

强烈推荐-A (维持)

国电电力 600795.SH

目标估值: 5.00 元

当前股价: 3.70 元

2010 年 5 月 20 日

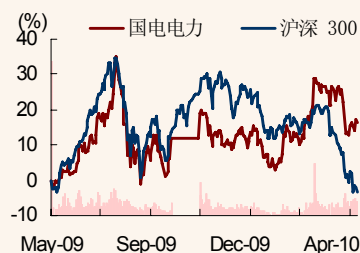
四大引擎促发展, 整体上市谱新篇

基础数据

上证综指	2556
总股本(万股)	1089554
已上市流通股(万股)	1089554
总市值(亿元)	403
流通市值(亿元)	403
每股净资产(MRQ)	1.5
ROE(TTM)	10.5
资产负债率	74.4%
主要股东	中国国电集团公司
主要股东持股比例	53.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-8	-3	12
相对表现	9	20	14



相关报告

- 1、《国电电力深度报告-注入优质资产, 增厚业绩明显》2010/5/10
- 2、《国电电力深度报告-大渡河黄金十年, 支撑公司长期发展》2010/4/29
- 3、《国电电力深度报告-多元化发展布局, 打造业绩成长阶梯》2010/3/30

彭全刚

010-88087783
pengqg@cmschina.com.cn
S1090209090315

研究助理:

侯鹏

010-88087428
houp@cmschina.com.cn

国电电力作为国电集团未来整体上市的平台, 地位非常明确。江苏公司、大渡河、冀蒙煤电一体化、英力特集团等优质项目在保证公司规模扩张的同时实现利润同步增长。公司具有较高的成长性和丰富的想象空间, 目前的股价并未能完全反映其真正的价值, 建议投资者关注公司的长期价值, 分享公司的成长收益。

- **现状篇。**国电电力装机分布合理, 水火电比例均衡, 抗风险能力较强。经过 2008 年的洗礼之后, 公司 2009 年业绩大幅回升, 净利润同比增长 870%。由于公司主力电厂位于山西、宁夏、云南等西部区域, 与东部沿海相比, 发电量恢复滞后, 我们认为, 公司业绩回升仍有较大空间。
- **江苏篇。**国电电力通过定向增发收购了国电集团下属江苏公司 80% 的股权, 总装机规模 458 万千瓦。通过收购, 国电电力不仅装机规模迈上一个新台阶, 而且由于谏壁、常州、泰州等电厂盈利能力强, 公司业绩得到明显增厚。江苏公司有多个百万千瓦机组筹建项目, 对国电电力未来发展形成保障。
- **大渡河篇。**大渡河是我国十三大水电基地之一, 可开发装机容量 2492 万千瓦, 公司已经规划装机容量 1715 万千瓦, 是一座水资源的富矿。随着瀑布沟、深溪沟水电站的投产, 大渡河进入收获的十年。如果未来实现水火电“同网同价”, 大渡河盈利将大幅提升。
- **蒙宁篇。**国电建投冀蒙煤电一体化项目以及英力特宁东工业园项目, 是公司占领资源、向上下游产业链延伸战略的落实, 也是公司 2012~2015 年重要的利润增长点。冀蒙煤电一体化项目规划 14 台 60 万千瓦级装机、煤炭产量 2000 万吨。宁东工业园将形成产值 71 亿元, 净利润 7.2 亿元。
- **整体上市篇。**作为国电集团的整体上市平台, 国电电力将逐步收购国电集团的优质电力资产, 在五大发电集团中率先实现电力业务的整体上市, 2015 年国电电力总装机容量有望突破 1 亿千瓦。
- **价值篇。**公司“四大引擎”项目盈利能力都较强, 预计 2010~2015 年为公司贡献新增净利润分别为 6.6 亿元、12.1 亿元、22.6 亿元、22.9 亿元、30.2 亿元和 34.2 亿元。我们建议关注公司长期价值, 在未来 3~5 年中, 国电电力都将是电力板块中成长性最好的公司之一。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	16440	19447	30771	37211	51351
同比增长	-6%	18%	58%	21%	38%
营业利润(百万元)	63	2419	3556	4435	7817
同比增长	-98%	3757%	47%	25%	76%
净利润(百万元)	179	1595	2506	3089	4104
同比增长	-90%	792%	57%	23%	33%
每股收益(元)	0.03	0.29	0.23	0.28	0.38
PE	114.2	12.8	16.3	13.2	10.0
PB	1.4	1.3	1.8	1.6	1.5

资料来源: 招商证券

正文目录

第一部分：定位篇

1.1 国电集团核心上市公司地位明确	9
1.1.1 实力雄厚的大股东，未来发展的基石	9
1.1.2 两种方式成长，“基建收购”并存	11
1.1.3 “三步走”确立核心位置，明确未来发展方向	12
1.1.4 “四大引擎”促发展，增厚业绩保增长	13
1.1.5 打造五大产业，发挥协同优势	15
1.2 股本迅速扩张，为整体上市创造条件	15

第二部分：现状篇

2.1 新机组陆续投产，规模快速扩张	18
2.1.1 重要机组投产，维持快速增长	18
2.1.2 规模扩张后，负债率有所上升	19
2.2 政策环境转暖，盈利能力回升	21
2.2.1、2010 年盈利维持回升态势	21
2.2.2 利润率回升，但仍未回到历史最好水平	22
2.3 抗风险能力强，盈利回升空间大	24
2.3.1 装机结构合理，抗风险能力较强	24
2.3.2 火电单机容量较大，机组构成较新	24
2.3.3 区域分布合理，盈利回升空间大	25
2.4 财务投资成功，贡献投资收益	26
2.4.1 持有上市公司股权大幅升值	26
2.4.2 成功进行投资金融企业，实现多元化发展	26
2.4.3 投资科环集团，孵化高科技企业	27

第三部分：江苏篇

3.1 扩张规模保障发展，定向增发进展顺利	29
3.1.1 股改承诺兑现，资产注入加速	29
3.1.2 装机规模快速扩张，资产结构得到改善	29
3.1.3 定向增发有条件通过，集团控制力进一步加强	30
3.2 地域优势明显，经济指标优越	30
3.2.1 区域性注入模式，汇集 3 家发电企业	30
3.2.2 资产优质，盈利能力强	31
3.2.3 老厂焕发新春，谏壁电厂扩容改造增业绩	32
3.2.4 成本控制良好，常州电厂盈利突出收益率高	33

3.2.5 拥有大容量机组，泰州电厂指标精良优势明显	34
3.2.6 输送煤炭，镇江燃料公司服务电厂保供应	35
3.3 打造优质平台，增厚业绩保发展	36
3.3.1 谏壁电厂盈利稳健，规模继续扩张	36
3.3.2 常州电厂盈利空间大，后续项目丰富	37
3.3.3 泰州电厂利润丰厚，竞争优势突出	38
3.3.4 江苏公司打造优质平台，增厚业绩保发展	39
3.4 公司规模大幅提升，资产结构进一步优化	40
3.4.1 后续项目丰富，大机组保质量	40
3.4.2 装机规模权重较大，资产优质改善结构	40
3.5 江苏公司价值分析及风险探讨	41
3.5.1 评估溢价匹配未来盈利，交易价格较为合理	41
3.5.2 资产优质保业绩增长，风险意识仍需具备	42

第四部分：大渡河篇

4.1 布局资源网，亮剑大渡河	44
4.1.1 水能丰富盈利突出，能源优质政策支持	44
4.1.2 亮剑大渡河，点睛瀑布沟	45
4.2 股权关系合理，经营业绩稳定	46
4.2.1 公司绝对控股，坐享丰厚利润	46
4.2.2 发电量电价稳步增长、大渡河公司业绩稳定	47
4.3 河流规划科学、电站开发有序	48
4.3.1 三段式规划，22 级开发	48
4.3.2 电站开发有序展开，装机规模两次飞跃	49
4.3.3 电站各具特色、效益指标优越	50
4.4 黄金十年，大渡河进入持续收获期	51
4.4.1 瀑布沟综合盈利强，盘活一江春水	52
4.4.2 深溪沟进行反调节，充分发挥流域综合效益	52
4.4.3 龚嘴、铜街子增容改造，盈利能力稳步提高	53
4.5 大渡河公司价值分析与风险讨论	54
4.5.1 大渡河流金淌银，未来业绩大步跨越	54
4.5.2 水电优势明显，风险意识常存	55

第五部分：蒙宁篇

5.1 构建多元化发展格局，延伸上下游产业链条	57
5.2 西电东送携手西煤东运，打造冀蒙煤电一体项目	58
5.2.1 项目背靠两省政府、煤电一体稳步开发	58
5.2.2 分布实施有条不紊、前期工作进展顺利	59

5.2.3 参股铁路配套电网，输煤送电有保障	59
5.2.4 首期项目投资情况及主要经济指标	60
5.2.5 煤炭开采成本低、发电盈利空间大	60
5.3 借英力特延伸产业链、凭工业园踏入资源区	62
5.3.1 打造宁东工业园、政府政策有支持	62
5.3.2 化工产品多样化、经营业绩加速化	63
5.3.3 国电英力特主要电、煤项目	64
5.4 整合西部电力资源，平稳扩张平台资产	66
5.4.1 收购母公司东胜热电、增加电力平台资产	66
5.4.2 整合石嘴山两大电厂、扩张电力资产规模	66
5.5 蒙宁项目盈利预测	67

第六部分：整体上市篇

6.1 整合集团电力资产，电力业务整体上市	71
6.1.1 发挥核心平台优势，整合集团电力资产	71
6.1.2 关注近期资产注入，整体上市步伐加快	73
6.1.3 新能源引领转型，注重发展清洁能源	74
6.2 继续整合相关产业，全面实现整体上市	75

第七部分：价值篇

7.1 公司价值分析	78
7.2 公司风险探讨	80

图目录

图 1: 国电集团历年电力资产装机规模情况	9
图 2: 2009 年国电集团电力资产装机比例	9
图 3: 国电集团旗下 3 家电力上市公司装机规模情况	10
图 4: 国电电力装机规模增长情况	12
图 5: “三步走”成就公司核心资产平台	13
图 6: 四大引擎打造公司 2010 ~ 2015 年业绩增长阶梯	14
图 7: 国电集团整体上市发展框架	15
图 8: 公司历年总股本增长情况	16
图 9: 国电电力历年机组投产规模	18
图 10: 国电电力 2000 年以来可控装机规模	18
图 11: 国电电力资产规模和负债率比较	20
图 12: 国电电力历年资产构成情况	20
图 13: 国电电力最新资产构成情况	20
图 14: 国电电力 2009 年经营指标同比变动比较	21
图 15: 国电电力一季度经营指标同比变动比较	21
图 16: 国电电力一季度经营指标环比变动比较	22
图 17: 国电电力年度收入和利润率指标比较	22
图 18: 国电电力季度营业收入和利润率指标比较	23
图 19: 国电电力年度资产收益率指标比较	23
图 20: 国电电力季度资产收益率指标比较	23
图 21: 国电电力可控装机构成	24
图 22: 国电电力权益装机构成	24
图 23: 国电电力火电可控装机规模分布	25
图 24: 国电电力全部可控装机年份分布	25
图 25: 国电电力可控装机地域分布	26
图 26: 国电电力权益装机地域分布	26
图 27: 国电江苏电力有限公司定向增发前股权关系	30
图 28: 国电江苏电力有限公司定向增发后股权关系	30
图 29: 江苏公司及下属企业股权结构图	31
图 30: 2008 ~ 2009 年江苏公司发电售电情况	32
图 31: 2008 ~ 2009 年江苏公司盈利情况	32
图 32: 谏壁发电厂 2007 年至 2009 年主要生产指标	33
图 33: 谏壁发电厂 2007 年至 2009 年主要经营指标	33
图 34: 常州发电厂 2007 年至 2009 年主要生产指标	34
图 35: 常州发电厂 2007 年至 2009 年主要经营指标	34
图 36: 泰州发电厂 2007 年至 2009 年主要生产指标	36

图 37: 泰州发电厂 2007 年至 2009 年主要经营指标.....	36
图 38: 2009 年江苏公司装机规模占江苏省比例.....	41
图 39: 2009 年江苏公司发电量占江苏省比例	41
图 40: 2009 年江苏公司装机规模占公司比例	41
图 41: 2009 年江苏公司发电量占公司比例.....	41
图 42: 中国十三大水电基地分布图	45
图 43: 国电大渡河流域水电开发公司股权结构	46
图 44: 2007 ~ 2009 年国电大渡河公司发电售电情况.....	47
图 45: 2007 ~ 2009 年国电大渡河公司盈利及电价情况	47
图 46: 大渡河干流水电梯级开发方案.....	48
图 47: 大渡河流域 3 库 22 级电站开发方案剖面图.....	51
图 48: 大渡河流域在建项目经济评价指标.....	51
图 49: 内蒙及宁夏地区国电电力主要项目持股情况	57
图 50: 冀蒙煤电一体化项目投资情况.....	58
图 51: 2009 ~ 2015 年国电建投煤电一体化项目进度计划.....	59
图 52: 国电英力特集团组织结构图	63
图 53: 国电英力特集团电力、煤炭项目图.....	65
图 54: 2012 ~ 2015 年新投项目增加公司利润总额测算	68
图 55: 国电集团 2009 年主要电力资产分布地图	72
图 56: 公司清洁能源装机比例规划	75
图 57: 公司 2010 ~ 2015 年新增净利润图.....	79

表目录

表 1、集团主要上市公司相关情况	10
表 2、公司主要在建及筹建项目情况	11
表 3、公司近三年重组收购资产情况	12
表 4：公司与其他主要上市公司股本市值统计	16
表 5、国电电力现有控股装机明细	19
表 6、国电电力现有参股装机明细	19
表 7、国电电力持有上市公司股权明细	26
表 8、国电电力持有金融企业股权明细	27
表 9、我国 100 万千瓦超超临界火电机组投运情况表	35
表 10、谏壁电厂盈利预测表	37
表 11、常州电厂盈利预测表	38
表 12、泰州电厂盈利预测表	38
表 13、江苏公司盈利预测表	39
表 14：江苏公司规划装机规模情况表	40
表 15、十三大水电基地规划装机容量及开发建设状况	44
表 16、大渡河流域梯级项目装机容量及投资概算表	49
表 17、大渡河干流梯级水电项目的开发时序和进度表	49
表 18、瀑布沟水电站盈利预测表	52
表 19、深溪沟水电站盈利预测表	53
表 20、龚嘴、铜街子水电站盈利预测表	54
表 21、大渡河公司盈利预测表	55
表 22、煤电一体化——电厂项目盈利预测	61
表 23、煤电一体化——煤炭项目盈利预测	62
表 24：英力特宁东工业园第一批化工项目产品方案和生产规模	64
表 25：国电电力内蒙宁夏主要电力项目构成	68
表 26：国电电力内蒙宁夏主要煤炭项目构成	68
表 27：国电电力内蒙宁夏 2012~2015 年新增利润测算	68
表 28：国电集团主要电力资产按省（区域）分布情况	71
表 29：国电集团主要电力资产相关指标统计	72
表 30：国电集团福建地区主要电力资产情况	73
表 31：国电集团云南地区主要电力资产情况	73
表 32：国电集团新疆地区主要电力资产情况	74
表 33：公司 2010~2015 年新增净利润预测	78
表 34：公司 2010~2015 年新增每股收益预测	79
附：财务预测表	81

第一部分：定位篇

国电电力作为国电集团未来整体上市的平台，地位非常明确。江苏公司、大渡河、冀蒙煤电一体化、英力特集团等优质项目将保证公司规模扩张的同时利润同步增长。公司股本扩张到 100 亿以上，以后的资本运作将更加自如。

1.1 国电集团核心上市公司地位明确

作为国电集团在国内资本市场主要直接融资窗口和整体改制平台，长期以来，公司的成长受到大股东国电集团的大力支持。近期，集团优良经营性资产注入步伐加快，公司在集团的核心地位进一步明确，未来发展模式日趋成熟，通过资产购并、重组，从而实现集团整体上市的战略目标，有力保证公司长期、持续、健康、稳定的发展。

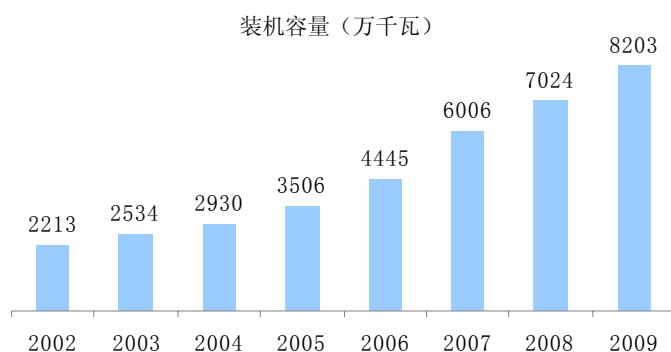
结合公司的历史沿革和集团的战略框架，可把公司以往和未来的成长路径归纳为“一二三四五”，即：（1）一个实力雄厚的大股东，成为公司未来发展的基石；（2）两种方式成长，“基建收购”并存；（3）三步走确立核心位置，明确未来发展方向；（4）四大引擎促发展，增厚业绩保成长；（5）打造五大产业，发挥协同优势。

1.1.1 实力雄厚的大股东，未来发展的基石

公司大股东中国国电集团公司，是经国务院批准，在原国家电力公司部分单位的基础上组建的全国五大发电集团之一，实力雄厚，规模宏大，资产优质。目前集团拥有 16 个区域和省级分公司、13 个特大型子公司、两个科研机构，近二百家基层发电企业，产业遍布全国 31 个省、市、自治区。

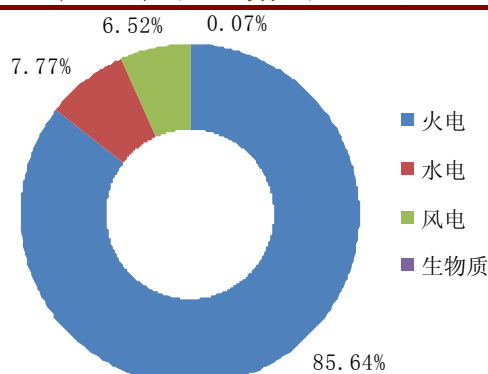
- **资产及经营状况。**截至 2009 年底，国电集团资产总额达 4189 亿元，资产负债率为 81.9%。2009 年国电集团实现主营业务收入 1185 亿元，利润总额 59.6 亿元，净利润 42.5 亿元。
- **产业布局情况。**国电集团以发电产业为核心，并围绕电力产业的发展合理布局，资产范围涉及煤炭产业、科技环保、制造产业和金融产业。
- **装机规模及结构。**截至 2009 年底，国电集团拥有可控总装机容量 8203 万千瓦。其中火电装机容量 7025.05 万千瓦，占 85.64%；水电装机容量 637.6 万千瓦（含潮汐发电机组 0.39 万千瓦），占 7.77%；风电装机容量 534.52 万千瓦，占 6.52%；生物质装机容量 5.4 万千瓦，占 0.07%。风电装机位居世界第五、亚洲第一；潮汐发电位居世界第三，亚洲第一。
- **旗下上市公司数量。**集团目前拥有国电电力发展股份有限公司、国电长源电力股份有限公司、内蒙古平庄能源股份有限公司、宁夏英力特化工股份有限公司等 4 家国内 A 股上市公司和龙源电力集团股份有限公司 1 家香港 H 股上市公司。

图1：国电集团历年电力资产装机规模情况



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

图2：2009年国电集团电力资产装机比例



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

国电集团旗下的五家上市公司，资产分布各有偏重，在不同融资领域扮演重要的角色。其中，以发电资产为主的上市公司 3 家，分别为：国电电力、长源电力、龙源电力；另外 2 家上市公司，平庄能源和英力特，分别围绕电力资产拓宽集团产业链，开拓上游煤炭资源，和进军下游化工领域。

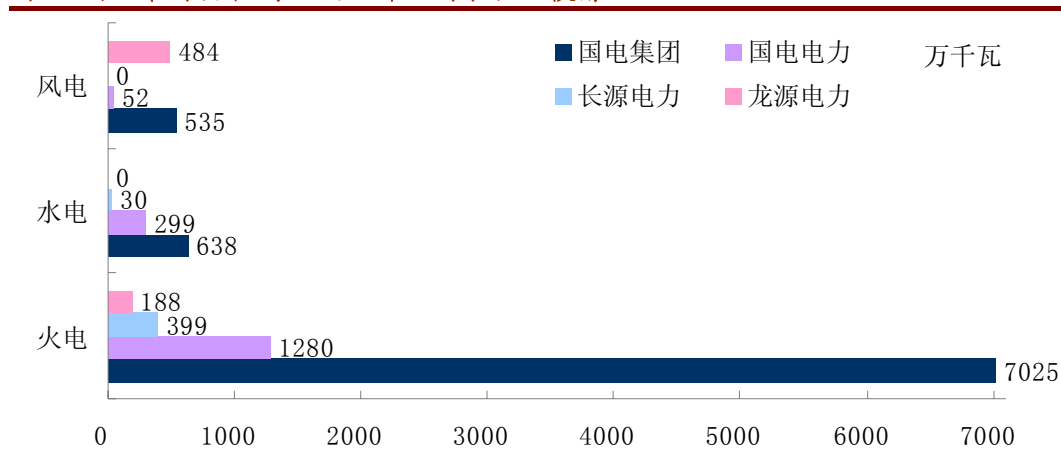
- **国电电力——国电集团发电资产的主要平台。**总股本 108.9 亿股，以火电、水电等传统电力资产为主，其中，火电装机 1280.4 万千瓦、水电装机 298.55 万千瓦，两者占公司总装机容量 1630 万千瓦的 96.9%，另外，风电装机 51.6 万千瓦。
- **长源电力——国电集团区域性电力平台。**总股本 5.5 亿股，坚持“立足湖北”的发展思路，逐步扩张规模，目前总装机容量 429 万千瓦，其中，火电装机 399 万千瓦、水电装机 29.5 万千瓦。
- **龙源电力——国电集团新能源板块的主要载体。**总股本 74.6 亿股，风电、太阳能、地热等清洁能源是其发展方向，其中，风电装机 484.2 万千瓦、其他清洁能源 2.9 万千瓦，两者占其装机容量 675 万千瓦的 71.8%，另外，火电装机 298.55 万千瓦。
- **平庄能源——国电集团的“资源翼”。**围绕电力资产立足上游产业，以“煤炭开采、洗选加工、销售”为主业，总股本 10.1 亿股，目前煤炭产能 1000 万吨/年。
- **英力特——国电集团能源、化工领域的资产平台。**延伸电力产业链，发展煤化工、氯碱化工和硅材料产业，并从事相关的煤炭和自备电厂项目开发。因为国电电力持有英力特大股东英力特集团 51% 的股权，因此，英力特也成为公司多元化发展的一部分资产。

表 1、集团主要上市公司相关情况

上市公司	资产状况	总资产	比重	利润总额	比重	装机规模	比重
国电电力	传统电力	898	21.4%	24.6	41.3%	1630	19.9%
长源电力	传统电力	148	3.5%	0.8	1.3%	429	5.2%
龙源电力	新能源	680	16.2%	19.4	32.6%	675	8.2%
平庄能源	煤炭	45	1.1%	5.48	9.2%	/	/
英力特	能源、化工	38	0.9%	0.92	1.5%	/	/
国电集团	-	4188.6	100%	59.6	100%	8203	100%

资料来源：公司公告、招商证券整理

图 3：国电集团旗下 3 家电力上市公司装机规模情况



数据来源：公司公告、招商证券整理

1.1.2 两种方式成长，“基建收购”并存

有了大股东国电集团的大力支持，近年来，公司一方面通过收购集团优质资产使规模迅速扩张，一方面通过自身积累开拓新项目，坚持走“基建与收购并举”的发展道路，通过两种方式壮大公司实力，资产结构明显得到改善，目前已成长为国内电力企业成长性突出的龙头股。

- **基建式成长。**不断开拓新项目，是保障公司可持续发展的重要战略。从公司目前在建及筹建项目可以看出，公司在布局资源网时，始终围绕煤炭、水能、风能等资源优势和电力市场需求选择电源点，并形成了“优化发展火电，优先开发水电，加快风电发展，积极参与核电等其他清洁能源开发”的发展思路，通过开工建设与项目储备相结合的滚动式开发，优化结构，快速成长。
- **收购式扩张。**公司并购其他发电资产是实现公司规模快速扩张、确保实现电源规划目标的重要措施。除了从集团获取优质资产外，公司还积极寻求并购集团以外的优良电力资产，同时围绕电力生产延伸产业链，多元化布局。

表 2、公司主要在建及筹建项目情况

序号	项目	股权比例	装机容量 (万千瓦)	装机构成	权益装机 (万千瓦)	发电类型	所处地区
1	瀑布沟	69%	360	6*60	248.4	水电	四川
2	大岗山	69%	260	4*65	179.4	水电	四川
3	庄河二期	51%	200	2*100	102	火电	辽宁
4	大同四期	60%	200	2*100	120	火电	山西
5	猴子岩	69%	170	170	117.3	水电	四川
6	山西怀仁	51%	132	2*66	67.3	火电	山西
7	布连一期	50%	132	2*66	66	火电	内蒙
8	布连二期	50%	132	2*66	66	火电	内蒙
9	长滩一期	50%	132	2*66	66	火电	内蒙
10	长滩二期	50%	132	2*66	66	火电	内蒙
11	东胜热电	50%	132	4*33	66	热电	内蒙
12	辽宁锦州葫芦岛风电	100%	100	100	100	风电	辽宁
13	金川	69%	80	80	55.2	水电	四川
14	枕头坝一级	69%	72	72	49.68	水电	四川
15	深溪沟	69%	66	4*16.5	45.54	水电	四川
16	酒泉热电	51%	66	2*33	33.66	热电	甘肃
17	大开二热	100%	66	2*33	66	热电	辽宁
18	邯郸六期扩建	51%	66	2*33	33.7	热电	河北
19	宁夏吴忠热电	51%	66	2*33	33.7	热电	宁夏
20	武威热电	51%	66	2*33	33.7	热电	甘肃
21	朝阳热电	100%	66	2*33	66	热电	辽宁
22	王坪发电	40%	42	2*21	16.8	火电	山西
23	沙坪二级	69%	34.5	34.5	23.8	水电	四川
24	沙坪一级	69%	28	28	19.3	水电	四川
25	枕头坝二级	69%	24	24	16.6	水电	四川
26	黑龙江汤旺河流域电站	100%	20	20	20	水电	黑龙江
27	二道松花江梯级电站	100%	9	9	9	水电	吉林
28	科环集团汤原秸秆电厂	49%	2.4	2.4	1.2	生物质发电	黑龙江
29	磨盘山水电站	100%	1.3	1.3	1.3	水电	吉林

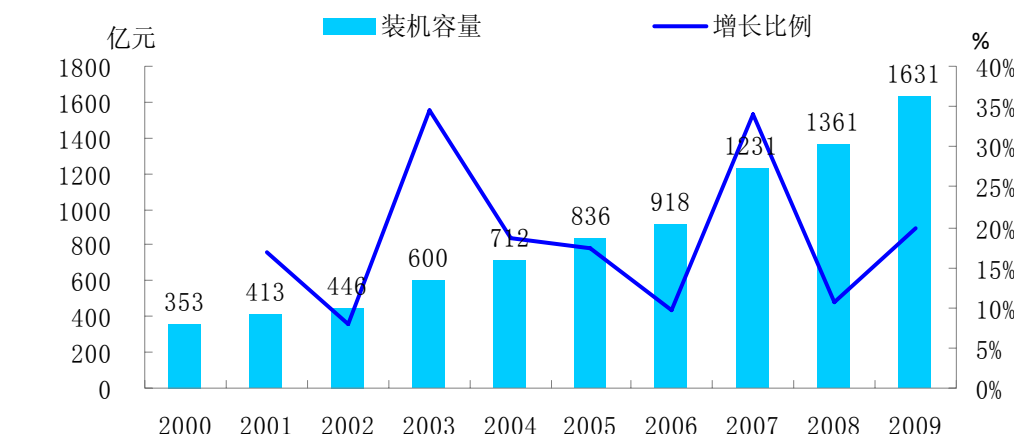
资料来源：公司公告、招商证券整理

表 3、公司近三年重组收购电力资产情况

年份	资产名称	出让方	收购股权	持股比例	收购资产规模 (万千瓦)	资产类型	资产地点
2007	大渡河公司	国电集团	18%	69%	132	水电	四川
	北仑公司	国电集团	2%	49%	180	火电	浙江
	东胜热电	国电集团	50%	50%	66	火电	内蒙
	内蒙古能源	国电集团	50%	50%	120	煤电一体化	内蒙
	北仑一发	国电集团	70%	70%	120	火电	浙江
	石嘴山一发	国电集团	60%	60%	66	火电	宁夏
2008	东胜热电	国电集团	5%	55%	66	火电	内蒙
	邯郸热电	河北电力建设二公司	10%	49%	42	火电	河北
	英力特集团	英力特集团	51%	51%	82.8	能源化工	宁夏
2009	浙江瓯江水电	国电集团	50%	50%	5	水电	浙江
	江苏电厂	国电集团	80%	80%	458	火电	江苏

资料来源：公司公告、招商证券整理

在“基建与收购”并举的成长方式下，截至 2009 年 12 月底，公司拥有控股装机容量 1631 万千瓦（含英力特集团权益容量），实现了公司装机规模的持续保持两位数的增长，即便如此，公司电力资产占集团资产的比重仍然较低，后期集团可注入资产仍然值得期待，公司的发展潜力非常巨大。

图 4：国电电力装机规模增长情况


数据来源：公司公告、招商证券整理

1.1.3 “三步走”确立核心位置，明确未来发展方向

沿着公司的发展轨迹，我们可以清楚的看出，集团在确定公司核心战略位置及构建公司未来发展框架中，进行了一系列行动，包括多次承诺注入优质资产，加大对公司的支持和控制力度等，并经历了三个关键步骤，完成了公司的定位和发展方向，成为集团旗舰品牌。

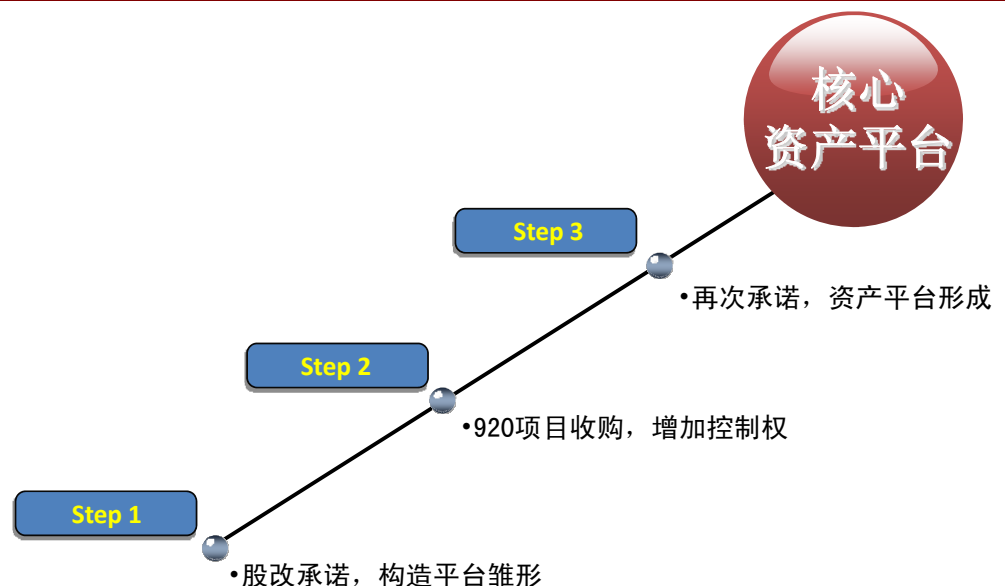
- **第一步：股改承诺，构造平台雏形。**2006 年 8 月，国电集团在公司股权分置改革时承诺：中国国电集团公司将以国电电力作为中国国电集团公司全面改制的平台，在履行相应法律程序后，通过资产购并、重组，将中国国电集团公司优良的经营性资产注入国电电力，以使国电电力长期、持续、健康、稳定发展。
- **第二步：“920”项目收购，增加控制权。**在“920”项目处置中，国电集团于 2007 年 5

月 30 日与公司原第二大股东辽宁省电力公司签署了《国电电力发展股份有限公司股份转让协议》，收购辽宁省电力公司持有公司的 6.17 亿股股份。收购完成后，国电集团直接持有公司 13.71 亿股，占总股本的 53.84%，间接持有公司 2.03 亿股，占公司总股本的 7.97%，合计持有 15.74 亿股，占总股本的 61.82%，成为绝对控股的股东。

- **第三步：再次承诺，明确公司地位和发展方向。**2010 年 4 月，国电集团在《关于解决与国电电力同业竞争问题有关事项的函》中再次承诺：国电集团将国电电力作为集团火电及水电业务的整合平台，力争用 5 年左右时间，通过资产并购、重组等方式，将发电业务资产（不含中国国电除国电电力外其他直接控股上市公司的相关资产、业务及权益）注入国电电力。

通过集团两次承诺，进一步明确了公司在整合集团资产中的地位 and 整合方式，公司成为集团传统能源的载体、核心资产平台，逐渐勾勒出未来的成长方向，集团整体上市的战略目标得到明确。而“920”项目收购，则奠定了集团对公司的绝对控制权，显示出集团对公司发展的信心，为今后集团优质资产的注入理顺管理关系，铺平道路。

图5：“三步走”成就公司核心资产平台



数据来源：公司公告，招商证券整理

1.1.4 “四大引擎”促发展，增厚业绩保增长

成为集团的核心资产平台后，可以预期，未来 3~5 年里，集团大量资产的注入将加快，同时，公司众多基建期的优质项目也将在这个时期陆续投产，公司规模会呈爆发性增长，共同推动公司进入一个跨越式发展的收获期。根据规划，2012 年公司总装机容量将达到 6000 万千瓦，是 2009 年底装机容量的近 4 倍，2015 年有望突破 1 亿千瓦，届时，一个焕然一新的巨人将粉墨登场。

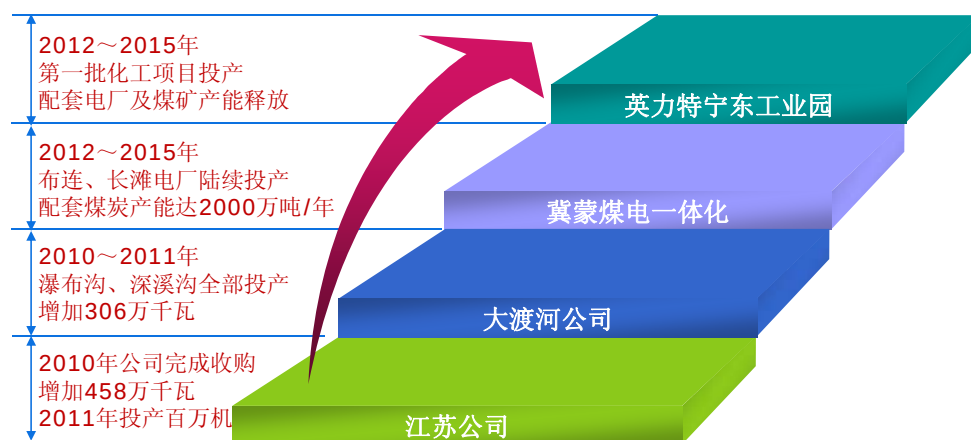
在公司众多的优质资产中，我们认为，禀赋最为突出，经济指标最为优越，盈利能力最具竞争力，能保障公司长远发展的项目是：定向收购的江苏公司、国电大渡河公司、两个冀蒙煤电一体化项目和英力特宁东工业园，堪称公司跨越式发展的“四大引擎”：

- **优势突出的江苏公司。**江苏公司是国电集团的优质资产，现有装机规模 458 万千瓦，远期规划将达到 1258 万千瓦。江苏公司地处经济发达地区，下属电厂经济技

术指标领先，发电利用小时高，目前，公司收购江苏电厂 80% 股权的申请已有条件通过，该部分资产的注入将改善公司电源点布局，提高盈利能力和核心竞争力，增厚公司业绩。

- **独一无二的大渡河。**国电大渡河公司拥有全国十三大水电基地之一的大渡河流域 16 个梯级电站的开发权，属稀缺资源，具有不可复制的特点，现有装机容量 253 万千瓦，2020 年将达到 1749 万千瓦，目前大渡河公司正进入持续收获的黄金十年，从而奠定公司未来业绩的发展基础，具有举足轻重的作用。
- **攻守兼备的煤电联营。**两个煤电一体项目是公司进军上游领域，化解电力行业风险的大手笔，一方面拥有当地丰富的煤炭资源，一方面建设大容量、高参数的机组，项目规划总装机 840 万千瓦，配套煤炭产能 2000 万吨/年，电厂技术指标领先，发电成本低，盈利空间大，同时煤炭项目煤质优越，开采成本低，竞争力强，具有较高的抗风险能力，未来几年，将成为公司重要的利润增长点。
- **资源丰富的英力特。**公司多元化发展的能源化工业务平台，产业布局为三园一厂，其中，宁东工业园建设 30 多个项目，规划投资 619 亿元，投产后每年可实现工业产值 603 亿元。另外，公司一方面通过英力特相关项目开拓下游化工市场，实现产业链的延伸，有利于长期发展。另一方面通过英力特在宁夏发展电力和煤化工业务，得到了自治区政府支持，有望获得当地丰富的煤炭资源，实现资源互补。

图6：四大引擎打造公司2010~2015年业绩增长阶梯



数据来源：公司公告，招商证券整理

综上所述，依靠公司“四大引擎”，未来 5 年公司 will 打造业绩快速增长的阶梯：

第一阶段，2010~2012 年，收购江苏公司 80% 股权完成，公司装机规模得到快速提升，2011 年开始贡献全年业绩；同时，大渡河公司的瀑布沟、深溪沟电站将全部投产，公司业绩实现第一个飞跃式增长。

第二阶段，2012~2015 年，两个冀蒙煤电一体化项目和英力特宁东工业园第一批化工产品陆续投产，届时，公司将实现装机规模再次飞跃和上下游产品的多元式增长。

另外，依靠大股东国电集团的支撑和承诺，集团其他优质资产的注入也有明确的预期，将保障公司业绩持续稳定增长。

1.1.5 打造五大产业，发挥协同优势

依靠大股东的支持，在明确了公司在集团战略中的核心位置后，公司未来的发展框架愈发明晰，即依靠“基建与收购并举”的发展方式，逐步注入集团的相关资产，不断开发新的资源项目，从而最终将自己打造成为一个规模优势明显、项目资源丰富优质、竞争力突出的大型资产平台。

- **首先实现电力资产的全面上市。**公司未来的发展路径上，一方面依靠“四大引擎”推动业绩持续增长，充实现金流，保障后续项目开发和收购；另一方面，加快注入集团传统电力资产，实现集团电力资产的全面上市。
- **最终实现全部产业整体上市。**立足更长远的未来，集团拥有的煤炭产业、科技环保、制造产业和金融产业等其他资产也将成为公司多元化扩张的需求，集团将按照“一个平台，多点推进，择机整合，协调发展”的基本模式，注入相关资产，完成集团公司的整体改制上市。

届时，公司将发展成为一个综合性的特大型上市公司，以发电主业为核心，合理布局产业结构，延伸产业链，集中资源生产，发挥综合协同优势，培育新经济增长点，实施相关多元化发展。

图7：国电集团整体上市发展框架



数据来源：公司公告，招商证券整理

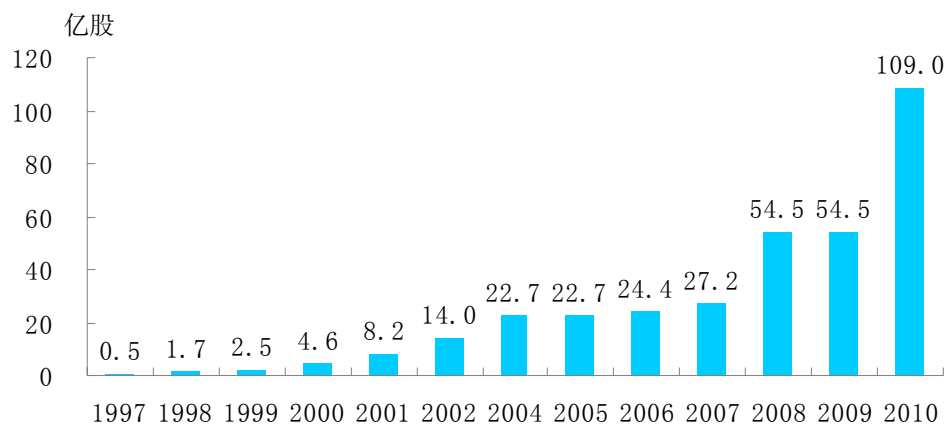
1.2 股本迅速扩张，为整体上市创造条件

自上市以来，公司总股本一直保持较高的增长率，特别是2006年股改以后，公司在分配方案中就一直高比例送股，2007年公司进行了10转增10的送股，而2009年，公司进行了10送7股转增3股的分配方案，总股本也由1997年的0.51亿股增长到目前109亿股，复合增长率51.1%。

股本扩张使公司的总股本与五大发电集团中其他旗舰上市公司华能国际、大唐发电更加接近，在整个电力板块中排在第4位，在收购完江苏公司后，公司总股本将达到123亿股，资本运作平台更加广阔，为集团整体上市创造条件，同时也彰显出公司管理层对

未来发展的信心。

图8：公司历年总股本增长情况



数据来源：公司公告，招商证券整理

表 4：公司与其他主要上市公司股本市值统计

证券代码	证券简称	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	资产总计 (亿元)	PE	PB	ROE (平均)
601991.SH	大唐发电	123.1	924.5	1820.6	62.5	3.1	5.7
600011.SH	华能国际	120.6	767.9	1940.0	15.1	1.8	13.2
600900.SH	长江电力	110.0	1414.6	1618.6	30.6	2.3	9.3
600795.SH	国电电力	109.0	403.1	897.8	25.3	2.5	10.7
600027.SH	华电国际	67.7	293.2	1004.8	25.2	1.9	8.7
600642.SH	申能股份	28.9	259.8	316.7	16.2	1.7	11.3
000539.SZ	粤电力 A	26.6	168.9	301.6	14.5	1.8	13.2
600236.SH	桂冠电力	22.8	113.8	150.6	34.7	3.9	8.1
000027.SZ	深圳能源	22.0	245.6	302.5	12.3	1.8	16.4

资料来源：WIND，招商证券整理

第二部分：现状篇

国电电力装机分布合理，水火电比例均衡，抗风险能力较强。经过 2008 年的洗礼之后，公司 2009 年业绩大幅回升，净利润同比增长 870%。由于公司主力电厂位于山西、宁夏、云南等西部区域，与东部沿海相比，发电量恢复滞后，我们认为，公司业绩回升仍有较大空间。

2.1 新机组陆续投产，规模快速扩张

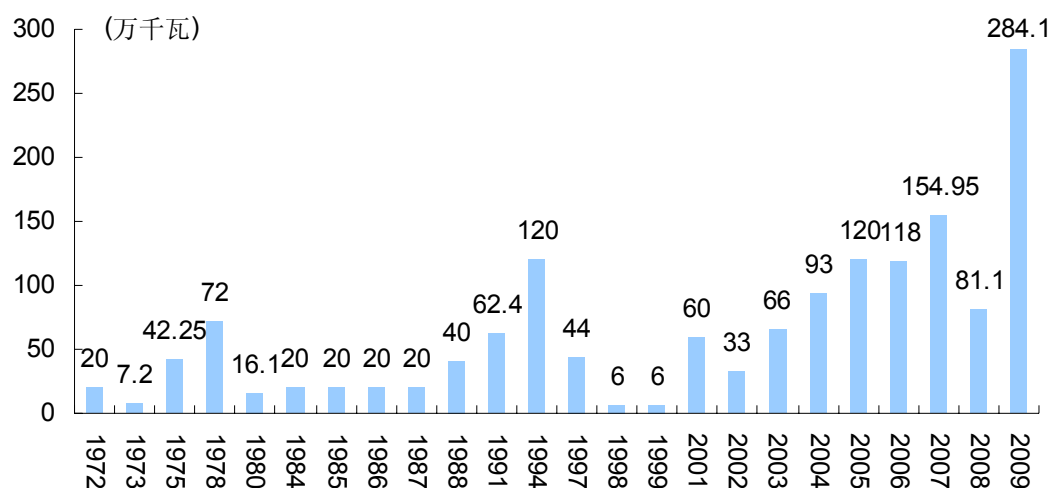
2.1.1 重要机组投产，维持快速增长

2009 年国电电力下属的大渡河瀑布沟、大同发电三期等重要项目开始投产，而且后续还将有瀑布沟、深溪沟的机组继续投产。从国电电力历年的装机增长来开，2009 年是公司装机增长最多的一年。

2009 年公司投产的机组有：

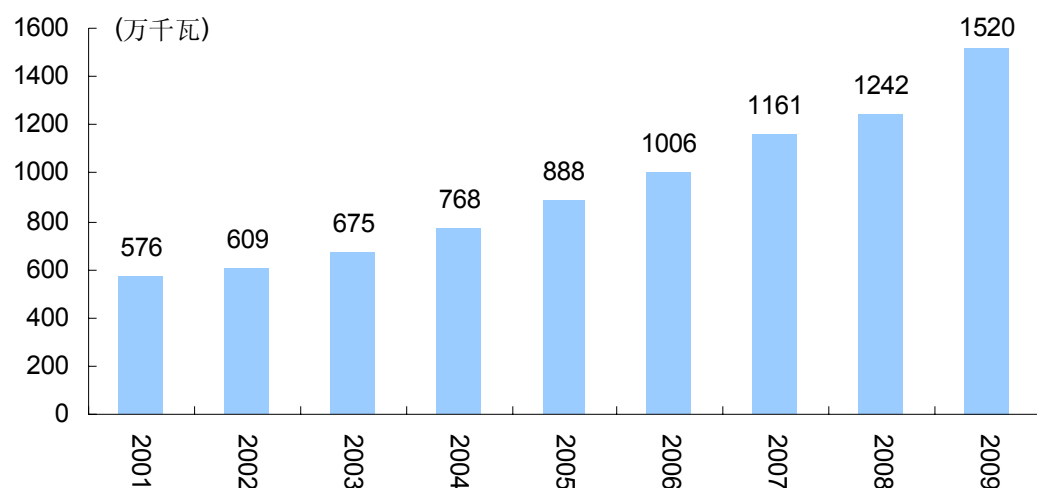
- 大同发电三期两台 66 万千瓦燃煤发电机组；
- 大渡河公司下属瀑布沟项目 2 台 60 万千瓦水电机组；
- 和风风电公司 27.2 万千瓦的风电机组；
- 巴彦淖尔风电公司 4.95 万千瓦风电机组。

图9：国电电力历年机组投产规模



数据来源：公司公告，招商证券整理

图10：国电电力2000年以来可控装机规模



数据来源：公司公告，招商证券整理（注：不含英力特、外二）

截至 2009 年底，公司资产总额 897.8 亿元，在役及在建发电资产分布在东北、华北、华东、西南、西北等地 11 个省、市、自治区，共有全资企业 14 家，控股企业 17 家，参股企业 18 家，筹建单位 9 家，控股发电装机容量 1631 万千瓦（含英力特、外二），其中，水电装机容量 298.55 万千瓦，风电装机容量 51.6 万千瓦，公司可再生能源占控股装机容量的比重上升至 21.47%。

表 5、国电电力现有控股装机明细

编号	名称	机组类型	总装机 (万千瓦)	装机构成	权益比例	权益装机 (万千瓦)
1	朝阳发电厂	燃煤	40	2×20	100%	40
2	大连开发区热电厂	燃煤	14.4	2×1.2+2×6	100%	14.4
3	大连庄河	燃煤	120	2×60	51%	61.2
4	大同第二发电厂	燃煤	120	6×20	100%	120
5	大同发电	燃煤	252	2×60+2×66	60%	151.2
6	国电邯郸热电厂	燃煤	22	1×22	100%	22
7	河北邯郸热电股份	燃煤	44	2×22	49%	21.56
8	石嘴山发电	燃煤	132	4×33	50%	66
9	石嘴山一发	燃煤	66	2×33	60%	39.6
10	东胜热电	燃煤	66	2×33	55%	36.3
11	北仑一发	燃煤	120	2×60	70%	84
12	宣威	燃煤	180	6×30	41%	73.8
	和禹水电(桓仁、太平哨)开			2×7.5+1×7.25+		
13	发公司	水电	45.55	2×3.6+4×4.025	100%	45.55
14	大渡河流域	水电	253	5×11+2×11+4×15+2×60	69%	174.57
15	和风风电(兴城风电 I、II)	风电	40.2		100%	40.2
16	巴彦淖尔	风电	4.95		100%	4.95
全资及控股合计			1520			995

资料来源：公司公告，招商证券整理（注：不含英力特、外二）

表 6、国电电力现有参股装机明细

编号	名称	机组类型	总装机 (万千瓦)	装机构成	权益比例	权益装机 (万千瓦)
1	浙能北仑发电	燃煤	180	3×60	49%	88.2
2	甘肃大唐连城	燃煤	60	2×30	25%	15
3	外高桥二发	燃煤	180	2×90	40%	72
4	外高桥三发	燃煤	200	2×100	30%	60
5	太阳宫燃气	气电	80	2×40	26%	20.8
6	赤峰新胜风电	风电	15	200×0.075	33%	4.95
参股合计			715			261

资料来源：公司公告，招商证券整理

2.1.2 规模扩张后，负债率有所上升

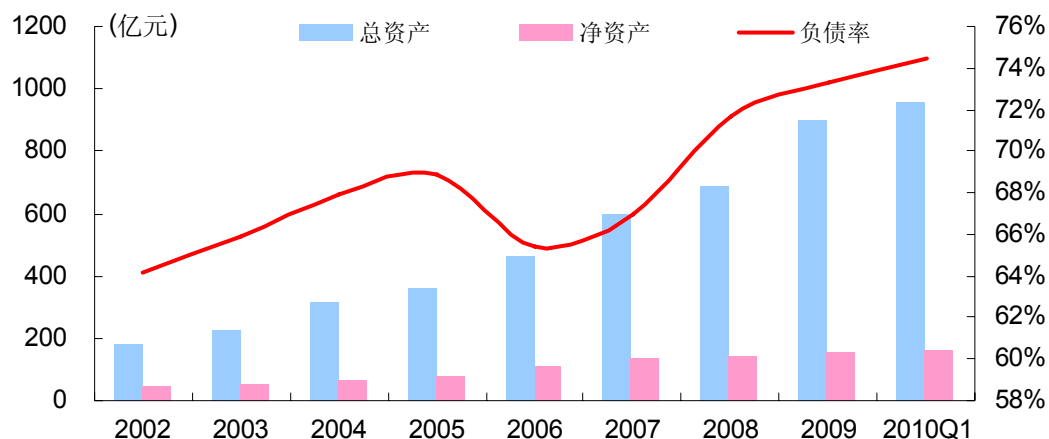
经历多年快速扩张，并且受到煤价上涨、盈利能力下降的影响，国电电力负债率也有一定上升。不过，与其他五大发电集团旗下上市公司负债率普遍超过 80% 相比，国电电力 2010 年一季度资产负债率仅为 74%，仍处于较低水平。

从图 4 可见，由于新机组投产，公司 2009 年四季度以来固定资产规模大幅上升，流动资产和长期股权投资规模维持稳定。截至 2010 年一季度，公司主要资产规模数据为：

➤ 总资产 955 亿元；

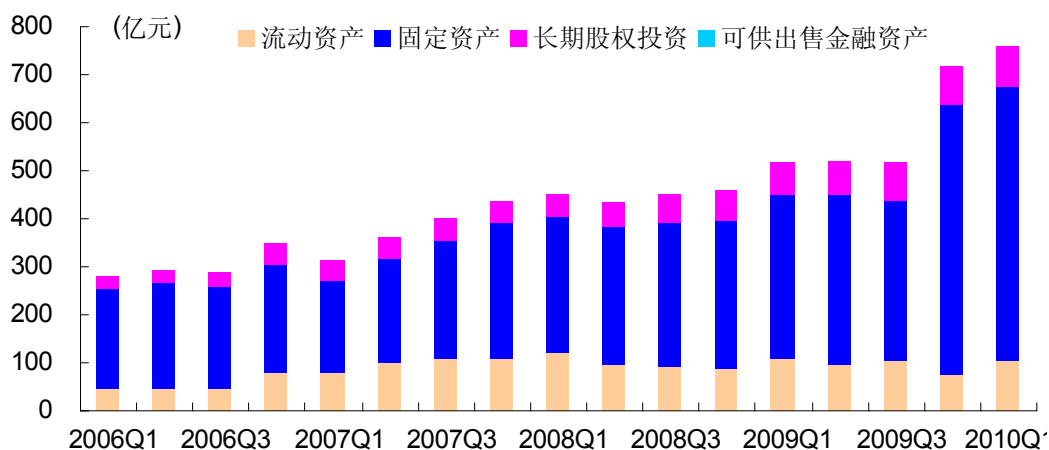
- 流动资产 104 亿元；固定资产 570 亿元；长期股权投资 86 亿元；
- 归属于上市公司归属的股东权益 244 亿元。

图11：国电电力资产规模和负债率比较



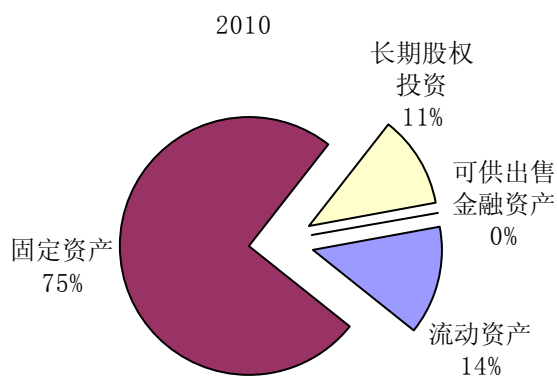
数据来源：公司公告，招商证券整理

图12：国电电力历年资产构成情况



数据来源：公司公告，招商证券整理

图13：国电电力最新资产构成情况



数据来源：公司公告，招商证券整理

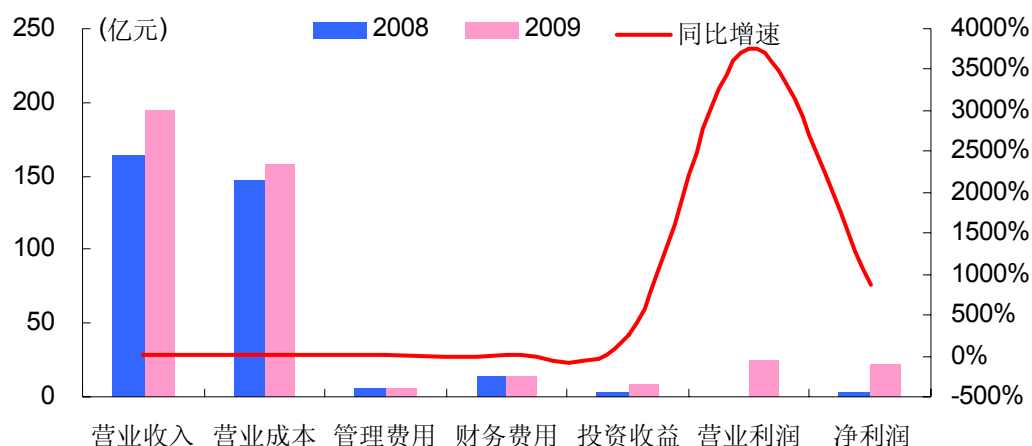
2.2 政策环境转暖，盈利能力回升

2.2.1、2010 年盈利维持回升态势

2009 年以来，国电电力盈利能力持续回升。公司 09 年实现主营业务收入 194 亿元，同比增长 18%；营业利润 24.2 亿元，同比增长 384 倍；投资收益 8 亿元，同比增长 248%；归属于上市公司股东的净利润 15.9 亿元，同比增长 870%，折合每股收益 0.29 元。燃料成本下降是业绩增长的主要推动力。

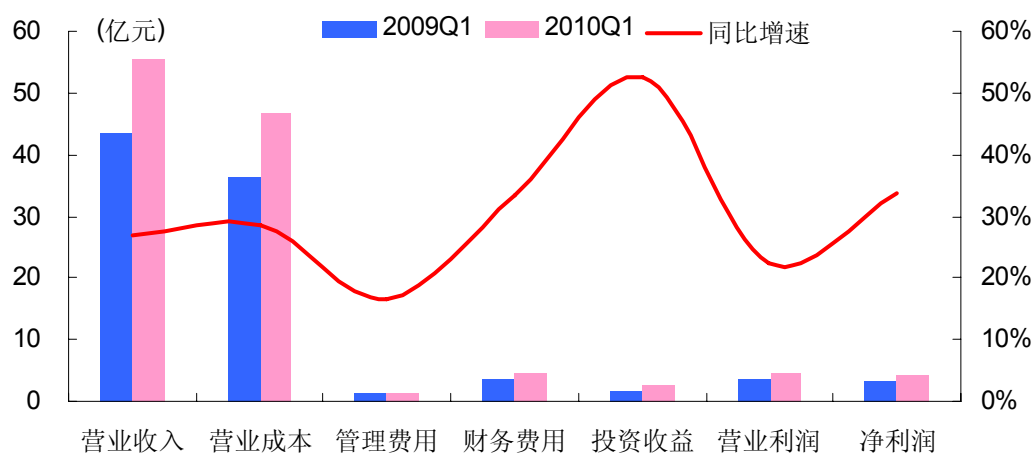
- 一季度国电电力实现营业收入 55.3 亿元，营业利润 4.6 亿元，净利润 4.3 亿元。
- 同比来看，公司营业收入增长 27%、营业成本增长 29%，营业利润增长 22%，归属于上市公司股东的净利润增长 31%，虽然成本增长较快，但公司净利润仍大幅增长。
- 环比来看，公司营业收入下降 4%、营业成本下降 2%，投资收益大幅增加 19 倍，归属于上市公司股东的净利润增长 46%。

图14：国电电力2009年经营指标同比变动比较



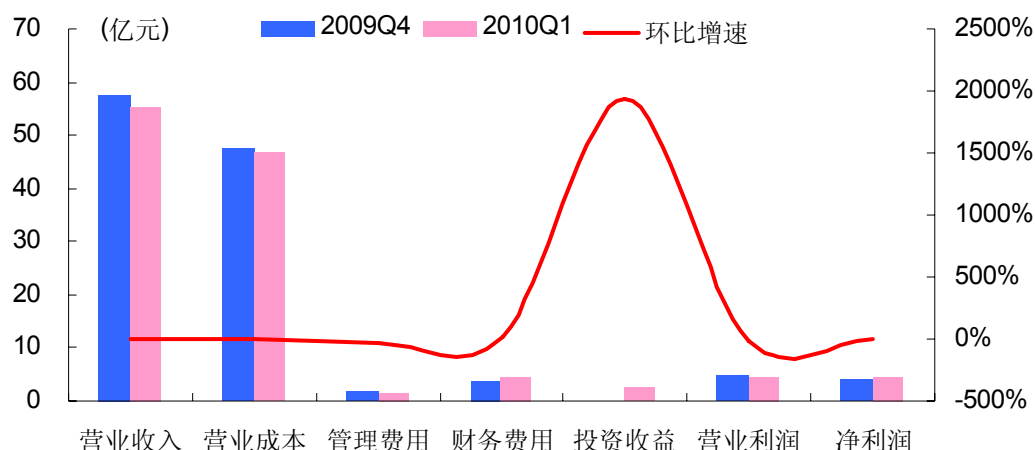
数据来源：公司公告，招商证券整理

图15：国电电力一季度经营指标同比变动比较



数据来源：公司公告，招商证券整理

图16: 国电电力一季度经营指标环比变动比较



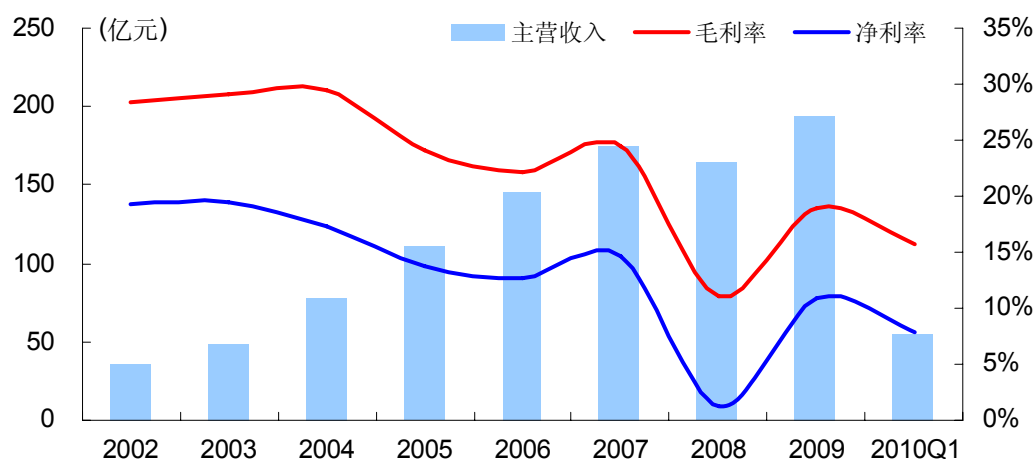
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

2.2.2 利润率回升, 但仍未回到历史最好水平

公司正常年份的毛利率在 20%~25% 之间, 净利率在 10%~15% 之间。虽然 2009 年公司盈利能力出现回升, 但是仍未回到合理水平, 未来仍有回升空间。

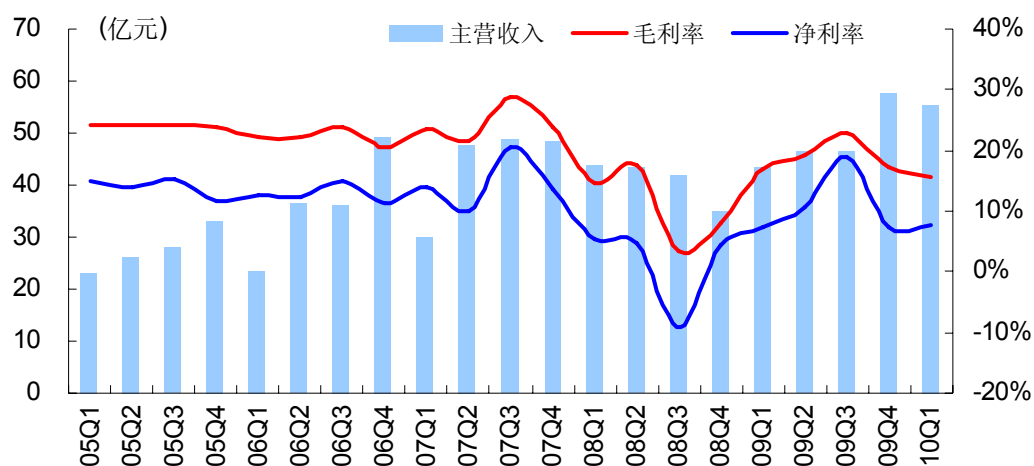
- 2006、2007 年公司盈利能力级别正常, 毛利率分别为 22% 和 25%, 净利率分别为 13% 和 15%。
- 2008 年, 受煤价上涨和金融危机影响, 毛利率下降到 11%, 净利率下降到 1%, 原因低于正常水平。
- 2009 年受益于煤价下跌, 但是公司毛利率仅回升到 19%, 净利率回升到 11%, 与正常盈利能力仍有较大差距。
- 2010 年一季度, 公司毛利率为 16%, 净利率为 8%, 比 2009 年有所回落, 但是, 从以往季度的盈利来看, 一季度都是公司盈利能力最差的时候, 随着二、三季度水电发电量上升, 盈利能力会明显提高。

图17: 国电电力年度收入和利润率指标比较



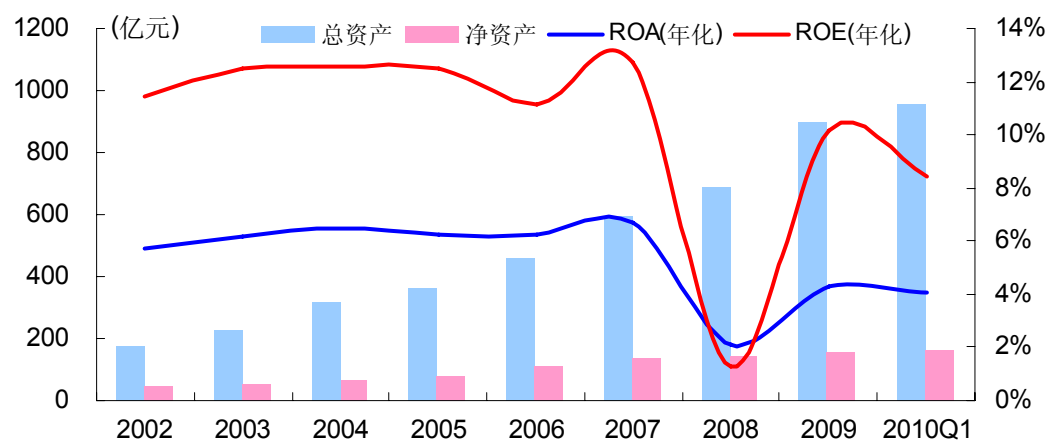
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图18: 国电电力季度营业收入和利润率指标比较



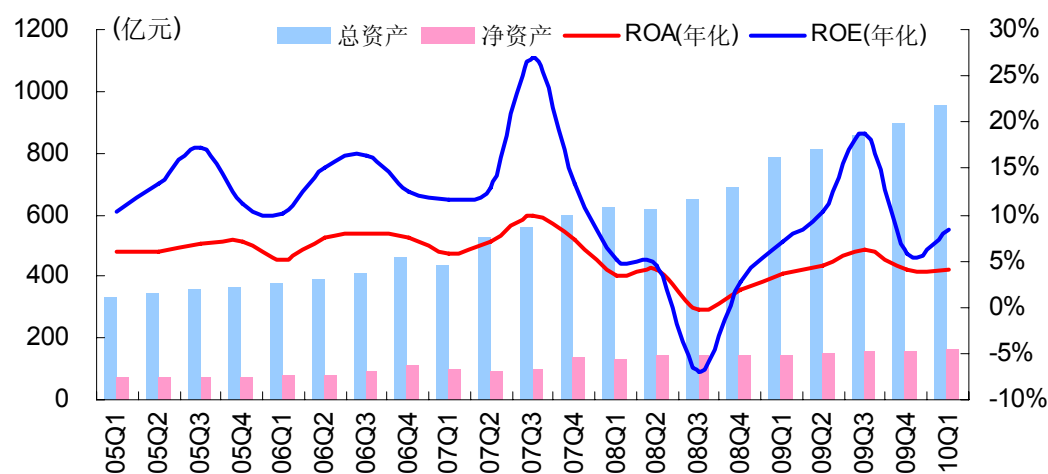
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图19: 国电电力年度资产收益率指标比较



数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图20: 国电电力季度资产收益率指标比较



数据来源: 公司公告, 招商证券整理

2.3 抗风险能力强，盈利回升空间大

2.3.1 装机结构合理，抗风险能力较强

在五大集团下属的旗舰公司中，国电电力的装机结构最为合理，因此抗风险能力和盈利能力较强，在 2008 年华能国际、华电国际等大公司都出现亏损，而国电电力则最终实现盈利。

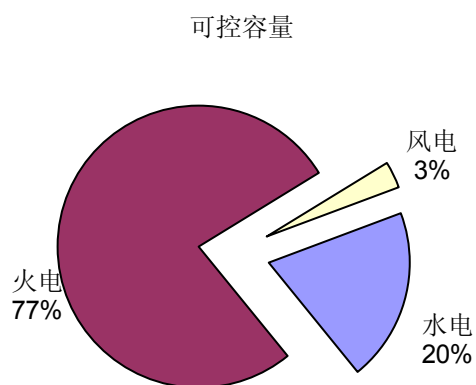
2009 年底，国电电力公告的可控装机容量 1631 万千瓦，除通过英力特集团间接控股、外二和外三作为并列大股东之外的可控装机 1520 万千瓦，其中：

- 水电装机 299 万千瓦，占总装机的 20%；
- 火电装机 1176 万千瓦，占总装机的 77%；
- 风电装机 45 万千瓦，占总装机的 3%。

2009 年底，国电电力权益装机 1256 万千瓦，其中：

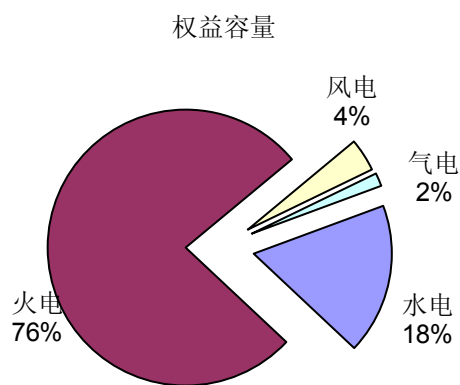
- 水电权益装机 220 万千瓦，占总装机的 18%；
- 火电权益装机 965 万千瓦，占总装机的 76%；
- 风电装机 50 万千瓦，占总装机的 4%；
- 天然气发电权益装机 21 万千瓦，占总装机的 2%。

图21: 国电电力可控装机容量构成



资料来源：招商证券研发中心

图22: 国电电力权益装机容量构成



资料来源：招商证券研发中心

2.3.2 火电单机容量较大，机组构成较新

国电电力的全部装机构成中，主要是以火电为主，因此火电机组的质量决定了公司的盈利能力。

2009 年底，国电电力火电可控装机共有 37 台，总装机容量 1176 万千瓦，其中：

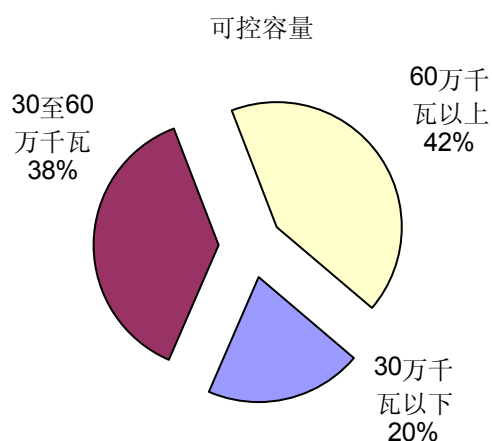
- 30 万千瓦以下火电机组 15 台，装机容量 238 万千瓦，占 20.3%；

- 30 万千瓦至 60 万千瓦火电机组 14 台，装机容量 444 万千瓦，占 37.8%；
- 60 万千瓦以上火电机组 8 台，装机容量 492 万千瓦，占 41.9%。

2009 年底，国电电力全部装机中，按年代分布如下：

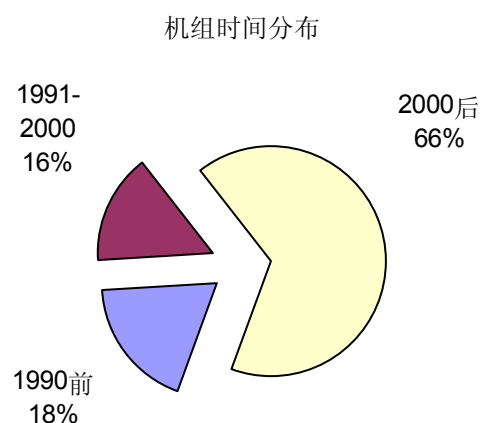
- 1990 年前投产机组 278 万千瓦，占总装机的 18%；
- 1991 年至 2000 年投产的机组 238 万千瓦，占总装机的 16%；
- 2000 年以后投产的机组 1004 万千瓦，占总装机的 66%。

图23：国电电力火电可控装机规模分布



资料来源：招商证券研发中心

图24：国电电力全部可控装机年份分布



资料来源：招商证券研发中心

2.3.3 区域分布合理，盈利回升空间大

国电电力的可控装机分布如图 17 所示，作为一个全国性的公司，国电电力的装机分布在全国较为均衡：

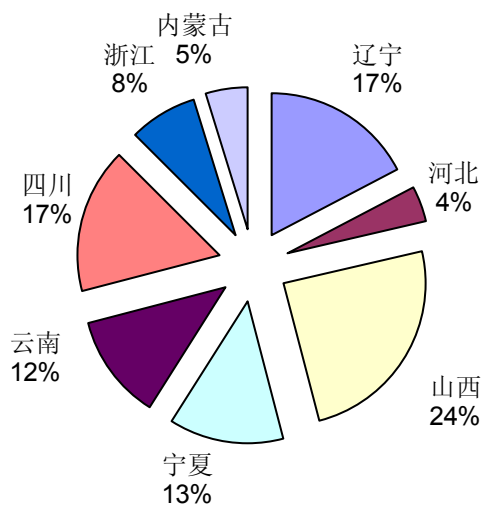
- 位于山西的大同发电和大同第二发电厂总装机容量 372 万千瓦，占比为 24%；
- 位于辽宁的朝阳、大开、庄河、和禹水电等电站总装机 260 万千瓦，占比为 17%；
- 位于四川的大渡河水电总装机 253 万千瓦，占比为 17%；
- 位于宁夏的石嘴山发电和石嘴山一发总装机 198 万千瓦，占比为 13%；
- 位于云南的宣威发电总装机 180 万千瓦，占比为 12%；
- 位于浙江的北仑一发总装机 120 万千瓦，占比为 8%；
- 位于内蒙古的东胜热电、和风风电等电厂总装机 71 万千瓦，占比为 5%；
- 位于河北的邯郸热电厂和邯郸热电股份公司总装机 66 万千瓦，占比为 4%。

在公司的权益装机中，出了以上控股项目之外，公司参股项目主要分布在以下一些区域当中：

- 位于上海的外高桥二期和三期电厂，公司权益装机 132 万千瓦，占比为 11%；
- 位于北京的太阳宫燃气项目权益装机 21 万千瓦，占比为 2%；

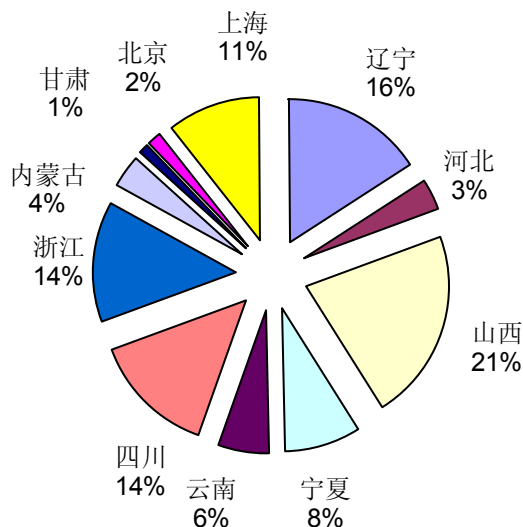
➤ 位于甘肃的连城电厂权益装机 15 万千瓦，占比为 1%。

图25：国电电力可控装机地域分布



资料来源：招商证券研发中心

图26：国电电力权益装机地域分布



资料来源：招商证券研发中心

2.4 财务投资成功，贡献投资收益

2.4.1 持有上市公司股权大幅升值

截至 2009 年底，国电电力分别持有国电南瑞、远光软件、英力特三家上市公司的股权，详细持股比例如表 3 所示。其中，国电南瑞和远光软件都是投资原始股上市，而英力特则是在国电电力通过收购英力特集团股权后间接获得的。

国电电力对国电南瑞和远光软件的初始投资仅为 3367 万元，而截至 2009 年底，帐面价值已经达到 17518 万元，增值 14151 万元。

表 7、国电电力持有上市公司股权明细

单位：元	最初投资成本	占该公司股权比例（%）	期末账面价值	报告期损益	报告期所有者权益变动
国电南瑞	25670000	11.27	138106502	28189564	250129232
远光软件	8000000	9.32	36976582	10771181	115570614
英力特		22.11	166103287	5371596	440174304
合计	33670000		341186372	44332342	805874150

资料来源：公司公告，招商证券整理

2.4.2 成功进行投资金融企业，实现多元化发展

国电电力以电力为主业的前提下，积极投资金融产业，截至 2009 年底，公司主要参股的金融企业为国电财务 35% 股权、百年人寿 9.01% 的股权、河北银行（原石家庄商业银行）19.6% 的股权。

公司对金融企业的初始投资为 10.7 亿元，截至到 2009 年底，这些公司股权已经增值到 12.2 亿元。

表 8、国电电力持有金融企业股权明细

单位：元	最初投资成本	占该公司股权比例（%）	期末账面价值	报告期损益	报告期所有者权益变动
国电财务有限公司	455000000	35	544641896	43220289	863653455
百年人寿保险股份有限公司	100000000	9.01	95560637	-5226486	1060728490
河北银行股份有限公司	514345600	19.6	581383802	63474704	1320414863
长安保险经纪有限公司	2000000	0.87	2000000	300000	
大同证券经纪有限责任公司	670000	0.67	670000	603000	
合计	1072015600		1224256335	102371506	3244796808

资料来源：公司公告，招商证券整理

2.4.3 投资科环集团，孵化高科技企业

在非电产业中，国电电力与国电集团共同投资了国电科技环保集团有限公司，持有其 49% 的股权。

国电科技环保集团有限公司成立于 2004 年 11 月 26 日，是由国电集团对其所属科技环保产业进行整合而组建的企业集团。公司注册资本 3.6 亿元，拥有 1 个全资子公司、8 个控股子公司、4 个参股子公司。

科环集团是科技创新型企业，围绕电站脱硫脱硝、等离子点火、控制技术、空冷技术、风电设备制造、生物质发电等核心技术进行开发和推广应用，形成了节能、环保、信息化、新能源四大支柱产业板块齐头并举的战略布局，逐步成为中国电力行业节能环保领域的领军企业。

科环集团下属的主要科技企业有：北京国电龙源环保工程有限公司、北京烟台龙源电力技术股份有限公司、国电龙源电力技术工程有限公司、国电联合动力技术有限公司、北京龙源冷却技术有限公司、国电宁夏太阳能有限公司、北京国电智深控制技术有限公司、国电龙源电气有限公司、北京国电联合商务网络有限公司、北京华电天仁电力控制技术有限公司、国电汤原生物质发电有限公司。

在国家鼓励分拆上市的政策下，国电科环集团依靠在电力领域的优势，有望成为一个高科技企业的孵化器。目前，科环集团下属的烟台龙源电力技术有限公司已经公布招股说明书，准备在创业板上市。一旦上市成功，国电电力将又增加一块很大的潜在投资收益。

第三部分：江苏篇

国电电力通过定向增发收购了国电集团下属江苏公司 80% 的股权，总装机规模 458 万千瓦。通过收购，国电电力不仅装机规模迈上一个新台阶，而且由于谏壁、常州、泰州等电厂盈利能力强，公司业绩得到明显增厚。江苏公司有多个百万千瓦机组筹建项目，对国电电力未来发展形成保障。

3.1 扩张规模保障发展，定向增发进展顺利

为促进公司快速持续发展，并在市场竞争中获得更加坚实的资本支持，公司 2009 年 11 月公告拟非公开发行股票收购大股东国电集团拥有的国电江苏电力有限公司 80% 股权（以下简称“江苏公司”），以进一步扩大装机规模，优化发电资产结构，增强公司在经济发达地区的供电能力，提高公司的盈利能力和核心竞争力，实现可持续发展。目前，非公开发行工作进展顺利，申请已获发审委有条件通过。

3.1.1 股改承诺兑现，资产注入加速

2009 年 11 月 12 日，公司公告了《非公开发行 A 股股票预案》，拟对国电集团非公开发行 A 股股票，用于收购国电集团持有江苏公司 80% 的股权：

- **发行对象。**发行对象为中国国电集团。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。
- **发行价格。**增发价格为定价基准日前 20 个交易日股票交易均价 6.97 元/股。
- **发行数量。**增发数量为不超过 7.83 亿股，公告日至发行日期间，如有除权、除息事项，非公开发行股票的数量相应调整。
- **募集资金用途。**募集资金用于收购国电集团旗下的江苏公司 80% 的股权。

本次非公开发行收购江苏公司股权是国电集团履行股改承诺的重要举措，也是加快资产注入的标志性事件，公司在国电集团的核心地位进一步加强，有利于同业竞争与关联交易等问题的逐步解决。

3.1.2 装机规模快速扩张，资产结构得到改善

江苏公司是集团的优质资产，本次发行完成后，公司装机规模将再上一个台阶，新增运行控股装机容量 458 万千瓦，增幅达 28.1%，从而突破 2000 万千瓦达到 2089 万千瓦，实现跨域式发展。不仅如此，江苏公司下属电厂经济效益指标良好，享有较高的发电利用小时，该部分资产的注入可以改善公司的资产结构，明显增强公司在经济发达地区的竞争力。

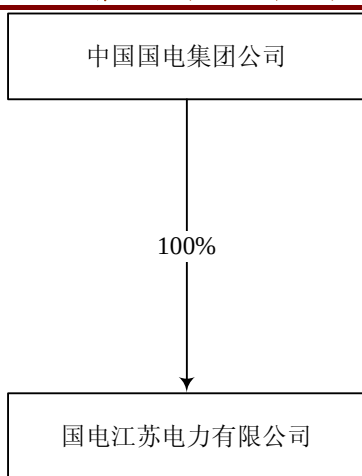
- **地域优势明显，经济指标优越。**江苏公司现有装机规模 458 万千瓦，由于拥有大容量、高参数的机组，电厂技术指标领先，发电成本较低，竞争力强。另外，江苏公司地处经济发达地区，电力需求旺盛，享有较高的发电利用小时，2009 年为 5905 小时，远高于全国火电和江苏地区平均水平。
- **公司规模大幅提升，资产结构进一步优化。**2009 年底公司装机规模 1631 万千瓦，江苏公司的注入将使公司突破 2000 万千瓦，增长近三成。不仅如此，江苏公司后续项目储备仍然非常丰富，远期规划达到 1258 万千瓦，且均为技术指标领先的大机组，公司资产结构显著改善。

3.1.3 定向增发有条件通过，集团控制力进一步加强

2010 年 4 月 29 日，中国证券监督管理委员会发行审核委员会审核了公司本次非公开发行 A 股股票收购集团江苏电厂 80% 股权的申请。根据会议审核结果，公司本次非公开发行 A 股股票的申请获得有条件审核通过，公司将在收到中国证监会作出的核准批复后另行公告。从发审委的审核结果来看，非公开发行工作进展较为顺利，收购将进入实质性阶段。

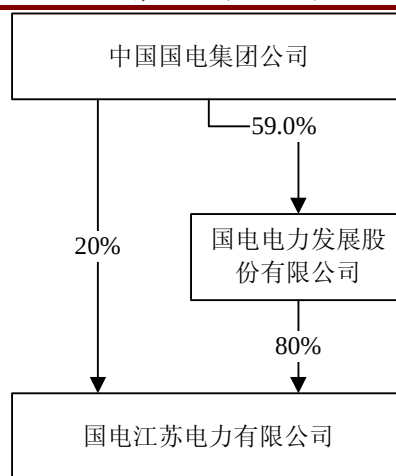
按照预案，本次发行交易价格约 49.60 亿元，增发价 6.97 元/股计算，公司股本将增加 7.12 亿股，考虑公司 5 月 4 日除权除息的影响，大股东对公司的持股比例将由 53.6% 上升到 59.0%，对公司的控制力进一步加强，管理关系更加顺畅。

图27：国电江苏电力有限公司定向增发前股权关系



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

图28：国电江苏电力有限公司定向增发后股权关系



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

本次定向增发，国电集团仍保留了 20% 的股权，未将江苏公司的股权全部注入公司。我们分析，国电集团作为全国五大发电集团之一，在行业中具有较高地位与信誉优势，出于对江苏公司未来发展和经营的考虑，保留江苏公司 20% 的股权，有利于江苏公司今后与地方政府、相关机构的协调工作，完善江苏公司经营管理，以及促进后续项目的建设核准，保障公司可持续发展。

3.2 地域优势明显，经济指标优越

3.2.1 区域性注入模式，汇集 3 家发电企业

江苏公司是国电集团的全资子公司，于 2008 年 12 月 31 日注册成立，是一家从事电力、热力投资与资产管理，相关技术服务和信息咨询服务的管理公司。2009 年，国电集团公司将其持有的江苏区域有关成员单位股权及权益无偿划转给江苏公司持有。

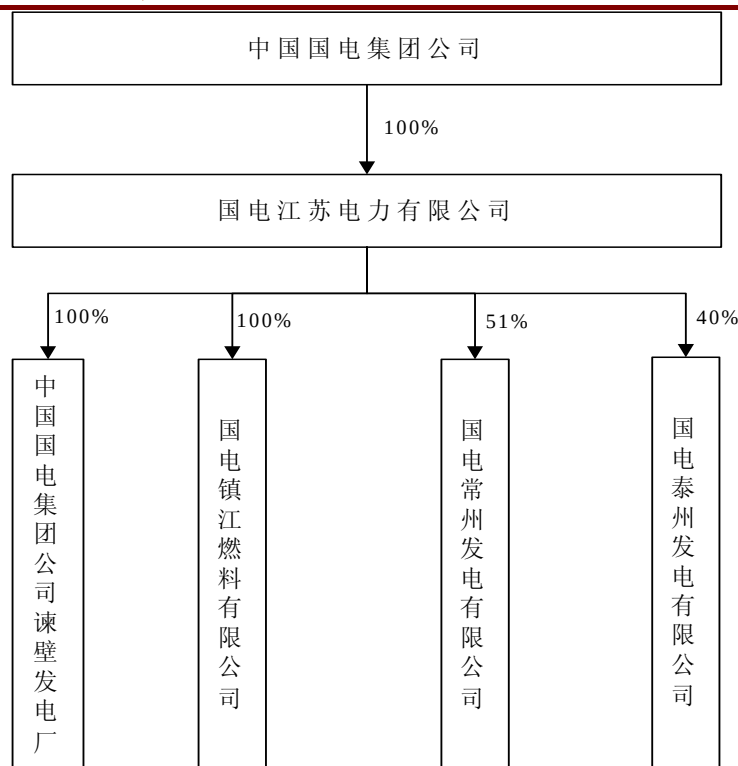
江苏公司下属谏壁、常州、泰州 3 家发电企业和 1 家镇江燃料公司，目前已投产 8 台火电机组，可控装机容量 458 万千瓦，发电资产单机容量大、经济技术指标优良、盈利能力强，是国电集团的优质资产。

➤ **1 家内部核算电厂：**谏壁发电厂，装机容量 132 万千瓦（4×33）。目前，该电厂有 1

台百万千瓦机组在建, 预计 2011 年建成投产, 尚有一台百万千瓦机组在做前期准备。

- **2 家控股电厂:** 常州公司, 装机容量 126 万千瓦 (2×63), 江苏公司拥有其 51% 的股权, 未来有扩建 4 台百万千瓦机组的规划; 泰州公司, 装机容量 200 万千瓦 (2×100), 江苏公司拥有其 40% 的股权, 未来有扩建 2 台百万千瓦机组的规划。
- **1 家燃料公司:** 江苏公司拥有国电镇江燃料有限公司 100% 的股权, 目前还未开展具体业务。

图29: 江苏公司及下属企业股权结构图



数据来源: 公司公告, 招商证券整理

从今年 4 月份国电集团的承诺函来看, 国电集团“原则上以省 (或区域) 为单位将同一省内 (或区域内) 的相关资产及人员注入国电电力”, 我们判断江苏公司是集团为向公司注入江苏地区相关资产而专门注册的全资子公司, 该模式也将是未来几年集团将其他地区资产注入的标准模式, 更显示出本次选择江苏地区优质资产注入意义重大。

3.2.2 资产优质, 盈利能力强

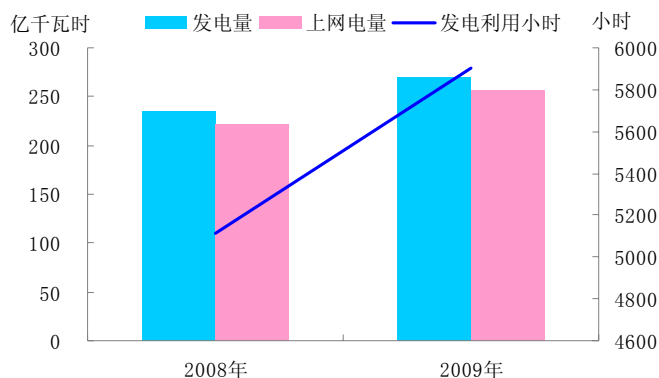
江苏公司地处经济发达地区, 电力市场需求高, 使得公司发电利用小时远高于全国火电平均水平, 另外, 公司资产流动性较好, 资产负债率较低, 具有较强的盈利能力, 2009 年江苏公司加权净资产收益率达 28.81%, 大大高于行业平均水平, 资产非常优质。

- **流动性良好, 资本结构合理。**截至 2009 年末, 江苏公司总资产为 157.91 亿元, 较 2008 年末增加 21.34 亿元, 其中流动资产增加 11.27 亿元, 增幅达 51.56%, 公司流动性较为良好。另外, 江苏公司资产负债率为 69.59%, 较 2008 年年末下降了 6.30 个百分点, 呈下降趋势, 表明江苏公司偿债能力和资本结构得到改善。
- **机组容量大, 利用小时高。**目前江苏公司拥有 2 台已投产和 1 台在建的百万千瓦超超临界高效机组, 而国内已投产 100 万千瓦火电机组仅 24 台。同时, 江苏公司拥有较

高的利用小时，2009 年谏壁电厂利用小时为 5466 小时，常州公司为 6231 小时，泰州公司为 5989 小时，远高于全国火电平均利用小时水平（4839 小时）。

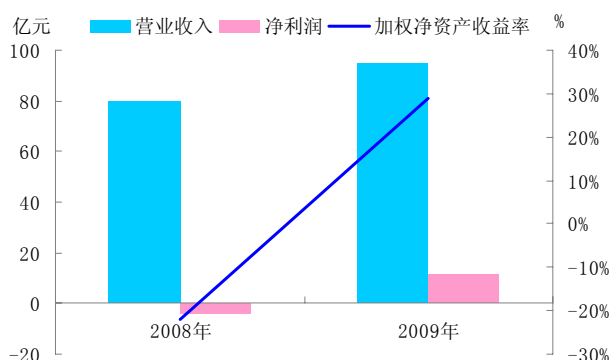
- **资产优质，盈利能力强**，2009 年，江苏公司实现营业利润 14.48 亿元，净利润 11.66 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 6.83 亿元，加权平均净资产收益率为 28.81%，按照此盈利能力看，无论在全国、还是在国电集团，都属于非常优质的资产，更体现了大股东国电集团对公司的支持力度。

图30：2008～2009年江苏公司发电售电情况



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

图31：2008～2009年江苏公司盈利情况



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

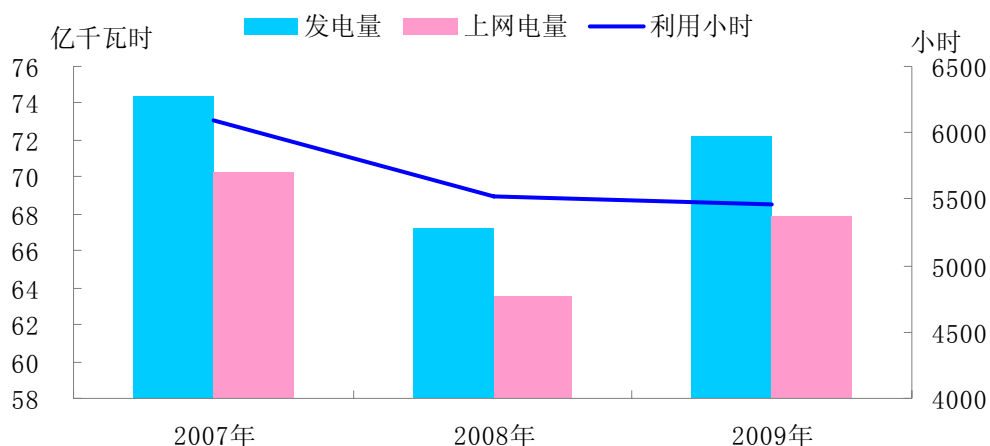
注：江苏公司成立于 2008 年 12 月 31 日，2008 年经营数据根据相关电厂 2008 年经营数据汇总所得。

3.2.3 老厂焕发新春，谏壁电厂扩容改造增业绩

谏壁发电厂为江苏公司内部核算电厂，是一个有着五十年历史的老厂。电厂 1959 年开始筹建，到 1987 年 9 月全部建成，是我国自行设计、自行安装、自行完善的高温高压凝汽式火力发电厂，成为当时全国最大的火力发电厂，国家特大型企业。经过多年的整合，谏壁电厂目前运行总装机容量 132 万千瓦，并准备扩建 2 台 100 万千瓦超超临界机组，其中 1 台已获核准建设。

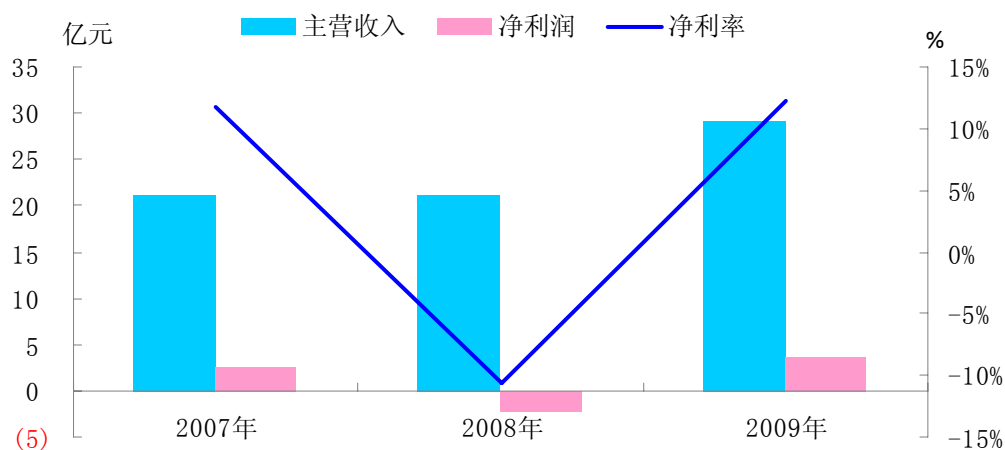
- **关停小机组，响应节能减排**。1987 年谏壁电厂投产初期，共安装有 10 台燃煤机组，装机容量 162.5 万千瓦（1×2.5 万千瓦、2×5 万千瓦、3×10 万千瓦、4×30 万千瓦），2007 年 4 月起，为积极响应国家“上大压小、节能减排”的战略部署，电厂关停并开始拆除容量 42.5 万千瓦的 1~6 号六台老小机组。
- **老机组扩容改造，新机组持续发展**。谏壁发电厂现有 4 台 33 万千瓦燃煤发电机组，分别于 1980 年、1983 年、1986 年和 1987 年投入使用。1998 年分别对 4 台国产早期 30 万千瓦机组进行了技术增容改造，每台机组增加容量 3 万千瓦。另外，谏壁发电厂准备扩建两台 100 万千瓦超超临界机组，其中 1 台 100 万千瓦燃煤发电机组于 2009 年 4 月 14 日获得核准，预计 2011 年 5 月份可建成投产。
- **发电量占优，盈利能力较强**。从近三年经营数据看，电厂平均利用小时保持在 5500 小时左右，均高于当年全国和江苏地区的火电平均利用小时。另外，电厂发电量较为稳定，三年平均 72 亿千瓦时，2009 年实现营业收入 29.2 亿元，年销售净利率达到 12%，具有较高的盈利能力。

图32: 谏壁发电厂2007年至2009年主要生产指标



数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图33: 谏壁发电厂2007年至2009年主要经营指标



数据来源: 公司公告, 招商证券整理

3.2.4 成本控制良好，常州电厂盈利突出收益率高

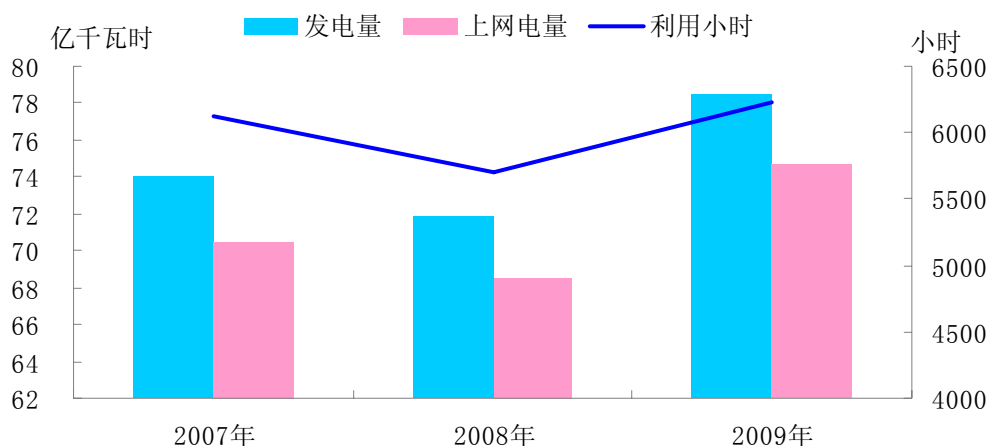
常州发电有限公司于2003年7月在常州正式注册成立，主要从事火力发电及相关产品的开发经营，常州公司所发电量并入江苏电网。江苏公司持有常州公司51%股权，为常州公司的实际控制人。目前，常州公司拥有2台63万千瓦燃煤发电机组，分别于2006年5月和11月投入运行。

- **股权关系情况。**常州公司由中国国电集团公司、华润电力（江苏）投资有限公司、江苏省国信资产管理集团有限公司、常州投资集团公司分别按51%、25%、20%、4%的投资比例共同出资组建，注册资本10亿元人民币。江苏公司为常州电厂的实际控制人。
- **装机规模及规划。**常州公司现有装机容量126万千瓦（2×63万千瓦），两台机组分别于2006年5月23日、11月30日正式投产发电，是国电集团组建后启动的第一个60万千瓦级电源项目。公司总规划装机520万千瓦，后续二期、三期装机为4台100万千瓦机组，公司装机规模成长空间广阔。
- **生产指标优越，利用小时突出。**公司积极优化运行方式，加强技术改造，具有较低

的厂用电率 4.7%和供电煤耗 310 克/千瓦时，增加了机组的经济性。另外，公司不断开拓电力市场，享有较高的利用小时数，三年平均为 6017 小时，指标优势非常明显。

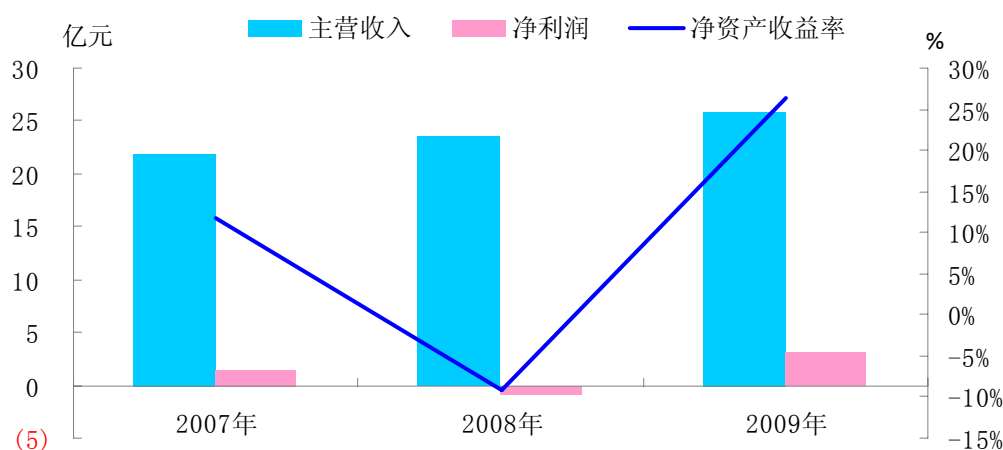
- **成本控制较好，净资产收益率高。**公司以燃料为龙头，重视成本控制，对发电用煤进行掺配掺烧，有效的压低了发电成本，2009 年，实现发电量 78.5 亿千瓦时，总收入 25.75 亿元，净利润 3.11 亿元，截至 2009 年末，总资产 42.36 亿元，净资产 11.81 亿元，摊薄净资产收益率达 26%，经济效益可观。

图34：常州发电厂2007年至2009年主要生产指标



数据来源：公司公告，招商证券整理

图35：常州发电厂2007年至2009年主要经营指标



数据来源：公司公告，招商证券整理

3.2.5 拥有大容量机组，泰州电厂指标精良优势明显

国电泰州发电有限公司是江苏电网北电南送的枢纽电站，于 2004 年 1 月 16 日注册成立，江苏公司持有泰州公司 40% 股权，为公司第一大股东。目前，泰州公司拥有 2 台 100 万千瓦超超临界燃煤发电机组，分别于 2007 年 12 月和 2008 年 4 月投入商业运行并网发电，工程单位造价 3675 元/千瓦，在同类型新建机组中最低。

泰州公司是国电集团在江苏省建设的首家拥有两台百万千瓦超超临界燃煤发电机组的发电企业，也是我国目前投运的 24 台百万千瓦级火电机组中的较早的两台，填补了泰

州市作为江苏唯一没有统调电厂的地级市空白，对优化江苏电源结构、改善电源布局 and 带动区域经济发展具有重大的战略意义。

表 9、我国 100 万千瓦超超临界火电机组投运情况表

序号	电厂名称	机组编号	装机容量 (万千瓦)	投产日期	厂址
1	华能浙江玉环电厂	1、2、3、4	4×100	2006、2007 年各投产两台	浙江台州市
2	华能广东海门电厂	1、2 号	2×100	2009 年	广东汕头
3	国电江苏泰州电厂	1、2 号	2×100	2007、2008 年各投产一台	江苏泰州市
4	国电浙江北仑电厂	6、7 号	2×100	2009 年	浙江宁波市
5	国华辽宁绥中电厂	3、4 号	2×100	2010 年	辽宁葫芦岛
6	国华浙江宁海电厂	5、6 号	2×100	2009 年	浙江宁波市
7	华电山东邹县电厂	7、8 号	2×100	2006、2007 年各投产一台	山东邹城市
8	中电投上海漕泾电厂	1、2 号	2×100	2010 年	上海金山区
9	华润徐州彭城电厂	5、6 号	2×100	2009 年	江苏徐州市
10	申能上海外高桥第三发电厂	7、8 号	2×100	2008 年	上海浦东新区
11	国投天津北疆电厂	1、2 号	2×100	2009 年	天津滨海新区
合计			2400		

资料来源：中国电力企业联合会、招商证券整理

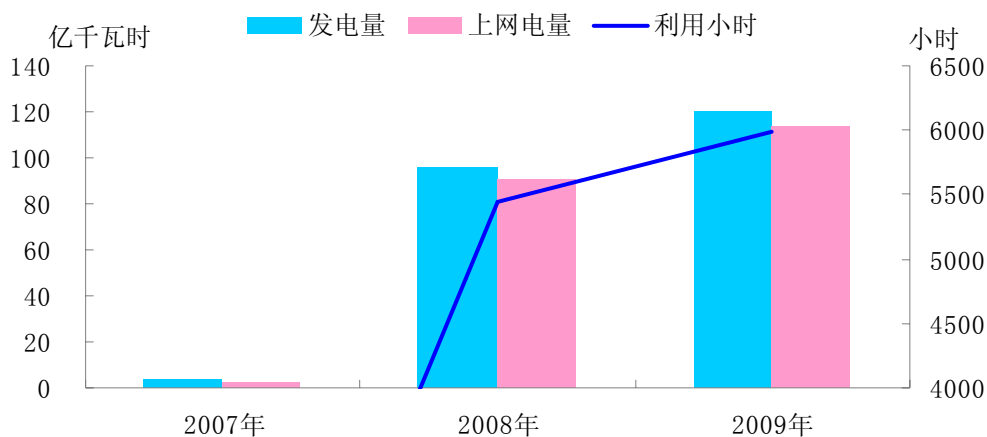
- **股权关系情况。**泰州公司分别由国电江苏公司、江苏省国信资产管理集团有限公司、江苏春兰制冷设备股份有限公司、江苏省交通控股有限公司、深圳颐和置业有限公司和泰州市泰能投资管理有限责任公司按照 40%、35.5%、10%、7%、5% 和 2.5% 的比例出资组建。江苏公司为泰州公司的第一大股东。
- **装机规模及规划。**泰州公司现有装机容量 200 万千瓦（2×100 万千瓦），两台机组分别于 2007 年 12 月和 2008 年 4 月正式投产发电，是国家“十一五”重点建设项目，也是我国目前投运的 24 台百万千瓦级火电机组中的较早的两台。公司总规划装机 400 万千瓦，二期工程的 2 台 100 万千瓦机组正在进行前期准备工作。
- **生产性能、利用小时稳步提高。**泰州公司机组属新投产机组，随着运行逐渐稳定，生产性能指标进一步提高。2009 年 1~10 月综合厂用电率达 4.7%，供电煤耗 295.2 克/千瓦时，实现平稳下滑。另外，公司利用小时数逐年上升，2009 年为 5989 小时，较 2008 年增长 542 小时，也大大高于同期全国和江苏地区的火电利用小时数，优势明显。
- **运营趋于稳定，盈利优势显现。**泰州公司经过两年的运营，盈利优势逐步显现。2009 年，实现发电量 120 亿千瓦时，总收入 40.5 亿元，净利润 5.5 亿元，总资产达 72.3 亿元，净资产 17.9 亿元，摊薄净资产收益率达 31%，在江苏公司以及同等规模电厂中，具有较高的盈利水平。

3.2.6 输送煤炭，镇江燃料公司服务电厂保供应

镇江燃料公司为江苏公司的全资子公司，自 2009 年 4 月份成立以来，全年实现销售收入 1155 万元，销售煤炭 2.98 万吨。公司成立于 2009 年 4 月 29 日，注册资本 1,000 万元，主要从事煤炭批发经营业务，目前已取得江苏省经济贸易委员会颁发的《煤炭经营资格证》。由于公司新成立，还未真正全面开展经营业务，正常运转后，将为江苏公司所属电厂的日常运营提供燃料支持。

总体来讲，江苏公司的3家电厂，由于拥有大容量、高参数机组，电厂技术指标领先，发电成本较低，管理经验丰富，竞争力强。另外，江苏公司地处经济发达地区，电力需求旺盛，享有较高的发电利用小时，盈利空间大，具有较高的抗风险能力。江苏资产的注入，将增厚公司业绩，改善公司电源点布局，成为公司重要的利润增长点。

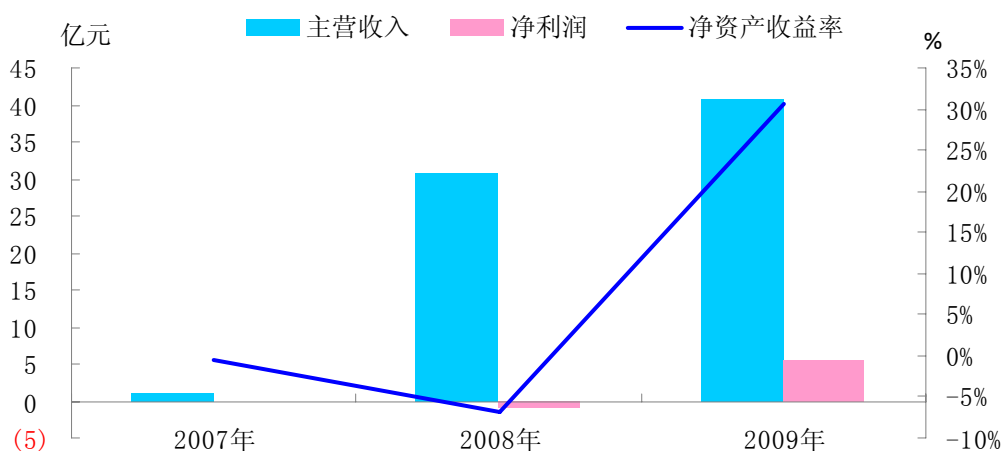
图36：泰州发电厂2007年至2009年主要生产指标



注：泰州公司1号机组2007年12月投产，2号机组2008年3月投产。

数据来源：公司公告，招商证券整理

图37：泰州发电厂2007年至2009年主要经营指标



数据来源：公司公告，招商证券整理

3.3 打造优质平台，增厚业绩保发展

基于江苏公司的各项优势，收购完成后，公司盈利能力和核心竞争力将进一步提高，改善资产结构。我们预计江苏公司2010~2012年可实现利润总额14.8亿元、16.3亿元和16.4亿元，归属国电电力的净利润为5.2亿元、6.0亿元和6.1亿元。

3.3.1 谏壁电厂盈利稳健，规模继续扩张

谏壁电厂由于是一个五十多年历史的老厂，现有机组固定资产折旧已经基本折完，目前电厂负债较少财务费用低，营业成本优势明显，具有较高的销售利润率。作为国家特大型企业，谏壁电厂发电利用小时较高且有保障，厂用电率、煤耗等重要生产技术指标良好，随着公司后期项目的陆续投产，电厂的经济效益也将稳步提高。

我们对谏壁电站未来几年的业绩进行了盈利预测，并基于以下主要假设：

- 假设电厂在建的 100 万千瓦机组于 2011 年 1 季度投产，同时关停公司所有小机组；
- 电厂发电利用小时按照近三年平均水平 5500 小时假定；
- 电厂电价按照江苏省物价局确定的上网电价 0.3758 元/千瓦时假定；
- 燃煤价格按照 2009 年电厂平均煤价上涨一定比例，以 680 元/吨假定；
- 公司所得税为 25%；

根据以上假设，预计 2010~2012 年谏壁电厂为江苏公司贡献净利润分别为 2.8 亿元、3.9 亿元和 3.9 亿元，按照公司持有江苏公司 80% 的股权比例，归属公司的净利润为 2.2 亿元、3.1 亿元和 3.2 亿元。

表 10、谏壁电厂盈利预测表

单位：亿元	2010E	2011E	2012E
1.主营业务收入	28.2	39.5	40.5
2.主营业务成本	24.5	34.4	35.2
(1)燃料成本	20.1	26.6	26.7
(2)折旧	0.0	1.2	1.6
(3)维修费用	0.5	1.0	1.0
(4)人工成本	2.3	2.5	2.5
(5)主营税金及附加	0.4	0.6	0.6
(6)销售费用	0.0	0.0	0.0
(7)管理费用	0.9	1.2	1.2
(8)财务费用	0.2	1.4	1.8
3.营业利润	3.7	5.2	5.3
(1)营业外收入	0.0	0.0	0.0
(2)营业外支出	0.0	0.0	0.0
4.利润总额	3.7	5.2	5.3
所得税	0.9	1.3	1.3
5.净利润	2.8	3.9	3.9
少数股东损益	0.0	0.0	0.0
6.归属江苏公司的净利润	2.8	3.9	3.9

资料来源：招商证券

3.3.2 常州电厂盈利空间大，后续项目丰富

常州电厂长期以来非常重视公司的经营管理，追求效益最大化，按照同类可比、同行领先的原则，积极推行发电份额、标煤单价、财务费用、可控费用、供电煤耗、综合厂用电率等生产经营指标的“大对标”管理，公司经营管理水平不断提升。另外，公司后续项目储备丰富，随着二期、三期 4 台 100 万千瓦机组陆续投产，公司的规模和经济效益将逐步提升。

我们对常州电厂未来几年的业绩进行了盈利预测，并基于以下主要假设：

- 暂不考虑公司二期、三期项目的投产；
- 电厂发电利用小时按照 5500 小时假定；
- 电厂电价按照江苏省物价局确定的上网电价加脱硫电价假定为 0.426 元/千瓦时；
- 燃煤价格按照 2009 年电厂平均煤价上涨 10%，以 700 元/吨假定；

➤ 公司所得税为 25%；

根据以上假设，常州电厂运行稳定后可为江苏公司贡献的净利润分别为 1.5 亿元，归属国电电力的净利润为 1.2 亿元。

表 11、常州电厂盈利预测表

单位：亿元	2010E	2011E	2012E
1.主营业务收入	24.0	24.0	24.0
2.主营业务成本	20.0	20.0	20.0
(1)燃料成本	14.3	14.3	14.3
(2)折旧	2.0	2.0	2.0
(3)维修费用	0.5	0.5	0.5
(4)人工成本	0.2	0.2	0.2
(5)主营税金及附加	0.4	0.4	0.4
(6)销售费用	0.0	0.0	0.0
(7)管理费用	0.7	0.7	0.7
(8)财务费用	1.9	1.9	1.9
3.营业利润	4.0	4.0	4.0
(1)营业外收入	0.0	0.0	0.0
(2)营业外支出	0.0	0.0	0.0
4.利润总额	4.0	4.0	4.0
所得税	1.0	1.0	1.0
5.净利润	3.0	3.0	3.0
少数股东损益	1.5	1.5	1.5
6.归属江苏公司的净利润	1.5	1.5	1.5

资料来源：招商证券

3.3.3 泰州电厂利润丰厚，竞争优势突出

泰州电厂由于拥有两台百万千瓦超超临界燃煤发电机组，生产性能指标较为优越，同时公司单位造价在同类机组中最低，人员精简，全厂用人效率达到 7.8 兆瓦/人的先进水平，有利于经营成本的降低，竞争优势较为突出。

我们对泰州电厂未来几年的业绩进行了盈利预测，并基于以下主要假设：

- 暂不考虑公司二期工程情况；
- 电厂发电利用小时按照 5500 小时假定；
- 电厂电价按照江苏省物价局确定的上网电价加脱硫电价假定为 0.426 元/千瓦时；
- 燃煤价格按照 2009 年电厂平均煤价上涨 10%，以 700 元/吨假定；
- 公司所得税为 25%；

根据以上假设，泰州电厂运行稳定后可为江苏公司贡献的净利润分别为 2.1 亿元，归属国电电力的净利润为 1.7 亿元。

表 12、泰州电厂盈利预测表

单位：亿元	2010E	2011E	2012E
1.主营业务收入	38.0	38.0	38.0
2.主营业务成本	30.9	30.9	30.9
(1)燃料成本	21.9	21.9	21.9
(2)折旧	3.2	3.2	3.2
(3)维修费用	0.8	0.8	0.8

(4)人工成本	0.3	0.3	0.3
(5)主营税金及附加	0.6	0.6	0.6
(6)销售费用	0.0	0.0	0.0
(7)管理费用	1.0	1.0	1.0
(8)财务费用	3.1	3.1	3.1
3.营业利润	7.1	7.1	7.1
(1)营业外收入	0.0	0.0	0.0
(2)营业外支出	0.0	0.0	0.0
4.利润总额	7.1	7.1	7.1
所得税	1.8	1.8	1.8
5.净利润	5.3	5.3	5.3
少数股东损益	3.2	3.2	3.2
6.归属江苏公司的净利润	2.1	2.1	2.1

资料来源：招商证券

3.3.4 江苏公司打造优质平台，增厚业绩保发展

作为公司立足江苏地区的优质平台，江苏公司下属的 3 家电厂均具有较为明显的竞争优势：谏壁电厂为管理经验丰富的老厂，固定资产折旧已基本折完，营业成本低、盈利水平高；常州电厂后续项目储备丰富，管理水平领先，业绩发展空间大；常州电厂单机容量大，指标性能优越，竞争优势较为突出。

基于对江苏公司各家电厂的分析，加上江苏地区广阔的电力市场，较高的发电利用小时，江苏公司经营收益优势明显。同时，江苏公司资产流动性较好，资产负债率较低，生产成本具有一定的竞争力，随着国内经济的持续复苏和装机规模的逐步扩张，江苏公司将为公司未来业绩提供有力保障。

如果仅考虑江苏公司现有的谏壁电厂、泰州电厂、常州电厂的装机，以及 2011 年谏壁电厂新投产的 1 台 100 万千瓦机组，预计江苏公司 2010~2012 年可实现利润总额 14.8 亿元、16.3 亿元和 16.4 亿元，归属国电电力的净利润为 5.2 亿元、6.0 亿元和 6.1 亿元。

表 13、江苏公司盈利预测表

单位：亿元	2010E	2011E	2012E
1.主营业务收入	90.2	101.5	102.5
2.主营业务成本	75.3	85.3	86.1
(1)燃料成本	56.3	62.8	62.9
(2)折旧	5.2	6.4	6.8
(3)维修费用	1.9	2.3	2.3
(4)人工成本	2.8	2.9	2.9
(5)主营税金及附加	1.4	1.5	1.5
(6)销售费用	0.0	0.0	0.0
(7)管理费用	2.6	2.9	2.9
(8)财务费用	5.2	6.4	6.8
3.营业利润	14.8	16.3	16.4
(1)营业外收入	0.0	0.0	0.0
(2)营业外支出	0.0	0.0	0.0
4.利润总额	14.8	16.3	16.4
所得税	3.7	4.1	4.1
5.净利润	11.1	12.2	12.3
少数股东损益	6.0	6.2	6.2
6.归属国电电力的净利润	5.2	6.0	6.1

资料来源：招商证券

3.4 公司规模大幅提升，资产结构进一步优化

江苏公司目前现有装机 458 万千瓦，占江苏省 2009 年末全部装机容量 5689 万千瓦的 8.1%，在江苏省电力市场中具有较高的权重。同时，江苏公司的注入，将使公司装机规模突破 2000 万千瓦，增长近三成。不仅如此，江苏公司后续在建项目及规划项目储备仍然非常丰富，成长性突出，远期规划装机将达到 1258 万千瓦，实现装机规模增长 175%，保障公司持续发展。

3.4.1 后续项目丰富，大机组保质量

目前，江苏公司拥有控股装机容量 458 万千瓦，权益装机 276.26 万千瓦，根据江苏公司各电厂的远期规划，还将有 8 台 100 万千瓦的超超临界机组陆续建设，其中：

- 谏壁电厂按照“上大压小”规划，后续计划建设 2 台 100 万千瓦机组，实施发电设备换代升级。其中 1 台 100 万千瓦的机组已于 2009 年 4 月 14 日获得核准，同年 5 月 28 日正式开工建设，将于 2011 年投产。按照远期规划，谏壁电厂的装机规模将达到 332 万千瓦。
- 常州电厂二期、三期分别规划建设 2 台 100 万千瓦机组，共计 400 万千瓦，届时常州电厂装机规模将达到 526 万千瓦，超过目前江苏公司的总装机容量。
- 泰州电厂二期规划建设 2 台 100 万千瓦机组，总规划装机容量 400 万千瓦。

由以上情况看，公司后续的 8 台机组均为大容量、高参数的机组，性能优越、资产优质，可提高公司效益指标和竞争能力，按照规划全部投产后，江苏公司的总装机将达到 1258 万千瓦，较目前增长 175%，保障江苏公司未来的持续发展。

表 14：江苏公司规划装机规模情况表

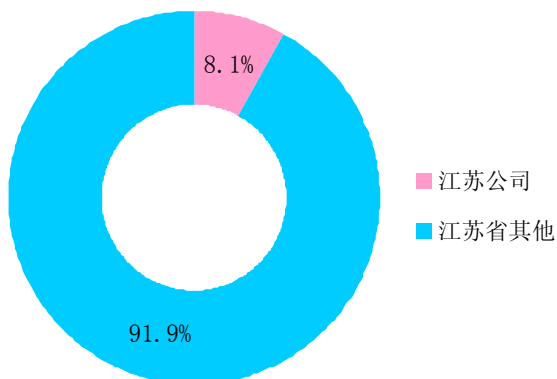
项目名称	权益比例	现有装机构成 (万千瓦)	现有装机容量 (万千瓦)	权益装机容量 (万千瓦)	在建或规划装机 (万千瓦)	规划装机总量 (万千瓦)
谏壁电厂	100%	4×33	132	132	1×100 在建, 2011 投产 1×100 准备中	332
常州电厂	51%	2×63	126	64.26	二期 2×100 准备中 三期 2×100 规划中	526
泰州电厂	40%	2×100	200	80	二期 2×100 准备中	400
合计			458	276.26		1258

资料来源：公司公告，招商证券整理

3.4.2 装机规模权重较大，资产优质改善结构

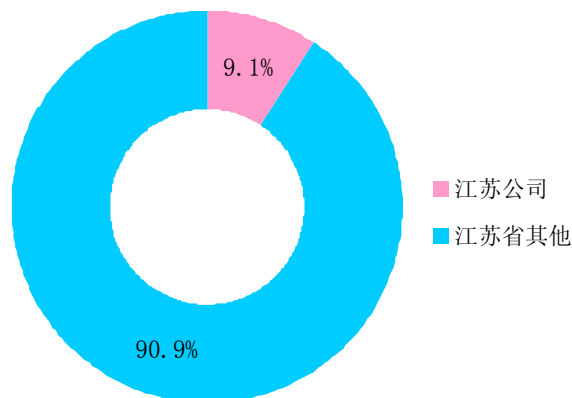
按照江苏省 2009 年末全部装机容量 5689 万千瓦计算，江苏公司目前的装机规模占江苏省的 8.1%，具有较高的权重；而从发电量来看，江苏省 2009 年全年发电量 2986 亿千瓦时，江苏公司全年发电量 270 亿千瓦时，占 9.1%，高于装机规模的比例，表明江苏公司在区域内具有较高的利用小时，在江苏电力市场中的优势地位明显。

图38：2009年江苏公司装机规模占江苏省比例



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

图39：2009年江苏公司发电量占江苏省比例

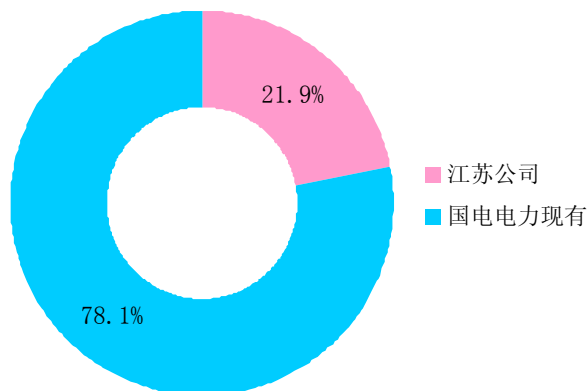


资料来源：公司公告，招商证券研发中心

截至 2009 年 12 月底，国电电力拥有控股装机容量 1631 万千瓦（含外二、外三），而江苏公司目前的装机容量则占公司的比重为 28.1%，在不考虑公司其他机组投产的情况下，公司收购江苏公司后，装机容量将突破 2000 万千瓦，达到 2089 万千瓦，增长近三成。

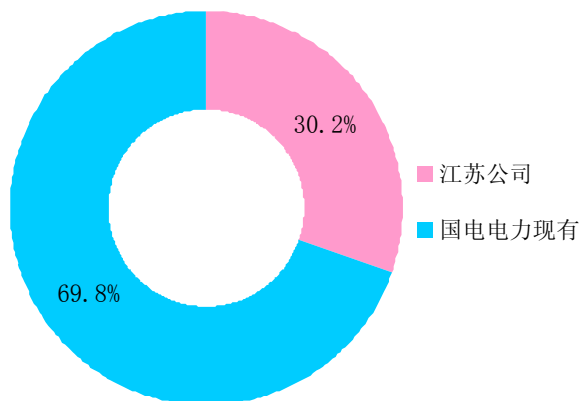
而公司 2009 年发电量为 625 亿千瓦时，江苏公司发电量占公司发电量的 43%，接近公司 2009 年全年发电量的一半，江苏公司注入公司后，将保障公司 30% 的发电量，提升公司盈利水平。因此，无论从装机规模还是盈利能力来看，江苏公司的注入都将改善公司资产结构，大幅提升公司的规模和业绩。

图40：2009年江苏公司装机规模占公司比例



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

图41：2009年江苏公司发电量占公司比例



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

3.5 江苏公司价值分析及风险探讨

3.5.1 评估溢价匹配未来盈利，交易价格较为合理

根据江苏公司的资产评估报告，在评估基准日 2009 年 7 月 31 日持续经营的前提下，江苏公司账面总资产为 52.03 亿元，总负债为 26.54 亿元，净资产为 25.49 亿元，评估后账面总资产为 88.45 亿元，总负债为 26.34 亿元，净资产为 62.11 亿元，净资产评估

增值为 36.62 亿元，增值率 143.68%。表面看，公司本次收购溢价率较高，但考虑公司的实际情况及优质资产未来的收益水平，我们认为该净资产溢价较为合理：

- **固定资产增值。**江苏公司旗下谏壁电厂建设时间较早，该电厂原建造成本即使考虑改造费用后，单位千瓦造价也仅 1926 元。目前，谏壁电厂经营 20 多年，折旧已经基本折完，如按照重置成本法计算，电厂设备、材料等造价已有大幅度的上涨，根据 2009 年电力规划设计总院发布的《火电工程限额设计参考造价指标》，同类机组每千瓦造价已达 3700 元，增值必然较多。
- **未来业绩增值。**江苏公司的泰州公司、常州公司因机组容量大、参数高、地理位置优越等因素，未来收益非常客观，因此采用收益法评估，公司未来业绩增值较大。从 2009 年江苏公司的实际经营数据也可以得到验证，2009 年常州公司实现净利润 3.11 亿元，摊薄净资产收益率达 26%，泰州公司实现净利润 5.5 亿元，摊薄净资产收益率达 31%，而如果考虑江苏公司未来多个百万千瓦机组的贡献，盈利增值仍有较大提升空间。

综上所述，公司收购江苏公司 80% 的股权，交易价格约为 49.69 亿元，按照江苏公司 2009 年全年归属于母公司的净利润 6.8 亿元计算，公司享有的净利润为 5.5 亿元，交易 PE 仅为 9 倍，远低于电力板块目前 25 倍的平均市盈率。基于以上考虑，我们认为本次收购交易价格较为合理。

3.5.2 资产优质保业绩增长，风险意识仍需具备

江苏公司是国电集团盈利能力最好的电厂之一，体现了集团对公司的扶持力度，本次收购完成后，公司在经济发达地区电站的比重将进一步提高，电厂分布更为有利，核心竞争力进一步增强。我们预计 2010~2012 年江苏公司将为公司贡献净利润 5.2 亿元、6.0 亿元和 6.1 亿元，较收购完成前的业绩增加近 30%。

风险提示。我们建议投资者仍需具备风险意识，对于火电企业，特别应关注煤价波动对公司业绩的影响，以及国家宏观政策、节能环保等因素带来公司成本增加的风险。

第四部分：大渡河篇

大渡河是我国十三大水电基地之一，可开发装机容量 2492 万千瓦，公司已经规划装机容量 1715 万千瓦，是一座水资源的富矿。随着瀑布沟、深溪沟水电站的投产，大渡河进入收获的十年。如果未来实现水火电“同网同价”，大渡河盈利将大幅提升。

4.1 布局资源网，亮剑大渡河

4.1.1 水能丰富盈利突出，能源优质政策支持

在长期发展过程中，公司始终坚持把电源点规划与“煤炭、水能、风能等资源优势 and 电力市场需求”相结合，精心布局优质资源网络，而在目前的“四大引擎”项目中，以国电大渡河流域各梯级电站最具魅力，属稀缺资源，具有不可复制的特点，在公司爆发性扩张过程中，举足轻重。大渡河公司相比于公司其他电力资产，具有以下特点：

- **水能丰富，流金淌银。**大渡河是我国“十三大”水电基地之一，可开发规模居于第五位，全长 1062 公里，从河源至河口天然落差 4175 米，水能资源蕴藏量 3132 万千瓦，可开发装机容量 2492 万千瓦，年发电量 1136 亿千瓦时，按照每度电利润 0.05 元计算，流域每年可实现利润总额约 56 亿元，可谓是流金淌银的大渡河。
- **能源优势明显，结构进一步改善。**大渡河公司的瀑布沟、双江口等电站具有一定的调节能力，不仅可以增加下游各电站的发电水平，而且发电稳定、质量高，能提高全流域的盈利水平。同时，随着大渡河公司的陆续投产，公司水电比重的逐渐增加，而水电属于清洁能源，比火电环保，相较于风能、太阳能等其他非化石能源，发电成本更低，技术也更成熟，势必大大改善公司的电源结构。
- **符合国家规划，享受政策支持。**按照国家长远规划，至 2020 年，我国非化石能源在一次能源消费中的比重要达到 15%，而水电作为技术最成熟、最具市场竞争力且可以大规模开发的非化石能源，受到国家大力支持。大渡河公司地处西部水能资源丰富的四川省，即可享受西部大开发的政策优惠，又可得到国家在水电开发方面的所得税、电价、移民等政策支持。

表 15、十三大水电基地规划装机容量及开发建设状况

序号	水电基地名称	流域范围	规划装机容量 (万千瓦)	年发电量 (亿千瓦时)	已建 比重	在建 比重
1	金沙江干流水电基地	石鼓-宜宾	6225	2920	0%	30%
2	长江上游水电基地	宜宾—宜昌、清江干流	2884	1280	84%	15%
3	雅砻江干流水电基地	两河口—江口	2570	1250	13%	42%
4	澜沧江干流水电基地	云南省境内	2511	1400	16%	43%
5	大渡河干流水电基地	下尔呷—铜街子	2492	1136	7%	29%
6	怒江干流水电基地	松塔至国界	2199	1037	0%	0%
7	黄河干流水电基地	茨哈—青铜峡	2093	750	45%	28%
8	南盘江红水河水电基地	黄泥河、天生桥—长洲	1430	635	72%	16%
9	东北水电基地	黑吉辽三省	1326	355	43%	4%
10	闽、浙、赣水电基地	闽、浙、赣三省诸河	1220	315	68%	3%
11	乌江水电基地	乌江干流+洪家渡	1122	396	47%	50%
12	湘西水电基地	湘、资、沅、澧水及其支流	1081	378	67%	10%
13	黄河北干流水电基地	干流托克托县—潼关	643	178	25%	28%
合计			27796	12030	-	-

资料来源：《中国能源报》、招商证券整理

图42：中国十三大水电基地分布图



数据来源：四川水力发电网，招商证券整理

4.1.2 亮剑大渡河，点睛瀑布沟

2006年3月，国家发改委以“发改能源函[2006]478号”文，明确将大渡河上游双江口至猴子岩段、中下游大岗山电站及瀑布沟至铜街子河段开发权授予中国国电集团公司，前不久将中游的老鹰岩水电站也已明确给中国国电集团公司开发。

至此，国电集团拥有大渡河16个水电项目（含枕头坝、沙坪及巴底电站分两级开发）开发权，并由国电大渡河流域水电开发有限公司负责开发建设，装机总容量达1714.5万千瓦，尽享资源优势。

- **工程进展顺利，进入收获期。**2010年4月初，国电大渡河公司取得大渡河老鹰岩梯级前期工作“路条”。至此，大渡河公司取得“路条”的大渡河干流梯级电站的总装机容量超过1700万千瓦。
- **瀑布沟双投，点睛大渡河。**在经历了7年的建设，大渡河上的控制性水库之一瀑布沟电站于2009年12月底投产两台机组，使得大渡河公司装机容量由2008年的132万千瓦，增长为2009年的253万千瓦，公司业绩开始走上另一个台阶，成为大渡河的点睛之笔。
- **黄金十年、两次飞跃。**预计到2020年，大渡河公司装机容量将达到1749万千瓦，期间有两次较大的集中飞跃，其中，2009~2010年为第一次飞跃，仅两年时间，大渡河公司装机规模由132万千瓦升为527万千瓦，接近每年翻一番；2014~2016年进入第二次飞跃，大渡河公司装机规模由608万千瓦升为1015万千瓦，再近一番，未来十年成为大渡河公司的黄金十年。

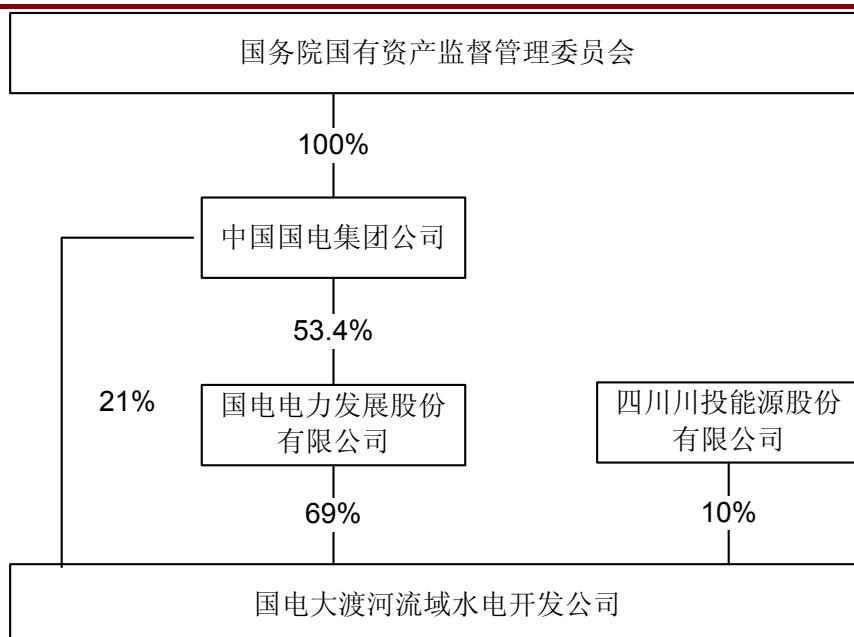
4.2 股权关系合理，经营业绩稳定

4.2.1 公司绝对控股，坐享丰厚利润

国电大渡河流域水电开发公司是大渡河流域的开发主体，于 2000 年 11 月注册成立，公司股东分别为中国国电集团公司（21%）、国电电力发展股份有限公司（69%）以及四川川投能源股份有限公司（10%）。

- **公司绝对控股，坐享丰厚利润。**从股权关系来看，公司拥有大渡河公司的绝对控制权，另外，公司大股东国电集团拥有大渡河公司 21% 的股权，前不久国电集团承诺将国电电力作为集团火电及水电业务的整合平台，可以预期，5 年内国电集团将大渡河公司 21% 的资产注入公司指日可待，届时，公司将拥有大渡河公司 90% 的股权，管理更加顺畅，坐享大渡河丰厚的利润。
- **大渡河公司，羽翼丰满待高飞。**截至 2009 年底，国电大渡河公司注册资金 40.61 亿元，总资产 354 亿元，资产负债率 81.17%，其下属公司包括龚嘴水力发电总厂、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、老鹰岩等 11 个项目子（分）公司及筹备处。大渡河公司已为流域开发及后期的运营，搭建完成基本框架，羽翼丰满只待高飞。
- **流域梯级滚动，整体规划综合开发。**大渡河公司对大渡河干流水电资源实施“流域、梯级、滚动、综合”的开发理念，目前已有 2 个投运的电站（龚嘴、铜街子），2 个在建工程（瀑布沟、深溪沟）、1 个待核准工程（大岗山）、以及 11 个前期工作全面铺开的项目（双江口、猴子岩等）。截至 2010 年 4 月，大渡河公司拥有投产机组容量 313 万千瓦，分别为龚嘴（73 万千瓦）、铜街子（60 万千瓦）、瀑布沟 4#-6# 机组（180 万千瓦）。

图43：国电大渡河流域水电开发公司股权结构



数据来源：公司公告，招商证券整理

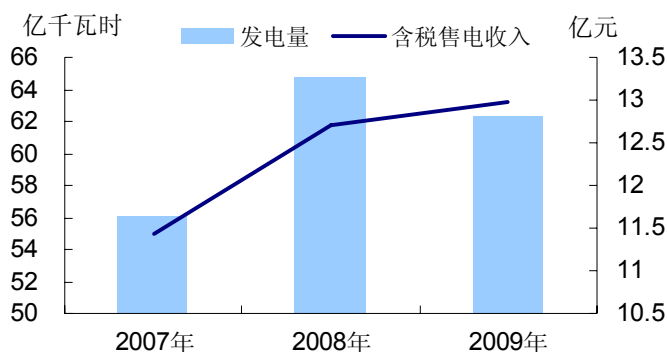
4.2.2 发电量电价稳步增长、大渡河公司业绩稳定

国电大渡河公司以龚嘴、铜街子两个已投产的电站为立足点，滚动开发大渡河流域各梯级电站。在加快推进流域项目核准建设的同时，大渡河公司围绕电力生产和经营，强化和创新企业管理，实现业绩的稳步增长。

由于大渡河流域多年来水较为均衡，龚嘴、铜街子电站发电量也基本保持稳定，但受益于瀑布沟电站的调节作用，两电站的发电量将增长 15% 左右，大渡河公司的发电量将上一个台阶。同时，由于四川省实行峰谷分时差别电价，大渡河公司积极跟踪市场、加强水文预测，优化梯级水库调度，使得销售电价稳步提高，由 2007 年的 0.205 元/千瓦时（含税）提高到 2009 年的 0.210 元/千瓦时（含税），在四川保持了较高的分时系数。

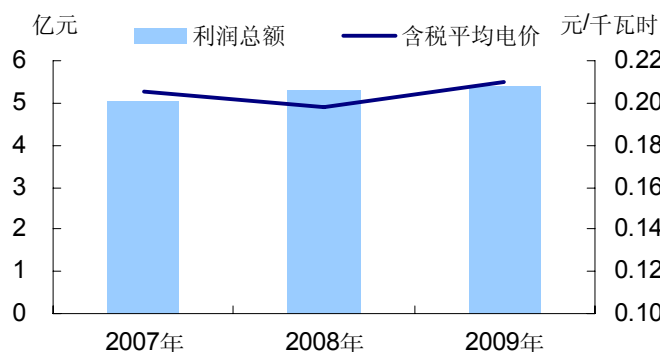
- **售电收入稳步增长。**2009 年，大渡河公司发电量 62.41 亿千瓦时，综合厂用电率 0.98%，平均售电电价为 0.180 元/千瓦时（不含税），售电收入 11.09 亿元，比上年同期增加 0.23 亿元，增长 2.08%，平均售电价格为 0.180 元/千瓦时（不含税），比上年同期 0.170 元/千瓦时（不含税）增加 0.009 元/千瓦时（不含税），增长 5.48%。
- **生产成本略有降低。**2009 年，大渡河公司发生营业成本 4.83 亿元，比上年同期减少 0.22 亿元，降低 4.45%，主要是上一年 2008 年计提 07 年 5 月~12 月库区基金导致当年成本增加 0.38 亿元。发电单位成本 0.077 元/千瓦时，比上年同期减少 0.00061 元/千瓦时。
- **利润完成情况良好。**2009 年，大渡河公司实现利润总额 5.41 亿元，比上年同期增加 822.65 万元，增长 1.54%，其中龚嘴电厂实现利润总额 5.35 亿元、瀑布沟电厂实现利润总额 0.066 亿元。2009 年，大渡河公司实现净利润 4.66 亿元，向股东方按股比分配 2008 年利润 3.98 亿元，截止 2009 年 12 月 31 日，公司留存尚可分配利润 4.20 亿元。
- **资产负债率正常可控。**截止 2009 年 12 月 31 日，大渡河公司账面资产总额 354.39 亿元，比上年同期增长 41.12%；负债总额 287.68 亿元、所有者权益总额 66.72 亿元（其中实收资本 57.56 亿元、盈余公积 4.18 亿元、未分配利润 4.21 亿元、资本公积 258.95 万元、少数股东权益 7450 万元）。资产负债率 81.17%，比上年同期增加 2.89 个百分点，由于公司正处在基建投资高峰期，负债率处于正常可控范围之内。

图44：2007~2009年国电大渡河公司发电售电情况



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

图45：2007~2009年国电大渡河公司盈利及电价情况



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

4.3 河流规划科学、电站开发有序

4.3.1 三段式规划，22 级开发

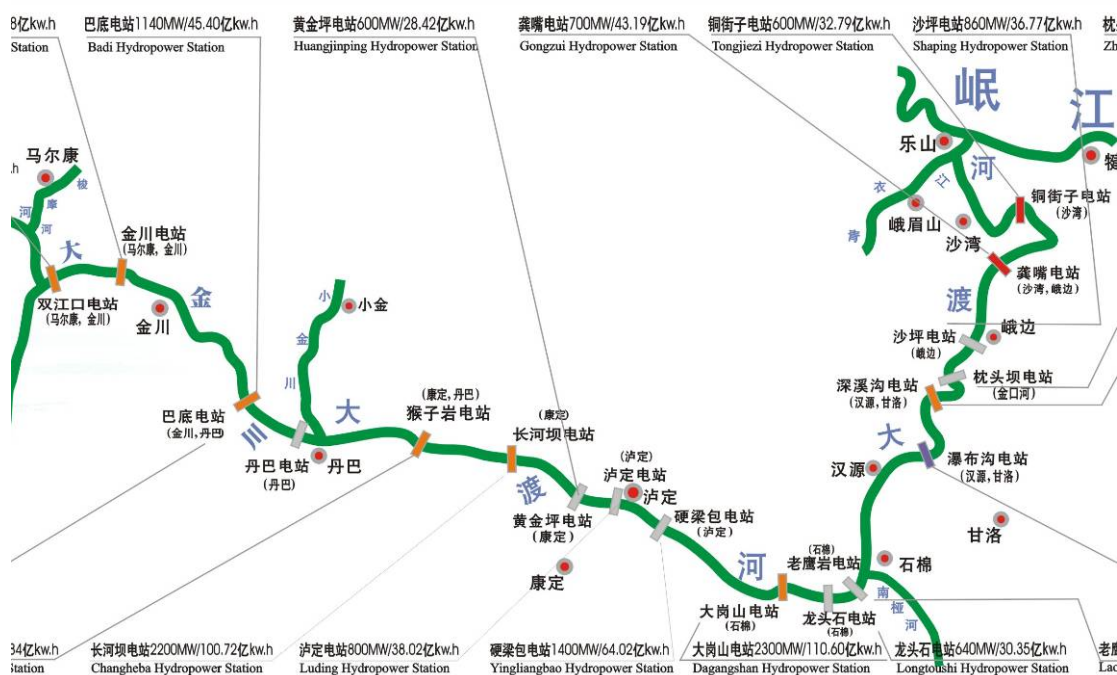
按照国家发改委《关于大渡河水能资源梯级开发有关问题的复函》(发改能源[2006]478号)的精神,大渡河干流分三段开发,同时,根据 2004 年四川省人民政府批复的《四川省大渡河干流水电规划调整报告》(川办函[2004]196 号),大渡河干流水电规划推荐三库 22 级开发方案:

- **上段：**双江口至猴子岩为上段，包括双江口、金川、巴底、丹巴、猴子岩水电站。
- **中段：**长河坝至老鹰岩为中段，包括长河坝、黄金坪、泸定、硬梁包、大岗山、龙头石、老鹰岩水电站。
- **下段：**瀑布沟至铜街子为下段，包括瀑布沟、深溪沟、枕头坝、沙坪、龚嘴、铜街子水电站。

22 个梯级电站中, 由国电大渡河公司负责开发的梯级包括:

- **已建成并投产电站。**龚嘴电站（73 万千瓦）、铜街子电站（60 万千瓦）。
- **核准并在建电站。**国家批准和核准的在建电站有瀑布沟（360 万千瓦）、深溪沟（66 万千瓦）两座。
- **开展前期工作的项目。**大岗山（260 万千瓦）、双江口（200 万千瓦）、猴子岩（170 万千瓦）、金川（86 万千瓦）、安宁（40 万千瓦）、巴底（68 万千瓦）、丹巴（110 万千瓦）、枕头坝一级（72 万千瓦）、枕头坝二级（23 万千瓦）、沙坪一级（28 万千瓦）、沙坪二级（34.5 万千瓦）等电站。

图46: 大渡河干流水电梯级开发方案



数据来源：公司公告，招商证券整理

表 16、大渡河流域梯级项目装机容量及投资概算表

电站名称	装机容量 (万千瓦)	概(估)算静态 投资(亿元)	大坝地址	开发情况
龚嘴	73		乐山市沙湾区	已投运
铜街子	60		乐山市沙湾区	
瀑布沟	360	166.51 (正在调整概算)	雅安市汉源县、 凉山甘洛县	在建(已投产 180 万千瓦)
深溪沟	66	49.59	雅安市汉源县、 凉山州甘洛县	在建
大岗山	260	140.62	雅安市石棉县	待核准
猴子岩	170	151.92	甘孜州康定县	待核准
双江口	200	211.46	阿坝州马尔康县	可研阶段
金川	86	69.34	阿坝州金川县	
安宁	40	51.64	阿坝州金川县	
巴底	68	56.48	阿坝州金川县、 甘孜丹巴县	预可研阶段
丹巴	110	137.98	甘孜州丹巴县	
枕头坝 一级	72	60.69	乐山市金口河区	可研阶段
枕头坝 二级	23	23.12	乐山市金口河区	预可研阶段
沙坪 一级	28	30.78	乐山市金口河区	预可研阶段
沙坪 二级	34.5	38.54	乐山市峨边县	可研阶段
老鹰岩	64		雅安市石棉县	开发方式研究阶段
总计	1714.5	1188.67		

资料来源：公司公告，招商证券

4.3.2 电站开发有序展开，装机规模两次飞跃

按照规划，大渡河公司所有梯级电站将在 2010~2020 年十年时间内陆续投产，届时，公司总装机容量将达到 1749 万千瓦时，期间，国电电力水电资产的比重将稳步提高。

表 17、大渡河干流梯级水电项目的开发时序和进度表

序号	项目	规划 装机	03	04	06	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
1	龚嘴	99	70	2		1	1	2	1	11	11						
2	铜街子	67.5	60						2.5		2.5	2.5					
3	瀑布沟	360		核准		120	240										
4	深溪沟	66			核准		33	33									
5	大岗山	260					核准					130	130				
6	枕头坝一级	72					核准				18	54					
7	沙坪二级	34.5						核准				11.5	23				
8	猴子岩	170					核准							85	85		
9	双江口	200						核准							100	100	
10	金川	86							核准				21.5	64.5			
11	巴底	68							核准				34	34			
12	枕头坝二级	24									核准				12	12	
13	沙坪一级	28								核准				14	14		
14	安宁	40								核准				10	30		
15	丹巴	110									核准					55	55
16	老鹰岩	64									核准				16	48	
总装机容量			1749	130	132	132	253	527	562	566	577	608	806	1015	1222	1479	1749

资料来源：公司公告，招商证券整理

2010~2020 年间，大渡河公司装机规模有两次较大的集中飞跃，其中，2009~2010 年为第一次飞跃，仅两年时间，公司装机规模由 132 万千瓦升为 527 万千瓦，接近每年翻一番；2014~2016 年为第二次飞跃，公司装机规模由 608 万千瓦升为 1015 万千瓦，再近一番。这两次飞跃，也成为公司业绩增长的阶梯。

4.3.3 电站各具特色、效益指标优越

经过长期的勘测与科学规划，结合河流形态及地质条件，各梯级电站的设计均各具特色。目前，大渡河公司在建并即将投产的瀑布沟电站、深溪沟电站除了发电的作用外，还兼有调节和反调节的功能，是梯级电站中的重要电源点，两电站的投产将带动整个下游水能的综合利用。

瀑布沟电站装机规模大，调节能力较好，是中游控制性水库：

- **工程特点。**瀑布沟水电站是大渡河流域水电开发的控制性水库之一，是一座以发电为主，兼有防洪、拦沙等综合效益的特大型水电枢纽工程。电站正常蓄水位 850 米，水库总库容 53.9 亿立方米，具有季调节能力，作为大渡河流域中游控制性水库，它的建成投产可以从根本上改变原来大渡河流域没有调节性水库的局面，其下游的八级水电站也从中受益，发电能力、水能综合利用率和发电效益都将大大提高。
- **装机容量及送出。**电站总装机容量 360 万千瓦，安装 6 台单机容量 60 万千瓦的混流式水轮机，保证出力 92.6 万千瓦，多年平均发电量 145.85 亿千瓦时，主要送电四川电网。
- **工程投资及投产。**工程概算总投资 199.43 亿，移民 10 万人，于 2003 年 1 月 16 日批准立项，2004 年 3 月 30 日正式开工建设，2009 年首台机组投产，计划于 2010 年 10 月机组全部投产。
- **经济效益指标。**电站多年平均年发电量 145.85 亿千瓦时，测算电价 0.203 元/千瓦时，经济内部收益率 14.83%，资本金利润率 22.12%，投资回收期 17.6 年。

深溪沟电站以发电为主，是瀑布沟的反调节电站，可发挥流域综合效益：

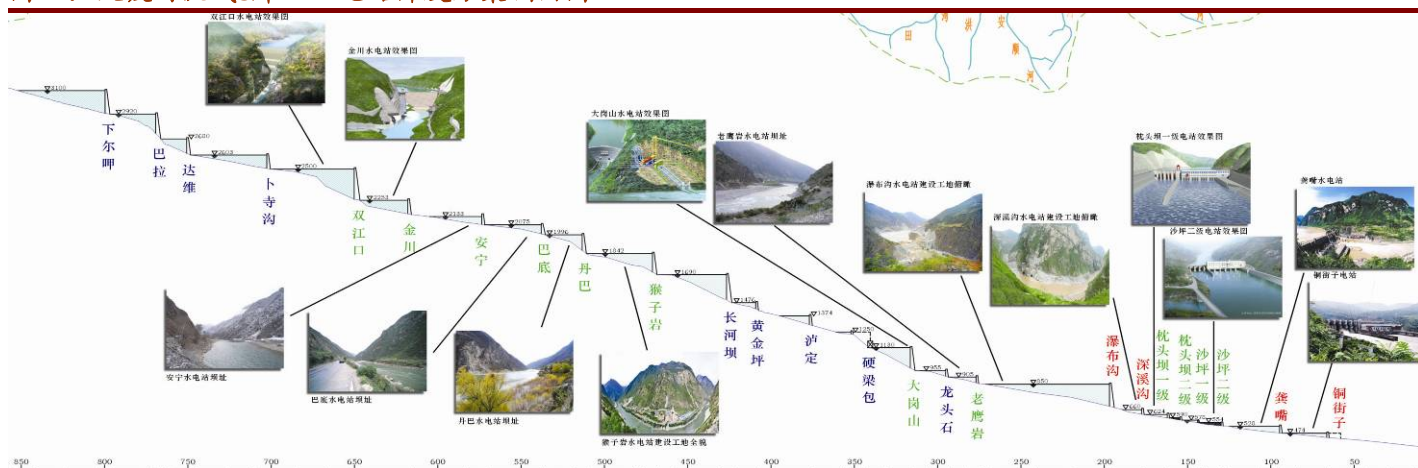
- **工程特点。**深溪沟水电站是一座以发电为主，兼备对上游瀑布沟水电站起反调节作用的大 II 型水电站。电站为河床式混凝土厂坝电站，最大坝高 106 米。深溪沟电站反调节水库，可对瀑布沟电站调峰发电的不稳定流进行再调节，使下泄水流均匀稳定，满足河道安全要求，有效缓解“电调”与“水调”的矛盾，充分发挥综合效益，具有不可替代的作用。
- **装机容量及送出。**电站总装机容量 66 万千瓦，多年平均发电量 32.4 亿度，主要送电四川电网。
- **工程投资及投产：**电站工程概算总投资 56.84 亿元，工程于 2006 年 3 月 22 日通过国家发改委的核准、4 月 12 日正式开工，2007 年 11 月 6 日实现大江截流。计划 2010 年 7 月 1 日首台机组发电，2011 年 6 月 30 日前 4 台机组全部投产发电。
- **经济效益指标。**根据其可行性研究报告，电站多年平均年发电量 32.35 亿千瓦时，测算电价 0.239 元/千瓦时，经济内部收益率 11.28%，资本金利润率 27.72%，投资回收期 16 年。

大渡河流域的另一个控制性水库为双江口电站，是大渡河上游的龙头水库，总库容 29.42 亿立方米，调节库容 19.17 亿立方米，具有年调节能力，目前，电站的可行性研

究工作进入收口阶段，远景规划 2018 年开始投产，届时，双江口电站下游的所有梯级电站将受益于龙头电站的调节能力，发电能力再次提高。

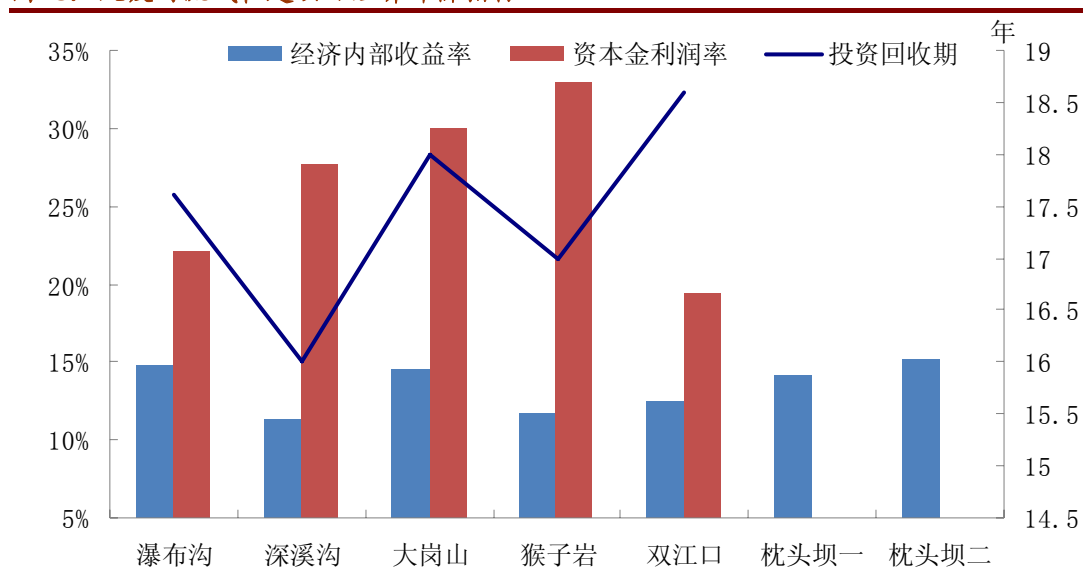
根据可行性研究报告，大渡河公司各电站开发项目国民经济评价指标优越，工程建设稳步推进，为公司未来 10 年的持续发展奠定了基础。

图47：大渡河流域3库22级电站开发方案剖面图



数据来源：公司公告，招商证券整理

图48：大渡河流域在建项目经济评价指标



数据来源：公司公告，招商证券整理

4.4 黄金十年，大渡河进入持续收获期

从瀑布沟首台机组投产开始，大渡河公司正式进入第一个收获期。2010 年瀑布沟全部机组投产，深溪沟两台机组投产，大渡河公司装机规模将达到 527 万千瓦，较 2009 年增长 1 倍多。同时，凭借瀑布沟的季调节能力，可增加下游龚嘴、铜街子等电站枯水期的发电能力，公司业绩也将稳步提高。按照规划，2014 年~2016 年，大岗山、枕头坝一级、猴子岩等电站也进入投产期，届时大渡河公司总装机规模将达到 1000 万千瓦以上，随着各梯级项目的陆续投产，公司步入持续收获期。

4.4.1 瀑布沟综合盈利强，盘活一江春水

瀑布沟电站 6 台机组将于今年全部投产，考虑到投产初期机组未能全年发电，2010 年瀑布沟对公司业绩的贡献并未到位，2011 年后，发电量将逐步达到设计发电水平，同时，瀑布沟水库依靠水库的调节能力，可以增加下游铜街子、龚嘴枯水期发电量 7.8 亿千瓦时，并且随着电站折旧和财务费用的逐年减少，瀑布沟电站盈利能力将逐年提高。

我们对瀑布沟电站未来几年的业绩进行了盈利预测，并基于以下主要假设：

- 2010 年，瀑布沟电站按照设计发电水平的 60% 测算发电量，2011 年，瀑布沟电站达到设计发电量 145 亿千瓦；
- 2010 年电价按照发改委批复的临时电价 0.3 元/千瓦时测算，考虑移民费用等多种因素，我们假定 2011 年，发改委批复瀑布沟电站的正式电价为 0.32 元/千瓦时；
- 库区维护费 8 厘/千瓦时、水资源费按照 3.5 厘/千瓦时；另外，由于四川省执行分时差别电价，分时系数按照 95% 测算。
- 按照西部大开发政策，所得税以 15% 测算；

表 18、瀑布沟水电站盈利预测表

单位：亿元	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
1.主营业务收入	20.9	37.2	37.2	37.2	37.2	37.2	37.2
2.主营业务成本	18.8	29.9	29.5	29.2	28.8	28.4	28.1
(1)折旧	7.6	11.4	11.0	10.6	10.2	9.9	9.5
(2)维修成本	0.9	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
(3)保险费用	0.5	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
(4)人工成本	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
(5)主营税金及附加	0.3	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
(6)销售费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(7)管理费用	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
(8)财务费用	8.1	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5
(9)其他费用	1.0	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
3.营业利润	2.1	7.3	7.7	8.1	8.4	8.8	9.1
(1)营业外收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(2)营业外支出	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
4.利润总额	2.1	7.3	7.7	8.1	8.4	8.8	9.1
所得税	0.3	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3	1.4
5.净利润	1.8	6.2	6.5	6.9	7.2	7.5	7.8
少数股东损益	0.6	1.9	2.0	2.1	2.2	2.3	2.4
6.归属国电电力净利润	1.3	4.3	4.5	4.7	4.9	5.2	5.3

资料来源：招商证券

根据以上假设，预计 2010~2012 年瀑布沟电站为大渡河公司贡献的净利润分别为 1.8 亿元、6.2 亿元和 6.5 亿元。另外，瀑布沟可增加龚嘴、铜街子枯水期发电量 7.8 亿千瓦时，按照枯水期平均电价测算，可增加 2010~2012 年净利润分别为 0 亿元、1.4 亿元和 1.4 亿元，体现出瀑布沟电站较强的综合盈利水平。

4.4.2 深溪沟进行反调节，充分发挥流域综合效益

深溪沟电站 4 台机组将在 2010 年 7 月~2011 年 6 月间陆续投产，在 2012 年可贡献全年利润，由于是上游瀑布沟电站的反调节电站，可以根据蓄水情况和电网负荷联合调度，

提高设备能力，减少弃水，充分发挥流域综合效益。

我们对深溪沟电站未来几年的业绩进行了盈利预测，并基于以下主要假设：

- 2010 年，根据下半年 2 台机组的投产时间估计，发电量约为设计发电量的 1/8，2011 年，达到设计发电量 80%，2012 年及以后达到设计发电量 32 亿千瓦时；
- 深溪沟电站的电价按照四川省标杆电价 0.288 元/千瓦时测算，分时差别电价系数 95%；
- 库区维护费 8 厘/千瓦时、水资源费按照 3.5 厘/千瓦时；
- 深溪沟电站所得税 15%；

根据以上假设，预计 2010~2012 年深溪沟电站为大渡河公司贡献的净利润分别为 0.24 亿元、1.26 亿元和 1.62 亿元。

表 19、深溪沟水电站盈利预测表

单位：亿元	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
1.主营业务收入	1.00	5.90	7.37	7.37	7.37	7.37	7.37
2.主营业务成本	0.71	4.42	5.47	5.40	5.33	5.27	5.21
(1)折旧	0.25	1.62	1.96	1.90	1.83	1.77	1.71
(2)维修成本	0.04	0.22	0.28	0.28	0.28	0.28	0.28
(3)保险费用	0.02	0.11	0.14	0.14	0.14	0.14	0.14
(4)人工成本	0.03	0.06	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
(5)主营税金及附加	0.01	0.09	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11
(6)销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
(7)管理费用	0.01	0.05	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06
(8)财务费用	0.31	1.97	2.47	2.47	2.47	2.47	2.47
(9)其他费用	0.05	0.29	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36
3.营业利润	0.28	1.48	1.91	1.97	2.04	2.10	2.16
(1)营业外收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(2)营业外支出	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
4.利润总额	0.28	1.48	1.91	1.97	2.04	2.10	2.16
所得税	0.04	0.22	0.29	0.30	0.31	0.31	0.32
5.净利润	0.24	1.26	1.62	1.68	1.73	1.78	1.83
少数股东损益	0.07	0.39	0.50	0.52	0.54	0.55	0.57
6.归属国电电力净利润	0.2	0.9	1.1	1.2	1.2	1.2	1.3

资料来源：招商证券

4.4.3 龚嘴、铜街子增容改造，盈利能力稳步提高

龚嘴、铜街子电站分别在 1978 年和 1994 年投产，属于较早建设的电站，由于运行时间长，两个电站的财务费用和折旧费用较少，电站的盈利能力较为稳定，为适应上游瀑布沟电站对流域的调节作用，两个电站正进行机组增容改造，改造完成后，龚嘴电站将由现在的 73 万千瓦提高到 99 万千瓦，铜街子电站由 60 万千瓦提高到 67.5 万千瓦，盈利能力也随之稳步提高。

我们对龚嘴、铜街子电站未来几年的业绩进行了盈利预测，并基于以下主要假设：

- 两电站发电利用小时为 4300 小时；
- 电价按照 2009 年大渡河公司含税平均电价 0.210 元/千瓦时测算，分时差别电价系数 95%；

- 库区维护费 8 厘/千瓦时、水资源费按照 3.5 厘/千瓦时；
- 两电站所得税率 15%；

根据以上假设，预计 2010~2012 年龚嘴、铜街子电站为大渡河公司贡献的净利润分别为 4.28 亿元、4.45 亿元和 4.70 亿元。

表 20、龚嘴、铜街子水电站盈利预测表

单位：亿元	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
1.主营业务收入	9.73	9.87	10.13	10.92	11.90	12.09	12.09
2.主营业务成本	4.69	4.63	4.59	4.61	4.64	4.60	4.54
(1)折旧	2.00	1.93	1.87	1.80	1.74	1.69	1.63
(2)维修成本	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30
(3)保险费用	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
(4)人工成本	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20
(5)主营税金及附加	0.15	0.15	0.15	0.16	0.18	0.18	0.18
(6)销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
(7)管理费用	0.11	0.12	0.12	0.13	0.14	0.14	0.14
(8)财务费用	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11
(9)其他费用	0.66	0.67	0.69	0.74	0.81	0.82	0.82
3.营业利润	5.04	5.24	5.53	6.32	7.26	7.49	7.54
(1)营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
(2)营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
4.利润总额	5.04	5.24	5.53	6.32	7.26	7.49	7.54
所得税	0.76	0.79	0.83	0.95	1.09	1.12	1.13
5.净利润	4.28	4.45	4.70	5.37	6.18	6.36	6.41
少数股东损益	1.33	1.38	1.46	1.66	1.91	1.97	1.99
6.归属国电电力净利润	2.95	3.07	3.24	3.71	4.26	4.39	4.42

资料来源：招商证券

4.5 大渡河公司价值分析与风险讨论

4.5.1 大渡河流金淌银，未来业绩大步跨越

随着大渡河各梯级电站的陆续投产，大渡河公司业绩大幅提升。如果仅考虑龚嘴、铜街子、瀑布沟、深溪沟四个电站投产对公司业绩的影响，预计公司 2010 年利润总额 7.5 亿元，较 2009 年增长 40%，2011 年利润总额 15.6 亿元，较 2010 年翻一番，利润快速增长。2010~2012 年大渡河公司将为国电电力公司贡献净利润分别为 4.4 亿元、9.2 亿元和 9.8 亿元，公司成长性明显。

根据规划，2014~2016 年大渡河公司又有大量机组投产，装机容量将突破 1000 万千瓦，业绩再上一个台阶。如果考虑大岗山（260 万千瓦）、枕头坝一级（72 万千瓦）、沙坪二级（34.5 万千瓦）、金川（2016 年投产 21.5 万千瓦）、巴底（2016 年投产 34 万千瓦）等电站投产对公司业绩的影响，保守估计发电利用小时 4000 小时，度电利润按照 0.05 元/千瓦时粗略计算，大渡河公司至 2016 年预计实现利润总额 24.6 亿元，为国电电力贡献净利润 20.9 亿元。

总体来讲，大渡河公司资源优势明显，流域化管理提高综合效益，电价具有一定的竞争力，盈利空间较大，具有较高的抗风险能力，未来几年，大渡河公司将成为国电电力业绩的重要支撑。

表 21、大渡河公司盈利预测表

单位: 亿元	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
1.主营业务收入	31.7	54.7	56.5	57.3	58.2	58.4	58.4
2.主营业务成本	24.2	39.1	39.7	39.3	38.9	38.4	38.0
(1)折旧	9.8	14.9	14.8	14.3	13.8	13.3	12.9
(2)维修成本	1.3	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
(3)保险费用	0.6	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
(4)人工成本	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
(5)主营税金及附加	0.5	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
(6)销售费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(7)管理费用	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
(8)财务费用	8.5	15.6	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0
(9)其他费用	1.7	2.7	2.8	2.9	2.9	2.9	2.9
3.营业利润	7.5	15.6	16.7	18.0	19.4	20.0	20.4
(1)营业外收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(2)营业外支出	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
4.利润总额	7.5	15.6	16.7	18.0	19.4	20.0	20.4
所得税	1.1	2.3	2.5	2.7	2.9	3.0	3.1
5.净利润	6.3	13.3	14.2	15.3	16.5	17.0	17.4
少数股东损益	2.0	4.1	4.4	4.7	5.1	5.3	5.4
6.归属所有者的净利润	4.4	9.2	9.8	10.5	11.4	11.7	12.0

资料来源: 招商证券

4.5.2 水电优势明显，风险意识常存

相对于火电企业，水电企业前期投资大、建设周期长、资金投入密集，但水电企业投产 after，则具备许多火电企业不可比拟的优势，例如运营成本低、电价竞争力强、清洁无污染等。虽然水电发展将在未来 10 年占有重要的比重，我们仍要提醒投资者需关注以下风险：

- **水情风险:** 随着公司水电比重的逐渐增加，水文情况将对公司业绩产生一定的影响。
- **地方政策风险:** 存在地方政府出台相关税收政策获得财政收入，减少企业利润水平的风险，例如水资源开发补偿费等；另外，部分企业所在省份实行分时差别电价，存在电力调度导致分时系数下降吞食企业利润的风险。
- **系统性风险:** 由于股票市场存在系统性风险，公司的股价也会受到市场波动的影响。

第五部分：蒙宁篇

国电建投冀蒙煤电一体化项目以及英力特宁东工业园项目，是公司占领资源、向上下游产业链延伸战略的落实，也是公司 2012~2015 年重要的利润增长点。冀蒙煤电一体化项目规划 14 台 60 万千瓦级装机、煤炭产量 2000 万吨。宁东工业园将形成产值 71 亿元，净利润 7.2 亿元。

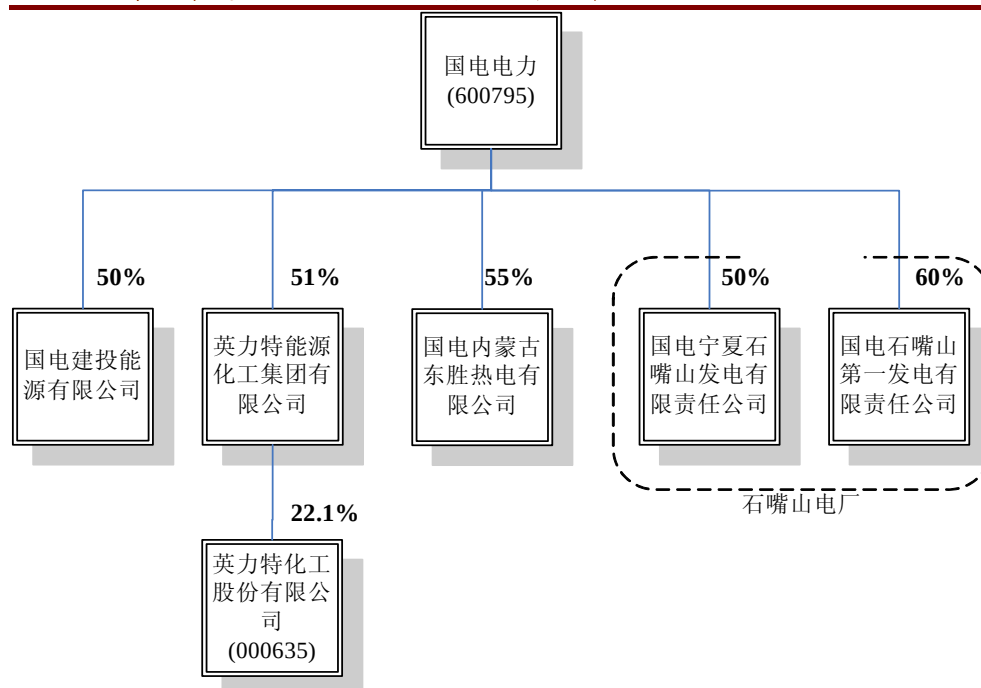
5.1 构建多元化发展格局，延伸上下游产业链条

在市场竞争愈发激烈的大环境下，公司一方面稳步发展电力项目，另一方面逐渐向上下游产业扩张，其煤矿、化工、新能源等投资亦开始初见成效，多元化的发展奠定了公司未来发展的格局，延伸上下游产业链条也有利于公司业绩的稳定。

本篇中，国电建投冀蒙煤电一体化项目以及英力特宁东工业园项目，即是公司多元化发展的一部分，也是公司今后重要利润增长点，项目将在 2012 年以后，给公司带来可观的经济效益：

- **蒙西进军上游煤炭资源。**2005 年 11 月，中国国电集团公司、河北省建设投资公司双方按 50%: 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 5 月，中国国电集团公司将其持有的国电建投 50% 的股权转让给国电电力发展股份有限公司。在煤炭资源丰富的蒙西地区，发展煤电一体化项目，在保障电煤供应的同时，优质的煤矿资源必将保障业绩的增长。
- **宁东开拓下游化工市场。**2008 年 12 月，国电电力发展股份有限公司与国有大型能源化工企业英力特集团签署战略重组协议，国电电力出资 12.66 亿，持有英力特集团增资后 51% 的股权，成为控股股东。以此为平台，国电电力通过英力特集团在宁东国家级的能源化工基地，发展煤化工项目，开拓下游化工市场。
- **整合西部电力项目资源。**在内蒙古，国电电力分别于 2007 年 6 月和 2008 年 5 月，先后收购了内蒙古东胜热电有限公司 50% 和 5% 的股份，从而以 55% 的股份成为该公司的控股股东；在宁夏石嘴山，2007 年 4 月，国电电力收购母公司国电石嘴山第一发电有限公司 60% 的股权，成为第一大股东；2005 年 4 月，国电电力受让国电宁夏石嘴山发电有限责任公司 10% 股权，受让后，公司持有石嘴山发电 50% 股权，仍为第一大股东。

图49：内蒙及宁夏地区国电电力主要项目持股情况



数据来源：公司公告，招商证券整理

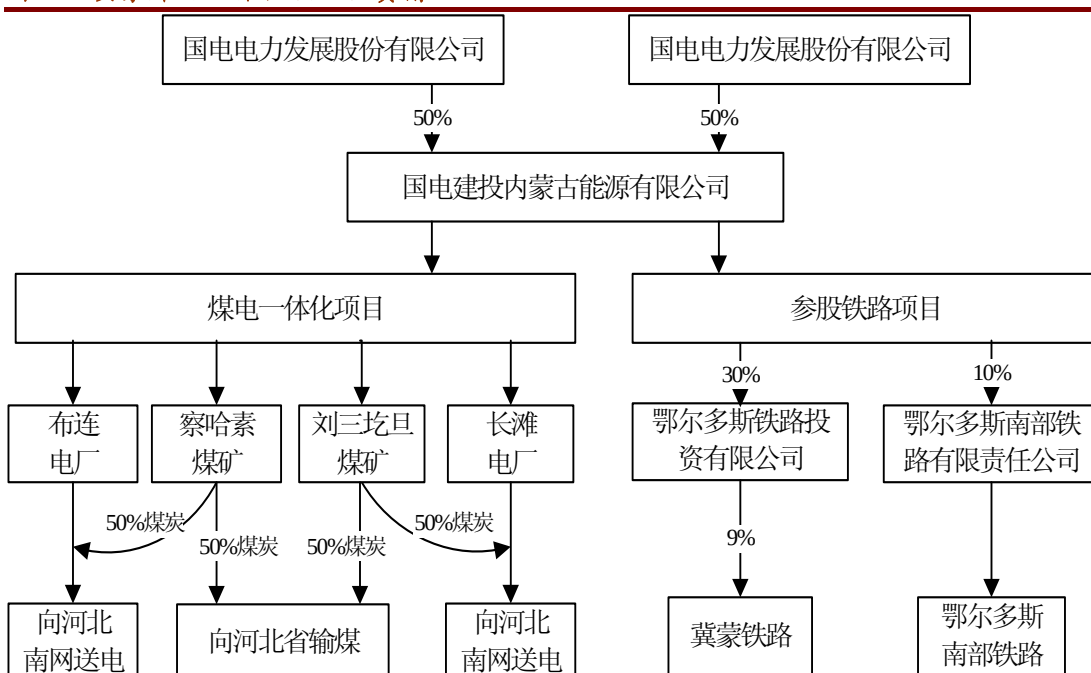
5.2 西电东送携手西煤东运，打造冀蒙煤电一体项目

5.2.1 项目背靠两省政府、煤电一体稳步开发

2004年11月6日，河北省人民政府、内蒙古自治区人民政府与中国国电集团公司签订了“合作开发煤电项目框架协议”，项目规划在内蒙古鄂尔多斯市建设河北省能源基地，开发煤电一体化项目，内蒙古自治区为该项目配置了40亿吨煤炭资源，按照框架协议的规模，项目建成后向河北省南部输煤送电，可提供840万千瓦电力和每年2000万吨精煤的能源供应。

- **开发战略。**冀蒙煤电一体化项目开发，依托河北电力市场和内蒙古煤炭资源优势，建设大型煤电基地，以蒙西1000KV特高压输电网建设为契机，积极开发河北南网、京津唐及山东电力市场，推动布连、长滩电力项目建设；通过电力项目的落实，推动煤矿项目建设；参股冀蒙铁路、鄂尔多斯南部铁路建设，畅通煤炭运输通道，拓宽煤炭市场，实现煤、电、路协调发展。
- **开发主体。**国电建投内蒙古能源有限公司是蒙冀煤电一体化项目的开发主体，公司于2005年11月注册成立，目前，国电电力发展股份有限公司占其权益为50%。
- **项目规划。**冀蒙煤电一体规划主要包括两个电力项目和两个煤矿项目，分别为布连电厂6×60万千瓦级空冷燃煤发电机组，长滩电厂8×60万千瓦级空冷燃煤发电机组；配套的察哈素煤矿项目1000万吨/年，刘三圪旦煤矿项目1000万吨/年。根据项目安排和进度，发电机组可扩展到66万千瓦或100万千瓦。
- **项目投资。**按照规划，项目一期工程，建设布连电厂2×66万千瓦燃煤空冷机组，动态投资53.3亿元，规划2012年投产，建设配套的察哈素煤矿1000万吨/年，动态总投资39.7亿元，2012年与电厂同步投产。

图50：冀蒙煤电一体化项目投资情况



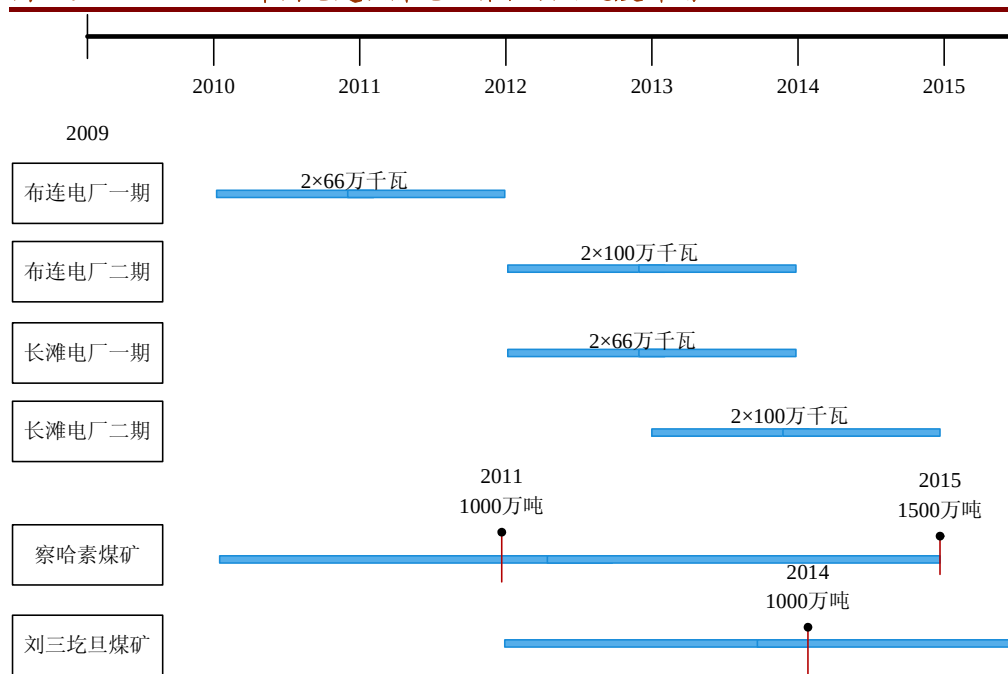
数据来源：公司公告，招商证券整理

5.2.2 分布实施有条不紊、前期工作进展顺利

整个项目遵照“整体规划、分步实施”的原则，一期工程计划在伊金霍洛旗布连建设 2×66 万千瓦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 2×66 万千瓦超超临界空冷燃煤发电机组及配套刘三圪旦煤矿项目。

- **电力项目进度安排。**根据电力装机容量规划进度，2012 年将投产 132 万千瓦，主要为布连一期电厂 2X66 万千瓦机组；至 2015 年将累计投产 664 万千瓦，增加布连电厂二期 2X100 万千瓦，长滩电厂一期 2X66 万千瓦，二期 2X100 万千瓦。
- **煤炭项目进度安排。**作为电厂的配套煤矿，预计 2012 年煤矿产能达到 1000 万吨/年，主要为察哈素煤矿投产；至 2015 年煤矿产能累计达到 2500 万吨/年，包括察哈素煤矿 1500 万吨/年，刘三圪旦 1000 万吨/年。煤炭资源控制储量 2010 年 20 亿吨左右；2015 年累计达到 40 亿吨左右。
- **电力项目进展情况。**2009 年 3 月国家能源局以国能局电力[2009]81 号文批复同意布连电厂一期工程开展前期工作。2009 年 9 月，布连电厂取得国家电网公司同意接入河北南网的意见。2009 年 11 月，布连煤电一体化项目用水获得黄委会取水行政许可。2009 年 9 月，河北、内蒙、国电集团同时向国家发改委上报布连电厂核准文件。布连电厂一期工程如能于今年核准建设，预计 2012 年电厂一期机组将全部投产。
- **煤炭项目进展情况。**察哈素煤矿 2008 年 8 月已获得国家发改委路条，总体环评也已通过国家环保部审查并取得批复意见，正等待发改委最后的批复。

图51：2009～2015年国电建投煤电一体化项目进度计划



数据来源：公司公告，招商证券整理

5.2.3 参股铁路配套电网，输煤送电有保障

- **参股铁路项目，保障煤炭运输。**为保障煤炭销售和外运，国电建投能源还持有鄂尔

多斯南部铁路有限公司 10%的股份和鄂尔多斯铁路投资有限公司 30%的股份，以此进入南部铁路项目和冀蒙铁路项目建设。公司对铁路项目的总投资约 11.44 亿元，其中：冀蒙铁路 8.1 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。

- **专线铁路项目进展情况。**察哈素铁路专用线能有效提高项目综合效益，并对煤炭外运提供保障，目前项目已取得呼铁局同意新街站接轨意见，完成了可研审查，并于近日取得了铁道部的行政许可，批准的专用线年运量近期 1200 万吨。
- **电能生产及输送规划：**布连电厂一期工程建设 2×66 万千瓦超超临界空冷燃煤机组，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，且电网建设预计将于 2011 年完工，确保了布连电厂的电力外送。

5.2.4 首期项目投资情况及主要经济指标

- **布连电厂一期投资情况。**布连煤电一体化项目一期工程总投资 93 亿元。其中：布连电厂一期动态总投资 53.3 亿元，电厂燃用察哈素矿井洗选出的末煤就地发电。
- **布连电厂主要技术指标。**公司大力推进技术和管理创新，深入开展设计优化，优化后各项技术经济指标达到国内领先、国际一流。设计供电煤耗 296.6 克/千瓦时，厂用电率 4.54%，水耗 0.12m³/s.GW，油耗 0t。根据中电联的统计，2008 年度全国常规燃煤火电 60 万千瓦级机组，平均供电煤耗 322.02 克/千瓦时，平均厂用电率 5.47%，平均水耗 0.92m³/s.GW，平均油耗 550t/a。
- **布连电厂设计效益。**按照布连电厂一期工程静态投资 50.9 亿元，动态投资 53.3 亿元，在满足内部收益率 8%、机组年利用小时数达到 5000 小时，标准煤价为 180 元/吨（含税）时，电厂经营期上网电价为 0.229 元/千瓦时（含税），低于蒙西电网标杆电价 0.285 元/千瓦时、河北南网标杆电价 0.387 元/千瓦时的水平，且相应全部投资内部收益率 9.86%，工程具有较强的竞价上网能力及抗风险能力。
- **察哈素煤矿投资情况。**察哈素煤矿一期工程 1000 万吨/年矿井和选煤厂静态投资 37.8 亿元，动态投资 39.7 亿元，其中，选煤厂设计概算 4.6 亿元；1500 万吨/年矿井和选煤厂静态投资 49.4 亿元，动态投资 53.5 亿元。
- **察哈素煤矿主要技术指标。**察哈素矿井及选煤厂位于国家大型煤炭基地——神东煤炭基地内的东胜煤田新街矿区，矿井主井工业场地距鄂尔多斯东胜区 70 公里，井田探矿权面积 157.69 平方公里，储量 25 亿吨左右。
- **察哈素煤矿设计效益。**按照察哈素终期建设规模，每年产出的煤矿中，洗选出末煤供布连电厂发电，约占 30%，另 70%万吨精煤送往河北等地。项目全部投资财务内部收益率为 21.81%，高于设定的基准收益率 10%；投资借款偿还期（含建设期）为 9 年，正常生产年份矿井产量盈亏平衡点为 32.68%，在矿井生产达 490.2 万 t/a 时，可保本经营，达到盈亏平衡。矿井具有较强的盈利能力和财务生存能力。

5.2.5 煤炭开采成本低、发电盈利空间大

电厂项目对未来业绩的贡献：

- **发电量。**2012 年煤电一体化项目一期投产后，装机达到 132 万千瓦，按照机组年

利用 5000 小时，预计年发电量 66 亿度。2015 年，项目累计投产 664 万千瓦机组，预计年发电量 332 亿度。

- **度电利润。**根据调研情况，电厂项目用煤标煤单价 180 元/吨，设计供电煤耗 296.6 克/千瓦时，折合成度电燃料成本 0.053 元/千瓦时，其他成本按全国平均 0.1 元/千瓦时计算，度电成本 0.153 元/千瓦时，参考神华府谷锦界上网电价 0.328 元/千瓦时（含税），税后度电利润 0.127 元/千瓦时，考虑到未来各项成本的上涨，保守预计度电利润在 0.1 元以上。
- **电厂项目盈利预测。**根据发电量及度电利润预测，2012 年电厂项目预计实现利润总额 6.6 亿元，税后净利润 4.9 亿元，归属于国电电力利润 2.5 亿元；2015 年，预计实现利润总额 33.2 亿元，税后为 24.9 亿元，归属于公司利润 12.5 亿元。

表 22、煤电一体化——电厂项目盈利预测

单位：亿元	2012E	2013E	2014E	2015E
1.主营业务收入	17.6	17.6	61.8	88.4
2.主营业务成本	11.0	11.0	38.6	55.2
(1)燃料成本	4.4	4.4	15.4	22.1
(2)折旧	2.2	2.2	7.6	10.9
(3)维修成本（41 元/千瓦）	0.5	0.5	1.9	2.7
(4)人员工资（7 万/人年）	0.2	0.2	0.6	0.8
(4)主营税金及附加（1.5%）	0.3	0.3	0.9	1.3
(5)销售费用	0.0	0.0	0.0	0.0
(6)管理费用（1 分/千瓦时）	0.6	0.6	2.2	3.2
(7)财务费用	2.8	2.8	9.9	14.2
3.营业利润	6.6	6.6	23.2	33.3
(1)营业外收入	0.0	0.0	0.0	0.0
(2)营业外支出	0.0	0.0	0.0	0.0
4.利润总额	6.6	6.6	23.2	33.3
所得税(25%)	1.6	1.6	5.8	8.3
5.净利润	4.9	4.9	17.4	24.9
少数股东损益	2.5	2.5	8.7	12.5
6.归属国电电力净利润	2.5	2.5	8.7	12.5

资料来源：招商证券

煤矿项目对未来业绩的贡献：

- **煤产量。**预计到 2012 年，一期项目察哈素煤矿投产 1000 万吨/年，预计 300 万吨末煤供布连电厂发电，700 万吨精煤送河北等市场；2015 年，煤矿产能累计达到 2500 万吨/年，其中，察哈素煤矿 1500 万吨/年，刘三圪旦 1000 万吨/年，预计 1500 万吨供电厂，1000 万吨外销。
- **吨煤利润。**根据调研情况，煤矿项目原煤开采成本 100 元/吨，考虑洗选费、外运成本、增值税以及未来其他成本等的增加，销售总成本可达 200 元/吨，目前当地精煤市场价 400 元/吨，保守估计吨煤利润约 150 元/吨。
- **煤炭项目盈利预测。**根据以上调研数据及预测，至 2012 年，煤炭销售 700 万吨，利润 10.3 亿元，税后净利润 7.7 亿元，归属国电电力的净利润为 3.9 亿元；2015 年，煤炭销售 1000 万吨，利润 12.3 亿元，税后净利润 9.2 亿元，归属公司的净利润为 4.6 亿元。

表 23、煤电一体化——煤炭项目盈利预测

单位：亿元	2012E	2013E	2014E	2015E
1.主营业务收入	23.9	23.9	32.3	33.8
2.主营业务成本	13.7	13.7	19.8	21.6
(1)采煤成本（含折旧）	10.5	10.5	14.2	14.9
(2)洗煤成本	0.7	0.7	1.0	1.0
(3)主营税金及附加（1.5%）	0.4	0.4	0.5	0.5
(4)销售费用	0.0	0.0	0.0	0.0
(5)管理费用	0.0	0.0	0.0	0.0
(6)财务费用	2.1	2.1	4.2	5.2
3.营业利润	10.3	10.3	12.5	12.3
(1)营业外收入	0.0	0.0	0.0	0.0
(2)营业外支出	0.0	0.0	0.0	0.0
4.利润总额	10.3	10.3	12.5	12.3
所得税(25%)	2.6	2.6	3.1	3.1
5.净利润	7.7	7.7	9.4	9.2
少数股东损益	3.9	3.9	4.7	4.6
6.归属国电电力净利润	3.9	3.9	4.7	4.6

资料来源：招商证券

总体来讲，两个煤电一体化项目，电厂技术指标领先，发电成本较低，盈利空间较大，同时煤炭项目煤质优越，开采成本低，竞争力强，具有较高的抗风险能力，未来几年，布连-察哈素煤电一体化项目和长滩-刘三圪旦煤电一体化项目将成为国电电力重要的利润增长点。

5.3 借英力特延伸产业链、凭工业园踏入资源区

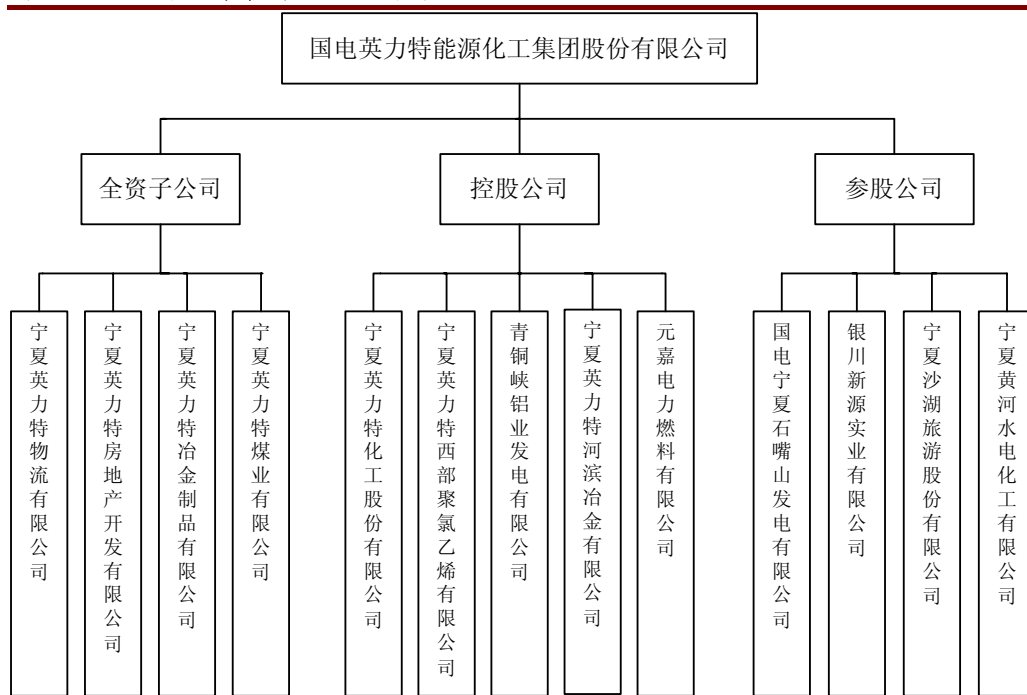
国电电力持有宁夏英力特集团 51% 的股权，该公司是国电集团多元化发展的化工业务平台，主要经营发电和化工业务，产业布局为三园一厂：1）石嘴山工业园（氯碱）；2）宁东工业园（煤化工）；3）固原工业园（岩盐）；4）中电投青铜峡自备铝厂。其中，宁东工业园将是公司三园一厂布局中的战略重地。

一方面，国电电力通过英力特相关项目开拓下游化工市场，实现产业链的延伸，有利于公司的长期发展。另一方面通过英力特集团在宁夏发展电力和煤化工业务的平台，得到了自治区政府支持，有望获得当地丰富的煤炭资源，实现资源互补。

5.3.1 打造宁东工业园、政府政策有支持

国电英力特宁东煤基多联产化学工业园，简称英力特宁东工业园，位于国家级的能源化工基地。按照自治区政府审定的发展规划，国电集团和国电电力将以英力特为主体，在宁东（包括但不限于宁东工业园）投资 619 亿元，计划用六年左右时间，分两期建设，共有 30 多个项目。预计整个园区建成后，每年可实现工业产值 603 亿元，实现利税 192 亿元。目前工业园一期工程的八个项目已经开工建设。

图52: 国电英力特集团组织结构图



数据来源: 公司公告, 招商证券整理

- **开发战略。**“依托资源、发展优势、集约经营、追求卓越”, 以国电旗下英力特集团拥有的化工生产技术、经营管理优势为基础, 以宁东丰富的煤炭资源为依托, 以乙炔化学为特色, 碳一化学和碳二化学有机耦合, 形成一体化产业链、三大系列产品、九个多联产装置的建设思路力争将工业园建成独具特色的煤基多联产化学产业集群, 着力打造全国煤化工产业示范基地。
- **开发主体。**国电英力特能源化工集团股份有限公司是英力特宁东化学工业园的开发主体, 目前, 国电电力发展股份有限公司占其权益为 51%。
- **政策保障。**根据国家产业政策, 支持西部资源丰富地区发展大规模氯碱产业。另外, 《国务院关于进一步促进宁夏经济社会发展的若干意见》中明确表示, 要大力支持宁夏开发建设宁东能源化工基地, 自治区、银川市也在实施改善投资环境的重大举措, 所有这些都将为基地建设提供强有力的政策支持。
- **项目规划及投资情况。**英力特工业园拟分两期建设, 一期项目又分为两批, 第一批项目建设时间为 2009 年~2012 年, 包括宁东 2×33 万千瓦热电联产项目、积家井矿区煤炭, 以及 5 个化工项目, 项目总投资为 148.2 亿元; 第二批项目计划建设时间为 2013 年~2015 年, 属于精细化工范畴。

英力特工业园的主要项目, 在 09 年 9 月出台抑制产能过剩政策出台之前均已经获批, 且英力特工业园的主要销售产品不是中间产品, 属于精细化工范畴, 具有较强的竞争优势。

5.3.2 化工产品多样化、经营业绩加速化

- **主要产品。**工业园主要生产三大系列化工产品, 一是煤基甲醇系列产品; 二是煤基乙炔系列产品; 三是氯气系列产品。这三大系列产品既可以闭合同运行, 又可以耦合生产, 能够根据市场需要灵活调度, 实现定单生产, 减少存货和积压。

➤ **产品方案及生产规模。**见下表。

表 24: 英力特宁东工业园第一批化工项目产品方案和生产规模

序号	项目名称	产品名称	生产规模 (万吨/年)
1	乙炔、一氧化碳、 脱硫剂多联产项目	乙炔	13.2
		氢氧化钙	50
		甲醇	50
2	120 万吨/年煤基多联产项目	一氧化碳	10
		氢气	0.6
3	年产 30 万吨醋酸项目	醋酸	30
4	年产 30 万吨醋酸乙烯、 10 万吨聚乙烯醇项目	醋酸乙烯	30
		聚乙烯醇	10
5	年产 10 万吨 1, 4-丁二醇项目	1,4-丁二醇	10

资料来源: 公司规划资料, 招商证券整理

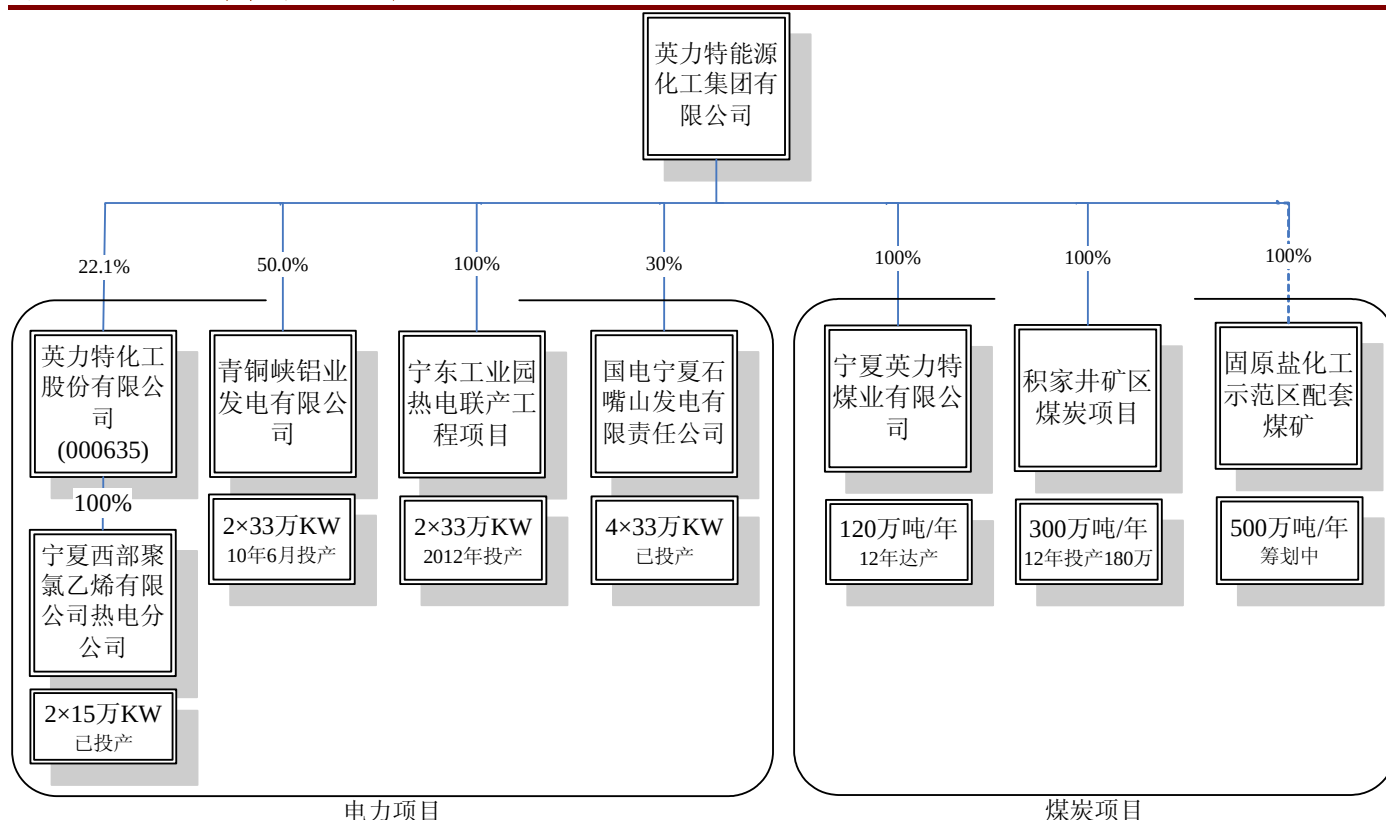
- **业绩预测。**按照公司规划, 2012 年, 英力特宁东工业园第一批化工项目将全部投产, 届时, 实现年均销售收入 70.7 亿元, 实现利润总额 9.6 亿元, 税后净利润 7.20 亿元, 归属于国电电力的净利润为 3.67 亿元。
- **财务评价。**按照公司规划, 以 2009 年价格测算, 第一批化工项目总的资本金财务内部收益率为 14.57%, 资本金净利润率为 24.32%, 总投资收益率为 10.07%。

5.3.3 国电英力特主要电、煤项目

国电英力特集团目前拥有的电力项目有 4 个, 其中控股电厂 3 个(1 个投产, 2 个在建), 参股电厂 1 个(已投产):

- **西部热电分公司。**该电厂是英力特化工自备电厂, 位于宁夏石嘴山市惠农区石嘴山工业园区。西部热电公司总装机容量 30 万千瓦, 两台 15 万千瓦机组分别于 2006 年 10 月 26 日和 12 月 22 日并网发电, 主要向英力特集团石嘴山工业园区各企业及周边企业供电、供汽、供水。按照英力特集团持有 22.1%英力特化工的股份, 该电厂归属英力特集团权益装机 6.63 万千瓦。
- **青铜峡铝业发电有限公司。**公司由青铜峡铝业股份有限公司和国电英力特集团双方各出资 50%成立的股份制公司, 拥有青铜峡铝业自备电厂 2×33 万千瓦燃煤空冷发电机组。项目已于 2009 年 1 月 20 日得到国家发改委核准, 预计第一台机组投产日期为 2010 年 4 月 30 日, 第二台机组投产日期为 2010 年 6 月 30 日。归属英力特集团权益装机 33 万千瓦。
- **宁东工业园热电联产工程项目。**项目规划 2 台 33 万千瓦热电联产机组, 已于 09 年 12 月已经拿到路条, 计划 2012 年与第一批化工项目同步投产。归属英力特集团权益装机 66 万千瓦。
- **参股国电石嘴山发电有限公司。**英力特集团还参股国电宁夏石嘴山发电有限公司 30%的股权, 公司现有装机 132 万千瓦, 归属英力特集团的权益装机 39.6 万千瓦。

图53: 国电英力特集团电力、煤炭项目图



数据来源: 公司公告, 招商证券整理

国电英力特集团目前拥有的煤炭项目有 3 个, 其中已建项目 1 个, 在建项目 2 个。另外, 在筹划中的煤矿有 4~5 个:

- **宁夏英力特煤业有限公司。**公司的沙巴台煤矿位于贺兰山北段, 煤炭资源面积约 18 平方公里, 矿井煤炭资源储量 7296 万吨, 可采储量 6153 万吨, 年设计产能 90 万吨, 技改完成后实际可达 120 万吨/年。按规划 2010 年投产, 2012 年达产。
- **积家井矿区煤炭项目。**积家井矿区属国家大型煤炭基地宁东煤炭基地八个矿区之一, 矿区规划规模 2100 万吨/年, 英力特公司拥有该矿区煤炭储量 4.89 亿吨, 2012 年投产 180 万吨, 最终达产 300 万吨/年。
- **固原盐化工示范区配套煤矿。**目前该示范区处于规划阶段, 示范区将形成盐化工与煤化工协同开发, 以盐化工为主体的发展模式。该工业区为英力特配套煤炭资源约 5 亿吨, 由于地质条件较复杂, 设计 4~5 个矿, 合计产量 450~550 万吨。

总体来讲, 到 2012 年, 国电电力英力特集团拥有的权益装机 145.23 万千瓦, 拥有煤炭产能 420 万吨/年, 另还有固原示范区的配套煤矿约 450~550 万吨/年。除石嘴山发电外, 其他电厂和煤炭项目均服务各化工项目, 业绩包含在最终产品内。

5.4 整合西部电力资源，平稳扩张平台资产

近年来，国电电力进行了多项母公司资产收购，西部地区主要有：内蒙古东胜热电有限公司 50%的股权、国电建投内蒙古能源有限公司 50%的股权，石嘴山第一发电有限公司 60%的股权，石嘴山发电有限公司 10%的股权、大渡河流域水电开发有限公司 18%的股权等资产，本节重点了解内蒙古东胜热电、石嘴山一发和石嘴山发电公司有关情况。

5.4.1 收购母公司东胜热电、增加电力平台资产

国电内蒙古东胜热电有限公司是国电集团、国电电力在内蒙古建设的第一个火电项目，公司位于鄂尔多斯市东胜区东北侧柴家梁村，于 2005 年 12 月 18 日在内蒙古鄂尔多斯市注册成立，是实施国家“西部大开发”战略的重要项目。

- **股东情况。**项目由中国国电集团、河北华峰投资有限公司、河北衡水衡冠实业有限公司、鄂尔多斯蒙泰煤电有限公司、内蒙古兴业安装有限责任公司按照 50%: 20%: 10%: 10%: 10%比例出资组建。2007 年 6 月，国电集团将其 50%的股份转让给国电电力，2008 年 5 月，内蒙古兴业安装有限责任公司将其 10%的股份分别转让给国电电力和河北衡水衡冠实业有限公司各 5%，现各股东方投资比例为：国电电力 55%、河北华峰投资有限公司 20%、河北衡水衡冠实业有限公司 15%、鄂尔多斯蒙泰煤电有限公司 10%。
- **项目规划与进展。**按照规划，电厂将建设 4×33 万千瓦空冷供热机组，分两期建设。一期 2×33 万千瓦机组目前已全部投产。二期扩建项目 2×33 万千瓦机组已于 2009 年 6 月 3 日获得发改委路条，并列入鄂尔多斯市《热电联产规划》。另外，鄂尔多斯供热市场丰富，热负荷需求高于电负荷，2010 年，公司将利用东胜区政府资源整合机会，与区政府共同筹备成立供热公司，供热面积将超过 2000 万平米，对公司开工建设二期工程也有着十分重要的意义。
- **配套煤炭资源。**在煤炭资源开发方面，鄂尔多斯市政府于 2010 年 3 月 5 日发文，同意将东胜区柴登梁 48.84 平方公里的井田储量达 7.26 亿吨煤炭资源配置给东胜公司，目前项目仍在前期阶段。
- **项目经营情况。**2008 年公司完成发电量 24.05 亿千瓦时，供热量 117.87 万吉焦，营业收入 4.8 亿元，完成利润总额 4803 万元；2009 年，公司发电量完成 30.58 亿千瓦时，供热量完成 351.6 万吉焦，主营收入 691010 万元，实现利润 8500 万元。
- **业绩预测。**根据公司 2008、2009 年的经营情况推测，公司电价年平均 0.181 元/千瓦时，供热单价约 39 元/吉焦，2010 年公司计划完成发电量 30 亿千瓦时、供热量 500 万吉焦以上，预计实现营业收入 7.43 亿元，按 2009 年销售利润率计算，将实现利润约 9000 万元，归属国电电力的净利润为 3800 万元。

5.4.2 整合石嘴山两大电厂、扩张电力资产规模

国电电力在宁夏石嘴山地区经过多次收购母公司资产，目前拥有两大电厂，分别为国电石嘴山第一发电有限公司和国电宁夏石嘴山发电有限责任公司，持股比例分别为 60%和 50%，另外，公司收购英力特之后，由于英力特集团持有石嘴山发电公司 30%的股权，国电电力还将加强对石嘴山发电公司的控制力。

- **石嘴山第一发电有限公司。**公司成立于 2006 年 9 月 20 日，注册资本为 6680 万元，股权结构为：国电集团持股 60%，宁夏电力投资有限公司持股 40%，2007 年 4 月，国电电力收购母公司持有的股份，收购完成后，国电电力持股 60%，成为控股股东。公司拥有 2 台 33 万千瓦燃煤机组，已于 2006 年 10 月 12 日相继投产。
- **石嘴山发电有限公司。**国电电力原持有石嘴山发电公司 40% 的股权，2005 年，受让母公司持有的石嘴山发电 10% 的股权，持股比例变为 50%，仍为公司第一大股东。石嘴山发电公司拥有 4×33 万千瓦机组，四台机组已全部投产。

两大电厂共有装机 198 万千瓦，经过扩容后，目前装机规模 200 万千瓦，2009 年实现发电量 107.9 亿千瓦时，合计利用小时 5450 小时，比宁夏平均高约 100 小时，单位供电煤耗 331 克/千瓦时，厂用电率 8.79%，标煤单价 270 元/吨。利润总额 2.3 亿元，负债率 56.97%，净资产收益率 ROE16.76%。

- **资源丰富、交通便利。**电厂附近有石嘴山一矿、二矿煤作为煤源，紧邻黄河，属于煤炭资源丰富，近水靠路，交通发达的坑口电厂。根据调研情况，2009 年，石嘴山煤矿供给量开始减少，年初计划 200 万吨，但全年只供了 60 万吨，今年主煤源将逐渐转到蒙西，乌海一带。
- **经营指标。**石嘴山一发公司发电成本 0.196 元/千瓦时，石嘴山发电公司 0.177 元/千瓦时，燃料成本约占 55%~60%，当地标杆电价 0.268 元/千瓦时。
- **业绩测算。**2010 年，按照发电利用小时 5000 小时测，全年发电量为 100 亿千瓦时，总消耗标煤约 330 万吨，但大矿采购不足 1/3，其他煤炭需从市场采购，今年预计标煤单价由去年的 270 元/吨上升到 300 元/吨，度电成本上升约 0.01 元，分别达到 0.206、0.187 元/千瓦时，度电利润分别为 0.01 元/千瓦时、0.03 元/千瓦时，预测两电厂 2010 年可实现利润 2.5 亿元，税后利润 1.9 亿元，归属国电电力净利润 1.3 亿元。

5.5 蒙宁项目盈利预测

根据国电电力在内蒙古和宁夏的布局，内蒙能源的两个煤电一体化项目、英力特集团的三园一厂、东胜热电的一个电厂、石嘴山的两个电厂，这些项目中，能在 2010~2015 年间投产并成为公司新的利润增长点的有：东胜热电的二期项目（2012 年投产）、内蒙能源的两个煤电一体化项目（一期 2012 年投产，2 期 2015 年投产）、英力特宁东工业园（一期 2012 年投产，2 期 2015 年投产）。

盈利预测主要假设：

- 1) 投产假设：东胜热电二期、内蒙能源两个煤电一体化项目、英力特宁东工业园均按照规划时间在当年 1 月 1 日投产。
- 2) 所得税均按照 25% 的税收标准测算，未考虑三免两减半的优惠政策。
- 3) 机组利用小时数按照全年平均利用小时数 5000 小时测算。
- 4) 各项目电价、煤价根据自身不同特点及实际情况等进行假设。

2012~2015 年新增利润贡献预测。根据调研资料及以上假设，我们进行了盈利预测，以上项目将在 2012~2015 年间，增加归属于国电电力的净利润为 10.3 亿元、10.3 亿元、17.4 亿元、21.1 亿元。

表 25: 国电电力内蒙宁夏主要电力项目构成

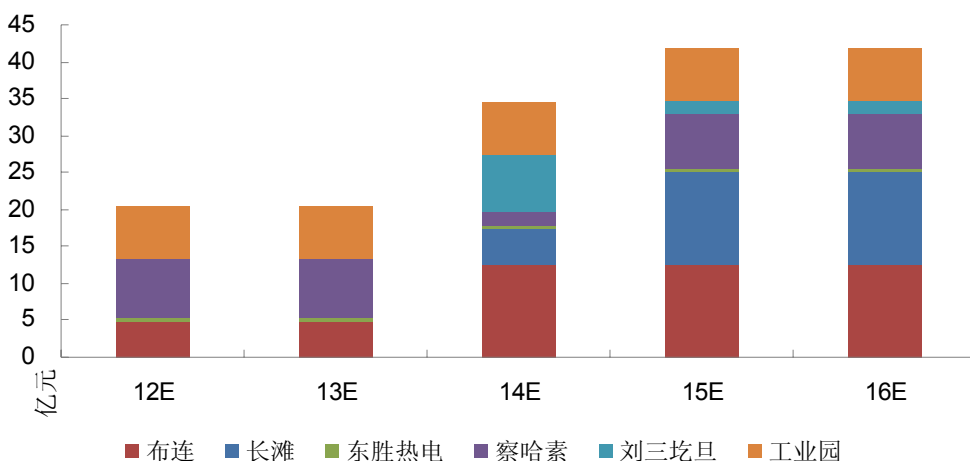
单位: 万千瓦	项目名称	股权比例	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
国电建投内蒙古能源	布连电厂	50%	0	0	132	132	332	332
	长滩电厂	50%	0	0	0	0	132	332
内蒙古东胜热电	东胜热电厂	55%	66	66	132	132	132	132
英力特集团	英力特化工自备电厂	51%	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6
	青铜峡铝业发电	51%	33	33	33	33	33	33
	宁东工业园热电联产项目	51%	0	0	66	66	66	66
	石嘴山发电厂	51%	39.6	39.6	39.6	39.6	39.6	39.6
石嘴山第一发电	石嘴山第一发电厂	60%	66	66	66	66	66	66
石嘴山发电	石嘴山发电厂	50%	132	132	132	132	132	132
总计			343.2	343.2	607.2	607.2	939.2	1139
其中当年新增装机			33	0	264	0	332	200

资料来源: 公司公告, 招商证券整理

表 26: 国电电力内蒙宁夏主要煤炭项目构成

单位: 万吨/年	项目名称	股权比例	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
国电建投内蒙古能源	察哈素煤矿	50%	0	0	1000	1000	1000	1500
	刘三圪旦煤矿	50%	0	0	0	0	1000	1000
英力特集团	宁东工业园热电联产项目	51%	0	0	300	300	300	300
	宁夏英力特煤业有限公司	51%	90	90	120	120	120	120
	固原盐化工配套煤矿	51%	0	0	0	0	0	0
总计			90	90	1420	1420	2420	2920
其中当年新增产能			90	0	1330	0	1000	500

资料来源: 公司公告, 招商证券整理

图 54: 2012 ~ 2015 年新投项目增加公司利润总额测算


数据来源: 公司公告, 招商证券整理

表 27: 国电电力内蒙宁夏 2012 ~ 2015 年新增利润测算

单位: (亿元)	项目名称	股权比例	2012E	2013E	2014E	2015E
电力项目净利润						
国电建投内蒙古能源	布连电厂	50%	4.93	4.93	12.47	12.47
	长滩电厂	50%	0.00	0.00	4.93	12.47
内蒙古东胜热电	东胜热电厂	55%	0.55	0.55	0.55	0.55
煤矿项目净利润						
国电建投内蒙古能源	察哈素煤矿	50%	7.70	7.70	1.69	7.52
	刘三圪旦煤矿	50%	0.00	0.00	7.70	1.69

化工项目

英力特集团	宁东工业园热电联产	51%	7.20	7.20	7.20	7.20
总计			20.38	20.38	34.53	41.90
归属于公司的净利润			10.29	10.29	17.37	21.05

资料来源：公司公告，招商证券整理

第六部分: 整体上市篇

作为国电集团的整体上市平台, 国电电力将逐步收购国电集团的优质电力资产, 在五大发电集团中率先实现电力业务的整体上市, 2015 年国电电力总装机容量有望突破 1 亿千瓦。

6.1 整合集团电力资产，电力业务整体上市

作为集团核心的资产平台，公司未来的发展方向已非常明确，即充分发挥核心上市公司资本运作平台的作用，按照集团“整体改制，分步实施”的总体改革战略框架，逐步吸收集团优质资产，首先实现电力资产的全面上市，并在此基础上，整合集团其他产业最终实现整体上市。

6.1.1 发挥核心平台优势，整合集团电力资产

根据国电集团的承诺，集团将在 5 年左右时间，把所有火电及水电业务装入公司（不含集团其他直接控股上市公司的相关资产）。这是公司迅速扩大资产规模的最便捷的途径，也是集团整体上市的关键步骤。

按照江苏公司资产注入的经验，集团原则上以省（或区域）为单位将同一省内（或区域内）的相关资产及人员注入公司，目前，随着国电集团资产注入公司的步伐逐步加快，我们可重点关注集团各区域装机情况，并以区域划分分析各地区资产。

- **16 个区域、省级公司。**发电产业是集团的核心产业，截至 2009 年底，集团除上市资产外，共拥有 16 个区域和省级分公司，电力资产装机容量 5441 万千瓦。
- **火电资产。**集团未上市火电资产，大容量、高参数机组占到 3/4，拥有 30 万千瓦级火电机组 65 台，60 万千瓦级火电机组 29 台，百万千瓦级机组 4 台，属于盈利能力较高的优质资产。其中，装机 500 万千瓦的北仑电厂是目前中国最大的火电厂。
- **水电资产。**国电集团形成了以四川大渡河流域滚动开发为重点，新疆开都河、阿克苏河、精河等流域开发和云南阿墨江流域开发等大中小水电投资并举的态势。
- **风电资产。**风力发电是国电集团的优势产业，目前已在全国 13 个省区建成 47 座风电场，初步形成六大基地布局。

表 28: 国电集团主要电力资产按省（区域）分布情况

公司名称	总装机容量	机组构成		
	(万千瓦)	30 万千瓦级	60 万千瓦级	100 万千瓦
华北电力有限公司	574.1	11	3	
东北电力有限公司	579.4	4	4	
山东电力有限公司	754	10	6	
新疆电力有限公司	150.9		水电、火电	
河南电力有限公司	192	2		
云南电力有限公司	207.4	4		
贵州电力有限公司	246.7	6		
江苏电力有限公司	458	4	2	2
内蒙古国电能源投资公司	245	6		
华东分公司	647.9	2	6	2
西北分公司	230	4		
南方分公司	24		水电	
华中分公司	606.8	4	6	
川渝分公司	394.2	6	2	
广西分公司	88.4	2		
宁夏分公司	42			

资料来源：国电集团网站，招商证券整理

图55: 国电集团2009年主要电力资产分布地图



数据来源: 国电集团网站, 招商证券整理

表 29: 国电集团主要电力资产相关指标统计

统计指标名称	2009 年		
	本年累计	上年同期	同比增长率
发电装机总容量 (万千瓦)	8202.63	7024.39	16.8%
其中: 水电机组	637.56	470.34	35.6%
火电机组	7025.05	6261.75	12.2%
风电机组	534.52	286.90	86.3%
秸秆机组	5.50	5.40	1.9%
≥300MW 火电机组比例 (%)	84.1	78.2	7.6%
火电机组平均单机容量 (万千瓦)	29.52	25.35	16.4%
发电量 (亿千瓦时)	3531.5	2977.7	18.6%
上网电量 (亿千瓦时)	3296.6	2775.1	18.8%
发电设备平均利用小时(小时)	4792	4746	1.0%
其中: 水电机组	3098	3559	-13.0%
火电机组	5042	4910	2.7%
供热企业供热量 (万吉焦)	8967.8	7918.7	13.2%
供电标准煤耗 (克/千瓦时)	331.8	340.5	-2.6%
发电厂用电率 (%)	5.81	6.07	-4.3%
入炉综合标煤单价 (不含税)	572.3	628.9	-9.0%
本年新增发电装机容量 (万千瓦)	1178.24	1018.38	15.7%
其中: 基建投产容量	1017.52	896.36	13.5%
并购新增容量	395.42	241.10	64.0%
技改及其他增容	26.50	43.50	-39.1%
关停及其他减少容量	-261.20	-162.58	60.7%

资料来源: 国电集团网站, 招商证券整理

预计 2015 年以前，国电集团总装机规模将达到 1.2 亿千瓦，假设长源电力和龙源电力合计装机容量 2000 万千瓦，按照国电集团将除长源电力、龙源电力之外的发电资产注入公司，则 2015 年底公司的总装机容量有望达到 1 亿千瓦，复合增长率 43.7%。

6.1.2 关注近期资产注入，整体上市步伐加快

2010 年 4 月 22 日，公司收到国电集团《关于解决与国电电力同业竞争问题有关事项的函》，集团承诺在收购完成江苏电力有限公司 80% 股权后，拟在一年内再次启动注资工作，将国电集团拥有的福建、云南和新疆的发电业务资产注入国电电力。该函明确了公司近期拟注入的资产目标，同时将三个省份地区的资产提上注入日程，在一定程度上反映出整体上市的步伐正在加快。除江苏公司外，其他地区的相关资产情况如下：

- **福建地区电力资产。**主要包括 2 个火电厂以及多个风电项目。我们判断，公司可能收购的项目应该主要是两个火电厂，即福州发电公司（2×60 万千瓦）和泉州发电公司（2×30 万千瓦）。

表 30：国电集团福建地区主要电力资产情况

编号	公司名称	机组类型	现有装机 万千瓦	权益比 例	权益装机 万千瓦	位置
1	国电福州发电有限公司	燃煤	120	51%	61.2	福州
2	国电泉州发电有限公司	燃煤	60	72%	43.2	泉州
3	龙源雄亚(福清)风电	风电	4	100%	4	福清
4	龙源平潭风力发电	风电	10	100%	10	平潭
5	龙源(莆田)风力发电	风电	4.845	100%	4.845	莆田
6	福建省莆田南日风电	风电	1.615	100%	1.615	莆田
7	福建风力发电	风电	11.795	100%	11.795	厦门
8	福建省东山澳仔山风电	风电	8.55	100%	8.55	东山
9	福建省平潭长江澳风电	风电	0.6	100%	0.6	平潭
10	福建新能源开发筹建处	-	-	-	-	-

资料来源：国电集团网站，招商证券整理

- **云南地区电力资产。**由国电云南电力有限公司代表国电集团履行管理该地区资产，主要包括 2 个火电厂以及多个小水电项目，小水电项目可能发展较快。其中，公司可能收购的电厂为：大寨水力发电厂、六郎洞水力发电厂、开远发电厂、阳宗海发电有限公司、国电迪庆香格里拉发电公司、国电云南阿墨江发电有限责任公司、国电德宏福榕大盈江水电开发有限公司等。

表 31：国电集团云南地区主要电力资产情况

编号	公司名称	机组类型	现有装机 容量	权益比例	权益装机	位置
1	云南电力有限公司		207.1			云南
2	大寨电厂	水电	6	100%	6	罗平县
3	六郎洞发电厂	水电	2.5	100%	2.5	丘北县
4	香格里拉发电	水电	25	34%	8.5	香格里拉
5	大盈江水电	水电	10.8	100%	10.8	盈江县
6	斯得河水电	水电	2.7	100%	2.7	贡山县
7	阳宗海发电	燃煤	100	51%	51	昆明
8	开远发电	燃煤	60	100%	60	开远

资料来源：国电集团网站，招商证券整理

- **新疆地区电力资产。**由国电集团的全资子公司国电新疆电力有限公司管理该地区资产，主要包括小水电项目、热电联产项目以及煤矿资源。除此以外，该地区还有大量的在建项目，均可能被公司收购，如：柳树沟水电站（18 万千瓦）、温泉水电站（13.5 万千瓦）、吐木秀克水电站（4.8 万千瓦）和红雁池“上大压小”热电联产技改工程（66 万千瓦）、阿拉山口风电一期工程（4.95 万千瓦）等。

表 32：国电集团新疆地区主要电力资产情况

编号	公司名称	机组类型	现有装机容量	权益比例	权益装机	位置
1	新疆电力有限公司		150.6			新疆
2	塔城铁厂沟发电	燃煤	5.0	100%	5	托里县
3	红雁池第一发电	燃煤	27.0	100%	27	乌鲁木齐
4	库车发电	燃煤	27.0	85%	22.95	库车县
5	吉林台水电	水电	46.0	72%	33.12	尼勒克
6	开都河流域水电	水电	30.9	55%	16.995	库尔勒
7	吐木秀克水电	水电	4.8	63%	3.024	阿克苏
8	阿拉山口风电	风电	9.9	70%	6.93	阿拉山口
9	艾比湖流域开发	水电	5.0	80%	4	尼勒克

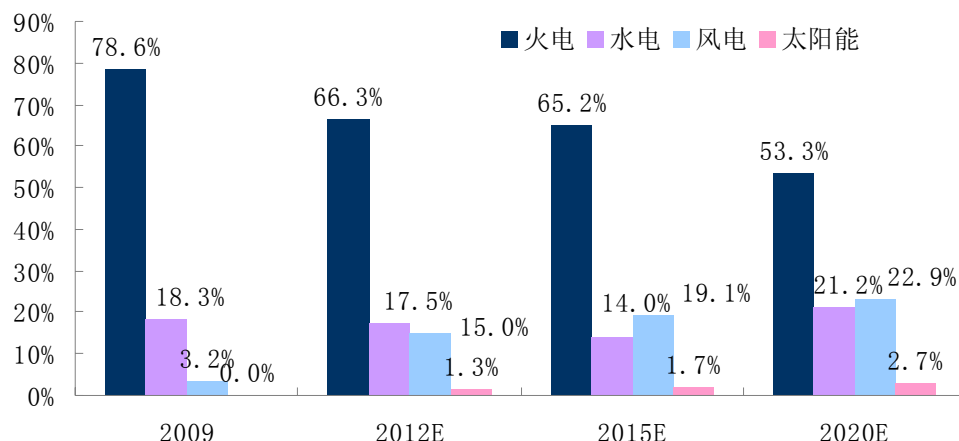
资料来源：国电集团网站，招商证券整理

- 新疆地区的资产还包括丰富的煤炭资源，主要有国电库车大平滩煤矿、准东奥塔乌克日什（北区）煤矿，另外，新疆电力公司结合自治区实施的“西煤东运”、“西电东送”工程，在哈密、吐鲁番、伊犁、阿勒泰等煤炭资源丰富的地区开发煤炭资源。这些资源都为该地区电力项目提供了能源保障。

6.1.3 新能源引领转型，注重发展清洁能源

随着社会经济、市场需求环境的不断变化，公司在吸收合并集团其他电力资产的情况下，公司还面临着能源结构的进一步转型。结合目前国际国内发展清洁能源、加速节能减排的大趋势，公司确立了“新能源引领转型、实现绿色发展”的结构调整指导思想和目标，并在此基础上形成了“两个突出，两个加快”的实施措施，即突出新能源发展，突出大机组、大产业基地建设，加快水电、核电开发，加快煤炭开发和清洁利用。

- **突出新能源发展。**加快风电发展，大力开发太阳能项目，积极开展生物质发电项目，关注世界潮汐、海流、地热等发电项目的投资。
- **突出大机组、大产业基地建设。**着力发展煤电联营，建设大型能源产业基地；着力推进高效节能环保的大机组建设；抓好热电联产机组开发建设；加大小火电机组关停力度；加大现有电厂技改力度。
- **加快水电、核电开发。**推进大中小并举的水电发展模式；支持大渡河流域水电开发；加大水电项目并购力度，努力争取核电发展机会。
- **加快煤炭开发和清洁利用。**发展煤炭清洁利用产业，打造循环经济产业链条，积极发展一体化产业，推进新能源技术创新。

图56：公司清洁能源装机比例规划


数据来源：公司公告，招商证券整理

6.2 继续整合相关产业，全面实现整体上市

在整合集团电力资产的基础上，站在长远发展的角度，公司的进一步扩张需要突破资源约束的瓶颈，延伸产业链、多元化布局便成为公司再次飞跃的动力，而集团目前拥有的五大产业正是保障公司成长的最直接资源。除电力资产外，集团目前还布局了以下几个主要产业：

煤炭产业：煤炭综合产业是集团战略调整的重中之重。

- **煤炭综合产业。**重点投资了大型煤矿、煤电一体化及与煤炭资源开发配套的发煤站、集散站、铁路、港口、码头、船队等项目，目前控制煤炭资源量 132 亿吨，年产量超过 2200 万吨。拥有内蒙古平庄煤业集团、宁夏英力特公司等煤炭和煤化工企业，将在内蒙古、东北、宁夏、新疆建设大型煤炭基地，开发建设蒙东和东北煤电化运港一体化、鄂尔多斯煤电一体化等项目。投资了贵州黄织铁路、赤峰至锦州铁路、山西大峪口洗煤厂、大新发煤站、租赁秦皇岛下水煤堆场等配套项目，其中秦皇岛港专用堆场及泊位年煤炭调运量达 2000 万吨。
- **煤化工。**集团在内蒙古赤峰、宁夏宁东化工园相继开工建设煤化工项目。年产 30 万吨合成氨、52 万吨尿素项目将于 2011 年在赤峰建成投产。

科技环保：集团在科技环保产业上具有独特的领先优势，致力于科技产业跨越式发展，做大做强脱硫脱硝、等离子点火、电站自动控制等优势产业，实现了节能、环保、信息化、新能源等四大支柱同步发展。

- **脱硫、脱硝工程。**集团拥有国内实力最强的专业脱硫公司，累计投运脱硫装置容量 4512 万千瓦，在建脱硫装置 3251 万千瓦；投运和正在承担的脱硝项目共 9 个。
- **等离子点火技术。**该项技术为集团在全世界独有，目前已在国内 1.8 亿千瓦的装机上应用，累计节油 400 多万吨，为社会创造经济效益 200 多亿元。在国外成功应用于韩国和俄罗斯燃煤机组，装机容量达 381 万千瓦。
- **电站控制技术（DCS）。**该技术为集团自主研发，被列为振兴装备制造业国家技术进步示范项目，已推广应用 800 余台（套），国内市场占有率达 21%。已成功应用于 60 万千瓦超临界机组。

制造产业：集团积极进军制造业，在风力设备制造和电站空冷设备制造等方面取得了较好的业绩。

- **风机制造。**集团风机制造已经具备年产 800 台 1.5 兆瓦风机的生产能力，2009 年将达到 1200 台生产能力，同时正在研制 3 兆瓦海基风机。在保定、连云港、包头等地将相继建成风机整机制造基地。
- **电站空冷。**集团在引进消化吸收的基础上，自主设计生产的火电厂空冷系统，取代传统冷却方式，机组冷却水耗水量不到湿冷机组的五分之一，成为中国富煤缺水地区火力发电厂建设的首选技术。目前，集团该项技术已运用于 640 万千瓦火电机组，其中 240 万千瓦机组投运，运行效果良好。
- **多晶硅。**集团在宁夏石嘴山、内蒙古鄂尔多斯等地相继开工建设多晶硅项目。石嘴山年产 5000 吨多晶硅项目将于 2010 年建成投产，鄂尔多斯年产 3000 吨多晶硅项目将于 2011 年建成投产。

金融产业：集团占据产业链高端，不断拓宽金融业务领域，完善集团多产业布局。

- 开发了具有自主知识产权的“国电网银”系统，进一步推进了信贷增值产品、保险经纪等金融服务业务。拓展了投资银行业务，成立中电资产管理有限公司，建立了向社会募集权益性资金的金融平台，目前，正在筹建财险、寿险、基金公司。

第七部分：价值篇

公司“四大引擎”项目盈利能力都较强，预计 2010~2015 年为公司贡献新增净利润分别为 6.6 亿元、12.1 亿元、22.6 亿元、22.9 亿元、30.2 亿元和 34.2 亿元。我们建议关注公司长期价值，在未来 3~5 年中，国电电力都将是电力板块中成长性最好的公司之一。

7.1 公司价值分析

纵观整个公司的成长历史，我们看到一匹正在高速奔跑的白马。公司依靠大股东作为基石，快速成长，凭借基建与收购并进，迅速崛起，一举成为集团的核心资本窗口和整体上市平台。展望公司的发展未来，公司依托大量的优质资产，特别是“四大引擎”项目，铸成公司未来业绩的阶梯，并不断注入集团资产，实现电力资产全面上市，最终完成整个集团的整体上市。

公司目前的股价为 3.63 元，现在是两市最低股价之一，PE 和 PB 均低于电力板块平均值，我们认为公司目前股价并未能完全反映其真正的价值，为此我们总结了对公司价值产生影响的几大要点：

- **大股东强力支持，发展有保障。**国电集团的两次承诺，充分表明了大股东对公司的支持力度，目前，集团尚有 2/3 的机组未上市，是公司装机容量的 3.36 倍，可以预计，随着集团电力资产注入步伐的加快，公司的装机规模将呈爆发性增长。
- **资产结构合理，抗风险能力强。**在五大集团下属的旗舰公司中，公司的装机结构最为合理，资产负债率最低，抗风险能力和盈利能力较强，在 2008 年电力行业形势最为严峻，大公司纷纷亏损的情况下，公司得以实现盈利。随着宏观经济和政策的好转，公司业绩也将有良好的表现。
- **后续项目优质，成长性突出。**在今后的 5 年内，得益于在建项目的大量投产以及集团优质资产的注入，无论从规模上还是盈利能力上，公司的成长性都非常明显，业绩将再上一个台阶。特别是公司的“四大引擎”项目，在公司众多资产中，盈利能力最强，对公司业绩影响最大，是公司未来业绩的成长阶梯。

如果仅考虑江苏电力公司、大渡河瀑布沟、深溪沟电站、冀蒙煤电一体化项目、英力特宁东工业园对公司业绩的贡献，预计 2010~2015 年，将新增归属公司的净利润分别为 6.6 亿元、12.1 亿元、22.6 亿元、22.9 亿元、30.2 亿元和 34.2 亿元，按照目前的总股本 108.9 亿股测算，新增每股收益分别为 0.06 元/股、0.11 元/股、0.21 元/股、0.28 元/股和 0.31 元/股，复合增长率为 38.9%。

表 33：公司 2010~2015 年新增净利润预测

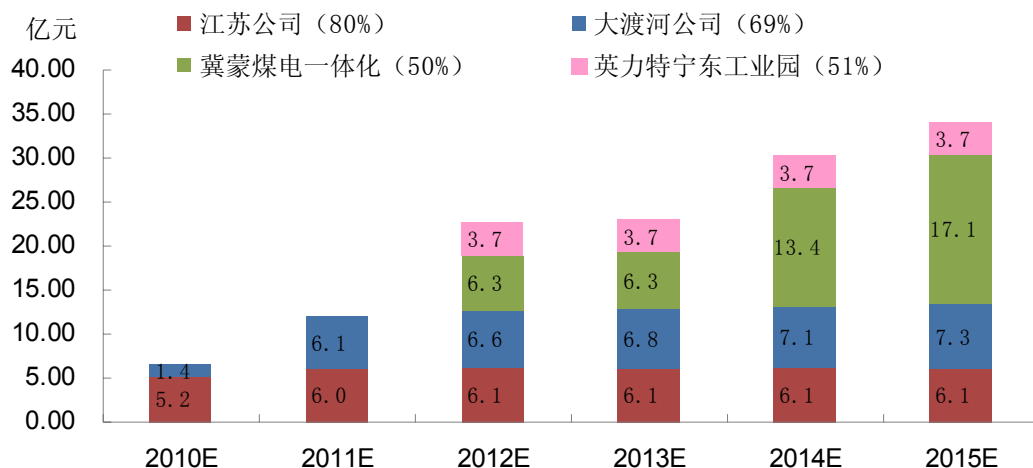
单位：亿元	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
江苏公司（80%）	5.2	6.0	6.1	6.1	6.1	6.1
谏壁电厂	2.2	3.1	3.2	3.2	3.2	3.2
泰州电厂	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
常州电厂	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
大渡河公司（69%）	1.4	6.1	6.6	6.8	7.1	7.3
瀑布沟电站	1.3	4.3	4.5	4.7	4.9	5.2
深溪沟电站	0.2	0.9	1.1	1.2	1.2	1.2
瀑布沟调节下游增量	0.0	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
冀蒙煤电一体化（50%）			6.3	6.3	13.4	17.1
布连电厂			2.5	2.5	6.2	6.2
长滩电厂					2.5	6.2
察哈素煤矿			3.9	3.9	0.8	3.8
刘三圪旦煤矿					3.9	0.8
英力特宁东工业园（51%）			3.7	3.7	3.7	3.7
合计新增国电电力净利润	6.6	12.1	22.6	22.9	30.2	34.2

资料来源：招商证券

表 34: 公司 2010 ~ 2015 年新增每股收益预测

单位: 元/股	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
江苏公司 (80%)	0.047	0.055	0.056	0.056	0.056	0.056
谏壁电厂	0.021	0.028	0.029	0.029	0.029	0.029
泰州电厂	0.016	0.016	0.016	0.016	0.016	0.016
常州电厂	0.011	0.011	0.011	0.011	0.011	0.011
大渡河公司 (69%)	0.013	0.056	0.060	0.063	0.065	0.067
瀑布沟电站	0.012	0.039	0.041	0.043	0.045	0.047
深溪沟电站	0.002	0.008	0.010	0.011	0.011	0.011
瀑布沟调节下游增量		0.009	0.009	0.009	0.009	0.009
冀蒙煤电一体化 (50%)			0.058	0.058	0.123	0.157
布连电厂			0.023	0.023	0.057	0.057
长滩电厂					0.023	0.057
察哈素煤矿			0.035	0.035	0.008	0.035
刘三圪旦煤矿					0.035	0.008
英力特宁东工业园 (51%)			0.034	0.034	0.034	0.034
合计新增每股收益	0.061	0.111	0.208	0.210	0.278	0.314

资料来源: 招商证券

图 57: 公司 2010 ~ 2015 年新增净利润图


数据来源: 招商证券

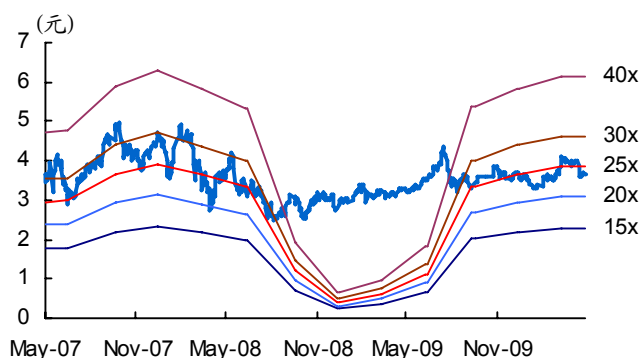
维持“强烈推荐 - A”的评级。在此基础上, 我们保守预计公司 2010 ~ 2012 年将实现归属公司的净利润 25.1 亿元、30.9 亿元和 41.0 亿元, 按照目前的总股本 108.9 亿股计算, 公司每股收益分别为 0.23、0.28、0.38 元。我们维持强烈推荐评级, 建议投资者进一步关注公司的长远价值, 目标价设定为 5.00 元。

7.2 公司风险探讨

公司以发电为主业，同时向上下游拓宽产业链，由于多元化发展稀释了部分市场风险，但我们建议投资者仍需关注局部市场的相关风险：

- **水电企业风险：**随着公司水电比重的逐渐增加，水文情况将对公司业绩产生一定的影响，虽然从多年平均来看水电公司能够获得稳定收益，但是在某一特殊年份存在盈利低于预期的可能性。
- **火电企业风险：**如果煤价继续大幅上涨，并失去控制，火电行业盈利恶化，公司仍然以火电为主，也会面临一定风险。
- **宏观政策风险：**我们预期宏观政策会逐步完善，经营环境会逐步转向合理，但是也不排除恶劣的经营环境长时间持续。
- **地方政策风险：**存在地方政府出台相关税收政策获得财政收入，减少企业利润水平的风险，例如水资源开发补偿费等；另外，部分企业所在省份实行分时差别电价，存在电力调度导致分时系数下降吞食企业利润的风险。
- **系统性风险：**由于证券市场存在系统性风险，公司的股价也会在一定程度上受到市场波动的影响。

图 58：国电电力历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 59：国电电力历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	8597	7678	17313	25403	44937
现金	442	297	1300	6038	19229
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	44	208	154	186	257
应收款项	1638	2050	4593	5554	7664
其它应收款	328	233	308	372	514
存货	1146	1129	3629	4388	5719
其他	4999	3761	7331	8865	11554
非流动资产	60142	82103	81682	81136	80499
长期股权投资	6083	8243	6500	7000	7500
固定资产	31045	55919	65337	67863	68532
无形资产	427	554	499	449	404
其他	22587	17387	9347	5824	4063
资产总计	68739	89780	98995	106539	125435
流动负债	21342	40943	35355	30011	34276
短期借款	15778	27791	22992	15500	16000
应付账款	1490	3147	4887	5910	7703
预收账款	0	84	2444	2955	3851
其他	4075	9921	5032	5646	6722
长期负债	27908	24863	31876	41876	51876
长期借款	21369	18176	28176	38176	48176
其他	6539	6687	3700	3700	3700
负债合计	49251	65806	67231	71887	86152
股本	5448	5448	10896	10896	10896
资本公积金	2951	3016	3016	3016	3016
留存收益	5783	7220	8974	11136	14009
少数股东权益	5307	8292	8880	9604	11363
母公司所有者权益	14182	15683	22885	25047	27920
负债及权益合计	68739	89780	98995	106539	125435

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1842	5703	2620	8601	9926
净利润			2506	3089	4104
折旧摊销			3694	4046	4137
财务费用			2602	2874	3404
投资收益			-900	-930	-900
营运资金变动			-6124	-1216	-2602
其它			842	737	1783
投资活动现金流	-14850	-13915	-3492	-3500	-3500
资本支出			-6000	-3000	-3000
其他投资			2508	-500	-500
筹资活动现金流	11869	8067	1875	-362	6765
借款变动			1868	2508	10500
普通股增加			5448	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			-752	-927	-1231
其他			-4689	-1944	-2504
现金净增加额	-1140	-145	1003	4738	13191

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	16440	19447	30771	37211	51351
营业成本	14610	15760	24435	29550	38513
营业税金及附加	169	187	308	372	668
营业费用	31	91	31	37	51
管理费用	505	520	738	893	1797
财务费用	1297	1423	2602	2874	3404
资产减值损失	-5	112	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	229	1066	900	930	900
营业利润	63	2419	3556	4435	7817
营业外收入	108	81	30	30	30
营业外支出	41	44	30	30	30
利润总额	130	2456	3556	4435	7817
所得税	-89	331	462	621	1954
净利润	219	2124	3094	3814	5863
少数股东损益	40	529	588	725	1759
母公司所有者净利润	179	1595	2506	3089	4104
EPS (元)	0.03	0.29	0.23	0.28	0.38

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	-6%	18%	58%	21%	38%
营业利润	-98%	3757%	47%	25%	76%
净利润	-90%	792%	57%	23%	33%
获利能力					
毛利率	11.1%	19.0%	20.6%	20.6%	25.0%
净利率	1.1%	8.2%	8.1%	8.3%	8.0%
ROE	1.3%	10.2%	10.9%	12.3%	14.7%
ROIC	4.0%	4.5%	6.5%	7.1%	8.1%
偿债能力					
资产负债率	71.6%	73.3%	67.9%	67.5%	68.7%
净负债比率	55.0%	54.9%	51.7%	50.4%	51.2%
流动比率	0.4	0.2	0.5	0.8	1.3
速动比率	0.3	0.2	0.4	0.7	1.1
营运能力					
资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
存货周转率	9.2	13.9	10.3	7.4	7.6
应收账款周转率	7.7	10.5	9.3	7.3	7.8
应付账款周转率	6.8	6.8	6.1	5.5	5.7
每股资料(元)					
每股收益	0.03	0.29	0.23	0.28	0.38
每股经营现金	0.34	1.05	0.24	0.79	0.91
每股净资产	2.60	2.88	2.10	2.30	2.56
每股股利	0.03	0.08	0.07	0.09	0.11
估值比率					
PE	114.2	12.8	16.3	13.2	10.0
PB	1.4	1.3	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	15.1	8.5	5.6	4.8	3.6

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

彭全刚：清华大学博士，长期从事电力行业研究工作，曾供职于中国华能集团公司、国务院电力体制改革工作小组办公室，2007 年加入招商证券。现为招商证券研究副董事，曾获《新财富》2008 年电力与公用事业最佳分析师。

侯鹏：清华大学硕士，曾供职于国家开发投资公司旗下国投电力公司，长期从事电力项目建设和企业管理工作，全面掌握水电、火电、风电、光伏发电项目的特点，对电力企业运营有独到认识。2010 年加入招商证券，现为招商证券电力行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。