

电力

2010年3月19日

国电电力(600795)

当前股价: 7.35

目标价: 9

资源禀赋突出, 三驾马车保增长

投资要点:

- 国电大渡河公司目前投产电站有龚嘴、铜街子和瀑布沟 2 台 60 万千瓦机组, 装机容量 253 万千瓦, 其余已经获得开发权的项目装机容量超过 1400 万千瓦。2010-2015 年瀑布沟、深溪沟、大岗山水电的相继投产不仅将改善公司整体电源结构, 还将极大的提高大渡河流域电站的盈利能力, 预计 2010 年利润将达到 8 亿元以上, 到 2015 年, 利润将达到 14 亿元以上, 其中 2010-2011 年、2014-2015 年是两个利润增长高峰期。S0570200010049
- 国电宁东英力特化学工业园, 一期投资 148 亿, 主要建设 2×330MW 机组, 300 万吨积家井煤炭, 120 万吨/年煤基多联产等 7 个项目。2012 年一期项目投产, 年净利润预计将超过 12 亿元。总体规划建设 30 个项目, 投资 600 亿元, 年销售收入 400 亿元, 实现利润 70 亿元。
- 察哈素煤矿储量 25 亿吨左右, 一期产能 1000 万吨/年, 其中 300 万吨末煤供布连电厂发电, 700 万吨精煤外销。预计布连电厂一期和察哈素煤矿在 2012 年能够同步投产, 将带来 15 亿元净利润, 若长滩电厂一期和刘三坎旦煤矿 2014 年同步投产, 冀蒙煤电一体化项目的盈利能力预计还将增长 100%。
- 10-12 年公司营业收入分别达到 294.85 亿、327.84 亿、359.63 亿, 实现每股收益分别为 0.42 元、0.52 元、0.55 元, 目前公司 2.6XPB 低于火电行业 2.72X 的平均 PB 水平, 10 年 17X 动态 PE 亦低于火电行业 22.4XPE 的平均水平, 鉴于公司良好的成长性, 维持“推荐”评级, 6 个月目标价位为 9 元。

研究员: 程鹏、徐念榕

执业证书编号: S0570200010049

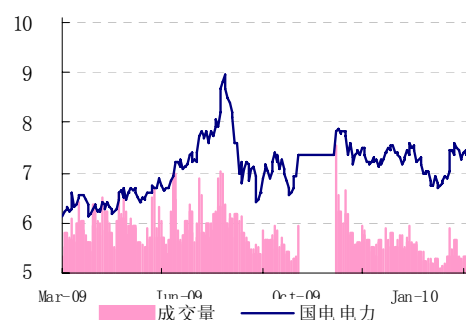
电话: 025-83290916

E-mail: chengpeng_htsc@hotmail.com

地址: 南京市, 中山东路 90 号

投资评级: 推荐

股价走势图



相关研究

公司基本资料

总股本 (万)	544776.91
流通 A 股 (万)	544776.91
52 周内股价区间 (元)	5.99-8.76
总市值 (亿)	400
总资产 (亿)	687.39
每股净资产 (元)	2.60

主要经营指标预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入 (亿)	164.40	187.07	294.85	327.84
+/-%	-5.88	13.79	57.62	11.19
净利润 (亿)	1.79	14.61	22.83	28.26
+/-%	-89.54	716.8	56.28	23.77
EPS (元)	0.03	0.27	0.42	0.52
P/E	245	27.26	17.44	14.09

一、大渡河陆续投产，迎来收获期

2009 年 12 月，国电大渡河公司瀑布沟水电站 2 台机组顺利通过 72 小时试运行，成功投产，预计 2010 年其余 6 台机组也将陆续投产。根据国家发改委《国家发展改革委办公厅关于四川大渡河瀑布沟水电站装机容量优化调整的批复》，瀑布沟水电站机组单机额定容量由 55 万千瓦调整为 60 万千瓦，瀑布沟电站总装机容量相应由 330 万千瓦调整为 360 万千瓦。

大渡河公司将在大渡河干流共规划建设 and 营运管理 12 级电站，具体为铜街子、嘴、沙坪、枕头坝、深溪沟、瀑布沟、大岗山、猴子岩、丹巴、巴底（含安宁）、金川、双江口水电站，正积极争取硬梁包、老鹰岩水电站开发权。目前，公司投产电站有龚嘴、铜街子和瀑布沟 2 台 60 万机组，装机容量 253 万千瓦，其余已经获得开发权的项目装机容量超过 1400 万千瓦。可见，大渡河流域将是公司未来最为重要的电源增长点。

表格 1 大渡河公司在建项目一览表 单位：万千瓦、%、亿元

名称	装机容量	权益	投资总额	开发状态	首台机组投产时间
龚嘴	73	100	5.22	已投产	1971
铜街子	60	100	4.9	已投产	1992
瀑布沟	360	100	216.94	在建，2011 年竣工	2009
深溪沟	66	100	56.86	在建，2012 年竣工	2010
大岗山	260	80	179.94	取得可研，报国家核准	2014
双江口	200	75	205.93	开展前期工作	2014
猴子岩	170	100	185.81	开展前期工作	2016
金川	86		77.29	开展前期工作	2015
巴底	108		112.96	开展前期工作	2017
丹巴	110		146.02	开展前期工作	2018
枕头坝	95	100	102.10	开展前期工作	2014
沙坪	62.5	100	37.83	开展前期工作	2015

资料来源：华泰证券

龚嘴水电站：电站于 1966 年开始动工修建，1971 年底首台机组投产发电，1979 年初全部建成，总装机容量 73 万千瓦，年设计发电量为 34.18 亿千瓦时，具有日调节性能。

铜街子水电站：电站于 1985 年正式动工，1992 年 10 月第一台机组发电，1994 年 12 月全部投产。电站装有 4 台单机容量 150MW 的轴流转浆式水轮发电机组，总装机容量 60 万千瓦，年设计发电量 32.1 亿千瓦时，具有日调节性能。

龚嘴、铜街子水电站是四川电网主力调峰调频电厂，国家批复电价为 0.218 元/千瓦时，实际年平均结算电价预计在 0.2 元/千瓦时。

表格 2 大渡河梯级电站盈利预测

预测内容	龚嘴	铜街子	瀑布沟	深溪沟	大岗山
年设计电量（亿千瓦时）	34.18	32.1	145.85	32.4	114.3
厂用电率（%）	1%	1%	1%	1%	1%
上网电量（亿千瓦时）	33.84	31.8	144.39	32.08	113.16
实际结算电价（元/千瓦时）	0.2	0.2	0.28	0.28	0.28
营业收入（亿元）	5.78	5.44	34.55	7.67	27.08

营业利润（亿元）	3.18	2.99	19.00	4.22	14.89
年财务费用（亿元）	0	0	8.68	2.84	7.2
管理费用（亿元）	0.14	0.13	0.69	0.19	0.54
其它成本（亿元）	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
利润总额（亿元）	2.74	2.56	9.33	0.89	6.85
税率（%）	25%	25%	15%	15%	15%
净利润（亿元）	2.06	1.92	7.93	0.76	5.82

资料来源：华泰证券

瀑布沟水电站：电站总装机容量 360 万千瓦（6×60），多年平均发电量 145.85 亿千瓦时，具有季调节能力。2009 年底两台机组投产发电，2011 年完工。所发电量将送入四川电网，并外送华东、华中和华北电网，我们预计该电站每年产生的净利润将接近 8 亿元。此外，瀑布沟水电站总库容 51.77 亿立方米，具有季调节能力，可提高枯水期下泄流量，增加下游龚嘴和铜街子两电站保证出力 21.5 万千瓦，增加其枯水期电量 7.8 亿千瓦时。

深溪沟水电站：电站装机容量 66 万千瓦（4×16.5），设计年发电量 32.4 亿千瓦时，工程于 2006 年 4 月开工建设，计划 2010 年 7 月首台机组发电，2012 年 7 月工程竣工。由于该电站年折旧、财务费用较高，预计盈利能力将低于龚嘴、铜街子两电站，在 20 年折旧，2.84 亿元财务费用的假设条件下，保守测算年净利润在 0.76 亿元左右。

大岗山水电站：电站总装机容量 260 万千瓦，设计多年平均发电量 114.3 亿千瓦时，具有日调节能力，规划主要送电范围为四川电网，并参与“川电外送”。目前电站工程各项前期准备工程建设已全面完成，项目申请报告待国务院核准。预计 2014 年底首台机组发电，2015 年工程完工。我们预计该电站每年产生的净利润将达 5.8 亿元。

2010-2015 年瀑布沟、深溪沟、大岗山水电的相继投产不仅将改善公司整体电源结构，还将极大的提高大渡河流域电站的盈利能力，预计 2010 年利润将达到 8 亿元以上，到 2015 年，利润将达到 14 亿元以上，其中 2010-2011 年、2014-2015 年是两个利润增长高峰期。

二、布局宁夏“三园一厂”，意在长远

2008 年，公司现金出资 12.66 亿元，收购宁夏英力特集团 51% 股权，借此进入宁夏地区的煤化工领域，并以英力特集团为平台，深入参与宁东能源重化工基地、固原盐化工示范区等项目的建设。

宁东煤基化学工业园：工业园坐落于自治区首府银川市灵武境内，区域内有宁夏最大的宁东煤田，该煤田已探明储量就有 273 多亿吨。其主要煤种为不粘结煤，品质优良，而且开采条件较好，宁东煤田被国务院确定为全国 13 个大型煤炭基地之一。2009 年 2 月，国家发展改革委正式批复《宁东能源化工基地开发总体规划》，标志着宁东能源化工基地开发建设迈向新阶段。宁东能源化工基地的建设分两期，一期为 2003 年到 2010 年，二期为 2010 年至 2020 年。包括煤、电、煤化工三大产业项目和基础设施建设。总体目标是：规划到 2020 年，形成煤炭生产能力 1 亿吨，电力装机 2000 万千瓦以上，煤炭间接液化生产能力 1000 万吨，煤基二甲醚生产能力 200 万吨，甲醇生

产能力 170 万吨。届时，宁东能源重化工基地将建设成为以煤炭、电力、煤化工三大产业为支撑，全国重要的千万千瓦级火电基地、煤化工基地和煤炭基地。

2008 年 9 月，国电集团与宁夏回族自治区签订了《关于投资建设煤化工电力多晶硅等项目战略合作框架协议》，协议明确国电集团将依托宁夏煤炭、石灰石、原盐等资源，加大投资力度，投资 600 亿支持英力特集团建设宁东英力特化学工业园，一期投资 148 亿，主要建设以下 7 个项目：

- 1、2×330MW 机组
- 2、300 万吨积家井煤炭
- 3、120 万吨/年煤基多联产
- 4、乙炔、一氧化碳、脱硫剂多联产项目
- 5、30 万吨醋酸项目
- 6、30 万吨醋酸乙烯、10 万吨聚乙烯醇项目
- 7、10 万吨 1,4-丁二醇

2012 年一期项目投产，年净利润预计将超过 12 亿元。总体规划建设 30 个项目，投资 600 亿元，年销售收入 400 亿元，实现利润 70 亿元。

固原盐化工业园：固原市发现储量约 33 亿吨的岩盐，加上煤炭、石灰岩等资源，为固原市发展盐化工及相关产业创造了绝佳条件。自治区决定设立“自治区级固原盐化工循环经济扶贫示范区”，以国电英力特为主体投资建设。根据规划，固原盐化工示范区总体规划项目分两期建设，一期工程自 2010 至 2012 年，二期工程自 2013 至 2015 年，项目投资近 200 亿元，主要产品为电石、烧碱、水泥等，年净利润在 15 亿元左右。英力特集团现正申请的宁夏固原炭山煤炭资源，预计煤炭储量为近 4 亿吨。

石嘴山化工园：目前具备年产 23 万吨 PVC、21 万吨烧碱和 50 万吨电石产能，并配备 30 万千瓦自备电厂。目前公司 PVC、电石的生产成本分别为 4900 元/吨、2400 元/吨，具有一定的成本优势。英力特集团已获得自治区国土资源厅颁发的石嘴山沙巴台煤炭采矿许可证，煤炭资源储量 7296 万吨，可采储量 6153 万吨，年设计生产能力 90 万吨，实际可达 120 万吨。煤矿的获得使得公司形成煤炭—电力、热力—电石—烧碱/PVC—资源综合利用(脱硫)的一体产业链。沙巴台煤炭资源的获得，为英力特石嘴山工业园的能源产业链提供了可靠支撑。

青铝自备电厂：2×33 万千瓦火电机组预计 2010 上半年投产发电。青铜峡铝业发电公司是青铜峡铝业股份有限公司和国电英力特集团于 2006 年 5 月达成投资协议，双方各出资 50%成立的有限责任公司，负责建设营运青铜峡铝业自备电厂 2×330MW 燃煤空冷发电机组工程。工程计划 2010 年 4 月实现第一台机组并网发电，2010 年 7 月实现第二台机组并网发电。

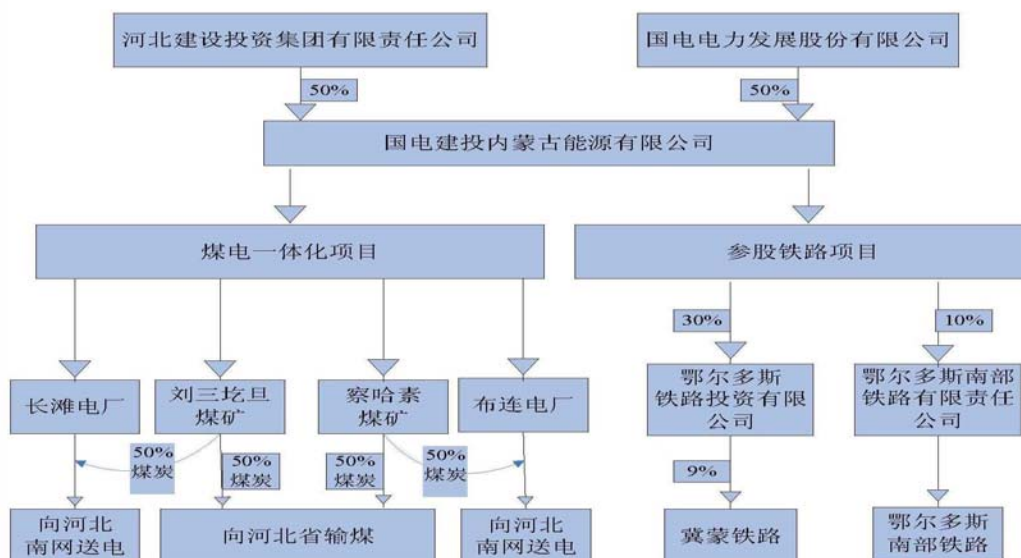
近两年英力特集团实现净利润均在 1.86 亿元左右，在建项目短期内难以实现盈利，对公司业绩提升有限，预计宁东、固原项目在 2013-2015 年进入投资回报期。因此，长期来看，公司布局宁夏“三园一厂”对于公司获得矿产资源，拓展产业链具有战略意义。

三、煤电联营提升盈利能力

◆ 蒙冀煤电一体化，国电明日之星

2004 年，河北省政府、内蒙古自治区政府与国电集团签订了“合作开发煤电项目框架协议”，规划在内蒙古鄂尔多斯市建设河北省能源基地，自治区为该项目配置 40 亿吨煤炭资源，实际可能达到 60 亿吨。国电集团、河北建设各按 50% 比例组建国电建投内蒙古能源有限公司全面负责开发和建设蒙冀煤电一体化项目。2007 年国电集团将其持有的公司 50% 股权转让给国电电力。

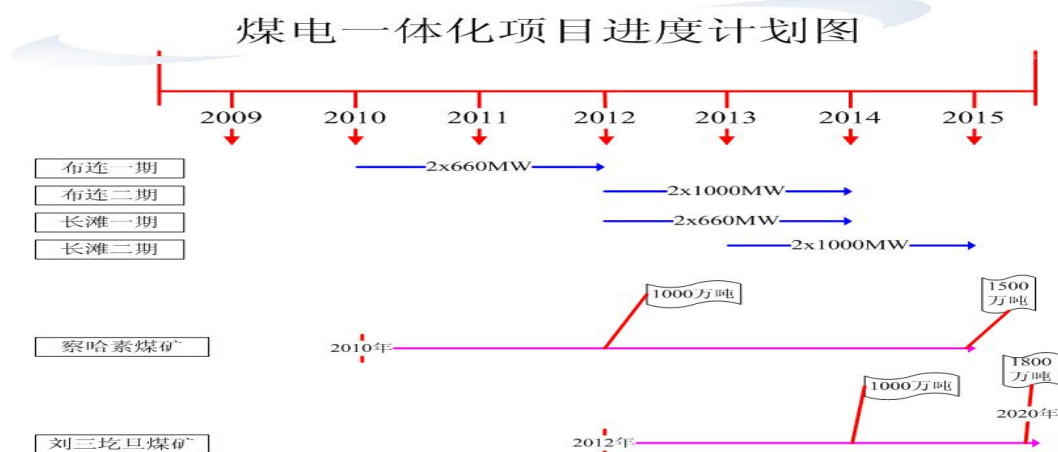
图表 1 项目概况



资料来源：华泰证券

冀蒙煤电一体化项目总体规划是在内蒙古鄂尔多斯市布连和长滩分期建设 6×660MW 等级空冷燃煤发电机组和 8×660MW 等级空冷燃煤发电机组，以及配套建设察哈素、刘三圪旦两个大型现代化煤矿项目，其中一期工程计划在布连建设 2×660MW 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 2×660MW 超超临界空冷燃煤发电机组及配套刘三圪旦煤矿项目。

图表 2 项目进度计划



资料来源：华泰证券

布连电厂一期工程建设 $2 \times 660\text{MW}$ 超超临界空冷燃煤机组, 并配套建设察哈素年产 1000 万吨煤矿, 电厂燃用察哈素矿井洗选出的末煤就地发电, 电力以 500KV 交流接入蒙西特高压站, 以 1000KV 交流输送河北南网。目前电厂和煤矿均取得发改委开展前期工作的路条, 目前核准工作进展顺利, 年内预计完成核准, 计划 2012 年投产。同时, 公司对外参股投资铁路, 保障煤炭的外运能力, 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。

图表 3 布连煤电一体化项目总平面布置图



资料来源：华泰证券

布连电厂供电煤耗仅 296.6 克/千瓦时, 按标煤单价 180 元/吨, 其它成本 0.1 元/千瓦时测算, 度电成本仅 0.15 元, 参考当地神华锦界电厂 0.328 元/千瓦时上网电价, 我们认为布连电厂利润总额将达到 6 亿元, 净利润为 4.5 亿元。

察哈素煤矿储量 25 亿吨左右, 一期产能 1000 万吨/年, 其中 300 万吨末煤供布连电厂发电, 700 万吨精煤外销。吨煤开采成本仅 100 元/吨, 目前当地精煤 390 元/吨, 盈利空间巨大。保守预计吨煤利润将达到 200 元/吨, 利润总额达到 14 亿元。净利润达到 10.5 亿元。预计布连电厂一期和察哈素煤矿在 2012 年能够同步投产, 将带来 15 亿元净利润, 折合提升 EPS0.14 元。由此可见, 布连煤电一体化项目由于配置了丰富的煤炭资源, 从而具备极强的盈利能力, 建成投产后将较大的改善公司资源瓶颈, 提高整体盈利能力, 支撑公司未来发展。

此外, 若长滩电厂一期和刘三坎旦煤矿 2014 年同步投产, 冀蒙煤电一体化项目的盈利能力预计还将增长 100%。

◆ 参与煤矿整合, 扩充煤炭资源

公司积极参与山西、云南地方煤矿的整合工作, 加大对煤炭资源的开发和控制力度。

山西: 公司参股的同忻煤矿今年投产, 年产能 1000 万吨, 其中 49% 产量供应公司电厂。公司还积极介入周边地区煤炭资源整合与开发, 参与山西省煤炭运输公司对于左云煤矿的整合, 兼并重组后的煤矿年实际生产能力达到 1000 万吨。

云南：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，宣威电厂下属的选煤公司整合宣威市内 4 个煤矿，矿井规模 100 万吨/年，整合工作已完成。

四、盈利预测与评级

◆ 基本预测

(1) 2010 年完成集团江苏分公司收购，公司在建项目进展顺利，如期投产，朝阳发电厂、大连开发区热电厂 2010 年关停；

表格 3 公司主要项目年度投产预测 单位：万千瓦

预测内容	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
国电大渡河瀑布沟水电站	240					
国电大渡河深溪沟水电站	33	33				
国电大渡河大岗山水电站					130	130
谏壁发电			100			
国电建投能源			132			
风电		20	20	20	20	20

资料来源：华泰证券

(2) 2010-2012 年下属电厂上网电价保持现行水平不变；

(3) 2010 年机组利用小时与 2009 年持平，2011-2012 年火电机组利用小时有所回升；

(4) 2010-2011 年公司标煤价格上升到 560 元/吨；

(5) 2010-2011 年大渡河梯级电站开发年投资规模保持在 80 亿元左右，冀蒙煤电一体化项目年投资规模保持在 15 亿元左右；

◆ 公司评级：推荐

10-12 年公司营业收入分别达到 294.85 亿、327.84 亿、359.63 亿，实现每股收益分别为 0.42 元、0.52 元、0.55 元，目前公司 2.6XPB 低于火电行业 2.72X 的平均 PB 水平，10 年 17X 动态 PE 亦低于火电行业 22.4XPE 的平均水平，鉴于公司良好的成长性，维持“推荐”评级，6 个月目标价位为 9 元。

表格 9 盈利预测 单位: 百万元

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	8597	16357	18817	21128	营业收入	16440	18707	29485	32784
现金	442	7127	4174	5108	营业成本	14610	14270	22719	24640
应收账款	1638	2619	4128	4590	营业税金及附加	169	187	295	328
其它应收款	328	561	885	984	营业费用	31	75	118	131
预付账款	4999	4281	6816	7392	管理费用	505	451	711	790
存货	1146	1712	2726	2957	财务费用	1297	2276	2738	3022
其他	44	56	88	98	资产减值损失	-5	0	0	0
非流动资产	60142	69070	76591	83173	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	6083	8000	9500	11000	投资净收益	229	800	900	1000
固定资产	31045	49202	60665	68468	营业利润	63	2248	3805	4873
无形资产	427	427	427	427	营业外收入	108	0	0	0
其他	22587	11442	5999	3278	营业外支出	41	0	0	0
资产总计	68739	85427	95408	104301	利润总额	130	2248	3805	4873
流动负债	21342	31149	33378	33927	所得税	-89	337	761	1072
短期借款	15778	24000	24000	24000	净利润	219	1911	3044	3801
应付账款	1490	2854	4544	4928	少数股东损益	40	450	761	975
其他	4075	4295	4834	4999	归属母公司净利润	179	1461	2283	2826
非流动负债	27908	33042	38042	43042	EBITDA	3665	7292	10523	12813
长期借款	21369	26369	31369	36369	EPS (元)	0.03	0.27	0.42	0.52
其他	6539	6673	6673	6673	主要财务比率				
负债合计	49251	64192	71420	76970	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	5307	5756	6517	7492	成长能力				
股本	5448	5448	5448	5448	营业收入	-5.9%	13.8%	57.6%	11.2%
资本公积	2951	2951	2951	2951	营业利润	-97.9%	3484.6%	69.3%	28.0%
留存收益	5783	7081	9072	11441	归属于母公司净利润	-89.5%	716.8%	56.3%	23.8%
归属母公司股东权益	14182	15479	17470	19840	获利能力				
负债和股东权益	68739	85427	95408	104301	毛利率	11.1%	23.7%	22.9%	24.8%
现金流量表					净利率	9.7%	1.1%	7.8%	7.7%
单位: 百万元					ROE	1.3%	9.4%	13.1%	14.2%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC	4.2%	6.3%	7.5%	8.1%
经营活动现金流	1842	7227	5677	9912	偿债能力				
净利润	219	1911	3044	3801	资产负债率	71.6%	75.1%	74.9%	73.8%
折旧摊销	2305	2769	3979	4918	净负债比率	76.81%	79.09%	78.09%	78.95%
财务费用	1297	2276	2738	3022	流动比率	0.40	0.53	0.56	0.62
投资损失	-229	-800	-900	-1000	速动比率	0.35	0.47	0.48	0.54
营运资金变动	-1460	891	-3184	-828	营运能力				
其它	-289	181	0	0	总资产周转率	0.26	0.24	0.33	0.33
投资活动现金流	-14850	-11151	-10600	-10500	应收账款周转率	7	9	9	8
资本支出	13234	10000	10000	10000	应付账款周转率	6.83	6.57	6.14	5.20
长期投资	-1290	1925	1500	1500	每股指标 (元)				
其他	-2906	774	900	1000	每股收益(最新摊薄)	0.03	0.27	0.42	0.52
筹资活动现金流	11868	10609	1970	1522	每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	1.33	1.04	1.82
短期借款	2026	8222	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.60	2.84	3.21	3.64
长期借款	8988	5000	5000	5000	估值比率				
普通股增加	2724	0	0	0	P/E	222.64	27.26	17.44	14.09
资本公积增加	-1805	0	0	0					

其他	-64	-2613	-3030	-3478	P/B	2.81	2.57	2.28	2.01
现金净增加额	-1140	6685	-2953	934	EV/EBITDA	22	11	8	6

资料来源：华泰证券

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-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;

-投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上;

推荐：相对强于市场表现5%~20%;

观望：市场表现在-5%~+5%之间波动;

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责声明：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。