

国投电力（600886）：整体发电量持续好转，但区别对待 中性（维持）

公用事业/电力 2009年10月15日

联系人 应巧剑

021-58824282-820

事件描述：

2009年第三季度，公司控股及参股发电企业累计完成发电量79.78亿千瓦时，上网电量75.34亿千瓦时，同比分别下降8.18%和7.86%；而前三季度，公司控股及参股发电企业累计完成发电量232.78亿千瓦时，上网电量219.69亿千瓦时，同比分别下降14.87%和14.77%。

评论：

1. 发电量整体趋好，但区别对待。第三季度，公司控股及参股发电企业发电量和上网电量降幅同比分别扩大14.29和14.72个百分点，但是，降幅环比分别缩窄3.13和3.44个百分点，这是继一季度和第二季度公司发电量降幅环比缩窄后，降幅环比再次缩窄，显现出持续好转的态势。但是，在控股企业方面，第三季度，公司控股企业发电量和上网电量分别为52.17亿千瓦时和49.4亿千瓦时，同比分别下降12.23%和11.72%，环比分别下降12.39%和12.12%，环比降幅同比分别扩大6.63和6.46个百分点，结束了第二季度转好的趋势。

在下属各企业具体发电量情况方面，第三季度，靖远第二发电公司发电量降幅仍旧较大，同比降幅虽然缩窄4.94个百分点，但主要是由于去年同期基数环比下降所致，而发电量环比只增长了2.12%。国投曲靖发电公司受云南地区水电挤压和供给过剩影响，导致报告期内发电量同比下降43.51%，环比下降60.45%，成为公司控股企业发电量环比出现下降的主要原因，这也验证了我们前期的判断。北部湾发电公司受益于水电发电大幅减少和负荷上升，发电量同比增长72.84%，环比增长62.14%，成为下属各企业发电量增长最好的公司。而厦门华夏国际电力公司、徐州华润电力公司和淮北国安电力公司则受益于需求回暖，发电量也出现了不同程度的转好。

2. 第四季度发电量可能持续转好，但仍存隐患。由于2008年第四季度，受需求下滑影响，公司可控机组发电量和上网电量分别下降29.55%和29.79%，基数较低，而在需求逐渐回暖的情况下，我们认为第四季度公司发电量可能持续转好：

一、第四季度，随着进出口和地方经济逐渐转好，我们认为华东、华中地区的用电需求很可能继续好转，厦门华夏国际电力公司、徐州华润电力公司、淮北国安电力公司的发电量有望继续改善。

二、广西地区由于干旱严重，水情较差，因此，我们认为北部湾发电公司第四度的发电量有望继续转好。而甘肃小三峡水电开发公司则受益于新增机组投产，第四季度发电量也有望保持较好增长。

虽然，第四季度公司发电量有望继续好转，但我们认为仍存在隐患：

一、正如我们前期的观点，第四季度，我们对国投曲靖发电公司的发电量仍旧比较担心，而第三季度的情况则进一步增强了这种担心。第三季度云南水电发电量情况呈现出趋好的态势，水电单月发电量增速逐渐提高，如果第四季度，云南地区水情仍维持第三季度的趋势，那么公司的发电量受水电挤压的可能性还是比较大的。另一方面，当地主要高耗能产业虽有好转，但仍存一定不确定性。1-8月份，云南省粗钢、十种主要有色金属、化肥等产量虽然逐渐好转，但是十种主要有色金属、化肥产量同比分别仍下降7.7%和1.6%，并且存在着受国家调结构政策的影响。

二、靖远第二发电公司的发电量仍旧令人比较担忧，虽然受益于去年第四季度基数较低，靖远第二发电公司第四季度的发电量增速有望提高。但是，由于甘肃地区高耗能产业短期内难以出现实质性好转，因此，我们对于靖远第二发电公司第四季度的发电量仍旧比较担心。

3. 估值与投资建议。

考虑到增发因素，我们预计公司 2009、2010 和 2011 年 EPS 分别为 0.3 元、0.33 元和 0.34 元，以 10 月 14 日的收盘价 9.67 元计算，对应的 2009、2010 和 2011 年动态市盈率分别为 32 倍、29 倍和 28 倍，估值偏高，我们维持公司“中性”投资评级。

4. 风险提示。1、需求回落；2、煤价上涨。

图表 1 国投电力单季发电量情况（单位：亿千瓦时）

	2008Q4	增速	2009Q1	增速	2009Q2	增速	2009Q3	增速
靖远第二发电有限公司	12.04	-39.16%	12.37	-46.45%	10.35	-39.61%	10.57	-34.67%
甘肃小三峡水电开发有限责任公司	6.73	-7.55%	5.29	25.36%	10.66	24.97%	9.81	26.91%
徐州华润电力有限公司	12.76	-20.79%	13.94	-21.99%	12.9	-22.66%	18.67	2.92%
国投曲靖发电有限公司	9.27	-13.77%	16.4	27.93%	18.61	42.93%	7.36	-43.51%
国投北部湾发电有限公司	3.6	-69.39%	2.27	-79.48%	4.2	-31.60%	6.81	72.84%
厦门华夏国际电力发展有限公司	17.35	-13.51%	17.35	-1.70%	15.55	-15.31%	17.48	-5.82%
淮北国安电力有限公司	8.91	24.27%	6.22	-41.92%	6.6	-28.73%	8.94	-3.87%
国投白银风电有限公司	\	\	0.11	\	0.18	\	0.14	\
TOTAL	70.69	-23.92%	73.95	-24.10%	79.05	-11.31%	79.78	-8.18%

数据来源：天相投顾整理

图表 2 国投电力单季上网电量情况（单位：亿千瓦时）

	2008Q4	增速	2009Q1	增速	2009Q2	增速	2009Q3	增速
靖远第二发电有限公司	11.21	-39.63%	11.64	-46.41%	9.52	-40.80%	33.29	-41%
甘肃小三峡水电开发有限责任公司	6.68	-7.48%	5.23	25.12%	10.57	24.94%	25.76	25.78%
徐州华润电力有限公司	10.42	-31.98%	13.15	-22.37%	12.11	-23.01%	45.51	-13.63%
国投曲靖发电有限公司	8.67	-13.56%	15.48	29.43%	17.58	44.93%	42.37	9%
国投北部湾发电有限公司	3.31	-70.18%	2.05	-80.36%	3.82	-33.22%	13.28	-37.18%
厦门华夏国际电力发展有限公司	16.36	-12.89%	16.29	-1.69%	14.54	-15.42%	50.38	-7.68%
淮北国安电力有限公司	8.43	24.15%	5.87	-42.05%	6.22	-28.75%	21.76	-25.66%
国投白银风电有限公司	\	\	0.10	\	0.18	\	0.43	\
TOTAL	65.11	-25.85%	69.81	-24.07%	74.54	-11.30%	232.78	-14.87%

数据来源：天相投顾整理



天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100