

盈利向好方向不变

谨慎推荐（维持）

目标价格：12.50 元

当前价格：9.62 元

国投电力半年报点评

公司研究

2009 年 3 月 12 日

投资要点：

- **09 年上半年净利润同比下降 22.3%。**公司主要经营火电，09 年 1-6 月，公司实现营业收入 31.99 亿元，同比下降 7.1%；完成归属于母公司所有者净利润 0.97 亿元，同比下降 22.3%；对应每股收益 0.09 元。
- **火电业务盈利下降是公司盈利下滑的主要原因。**目前，火电装机占到公司总装机的 85%左右，因此 09 年上半年火电业务盈利大幅下滑是公司盈利出现下降的主要原因。一方面，09 年上半年全国发电量整体同比下滑的局面下，受安徽新增机组偏多，甘肃发电量恢复较慢，以及广西水电出力较多影响，公司总体发电小时数下滑较全国平均水平偏快，09 年上半年公司设备平均利用小时为 2224 小时，同比下降了 19.8%，其中火电机组平均利用小时下降了 21.3%。另一方面，燃料成本同比上行和部分地区的优惠电价政策，使得公司毛利率并未明显提高。09 年上半年，公司可控火电发电企业平均标煤单价为 556 元/吨，同比增长 43 元/吨，增幅为 8.4%，且比去年全年标煤价格高 12 元/吨，使得电力业务毛利率仅有 5.7%，较去年同期略升 0.38 个百分点，而甘肃和云南的推行优惠电价政策也减少公司 09 年上半年净利润 4036 万元或每股收益 0.04 元。
- **盈利向好趋势不变。**虽然 09 年上半年，公司实现发电量 153 亿千瓦时，同比下降 11.3%，但是如果单看 2 季度，则公司发电量和上网电量则分别环比增长 10.7%和 10.6%，且随着 09 年下半年全国发电量回升的趋势逐步确立，公司发电量环比继续上涨比较明确。此外，随着 09 年 4 月国家发改委和电监会出台清理优惠电价的政策，下半年公司综合电价水平有望提高。
- **电源结构将更趋合理。**09 年 3 月，公司公告称拟向大股东国家开发投资公司以 8.49 元/股的价格，定向增发 8.25 亿股，以约 70 亿元对价收购大股东下属国投电力公司持有的二滩水电、宣城发电公司、大朝山水电、张掖发电公司和津能公司的股权。预计收购完成后，不仅公司权益装机容量将大幅增长 84.85%至 610 万千瓦，且公司可控水电装机容量比重由目前的 11.69%上升至 51.73%，水电比重的提

分析师

交通、能源、TMT 小组

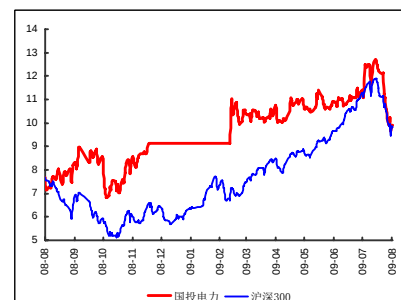
Tel.: 010-59355873

Email: weiw@chinans.com.cn

主要数据

总股本：1055 百万股
流通股本：1055 百万股
近 12 个月最高价：12.56 元
近 12 个月最低价：6.40 元
近 1 个月内涨幅：-13.17%
近 6 个月内涨幅：5.38%

股价与沪深 300 指数对比



升将明显优化公司的电源结构，增强公司抵御风险能力。目前资产重组方案已经于 09 年 6 月底获得国资委批准，可以乐观预期公司的重组事项可能将于 09 年底前完成。

- **可能是国投集团资产的最终整合平台。**虽然公司曾于 09 年 7 月初发布澄清公告称目前无注入罗布泊钾肥和作为整合国投集团所有实业业务平台的计划，但是这一公告也从侧面反映出市场对于公司作为国投集团资产最终整合平台地位预期较强。而这一预期可能源于 08 年 12 月份，公司停牌商议史无前例的资产重组事项，据有关媒体报道，该史无前例资产重组事项原计划是，公司将吸收合并国投新集（601918），后因涉及地方利益，最后重组计划改为将电力资产全部注入公司，由此市场预期公司将可能作为国投集团能源和资源类资产的整合平台。

存在风险

- 需求下滑风险，资产重组失败风险。

综合评价及评级调整

- 考虑资产注入和增发因素，预计公司 2009、2010 年的 EPS 分别为 0.46 元和 0.58 元，考虑到公司重组后，无论从盈利的稳定性和成长性都将大幅提高，因此我们维持公司“谨慎推荐”的投资评级。

项 目	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入（百万元）	6648	6580	6317	6581
Growth (%)	7.02	-1.04	-4.01	24.77
归属于母公司所有者净利润（百万元）	552	123	363	414
Growth (%)	24.76	-77.53	195.66	14.05
毛利率（%）	25.50	16.61	21.15	22.12
净资产收益率（%）	13.01	3.19	8.42	9.56
每股收益（元）	0.52	0.12	0.33	0.39
P/E（倍）	20	85	31	26

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数10%以上
	谨慎推荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%——10%
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在-5%——5%之间波动
	回避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于-5%——10%之间
	回避	未来6个月内股价相对沪深300指数跌幅介于5%——10%之间
	严重回避	未来6个月内股价相对沪深300指数跌幅在10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。

机构销售联系人

	总 部	北京地区	上海地区	深圳地区
	王 旭	衣学伟	张 骊	吴宝峰
电 话	010—59355906	010—84484152	021—62312472	0755—83781415
Email	wangx@chinans.com.cn	yixw@chinans.com.cn	zhangl@chinans.com.cn	wubf@chinans.com.cn