

分析师： 虞亚新 027-65799581 yuyx@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖风 (8621) 63217917 yangjf@cjsc.com.cn

水火相济确定比较优势，项目优质奠定良好成长

事件描述

近日，我们拜访了国电电力，就公司目前经营状况及未来成长与公司高管进行了充分交流。

事件评论

一、受金融危机影响，公司发电量大幅下滑

2008 年，公司完成发电量 604.29 亿千瓦时，同比下降 1.05%；主要得益于公司 2008 年相继投产了和风风电约 20 万千瓦风电机组和内蒙古东胜热电 66 万千瓦机组。剔除新建机组，2008 年公司完成发电量为 579.6 万千瓦时，同比下降 5.1%。1-2 月份发电量仍未出现明显好转迹象。

表 2：公司下属电厂 2008 年累计发电量略有下降

下属电厂	发电量								同比
	07Q1	07Q1-2	07Q1-3	07Q1-4	08Q1	08Q1-2	08Q1-3	08Q1-4	
国电大同第二发电	16.8	36.51	57.94	79.63	18.86	35.8	52.1	68.97	-13.39%
朝阳发电厂	5.88	12.47	19.16	25.82	6.7	12.8	19.6	24.7	-4.34%
大连开发区热电厂	2.73	5.03	7	9.64	2.69	4.7	6.6	9.35	-3.01%
恒仁发电厂	1.25	3.98	6.53	7.78	0.73	3.1	6.3	6.71	-13.75%
太平哨发电厂	0.56	1.93	3.54	4.19	0.32	1.6	3.5	3.66	-12.65%
国电邯郸热电厂	1.89	4.79	7.95	11.46	3.15	6.1	7.7	10.06	-12.22%
国电和风风电					0.22	0.5	0.9	1.57	
国电大渡河水电	6.54	22.44	42.94	56.11	6.97	25.2	49.9	64.8	15.49%
国电宣威发电公司	20.15	47.99	66.2	87.51	19.69	36.9	52.8	65.02	-25.70%
宁夏石嘴山发电公司	25.93	48.07	71.18	93.81	21.32	42.2	61.4	74.88	-20.18%
国电大同发电公司	15.54	32.37	54.77	73.52	11.39	26.1	38.5	50.65	-31.11%
河北邯郸热电有限公司	6.32	11.46	16.56	24.56	6.83	12.6	18	23.06	-6.11%
石嘴山第一发电公司			30.35	42.23	12.18	22.5	34.2	40.96	-3.01%
国电浙江北仑第一发电			53.07	73.41	19.57	40.2	61.9	72.24	-1.59%

国电大连庄河发电			5.46	21.07	17.98	36.5	54.8	64.54	206.31%
内蒙古东胜热电					2.57	6.9	14	23.13	
合计	103.59	227.04	442.65	610.74	151.17	313.7	482.2	604.3	-1.05%

资料来源：公司公告、长江证券研究部

四季度单季，公司下属电厂发电量出现了大幅下滑，环比和同比分别下降了 27.54% 和 27.36%。其中，大连热电、邯郸热电厂、邯郸热电有限公司、大同发电（已完成供热改造）和东胜热电由于供热需求，以热定电，发电量环比降幅较小；大渡河来水情况好于往年，四季度同比增长 13.14%；恒仁发电厂和太平哨发电厂受来水和需求下降双重压力下降幅度最为严重。

表 1：公司下属电厂四季度单季发电量大幅下滑

下属电厂	发电量								环比	同比
	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4		
国电大同第二发电	16.8	19.71	21.43	21.69	18.86	16.94	16.3	16.87	3.50%	-22.22%
朝阳发电厂	5.88	6.59	6.69	6.66	6.7	6.1	6.8	5.1	-25.00%	-23.42%
大连开发区热电厂	2.73	2.3	1.97	2.64	2.69	2.01	1.9	2.75	44.74%	4.17%
恒仁发电厂	1.25	2.73	2.55	1.25	0.73	2.37	3.2	0.41	-87.19%	-67.20%
太平哨发电厂	0.56	1.37	1.61	0.65	0.32	1.28	1.9	0.16	-91.58%	-75.38%
国电邯郸热电厂	1.89	2.9	3.16	3.51	3.15	2.95	1.6	2.36	47.50%	-32.76%
国电和风风电	0	0	0	0	0.22	0.28	0.4	0.67	67.50%	
国电大渡河水电	6.54	15.9	20.5	13.17	6.97	18.23	24.7	14.9	-39.68%	13.14%
国电宣威发电公司	20.15	27.84	18.21	21.31	19.69	17.21	15.9	12.22	-23.14%	-42.66%
宁夏石嘴山发电公司	25.93	22.14	23.11	22.63	21.32	20.88	19.2	13.48	-29.79%	-40.43%
国电大同发电公司	15.54	16.83	22.4	18.75	11.39	14.71	12.4	12.15	-2.02%	-35.20%
河北邯郸热电有限公司	6.32	5.14	5.1	8	6.83	5.77	5.4	5.06	-6.30%	-36.75%
石嘴山第一发电公司	0	0	30.35	11.88	12.18	10.32	11.7	6.76	-42.22%	-43.10%
国电浙江北仑第一发电	0	0	53.07	20.34	19.57	20.63	21.7	10.34	-52.35%	-49.16%
国电大连庄河发电	0	0	5.46	15.61	17.98	18.52	18.3	9.74	-46.78%	-37.60%
内蒙古东胜热电	0	0	0	0	2.57	4.33	7.1	9.13	28.59%	
合计	103.59	123.45	215.61	168.09	151.17	162.53	168.5	122.1	-27.54%	-27.36%

资料来源：公司公告、长江证券研究部

二、成本优势奠定了公司在2008年的困难时期仍然保持盈利

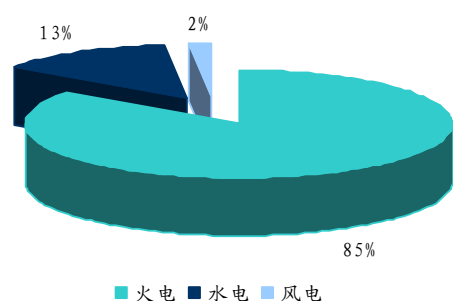
2008年对于火电企业而言是水深火热的一年，燃料成本的不断攀升和电价调整的严重滞后导致了全行业普遍亏损。即便在如此困难的时期，公司凭借其低廉的发电成本实现了电力业务的盈利。我们认为公司在以下几个方面存在比较优势。

➤ 电源结构优于行业其它公司

目前，公司控股装机容量1361.40万千瓦，权益装机容量1108.87万千瓦，其中水电控股装机容量178.55万千瓦，占总

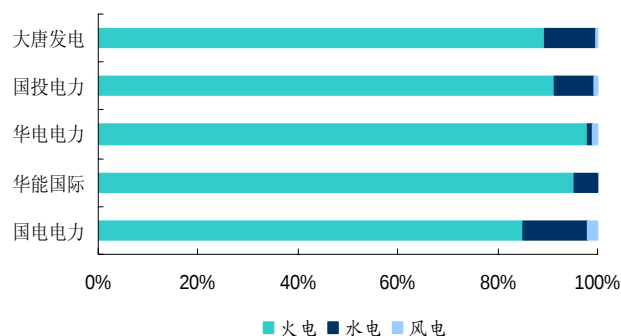
量的13%;风电控股装机容量24.45万千瓦,占2%。随着大渡河在建项目的陆续投产,公司水电比例将进一步提高,公司对燃料煤的依赖程度将进一步下降。

图 1: 可再生能源占控股装机容量 15%



资料来源:公司公告、长江证券研究部

图 2: 可再生资源比重高于行业其它公司

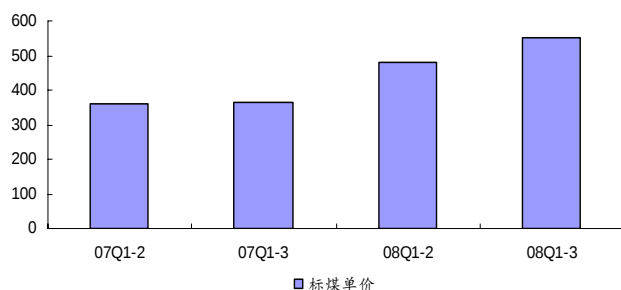


资料来源:公司公告、长江证券研究部

➤ 成本控制优越

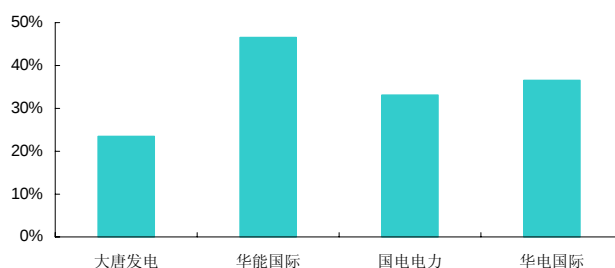
公司电厂基本上分布在坑口,通过在当地采购原煤有效地节约了燃料成本。截至2008年三季度,公司综合标煤单价552元/吨,同比增长51.65%。我们根据上市公司半年报公布的数据对主要上市公司燃料成本涨幅进行了测算,其结果显示国电电力燃料成本涨幅低于华能国际和华电国际。

图 3: 公司综合标煤单价情况



资料来源:公司公告、长江证券研究部

图 4: 燃料成本涨幅低于行业其它上市公司



资料来源:公司公告、长江证券研究部

表 2: 公司下属电厂情况

公司名称	区域	发电类型	机组 (MV)	装机容量 (MV)	股权比例	权益容量	投运时间	煤炭来源
大同第二发电厂	山西	火电	6*200	1200	100%	1200.00	88	市场煤
朝阳发电厂	辽宁	火电	2*200	400	100%	400.00	#1:72;#2:75	平庄能源
大连热电厂	辽宁	火电	2*60+2*12	144	100%	144.00		神华内蒙
桓仁发电厂	辽宁	水电	2*75+1*72.5+2*36	294.5	100%	294.50		
太平哨发电厂	辽宁	水电	4*40.25	161	100%	161.00	82	
邯郸热电厂	河北	火电	1*200	200	100%	200.00	#1:06	河北
大渡河水电	四川	水电	5*100+2*110+4*150	1320	69%	910.80		

	石嘴山发电厂	宁夏	火电	4*330	1320	50%	660.00	#1:02;#2-3:03;#4:04	宁夏
	大同发电厂	山西	火电	2*600	1200	60%	720.00	#1:05;#2:06	山西
	宣威发电厂	云南	火电	6*300	1800	41%	738.00	#1-4:04;#5-6:06	云南
	邯郸热电股份	河北	火电	2*220	440	49%	215.60		河北
	石嘴山第一发电	宁夏	火电	2*330	660	60%	396.00	#1-2:06	宁夏
	北仑第一发电厂	浙江	火电	2*600	1200	70%	840.00	#1:91;#2:94	秦皇岛
	和风风电	辽宁	风电		220.5	100%	220.50	08 年并网	
	大连庄河电厂	辽宁	火电	2*600	1200	51%	612.00	#1-2:07	秦皇岛
	东胜热电厂	内蒙	火电	2*330	660	55%	363.00	#1-2:08	神华内蒙
	外二发电厂	上海	火电	2*900	1800	40%	720.00	#1:03;#204	
	外三发电厂	上海	火电	2*1000	2000	30%	600.00		
参 股 电 厂	浙江北仑发电厂	浙江	火电	3*600	1800	49%	882.00	#1-2:00;#3:	秦皇岛
	大唐连城发电厂	甘肃	火电	2*300	600	25%	150.00	#1:04;#2:05	
	赤峰新胜风电	内蒙	风电	134*0.75	100.5	33%	33.17	06 年投产	
	太阳宫燃气热电	北京	火电	2*400	800	26%	208.00	08 年投产	
	合计				19520.5		10668.57		

资料来源：公司公告、长江证券研究部

► 电厂处于负荷中心，发电量相对平稳

公司电厂大部分处于用电负荷中心，且有141.4万千瓦的热电机组，占公司控股装机容量容量的11.4%。输送半径优势和以热定电，一定程度上保障了公司的发电量。目前，被列为“十一五”关停计划的朝阳发电厂和大连热电厂由于以上因素仍在正常生产，预计09年关停仍存在一定难度。

三、储备项目质量优质，奠定未来良好成长性

目前，公司在建机组容量达到824.55万千瓦，其中692.55万千瓦为可再生资源发电，占总量的84%。大同发电三期两台66万千瓦机组预计将于2009年4月和8月相继投产；大渡河瀑布沟项目2009年底有望投产第一台机组，此后将以每半年1台机组的速度进行投产。鉴于风电机组安装建设周期短，以及政策方面的大力扶植，预计公司2009年风电投产规模有望达到20万千瓦。

表 3：公司在建项目情况

项目	类型	机组构成	装机容量 (万千瓦)	权益比例	权益装机 (万千瓦)	投资总额	开工时间	预计投产时间
国电大渡河水电（瀑布沟）	水电	6*60	360	69.00%	248.4	199.43	2004	2009; 2010
国电大渡河水电（深溪沟）	水电	4*16.5	66	69.00%	45.54	56.86	2006	2011; 2012
国电大渡河大岗山水电	水电	4*65	260	69.00%	179.4	174.37	2006	2013; 2014
国电大同发电三期	燃煤	2*66	132	60.00%	79.2	52.4	2007	2009
吉林磨盘山	水电		1.6	100.00%	1.6	1.29	2007	2010

巴彦淖尔乌拉特后旗一期	风电	4.95	100.00%	4.95	5.69	2008	2009
合计		824.55		559.09	490.04		

资料来源：公司公告、长江证券研究部

四、加大煤炭资源开发，积极发展产业链

投资可再生能源发电项目的同时，公司积极向上下游产业发展，加大对煤炭资源的开发力度，谋求煤电联营。目前，公司已经取得鄂尔多斯煤电一体化项目 50% 的权益，该项目将投产火电机组 840 万千瓦，同时配备两个年产 1000 万吨的煤矿，伊金霍洛旗察哈素矿井和准格尔旗刘三圪旦矿井将分别与 2010 年和 2011 年投产。同时，公司取得了同忻煤矿 28% 的股权，该煤矿预计将于 2010 年投产，届时 49% 的煤量将供应公司。此外，公司一直在寻求机会整合山西地区小矿，预计规模将在 500 万吨左右。

表 4：公司加大煤炭资源开发力度

项目名称	所在地	煤种	达产产能(万吨/年)	持股比例	投产时间
伊金霍洛旗察哈素矿井	内蒙古	动力煤	1000	50%	2010 年
准格尔旗刘三圪旦矿井	内蒙古	动力煤	1000	50%	2011 年
同忻煤矿	大同	动力煤	1000	28%	2010 年

资料来源：公司公告、长江证券研究部

五、作为国电集团电力资产运作平台，年内资产注入预期强烈

截至2008年底，国电集团装机容量达到了7023万千瓦，国电电力作为国电集团旗下电力资产运作平台，一直受到国电集团强有力的支持。我们认为，在电力企业整体上市浪潮来临之际，公司有望获得集团注资。理由如下：

- 近期，国资委公开表态将继续推动央企整体上市；
- 国内的电力上市企业都呈现出“小公司、大集团”的局面，且由于电力产品的同质性，便不可避免的出现同业竞争；
- 目前火电企业平均PB为2-2.5倍，已经基本处于合理水平；
- 随着煤价的理性回归，2009年火电企业将扭亏为盈，为资产注入提供了充分条件。

六、估值及投资建议

盈利预测假设：

- ✧ 公司各项目进展顺利；
- ✧ 2009 年下属电厂上网电价保持现行水平不变；
- ✧ 2009 年利用小时同比下降 8%,2010 年利用小时同比上升 3%；
- ✧ 2009-2010 年综合标煤价格 500 元/吨；
- ✧ 公司税率维持目前水平不变。

我们预计 2008-2010 年公司 EPS 分别为 0.019、0.203、0.235 元。鉴于公司发电成本优势和未来良好的成长性，以及国电集团资产注入预期强烈，给予“推荐”评级。

表 5: 09 年业绩对标煤价格和利用小时的敏感性测算

		标煤价格变动幅度								
		-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
利用小时变动幅度	-10%	0.352	0.310	0.268	0.226	0.183	0.141	0.099	0.057	0.015
	-5%	0.371	0.326	0.282	0.238	0.193	0.149	0.105	0.060	0.016
	0%	0.389	0.343	0.296	0.250	0.203	0.157	0.110	0.063	0.017
	5%	0.408	0.359	0.311	0.262	0.213	0.164	0.116	0.067	0.018
	10%	0.427	0.376	0.325	0.274	0.223	0.172	0.121	0.070	0.019

资料来源：长江证券研究部

表 6: 重点上市公司盈利预测

证券代码	公司简称	股价	EPS (元)			P/E (X)			P/B (X)			评级
			07A	08E	09E	07A	08E	09E	07A	08E	09E	
000539	粤电力 A	6.85	0.248	0.011	0.259	24.94	/	26.41	1.99	2.01	1.89	推荐
600011	华能国际	8.58	0.497	(0.193)	0.299	15.06	/	28.74	2.24	2.39	2.23	推荐
600886	国投电力	10.36	0.524	0.161	0.470	16.57	64.23	22.05	2.61	2.52	2.30	推荐
601991	大唐发电	6.59	0.290	0.027	0.210	25.13	245.83	31.39	2.63	2.80	2.61	推荐
600795	国电电力	6.22	0.331	0.019	0.203	18.80	321.63	30.62	2.53	2.51	2.35	推荐

资料来源：长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2007A	2008E	2009E	2010E		2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	17467	19823	22056	27196	货币资金	1582	1982	2206	2720
营业成本	13183	17246	17652	21938	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	4285	2576	4405	5258	应收账款	2897	3302	3674	4530
% 营业收入	24.5%	13.0%	20.0%	19.3%	存货	2031	2647	2701	3355
营业税金及附加	232	263	293	361	预付账款	4396	5774	5902	7336
% 营业收入	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	其他流动资产	9	11	12	14
销售费用	25	20	22	27	流动资产合计	11031	13855	14659	18155
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	648	733	816	1006	持有至到期投资	5	5	5	5
% 营业收入	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	长期股权投资	4804	6170	6697	7234
财务费用	872	1510	1927	2187	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	5.0%	7.6%	8.7%	8.0%	固定资产合计	43204	50131	57433	60312
资产减值损失	64	27	26	53	无形资产	483	567	649	728
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	32	32	32	32
投资收益	567	100	537	537	递延所得税资产	45	5	5	10
营业利润	3011	123	1858	2161	其他非流动资产	1	1	1	1
% 营业收入	17.2%	0.6%	8.4%	7.9%	资产总计	59606	70766	79480	86477
营业外收支	111	60	60	60	短期贷款	13967	15513	14173	11699
利润总额	3122	183	1918	2221	应付款项	4036	5288	5405	6718
% 营业收入	17.9%	0.9%	8.7%	8.2%	预收账款	1814	2062	2294	2828
所得税费用	578	34	355	411	应付职工薪酬	78	102	104	129
净利润	2544	149	1563	1810	应交税费	437	160	350	417
归属于母公司所有者					其他流动负债	3434	4470	4586	5698
的净利润	1802.7	105.4	1106.7	1281.3	流动负债合计	23766	27594	26911	27489
少数股东损益	742	43	457	529	长期借款	12381	19581	27581	32381
EPS (元/股)	0.33	0.02	0.20	0.24	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2007A	2008E	2009E	2010E	其他非流动负债	3741	3741	3741	3741
经营活动现金流净额	4340	3845	5977	6938	负债合计	39889	50916	58233	63612
取得投资收益	516	0	0	0	归属于母公司	13419	13508	14449	15538
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	-4804	-1266	0	0	少数股东权益	6298	6341	6798	7326
无形资产投资	-483	-100	-100	-100	股东权益	19717	19850	21247	22865
固定资产投资	-11004	-9298	-10221	-6272	负债及股东权益	59606	70766	79480	86477
其他	2551	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-13740	-10664	-10320	-6372		2007A	2008E	2009E	2010E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.331	0.019	0.203	0.235
股权融资	5407	0	0	0	BVPS	2.46	2.48	2.65	2.85
银行贷款增加 (减少)	7151	8746	6660	2327	PE	18.80	321.63	30.62	26.45
筹资成本	2534	-1526	-2093	-2379	PEG	-1.75	-29.90	-2.85	-2.46
其他	-5098	0	0	0	PB	2.53	2.51	2.35	2.18
筹资活动现金流净额	9993	7220	4567	-52	EV/EBITDA	9.77	16.67	10.92	9.69
现金净流量	593	400	223	514	ROE	13.4%	0.8%	7.7%	8.2%

分析师介绍

邹振松，华中科技大学财务金融硕士，从事煤炭与电力行业研究，重点覆盖和跟踪的上市公司包括：长江电力、粤电力、国投电力、国电电力、桂冠电力、大唐发电、中国神华、中煤能源、西山煤电、国阳新能、平煤股份。

虞亚新，武汉大学金融工程硕士，2008 年加入长江证券研究部，担任煤炭与电力行业助理分析师。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
张晓君	华南区客户经理	(8621) 33130737	13501701386	zhangxj@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn
吕 洁	销售经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。