

电力研究小组
 010-88087783
 pengqg@cmschina.com.cn

2009年1月19日

国电电力 (600795.SH)/6.04元

电力恢复盈利，向相关产业扩张

公用事业·电力

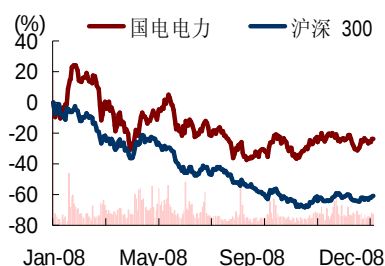
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	1987
总股本(万股)	544777
已上市流通股(万股)	413325
总市值(亿元)	329
流通市值(亿元)	250
每股净资产(MRQ)	2.6
ROE(TTM)	3.7
资产负债率	69.9%
主要股东	中国国电集团公司
主要股东持股比例	46.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	-9	-33
相对表现	-1	19	31



相关报告

- 1、《国电电力深度报告——稳健经营抵御行业风险，未来成长值得期待》2008/05/16
- 2、《国电电力(600795)-收购英力特集团有利于公司长期发展》
- 3、《三季报点评——多重因素导致公司利润下降》2008/10/30
- 4、《2008 中报点评——业绩好于预期，抗风险能力较强》2008/08/28
- 5、《2007 年报点评——收购项目对利润增长贡献较大》2008/02/14

我们预测，由于煤价下跌，国电电力在发电量大幅下降的 12 月份仍能实现盈利。通过参股左云、同忻煤矿，合作开发蒙冀煤电一体化项目，收购英力特集团，国电电力实现了向上下游相关产业的扩张。我们相信公司的长期发展潜力，维持“审慎推荐”的投资评级。

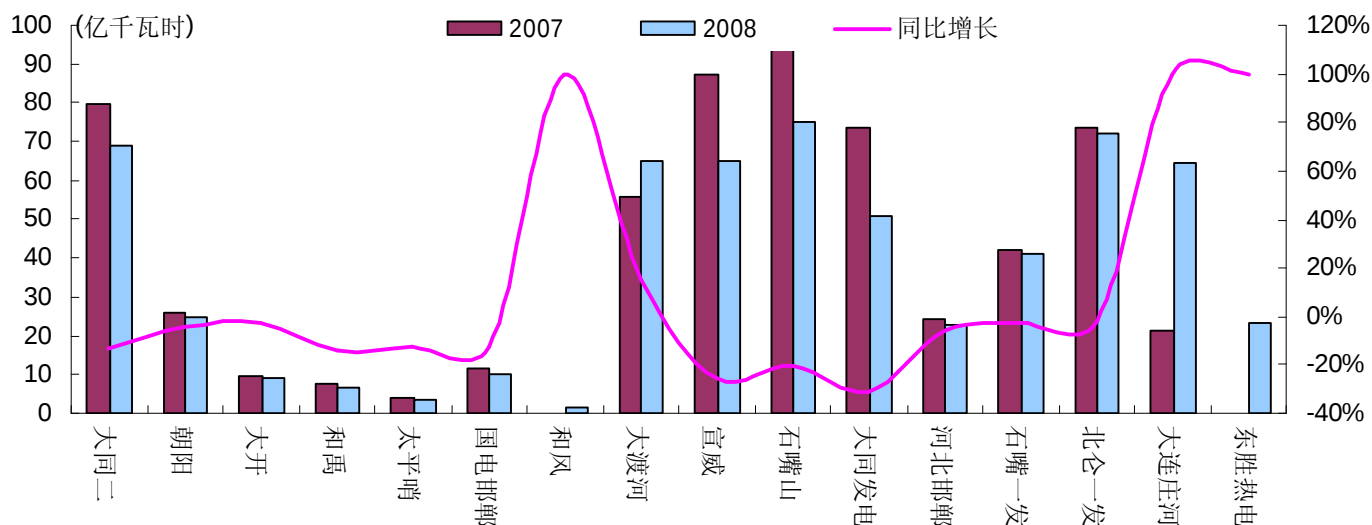
- q 2008 年公司发电量下降 1%，基本与 07 年持平。除新投产火电机组，其它火电机组的发电量都不同程度出现了同比下降，7 个火电厂的发电量同比下降幅度超过 10%。其中，下降幅度最大的大同、宣威、石嘴山电厂全年降幅都超过 20%。这些电厂第四季度发电量降幅都在 40% 左右，基本上是一半机组处于待机状态。全年发电量降幅较小，主要得益于新增火电机组贡献发电量和 大渡河流域发电量同比增长 15%。
- q 电煤合同尚未签订，预期合同煤价下跌。目前五大集团与煤炭企业的电煤合同尚未签订，五大集团一致的目标是 2009 年电煤合同价要降到 2007 年底的水平，主要是 2008 年初的合同价比 2007 年涨了 15% 左右，而且一年中合同价格仍不断上涨。虽然合同尚未签订，但是公司各电厂供煤正常，电煤运力还在按照 2008 年合同进行安排。
- q 通过控股和参股向上下游相关产业延伸。国电电力正在积极向上游煤炭产业和下游高耗电产业延伸产业链：在煤炭产业方面，公司参与整合大同周边的左云煤矿，实现产能 300 万吨；通过参股同忻煤矿，获得 1000 万吨产能中 49% 的供应量，冀蒙煤电一体化项目 2011 年可以实现 1000 万吨的产能。通过收购英力特集团，间接进入煤化工产业，英力特运行和在建项目都要消耗大量电力，与国电电力在宁夏的电厂形成互补。
- q 盈利开始恢复，维持“审慎推荐”的投资评级：虽然发电量下降较多，但是我们判断 12 月份国电电力已经开始盈利。预计公司 2008~2010 每股收益分别为 0.02 元、0.27 元和 0.4 元。我们判断，公司为了实现 2010 年权益装机容量达到 2000 万千瓦的目标，仍会继续收购母公司国电集团的优质资产，从而实现上市公司的外延式扩张。

财务数据与估值

会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	14535	17467	16930	22151	23941
同比增长	32%	20%	-3%	31%	8%
营业利润(百万元)	2143	3011	176	2752	4120
同比增长	22%	40%	-94%	1459%	50%
净利润(百万元)	1426	1711	93	1445	2163
同比增长	59%	20%	-95%	1459%	50%
每股收益(元)	0.59	0.63	0.02	0.27	0.40
PE	8.6	8.0	296.4	19.0	12.7
PB	2.3	2.0	2.0	1.9	1.7

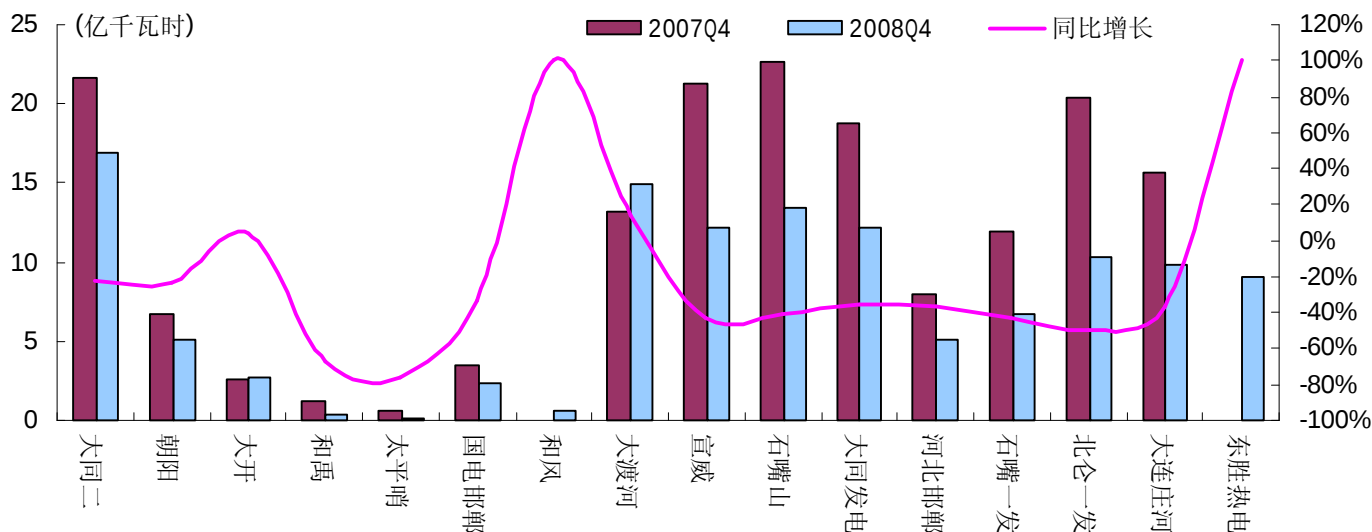
资料来源：招商证券

图1: 国电电力控股电厂2008年发电量同比变动情况



数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图2: 国电电力控股电厂第四季度发电量环比变动情况



数据来源: 公司公告, 招商证券整理

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	7894	11031	10750	14035	16301
现金	989	1582	1300	2664	4475
交易性投资	50	0	0	0	0
应收票据	44	116	85	111	120
应收款项	1954	2640	2527	3306	3573
其它应收款	288	256	169	222	239
存货	1397	2031	2208	2560	2614
其他	3171	4405	4461	5172	5280
非流动资产	38131	48575	51221	53339	57166
长期股权投资	4301	4804	5500	6000	6500
固定资产	22635	27976	36518	41414	46396
无形资产	367	483	435	391	352
其他	10828	15312	8768	5534	3917
资产总计	46025	59606	61971	67374	73466
流动负债	13059	23766	23068	23841	24492
短期借款	6471	13752	14276	14500	15000
应付账款	2259	2788	2974	3448	3520
预收账款	938	1814	1487	1724	1760
其他	3391	5413	4331	4169	4212
长期负债	17031	16123	19081	22081	25081
长期借款	12628	12381	15381	18381	21381
其他	4403	3741	3700	3700	3700
负债合计	30089	39889	42150	45922	49574
股本	2436	2724	5448	5448	5448
资本公积金	3826	4755	2031	2031	2031
留存收益	4475	5940	6004	7016	8530
少数股东权益	5198	6298	6338	6957	7884
母公司所有者权益	10737	13419	13484	14495	16009
负债及权益合计	46025	59606	61971	67374	73466

现金流量表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	3699	4340	2152	4147	6506
净利润			93	1445	2163
折旧摊销			1984	2382	2674
财务费用			1194	1373	1547
投资收益			-140	-300	-500
营运资金变动			-1023	-1379	-306
其它			45	627	929
投资活动现金流	-8680	-13740	-4620	-4500	-6500
资本支出			-4000	-4000	-6000
其他投资			-620	-500	-500
筹资活动现金流	4429	9993	2186	1717	1804
借款变动			3309	3224	3500
普通股增加			2724	0	0
资本公积增加			-2724	0	0
股利分配			-28	-433	-649
其他			-1095	-1073	-1047
现金净增加额	-552	593	-282	1364	1810

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	14535	17467	16930	22151	23941
营业成本	11325	13183	14870	17240	17600
营业税金及附加	184	232	220	288	311
营业费用	50	25	17	22	24
管理费用	526	648	593	775	838
财务费用	711	872	1194	1373	1547
资产减值损失	51	64	0	0	0
公允价值变动收益	19	0	0	0	0
投资收益	437	567	140	300	500
营业利润	2143	3011	176	2752	4120
营业外收入	62	159	30	30	30
营业外支出	25	47	30	30	30
利润总额	2180	3122	176	2752	4120
所得税	332	578	44	688	1030
净利润	1848	2544	132	2064	3090
少数股东损益	422	834	40	619	927
母公司所有者净利润	1426	1711	93	1445	2163
EPS (元)	0.59	0.63	0.02	0.27	0.40

主要财务比率

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
年成长率					
营业收入	32%	20%	-3%	31%	8%
营业利润	22%	40%	-94%	1459%	50%
净利润	59%	20%	-95%	1459%	50%
获利能力					
毛利率	22.1%	24.5%	12.2%	22.2%	26.5%
净利率	9.8%	9.8%	0.5%	6.5%	9.0%
ROE	13.3%	12.7%	0.7%	10.0%	13.5%
ROIC	6.9%	6.9%	2.1%	5.7%	7.1%
偿债能力					
资产负债率	65.4%	66.9%	68.0%	68.2%	67.5%
净负债比率	41.5%	44.2%	47.9%	48.8%	49.5%
流动比率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.7
速动比率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.6
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转率	9.9	7.7	7.0	7.2	6.8
应收帐款周转率	8.7	7.6	6.6	7.6	7.0
应付帐款周转率	5.6	5.2	5.2	5.4	5.1
每股资料(元)					
每股收益	0.59	0.63	0.02	0.27	0.40
每股经营现金	1.52	1.59	0.39	0.76	1.19
每股净资产	4.41	4.93	2.48	2.66	2.94
每股股利	0.18	0.14	0.01	0.08	0.12
估值比率					
PE	8.6	8.0	296.4	19.0	12.7
PB	1.1	1.0	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	14.1	11.0	19.7	10.1	7.9

分析师简介

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。多次参加国家发改委、国家电监会、中国电力企业联合会、中国价格协会组织的专项课题研究工作，对电力工业发展规律有较为深刻的认识。《新财富》2008 年电力与公用事业最佳分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容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。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

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 $\pm 5\%$ 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

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。