

研究员：
张延兵
公用事业、环保、
新能源行业
(8621)64718888-
1106

国电电力（600795）

——关注外延式增长带来的提升

投资要点：

1、 08年勉强盈利，09首季开局不错

2008 年，公司实现营业收入 164.40 亿元，同比下降 5.88%，实现归属于母公司所有者净利润 1.79 亿元，同比下降 5.88%，实现每股收益 0.033 元。同比下降 90%左右。首季业绩实现营业收入 43.58 亿元，同比基本持平，归属母公司所有者利润为 2.58 亿元，对应每股收益 0.047 元。值得关注的是，09 年一季度毛利达到 16.8%，环比 08 年四季度的 8%大幅回升，同比也高于 08 年一季度的 14.5%，显示公司经营开始出现积极的变化。

2、 08年发电量略有下降，09年首季发电量下降9.9%

截至到2008 年底，公司控股装机容量达到1361.4万千瓦，新增控股装机容量130.5万千瓦，权益装机容量1108.87万千瓦。公司全资及控股发电企业完成发电量604.29 亿千瓦时，上网电量完成561.39 亿千瓦时。2009年第一季度发电量136.18亿千瓦时，同比下降9.9%。

3、 大渡河水电资产投产值得期待

2009 年，公司计划完成发电量609.9 亿千瓦时，计划新投产项目包括大同三期2台60万火电千瓦机组，瀑布沟1台55万水电机组以及20万-30万风电机组。尤其是控股69%的瀑布沟6台60万机组从2009年底开始逐步投产，布局多年的水电项目有望引领公司进入新一轮跨越式发展。

4、 盈利预测以及投资建议

公司2009年的生产经营目标是发电量力争完成609亿千瓦时，假设2009年电价不变，执行23%的税收比例，2009发电设备利用小时下降8%，煤炭价格下跌10%，预期公司2009年、2010年每股收益分别为0.29元和0.36元。当前市净率为2.3，对应2009年、2010年每股收益的市盈率分别为21倍和17倍，鉴于行业以及基本面逐步转暖以及公司水、电布局的完善，我们给予公司“推荐”的投资评级。

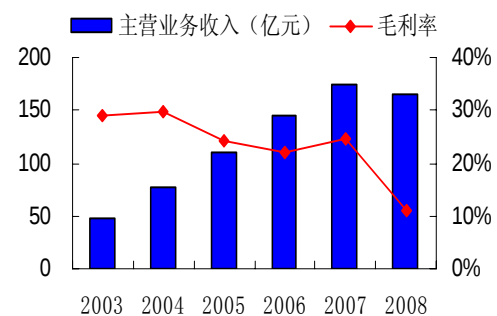
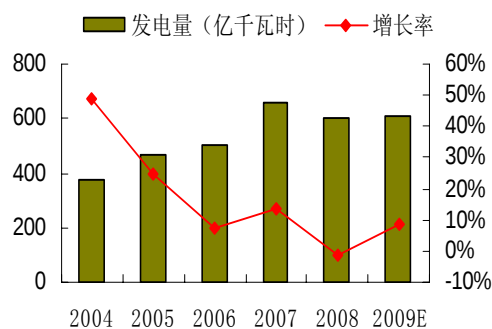
◆ 公司2008年勉强盈利，2009年首季开门红

2008年，公司实现营业收入164.40亿元，同比下降5.88%，营业成本为146.1亿元，同比上升10.83%，实现归属于母公司所有者净利润1.79亿元，同比下降5.88%，实现每股收益0.033元。同比下降90%左右。从年报来看，公司业绩大幅下滑的最主要原因还是燃料成本的大幅上升，去年公司标煤单价同比上涨47%，导致公司毛利大幅下降。

不过，尽管去年业绩不尽人意，但2009年公司一季度业绩还是出现了开门红，实现营业收入43.58亿元，同比基本持平，归属母公司所有者利润为2.58亿元，对应每股收益0.047元。值得关注的是，09年一季度毛利达到16.8%，环比08年四季度的8%大幅回升，同比也高于08年一季度的14.5%，显示公司经营开始出现积极的变化。

图1：公司年发电量变化图示

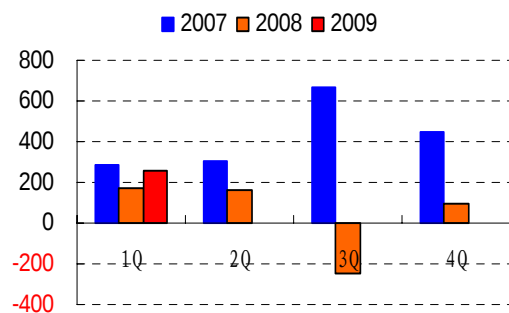
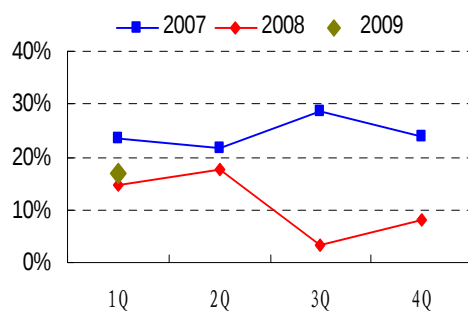
图2：公司2003-2008年主营业务以及毛利变化



数据来源：公司年报，浙商证券研究所

图3：2007-2009公司季度毛利变化图示

图4：单季度净利润变化图示



数据来源：公司年报，浙商证券研究所

◆ 发电量略有下降

截至到2008年底，公司控股装机容量达到1361.4万千瓦，新增控股装机容量130.5万千瓦，权益装机容量1108.87万千瓦。公司全资及控股发电企业完成发电量604.29亿千瓦时，上网电量完成561.39亿千瓦时，同比分别下降1.06%和1.84%，完成供热量1177.22万吉焦，同比增长43%。公司发电设备平均利用小时数为4990小时，同期可比下降789小时，其中火电平均利用小时数为5151小时，同期可比下降1030小时；水电平均利用小时数为4234小时，同期可比上升400小时。公司2009第一季度发电量136.18亿千瓦时，

同比下降9.9%。

图5: 赢利能力分析

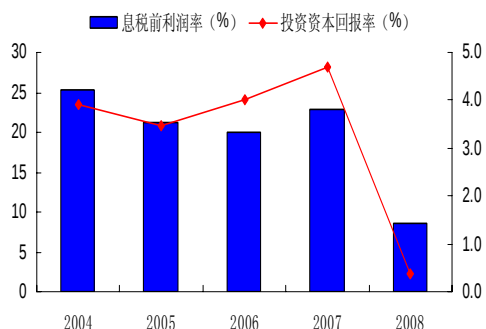
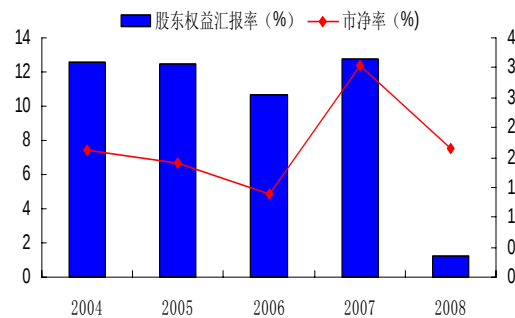


图6: 股东权益回报率与市净率



数据来源: 公司年报, 浙商证券研究所

表1: 国电电力2008年发电量情况

下属电厂名称	装机容量 (万千瓦)	持有比例 (%)	年发电量 (亿千瓦时)			第一季度发电量 (亿千瓦时)		
			2008	2007	增幅	2009Q1	2008Q2	增幅
国电电力大同第二发电厂	120	100	68.97	79.64	-13.40%	17.17	18.86	-8.96%
国电电力朝阳发电厂	40	100	24.7	25.82	-4.32%	5.77	6.7	-13.88%
国电电力大连开发区热电厂	14.4	100	9.35	9.64	-3.02%	2.78	2.69	3.35%
国电电力和禹水电开发公司	29.45	100	6.71	7.78	-13.69%	1.36	1.05	29.52%
国电电力邯郸热电厂	20	100	10.06	11.46	-12.26%	3.3	3.15	4.76%
国电电力和风电开发有限公司	22.05	100	1.57	—	—	1.08	0.22	390.91%
国电大渡河流域水电开发有限公司	132	69	64.8	56.11	15.48%	6.76	6.97	-3.01%
国电宣威发电有限责任公司	180	41	65.02	87.51	-25.70%	24.21	19.69	22.96%
国电石嘴山发电有限责任公司	132	50	74.88	93.81	-20.18%	14.21	21.32	-33.35%
国电电力大同发电有限责任公司	120	60	50.65	73.52	-31.11%	12.03	11.39	5.62%
河北邯郸热电股份有限公司	44	49	23.06	24.56	-6.11%	5.89	6.83	-13.76%
国电石嘴山第一发电有限公司	66	60	40.96	42.23	-3.01%	5.9	12.18	-51.56%
国电浙江北仑第一发电有限公司	120	70	72.24	73.41	-1.60%	15.98	19.57	-18.34%
国电大连庄河发电有限公司	120	51	64.54	21.07	—	11.52	17.98	-35.93%
国电内蒙古东胜热电有限公司	66	55	23.13	—	—	8.22	2.57	219.84%
合计	1242	—	604.29	610.74	-1.06%	136.18	151.17	-9.92%

数据来源: 公司公告, 浙商证券研究所

◆ 重视对新能源的利用开发

截至2008 年底, 公司的水电装机容量达到178.55万千瓦。风电从无到有, 装机容量已达24.45 万千瓦, 公司可再生能源占控股装机容量的15%。预期2009年还有20-30万千瓦的风电机组投产。此外, 公司还积极向太阳能领域进军, 前不久国电电力还与股东中国国电集团以现金方式对国电科技环保集团有限公司增资, 其中国电电力对科环集团增资约6.6亿元。此次增资主要用于开发太阳能多晶硅项目和联合动力风电设备研发制造南方基地项目等。科环集团规划建设年产5000吨电子级多晶硅提纯项目, 计划于2010年10月建成投产, 预计项目全部投资内部收益率17.58%, 投资回收期为6.85年。

图5：公司电源结构占比图示

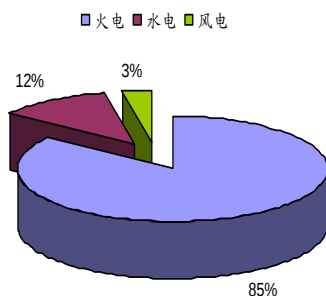
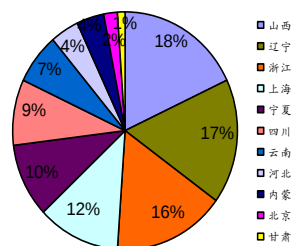


图6：公司权益装机分布



数据来源：公司公告，浙商证券研究所

◆ 未来大渡河水电资产值得期待

2009 年, 公司计划完成发电量609.9 亿千瓦时, 计划新投产项目包括大同三期2台60万火电千瓦机组, 瀑布沟1台55万水电机组以及20万-30万风电机组。值得关注的是公司目前在建、拟建机组规模达到1000万千瓦, 尤其是控股69%的瀑布沟6台60万机组从2009年底开始逐步投产, 深溪沟、大岗山也将陆续投产, 布局多年的水电项目有望带动公司进入新一轮跨越式发展。

另外, 公司大股东中国国电集团目前装机容量已经超过7000万千瓦, 而上市公司仅为1361万千瓦, 作为国电集团的旗舰公司, 大股东曾经承诺在合适时候将优质资产注入上市公司, 因此我们对未来资产注入提升公司经营业绩持乐观态度。

◆ 业绩预测以及投资建议

假设2009年电价不变, 执行23%的税收比例, 2009发电设备利用小时下降8%, 煤炭价格下跌10%, 预期公司2009年、2010年每股收益分别为0.29元和0.36元。当前股价市净率为2.3, 对应2009年、2010年每股收益的市盈率分别为21倍和17倍, 鉴于行业基本面逐步转暖以及公司水电、火电布局的完善, 我们给予公司“推荐”的投资评级。

表2: 公司2009年EPS对发电小时以及煤价的敏感性分析

		利用小时变化幅度							
		5190 (+4%)	5090 (+2%)	4990	4890 (-2%)	4790 (-4%)	4691 (-6%)	4591 (-8%)	4491 (-10%)
煤价(同比 2008 年均 价变化幅 度)	10%	-0.107	-0.108	-0.109	-0.110	-0.111	-0.112	-0.113	-0.114
	5%	0.011	0.008	0.005	0.001	-0.002	-0.005	-0.008	-0.011
	0%	0.130	0.125	0.119	0.114	0.108	0.103	0.097	0.092
	-5%	0.249	0.241	0.234	0.226	0.218	0.210	0.202	0.195
	-10%	0.368	0.358	0.348	0.338	0.328	0.318	0.308	0.298
	-15%	0.487	0.475	0.463	0.450	0.438	0.426	0.413	0.401

附表：财务报表预测与估值数据汇总

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008/12/31	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008/12/31	2009E	2010E	2011E
流动资产	8597	9794	9964	11553	营业收入	16440	18438	19593	23768
现金	442	1080	1004	1159	营业成本	14610	13858	14550	16363
应收账款	1638	2164	2185	2697	营业税金及附加	169	208	214	263
其它应收款	328	334	366	440	营业费用	31	32	35	42
预付账款	4999	4702	4950	5562	管理费用	505	606	630	770
存货	1146	1437	1386	1605	财务费用	1297	1380	1600	2500
其他	44	77	72	90	资产减值损失	-5	18	10	13
非流动资产	60142	66257	72310	77183	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	6083	5657	5799	5752	投资净收益	229	342	700	850
固定资产	31045	45841	55403	62164	营业利润	63	2678	3253	4668
无形资产	22	16	8	0	营业外收入	108	125	120	121
其他	22992	14744	11100	9267	营业外支出	41	43	42	43
资产总计	68739	76050	82274	88737	利润总额	130	2760	3331	4746
流动负债	21342	23636	23071	21779	所得税	-89	635	766	1092
短期借款	15778	17459	17147	15252	净利润	219	2125	2565	3655
应付账款	1490	1919	1838	2133	少数股东损益	40	786	975	1377
其他	4075	4258	4086	4393	归属母公司净利润	179	1339	1590	2278
非流动负债	27908	30705	35015	39182	EBITDA	3665	7072	9033	12299
长期借款	21369	25099	29097	33369	EPS (元)	0.03	0.25	0.29	0.42
其他	6539	5607	5917	5814					
负债合计	49251	54341	58085	60961	主要财务比率				
少数股东权益	5307	6093	7068	8445	会计年度	2008/12/31	2009E	2010E	2011E
股本	5448	5448	5448	5448	成长能力				
资本公积	2951	2951	2951	2951	营业收入	-5.9%	12.2%	6.3%	21.3%
留存收益	5783	7123	8627	10837	营业利润	-97.9%	4171.3%	21.5%	43.5%
归属母公司股东权益	14182	15521	17025	19235	归属于母公司净利润	-89.5%	648.7%	18.7%	43.3%
负债和股东权益	68739	75955	82179	88642	获利能力				
					毛利率	11.1%	24.8%	25.7%	31.2%
					净利率	1.1%	7.3%	8.1%	9.6%
					ROE	1.3%	8.6%	9.3%	11.8%
					ROIC	4.2%	5.2%	5.6%	7.6%
					偿债能力				
					资产负债率	71.6%	71.5%	70.7%	68.8%
					净负债比率	76.81%	79.29%	80.61%	80.68%
					流动比率	0.40	0.41	0.43	0.53
					速动比率	0.35	0.35	0.37	0.46
					营运能力				
					总资产周转率	0.26	0.25	0.25	0.28
					应收账款周转率	7	10	9	10
					应付账款周转率	6.83	8.13	7.75	8.24
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.03	0.25	0.29	0.42
					每股经营现金流 (最新)	0.34	1.31	1.30	1.78
					每股净资产 (最新摊)	2.60	2.85	3.13	3.53
					估值比率				
					P/E	194.01	25.91	21.83	15.23
					P/B	2.45	2.24	2.04	1.80
					EV/EBITDA	20	11	8	6

数据来源：浙商证券研究所

研究员介绍：

张延兵：上海交通大学电力系统及其自动化专业毕业，中国证监会注册分析师。1994 年进入证券行业，2002 年初加盟浙商证券，现为研究所电力行业研究员。

投资评级的说明：**股票投资评级**

- 强烈推荐：** 相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 推荐：** 相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
- 中性：** 相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
- 回避：** 相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上；

行业投资评级

- 推荐：** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数；
- 中性：** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平；
- 回避：** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数；

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。