

2010 年 02 月 23 日

市场数据(人民币)

市价(元)	6.91
已上市流通A股(百万股)	5,447.77
总市值(百万元)	37,644.08
年内股价最高最低(元)	8.66/5.79
沪深 300 指数	3198.63
上证指数	2982.57
2008 年股息率	0.00%


相关报告

- 1 《注入江苏公司资产增厚业绩》，2009.12.1
- 2 《期待外延式扩张》，2009.8.18

分析师:赵乾明

 (8621)61038263
 zhaoqm@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

国电电力 (600795.SH)

——股票估值低，发展空间大


公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.411	0.628	0.033	0.299	0.371	0.475
净利润增长率	7.63%	70.96%	-89.54%	811.13%	41.70%	28.14%
先前预期每股收益(元)				0.334	0.405	0.489
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.299	0.384	0.483
市盈率(倍)	15.02	27.77	169.64	23.10	18.64	14.55
行业优化市盈率(倍)	16.33	36.43	14.98	22.45	22.45	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	15.55	29.70	29.70	N/A
PE/G(倍)	1.97	0.39	N/A	0.03	0.45	0.52
已上市流通A股(百万股)	944.21	1,717.01	4,133.25	5,447.77	6,230.77	6,230.77
总股本(百万股)	2,435.92	2,723.88	5,447.77	5,447.77	6,230.77	6,230.77

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- 我们于 2010 年 1 月 26 日调研了国电电力，就公司 2009 年经营情况、未来三年发展目标等进行了交流。
- 调研之后，基于以下三个理由，建议买入国电电力。
 - ◆ 2009-2011 年 EPS 分别为 0.299 元、0.371 元和 0.475 元，同比增速分别为 811.13%、23.89%和 28.14%；2010 年 PE 仅 18.6 倍，PE/G 为 0.45；在到厂煤价 10 年窄幅波动，同比涨幅 5%-10%是大概率事件的背景下，目前估值水平继续向下的空间和概率都很小，当前股价安全边际很高。
 - ◆ 集团的总资产是上市公司的 4.42 倍，装机规模是上市公司的 5.16 倍，可注入的潜力巨大；且大股东明确承诺以上市公司作为全面改制的平台，通过资产购并重组，将集团优良资产注入到上市公司。
 - ◆ 目前股价并未反映公司拥有的优质动力煤资源的价值，对冀蒙察哈素一期、同忻和左云煤矿按照 2012 年权益产能进行估值；2012 年每股产能对应价值 5.77 元，按照一年期存款利率折现价值 5.5 元。
- 重申买入国电电力建议，目标价 9.15 元。
 - ◆ 考虑到察哈素一期和左云达产要到 2012 年，对国电煤炭资源估值仅考虑 10 年达产 1000 万吨的同忻，国电所拥有权益产能 400 万吨对应每股产能 0.0007 吨，价值 1.73 元。
 - ◆ 考虑到国电集团未来继续向公司注入资产和上市公司内生装机增长带来的业绩增速不菲，给予 20x10PE，电力资产目标价 7.42 元。

内容目录

基于以下三个理由，建议买入国电电力	3
理由-1：低估值带来高安全边际	3
理由-2：大股东带来广阔的资产规模成长空间	5
理由-3：当前股价未反映国电电力煤炭资产未来成长和盈利潜力	6
目标价 9.15 元，建议大力买入！	8
附录：三张报表预测摘要	9

图表目录

图表 1：国电电力分电厂历史煤价与预测	3
图表 2：国电电力分电厂历史利用小时与预测	4
图表 3：国电电力估值水平远低于行业平均水平	5
图表 4：国电集团与国电电力装机比较 单位：万千瓦	5
图表 5：大股东履行股改承诺积极，支持上市公司发展力度大	6
图表 6：五大发电集团与旗下上市公司资产比较	6
图表 7：国电电力煤炭资源概述	7
图表 8：目前股价完全未反映国电电力权益煤炭资源价值	8

基于以下三个理由，建议买入国电电力

理由-1：低估值带来高安全边际

- 根据 1 月的调研结果，更新了公司盈利预测：2009-2011 年 EPS 分别为 0.299 元、0.371 元和 0.475 元，同比增速分别为 811.13%、**23.89%**和 **28.14%**；2010 年 PE 仅 18.64 倍，PE/G 为 0.45。
- 基于谨慎预期，我们的盈利预测假设偏保守：
 - ◆ 国电电力拟以 6.97 元/股对国电集团非公开发行股票不超过 78300 万股，中国国电集团以其持有的江苏公司 80%股权认购本次发行全部股票；于 2010 年上半年完成。
 - ◆ 在 2009 年公司分电厂到厂含税标煤单价基础上，2010 年分电厂煤价同比上涨 8%、2011 年同比上涨 3%。

图表1：国电电力分电厂历史煤价与预测

Coal Price (含税) (元/吨)		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
Datong2	大同第二	269.10	386.10	380.25	383.76	650.00	614.45	663.60	683.51
Chaoyang	朝阳	304.20	421.20	421.20	468.00	475.00	403.75	436.05	449.13
Dalianredian	大连热电	503.10	561.60	561.60	560.43	690.00	787.74	850.76	876.28
Xuanwei	宣威	280.80	409.50	397.80	401.31	462.00	540.36	583.59	601.10
Shizuishan	石嘴山	304.20	351.00	310.00	305.00	250.00	308.44	333.11	343.11
Waigaoqiao2	外高桥第二	561.60	725.40	713.70	719.55	1007.37	834.48	901.24	928.28
Datong	大同		386.10	374.40	377.91	700.00	598.04	645.89	665.26
Handanredian	邯郸热电股份	315.90	333.45	362.70	475.00	760.00	698.30	754.16	776.78
Shizuishan1	石嘴山第一				292.50	305.00	306.49	331.01	340.94
Beilun1	北仑第一			643.50	680.94	940.00	768.36	829.83	854.72
Handanredian	邯郸热电厂			362.70	475.00	737.00	703.23	759.49	782.28
Dalianzhuangl	大连庄河				675.00	950.00	787.74	850.76	876.28
Dongshengre	东胜热电					305.00	245.10	264.71	272.65
Waigaoqiao3	外高桥3					1040.13	802.56	866.76	892.77
Liancheng	连城	304.20	351.00	351.00	353.34	480.00	384.00	414.72	427.16
Datongsanqi	大同三期						598.04	645.89	665.26
Beilun	北仑	561.60	725.40	643.50	680.94	940.00	705.00	761.40	784.24
Jiuquan	酒泉						306.49	331.01	340.94
Wangping	王坪						491.56	530.88	546.81
Bulian	布连							264.71	272.65
Changtan	长滩								272.65
Jianbi	谏壁			640.74	712.64	1083.21	835.64	902.49	929.57
Changzhou	常州			640.74	712.64	1083.21	827.85	894.07	920.90
Taizhou	泰州			640.74	712.64	1083.21	831.74	898.28	925.23

来源：国金证券研究所 公司公告

注：江苏公司下属电厂历史煤价采用江苏公司平均值

- ◆ 考虑到 2010 年经济继续回升确定性大和全国利用小时见底反弹的背景（关于全国利用小时判断敬请参阅国金证券《电力行业 2010 年度投资策略》），假设公司主力机组 2010 年利用率同比增长 3%；过滤掉 2009 年来水偏低对大渡河、和禹水电和宣威火电利用小时的影响，这三个电厂用历史均值假设。

图表2：国电电力分电厂历史利用小时与预测

Utilization (小时)		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
Datong2	大同第二	6648	6599	6360	6636	5748	5042	5193	5193
Chaoyang	朝阳	6418	5463	6183	6455	6175	6373	6564	6564
Dalianredian	大连热电	5653	5785	6569	6694	6493	6097	6280	6280
Heyushuidian	和禹水电	2323	3365	2662	2642	2278	1842	2000	2000
Taipingshao	太平哨	2217	3224	2590	2602	2273	0	0	0
Daduhe	大渡河	4529	4517	4348	4249	4909	4728	4800	4800
Xuanwei	宣威	10980	6334	4989	4862	3612	5091	4800	4800
Shizuishan	石嘴山	6652	7720	7587	7107	5673	5355	5516	5516
Waigaoqiao2	外高桥第二	3856	6122	5953	6560	6156	5561	5561	5561
Datong	大同		3081	5225	6127	4221	2759	4200	4200
Handanredian	邯郸热电股份	4993	6503	6405	6140	5765	5828	6002	6002
Shizuishan1	石嘴山第一				6398	6206	5639	5809	5809
Beilun1	北仑第一			6189	6118	6020	4528	4664	4664
Handanredian	邯郸热电厂			1425	5730	5030	5790	5964	5964
Dalianzhuang1	大连庄河				1756	5378	5662	5832	5832
Dongshengre	东胜热电					3505	4633	4772	4772
Hefengfengdie	和风风电					707	707	707	707
Waigaoqiao3	外高桥3					4537	5590	5590	5590
Liancheng	连城		5473	5805	6850	6389	5750	5922	5922
Datongsanqi	大同三期						2000	2060	2060
Beilun	北仑	0	0	0	6300	5985	5805	5980	5980
Jiuquan	酒泉						2000	5809	5809
Wangping	王坪						2000	5193	5193
Bulian	布连							4500	4500
Changtan	长滩								4500
Jianbi	谏壁			7149	5634	5089	5300	5000	4500
Changzhou	常州			1860	5878	5700	5800	5700	5700
Taizhou	泰州			0	322	4770	5800	5700	5700

来源：国金证券研究所 公司公告

注：2009 年后太平哨电站的数据并入和禹水电

- 公司目前 18.6x10PE、0.45x10PE/G 的估值水平已经很低，继续向下的空间和概率都很小，当前股价安全边际很高；这是因为：
 - ◆ 电力行业作为典型的中游行业，在上游原材料成本窄幅波动、下游产品销售量与售价较稳定的经营环境下，15 倍是合理的估值中枢；行业内产能扩张快、且毛利率并未明显下降的龙头企业则在这种经营环境下可以享受一定溢价，20 倍完全可以接受。
 - ◆ 2010 年动力煤合同价大局已定，现货煤在 09 年底 10 年初受冰封灾害影响出现一波快速上升行情后目前已开始回落；展望 10 年全年电煤均价，涨幅在 5%-10%内是大概率事件，煤价很难有更大的涨幅。
 - ◆ 在煤价难以大幅上涨格局下，15-20x 对于发电企业是合理估值区间，而国电电力是国电集团发电资产证券化的主要平台，未来资产规模成长空间大，更应享有估值溢价。
 - ◆ 从相对估值水平看，国电电力 2010-2011 年估值水平无论是与一线电力股比、还是与二线电力股比，无论是与全国性电力公司比、还是与区域电力企业比，都处于行业内估值序列的下限。

图表3：国电电力估值水平远低于行业平均水平

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	EPS (元) 2007A	EPS (元) 2008A	EPS (元) 2009E	EPS (元) 2010E	EPS (元) 2011E	PE 2008A	PE 2009E	PE 2010E	PE 2011E	PB 2009E	PB 2010E	PB 2011E	ROE 2007A	ROE 2008A	ROE 2009E	ROE 2010E	ROE 2011E
600111.SH	华能国际	7.25	0.497	-0.307	0.433	0.351	0.402	N/A	16.74	20.66	18.03	2.091	1.898	1.711	13.00%	-10.21%	12.57%	9.20%	9.85%
600027.SH	华电国际	4.99	0.204	-0.425	0.190	0.210	0.283	N/A	26.26	23.76	17.63	2.724	2.442	2.143	8.55%	-23.22%	10.46%	10.34%	12.25%
600886.SH	国投电力	8.83	0.524	0.118	0.226	0.341	0.415	74.83	39.07	25.89	21.28	3.810	3.313	2.858	13.20%	3.01%	9.93%	13.05%	13.74%
600795.SH	国电电力	6.91	0.314	0.033	0.299	0.371	0.475	N/A	23.11	18.63	14.55	2.381	2.085	1.800	12.75%	1.26%	10.31%	12.41%	13.69%
600900.SH	长江电力	12.82	0.571	0.418	0.449	0.672	0.714	30.67	28.55	19.08	17.96	3.454	3.085	2.833	13.02%	10.46%	12.20%	16.32%	15.91%
000600.SZ	建投能源	6.66	0.441	0.052	0.141	0.205	0.261	128.08	47.23	32.49	25.52	2.027	1.971	1.916	13.90%	1.66%	4.37%	6.18%	7.66%
600863.SH	内蒙华电	8.08	0.100	-0.404	0.207	0.334	0.452	N/A	39.03	24.19	17.88	4.092	3.468	2.874	4.74%	-24.49%	11.13%	15.25%	17.13%
600642.SH	申能股份	10.43	0.642	0.205	0.573	0.628	0.686	50.88	18.20	16.61	15.20	2.053	1.920	1.793	13.18%	4.51%	11.40%	11.69%	11.93%
600021.SH	上海电力	5.63	0.211	-0.704	0.168	0.273	0.377	N/A	33.51	20.62	14.93	2.471	2.204	1.917	5.90%	-33.96%	7.47%	10.84%	13.03%
600098.SH	广州控股	7.60	0.530	0.176	0.344	0.351	0.450	43.18	22.09	21.65	16.89	1.685	1.621	1.526	12.34%	4.39%	8.07%	7.77%	9.58%
000531.SZ	穗恒运	15.27	0.040	-0.200	0.941	0.997	1.165	N/A	16.23	15.32	13.11	4.144	3.222	2.540	1.29%	-7.70%	26.55%	22.24%	21.17%
000690.SZ	宝新能源	11.27	0.447	0.320	0.485	0.417	0.506	35.25	23.24	27.03	22.27	4.177	3.652	3.152	12.01%	15.02%	18.76%	14.61%	15.25%
000027.SZ	深圳能源	12.63	0.725	0.470	0.873	0.761	0.859	26.87	14.47	16.60	14.70	2.097	1.909	1.722	14.20%	9.17%	14.84%	11.82%	12.08%
000539.SZ	粤电力A	7.46	0.248	0.011	0.448	0.393	0.466	678.18	16.65	18.98	16.01	2.052	1.849	1.653	7.21%	0.34%	12.36%	9.88%	10.63%
600995.SH	文山电力	7.83	0.470	0.370	0.287	0.449	0.517	21.16	27.28	17.44	15.15	3.944	3.246	2.705	18.28%	18.04%	14.49%	18.66%	17.92%
600674.SH	川投能源	15.16	0.096	0.562	0.313	0.457	0.529	26.98	48.43	33.17	28.66	6.751	5.682	4.820	4.15%	19.67%	14.13%	17.31%	17.01%
600131.SH	岷江水电	6.11	0.260	-0.602	0.003	0.233	0.476	N/A	2036.67	26.22	12.84	5.857	4.387	3.234	13.99%	-54.74%	0.33%	17.44%	26.27%
600101.SH	明星电力	9.23	0.274	0.280	0.339	0.418	0.460	32.96	27.23	22.08	20.07	2.628	2.347	2.103	9.63%	9.19%	10.08%	11.10%	10.86%
600505.SH	西昌电力	10.11	0.145	0.191	0.430	0.284	0.348	52.93	23.51	35.60	29.05	9.208	8.548	7.145	28.85%	27.96%	43.96%	24.62%	25.21%
平均值										21.60	17.29	2.78	2.45	2.16					

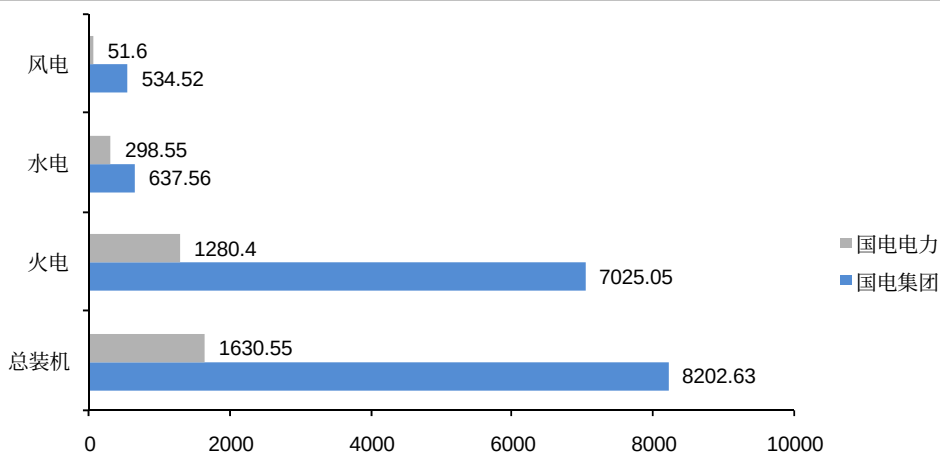
注：收盘价为2月23日数据，盈利预测来自朝阳永续和Bloomberg，均值计算时剔除含资产注入预期公司

来源：国金证券研究所 朝阳永续

理由-2：大股东带来广阔的资产规模成长空间

- 截至 2009 年底，国电集团资产总额 4188.6 亿元，控股总装机容量 8202.63 万千瓦，同比增长 16.8%，占全国的 9.4%；其中，火电、水电、风电占比分别达到 85.6%、7.77%和 6.5%。
- ◆ 集团的总资产是上市公司的 4.42 倍，装机规模是上市公司的 5.16 倍，可注入的潜力巨大。

图表4：国电集团与国电电力装机比较 单位：万千瓦



来源：国金证券研究所 公司公告

- ◆ 大股东明确承诺以上市公司作为全面改制的平台，通过资产购并重组，将集团优良资产注入到上市公司。

图表5：大股东履行股改承诺积极，支持上市公司发展力度大

阶段	实施步骤	时间进度
股改承诺	1 全面改制平台 — 中国国电集团公司承诺以国电电力作为中国国电集团公司全面改制的平台，在履行相应法律程序后，通过资产并购、重组，将中国国电集团公司优良的经营性资产注入国电电力，以使国电电力长期、持续、健康、稳定发展。	2006年
	2 第一次资产注入，履行股改承诺 — 中国国电集团公司将其所持有的国电浙江北仑第一发电有限公司70%股权、国电石嘴山第一发电有限公司60%股权、国电大渡河流域水电开发有限公司18%股权、国电内蒙古东胜热电有限公司50%股权、国电建投内蒙古能源有限公司50%股权和浙江浙能北仑发电有限公司2%股权转让给公司。	2007年
阶段II 定向增发	3 第二次资产注入，继续履行股改承诺 — 中国国电集团公司将其所持有的国电江苏电力有限公司80%股权注入公司，国电集团持股比例由53.42%上升至58.80%。	2009年

来源：国金证券研究所

■ 从五大发电集团的横向比较来看，国电电力是潜在注入空间最大的。

图表6：五大发电集团与旗下上市公司资产比较

	代码	权益	装机 (万千瓦)	发电量 (亿千瓦时)	收入 (亿元)	净利润 (亿元)	总资产 (亿元)	净资产 (亿元)
华能集团			8586.17	3645.42	1155.30	103.20	4635.94	814.01
华能国际	600011	50.95%	4093.90	1846.28	678.25	64.18	1645.88	362.47
内蒙华电	600863	36.25%	565.00	247.60	72.88	3.75	232.67	32.66
ST 能山	000720	18.54%	123.00	45.62	21.28	-1.44	56.93	8.83
大唐集团			8242.02	3529.56	866.65	58.42	4274.93	531.05
大唐发电	601991	33.61%	2509.67	1266.89	368.36	46.48	1572.81	259.10
桂冠电力	600236	45.53%	278.30	111.65	27.33	5.08	150.08	39.96
华银电力	600744	33.34%	276.00	92.00	32.35	0.27	129.10	17.21
华电集团			6902.00	2900.00	727.45	31.61	2900.87	349.22
华电国际	600027	49.18%	2299.35	1006.76	319.61	15.47	846.42	110.18
华电能源	600726	20.71%	345.80	152.83	56.02	0.50	167.97	33.07
国电集团			7023.58	2978.00	737.54	35.84	3038.00	453.75
国电电力	600795	53.42%	1418.20	604.29	164.40	25.44	687.39	141.82
长源电力	000966	37.39%	375.40	140.67	44.71	0.76	129.94	14.15
中电投			5199.00	2051.00	586.80	37.76	2750.54	491.40
中国电力	2380.hk	55.97%	829.00	363.60	59.00	7.00	224.32	82.00
上海电力	600021	42.84%	655.34	236.51	92.61	7.03	275.56	44.38
漳泽电力	000767	36.24%	180.00	150.68	33.86	4.80	104.18	22.20
九龙电力	600292	30.62%	52.00	35.85	21.98	0.92	43.28	7.54
露天煤业	002128	70.46%			38.83	4.92	39.89	23.79

来源：国金证券研究所 公司公告 WIND

注：因 2008 年全行业亏损，收入、净利润取 2007 年数据，其余皆为 2008 年底数据

理由-3：当前股价未反映国电电力煤炭资产未来成长和盈利潜力

- 市场在看待国电电力时，仍将它看作是一家典型的全国布局电力企业，而忽视了公司近几年在争取优质煤炭资源方面的努力。
- 近几年国电电力通过重组、收购等方式获取了很多优质煤炭资源，预计 2012 年公司将控制煤炭产能 3100 万吨/年，年权益产能 1800 余万吨。

图表7：国电电力煤炭资源概述

项目	权益	煤质	概述
冀蒙煤电一体化	50.00%	特低灰、特低硫、特低磷、特高热值的不粘煤及少量长焰煤	察哈素一期计划2012年达产1000万吨，2015年达产1500万吨；刘三坎旦一期500万吨列入内蒙古自治区十一五规划，二期500万吨列入自治区十二五规划；煤炭资源合计近40亿吨
同忻煤矿	40.00%	侏罗纪弱粘煤或长焰煤，是优质动力煤	与同煤集团合作，地质资源储量15亿吨，设计可采储量近9亿吨；09年底试生产，10年达产1000万吨
左云煤矿	49.00%	不粘煤和长焰煤，是优质动力煤	与山西煤运集团一起对左云县28座煤矿进行重组，总可采储量5.5亿吨，整合后初步规划为13座煤矿，2010年力争达到产能300万吨，2012年达到产能885万吨，2015年达到1000万吨
英力特煤炭		瘦煤	沙巴台煤矿资源储量6566万吨以上，2011年达到产能90万吨/年，2012年达到120万吨年产能
宣威煤炭			积家井银星二号和宋家庄煤矿资源储量约4.98亿吨，可采储量2.5亿吨；力争2013年达300万吨产能，2020年达500万吨产能
			2008年成立宣威和源煤业公司，整合宣威市内4个煤矿，矿井规模100万吨/年；宣威煤电联营有限公司整合宣威市内14个矿，矿井规模225万吨/年；2010年完成兼并重组全部工作，达到产能120万吨/年；计划2012年经技术改造达300万吨/年的产能

来源：国金证券研究所 公司公告

- 这其中冀蒙煤电一体化、同忻和左云的煤炭资源都是十分优质的动力煤，吨煤净利润高；如冀蒙煤电吨煤生产成本 99.2 元、吨煤经营成本 76.02 元，投产后将提供极好的经济效益。
- 参照目前煤炭上市公司吨产能和吨资源储量，我们对国电电力所拥有的高煤质冀蒙、同忻和左云的煤炭资源进行了估值（2012 年察哈素一期权益产能 500 万吨、同忻权益产能 400 万吨、左云权益产能 433.65 万吨）；这三个矿 2012 年每股产能对应价值 5.77 元。

图表8：目前股价完全未反映国电电力权益煤炭资源的价值

代码	股票名称	股价	煤的品种	可采储量 (亿吨)	每股资源 储量(吨)	每股产能 2008 (吨)	每吨产能对 应市值09 (元)	每股资源 对应市值 (元)
601001.SH	大同煤业	34.55	焦煤、肥煤、1/2 中粘煤、弱粘煤 、不粘煤	3.80	0.4541	0.0242	1420.34	88.02
601666.SH	平煤天安	25.51	焦煤、肥煤、1/3 焦煤	9.61	0.6878	0.0203	1510.74	43.31
601918.SH	国投新集	15.04	气煤、1/3焦煤、 动力煤	16.73	0.9041	0.0064	2027.72	17.45
600188.SH	兖州煤业	19.97	气煤	7.39	0.1503	0.0073	2653.55	125.86
601898.SH	中煤能源	11.53	1/3焦煤、气煤、 肥煤、焦煤	77.30	0.5830	0.0069	1723.12	21.73
600971.SH	恒源煤电	28.53	贫煤、贫精煤	1.68	0.7125	0.0176	715.56	43.69
601088.SH	中国神华	28.43	贫瘦煤、气煤、 长焰煤	113.73	0.5718	0.0093	3358.01	58.17
600508.SH	上海能源	21.10	1/3焦煤、气煤、 肥煤	6.12	0.8468	0.0108	2054.19	26.18
000933.SZ	神火股份	28.05	无烟煤	1.25	0.1667	0.0064	3588.16	163.62
002128.SZ	露天煤业	23.40	褐煤	35.24	3.1875	0.0315	691.27	7.96
601699.SH	潞安环能	40.30	瘦煤、贫瘦煤、 贫煤	20.28	1.7626	0.0224	1740.80	24.38
600123.SH	兰花科创	38.75	无烟煤	8.59	1.5039	0.0096	4111.58	25.85
600348.SH	国阳新能	37.45	无烟煤	21.04	2.1871	0.0343	1092.31	18.74
000983.SZ	西山煤电	32.80	焦煤、1/3焦煤、 肥煤	33.42	1.3787	0.0067	4713.33	25.39
000937.SZ	金牛能源	34.65	1/3焦煤、焦煤、 气煤、无烟煤	3.27	0.4150	0.0148	2268.38	83.37
600997.SH	开滦股份	20.05	肥煤	4.79	0.3880	0.0061	4057.74	63.54
均值							2357.92	52.33
600795.SH	国电电力	15.65	5.77 1.73	16.295	0.2991	0.0024 0.0007	按照2012年权益产能计算 按照2010年权益产能计算	

来源：国金证券研究所 股价为2月23日数据

目标价 9.15 元，建议大力买入！

- 建议买入国电电力，目标价 9.15 元。
 - ◆ 考虑到察哈素一期和左云达产要到 2012 年，对国电煤炭资源估值仅考虑 10 年达产 1000 万吨的同忻，国电所拥有权益产能 400 万吨对应每股产能 0.0007 吨，价值 1.73 元。
 - ◆ 考虑到国电集团未来继续向公司注入资产和上市公司内生装机增长带来的业绩增速不菲，给予 20x10PE，电力资产目标价 7.42 元。

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	13,236	17,467	16,440	19,691	32,574	36,693
增长率		32.0%	-5.9%	19.8%	65.4%	12.6%
主营业务成本	-10,089	-13,183	-14,610	-15,847	-26,472	-28,810
% 销售收入	76.2%	75.5%	88.9%	80.5%	81.3%	78.5%
毛利	3,146	4,285	1,830	3,844	6,102	7,884
% 销售收入	23.8%	24.5%	11.1%	19.5%	18.7%	21.5%
营业税金及附加	-160	-232	-169	-197	-326	-367
% 销售收入	1.2%	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-49	-25	-31	-39	-65	-73
% 销售收入	0.4%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-596	-648	-505	-492	-814	-917
% 销售收入	4.5%	3.7%	3.1%	2.5%	2.5%	2.5%
息税前利润 (EBIT)	2,341	3,380	1,125	3,115	4,897	6,526
% 销售收入	17.7%	19.3%	6.8%	15.8%	15.0%	17.8%
财务费用	-723	-872	-1,297	-1,526	-2,323	-2,607
% 销售收入	5.5%	5.0%	7.9%	7.7%	7.1%	7.1%
资产减值损失	0	-64	5	-25	-17	-5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	206	567	229	918	1,004	1,050
% 税前利润	11.2%	18.2%	176.4%	37.8%	28.1%	21.1%
营业利润	1,824	3,011	63	2,483	3,562	4,964
营业利润率	13.8%	17.2%	0.4%	12.6%	10.9%	13.5%
营业外收支	8	111	67	-55	10	10
税前利润	1,832	3,122	130	2,428	3,572	4,974
利润率	13.8%	17.9%	0.8%	12.3%	11.0%	13.6%
所得税	-246	-578	89	-388	-714	-1,194
所得税率	13.4%	18.5%	-68.4%	16.0%	20.0%	24.0%
净利润	1,587	2,544	219	2,039	2,858	3,780
少数股东损益	586	833	40	410	549	821
归属于母公司的净利润	1,001	1,711	179	1,630	2,309	2,959
净利率	7.6%	9.8%	1.1%	8.3%	7.1%	8.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	1,001	2,544	219	2,039	2,858	3,780
少数股东损益	586	0	0	0	0	0
非现金支出	1,934	2,242	2,300	2,798	4,029	5,218
非经营收益	525	342	784	970	1,318	1,557
营运资金变动	-613	-785	-1,460	-274	-2,400	-714
经营活动现金净流	3,433	4,343	1,842	5,533	5,805	9,841
资本开支	-6,674	-11,004	-13,084	-9,676	-26,999	-9,000
投资	-379	-3,338	-1,296	-1	0	0
其他	324	603	-470	918	1,004	1,050
投资活动现金净流	-6,730	-13,740	-14,850	-8,758	-25,995	-7,950
股权募资	473	5,407	629	0	5,411	0
债权募资	3,777	7,151	14,665	4,921	17,112	727
其他	-1,689	-2,564	-3,426	-1,638	-2,333	-2,617
筹资活动现金净流	2,561	9,993	11,868	3,283	20,189	-1,891
现金净流量	-735	596	-1,140	58	0	0

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	429	1,582	442	500	500	500
应收款项	2,207	3,013	2,010	2,932	4,851	5,464
存货	1,247	2,031	1,146	1,737	2,901	3,157
其他流动资产	738	4,405	4,999	5,231	8,738	9,509
流动资产	4,621	11,031	8,597	10,400	16,990	18,631
% 总资产	10.7%	18.5%	12.5%	13.5%	15.9%	16.6%
长期投资	2,960	4,809	6,083	6,084	6,083	6,083
固定资产	35,392	43,204	53,302	60,049	83,045	86,842
% 总资产	82.0%	72.5%	77.5%	77.9%	77.8%	77.5%
无形资产	166	516	457	557	558	560
非流动资产	38,522	48,575	60,142	66,692	89,689	93,487
% 总资产	89.3%	81.5%	87.5%	86.5%	84.1%	83.4%
资产总计	43,143	59,606	68,739	77,093	106,679	112,117
短期借款	6,310	13,967	16,461	24,826	41,938	42,663
应付款项	4,929	7,328	4,063	6,176	10,316	11,232
其他流动负债	1,284	2,471	819	99	165	181
流动负债	12,523	23,766	21,342	31,101	52,419	54,076
长期贷款	12,297	12,381	21,369	21,369	21,369	21,370
其他长期负债	4,507	3,741	6,539	3,095	3,095	3,095
负债	29,327	39,889	49,251	55,565	76,882	78,541
普通股股东权益	9,348	13,419	14,182	15,811	23,531	26,491
少数股东权益	4,467	6,298	5,307	5,716	6,265	7,086
负债股东权益合计	43,143	59,606	68,739	77,093	106,679	112,117

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.411	0.628	0.033	0.299	0.371	0.475
每股净资产	3.838	4.926	2.603	2.902	3.777	4.252
每股经营现金净流	1.409	1.593	0.338	1.016	0.932	1.579
每股股利	0.080	0.100	0.120	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	10.70%	12.75%	1.26%	10.31%	9.81%	11.17%
总资产收益率	2.32%	2.87%	0.26%	2.11%	2.16%	2.64%
投入资本收益率	5.67%	5.98%	3.13%	3.70%	4.07%	4.93%
增长率						
主营业务收入增长率	19.83%	31.97%	-5.88%	19.77%	65.43%	12.64%
EBIT增长率	13.97%	42.54%	-66.72%	176.99%	57.19%	33.26%
净利润增长率	7.63%	70.96%	-89.54%	811.13%	41.70%	28.14%
总资产增长率	22.38%	38.16%	15.32%	12.15%	38.38%	5.10%
资产管理能力						
应收账款周转天数	46.3	48.2	47.5	47.0	47.0	47.0
存货周转天数	38.8	45.4	39.7	40.0	40.0	40.0
应付账款周转天数	73.4	70.6	53.4	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	620.7	584.6	689.3	654.0	619.4	557.8
偿债能力						
净负债/股东权益	158.91%	125.61%	207.73%	226.64%	221.17%	198.44%
EBIT利息保障倍数	3.3	3.9	0.9	2.0	2.1	2.5
资产负债率	67.98%	66.92%	71.65%	72.08%	72.07%	70.05%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	3	5	17
买入	0	0	1	7	24
持有	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	1.71	1.70	1.65

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-05-07	买入	6.40	7.86~8.25
2 2009-08-18	买入	7.09	7.37~8.48
3 2009-12-01	买入	7.27	N/A

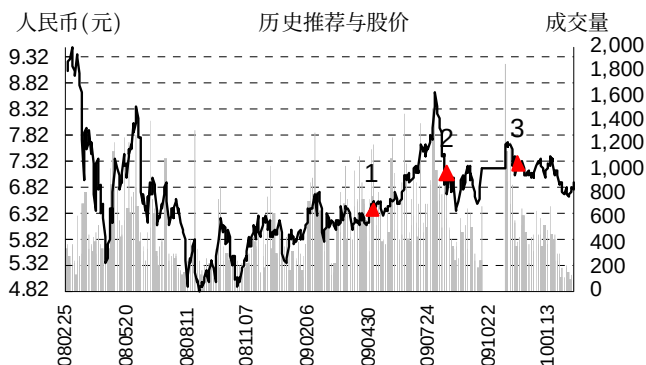
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



投资评级的说明：

- 强买：预期未来6—12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在10%—20%；
- 持有：预期未来6—12个月内变动幅度在-10%—10%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在10%—20%；
- 卖出：预期未来6—12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。