-	净负债权益比	-309.9%	-205.9%	-196.0%	-146.2%	-95.4%
负债总额	12,083.9	11,618.5	11,252.5	9,748.2	7,783.9	流动比率	0.43	0.75	0.50	0.50	0.50
少数股东权益	1,998.8	2,236.0	2,518.9	2,857.3	3,215.5	速动比率	0.37	0.69	0.44	0.44	0.44
股本	813.5	1,054.6	1,054.6	1,054.6	1,054.6	分红指标	2006	2007	2008F	2009F	2010F
留存收益	2,315.0	3,132.0	3,492.0	3,965.4	4,537.2	DPS(元)	0.07	0.12	0.11	0.15	0.18
股东权益	3,128.4	4,186.6	4,546.6	5,020.0	5,591.8	分红比率	17.8%	22.3%	25.0%	25.0%	25.0%
负债与股东权益	17,211.2	18,041.2	18,318.1	17,625.6	16,591.3	股息收益率	0.46%	0.77%	0.75%	0.99%	1.20%
现金流量表(百万元)	2006	2007	2008F	2009F	2010F	业绩和估值指标	2006	2007	2008F	2009F	2010F
EBIT	1,168.6	1,641.6	1,406.5	1,619.9	1,784.2	EBITDA	1,930.7	2,664.1	2,450.9	2,715.0	2,941.3
减:EBIT的税赋	103.5	218.1	198.5	209.7	234.5	EBIT	1,168.6	1,641.6	1,406.5	1,619.9	1,784.2
NOPLAT	1,065.1	1,423.4	1,207.9	1,410.2	1,549.6	NOPLAT	1,065.1	1,434.2	1,207.9	1,410.2	1,549.6
加:折旧	762.1	1,022.6	1,044.4	1,095.1	1,157.1	净利润	410.7	552.4	480.0	631.1	762.5
减:营运资本变动	(446.6)	628.8	666.0	(21.7)	18.4	EPS(元)	0.39	0.52	0.46	0.60	0.72
经营活动现金流	2,273.8	1,817.2	1,586.4	2,527.0	2,688.4	BVPS(元)	2.97	3.97	4.31	4.76	5.30
资本支出	(6,251.2)	(1,793.7)	(330.0)	(730.0)	(372.5)	PE(X)	38.80	28.85	33.20	25.25	20.90
其他净资产变动	(1,227.9)	655.3	(978.2)	(29.5)	(37.8)	PB(X)	5.09	3.81	3.50	3.17	2.85
投资活动现金流	(7,479.1)	(1,138.4)	(1,308.2)	(759.5)	(410.2)	CAGR	15.4%	11.3%	18.4%		
营运自由现金流	(5,205.3)	678.7	278.1	1,767.5	2,278.1	PEG	2.52	2.54	1.80		
税后财务费用	(306.9)	(519.9)	(445.0)	(440.7)	(429.0)	EV/EBITDA	11.75	9.77	10.85	9.49	8.31
付息债务变动	4,334.2	(246.8)	(192.3)	(1,560.0)	(1,989.5)	EV/EBIT	19.41	15.85	18.90	15.90	13.71
股东权益变动	1,749.5	1,058.2	360.0	473.4	571.8	EV/NOPLAT	21.30	18.14	22.01	18.26	15.78
红利	(73.3)	(122.9)	(120.0)	(157.8)	(190.6)	EV/IC	1.68	1.82	1.75	1.74	1.73
少数股东权益变动	339.3	367.1	283.0	338.4	358.2	ROIC/WACC	2.13	1.54	1.23	1.35	1.51
融资活动现金流	6,358.2	1,292.8	(613.5)	(1,337.8)	(1,667.7)	REP	0.79	1.19	1.43	1.29	1.14

资料来源:安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

张龙，电力行业首席分析师，毕业于清华大学，工学硕士，4年证券从业经验。2007年4月加盟安信证券研究中心。新财富2007年最佳分析师“电力及公用事业”行业第三名。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%；
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

销售联系人

梁涛

021-68801216

李国瑞

021-68801229

马正南

010-66581668

何诗钊

0755-82558082

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

ligr@essences.com.cn

北京联系人

mazn@essences.com.cn

深圳联系人

hesz2@essences.com.cn

张勤

021-68801217

李昕

010-66581689

潘琳

0755-82558268

李瑾

0755-82558084

上海联系人

zhangqin@essences.com.cn

北京联系人

lixin@essences.com.cn

深圳联系人

panlin@essences.com.cn

深圳联系人

lijin@essences.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层
邮编: 518026

上海

上海市浦东南路528号上海证券大厦北塔2008室
邮编: 200120

北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层
邮编: 100034