

国电电力(600795)

战略转型期 注入在明年

——国电电力投资价值分析报告

✍ 崔健 CFA
☎ 86-22-28451618
✉ bhzcqj@hotmail.com

核心观点:

- 产业链向上下游延伸
- 多晶硅业务行业风险大

投资要点:

● 电力业务是盈利的主体

截至 2008 年底,公司可控装机容量为 1361.4 万千瓦,同比增长 10.6%;权益装机容量为 1108.87 万千瓦,同比增长 19.25%。公司发电能力不断提高,可再生能源的比重也在加强。

● 继续依靠自建扩张规模 股东注入仍可期待

目前公司在建可控装机容量为 843.9 万千瓦,是现有可控装机容量的 61.99%。如果仅依靠自建方式,2010 年以后装机容量增速会明显减缓,依据大股东承诺的精神,我们认为在 2010、2011 年实施资产注入的可能性比较大。

● 参股煤炭分享上游利润

按山西地区 5500 大卡吨煤利润 80 元/吨、洗出率 90%粗略计算,2009、2010 年同忻煤矿将分别为公司贡献投资收益 6700 和 2.02 亿元。

● 产业链延伸至化工

英力特集团计划进入煤化工、精细化工和新材料等领域,宁夏当地政府承诺配套所需的煤炭资源,当地 270 多亿吨蕴藏量为公司发展煤化工提供了充足的原料。公司控股 60%的多晶硅项目一期产能为 3000 吨/年,项目规划总规模为 10000 吨/年,由于产能过剩等原因多晶硅项目的行业风险很大。

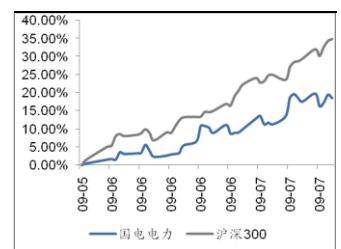
● 估值及投资建议

综合绝对估值和相对估值,我们认为国电电力 2009 年下半年合理的价值区间为 7.25~11.9 元/股,我们给予公司“买入”的投资评级。

评级: 买入
上次评级: 首次评级
目标价格: ¥9.58
上次预测:
当前价格: ¥7.56
2009.07.27

单季度业绩	元/股
1Q/2008	0.047
2Q/2008	0.05
3Q/2008	0.12
4Q/2008	0.05

最近两个月走势图



公司简介

国电电力是国内大型独立发电企业之一,是中国国电集团在资本市场的直接融资窗口和实施整体改制的平台。

相关报告

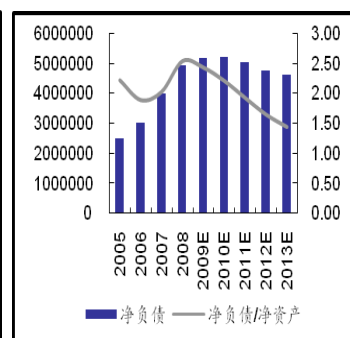
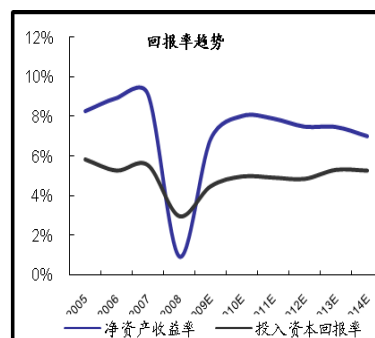
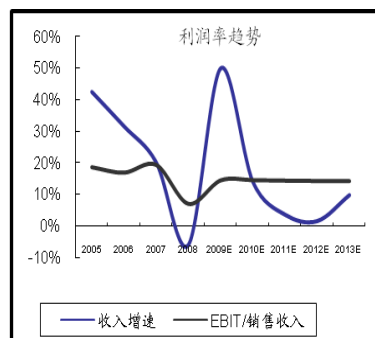
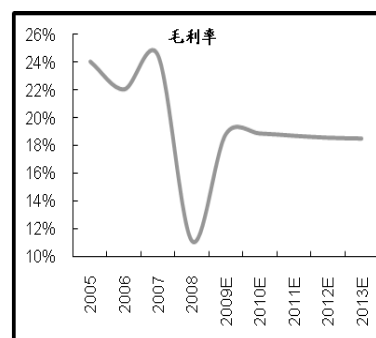
首次

财务摘要 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入	17,467	16,440	24,642	28,110	29,138
(+/-)%	20%	-6%	50%	14%	4%
经营利润 (EBIT)	3380	1125	3544	4063	4166
(+/-)%	38%	-67%	215%	15%	3%
净利润	1803	179	1465	1902	2072
(+/-)%	26%	-90%	719%	30%	9%
每股净收益 (元)	0.66	0.03	0.27	0.35	0.38
每股股利 (元)	0.10	0.12	0.03	0.05	0.07
利润率和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售毛利率 (%)	24.53%	11.13%	18.85%	18.90%	18.74%
ROE(%)	9.14%	0.92%	6.86%	8.04%	7.91%
ROIC (%)	5.55%	2.98%	4.49%	4.98%	4.93%
PE	11.42	230.25	28.12	21.66	19.88
PB	1.04	2.11	1.93	1.74	1.57
EV/EBITDA	9.30	25.36	13.97	12.38	11.87

资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	1582	442	739	843	874	营业收入	17467	16440	24642	28110	29138
应收票据	116	44	87	112	122	营业成本	13183	14610	19996	22798	23679
应收账款	2640	1638	3147	3604	3691	营业税金及附加	232	169	302	338	353
预付款项	4396	4999	7017	9791	11904	销售费用	25	31	47	53	55
其他应收款	256	328	392	495	496	管理费用	648	505	754	857	886
存货	2031	1146	2315	2688	2760	财务费用	872	1297	1767	1713	1637
其他流动资产	9	0	24	37	41	资产减值损失	64	-5	0	0	0
长期股权投资	4804	6083	6083	6083	6083	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	27976	31045	39977	44018	45395	投资收益	567	229	681	917	1238
在建工程	14934	21766	11467	6733	4167	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	294	491	491	491	491	营业利润	3011	63	2457	3267	3767
无形资产	483	427	418	410	401	营业外收支净额	111	67	68	69	69
长期待摊费用	1	0	0	0	0	税前利润	3122	130	2525	3336	3837
资产总计	59606	68739	73020	75767	76569	减: 所得税	578	-89	505	734	921
短期借款	13751	15778	11584	7692	5812	净利润	2544	219	2020	2602	2916
应付票据	1248	713	1316	1590	1456	归属于母公司的净利润	1803	179	1465	1902	2072
应付账款	2788	1490	2082	2373	2465	少数股东损益	742	40	556	701	844
预收款项	1814	0	-71	-270	-781	基本每股收益	0.66	0.03	0.27	0.35	0.38
应付职工薪酬	78	70	120	176	234	稀释每股收益	0.66	0.03	0.27	0.35	0.38
应交税费	437	-8	118	218	257	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
其他应付款	1479	1860	1860	1860	1860	成长性					
其他流动负债	1700	500	3995	5841	6467	营收增长率	20.2%	-5.9%	49.9%	14.1%	3.7%
长期借款	12381	21369	23369	25369	25369	EBIT 增长率	38.0%	-66.7%	215.1%	14.7%	2.5%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	26.4%	-90.1%	718.8%	29.8%	9.0%
负债合计	39889	49251	51674	52113	50379	盈利性					
股东权益合计	19717	19488	21345	23654	26190	销售毛利率	24.5%	11.1%	18.9%	18.9%	18.7%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	销售净利率	10.3%	1.1%	5.9%	6.8%	7.1%
净利润	2544	219	2020	2602	2916	ROE	9.1%	0.9%	6.9%	8.0%	7.9%
折旧与摊销	2177	2305	2544	2701	2798	ROIC	5.55%	2.98%	4.49%	4.98%	4.93%
经营活动现金流	4340	1842	5741	4684	3969	估值倍数					
投资活动现金流	-13740	-14850	-1319	-683	-42	PE	11.4	230.3	28.1	21.7	19.9
融资活动现金流	9993	11868	-4124	-3897	-3897	P/S	1.2	2.5	1.7	1.5	1.4
现金净变动	593	-1140	297	104	31	P/B	1.0	2.1	1.9	1.7	1.6
期初现金余额	989	1582	442	739	843	股息收益率	0.9%	0.6%	0.4%	0.7%	0.9%
期末现金余额	1582	442	739	843	874	EV/EBITDA	9.3	25.4	14.0	12.4	11.9

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
净利润	17,887	146,464	190,151	207,180	216,810	239,434	247,131	273,818	308,701	325,443	330,060
Ke	5.68%	5.68%	5.68%	5.68%	5.68%	5.68%	5.68%	5.68%	5.68%	5.68%	5.68%
上年末 净资产	1,341,886	1,418,160	1,548,280	1,709,139	1,878,288	2,053,662	2,249,734	2,448,978	2,673,370	2,927,308	3,191,011

AE	(58,293)	65,953	102,254	110,150	110,177	122,845	119,411	134,787	156,931	4,119,256	148,903
PV(AE)	(60,148)	64,395	94,475	96,303	91,139	96,158	88,449	94,475	104,071	2,731,742	88,422
AE 现值	3,461,206		Ke	5.68%	估值						
期初净资产	1,418,160		Kd	5.24%							
股票价值	4,879,366		t	25.00%	无债股权成本 Ke	4.18%	12.53	14.10	16.39	20.04	26.80
每股价值	8.96		Rf	2.25%		4.68%	10.53	11.56	12.97	15.03	18.32
			E(Rm)	7.00%		5.18%	9.02	9.72	10.64	11.90	13.75
			Rm - Rf	4.75%		5.68%	7.85	8.34	8.96	9.77	10.90
			D/A	51.85%		6.18%	6.90	7.25	7.68	8.23	8.96
			E/A	48.15%		6.68%	6.13	6.38	6.69	7.07	7.55
			Beta	0.7215		7.18%	5.49	5.68	5.89	6.16	6.49



目 录

1.公司简介	6
1.1 大型独立发电企业之一	6
1.2 电力业务是盈利主体 产业链已延伸至化工	6
1.3 即将实现全流通	6
2.以电力业务为核心 产业链向上下游延伸	7
2.1 电力业务是盈利的主体	7
2.2 发电装备规模保持扩张 煤炭、化工成为新的增长点	10
2.2.1 继续依靠自建扩张规模 股东注入仍可期待	10
2.2.2 参股煤炭分享上游利润	12
2.2.3 产业链延伸至化工	12
3.竞争优势	13
3.1 机组规模和地域优势	13
3.2 集团背景优势	13
4.风险因素	13
4.1 煤炭价格波动风险	13
4.2 转型风险	13
5.盈利预测	13
5.1 关键假设	13
5.2 盈利预测	14
6.估值及投资建议	14
6.1 绝对	14
6.2 相对	15
6.3 投资建议	16

图 目 录

图 1	公司盈利模式向纵深发展.....	6
图 2	公司股权结构.....	7
图 3	2008 年底权益装机容量构成.....	8
图 4	2008 年底权益装机地区分布状况.....	9
图 5	综合毛利率逐年趋降 2009 年一季度反弹但仍低于 2007 年水平.....	9
图 6	上网电量受需求下降影响在 2008 年出现萎缩.....	10
图 7	基数提高营业收入增速不断下降.....	10
图 8	依靠自建装机容量增长在 2010 年后出现严重下降.....	11

表 目 录

表 1	公司持股状况.....	6
表 2	截至 2008 年底公司控、参股电厂投产机组状况.....	7
表 3	在建工程状况.....	10
表 4	在筹项目情况.....	11
表 5	参股煤炭状况.....	12
表 6	多晶硅项目情况.....	13
表 7	估值参数假设.....	14
表 8	AE 模型敏感性分析.....	15
表 9	火电类股票估值状况.....	15

1. 公司简介

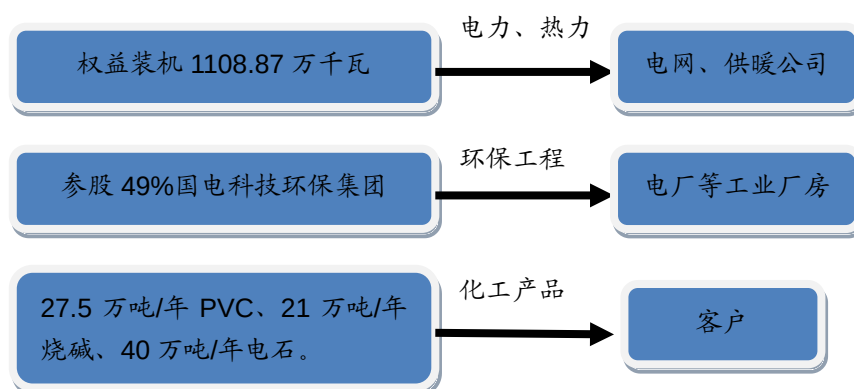
1.1 大型独立发电企业之一

国电电力是国内大型独立发电企业之一，是中国国电集团在资本市场的直接融资窗口和实施整体改制的平台。公司成立于 1992 年，1997 年挂牌上市，2002 年底进入中国国电集团公司。

1.2 电力业务是盈利主体 产业链已延伸至化工

公司依靠自有电厂生产电力和热力销售给当地电网和供暖公司，参股国电科技环保集团获得投资收益，此外，公司出资 12.66 亿元以增资方式获得了英利特集团 51% 的股权，从 2009 年 1 月开始将其纳入合并范围，未来化工业务将成为公司利润重要的来源之一。

图 1 公司盈利模式向纵深发展



资料来源：公司公告、渤海证券研究所

1.3 即将实现全流通

目前，中国国电集团公司是国电电力的唯一法人股东，持股比例为 53.42%，因此是公司的实际控制人。中国国电集团持有的 13.15 亿限售股将在 2009 年 8 月 31 日上市流通，届时公司将实现全流通。

中国国电集团公司承诺以国电电力作为中国国电集团公司全面改制的平台，在履行相应法律程序后，通过资产并购、重组，将中国国电集团公司优良的经营性资产注入国电电力，以使国电电力长期、持续、健康、稳定发展。因此，我们认为国电集团公司未来几年更倾向于不断壮大上市公司，减持的可能性很小。

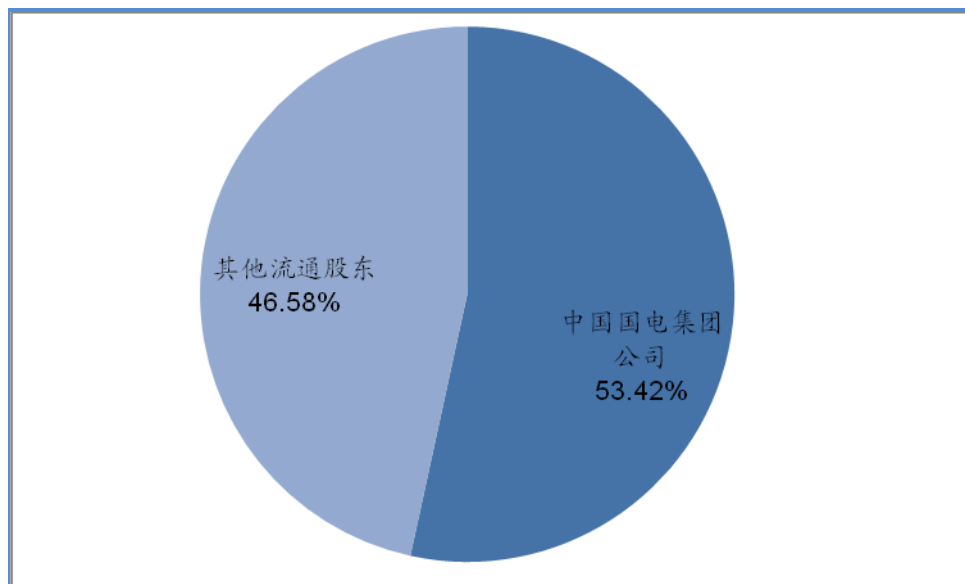
表 1 公司持股状况

股东名称	持股比例	持股总数	其中限售股	限售股上市日期
中国国电集团公司	53.42%	2,910,000,000	1,314,517,284	2009.8.31

其他流通股东	46.58%	2,537,769,058		
合计		5,447,769,058		

资料来源：公司公告、渤海证券研究所整理

图 2 公司股权结构



资料来源：公司公告、渤海证券研究所整理

2.以电力业务为核心 产业链向上下游延伸

2.1 电力业务是盈利的主体

截至 2008 年底，公司可控装机容量为 1361.4 万千瓦，同比增长 10.6%；权益装机容量为 1108.87 万千瓦，同比增长 19.25%，其中，水电 137.32 万千瓦，占比 12.38%，风电 27 万千瓦，占比 2.43%。公司发电能力不断提高，可再生能源的比重也在加强。

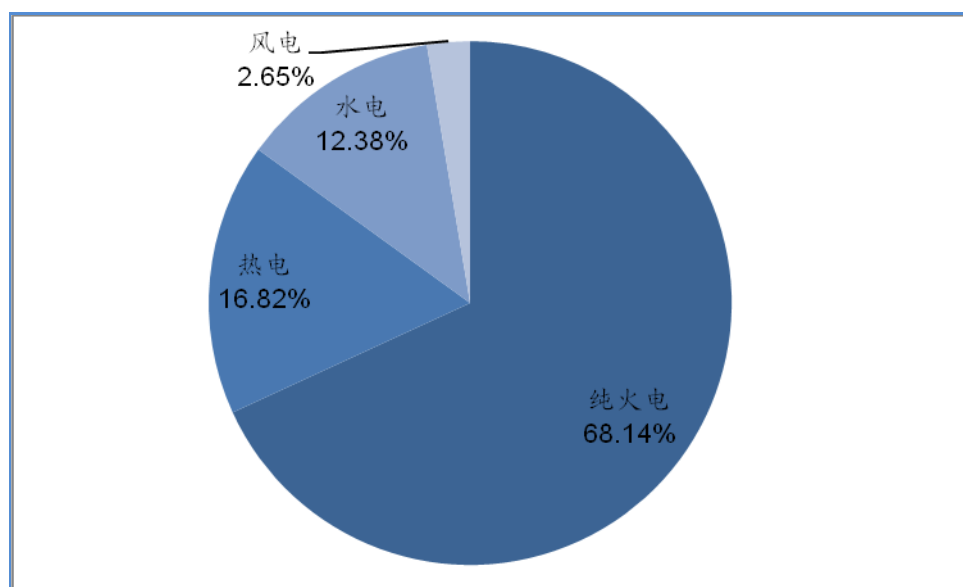
表 2 截至 2008 年底公司控、参股电厂投产机组状况

可控电厂名称	机组类型	机组构成	装机容量（万千瓦）	权益	权益装机容量
大同第二发电	火电	6×20	120	100%	120.00
朝阳	火电	2×20	40	100%	40.00
浙江北仑第一	火电	2×60	120	70%	84.00
石嘴山第一	火电	2×33	66	60%	39.60
大连庄河	火电	2×60	120	51%	61.20
石嘴山	火电	4×33	132	50%	66.00
大连开发区热电	热电	2×6+2×1.2	14.4	100%	14.40
邯郸热电厂	热电	1×22	22	100%	22.00
大同二厂	热电	2×60	120	60%	72.00
内蒙古东胜热电厂	热电	2×33	66	55%	36.30
桓仁	水电	2×7.5+1×7.25+2×3.6	29.45	100%	29.45

太平哨	水电	4×4.025	16.1	100%	16.10
大渡河	水电	5×10+2×11+4×15	133	69%	91.77
和风	风电	147×0.15	22.05	100%	22.05
巴彦淖尔乌拉特后旗一期	风电	16×0.15	2.4	100%	2.40
邯郸热电股份	热电	2×22	44	49%	21.56
宣威	火电	6×30	180	41%	73.80
英力特自备电厂	火电		42	51%	35.81
外高桥第二	火电	2×90	180	40%	72.00
可控合计			1361.40		
参股电厂名称	机组类型	机组构成	装机容量（万千瓦）	权益	权益装机容量
浙江北仑发电厂	火电	3×60	180	49%	88.20
外高桥第三	火电	2×100	200	30%	60.00
赤峰新胜风电	风电	134×0.075	15	33%	4.95
太阳宫燃气热电	天然气	2×39	78	26%	20.28
大唐连城	火电	2×30	60	25%	15.00
权益合计					1108.87

资料来源：公司公告、公司调研、渤海证券研究所整理

图 3 2008 年底权益装机容量构成

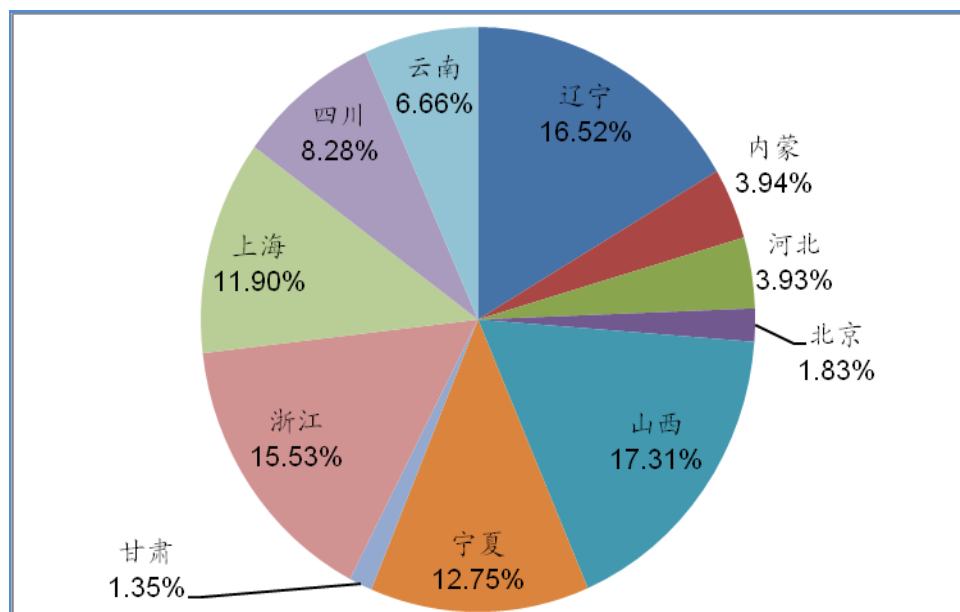


资料来源：公司调研 渤海证券研究所整理

公司的发电设备主要分布在东北、华北、华东、西南、西北等 11 个省、市、自治区，其中东部沿海和西部高耗能地区居多，辽宁、内蒙、山西、宁夏、甘肃等地区离煤矿较近，因此基本属于坑口电厂。在投产的机组中，朝阳和大连开发区热电属于计划关停的机组，但关停的时间尚不确定。

2008 年公司实现营业收入 164.4 亿元，同比下降 5.9%；实现归属于母公司净利润 1.79 亿元，同比下降 90.1%。煤炭价格大幅上涨，电力需求增速减缓，公司发电设备利用率降低是盈利能力大幅下降的主要原因。

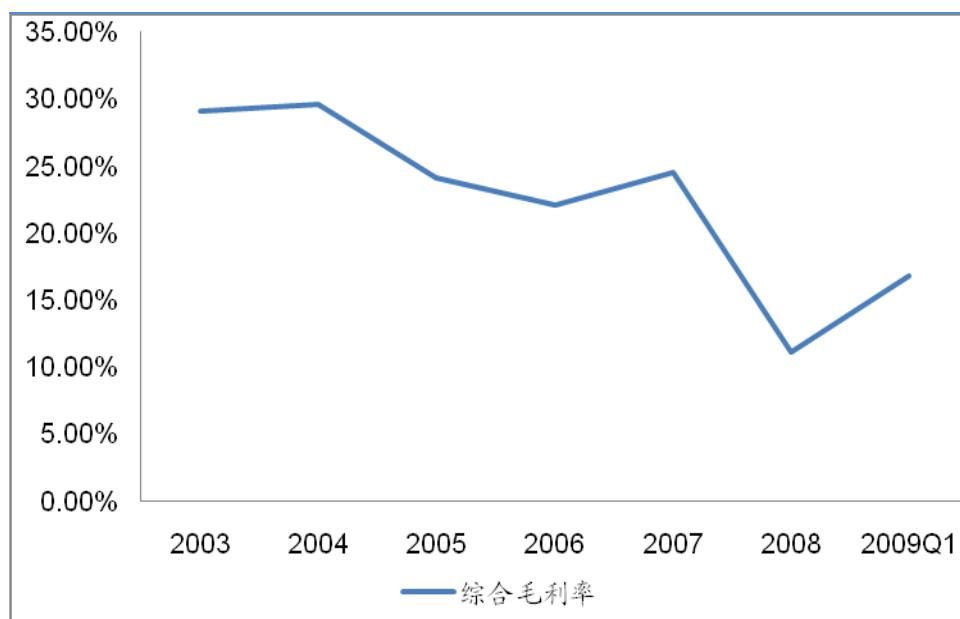
图 4 2008 年底权益装机地区分布状况



资料来源：公司公告、公司调研、渤海证券研究所整理

从公司近几年主营业务的毛利贡献来看，电力和环保设备业务是盈利的主要来源，从 2004 年开始热力产品一直处于亏损状态，热力业务只能依靠在采暖期提高电力设备利用率从电力产品方面获得补偿。由于国电集团在 2008 年 6 月成为国电科技环保集团的控股股东，因此，自 2008 年 6 月起环保业务不再并表，预计未来主营业务收入中其他行业收入将大幅下降，但由于持股比例仍为 49%，因此该部分利润将以投资收益形式体现。

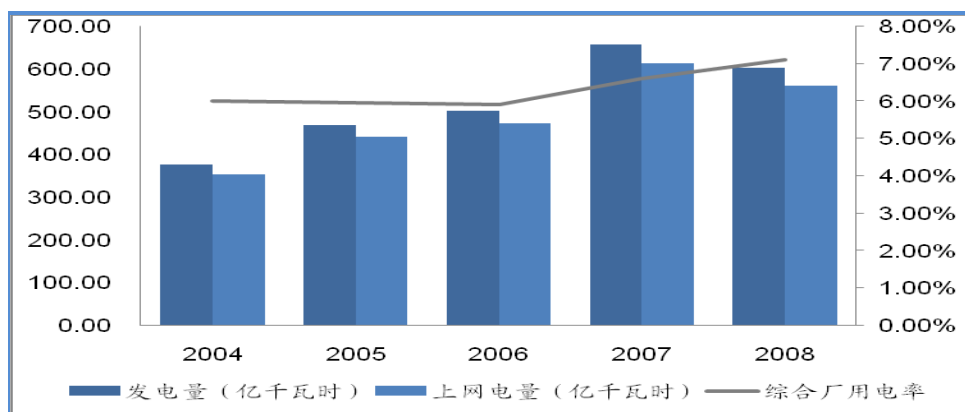
图 5 综合毛利率逐年趋降 2009 年一季度反弹但仍低于 2007 年水平



资料来源：公司公告、渤海证券研究所整理

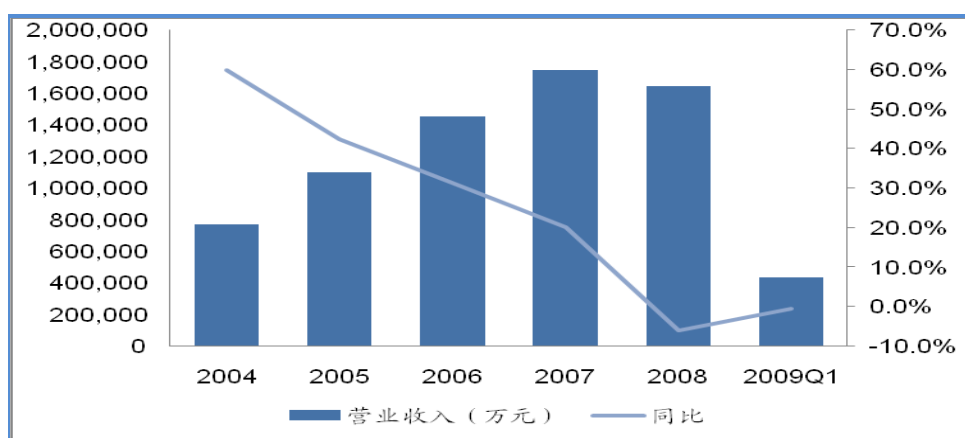
2009 年一季度，公司实现营业收入 43.59 亿元，同比下降 0.45%；实现归属于母公司净利润 2.58 亿元，同比增长 54.25%。煤炭价格下降和 2008 年两次上调上网电价是公司业绩增长的主要原因。

图 6 上网电量受需求下降影响在 2008 年出现萎缩



资料来源：公司公告、渤海证券研究所整理

图 7 基数提高营业收入增速不断下降



资料来源：公司公告、渤海证券研究所整理

2.2 发电装备规模保持扩张 煤炭、化工成为新的增长点

2.2.1 继续依靠自建扩张规模 股东注入仍可期待

预计未来公司将继续依靠自建、并购、增容等方式扩大发电资产装机容量，目前公司在建可控装机容量为 843.9 万千瓦，是现有可控装机容量的 61.99%；在建权益装机容量为 578.44 万千瓦，是现有权益装机容量的 52.16%。

表 3 在建工程状况

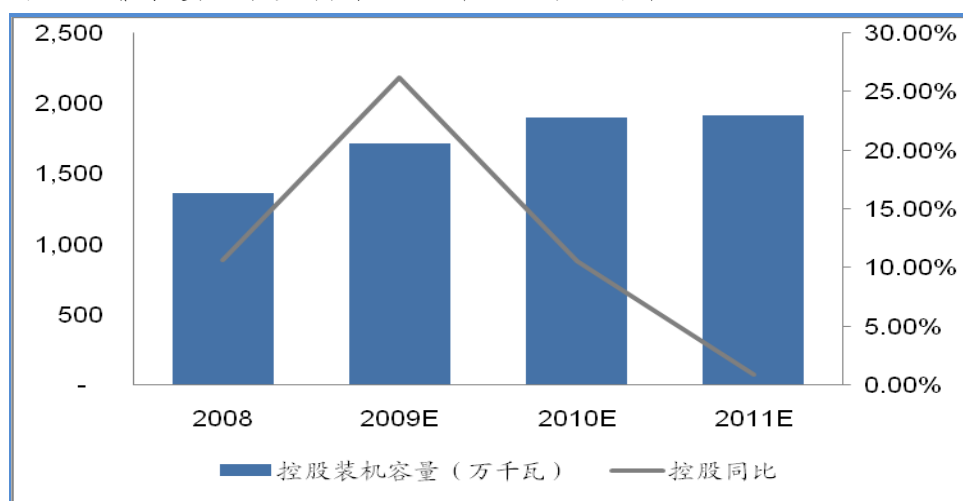
电厂名称	发电类型	机组构成 (万千瓦)	装机容量 (万千瓦)	权益比重	权益容量	预计投产时间
大同发电三期	火电	2×66	132	60%	79.2	#1:09-5.#2:09-10
瀑布沟	水电	6×60	360	69%	248.4	2009-2010
深溪沟	水电	4×16.5	66		45.54	2011-2013
大岗山	水电	4×65	260		179.4	2013-2014
吉林磨盘山	水电	4×0.325	1.3	100%	1.3	2010
巴彦淖尔乌拉特后旗一期	风电	17×0.15	2.55	100%	2.55	2009

海滨	风电	33×0.15	4.95	100%	4.95	2009
刘台子	风电	21×0.15	3.15	100%	3.15	2009
胜利	风电	28×0.15	4.20	100%	4.2	2009
青松	风电	32×0.15	4.80	100%	4.8	2009
南小柳风	风电	33×0.15	4.95	100%	4.95	2009
合计			843.90		578.44	

资料来源：公司公告、公司调研、渤海证券研究所 注：大同发电三期已投产一台机组

如果仅依靠自建方式，2010 年以后公司装机容量增长速度会明显减缓，依据大股东承诺的精神，我们认为 2009 年集团资产注入的可能性较小，但在 2010、2011 年为实现上市公司稳定持续发展实施注入的可能性比较大。

图 8 依靠自建装机容量增长在 2010 年后出现严重下降



资料来源：渤海证券研究所

目前公司项目储备可控容量为 447.65 万千瓦，权益装机容量为 297.65 万千瓦。为公司持续发展提供了充足的潜力，但项目实施的时间受政策制约不确定性较大。

表 4 在筹项目情况

电厂名称	发电类型	机组构成 (万千瓦)	装机容量 (万千瓦)	权益比重	权益容量
大连开发区热电厂二期	热电	2×35	70.00	100%	70.00
内蒙古能源——布连	火电	2×66	132.00	50%	66.00
内蒙古能源——长滩	火电	2×66	120.00	50%	60.00
酒泉	火电	2×33	66.00	100%	66.00
王坪	火电	2×20	40.00	40%	16.00
吉林大兴川	水电		4.80	100%	4.80
黑龙江桦川一期	风电	33×0.15	4.95	100%	4.95
佳木斯郊区	风电	33×0.15	4.95	100%	4.95
河北康保一期	风电	33×0.15	4.95	100%	4.95
合计			447.65		297.65

资料来源：公司调研、渤海证券研究所

2.2.2 参股煤炭分享上游利润

为了应对煤炭市场化后价格不断上涨的成本压力，公司参股了 3 个煤矿，在优先保障自有电厂用煤的同时，享有上游煤炭行业的高额利润，此外公司还计划通过宣威和源煤业整合云南省境内的小煤矿。

表 5 参股煤炭状况

公司名称	地点	煤种	股权比例	设计产能（万吨）	权益产能	预计投产时间
伊金霍洛旗察哈素矿井	内蒙古	动力煤 5500 大卡以上	50%	1000	500	2011
准格尔旗刘三圪旦矿井	内蒙古	动力煤 5500 大卡以上	50%	1500	750	2015
同忻煤矿	山西大同	动力煤 5500 大卡以上	28%	1000	280	2009.9
合计				3500	1530	

资料来源：公司调研、渤海证券研究所整理

按山西地区 5500 大卡吨煤利润 80 元/吨、洗出率 90%粗略计算，2009、2010 年同忻煤矿将分别为公司贡献投资收益 6700 和 2.02 亿元。

2.2.3 产业链延伸至化工

2.2.3.1 控股英力特集团

公司斥资 12.66 亿元控股英力特集团 51%的股权，将产业链延伸至化工领域。目前英力特集团拥有火电权益容量 82.8 万千瓦，具备年产 27.5 万吨 PVC、21 万吨烧碱和 40 万吨电石的生产能力，英力特集团 2008 年 1-10 月，销售收入 28.21 亿元，净利润 1.42 亿元，净资产收益率为 11.84%。

未来英力特集团计划进入煤化工、精细化工和新材料等领域，宁夏当地政府承诺配套所需的煤炭资源，当地 270 多亿吨蕴藏量为公司发展煤化工提供了充足的原料。甲醇，MDI 及其他煤化工项目尚在规划之中，对公司未来业绩的影响程度尚不明确。

2.2.3.2 多晶硅项目风险大

公司控股 60%的多晶硅项目已经开始建设，该项目采用改良西门子法生产工艺，一期 3000 吨/年项目将建设成两条年产 1500 吨的生产线，项目规划总规模为 10000 吨/年，二、三期分别为 3500 吨/年。据公司测算，按经营期 15 年，达产后多晶硅售价 60 美元/公斤计算，资本金税后内部收益率为 16.31%，盈利能力较强。

近几年国内多晶硅项目纷纷上马，由于全球经济危机导致光伏发电需求的骤减，多晶硅价格也从 400 多美元/公斤暴跌至目前的约 60 美元/公斤，全球现有的多晶硅产能已过剩，如果国内大批多晶硅能够顺体投产，未来存在严重过剩的可能，加之公司缺乏多晶硅产业化经验，预计项目收益水平将明显低于预期，公司多晶硅项目的行业风险很大。

表 6 多晶硅项目情况

公司名称	持股比例	一期规模(吨/年)	静态投资(亿元)	总投资(亿元)	预计投产时间	二期规模(吨/年)	三期规模(吨/年)
国电内蒙古晶阳能源有限公司	60%	3000	23.86	25.3	2011 年 2 月第一条生产线试车	3500	3500%

资料来源：公司公告、渤海证券研究所整理

3. 竞争优势

3.1 机组规模和地域优势

公司投产的火电机组中，30 万千瓦及以上机组占全部投产火电机组的 86.53%，具备一定的技术优势；坑口电厂权益机组装机容量占全部火电机组权益装机容量的 58.09%，这部分电厂煤价成本受运输成本的影响较小，因此在成本控制方面具备一定的收益。

3.2 集团背景优势

国电集团拥有国电电力、长源电力、平庄能源、英利特四个上市公司，从发展的定位看，国电电力是集团公司实施整体改制的平台，未来持续注入外生增长动力强大。截至 2009 年 6 月底，集团公司 7490.16 万千瓦的可能装机容量，为公司持续注入和未来持续的发展提供了巨大的支持。

4. 风险因素

4.1 煤炭价格波动风险

由于资源的稀缺性，煤炭价格有不断上涨的趋势。2009 年坑口煤价格上涨较为明显，公司 58.09% 的火电厂属于坑口电厂，成本有明显的上涨压力。

4.2 转型风险

公司目前计划从电力行业向上游煤炭和下游化工行业延伸，进入不同的行业缺乏相应的人才和产业化经验，从而影响业绩的稳定提高，面临一定的转型风险。

5. 盈利预测

5.1 关键假设

- 1、假设未来三年，新增机组按计划投产；
- 2、不考虑集团可能在 2010 年及以后的资产注入影响；
- 3、公司保持现有的 25%的企业所得税水平，子公司税收优惠到期后结束；
- 4、假设公司入炉标煤价格 2009 年平均上涨 4%，并在之后平均每年上涨 1%；
- 5、假设公司未来三年发电设备全面摊薄平均利用小时数分别为 4200、4400、4500 小时；
- 6、维持现有的上网电价水平不变。
- 7、不考虑未来煤化工增量和多晶硅项目的影响。
- 8、公司分红率为当年可分配利润的 20%

5.2 盈利预测

预计公司 2009~2011 年分别实现营业收入 246.42、281.10、291.38 亿元，同比分别增长 49.89%、14.07%和 3.66%；分别实现归属于母公司净利润 20.2、26.02、29.16 亿元，同比分别增长 718.8%、29.8%和 9%；对应每股收益分别为 0.27、0.35 和 0.38 元。

由于没有考虑英力特集团新增项目和多晶硅项目对公司业绩的贡献，更没有考虑集团可能在 2010 年实施的资产注入，因此我们的盈利预测偏向于保守。

6.估值及投资建议

6.1 绝对

由于属于公司现金流最近几年持续为负，历史上分红率基本在 20%左右，分红率不高，我们认为采用 AE 模型对公司进行绝对估值较为合适。

表 7 估值参数假设

无风险利率 R_f	2.25%
目标债务比率	70.00%
R_m	7.00%
长期增长率	2.00%
$\beta_e(\text{levered})$	0.72
K_e	5.677%

资料来源：渤海证券研究所

在上述参数下，AE 模型显示公司 2009 年合理的价值中枢为 8.96 元/股，敏感性分析显示合理的价值区间为 7.25~11.9 元/股。

表 8 AE 模型敏感性分析

		永续增长率 g				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
股权成本 Ke	4.18%	12.53	14.10	16.39	20.04	26.80
	4.68%	10.53	11.56	12.97	15.03	18.32
	5.18%	9.02	9.72	10.64	11.90	13.75
	5.68%	7.85	8.34	8.96	9.77	10.90
	6.18%	6.90	7.25	7.68	8.23	8.96
	6.68%	6.13	6.38	6.69	7.07	7.55
	7.18%	5.49	5.68	5.89	6.16	6.49

资料来源：渤海证券研究所

6.2 相对

我们选取火电类股票进行估值比较，剔除市盈率过高的股票，结果显示目前火电类股票 2009 年平均动态市盈率为 31.08 倍，2010 年平均动态市盈率为 24.97 倍，最新平均市净率为 3.53 倍。

截至 2009 年 7 月 24 日，沪深 300TTM 市盈率为 30.86 倍，最新市净率为 3.79 倍。我们认为在市场当前估值水平下，国电电力在火电板块中估值优势不是十分明显，市净率明显低于市场平均和板块平均水平，说明安全边际较高。公司 2009 年合理的市盈率区间应该为 29~31 倍，2009 年合理的价值区间为 7.83~8.37 元/股。

表 9 火电类股票估值状况

代码	公司名称	EPS			BVPS	收盘价	P/E			P/B
		2008	09E	10E			2008	09E	10E	
600011	华能国际	-0.31	0.30	0.38	3.08	8.34	na	27.37	22.01	2.70
600027	华电国际	-0.43	0.24	0.29	1.87	5.70	na	23.42	19.92	3.04
600396	金山股份	0.03	0.30	0.54	2.98	9.43	314.33	31.56	17.62	3.16
600642	申能股份	0.21	0.59	0.67	4.85	12.62	61.56	21.28	18.82	2.60
600863	内蒙华电	-0.40	0.17	0.13	1.60	6.80	na	39.01	52.43	4.24
600886	国投电力	0.12	0.37	0.49	3.95	12.01	102.04	32.06	24.59	3.04
601991	大唐发电	0.07	0.14	0.37	2.20	8.79	125.57	62.14	23.54	3.99
000027	深能源 A	0.47	0.73	0.75	5.24	13.58	28.89	18.64	18.05	2.59
000543	皖能电力	0.02	0.36	0.41	4.82	8.99	473.16	24.97	21.93	1.87
000600	建投能源	0.05	0.30	0.39	3.16	7.35	147.00	24.21	18.91	2.32
000690	宝新能源	0.32	0.51	0.51	2.19	10.26	32.09	20.12	20.11	4.69
000899	赣能股份	0.07	0.25	0.29	2.59	7.90	121.17	32.13	26.83	3.05
000531	穗恒运 A	-0.20	0.71	0.79	2.74	15.50	na	21.83	19.62	5.65
600578	京能热电	0.26	0.38	0.45	3.01	10.67	41.04	28.29	23.50	3.54
600795	国电电力	0.03	0.27	0.35	2.65	7.56	229.09	28.12	21.66	2.85

	火电平均							31.08	24.97	3.53
--	------	--	--	--	--	--	--	-------	-------	------

资料来源：Wind 渤海证券研究所

综合绝对估值和相对估值，我们认为国电电力 2009 年下半年合理的价值区间为 7.25~11.9 元/股。

6.3 投资建议

国内电力需求已在 6 月触底回升，我们认为在国家现有政策维持的情况下，高耗能企业的复产将带动电力需求的持续复苏，中西部高耗能地区的需求将逐渐提高，国电电力将受益于需求复苏设备利用率将提高。

鉴于公司经营环境在向好，当前估值水平略低，未来又有持续的资产注入预期，我们给予公司“买入”的投资评级，建议投资者积极介入。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，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“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

电力行业研究员崔健：覆盖公司包括大唐发电、国电电力、长江电力、国投电力、京能热电、穗恒运A、明星电力。

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电力行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 22 5836 2766	石油、石化行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	基础化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车、航空制造行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	通信、传媒、家电行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2156	电力、电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159
金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与衍生产品研究 房振明 +86 22 8837 0816	股指期货与衍生产品研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	产品设计和可转债研究 章辉 +86 22 2845 1977
债券研究 徐华 +86 22 2845 1137	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131	金融策略与创新、证券理论研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	策略研究 周喜 +86 22 2845 1972
营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879			
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn