

长期前景看好，维持买入评级



公司评级	买入 增持 中性 减持（维持）	陈舒薇	电力行业分析师
目标价	9 元	王帅	煤炭行业首席分析师
报告日期	2009 年 11 月 30 日 星期一		8621 – 63325888 × 6067

事件：

2009 年 11 月 25-27 日，我们对国电电力江苏公司进行了深入调研，参观了此次非公开增发 A 股预案中注入的江苏公司旗下的谏壁发电厂、常州公司和泰州公司并与各电厂管理层进行交流。

调研纪要：

江苏公司方面

● 注入电厂盈利资质国内领先

江苏公司旗下的三个电厂在业内各自规模水平上电厂业绩对标中都是排名领先：

谏壁发电厂虽然是 1959 年建立的老厂，但仍保持相当高的机组运营效率，厂用电率为 5.88%，标准煤耗 328g/Kwh，预计 09 年全年发电量可达 72 亿千瓦时，同比 08 年增加 7%。公司目前成本除燃料以外主要来自高昂的人员费用，由于历史原因谏壁电厂职工人数达 3100 人，全厂用人效率仅为 0.43MW/人。公司表示随着每年 100 人退休计划的施行，预计 10 年后人员结构会逐渐合理。

常州公司与泰州公司人员精简（基本都在 250 人左右），盈利能力显著，且受益于“上大压小”的政策，两公司除江苏省经贸委下达的年度基数电量以外，还有来自其他小电厂的替代交易电量，平均度电盈利 3 分左右，仅稍逊于公司基数电量 4 分/Kwh 的盈利水平。另外值得一提的是，江苏省的大用户直购电方案目前刚刚上报，待审批完成后，作为江苏省首个百万机组电厂，泰州公司在大用户直供电量争取方面将具有极强优势。

● 省内违规机组释放情况是明年江苏公司三电厂盈利关键

截止至今年 10 月份，江苏省总装机容量有 5532 万千瓦，待关停机组 540 万千瓦（预计未来 3 年中逐步关停），而目前在建机组达 1800 万千瓦，其中核准在建机组仅为 280 万千瓦。最坏的情况下，如果 1520 万千瓦的违规在建机组明年全部投产，则 2010 年的全省装机增速可达 30%，如此增速仅通过经济复苏带来的用电量增加来消化，风险较大。但和公司管理层沟通了解到由于发改委年初清查违规机组的行动，明年违规机组投产可能性较小，即使有，也会有相应惩罚机制，包括分配较低利用小时数，采取惩罚电价措施（罚以低于标杆电价 3-5 分/Kwh 的上网电价，这部分差价收归国库）等。

● 灵活的煤炭储备策略为短期降低煤炭成本出力

江苏三家电厂皆为沿海电厂，煤炭来源多样化，但以下水煤为主，合同煤主要来自中煤和神华煤。但从今年起，三家电厂的燃煤供应模式由以前的集团供应，即由国电燃料有限公司统一供应转变为市场采购与集团供应相结合的模式，采购机制更加灵活。为了进一步降低煤炭成本，公司采取多种应对办法：其一是多采用掺烧法，将热值为 5000 大卡的褐煤按比例掺烧来实现 5500 大卡煤的燃烧效率；其二是利用自身电厂优势，扩建运煤码头，积极准备储煤罐及充分利用煤场，在用煤淡季时多购煤来降低全年煤炭成本；其三公司对购进煤矿进行筛选后，通过卖出块煤降低碎煤成本以提升煤炭成本控制力。

● 后续大量在建机组投产以及收购计划不断提升发电规模

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

此次注入的谏壁公司除了公告中披露的将于 2011 年 3 月投产的在建 1*1000MW 机组以外，还存在潜在后续注入的 2*330MW 的托管机组以及尚待核准的 1*1000MW 项目。除此之外，常州公司的二期 1*1000MW 机组和泰州公司的二期 2*1000MW 机组也都在进行前期准备工作。预计这些机组全部投产后，江苏公司装机规模将可实现翻一番。

国电电力及集团方面

● 作为少数拿到山西煤炭资源整合资质的电厂，煤炭资源长期自供率可达 30%，成本有望得到进一步控制

国电电力目前积极在各地整合煤炭资产，预计 2012 年后公司的煤炭自供率可达 30% 以上，对于大型煤矿公司的议价能力有望得到提升。

目前拥有山西煤炭资源整合资质的电厂仅有华电和国电，公司在山西地区参股 28% 的**同忻煤矿**有望今年投产，该煤矿设计产能为 1000 万吨/年，其中 49% 的煤炭将供给公司。同时，公司还积极介入山西地区煤炭资源整合与开发工作，后续煤炭整合的产能释放可期。

在内蒙古地区，公司目前参与的项目是“冀蒙煤电一体化”基地项目，该项目由公司与河北建投合作开发，双方各持有 50% 的股份。目前该项目已经获得约 40 亿吨的煤炭资源探矿权，初步测算可采储量接近 20 亿吨，正建设**刘三圪旦**和**察哈素**两个大型煤矿，总设计年产量 1500 万吨，预计 2010 年投产，2011 年可实现 1000 万吨产能。且同时公司还积极参与铁路建设，为内蒙煤炭资源外运打下基础。

● 集团短期虽然花开五处，但仍以公司为经营重点以及主要资本运作平台

目前集团公司的业务规划主要有五块：国电电力的发电业务、国电科环的太阳能多晶硅业务、英力特的化工业务、龙源电力的风电设备业务以及平庄能源的煤炭业务。集团公司欲以这五个公司为依托各自打造五块业务的领军企业，但鉴于集团 70% 的资产仍以发电为主，因此在未来五大业务各自发展成熟之际通过公司之间的股权交换，以国电电力为核心打造国电系航母。因而国电集团对公司的支持力度将继续保持、不会改变。且此次国电江苏公司整体打包这样的分区块注入将成为集团后续资本运作的主要模式，这样的好处就是该地区资产注入之后的任何装机规模扩张都将直接进入上市公司，未来公司的装机增速有望维持稳步增长。

风险提示

江苏省明年违规机组大规模释放；煤炭、海运费价格大幅飙升；新电厂核准审批进度缓慢

业绩预测与评级

我们认为国电电力业绩高增长确定性强。短期来看，此次注入的江苏公司将进一步提升公司整体盈利能力；中长期来看，不断完善电源结构和上下游产业链都将使公司具备强抗周期能力；同时随着近 3 年水电、煤矿项目的逐步投产，有望使盈利水平进入一个稳步上升的通道。我们继续维持公司的“买入”评级。

分析师承诺

陈舒薇：电力行业分析师

王帅：煤炭行业分析师

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，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之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn