

毛利同比持平，明年将进入复苏期

——国投电力(600886)中报点评

分析师

张 霖:

☎(86-10) 88366060-8752

✉ zhangl@cgws.com

要点:

- **业绩低于预期。**报告期公司实现营业收入 319,932.71 万元，同比降低 7.05%；实现营业利润 18,169.99 万元，同比降低 12.69%；实现归属于母公司所有者的净利润 9,669.59 万元，基本每股收益 0.0917 元，同比降低 22.33%。
- **电量下滑严重、煤价仍在高位。**一是受宏观经济增长放缓和部分区域新增发电机组较多的双重不利因素影响，公司控股企业发电量同比减少 14%，公司平均利用小时为 2224 小时，同比下降 548 小时；降幅高于全国平均水平。其中：火电设备平均利用小时 2206 小时，同比下降 597 小时；二是尽管公司控股火电企业燃煤价格上涨趋势有所放缓，但仍在高位运行，上半年标煤单价实际完成 556 元/吨，同比增加 43 元/吨，其中靖远二电和国投曲靖发电坑口燃煤价格同比出现较大增长；三是公司参股企业徐州华润和淮北国安受用电需求下降和燃煤价格同比上升的双重影响，盈利水平下降，公司投资收益同比减少 39%。
- **从地域来看，差异化显著。**甘肃、广西地区营业收入比上年骤减 -22.90、-56.65%，云南同比增长 59.44%，福建基本持平。主要原因是甘肃为高耗能省份，经济危机使得 09 年上半年高耗能减产进而用电量大幅下滑 43%；而北部湾主要是受到水电“挤出效应”，龙滩水电站投产和区内用电量需求下滑等因素的影响，北部湾上半年发电量同比减少 62.38%！
- **09 年毛利同比基本持平，2010 年将有望进入复苏期。**电价同期上涨 9.24 元/千千瓦时，所以上半年电力毛利率同比上升 0.87 个百分点，受参股企业效益下滑使投资收益出现下降，因此营业利润率较 2008 年同期减少 0.38 个百分点。但预计明年将进入复苏期，理由：一方面电力需求也相应有所恢复；另一方面，装机容量将面临跨越式增长。重组完成后，总装机、权益装机容量将分别达 1,264、610 万千瓦，较重组前分别增长 86.13%和 84.82%，到雅砻江水电全部投产，公司总装机容量将达到 4460 万千瓦，未来 6 年总装机、权益装机负荷增速分别为 42.3%、47.2%；此外，公司的电源结构发生了重大转变。重组完成后，公司水电装机比例增至 41.25%，预计 2020 年，仅二滩将达到 2300 万千瓦，未来水电资产占公司全部电力资产的 71%

- **盈利预测与评级。**下调 09 年 EPS 为 0.233 元、预计 2010 年 EPS0.524 元。按照公司 2010 年 20 倍 PE 估值，目标价 10.6 元。谨慎推荐评级。

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

投资评级：谨慎推荐（下调）

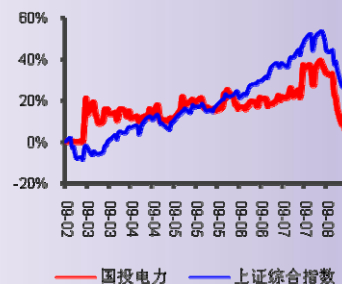
市场数据

总市值（亿元）	98.82
流通市值（亿元）	98.82
总股本（亿股）	10.5
流通股本（亿股）	10.5
12 个月最高/最低	12.35/9.13

公司盈利预测(百万)

	2008A	2009E	2010E
营业收入	658013	685549	1241555
(+/-%)	-1.04%	4.18%	81.10%
净利润	12413	43716	98468
摊薄每股收益	0.118	0.233	0.524
PE	82.58	41.79	18.55

股价表现图



相关报告:

国投电力(000886): 2009 转折年, 冉冉升起“水电新秀” 2009-03-19

国投电力(600886): 水电“挤出效应显著” 2009-03-16

国投电力(600886): 国投资产重组方案快评 2009-03-04

国投电力(600886): 风雨过后便是彩虹 2008-08-07



利润表（万元）	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	658013	685549	1241555	1419279
营业成本	548668	529617	941167	1072016
销售费用	1169	1218	2206	2522
管理费用	19305	19881	37247	42578
财务费用	63192	55836	56990	57193
投资净收益	6863	8364	8782	9221
营业利润	27503	85268	211298	255290
营业外收支	378	-2000	-2000	-2000
利润总额	27881	83268	209298	253290
所得税	11124	20817	48138	58257
少数股东损益	4345	18735	62691	75868
净利润	12413	43716	98468	119165

资产负债表（万元）	2008A	2009E	2010E	2011E
流动资产	304063	388062	1421187	1611170
货币资金	107098	197228	1077584	1217661
应收帐款	63732	61699	111740	127735
应收票据	5185	1371	3725	5677
存货	66073	63779	113340	129097
非流动资产	1522936	1554099	1628497	1767943
固定资产	1386576	1416512	1495475	1639348
资产总计	1826999	1942161	3049685	3379112
流动负债	441122	502302	733466	853820
短期借款	224529	293229	361929	430629
应付款项	60498	58397	103776	118204
非流动负债	783184	774716	790316	804356
长期借款	774716	774716	790316	804356
负债合计	1224306	1277018	1523782	1658176
股东权益	602692	665143	1525903	1720936
股本	105463	187963	187963	187963
留存收益	306330	350046	1065614	1184779
少数股东权益	190899	209635	272326	348194
负债和权益总计	1826999	1942161	3049685	3379112

现金流量表（万元）	2008A	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	167084	158142	287727	329933
其中营运资本减少	-55993	-1390	9695	1749
投资活动现金流	-170414	-136712	-191272	-272596
其中资本支出	-150858	-131603	-191954	-273142
融资活动现金流	-23369	68700	783900	82740
净现金总变化	-26698	90130	880355	140077

主要财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E
成长性				
营业收入增长	-1.0%	4.2%	81.1%	14.3%
营业成本增长	10.8%	-3.5%	77.7%	13.9%
营业利润增长	-73.9%	210.0%	147.8%	20.8%
利润总额增长	-73.7%	198.7%	151.4%	21.0%
净利润增长	-77.5%	252.2%	125.2%	21.0%
盈利能力				
毛利率	16.6%	22.7%	24.2%	24.5%
销售净利率	1.9%	6.4%	7.9%	8.4%
ROE	2.1%	6.6%	6.5%	6.9%
ROIC	3.5%	6.6%	12.6%	13.5%
营运效率				
销售费用/营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用/营业收入	2.9%	2.9%	3.0%	3.0%
财务费用/营业收入	9.6%	8.1%	4.6%	4.0%
投资收益/营业利润	25.0%	9.8%	4.2%	3.6%
所得税/利润总额	39.9%	25.0%	23.0%	23.0%
应收帐款周转率	10.49	7.91	10.37	11.10
存货周转率	8.45	5.98	7.76	8.44
流动资产周转率	1.90	0.76	0.82	0.83
总资产周转率	0.35	0.27	0.39	0.40
偿债能力				
资产负债率	67.0%	65.8%	50.0%	49.1%
流动比率	0.69	0.77	1.94	1.89
速动比率	0.54	0.65	1.78	1.74
每股指标（元）				
EPS	0.118	0.233	0.524	0.634
每股净资产	5.71	3.54	8.12	9.16
每股经营现金流	1.58	0.84	1.53	1.76
每股经营现金/EPS	13.5	3.6	2.9	2.8

估值	2006A	2007E	2008E	2009E
PE	82.6	41.8	18.6	15.3
PEG	0.73	0.64	0.88	-
PB	1.7	2.7	1.2	1.1
EV/EBITDA	10.80	12.15	7.92	7.02
EV/SALES	3.09	4.22	2.40	2.16
EV/IC	1.36	1.90	1.80	1.69
ROIC/WACC	0.44	0.82	1.57	1.68
REP	3.08	2.31	1.15	1.00

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍及承诺:

张霖: 金融学硕士, 2007 年1月加入长城证券, 任电力新能源行业分析师。四年金融及资本市场工作经验; 国家一级核心期刊发表专业论文13篇, 主笔省、国家课题三项、擅长把握电力行业资本运作脉络, 参与华能国际100亿公司债、深能源并购水电等多项投行项目。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城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。长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

公司评级	评级	说明
	推荐 谨慎推荐 中性 回避	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%; 预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间; 预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间; 预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%。
行业评级	推荐 谨慎推荐 中性 回避	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上; 预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间; 预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间; 预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上;

本报告版权归长城证券有限责任公司所有, 未经授权不得进行任何形式的发布、复制、如引用、刊发, 须注明出处为“长城证券金融研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息, 虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。