

强烈推荐-A (维持)

国电电力 600795.SH

目标估值: 4.50-5.00 元

当前股价: 3.57 元

2010 年 7 月 26 日

基础数据

上证综指	2589
总股本(万股)	1239457
已上市流通股(万股)	1095428
总市值(亿元)	442
流通市值(亿元)	391
每股净资产(MRQ)	1.5
ROE(TTM)	9.1
资产负债率	75.0%
主要股东	中国国电集团公司
主要股东持股比例	59.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	7	1	-4
相对表现	6	18	20



相关报告

- 1、《国电电力(600796)-公开增发收购电厂,规模继续扩张》2010/7/20
- 2、《国电电力(600795)-四大引擎促发展,整体上市谱新篇》2010/5/21

彭全刚

010-88087428
pengqg@cmschina.com.cn
S1090209090315

研究助理:

侯鹏

010-88087428
houp@cmschina.com.cn

收购提升规模, 后续注入可期

收购江苏公司股权给国电电力业绩带来了巨大增长, 发电量和收入的实际增幅在 50% 左右, 公司净利润得到明显提升, 由于股本扩张影响, 公司每股收益与去年基本持平。我们看好公司长期发展, 维持“强烈推荐”的投资评级。

- **收购江苏公司股权完成, 公司盈利增加。**2010 年国电电力实现主营业务收入 159.5 亿元, 同比增长 77%, 实现利润总额 13.2 亿元, 同比增长 43%, 归属于母公司所有者的净利润 8.6 亿元, 同比增加 33%。上述增长主要来自于收购江苏电力公司股权所致, 如果去年的基数中包含江苏公司, 则利润总额和归属净利润分别下降 23%、7.5%。上半年公司每股收益 0.069 元, 受股本摊薄影响略有下降, 符合我们的预期。
- **净利润同比大幅攀升, 收购效果明显。**二季度实现销售收入 104 亿元, 同比增加 123%; 营业成本 90 亿元, 同比增加 139%; 财务费用 7.4 亿元, 同比增加 98%; 投资收益 3.3 亿元, 同比增加 80%; 实现净利润 7.0 亿元, 同比增加 39%。各项指标同比大幅增长, 主要是江苏公司在二季度末交割完成, 但是从年初以来的收入、成本都计入国电电力, 因此指标发生突变。另一方面, 公司大渡河瀑布沟等电站新机组投产, 使得公司发电量大幅增加所致。
- **装机规模快速增长, 江苏公司贡献 138 亿度发电量。**上半年, 公司大渡河瀑布沟、深溪沟等重要项目陆续投产, 加上收购的江苏公司, 公司今年增加装机 661 万千瓦, 是装机规模增长最多的一年, 同时也推动了发电量的大幅攀升, 特别是江苏公司, 上半年贡献发电量 138 亿度, 与国电电力原有业务一个季度的发电量相当, 收购江苏公司相当于增加了半个国电电力。
- **盈利处于低位, 继续高速增长, 维持“强烈推荐”投资评级。**公司上半年毛利率仅为 14%, 处于历史低位。考虑到近期拟收购的北仑三发等电厂, 以及未来即将注入集团的其他优质电力资产, 公司正在进入高速成长阶段, 另外, 公司在建的大渡河公司、冀蒙煤电一体化项目和英力特宁东工业园, 也均是盈利极强的公司, 将推动公司业绩跨越式增长, 公司的高成长性非常明确, 我们预测公司未来盈利能力会逐渐回升, 10~12 年每股收益分别为 0.18、0.22、0.25 元, 维持强烈推荐的投资评级, 目标价 4.5~5.0 元。
- **风险提示: 煤炭成本高于预期、装机扩容速度低于预期。**

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	27908	33991	46907
同比增长	-6%	18%	44%	22%	38%
营业利润(百万元)	63	2419	3137	3892	5996
同比增长	-98%	3757%	30%	24%	54%
净利润(百万元)	179	1595	2211	2711	3148
同比增长	-90%	792%	39%	23%	16%
每股收益(元)	0.03	0.29	0.18	0.22	0.25
PE	228.4	25.6	21.0	17.1	14.8
PB	2.8	2.6	1.9	1.8	1.6

资料来源: 招商证券

正文目录

一、受益资产收购，公司业务攀升.....	3
1、收购江苏公司股权完成，公司盈利增加.....	3
2、净利润同比大幅攀升，收购效果明显.....	3
3、盈利回升空间大，财务杠杆发挥作用.....	4
4、发电量快速提升，新收购新投产机组贡献巨大.....	6
二、现有规模快速扩张，后续资产提升盈利.....	7
1、基建与收购并举，装机规模快速增长.....	7
2、整体上市步伐加快，再次增发收购资产.....	8
3、成长性明确，维持强烈推荐.....	9

图表目录

图 1：国电电力上半年经营指标同比变动比较.....	3
图 2：国电电力二季度经营指标同比变动比较.....	4
图 3：国电电力二季度经营指标环比变动比较.....	4
图 4：国电电力年度收入和利润率指标比较.....	5
图 5：国电电力季度营业收入和利润率指标比较.....	5
图 6：国电电力年度资产收益率指标比较.....	5
图 7：国电电力季度资产收益率指标比较.....	6
图 8：国电电力各电厂上半年发电量和增速比较.....	6
图 9：国电电力历年机组投产规模.....	7
图 10：国电电力 2000 年以来可控装机规模.....	7
表 1：国电电力近期公开增发拟投向资产.....	8
表 2：国电集团主要电力资产按省（区域）分布情况.....	8
附：财务预测表.....	10

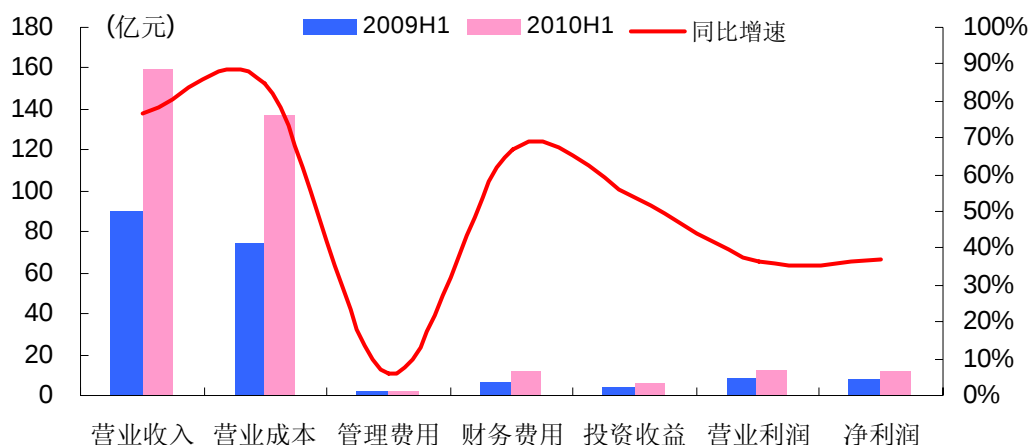
一、受益资产收购，公司业务攀升

1、收购江苏公司股权完成，公司盈利增加

2010 年国电电力实现主营业务收入 159.5 亿元，同比增长 77%，实现利润总额 13.2 亿元，同比增长 43%，归属于母公司所有者的净利润 8.6 亿元，同比增加 33%，折合公司每股收益为 0.069 元，受股本摊薄影响略有下降，基本符合预期。

由于公司报告期内收购了国电集团江苏电力有限公司，且公司总股本调增至 124 亿股，如按照调整后的财务数据测算，则公司利润总额同比减少 23%，归属于上市公司股东的净利润同比减少 7.5%，每股收益同比减少 8.0%。

图1：国电电力上半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

2、净利润同比大幅攀升，收购效果明显

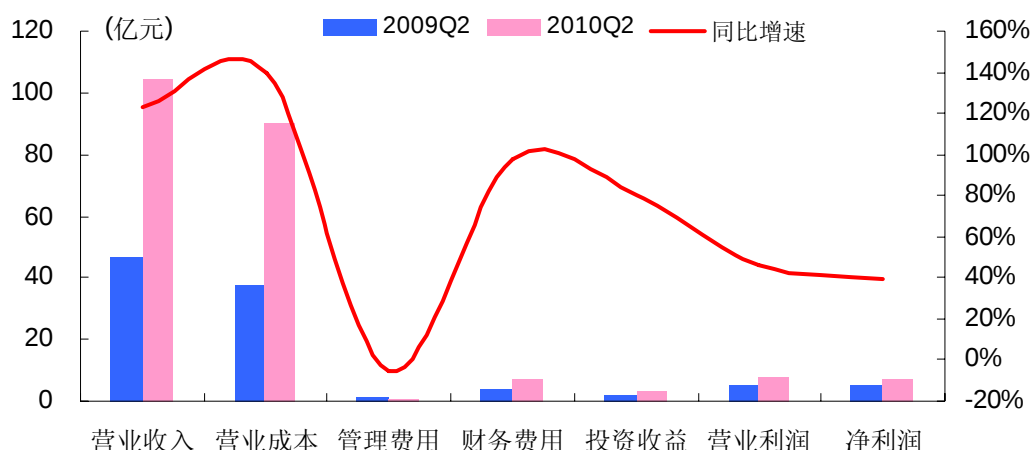
公司二季度实现归属于母公司净利润 5.2 亿元，同比增长 39%，环比增长 61%，增长明显。

- 二季度，公司实现销售收入 104 亿元，同比增加 123%；营业成本 90 亿元，同比增加 139%；财务费用 7.4 亿元，同比增加 98%；投资收益 3.3 亿元，同比增加 80%；实现净利润 7.0 亿元，同比增加 39%。

业绩同比增长明显，一方面是江苏公司从年初以来的收入、成本都计入公司，增厚公司业绩，另一方面是公司大渡河瀑布沟等电站新机组投产，使得公司发电量大幅增加所致。另外，公司成本增长快于收入增长，我们分析，主要是公司火电机组重点合同煤价格较去年同期涨幅较大，从而推高公司成本。

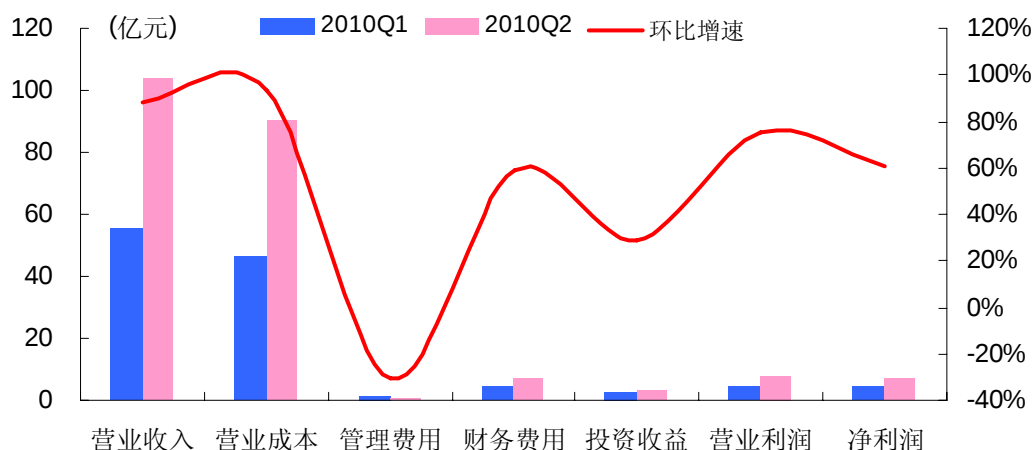
- 二季度销售收入环比增长 88%，营业成本环比增长 93%，财务费用环比增长 59%。与一季度归属于公司净利润 3.4 亿元相比，二季度实现归属净利润 5.2 亿元，增加 1.8 亿元，主要得益于公司发电量环比增长 89%，带来的营业收入的增长，同时，公司管理费用下降 30%，减少 0.4 亿元。

图2：国电电力二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3：国电电力二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

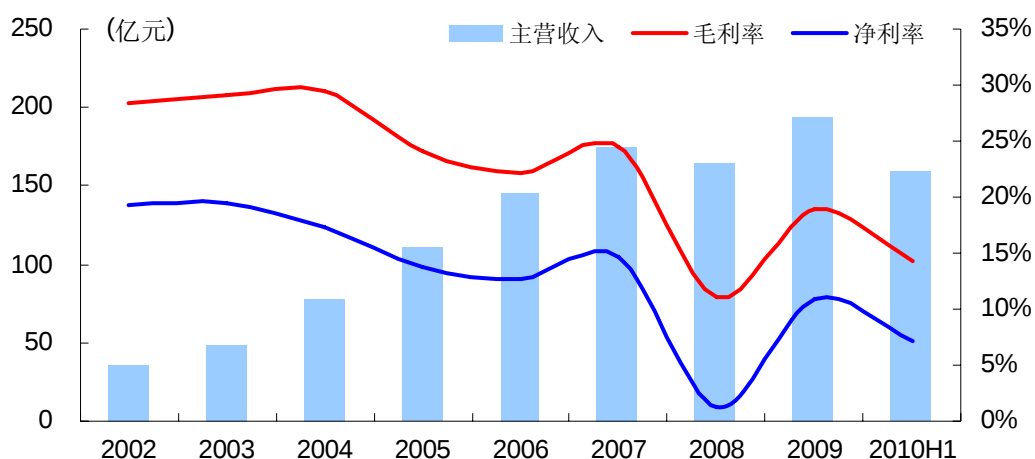
3、盈利回升空间大，财务杠杆发挥作用

公司上半年经营毛利率 14%，较去年同期下降 4 个百分点，公司一、二季度的毛利率分别为 16% 和 13%，环比下降 3 个百分点，主要是因为大渡河公司部分机组投产引起的相关费用增长，以及公司收购的江苏电厂燃料费增加，从而降低了公司毛利率。另外，公司宣威电厂发电量减少、朝阳电厂机组关停也对毛利率产生一定影响。

公司净利率相对稳定，但也仍处于历史低位，一、二季度的净利率分别为 8% 和 7%，较 2009 年 11% 的平均净利率有所下降，公司仍未能恢复至金融危机前的水平，公司正常年份的净利率在 10% ~ 15% 之间，我们判断，煤价影响和财务费用的增长仍是主要因素。另外，随着三季度汛期水电机组发电量比重的上升，公司盈利能力将会明显提高，未来仍有较大回升空间。

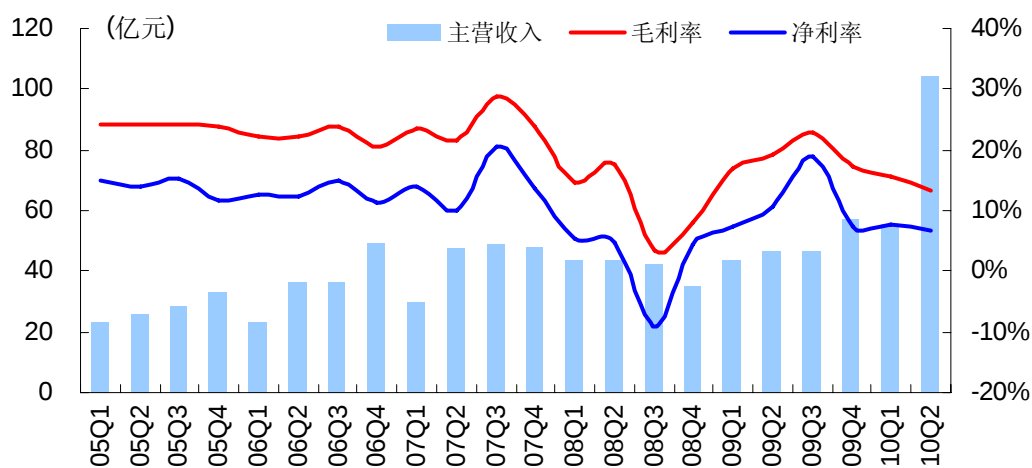
由于负债率增加，财务杠杆加大，公司的年化 ROA 和 ROE 分别达到 4.3% 和 9.4%，较去年同期均有所回升，我们分析，主要是财务杠杆作用发挥了作用，使得 ROE 较毛利率等恢复更快。

图4: 国电电力年度收入和利润率指标比较



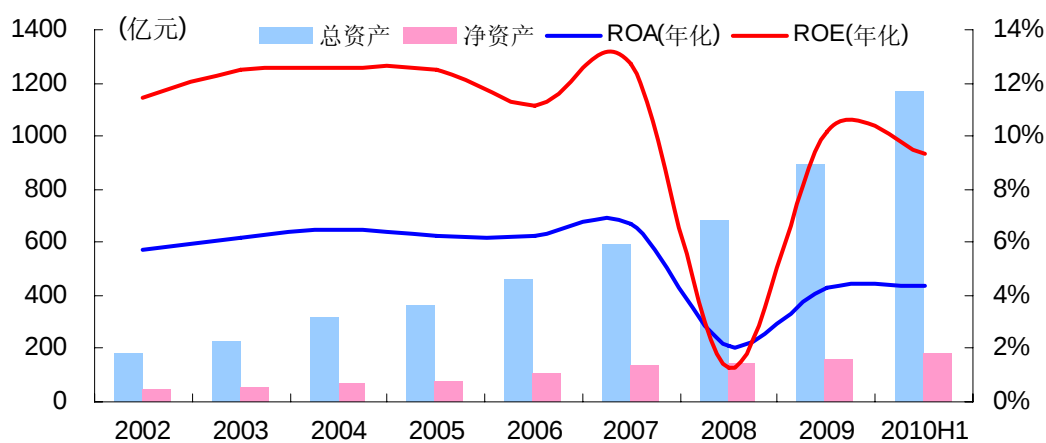
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图5: 国电电力季度营业收入和利润率指标比较



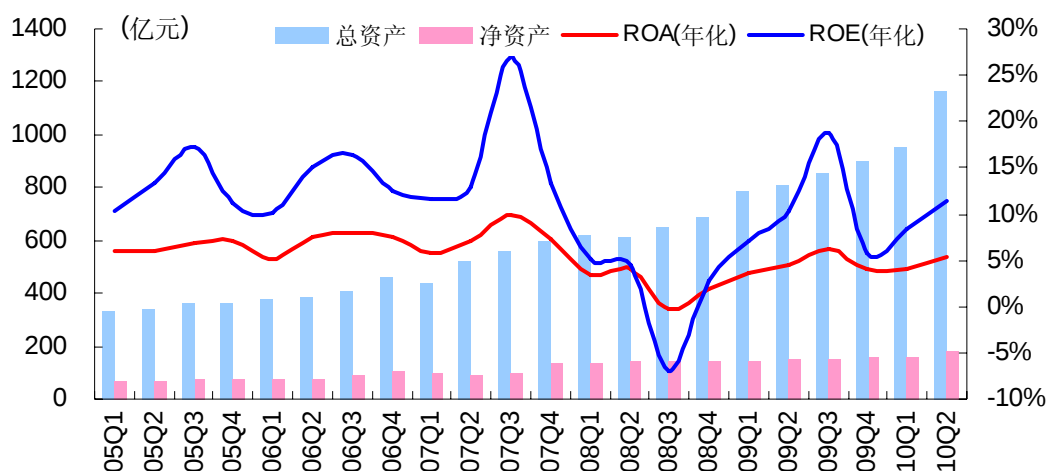
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图6: 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7：国电电力季度资产收益率指标比较



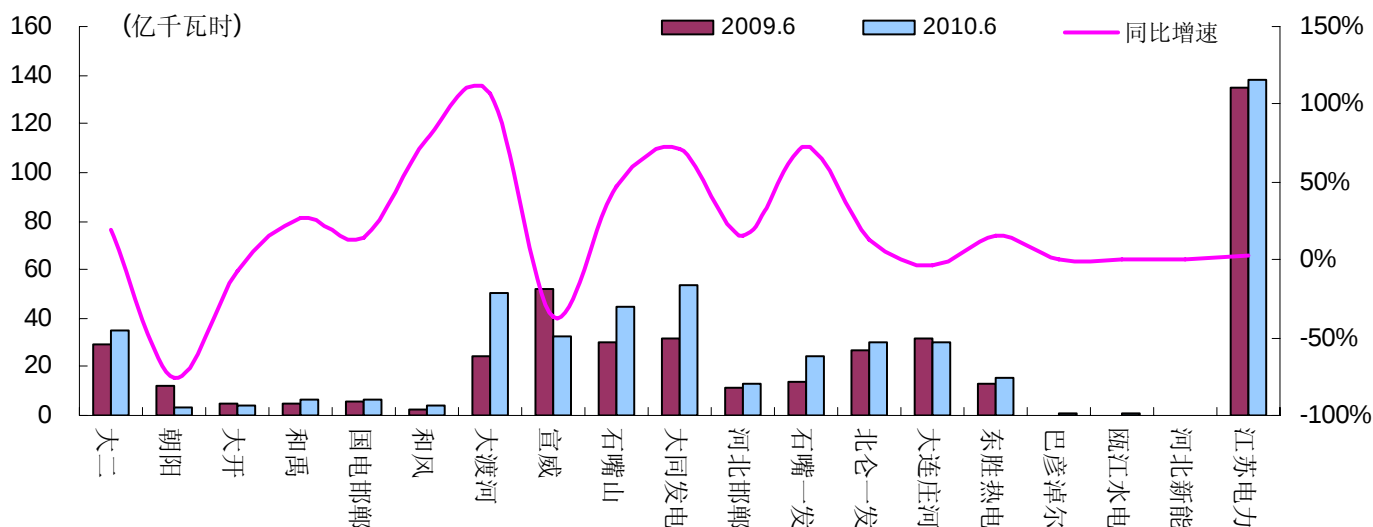
数据来源：公司公告，招商证券整理

4、发电量快速提升，新收购新投产机组贡献巨大

公司上半年电量同比增长 25.2%，二季度电量环比增长 89%，主要增量来自于新收购的电厂和新投产的机组。其中：

- 大渡河公司上半年发电量 50.4 亿千瓦时，增长 106.4%，主要是瀑布沟电站去年年底以来已经投产四台 60 万千瓦机组；
- 大同发电上半年发电量 53.8 亿千瓦时，同比增长 71.9%；
- 石嘴山发电上半年发电量 44.6 亿千瓦时，同比增长 47.1%；
- 新收购的江苏电厂对公司电量增量贡献最大，上半年发电量 138 亿千瓦时，与公司原有机组一个季度的发电量相当，收购江苏公司相当于增加了半个国电电力。

图8：国电电力各电厂上半年发电量和增速比较



数据来源：公司公告，招商证券整理

二、现有规模快速扩张，后续资产提升盈利

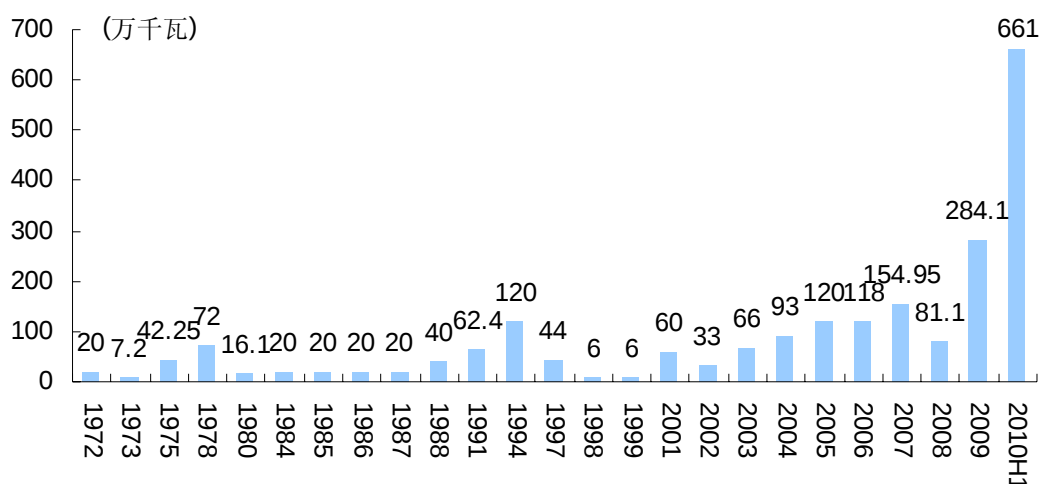
1、基建与收购并举，装机规模快速增长

上半年，国电电力下属的大渡河瀑布沟、深溪沟等重要项目陆续投产，另外，公司通过外延式增长，收购江苏电厂 458 万千瓦机组，快速提高装机规模，是公司装机增长最多的一年，截至 2010 年 6 月，公司装机规模已达到 2187 万千瓦。

2010 年上半年，公司新增加的主要机组有：

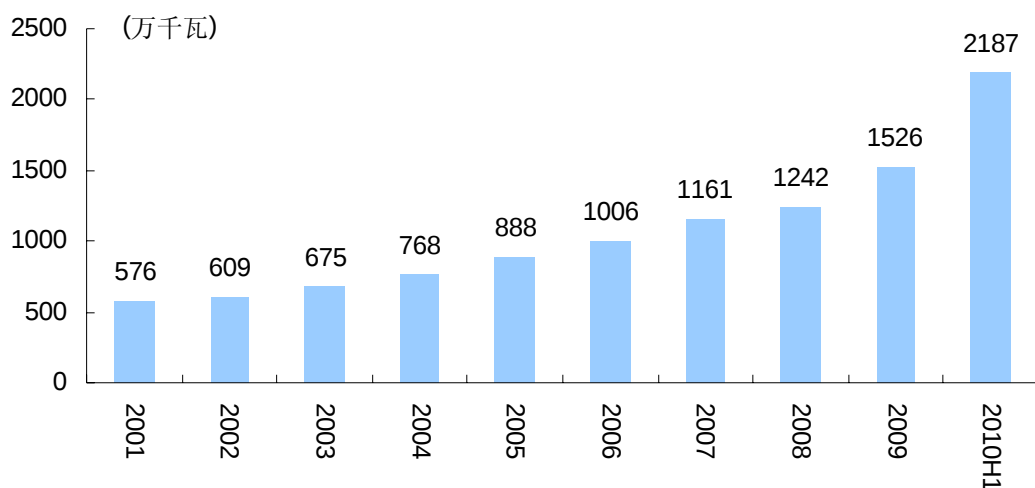
- 大渡河瀑布沟电站两台 60 万千瓦水电机组；
- 大渡河深溪沟电站 1 台 33 万千瓦水电机组；
- 江苏公司及其下属电厂 458 万千瓦火电机组；其中，谏壁电厂 132 万千瓦，常州电厂 126 万千瓦，泰州电厂 200 万千瓦。

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）

2、整体上市步伐加快，再次增发收购资产

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）。这意味着，公司近 5 年将迎来资产规模和业绩爆发式增长的黄金时期。

目前，集团整体上市的步伐正在加快，在收购完江苏公司股权后，7 月 20 日，公司拟公开发行不超过 97 亿元，其中，72.1 亿元用于收购国电集团持有的北仑第三发电等 4 家公司的股权，剩余部分用于投资大渡河瀑布沟水电站等 5 个自建项目，收购完成后，公司规模将进一步扩大，业绩得到增厚。

表 1、国电电力近期公开增发拟投向资产

收购标的股权		装机 (万千瓦)	收购价格 (亿元)	拟投资资金 (亿元)
1	北仑第三发电公司 50%股权	200	27.6	27.6
2	新疆公司 100%股权	110	22.6	22.6
3	谏壁公司 100%股权	66	9.15	9.15
4	江苏公司 20%股权		12.71	12.71
小计		376	72.07	72.07
新建项目名称		核准装机 (万千瓦)	总投资 (亿元)	拟投资资金 (亿元)
1	大渡河瀑布沟水电站项目	360	257.83	8
2	江苏谏壁发电厂扩建项目	100	41.11	8
3	大连开发区热电联产项目	60	26.5	12
4	甘肃酒泉热电联产项目	60	27.97	7
5	吉林延边大兴川水电站	4.8	5.43	3
小计		584.8	358.84	38

资料来源：公司公告，招商证券

集团除上市资产外，还拥有 16 个区域和省级分公司，电力资产装机容量 5441 万千瓦（截至 2009 年底），均是较为优质的资产，这些资产的注入，在某种程度上将提高公司的盈利能力和核心竞争力。

- **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型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 2：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 (万千瓦)		机组构成		
		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

3、成长性明确，维持强烈推荐

2010 年，预计公司实现净利润 23 亿元，每股收益 0.18 元；如果考虑近期拟收购的北仑三发、新疆公司、谏壁公司等，公司今年预计实现净利润 28.5 亿元，总股本按照收购后的 154 亿股计算，摊薄后每股收益 0.185 元，每股收益略有增厚。

预计 2010~2012 年每股收益为 0.18、0.22、0.25 元，我们建议关注公司长期价值，考虑到近期收购的江苏公司，拟收购的北仑三发等电厂，以及未来即将注入的集团其他优质电力资产，国电电力正在进入高速成长的阶段，另外，公司还有在建的国电大渡河公司、两个冀蒙煤电一体化项目和英力特宁东工业园，也均是盈利极强的项目，将推动公司业绩跨越式增长，公司的高成长性非常明确，我们给予 2011 年 20 倍市盈率，目标价 4.5~5 元，维持“强烈推荐”投资评级。

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	15824	25199	43722
现金	442	297	1300	7510	19818
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	44	208	140	170	235
应收款项	1638	2050	4165	5073	7001
其它应收款	328	233	279	340	469
存货	1146	1129	3291	4008	5364
其他	4999	3761	6649	8098	10836
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	97506	106335	124220
流动负债	21342	40943	32642	28937	33270
短期借款	15778	27791	21234	15500	16000
应付账款	1490	3147	4432	5399	7224
预收账款	0	84	2216	2699	3612
其他	4075	9921	4759	5339	6434
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	64518	70813	85146
股本	5448	5448	12395	12395	12395
资本公积金	2951	3016	3016	3016	3016
留存收益	5783	7220	8767	10665	12869
少数股东权益	5307	8292	8810	9446	10795
母公司所有者权益	14182	15683	24177	26075	28279
负债及权益合计	68739	89780	97506	106335	124220

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1842	5703	2720	8193	8747
净利润			2211	2711	3148
折旧摊销			3694	4046	4137
财务费用			2532	2867	3394
投资收益			-900	-930	-900
营运资金变动			-5583	-1149	-2405
其它			767	648	1373
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	1775	1516	7062
借款变动			110	4266	10500
普通股增加			6947	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			-663	-813	-944
其他			-4619	-1937	-2494
现金净增加额	-1140	-145	1003	6210	12308

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	27908	33991	46907
营业成本	14610	15760	22162	26993	36119
营业税金及附加	169	187	279	340	610
营业费用	31	91	28	34	47
管理费用	505	520	670	816	1642
财务费用	1297	1423	2532	2867	3394
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	3137	3892	5996
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	3137	3892	5996
所得税	-89	331	408	545	1499
净利润	219	2124	2729	3347	4497
少数股东损益	40	529	519	636	1349
母公司所有者净利润	179	1595	2211	2711	3148
EPS (元)	0.03	0.29	0.18	0.22	0.25

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	-6%	18%	44%	22%	38%
营业利润	-98%	3757%	30%	24%	54%
净利润	-90%	792%	39%	23%	16%
获利能力					
毛利率	11.1%	19.0%	20.6%	20.6%	23.0%
净利率	1.1%	8.2%	7.9%	8.0%	6.7%
ROE	1.3%	10.2%	9.1%	10.4%	11.1%
ROIC	4.0%	4.5%	6.0%	6.5%	6.8%
偿债能力					
资产负债率	71.6%	73.3%	66.2%	66.6%	68.5%
净负债比率	55.0%	54.9%	50.7%	50.5%	51.7%
流动比率	0.4	0.2	0.5	0.9	1.3
速动比率	0.3	0.2	0.4	0.7	1.2
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	10.0	7.4	7.7
应收帐款周转率	7.7	10.5	9.0	7.4	7.8
应付帐款周转率	6.8	6.8	5.8	5.5	5.7
每股资料(元)					
每股收益	0.03	0.29	0.18	0.22	0.25
每股经营现金	0.34	1.05	0.22	0.66	0.71
每股净资产	2.60	2.88	1.95	2.10	2.28
每股股利	0.03	0.08	0.05	0.07	0.08
估值比率					
PE	114.2	12.8	21.0	17.1	14.8
PB	1.4	1.3	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	26.8	15.8	13.9	10.3	9.0

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、未来也将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、2009 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。