

公司简评 国电电力 (600795.SH)

► 2009 年 03 月 31 日

主业恢复盈利 基建稳步推进

谨慎推荐 维持评级

分析师: 邹序元 邮箱: zouxuyuan@chinastock.com.cn 电话: 010-66568668

1. 事件

公司发布了 2008 年业绩快报。报告期内, 公司实现营业收入 164.40 亿元, 同比下降 5.88%; 净利润 1.79 亿元, 同比下降 89.54%; 每股收益 0.033 元。

2. 我们的分析与判断

(1) 煤价飙升是利润下降主因, 火电利用率下降也构成负面影响

煤价飙升是造成公司利润下降的主因。从已经披露的 08 年前三季度煤价情况看, 公司可控电厂累计标煤单价 552 元/吨, 比去年同期增加了 188 元/吨。逐月观察: 1-5 月标煤价格持续小幅上升; 6 月开始煤价大幅飙升, 并于 7 月达到峰值, 8、9 月较峰值略有下降。煤价飙升主要集中在第三季度, 造成了公司在单季度出现亏损。第四季度煤价开始回落, 火电盈利能力回升, 公司整体实现季度盈利。

公司另一业绩压力来自火电机组利用率下降。08 年公司平均利用小时数为 5055 小时, 同比减少 762 小时。其中, 火电机组利用小时 5217, 同比减少 983 小时, 降幅达到 16%。公司机组利用率下降幅度较大的区域为京津唐、云南、宁夏: (1) 服务京津唐电网的大同二电厂和大同公司发电量分别下降了 13.4% 和 31.1%。大幅回落的原因有两点: 一是从 08 年第三季度开始京津唐地区用电需求明显下降; 二是由于大同地区煤炭价格涨幅过大, 且供给紧张。(2) 云南地区煤炭供应紧张, 宣威公司发电量同比下降 25.7%。(3) 宁夏服务区发电小时数在第四季度骤降。宁夏石嘴山发电公司 08 年发电量同比下降 20%。

09 年受益于市场煤价格下降, 公司火电盈利能力有望逐步恢复。我们预计公司可控电厂 09 年标煤单价同比下降 15%。公司控、参股电厂中业绩受益于煤价下降最明显的是浙江北仑第一发电、浙江北仑发电、上海外高桥二期、上海外高桥三期和辽宁庄河电厂。公司全资及控股的大同发电和大同二发的煤炭成本变化很大程度上取决于与大同煤业的重点合同煤价格谈判。

(2) 基建项目稳步推进

公司基建项目稳步推进, 大同发电三期项目、大渡河流域水电梯级开发和内蒙古鄂尔多斯煤电联营是基建核心。

- 大同发电公司三期 2×66 万千瓦机组预计于 2009 年 4 月、10 月投产。
- 大渡河瀑布沟项目 (总规划 6×55 万千瓦) 预计于 2009 年底前投产第一台机组, 2010 年底前全部投产。瀑布沟项目的发电小时数预计不会低于目前已投运的大渡河水电机组。
- 内蒙古煤电联营项目的规划电力装机总规模为 14×66 万千瓦机组。目前已经有两台机组获得发改委“路条”。
- 公司参股的山西同忻煤矿预计于 2009 年 7 月投产, 达产后的年产量为 1000 万吨。同忻煤矿 49% 的产量将供应公司在大同地区的电源项目。
- 公司争取参与山西省内的煤炭资源整合, 力争获得年产 300-400 万吨的煤炭资源。

3. 投资建议

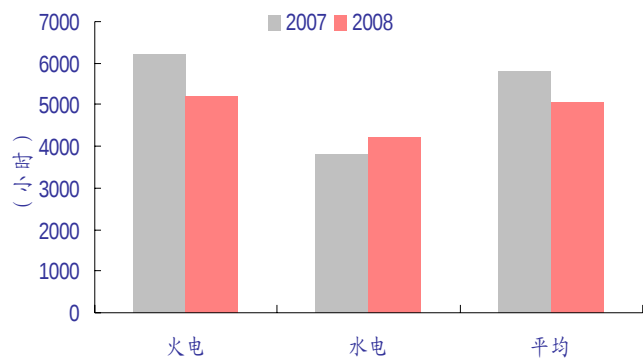
我们假设 2009 年公司标煤均价同比下降 15%，火电机组利用率下降 5%；2010 年煤价与利用率均不变。测算得到，2009 和 2010 年公司每股收益分别为 0.26 元和 0.27 元。考虑到与集团公司的整合预期，我们维持对公司“谨慎推荐”的投资评级。

表 1: 公司 09 年每股收益对火电机组利用率、标煤单价的敏感性

国电电力 2009 年 EPS		火电机组利用率变化幅度					
		-12.5%	-10.0%	-7.5%	-5.0%	-2.5%	0.0%
标煤均价变化幅度	-25%	0.29	0.31	0.32	0.33	0.34	0.36
	-20%	0.26	0.27	0.28	0.30	0.31	0.32
	-15%	0.23	0.24	0.25	0.26	0.27	0.28
	-10%	0.20	0.21	0.22	0.23	0.24	0.25
	-5%	0.16	0.17	0.18	0.19	0.20	0.21

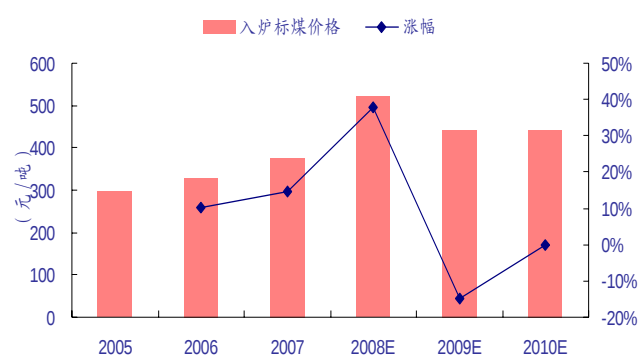
资料来源：中国银河证券研究所

图 1: 公司 08 年火电发电小时数下降明显



资料来源：公司公告，中国银河证券研究所

图 2: 预计公司 09 年标煤单价回落 15%



公司财务报表预测 (百万元)

附表 1: 公司财务预测及相对估值分析

资产负债表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E	利润表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	989	1582	1330	1464	1484	营业收入	14535	17467	16628	18297	18555
应收票据	44	116	46	50	51	营业成本	11325	13183	14506	13677	13774
应收账款	1954	2640	2141	2256	2084	营业税金及附加	184	232	208	229	232
预付款项	3167	4396	3671	2987	2298	销售费用	50	25	25	27	28
其他应收款	288	256	233	256	260	管理费用	526	648	582	640	649
存货	1397	2031	2186	1911	1774	财务费用	711	872	1390	1427	1567
其他流动资产	4	9	9	9	9	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期股权投资	4301	4804	4804	4804	4804	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	22635	27976	29951	33108	39739	投资收益	437	567	145	560	581
在建工程	10486	14934	17464	21464	21464	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	258	294	294	294	294	营业利润	2143	3011	62	2857	2885
无形资产	367	483	435	386	338	营业外收支净额	37	111	155	30	30
长期待摊费用	18	1	1	1	1	税前利润	2180	3122	217	2887	2915
资产总计	46025	59606	62614	69040	74649	减: 所得税	332	578	26	577	583
短期借款	6471	13751	12196	10669	2627	净利润	1848	2544	191	2309	2332
应付票据	612	1248	994	862	755	归属于母公司的净利润	1192	1711	180	1425	1445
应付账款	2259	2788	2504	2023	1698	少数股东损益	656	833	11	884	887
预收款项	938	1814	1980	2163	2349	基本每股收益	0.22	0.31	0.03	0.26	0.27
应付职工薪酬	239	78	78	78	78	稀释每股收益	0.22	0.31	0.03	0.26	0.27
应交税费	378	437	337	137	137	财务指标					
其他应付款	1174	1479	1179	879	879	成长性					
其他流动负债	800	1700	1700	1700	1700	营收增长率	31.30%	20.18%	-4.81%	10.04%	1.41%
长期借款	12628	12381	12681	19681	26681	EBIT 增长率	17.72%	38.00%	-61.32%	184.81%	3.96%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	28.23%	43.50%	-89.46%	690.69%	1.39%
负债合计	30089	39889	42751	47295	51006	盈利性					
股东权益合计	15935	19717	19863	21745	23643	销售毛利率	22.09%	24.53%	12.76%	25.25%	25.76%
现金流量表 (百万元)						销售净利率	12.72%	14.57%	1.15%	12.62%	12.57%
净利润	1848	2544	191	2309	2332	ROE	11.60%	12.90%	0.96%	10.62%	9.86%
折旧与摊销	1891	2177	2576	2891	3418	ROIC	5.28%	5.55%	2.15%	4.90%	4.64%
经营活动现金流	3699	4340	4294	5955	7482	估值倍数					
投资活动现金流	-8680	-13740	-6855	-9440	-9419	PE	26.23	20.54	205.52	25.99	25.64
融资活动现金流	4429	9993	2309	3619	1957	P/B	2.91	2.62	2.73	2.55	2.38
现金净变动	-552	593	-252	134	21	P/S	0.96	1.01	2.23	2.02	2.00
期初现金余额	1165	989	1582	1330	1464	股息收益率	1.10%	0.99%	0.12%	1.15%	1.17%
期末现金余额	613	1582	1330	1464	1484	EV/EBITDA	9.59	9.42	19.53	12.41	11.92

资料来源: 中国银河证券研究所

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

电力行业分析师（或分析师团队）覆盖股票范围：

长江电力（600900.SH）、国电电力（600795.SH）、华能国际（600011.SH）、国投电力（600886.SH）、华电国际（600027.SH）、大唐发电（601991.SH）、粤电力 A（000539.SZ）、上海电力（600021.SH）、建投能源（000600.SZ）、金山股份（600396.SH）、漳泽电力（000767.SZ）、桂冠电力（600236.SH）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908