

国电电力 600795.SS

规模与业绩同步起飞

研究结论

国电电力是国电集团旗下的主要资本运作平台，作为国内主要火电上市公司之一，其未来3年的规模和业绩皆具有确定并良好的成长前景。

- **水电、煤炭进入投产期，看好公司主业成长性：**大渡河梯级水电站瀑布沟、深溪沟将在10~11年集中投产，届时水电权益装机占比将达30%以上，保证在电煤成本不断上涨下的公司毛利水平，真正实现规模成长下的业绩同步增长。10年将贡献业绩四成以上；另外公司还向上游拓展产业链，以通过参股煤矿获得财务收益的模式来分享上游煤炭高利润以部分对冲不断上升的燃料成本，预计2010年底，位于山西的同忻煤矿、左云煤矿以及位于云南的宣威煤矿将共有1500万吨的年产能释放出来。
- **煤电联营、化工等多元业务贡献更多业绩长期增长点：**冀蒙煤电一体化及宁东煤基多联产成为公司近3年除大渡河梯级开发以外的重点项目，两个项目保证了公司长期良好的内涵式增长，预计2012年冀蒙配套的察哈素千万吨煤矿产能投产后，公司可控煤炭产能将达2800万吨/年。
- **作为国电集团的全面改制平台，公司外延式扩张动力十足：**目前国电集团未上市的装机容量是国电电力的4倍以上，平均单机容量近30万千瓦的装机情况意味着资产的盈利能力，公司资产注入的规模和质量优于同行。同时，公司计划在2012年装机规模实现翻两番，达到6000万千瓦，其中就包括并购2000万千瓦，因而今年完成江苏公司的收购工作之后，股改以来每年一次的资本运作传统预示着未来集团的资产注入预期仍十分强烈。
- 我们预计国电电力2009-2011年EPS分别为0.30、0.41、0.52元，对应动态市盈率分别为24、17、14倍。我们认为国电电力业绩高增长确定性强。短期来看，公司5月份即将到期的权证（行权价7.47元/股）将构成公司近期股价的催化剂；中长期来看，不断完善电源结构和煤炭、化工、铁路等上下游产业链都将使公司具备强抗周期能力；同时随着近2年水电、煤矿项目的逐步投产，盈利水平有望进入一个稳步上升的通道。考虑到即将有千万吨的煤炭产能释放，给予公司10年23XPE，目标价9.43元。继续维持公司的“买入”评级。
- 风险因素：宏观经济二次触底；收购集团江苏公司资产未获审批通过。



东方证券
ORIENT SECURITIES

陈舒薇

电力行业分析师

8621-63325888 × 6067

王帅

煤炭行业首席分析师

8621-63325888 × 6068

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2010年3月5日)	7.17元
目标价格(6个月)	9.43元
总股本/A股(万股)	544777/544777
A股市值(百万元)	36061
国家/地区	中国
行业	电力
报告日期	2010年3月8日

股价表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现(%)	7.17	-2.05	13.63
相对表现(%)	3.79	8.48	-27.80

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万)	16440	19429	29347	36966
同比	-5.9%	18.2%	51.0%	26.0%
净利润(百万)	219	2,193	3,694	4,692
同比	-90%	807%	68%	27%
毛利率	11.1%	19.9%	23.0%	24.5%
ROE	0.9%	7.6%	10.6%	11.7%
每股收益(元)	0.03	0.30	0.41	0.52
PE	214.7	23.7	17.2	13.5
PB	2.7	2.5	2.5	2.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

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。

目录

核心观点:	3
发电主业分析: 公司重要利润贡献电厂	3
大渡河流域水电开发公司——未来 2 年盈利贡献排头兵	3
北仑、外高桥——享有高电价及利用小时的沿海电站	5
石嘴山、宣威——具有成本优势的坑口电站	6
进入快速增长期的风电——政府补贴及 CDM 项目的获益者	7
未来三年公司发展战略重点	10
煤炭资源是看点: 被忽略的冀蒙煤电一体化	10
化工业务全面展开: 宁东英力特煤基多联产	11
大股东资产质量决定扶持上市公司的能力	12
盈利预测及投资建议	14

图表目录

图 1 沿海电厂电价及利用小时情况	6
图 2 公司电源分布结构	7
图 3 清洁能源占比规划	7
图 4 五大发电集团及其旗舰公司的装机规模情况	12
图 5 国电电力及集团公司装机对比	12
表 1 大渡河上网电价与其他主要水电站电价比较	3
表 2 大渡河流域开发计划进度	4
表 3 大渡河流域电站盈利预测	4
表 4 主要沿海电厂盈利预测	5
表 5 公司煤矿资源情况	7
表 6: 公司未来几年内风电运营盈利迅速增长	7
表 7: 冀蒙煤电一体化电厂项目	10
表 8: 冀蒙煤电一体化煤炭项目	10
表 9: 宁东工业园第一批化工项目生产规模及盈利状况	11
表 10: 江苏电力公司装机情况	13
表 11: 江苏电力下辖公司盈利情况	13
附表 1: 主要发电商煤炭资源情况	14
附表 2: 公司参控股电厂情况	15
附表: 财务报表预测与比率分析	16

核心观点：

- ✓ **大渡河水电进入投产期、煤电联营建设进度加快，成本优势突出：**公司相比其他几大火力发电商来看，电源布局最为合理，凭借实力雄厚的集团公司支持，水电、坑口及煤电联营项目储备丰富，使公司在煤炭成本高企的发电时代在规模迅速扩张的同时对成本有很好的控制力；
- ✓ **作为国电集团的全面改制平台，公司外延式扩张动力十足，收购的江苏电厂有望显著增厚 10 年业绩：**大渡河水电流域电站、冀蒙煤电一体化项目和享有高电价水平的风电站地不断投产，以及有望在今天完成收购工作的江苏电厂将不断增厚公司的业绩水平；每年一次的资本运作使得后续资产注入仍可期待。
- ✓ 目前公司 10XPE 仅为 17 倍，**估值水平低**，且有收购江苏公司的增发价为安全底，有 4.27 亿的权证行权预期作为股价向上的催化剂，因而是良好的攻守兼备品种。

发电主业分析：公司重要利润贡献电厂

在火电行业逐步迈入高燃煤成本时代下，我们认为能否争取到有利电价成为电厂盈利关键，同时辅

以高参数的机组运营效率，此类电厂在未来电价逐步放开之际将具有绝对的盈利优势。对比国电旗下的坑口及沿海电厂盈利状况，即印证了这个观点。以 2009 年分电厂盈利预测来看，大渡河水电、北仑及北仑一发、外高桥二三期 5 家电厂权益装机 395 万千瓦，仅占公司总权益装机的 31%，但利润贡献占到 80%以上。

大渡河流域水电开发公司——未来 2 年盈利贡献排头兵

国电大渡河流域水电开发有限公司是集水电开发与经营管理于一体的大型流域水电开发公司，于 2000 年 11 月在成都注册成立。公司股东分别为中国国电集团公司（占 21%）、国电电力发展股份有限公司（占 69%）和四川川投能源股份有限公司（占 10%）。下辖龚嘴水力发电总厂、流域检修安装分公司、瀑布沟水力发电总厂、集控中心 4 个电力生产单位，瀑布沟、深溪沟、大岗山、双江口、猴子岩、枕头坝、沙坪、金川、丹巴、巴底 10 个项目公司。

去年 11 月份公司公告大渡河新投产的瀑布沟 6*60 万千瓦的机组获得了 0.3 元的高水电上网电价，在水火电同价的预期下，大渡河后投产的深溪沟、大岗山等机组上网电价有望在此基础上有进一步的提升。

表 1 大渡河上网电价与其他主要水电站电价比较

公司	水电站	装机(MW)	上网电价（元/千瓦）
川投能源	田湾河仁宗海	240	0.3180
川投能源	田湾河金窝	240	0.2880
川投能源	田湾河大发	240	0.2880
桂冠电力	大化扩建	110	0.3090
国电电力	大渡河瀑布沟	3600	0.3000
黔源电力	光照	1040	0.2930
黔源电力	普定	84	0.2724
长江电力	三峡	18200	0.2650

黔源电力	引子渡	360	0.2574
黔源电力	鱼塘	75	0.2524
黔源电力	清溪	28	0.2524
桂冠电力	大化	455	0.2412
文山电力	黄果树	25	0.2210
文山电力	谷拉天生桥	40	0.2210
文山电力	小寨	36	0.2210
文山电力	马鹿塘一期	100	0.2180
长江电力	葛洲坝	2715	0.1980
文山电力	猫猫跳	40	0.1960

资料来源：东方证券研究所

09 年当年瀑布沟投产 120 万千瓦，10 年投产瀑布沟 240 万千瓦，深溪沟 33 万千瓦。国电电力于这两年进入水电投产高峰期，水电业务稳定的高毛利水平预计将贡献公司 10 年、11 年业绩分别为 41%、48%。

表 2 大渡河流域开发计划进度

电站	机组明细 (MW)	装机 (MW)	投产时间
瀑布沟	6*600	3600	09 年双投；10 年全投
深溪沟	4*165	660	2010 年 7 月首台投产，年内实现双投
大岗山	4*650	2600	力争 2010 年核准；2015 年和 2016 年分别投产两台
枕头坝		720	10 年核准
沙坪二级		345	11 年核准
猴子岩		1700	11 年核准
双江口		2000	12 年核准

资料来源：东方证券研究所

表 3 大渡河流域电站盈利预测

大渡河龚嘴、铜街子	2009E	2010E	2011E	2012E
装机容量 (MW)	1320	1320	1320	1320
平均利用小时	4728	4900	4900	4900
发电量(亿千瓦时)	62	65	65	65
电价(Y/KWH)	0.2180	0.2180	0.2180	0.2180
收入(百万)	1151	1193	1193	1193
净利润	460	477	477	477
大渡河瀑布沟	2009E	2010E	2011E	2012E
装机容量 (MW)		3600	3600	3600
平均利用小时		4500	4500	4500
发电量(亿千瓦时)		108	162	162
电价(Y/KWH)		0.3000	0.3000	0.3000

收入(百万)		2742	4112	4112
净利润(百万)		1042	1727	1892
大渡河深溪沟	2009E	2010E	2011E	2012E
装机容量(MW)		330	660	660
平均利用小时		4500	4500	4500
发电量(亿千瓦时)		15	22	30
电价(Y/KWH)		0.3000	0.3000	0.3000
收入(百万)		377	565	754
净利润(百万)		143	237	347
净利润总额(百万)	460	1662	2442	2716
EPS 贡献(元/股)	0.06	0.17	0.25	0.28

资料来源：东方证券研究所

北仑、外高桥——享有高电价及利用小时的沿海电站

近几年燃煤电厂中的利润贡献主力为浙江的北仑电厂及上海的外高桥系列大容量电厂，相较于其他沿海电厂而言仍具有高电价、高利用小时的优势。在 08 年火电行业集体深幅亏损的情势之下，北仑也仅出现微亏，外高桥二期逆势实现盈利；09 年根据已经披露的外高桥盈利数据，二、三期一起贡献国电 EPS0.075 元，预计占到公司全年盈利的 25%以上。

表 4 主要沿海电厂盈利预测

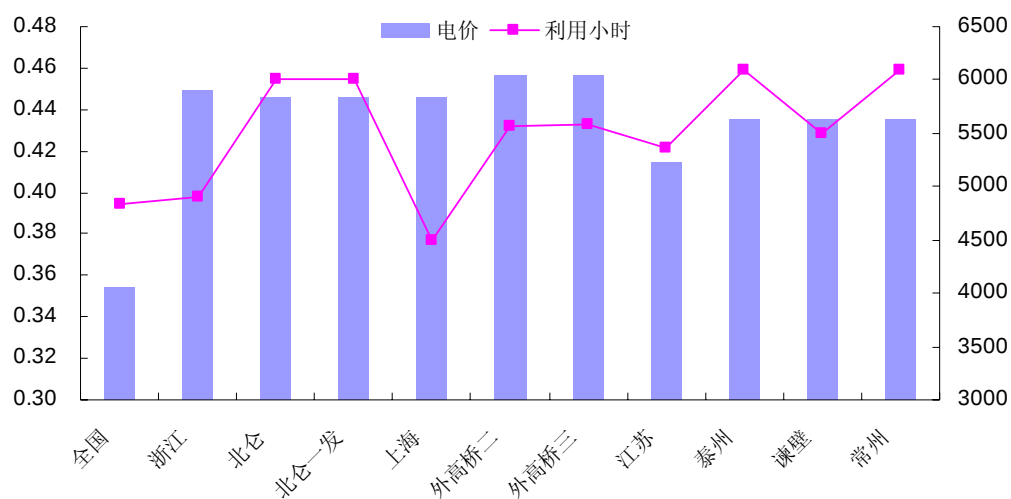
外高桥二期	2008	2009	2010	2011
装机容量(MW)	1800	1800	1800	1800
平均利用小时	6156	5561	5561	5561
发电量(亿千瓦时)	110.8	100.1	100.1	100.1
上网电量(亿千瓦时)	106.4	96.1	96.1	96.1
厂用电率	4%	4%	4%	4%
电价(Y/KWH)	0.4194	0.4464	0.4418	0.4418
收入(百万)	3813	3666	3629	3629
净利润(百万)	308	570	484	452
外高桥三期				
装机容量(MW)	2000	2000	2000	2000
平均利用小时	4537	5590	5590	5590
发电量(亿千瓦时)	90.7	111.8	111.8	111.8
上网电量(亿千瓦时)	88.0	108.4	108.4	108.4
厂用电率	3%	3%	3%	3%
电价(Y/KWH)	0.4194	0.4464	0.4418	0.4418
收入(百万)	3155	4137	4095	4095
净利润(百万)	-266	606	586	531
北仑				
装机容量(MW)	1800	1800	1800	1800

平均利用小时	5985	5985	6164.55	6349.4865
发电量(亿千瓦时)	107.7	107.7	111.0	114.3
电价(Y/KWH)	0.4167	0.4455	0.4455	0.4455
收入(百万)	3683	3938	4056	4178
净利润(百万)	-55	592	542	535
北仑一发				
装机容量(MW)	1200	1200	1200	1200
平均利用小时	6020	4528	6000	6000
发电量(亿千瓦时)	72.2	54.3	72.0	72.0
电价(Y/KWH)	0.4167	0.4455	0.4455	0.4455
收入(百万)	2433	1957	2593	2593
净利润(百万)	-29	259	334	311
EPS 贡献	-0.001	0.162	0.131	0.123

资料来源：东方证券研究所

09 年末发改委对于全国上网电价进行结构性调整，沿海电价下调，但下调 0.3—0.9 分钱，远小于之前的市场预期，此次电价下调仍不能改变这些区域的高参数电厂的盈利优势。

10 年上海用电市场可能会受到世博会召开的影响，部分重工业用电会有一定下滑，同时，上电漕泾 2*100 万千瓦和华能石洞口二厂二期 2*60 万千瓦的机组投产，但考虑到上海地区二、三产业的用电结构，同时下游行业用电的全年景气，我们认为 10 年上海地区的利用小时将仅会出现温和下降，作为发电效率国际领先的外高桥电厂来说，受到的影响有限。

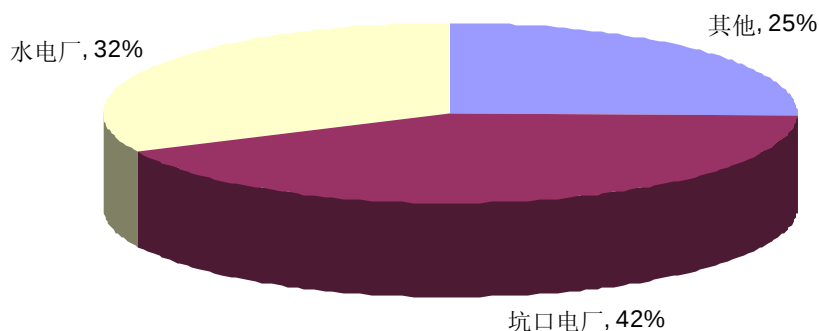
图 1 沿海电厂电价及利用小时情况


资料来源：东方证券研究所

石嘴山、宣威——具有成本优势的坑口电站

坑口电站主要为分布于云南的宣威电厂、山西的大同发电和大同二发以及宁夏的石嘴山和石嘴山一期电厂，加上 09 年投产的山西大同三期 2 台 66 万千瓦机组，公司坑口电厂控股装机达到 750 万千瓦，占总控股装机 42%。

图 2 公司电源分布结构



资料来源：东方证券研究所

而公司近几年又在当地不断进行煤炭资源投资，除了后文中提到的冀蒙一体化项目，公司在山西、云南以及宁夏三地都有自己的煤炭在建项目，利于日后获得在当地进行煤炭资源兼并重组的资质。同时，在用电高峰煤炭紧张的时候，有当地煤炭资源的电厂不论是从量还是价来说都更有优势。

表 5 公司煤矿资源情况

煤矿	位置	股权	可采储量 (亿吨)	年产量(万 吨/年)	投产时间	备注
同忻	山西	28%	9.00	1000	2010	优质动力煤，09 年底试生产，10 年底达产 1000 万吨
左云	山西	49%	5.50	885	2010	优质动力煤，基于左云县 28 座煤矿兼并重组之上而来，整合后初步规划为 13 座煤矿，今年力争达到 300 万吨/年，2012 年达到产能 885 万吨/年，2015 年达到 1000 万吨/年
宣威	云南	100%		120	2010	预计 2010 年完成兼并重组全部工作，达到生产能力 120 万吨/年，计划至 2012 年经过技改达到 300 万吨/年，力争实现对国电宣威发电 1/3 的燃煤供应
沙巴台	宁夏	51%	0.66	90	2011	预计 2011 年达到 90 万吨产能，2012 年达到 120 万吨产能
积家井	宁夏	51%	2.50	300	2013	为宁东煤基多联产化学工业园的配置资源，力争 2020 年达到 500

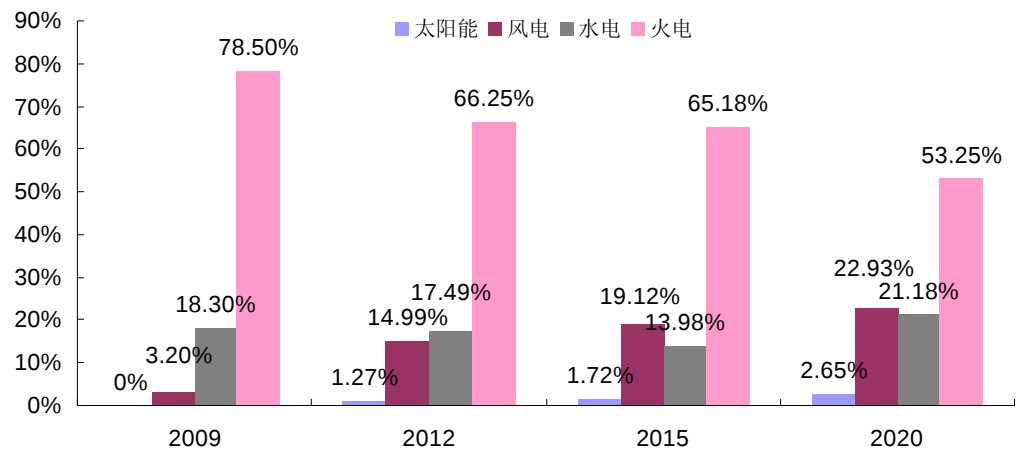
万吨产能

资料来源：东方证券研究所

进入快速增长期的风电——政府补贴及 CDM 项目的获益者

公司目前拥有 51.6 万千瓦的风电机组，已储备风电资源 1290 万千瓦，主要分布在内蒙、辽宁、黑龙江、河北、甘肃、宁夏等风资源富集区。09-12 年是公司风电投产高峰期，规划今明两年继续投产约 300 万千瓦，到 2012 年风电装机达 600 万千瓦，3 年装机复合增长率将近 130%。电价政策及各类补贴收入大幅提升风电运营盈利能力。

图 3 清洁能源占比规划



资料来源：东方证券研究所

发改委去年完善了风电上网电价体系，全国按风能资源状况和工程建设条件分为四类风能资源区，相应制定标杆电价。公司主要目前风电项目都位于辽宁、黑龙江，标杆电价可拿到最高类 0.61 元/千瓦时。

补贴方面，公司和英国能源供应商 SSE 签署了凌海青松和曙光、黑龙江桦川和汤原等风电项目的《碳减排购买协议》，在 2012 年底前，公司将向 SSE 转让经核证的碳减排量约 180 万吨，协议金额为 1800 万欧元；同时，发改委前不久正式发布了“国家发改委、国家电监会《关于 2009 年 1-6 月可再生能源电价补贴和配额交易方案的通知》”，就 2009 年上半年可再生能源电价附加调配、补贴等有关事项做了详细规定。此次两部委公布的包括风电、光伏、生物质能电价补贴，其中风电项目占到所有项目近 80%，有 200 余家公司及项目，全国平均补贴为 0.22 元/千瓦时。国电的兴城和凌海风电场也在其中，随着公司风电项目完工和并网发电的不断推进，我们预计公司所获得补贴收入将不断增多。

表 6：公司未来几年内风电运营盈利迅速增长

	2010E	2011E	2012E	2013E
风电装机（MW）	516	1500	3500	6000

利用小时	2000	2000	2000	2000
发电量(亿度)	10.320	30.000	70.000	120.000
上网电量(亿度)	10.114	29.400	68.600	117.600
电价(Y/Kwh)	0.560	0.560	0.560	0.560
电量收入(亿元)	4.841	14.072	32.834	56.287
增值税返还(亿元)	0.481	1.399	3.265	5.598
补贴收入(亿元)	2.225	6.468	15.092	25.872
总收入(亿元)	7.547	21.939	51.192	87.757
净利润(亿元)	0.906	2.633	6.143	10.531
增厚 EPS(元/股)	0.014	0.040	0.092	0.158

资料来源：东方证券研究所

未来三年公司发展战略重点

煤炭资源是看点：被忽略的冀蒙煤电一体化

公司开始逐渐布局煤炭资源，包括山西的同忻和左云、云南的宣威，除此之外冀蒙煤电一体化项目将成为公司大型电源基地之一。10 年将有近千万吨的煤炭投产。

国电建投能源是负责冀蒙煤电一体化的项目公司，2005 年由中国国电集团公司、河北省建设投资公司按 50%：50% 比例出资组建的项目公司在鄂尔多斯注册成立，2007 年 5 月，项目公司原股东中国国电集团公司将其持有的 50% 股权转让给国电电力发展股份有限公司。项目总体规划是在内蒙古鄂尔多斯市伊金霍洛旗布连和准格尔旗长滩分期建设 6×600MW 级超临界空冷燃煤发电机组和 8×600MW 级超临界空冷燃煤发电机组，以及配套建设察哈素、刘三坎旦两个年产千万吨大型现代化煤矿项目。

此煤电联营项目是作为河北省能源基地来建设，电厂建成后向河北送电、输煤。整个项目先建布连后建长滩。

表 7：冀蒙煤电一体化电厂项目

子项目名称	股权比例	机组明细 (MW)	总装机容量(MW)	权益装机容量 (MW)	建设进度
布连电厂	50%	6*600	3600	1800	布连一期 2*600MW 机组已获能源局批复开展前期工作，预计 10 年 1 季度获得国家发改委核准，10 年 4 月开工建设，12 年投产
长滩电厂	50%	8*600	4800	2400	尚未开始

资料来源：东方证券研究所

表 8：冀蒙煤电一体化煤炭项目

煤矿	股权比例	设计产能 (万吨/年)	建设进度
察哈素一期	50%	1000	已获国家发改委同意开展前期工作，计划 2010 年上半年获得核准并开工建设，12 年投产
刘三坎旦一期	50%	500	已列入内蒙古自治区“十一五”开工规划
刘三坎旦二期	50%	500	已列入内蒙古自治区“十二五”开工规划

资料来源：东方证券研究所

另外，公司就煤炭项目还配套有铁路，我们认为其参与投资重要运煤线路战略意义大于财务回报。

冀蒙煤电一体化项目配套铁路包括集宁-张家口（张集线）、集宁-包头（集包第二双线）、张家口-唐山（张唐线），由冀蒙铁路有限公司负责投资建设和客货运输，国电（70%）和国电建投（30%）通过控股鄂尔多斯铁投公司实现对其9%的持股权（冀蒙铁路第一大股东为呼和浩特铁路局40%股份，铁投公司为冀蒙铁路并列第二大股东），以实现三条重要铁路线路的运输影响力。

尤其是张唐铁路位于河北省境内，经过张家口、承德、唐山三市，全长525公里，设计输送能力为货运量2亿吨/年，西接张集铁路、集包铁路，与我国主要能源基地内蒙古西部地区相通，北至曹妃甸港，构成了蒙西、蒙东直达沿海港口的蒙冀铁路大通道。我们认为其将对于大秦铁路具有一定的分流作用，此次张唐铁路的参股投资将为公司未来内蒙煤炭外运带来极大便利。

化工业务全面展开：宁东英力特煤基多联产

● 宁东工业园项目煤、电、化工联营显效益

宁东工业园拟分两期建设。一期项目分为两批，第一批项目建设时间为2009年—2012年，具体项目包括：电：宁东2*330MW热电联产项目；煤：积家井矿区煤炭项目；化工：最终产品醋酸乙烯、聚乙烯醇和1,4-丁二醇。

其中积家井矿区为国家规划矿区，是宁夏宁东煤田重要的矿区之一，资源储量46.8亿吨。按照国家发改委的批复，该矿区划分6个井田、一个勘查区和2个后备区，建设规模1210万吨/年，其中公司在积家井的煤炭项目规划能力为300万吨/年，力争2013达到，2020年争取到500万吨/年的产量。虽然宁东工业园化工项目的最终产品存在市场产能过剩的隐忧，但是我们认为由于项目配套有电厂和煤矿，化工产品将极具成本竞争力。

表9：宁东工业园第一批化工项目生产规模及盈利状况

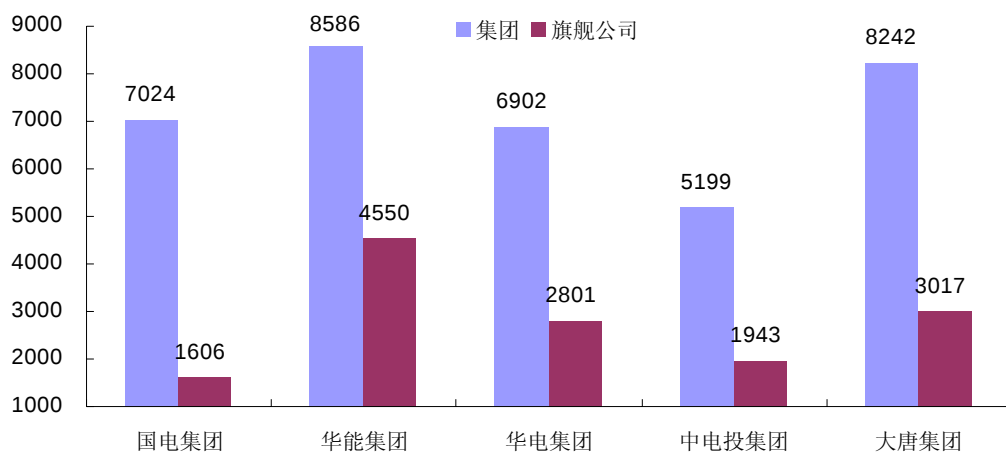
项目名称	产品名称	生产规模 (万吨/年)	年均销售收入 (亿元)	年均税后利润 (亿元)	净利率
120万吨/年煤基多联产项目	甲醇	30	12.31	2.25	18.28%
	一氧化碳	10			
	氢气	0.6			
乙炔、一氧化碳、脱硫剂多联产项目	乙炔	13.2	11.18	0.71	6.35%
	一氧化碳	14			
	氢氧化钙	50			
醋酸项目	醋酸	30	9.39	0.34	3.62%
醋酸乙烯、聚乙烯醇项目	醋酸乙烯	30	25.01	1.80	7.20%
	聚乙烯醇	10			
1,4-丁二醇项目	1,4-丁二醇	10	10.3	1.93	18.74%

资料来源：东方证券研究所

大股东资产质量决定扶持上市公司的能力

- 从规模来看，五大发电集团中集团公司与上市公司资产差距最大的即国电电力。

图 4 五大发电集团及其旗舰公司的装机规模情况（2008 年数据）

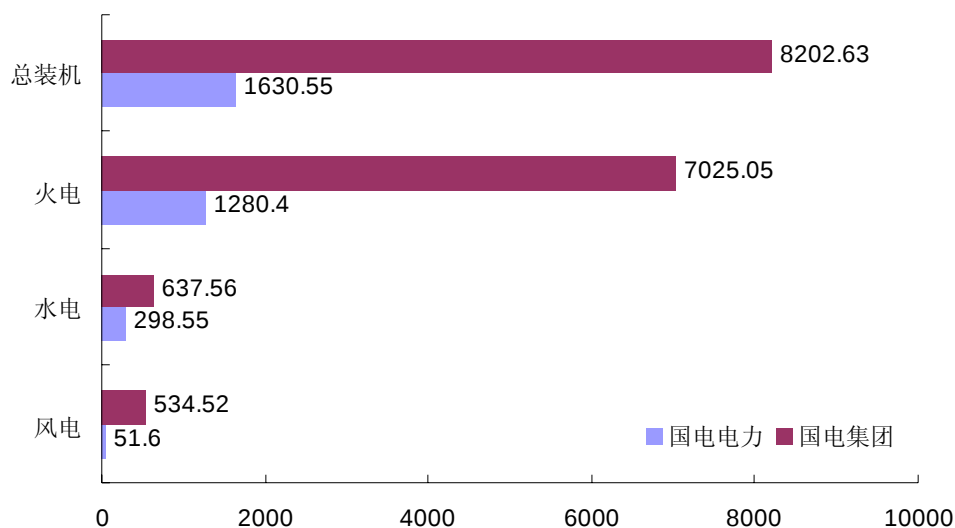


资料来源：东方证券研究所

截至 2009 年年底，国电集团控股总装机容量为 8202.63 万千瓦，资产总额 4188.6 亿，皆为上市公司的 5 倍。火电 30 万千瓦及以上装机占 84.1%，控股煤炭资源 132 亿吨，控股煤矿原煤产量 1911 万吨。

图 5 国电电力及集团公司装机对比

单位：万千瓦



资料来源：东方证券研究所

- 股改承诺的兑现体现在资本运作

06 年 8 月股权分置改革之后，国电电力每年开展一次资本运作，积极推动实现中国国电的股改承诺。包括 07 年公开发行 A 股收购集团石嘴山、北仑、大渡河等优质发电资产，08 年发行分离交易可转债为大渡河水电及其他火电项目的建设提供资金支持，09 年申请非公开发行 A 股收购江苏公司股权，力求不断提升上市公司盈利资质。

此次 A 股定向增发注入江苏公司再一次兑现了国电集团对于将国电电力作为集团资产运作平台的承诺。

✓ 注入资产资质优良，业绩增厚明显。

此次注入资产江苏电力公司盈利能力强、发展前景好。江苏公司运行机组共 458 万千瓦，注入后上市公司装机容量（截至以 09 年 9 月 30 日）增幅可达 32.03%。下辖电厂发电资产单机容量大、经济技术指标优良、资产质量好。不论从净利率还是从 ROE 水平来看，待注入的江苏电力盈利资质远超上市资产（国电电力 3 季报净利率 12.48%，ROE 摊薄 8.87%）。

表 10：江苏电力公司装机情况

名称	机组情况 (MW)	装机容量 (MW)	股权	权益装机容量 (MW)	投产时间
谏壁发电厂	4*330	1320	80.0%	1056	#1: 80; #2: 83; #3: 86; #4: 87
常州公司	2*630	1260	51.0%	642.6	#1: 06-5; #2: 06-11
泰州公司	2*1000	2000	40.0%	800	#1: 07-12; #2: 08-3
投产合计		4580		2498.6	
谏壁在建	1000	1000	80.0%	800	#5: 11

资料来源：东方证券研究所

表 11：江苏电力下辖公司盈利情况

名称	2009 年 1-7 月收入 (亿元)	净利润 (亿元)	总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	净利率	ROE	资产负债率
谏壁发电厂	14.97	2.02	41.04	14.85	13.5%	13.6%	63.8%
常州公司	15.22	1.94	45.13	10.65	12.7%	18.2%	76.4%
泰州公司	24.36	3.66	75.68	16.05	15.0%	22.8%	78.8%

资料来源：东方证券研究所

✓ 作价低廉，10 年业绩有望增厚 27%

从收购价格来看，此次收购资产的静态 P/B 为 2.43 倍；如果按照 09 年 1-7 月份的收入情况来简单推算，09 年全年实现盈利可达 13.06 亿（鉴于下半年宏观经济走势明显好于上半年，此估算尚为保守情况），则 09 年收购动态 P/E 仅为 4.7 倍，远低于国电电力 22 倍的水平。

盈利预测及投资建议

假设条件：

- ✓ 江苏公司收购事项于 10 年完成，公司收入半年并进合并报表；
- ✓ 风电项目投产进度数据为电话调研得到，尚未见于公告，故风电盈利预测暂按 09 年运营装机容量来算；
- ✓ 10-11 年利用小时增速分别为 3%、0%；
- ✓ 10 年煤价上浮 7%，11 年煤价上浮 4%；
- ✓ 考虑权证全部得到行权对于股本的影响；
- ✓ 不考虑新一轮煤电联动。

我们预计国电电力 2009-2011 年 EPS 分别为 0.30、0.41、0.52 元，对应动态市盈率分别为 24、17、14 倍。我们认为国电电力业绩高增长确定性强。短期来看，公司 5 月份即将到期的权证（行权价 7.47 元/股）将构成公司近期股价的催化剂；中长期来看，不断完善电源结构和煤炭、化工、铁路等上下游产业链都将使公司具备强抗周期能力；同时随着近 2 年水电、煤矿项目的逐步投产，盈利水平有望进入到一个稳步上升的通道。考虑到即将有千万吨的煤炭产能释放，给予公司 10 年 23XPE，目标价 9.43 元。我们继续维持公司的“买入”评级。

附表 1：主要发电商煤炭资源情况

上市公司	煤矿	位置	股权	可采储量 (亿吨)	权益可采储 量(亿吨)	年产量(万 吨/年)	投产时间
华电国际	东易忠厚	山西	70%	0.60	0.42	120	2009
	万通源二铺	山西	70%	0.73	0.51	180	2010
	银星	宁夏	45%	6.76	3.04	580	2011
	富城	内蒙古	35%	1.56	0.54	240	2011
	长城	内蒙古	25%	0.65	0.16	60	2011
	合计			10.30	4.68	1180	
国电电力	同忻煤矿	山西	28%	9.00	2.52	1000	2010
	左云	山西	49%	5.50	2.70	885	2010
	宣威	云南	100%			120	2010
	沙巴台	宁夏	100%	0.66	0.66	90	2011
	积家井	宁夏	100%	2.50	2.50	300	2013
	察哈素	内蒙古	50%	18.30	9.15	1000	2012
	刘三坎旦	内蒙古	50%	21.00	10.50	1000	2012
	合计			56.96	28.02	4395	
华能国际	白龙山	云南	100%	13.47	13.47	800	2012
	雨旺	云南	100%	4.57	4.57	300	2012
	合计			18.04	18.04	1100	
大唐发电	塔山	山西	28%	30.71	8.60	1500	2008

蔚州煤矿	河北	49%	5.64	2.76	1000	2008
长滩煤矿	内蒙古	40%	15.42	6.17	1200	2011
孔兑沟煤矿	内蒙古	51%	3.30	1.68	300	2011
胜利东二煤矿	内蒙古	100%	38.40	38.40	3000	2011
五间房	内蒙古	51%	33.00	16.83	6000	2011
合计			126.47	74.44	13000	

资料来源：东方证券研究所

附表 2：公司参控股电厂情况

电厂名称	位置	电厂类型	股权比例	机组	总装机容量 (MW)
大同二发	山西	坑口	100%	6*200	1200
朝阳发电	辽宁	火电	100%	2*200	400
大连开发区热电	辽宁	热电联产	100%	2*60+2*12	144
和禹水电开发	辽宁	水电	100%	294.5+161	455.5
邯郸热电厂	河北	热电联产	100%	1*200	220
和风风电	辽宁	风电	100%	147*1.5	220.5
北仑一发	浙江	火电	70%	2*600	1200
大渡河（龚嘴、铜街子、瀑布沟、深溪沟）	四川	水电	69%	7*100+4*150+6*600+4*165	5590
大同发电	山西	坑口	60%	2*600+2*660	2520
石嘴山一发	宁夏	坑口	60%	2*330	660
东胜热电	内蒙古	热电联产	55%	2*330	660
庄河	辽宁	火电	51%	2*600	1200
石嘴山发电	宁夏	坑口	50%	4*330	1320
布连	内蒙古	煤电联营	50%	6*600	3600
长滩	内蒙古	煤电联营	50%	8*600	4800
邯郸热电	河北	热电联产	49%	1*200+1*220	440
北仑	浙江	火电	49%	3*600	1800
宣威发电	云南	坑口	41%	6*300	1800
外高桥二期	上海	火电	40%	2*900	1800
王坪发电	山西	煤电联营	40%	2*200	400
赤峰新胜	内蒙古	风电	33%	134*7.5	100.5
酒泉	甘肃	火电	33%	2*330	660
外高桥三期	上海	火电	30%	2*100	200
太阳宫燃气热电	北京	热电联产	26%	2*400	800
大唐连城	甘肃	火电	25%	2*300	600

资料来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析
资产负债表

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	10306	8577	10602	15598	18747
现金	857	423	596	470	-306
应收票据及账款	2756	1682	2492	3766	4744
其它应收款	256	328	387	585	737
预付账款	4396	4999	5907	8927	11244
存货	2031	1146	1220	1772	2189
其他	9	0	0	77	139
非流动资产	48529	59843	70421	78288	81483
长期投资	4804	6083	7083	8083	9083
固定资产	27976	31045	38682	55608	61862
无形资产	483	427	368	309	251
其他	15266	22288	24287	14287	10287
资产总计	58835	68420	81023	93887	100230
流动负债	22995	21024	23054	31661	33927
短期借款	13751	15778	16000	21000	20500
应付票据及账款	4036	2203	3458	5226	6582
其他	5208	3043	3596	5435	6845
非流动负债	16123	27908	36672	36822	36972
长期借款	12381	21369	30000	30000	30000
其他	3741	6539	6672	6822	6972
负债合计	39118	48932	59725	68482	70899
少数股东权益	5307	5877	6837	8056	9300
股本	2724	5448	5448	6658	6658
资本公积	2951	2951	2951	2951	2951
留存收益	4780	4553	5722	7691	10191
归属母公司股东权益	13419	14182	15480	18878	21656
负债和股东权益	58835	68420	81023	93887	100230

现金流量表

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	5837	868	5121	6543	9041
净利润	1803	179	1623	2734	3473
折旧摊销	2121	2285	2403	3074	3746
财务费用	872	1297	1569	2211	2699
投资收益	567	229	1000	1000	1000
营运资金变动	867	-2703	44	1436	1096
投资活动现金流	-11554	-14869	-11998	-9941	-5941
资本支出	11006	13234	12017	10000	6000
其他	-613	-585	19	59	59
筹资活动现金流	6327	13567	7109	3603	-3743
借款融资	6308	14108	9003	5150	-350
普通股增加	1218	919	0	1210	0
股息	327	163	325	547	695
财务费用	872	1297	1569	2211	2699
现金净增加额	610	-434	232	205	-643

利润表

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	17467	16440	19425	29359	36977
营业成本	13183	14610	15557	22593	27903
营业税金及附加	232	169	199	302	380
营业费用	25	31	97	235	296
管理费用	648	505	486	881	1109
财务费用	872	1297	1569	2211	2699
资产减值损失	40	40	40	40	40
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资净收益	567	229	1000	1000	1000
营业利润	3035	18	2476	4098	5551
营业外收支	111	67	100	200	300
利润总额	3147	85	2576	4298	5851
所得税	578	-89	387	924	1564
净利润	2544	219	2124	2788	3389
少数股东损益	742	40	552	725	881
归属于母公司净利润	1803	179	1572	2734	3473
EBITDA	6115	3712	6448	8400	10220

主要财务比率

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力					
营业收入	20.2%	-5.9%	18.2%	51.1%	25.9%
毛利润	33.5%	-57.3%	111.6%	49.5%	26.2%
归属于母公司净利润	26.4%	-90.1%	807.4%	68.4%	27.0%
获利能力					
毛利率	24.5%	11.1%	19.9%	23.0%	24.5%
净利率	9.8%	10.3%	1.1%	8.1%	9.3%
ROE	9.1%	0.9%	7.6%	10.6%	11.7%
ROIC	10.9%	1.2%	7.2%	10.5%	12.4%
偿债能力					
资产负债率	66.5%	71.5%	73.7%	72.7%	70.5%
净负债比率	132.54%	206.49%	230.58%	211.53%	181.89%
流动比率	44.82%	40.80%	45.99%	49.27%	55.26%
速动比率	0.36	0.35	0.41	0.45	0.50
营运能力					
总资产周转率	29.69%	24.03%	23.97%	31.27%	36.89%
应收账款周转率	634%	977%	780%	780%	780%
应付账款周转率	433%	746%	562%	562%	562%
每股指标 (元)					
每股收益	0.66	0.03	0.30	0.41	0.52
每股经营现金流	2.14	0.16	0.94	0.98	1.36
每股净资产	4.93	2.60	2.84	2.84	3.25
估值比率					
P/E	10.65	214.72	23.66	17.17	13.52
P/B	1.43	2.71	2.48	2.49	2.17
EV/EBITDA	8	23	14	11	9

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

陈舒薇：电力行业分析师

王帅：煤炭首席分析师

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