

国投电力

600886

中性/ 维持评级

股 价	2009/08/20
RMB9.62	

基础数据

总股本（百万股）	1055
流通 A 股（百万股）	1055
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	10146

财务数据

市净率 (X)	2.44
TRACING P/E (X)*	108.28
EPS（元）	0.04
股息率（%）	3.18

*最近四季盈利计算。

相关研究

分 析 师

王爽

+755-82493570

wangshuang@lhzq.com

周衍长

+755-82364464

zhouyc@lhzq.com

受制燃煤与水电，重组带来改善

经营预测与估值	2008A	20091Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	6580.1	3199.3	6388.6	13475.5	14824.3
(+/-%)	-1.0	-7.05	-2.9	110.9	10.0
归属母公司净利润(百万元)	124.1	96.7	202.9	911.5	1271.4
(+/-%)	-77.5	-22.3	63.5	349.2	39.5
EPS(元)	0.12	0.09	0.19	0.46	0.64
P/E(倍)	81.7	107.5	51.3	21.6	15.5

■ **归属母公司所有者净利润同比下降22.3%**。上半年实现营业收入 32.0 亿元，同比降低 7.05%；实现营业利润 1.8 亿元，同比下降 12.7%；实现归属母公司所有者净利润 9670 万元，同比下降 22.3%。

■ **火电发电量大幅下降**。上半年公司火电设备平均利用小时数为 2206 小时，同比下降 597 小时，而同期全国火电平均只下滑了 312 小时，尤其是分布在甘肃和广西的靖远二电和北部湾发电厂，其发电量同比分别下降 44.0% 和 63.7%，从而导致公司上半年发电量同比下降了 11.3%。

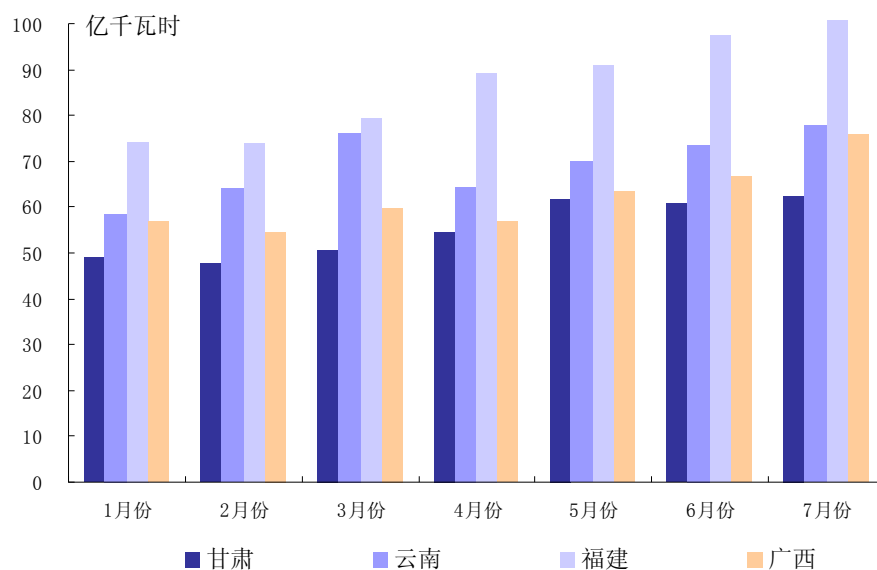
■ **下半年发电量将会确定性提升**。随着经济逐步回暖，全国用电量水平逐月创年内新高，7 月份全国用电量同比更是增加了 6%。中电联统计 1-7 月份数据显示，福建、广西、云南、甘肃等四省火电发电量逐渐好转，云南火电发电量累计同比增长 22.8%，7 月份福建、广西火电发电量同比分别增长了 28.5% 和 37.3%。

■ **坑口电厂煤价坚挺，利润受侵蚀**。上半年全国电煤重点合同价格保持去年平均水平，但公司控股火电厂标煤电价却达到了 556 元/吨，同比增加 43 元/吨。尤其是靖远二电和国投曲靖等坑口电厂，煤价有较大幅度的上涨，其中靖远二电电煤合同价同比上涨了 32%。今年 6 月份开始，山西煤矿复产情况较好，原煤产量出现同比正增长的态势，这或将减缓靖远二电高煤价的压力。

■ **火电资产经营风险高**。上半年公司火电发电量大幅下降和坑口电厂煤价大幅上升，显现公司火电厂经营的高风险特征。公司拥有的占火电总装机容量的 71.7% 的电厂分布在甘肃、广西、云南等电量输出省份，其发电量水平同时受制于本地区和电量输入省的用电量情况影响。另外该三省水电占总装机容量比例较高，公司火电发电量易受水电的挤压。08 年云南省用电量同比增长 7.45% 的情况下，曲靖电厂发电量同比下降 13.5%；09 年上半年，甘肃省和广西省水电发电量分别同比增长 19.0% 和 39.7%，其用电量同比分别下降 5.5% 和 4.3%，公司靖远二电和国投北部湾电厂发电量同比分别下降了 44.0% 和 63.7%。

- **资产重组优化公司资产结构。**09 年公司发布公告称，公司将向国家开发投资公司发行股票，以收购国投电力持有的电力公司 100%的股权。此次资产重组完成后，公司将新增装机容量 585 万千瓦，新增权益装机容量 280 万千瓦，其中已投产水电装机容量和权益装机容量为 465 万千瓦和 226 万千瓦，公司水电装机占比将从 9.8%提高到 41.2%，使公司资产结构得到优化，降低了煤价波动给公司带来的经营成本压力。我们认为国投电力随着雅砻江梯级电站的逐渐投产，将成为未来的水电龙头。
- **投资评级。**根据我们预测，假设重组的资产于 2010 年并入报表，公司 2009-2011 年的 EPS 分别为 0.19、0.46、0.64 元（不考虑资产重组情况，公司 2009-2011 年的 EPS 分别为 0.19、0.24、0.30 元）。目前股价对应的动态 PE 分别为 51X、22X、15X。按目前电力行业 2010 年平均 23 倍动态市盈率计算，我们认为公司合理价值应该为 10.6 元，维持“中性”评级。

图 1、09 年 1-7 月份各省用电量情况



数据来源: 中电联, 联合证券研究所。

表 1、各电厂发电量情况统计

电厂	装机容量 (万千瓦)	权益比例	累计发电量 (亿千瓦时)			
			2007 年	2008 年	2009Q1	2009Q2
小三峡	67	60%	27.87	26.98	5.23	10.57
靖远二电	120	51%	63.69	64.24	11.64	9.52
曲靖	120	55%	51.89	44.89	15.48	17.58
华夏	120	56%	64.53	67.33	16.29	14.54
北部湾	64	55%	35.60	23.10	2.05	3.82
徐州华润	128	30%	61.27	60.15	13.15	12.11
淮北国安	64	35%	31.16	36.04	5.87	6.22

数据来源: 联合证券研究所。

表 2: 雅砻江水电开发总体规划

项目	投产时间	区域	装机容量 (万千瓦)	装机构成	权益比例	权益容量 (万千瓦)
二滩	1998	下游	330	6×55	48%	158
锦屏一级	2005.11 开工, 2012 年第一台, 2015 年竣工	下游	360	6×60	48%	173
锦屏二级	2007 年开工, 2012 年第一台, 2015 年竣工	下游	480	8×60	48%	230
官地	2013	下游	240	4×60	48%	115
桐子林	2015	下游	60	1×60	48%	29
两河口	2018	中游	300	5×60	48%	144
牙根	2017	中游	150		48%	72
楞古	2018	中游	271.8		48%	130
孟底沟	2021	中游	184		48%	88
杨房沟	2019	中游	150		48%	72
卡拉	2019	中游	95		48%	46
上游十级	规划中	上游	325		48%	156

来源: 公司公告、联合证券研究所

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。