

动态报告/公司快评

公用事业

国电电力（600795）

谨慎推荐

电力

（维持评级）

2010年3月15日

2012 年将实现规模、业绩的再一次飞跃

分析师： 徐颖真 xuyz@guosen.com.cn 021-60875162

事项：

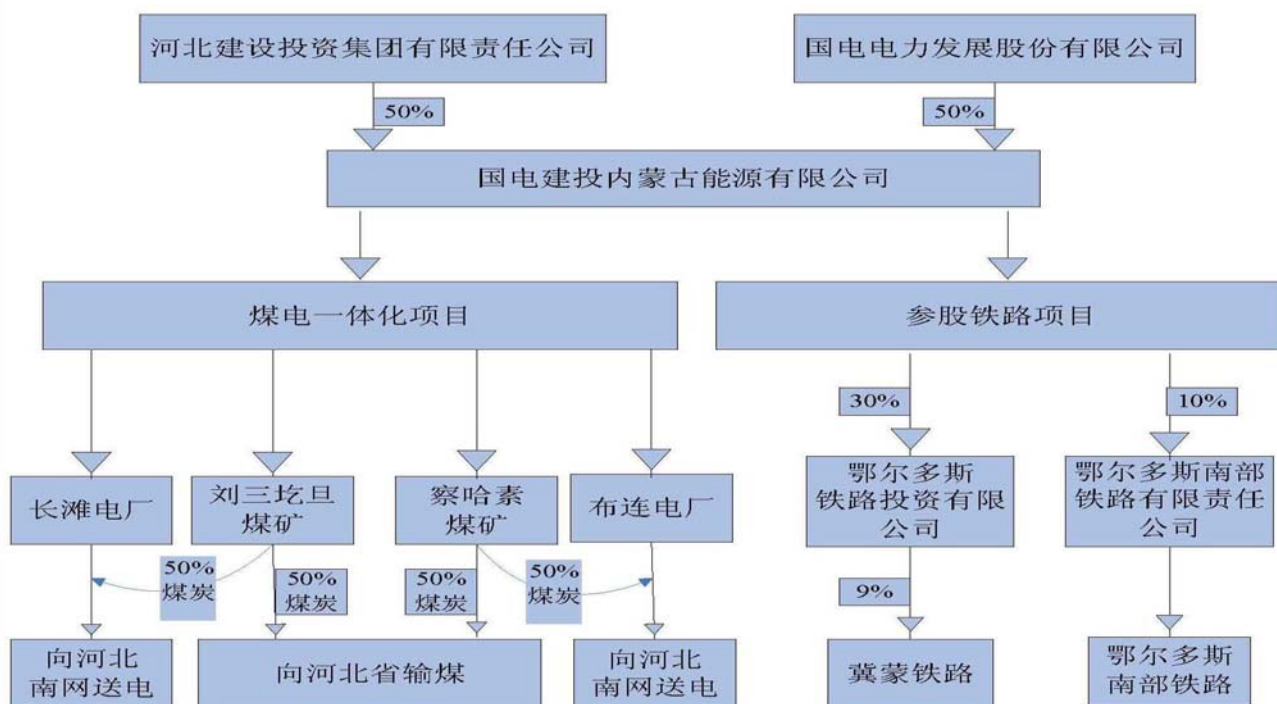
3月9号-12号公司组织实地调研国电建投公司（内蒙）与英力特集团（宁夏），现就调研要点整理如下。

评论：

■ 1、关于国电建投内蒙古能源公司调研情况

该公司由国电集团、河北省建设投资公司按 50%: 50%比例于 2005 年 11 月在鄂尔多斯成立，负责开发和建设蒙冀煤电一体化项目。2007 年 5 月，国电集团公司将其持有的公司 50%股权转让给国电电力。

图 1：国电建投资产结构图



资料来源：国信证券经济研究所

项目概况:

冀蒙煤电一体化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 $6 \times 600\text{MW}$ 等级空冷燃煤发电机组和 $8 \times 600\text{MW}$ 等级空冷燃煤发电机组, 以及配套建设察哈素、刘三圪旦两个大型煤矿项目。

一期工程计划在伊金霍洛旗布连建设 $2 \times 660\text{MW}$ 超超临界空冷燃煤发电机组和察哈素年产 1000 万吨煤矿项目; 在准格尔旗长滩建设 $2 \times 660\text{MW}$ 超超临界空冷燃煤发电机组及配套刘三圪旦煤矿项目。煤电一体, 按照规划约 50% 的煤矿用于发电同时配套特高压输电以河北南网作为电力销售的目标市场, 另外 50% 的煤矿则直接销往河北。同时参股冀蒙铁路、鄂尔多斯南部铁路建设, 以实现煤、电、路协调发展。

1、电力项目: 布连电厂已拿到路条, 预计 2010 年核准并开工, 预计 2012 年投产 132 万千瓦, 二期规划 $2 \times 1000\text{MW}$ 机组; 长滩电厂还处在项目前期, 规划一期规模 $2 \times 600\text{MW}$, 二期同样规划 $2 \times 1000\text{MW}$ 机组, 预计 2015 年累计投产 664 万千瓦机组。

2、煤炭项目: 煤炭资源控制储量 2010 年 20 亿吨 (察哈素预计 2010 年拿到批文) 左右; 2015 年累计达到 40 亿吨 (刘三圪旦储量也是 20 亿吨) 左右; 煤矿产能 2012 年 1000 万吨/年, 2015 年累计 2500 万吨/年。

3、铁路项目

1) 以 10% 的股比入资鄂尔多斯南部铁路有限责任公司, 投资建设新街至恩格阿娄 (接入新包神铁路)、恩格阿娄至陶利庙 (远期至靖边接入太中银铁路)、新街至红进塔 (接入准朔铁路)、陶利庙至靖边、陶利庙至新上海庙五条铁路线。

2) 以 30% 的股比参股鄂尔多斯市铁路投资有限公司, 投资建设集包铁路 (集宁-包头铁路第二双线工程)、集张铁路 (集宁-张家口新建双线铁路) 的建设和客货运输, 远期将建设张家口至丰宁经滦平 (丰宁至滦平为既有线) 至曹妃甸铁路, 确保察哈素煤矿的煤炭外运, 提高项目综合效益。

3) 目前对外投资铁路总投资约 11.44 亿元。

其中: 冀蒙铁路 8.1 亿元 (其中冀蒙铁路张集、集包二线 2.7 亿元、张唐线 5.4 亿元); 鄂尔多斯南部铁路 2.2 亿元; 察哈素煤矿铁路专用线 1.14 亿元

盈利预测

布连煤电一体化项目: $2 \times 660\text{MW}$ 燃煤空冷机组+察哈素年产 1000 万吨煤矿。电厂计划 2010 年 5 月左右开工, 2012 年投产; 察哈素煤矿一期 1000 万吨/年工程计划 2012 年同步投产, 即布连煤电一体化项目一期工程总投资 93 亿元。其中布连电厂动态总投资 53.3 亿元, 察哈素煤矿动态总投资 35.1 亿元, 选煤厂设计概算 4.6 亿元。

预计电厂投产后年净利润在 4 亿左右, 该电厂所用燃煤约 300 万吨, 来自察哈素煤矿并以成本价结算, 根据测算, 该矿吨煤成本 (生产成本和经营成本) 为 175 元左右。按照当地 5500 大卡煤种目前的价格是 390 元, 则每吨煤可获净利超过 200 元, 由于十一五末内蒙古煤炭产量将达到 3.5 亿吨, 十二五末将达到 5 亿吨, 且内蒙的煤矿 70% 集中在鄂尔多斯, 因此预计达产后煤价将低于现在水平, 谨慎计算每吨净利 100 元, 洗选后约可外卖超过 500 万吨, 则该矿实现净利润亦可达到 5 亿左右。因此该煤电一体化的预期盈利能力远高于目前的火电项目。

长滩煤电一体化项目: 规模与布连相当, 前面处在项目前期, 预计比布连项目晚 2-3 年。

■ 2、国电电力控股 51% 的英力特集团调研情况

2009 年 2 月国电电力出资 12.66 亿元控股了英力特集团。英力特集团持有英力特股份 (000635) 22.11% 的股权。英力特集团的产业布局包括: 三园一厂。

1) 英力特工业园

A 目前具备年产 27.5 万吨 PVC、21 万吨烧碱和 40 万吨电石产能，未来计划进入煤化工、精细化工和新材料等领域；

B 自备电厂 30 万千瓦以及国电石嘴山发电有限公司 30% 股份。目前还有 1 个 2×30 万千瓦热电自备电厂项目正在开展前期工作；

C 煤炭开发：在石嘴山即将开工建设年产 120 万吨的沙巴台煤矿。

2) 宁东工业园

A 宁东积家井矿区 140 万吨/年的煤炭资源已由自治区文件正式下发，自治区同意为宁东工业园配备年产 600 万吨的煤炭资源，资源储量约 4 亿吨；

B 配套 1 个 2×30 万千瓦热电自备电厂，于 2009 年 12 月拿到路条；

B 定位为煤化工、精细化工以及新材料领域。英力特集团与德国巴斯夫经过多轮谈判，已确定在宁东工业园合作建设年产 10 万吨 BDO 项目（1, 4-丁二醇，重要的有机化工及精细化工原料，产品附加值较高）以及一期年产 30 万吨醋酸乙烯和 10 万吨聚乙烯醇等项目；

D 宁东工业园计划总投资 600 亿元，建成可实现收入 400 亿，实现利税 70 亿，（按照 08、09 年产品的平均市场价格计算），一期项目计划 2010 年开工（目前尚未核准），一期总投资 148 亿，资本金 20%，计划由英力特集团自筹。第一批化工项目按照产品当前价格测算，资本金财务内部收益率 14.6%，项目资本金净利润率 24.3%，总投资收益率 10.1%；

3) 固原岩化工工业区

该地区位于宁夏南部，距离银川 300 公里。由于该地区盐矿资源丰富，将发展盐化工，并能与氯碱化工配套；

4) 参股青铜峡电厂（50%）

是中电投青铜峡铝业的自备电厂项目，已被国家发改委列入“十一五”后三年规划项目。

■ 对国电电力煤矿资源的总结

之一：同忻煤矿（持股 28%）：位于山西，总投资为 29.1 亿元，投产后年产 1000 万吨，根据测算，吨煤成本（生产成本和经营成本）为 130 元左右。储量为 14.9 亿吨。

之二、内蒙古建投能源公司（持股 50%），该公司拟建设两个煤矿。

1. 察哈素煤矿。总投资约 42.25 亿元，投产后年产 1500 万吨，根据测算，吨煤成本（生产成本和经营成本）为 175 元左右。储量为 20 亿吨。2012 年投产 1000 万吨，2015 年达产。

2. 刘三圪旦煤矿。总投资约 23 亿元，投产后年产 1000 万吨，根据测算，吨煤成本（生产成本和经营成本）为 175 元左右。储量为 20 亿吨。（未核准）

之三、宁夏地区。沙巴台煤矿，储量 7700 万吨，2010 年投产 90 万吨，2012 年达产 120 万吨。积家井煤矿，储量 4.89 亿吨，2012 年投产 180 万吨，最终达产 300 万吨。（未核准）

之四、山西左云（持股 49%）。储量 10 亿吨，目前产能 525 万吨，2012 年达到 870 万吨，2015 年达到 1000 万吨。

■ 本次调研结论

1、国电建投和英力特集团集中了国电电力目前绝大部分的在建项目，因此未来国电电力业绩的增长除了依靠进一步

从国电集团收购资产外关键看这两个投资项目未来盈利情况。

2、2012 年开始国电建投的煤电项目陆续投产，宁东工业园一期也将建成，按照目前的假设情景，这 2 个项目 2013 年开始将有着突出的利润贡献，预计达产后可分别贡献利润 10 亿，考虑到国电电力持有这 2 个项目股比都在 50% 左右，因此将实现 10 个亿的净利润贡献。

■ **对国电电力的投资建议：谨慎推荐，目标价 8.5-9 元。**

公司已预告 2009 年实现归属于上市公司股东净利润 15.97 亿，对应 54.5 亿总股本折合 EPS 为 0.293 元，我们预测公司 2010 年可实现归属于上市公司股东净利润 18.5 亿，2009 年 11 月份公司公告了非公开增发收购江苏公司股权，预计该收购 2010 年二季度将完成，我们江苏分公司 2010 年全年可实现净利润，80%对应 6.4 亿。即 2010 年增发后公司可实现合并净利润约 25 亿，同时 2010 年 5 月 4.27465 亿权证到期，届时总股本将增加到 65.89 亿（54.5+7.12+4.27），即预计 2010 年 EPS 为 0.38 元，预计 2011 年可实现净利润 30 亿（增量主要来自瀑布沟电厂的贡献），折合 EPS0.46 元，即目前股价对应 2010 年/2011 年 PE 为 19/16 倍。维持谨慎推荐。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

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。

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。