

煤价控制较好，业绩符合预期

国投电力 2008 年年报点评

报告摘要：

- 国投电力公布08年年报：实现营业收入65.8亿元，同比下降1.0%；实现归属于母公司净利润1.24亿元，比去年同期减少77.53%，实现每股收益0.1177元，符合我们的预期。分配预案，每10股派发红利3.06元(含税)。
- 净利润大幅下降原因：(1) 电煤价格高涨导致公司火电项目成本大幅上涨，公司所属控股火电发电企业08年标煤单价544元/吨，同比涨幅25.6%，但涨幅低于行业平均水平；(2) 受经济减速和广西、云南来水较好的影响，北部湾和曲靖电厂机组利用小时严重下滑，分别达到35%和13%，煤价上涨和利用小时下滑导致北部湾和曲靖电厂分别出现2.4和2.6亿元的亏损。
- 公司煤价涨幅低于全国平均水平，主要是公司部分坑口电厂煤价涨幅较低所致，但09年煤价回落程度亦应低于全国平均水平。因此公司09年业绩受到煤价降低的影响低于其他主要龙头公司。
- 除北部湾和曲靖电厂外，公司其他火电厂的利用小时都有所上升，特别是淮北国安电厂，利用小时同比上升16%。总体来说，公司全资及参控股发电企业08年利用小时为5109小时，同比下降289小时，好于全国平均水平。
- 公司目前在建和拟建项目有乌金峡水电站、白银风电、张家口风电、酒泉一风电、酒泉二风电、伊犁能源、盘江电厂和华润三期，09年预计需要资本金支出达到14.7782亿元，公司依靠自有资金和银行负债完全可以支撑。
- 公司将向集团定向增发收购二滩水电站、大朝山水电站、张掖电厂、宣城电厂和在建的天津北疆电厂等资产，收购完成后公司的权益容量接近翻番，行业龙头股地位得以确定。但收购对公司09年和10年的EPS提升幅度较低，在6%以内。完成收购后，公司未来的资本金支出较大，包括目前在建的几个大型水电站和天津北疆电厂在内，公司未来几年需要支付的资本金估计接近100亿元，因此我们猜测公司在10年将会公募融资，可能将使股本摊薄20%以上。
- 不考虑对二滩等的收购，我们预计公司09年和10年EPS分别为0.49和0.75元，考虑收购的话则是0.49和0.79元，如果同时考虑到公司在10年可能会公开融资，因此10年业绩预计在0.6元左右。目前股价为10.39元，已经基本反映公司未来发展情况，因此我们给予其“中性-A”评级。

评级：
中性-A

上次评级： 增持-A

目标价格： **10.00 元**

期限： 6 个月 上次预测： 10.00 元

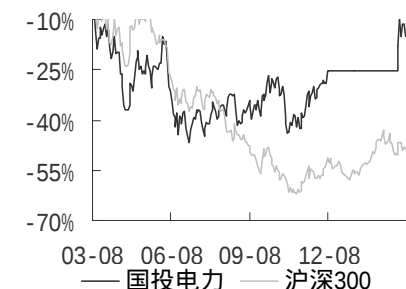
现价： 10.39 元

报告日期： **2009-03-12**

市场数据

总市值(百万元)	10,957.59
流通市值(百万元)	10,957.59
总股本(百万股)	1,054.63
流通股本(百万股)	1,054.63
12 个月最高/最低	6.40/12.55 元
十大流通股东(%)	53.34%
股东户数	144,011

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	18.03	0.54	33.39
绝对收益	13.80	13.80	(15.09)

研究员

张龙
首席行业分析师

021-68766113

zhanglong@essence.com.cn

前期研究成果

国投电力：规模扩张迅猛，业绩提升有限

2009-03-04

国投电力：机会来自于资产重组

2008-12-25

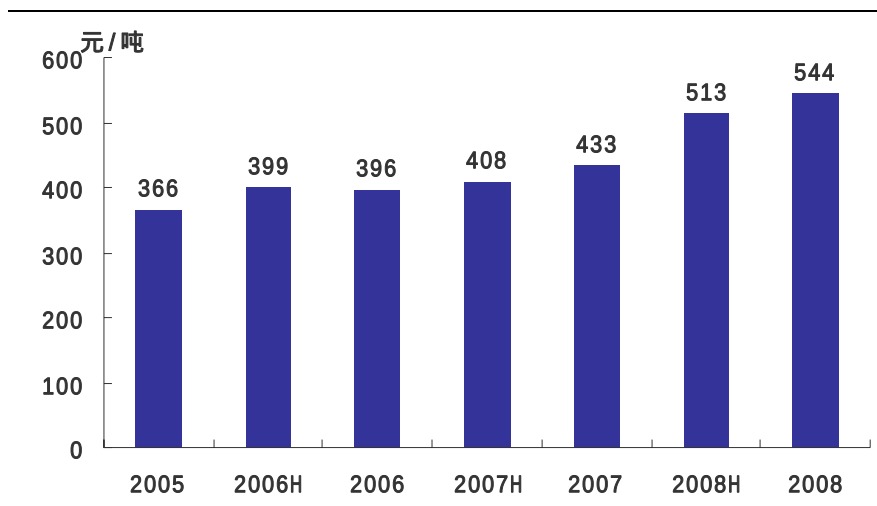
国投电力：业绩符合预期

2008-10-23

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	6,649.0	6,580.1	6,561.0	6,772.0	6,769.6
Growth(%)	7.0%	-1.0%	-0.3%	3.2%	0.0%
净利润	919.6	167.6	866.5	1,190.7	1,242.4
Growth(%)	24.8%	-77.5%	312.5%	53.6%	3.2%
毛利率(%)	13.5%	3.1%	27.0%	27.8%	28.1%
净利润率(%)	8.3%	1.9%	7.8%	11.6%	12.0%
每股收益(元)	0.52	0.12	0.49	0.75	0.77
每股净资产(元)	3.97	3.90	4.06	4.40	4.74
市盈率	19.8	88.3	21.4	13.9	13.5
市净率	2.6	2.7	2.6	2.4	2.2
净资产收益率(%)	14.3%	2.8%	13.3%	16.6%	15.7%
ROIC(%)	10.0%	3.6%	8.6%	10.7%	10.8%
EV/EBITDA	11.8	22.6	8.4	7.1	7.0
股息收益率	1.3%	1.1%	2.9%	3.6%	3.7%

图 1 国投电力控股电厂标煤价格



数据来源：安信证券研究中心

表 1 下属电厂盈利状况 (单位：亿千瓦时、万元、元/千瓦时)

	机组构成	权益	发电量	2007		发电量	2008	
				净利润	单位净利		净利润	单位净利
靖远二	2 × 32 + 2 × 30	51.22%	67.6	36,691	0.054	68.5	29,024	0.042
小三峡	4 × 7.5 + 4 × 5.75	60.32%	28.1	22,356	0.080	27.2	20,698	0.076
曲靖	4 × 30	55%	55.3	-8,476	-0.015	48.1	-26,222	-0.054
厦门华夏	4 × 30	56%	69.0	23,045	0.033	71.9	12,301	0.017
广西北海	2 × 30	55%	37.9	6,967	0.018	24.7	-23,920	-0.097
徐州华润	4 × 30	30%	64.6	40,440	0.063	65.5	17,737	0.027
淮北国安	2 × 30	35%	33.0	14,560	0.044	38.2	10,068	0.026

数据来源：安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2009-3-11		
利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	6,649.0	6,580.1	6,561.0	6,772.0	6,769.6	成长性					
减: 营业成本	5,754.2	6,373.7	4,786.9	4,891.8	4,866.7	营业收入增长率	7.0%	-1.0%	-0.3%	3.2%	0.0%
营业税费	21.0	29.6	30.5	32.6	32.6	营业利润增长率	-0.9%	-73.9%	283.8%	31.9%	5.5%
销售费用	9.4	11.7	9.0	9.0	9.0	净利润增长率	24.8%	-77.5%	312.5%	53.6%	3.2%
管理费用	181.8	193.0	181.2	181.2	181.2	EBITDA 增长率	-6.9%	-45.9%	166.4%	15.5%	1.7%
财务费用	599.0	631.9	631.0	610.8	557.2	EBIT 增长率	-2.7%	-97.7%	8379.7%	18.7%	1.2%
资产减值损失	-10.7	20.8	20.8	20.8	20.8	NOPLAT 增长率	10.2%	-62.0%	152.5%	23.8%	0.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	6.3%	4.7%	-0.9%	-0.6%	2.6%
投资和汇兑收益	158.5	68.6	154.1	366.2	366.8	净资产增长率	43.3%	-6.2%	7.7%	10.7%	10.2%
营业利润	1,053.3	275.0	1,055.6	1,391.9	1,468.9	利润率					
加: 营业外净收支	6.1	3.8	5.0	5.0	5.0	毛利率	13.5%	3.1%	27.0%	27.8%	28.1%
利润总额	1,059.4	278.8	1,060.6	1,396.9	1,473.9	营业利润率	15.8%	4.2%	16.1%	20.6%	21.7%
减: 所得税	139.9	111.2	194.1	206.2	231.5	净利率	8.3%	1.9%	7.8%	11.6%	12.0%
净利润	919.6	167.6	866.5	1,190.7	1,242.4	EBITDA/营业收入	28.2%	15.4%	41.2%	46.1%	46.9%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	12.8%	0.3%	25.7%	29.6%	29.9%
货币资金	1,338.0	1,071.0	1,494.3	2,419.3	2,753.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	673	713	729	706	701
应收帐款	988.0	946.5	826.9	853.5	853.1	流动营业资本周转天数	17	48	58	50	46
应收票据	213.2	51.8	215.7	222.6	222.6	流动资产周转天数	132	165	173	196	227
预付帐款	152.1	310.6	406.4	357.4	308.8	应收帐款周转天数	44	41	37	39	39
存货	227.4	660.7	327.9	268.0	266.7	存货周转天数	13	25	27	16	14
其他流动资产	66.2	-	0.0	-0.0	-0.0	总资产周转天数	939	993	1,008	1,004	1,045
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	808	861	880	847	855
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	863.1	876.7	1,002.7	1,202.7	1,302.7	ROE	14.3%	2.8%	13.3%	16.6%	15.7%
投资性房地产	46.7	42.6	42.6	42.6	42.6	ROA	5.1%	0.9%	4.7%	6.2%	6.2%
固定资产	12,848.2	13,226.8	13,343.8	13,208.9	13,172.0	ROIC	10.0%	3.6%	8.6%	10.7%	10.8%
在建工程	973.6	637.5	390.1	318.3	707.6	费用率					
无形资产	165.8	305.3	306.2	307.2	308.1	销售费用率	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
其他非流动资产	158.9	140.4	115.5	95.5	75.5	管理费用率	2.7%	2.9%	2.8%	2.7%	2.7%
资产总额	18,041.2	18,270.0	18,472.0	19,296.1	20,013.0	财务费用率	9.0%	9.6%	9.6%	9.0%	8.2%
短期债务	1,578.3	2,245.3	2,245.3	2,245.3	2,245.3	三费/营业收入	11.9%	12.7%	12.5%	11.8%	11.0%
应付帐款	1,015.8	811.9	734.4	750.5	746.7	偿债能力					
应付票据	29.6	-	26.2	26.8	26.7	资产负债率	64.4%	67.0%	64.9%	62.7%	60.4%
其他流动负债	1,357.8	1,354.0	1,152.1	1,273.2	1,273.0	负债权益比	180.9%	203.1%	184.5%	168.4%	152.7%
长期借款	7,539.2	7,747.2	7,747.2	7,747.2	7,747.2	流动比率	0.75	0.69	0.79	0.96	1.03
其他非流动负债	97.9	84.7	74.8	63.7	53.7	速动比率	0.69	0.54	0.71	0.90	0.96
负债总额	11,618.5	12,243.1	11,980.0	12,106.7	12,092.5	利息保障倍数	1.42	0.03	2.67	3.28	3.64
少数股东权益	2,236.0	1,909.0	2,210.3	2,553.6	2,919.3	分红指标					
股本	1,054.6	1,054.6	1,054.6	1,054.6	1,054.6	DPS(元)	0.14	0.12	0.31	0.37	0.39
留存收益	3,132.0	3,063.3	3,227.0	3,581.1	3,946.6	分红比率	26.5%	99.0%	63.0%	50.0%	50.0%
股东权益	6,422.6	6,026.9	6,492.0	7,189.3	7,920.5	股息收益率	1.3%	1.1%	2.9%	3.6%	3.7%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	919.6	167.6	866.5	1,190.7	1,242.4	EPS(元)	0.52	0.12	0.49	0.75	0.77
加: 折旧和摊销	1,047.4	1,023.5	1,014.3	1,117.1	1,148.2	BVPS(元)	3.97	3.90	4.06	4.40	4.74
资产减值准备	-10.7	20.8	20.8	20.8	20.8	PE(X)	19.8	88.3	21.4	13.9	13.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.6	2.7	2.6	2.4	2.2
财务费用	484.3	607.7	648.1	631.0	610.8	P/FCF	-	46.8	24.3	11.2	27.7
投资收益	-158.5	-68.6	-154.1	-366.2	-366.8	P/S	1.6	1.7	1.7	1.6	1.6
少数股东损益	367.1	43.4	354.5	403.9	430.2	EV/EBITDA	11.8	22.6	8.4	7.1	7.0
营运资金的变动	109.2	-46.2	154.7	121.9	56.2	CAGR(%)	9.0%	95.0%	15.7%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	2,424.3	1,670.8	2,887.8	3,099.1	3,088.2	PEG	2.2	0.9	1.4	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-1,581.9	-1,704.1	-836.4	-724.8	-1,214.2	ROIC/WACC	1.3	0.5	1.1	1.4	1.4
融资活动产生现金流量	-12.4	-233.7	-1,153.8	-904.2	-963.3	REP	1.1	3.0	1.3	1.0	1.0

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

张勤

021-68763879

李国瑞

021-68763872

马正南

010-66581668

张茜萍

0755-82558089

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

南方

021-68765206

李昕

010-66581689

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.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

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

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