

国电电力 (600795.SH) 火电行业

评级：买入 维持评级

业绩点评

市价 (人民币) : 3.57 元

目标 (人民币) : 4.36 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	10,954.28
总市值 (百万元)	44,248.62
年内股价最高最低 (元)	4.30/3.11
沪深 300 指数	2811.05
上证指数	2588.68



相关报告

1. 《获得新疆能源市场门票》，2010.7.20
2. 《资产规模扩张之路稳步推进中》，2010.5.18
3. 《节能减排目标倒逼能源价格改革》，2010.5.10

资源布局日趋完善

公司基本情况 (人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益 (元)	0.033	0.293	0.167	0.218	0.248
每股净资产 (元)	2.60	2.88	1.86	1.94	2.06
每股经营性现金流 (元)	0.34	1.05	0.73	0.98	1.02
市盈率 (倍)	169.64	25.21	20.13	15.41	13.52
行业优化市盈率 (倍)	14.98	22.45	22.45	22.45	22.45
净利润增长率 (%)	-89.54%	791.68%	46.02%	30.65%	13.93%
净资产收益率 (%)	1.26%	10.17%	9.00%	11.22%	12.05%
总股本 (百万股)	5,447.77	5,447.77	13,954.28	13,954.28	13,954.28

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 国电电力公布中报，2010 年中期摊薄每股收益 0.069 元，同比下降 8%；基本符合我们之前的预期。

经营分析

- 上半年公司确立了通过资产注入实现资源优化布局的方向：公司通过资产注入和资产购买兑现了集团承诺，并得以进入资源丰富、电力需求增速快的新疆市场，实现了地区和装机布局优化。
- 资源分布合理，装机增长按规划稳步推进：公司火电、风电、光伏发电和水电装机增长正按照规划有条不紊的进行，同时对煤炭资源、化工资产和多晶硅项目也在逐步推进。
- 毛利率下降非持续性因素：中期主营业务毛利率同比降低 5.10%，主要系大渡河部分机组投入运营发生相关费用较大、宣威电厂发电量减少、国电江苏电力有限公司燃料费增加、国电电力朝阳发电厂机组关停所致；大部分为一次性因素或季节性因素，不具备持续性。

盈利调整

- 我们维持公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.167 元、0.218 元和 0.248 元，归属于母公司所有者净利润同比增速分别为 46.02%、30.65%和 13.93%。

投资建议

- 参照目前电力企业平均估值水平（剔除如大唐、建投等严重偏离中值的公司），考虑到公司资产注入进程远未结束，给予公司 20x11PE，目标价 4.36 元，建议买入。

赵乾明 分析师 SAC 执业编号：S1130210010309
(8621)61038263
zhaoqm@gjzq.com.cn

事件：公司公布中报

- 国电电力公布中报，2010 年中期摊薄每股收益 0.069 元，同比下降 8%；基本符合我们之前的预期。
 - ◆ 上半年公司实现营业收入 159.48 亿元，同比增长 3.21%；利润总额 13.15 亿元，同比减少 22.92%；归属于上市公司股东所有净利润为 8.60 亿元，同比减少 7.5%。
 - ◆ 截至 2010 年 6 月 30 日，公司控股装机容量达到 2189.85 万千瓦（不含外高桥二期、英力特的控股装机容量为 2085.85 万千瓦）。
 - ◆ 上半年公司全资及控股各运行发电企业（不含外高桥二期、英力特，含江苏公司）累计完成发电量 492.57 亿千瓦时，完成上网电量 462.20 亿千瓦时，较去年同期分别增长 15.12%和 15.43%。

我们的点评与分析

上半年公司确立了通过资产注入实现资源优化布局的方向

- 上半年，国电集团做出未来通过持续注入资产方式实现集团发电资产整体上市的承诺；并于 5 月和 7 月先后做出动作。
 - ◆ 4 月份，国电电力公告：中国国电集团确定将国电电力发展股份有限公司作为其火电及水电业务的整合平台，国电集团力争用 5 年左右时间，通过资产购并、重组等方式，将自身发电业务资产（不含国电集团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；完成上述注资工作后，国电电力将成为中国国电集团发电业务的载体，从而消除二者的同业竞争，促进国电电力持续、稳定。
 - ◆ 3 月 31 日，公司公告国电大渡河流域水电开发有限公司收购四川革什扎水电有限责任公司 45%股权，收购价 2.05 亿元。
 - ◆ 5 月 16 日，国电电力公告：经公司六届八次董事会审议通过，控股子公司国电大渡河流域水电开发有限公司继收购了四川革什扎水电有限责任公司 45%股权后，大渡河公司拟继续收购革什扎公司 40%的股权；收购价 1.97 亿元。
 - ◆ 7 月 19 日，国电电力公告：拟向不特定对象公开发行股票，发行数量不超过 30 亿股，募集资金总额不超过 97 亿元人民币。募集资金中 72.07 亿元拟用于收购公司控股股东中国国电所持有的国电浙江北仑第三发电有限公司 50%股权、国电新疆电力有限公司 100%的股权、国电江苏谏壁发电有限公司 100%股权以及国电江苏电力有限公司 20%股权。
- 上半年，公司在装机和其他资源优化方面继续按照既定规划稳步前进。
 - ◆ 火电方面，大开二热、酒泉项目正式开工；风电方面，上半年开工风电项目容量 90 万千瓦，山西右玉高家堡等 7 个共计 35 万千瓦风电项目已获核准，海上风电开发全面启动；水电方面，大渡河公司瀑布沟、深溪沟共计 136.5 万千瓦水电项目顺利投产发电，大渡河公司装机规模达到 389.5 万千瓦；太阳能方面，宁夏平罗、中卫、甘肃金塔共计 3 万千瓦光伏发电项目核准并开工。
 - ◆ 煤炭方面，内蒙察哈素煤矿项目启动探矿权转让评估，左云煤矿重组全面展开，加快推进英力特积家井煤矿前期工作，沙巴台煤矿累计掘进 1128 米。
 - ◆ 英力特化工项目按计划顺利进行，宁东工业园项目首批五个项目的前期工作进展顺利，多晶硅项目工程建设全面铺开。

- 公司用实际行动表明：完成国电集团用 5 年左右时间，通过资产购并、重组等方式，将自身发电业务资产（不含国电集团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）注入国电电力的承诺没有问题。
- 通过上半年的资产运作，公司得以进入资源丰富、电力需求增速较快的新疆市场，同时也增强了自己水电装机能力，无论是地区布局还是资源分布都得到进一步优化。

毛利率下降非持续性因素

- 公司中期主营业务毛利率同比降低 5.10%，主要系大渡河部分机组投入运营发生相关费用较大、宣威电厂发电量减少、国电江苏电力有限公司燃料费增加、国电电力朝阳发电厂机组关停所致。
- 这其中除江苏公司煤价上涨外，其他均为一次性因素或季节性因素，不具备持续性。

维持盈利预测和投资建议

- 我们维持 7 月 19 日报告《获得新疆能源市场门票》中的盈利预测和投资建议：
 - ◆ 假设增发 30 亿股，募集资金 97 亿元，所收购项目今年年内能并表；在此假设下，盈利预测为：2010-2012 年 EPS 分别为 0.167 元、0.218 元和 0.248 元，归属于母公司所有者净利润同比增速分别为 46.02%、30.65%和 13.93%。
 - ◆ 参照目前电力企业平均估值水平（剔除如大唐、建投等严重偏离中值的公司），考虑到公司资产注入进程远未结束，给予公司 20x11PE，目标价 4.36 元，建议买入！

图表1：分电厂利用小时预测

Utilization (小时)		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Datong2	大同第二	6648	6599	6360	6636	5748	5042	5193	5193	5193
Chaoyang	朝阳	6418	5463	6183	6455	6175	6373	6564	6564	6564
Dalianredian	大连热电	5653	5785	6569	6694	6493	6097	6280	6280	6280
Heyushuidian	和禹水电	2323	3365	2662	2642	2278	1842	2000	2000	2000
Taipingshao	太平哨	2217	3224	2590	2602	2273	0	0	0	0
Daduhe	大渡河	4529	4517	4348	4249	4909	4728	4900	4900	4900
Xuanwei	宣威	10980	6334	4989	4862	3612	5091	4800	4800	4800
Shizuishan	石嘴山	6652	7720	7587	7107	5673	5355	5516	5516	5516
Waigaoqiao2	外高桥第二	3856	6122	5953	6560	6156	5561	5561	5561	5561
Datong	大同		3081	5225	6127	4221	2759	4200	4200	4200
Handanredian	邯郸热电股份	4993	6503	6405	6140	5765	5828	6002	6002	6002
Shizuishan1	石嘴山第一				6398	6206	5639	5809	5809	5809
Beilun1	北仑第一			6189	6118	6020	4528	4664	4664	4664
Handanredian	邯郸热电厂			1425	5730	5030	5790	5964	5964	5964
Dalianzhuangli	大连庄河				1756	5378	5662	5832	5832	5832
Dongshengre	东胜热电					3505	4633	4772	4772	4772
Hefengfengdie	和风风电					707	707	707	707	707
Waigaoqiao3	外高桥3					4537	5590	5590	5590	5590
Liancheng	连城		5473	5805	6850	6389	5750	5922	5922	5922
Datongsanqi	大同三期						2000	2060	2060	2060
Beilun	北仑	0	0	0	6300	5985	5805	5980	5980	5980
Jiuquan	酒泉								2500	5500
Wangping	王坪						2000	5193	5193	5193
Bulian	布连							4500	4500	4500
Changtan	长滩								4500	4500
Jianbidiancha	谏壁电厂			7149	5634	5089	5466	5000	4500	5200
Changzhou	常州			1860	5878	5700	6231	5700	5700	5700
Taizhou	泰州			0	322	4770	5989	5700	5700	5700
Jianbigongsi	谏壁公司				6170	5900	5639	5400	5400	5400
Beilundisan	北仑第三					143	4039	5600	5600	5600

来源：国金证券研究所

图表2：分电厂煤价预测

Coal Price (含税) (元/吨)		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Datong2	大同第二	269.10	386.10	380.25	383.76	650.00	614.45	663.60	683.51	683.51
Chaoyang	朝阳	304.20	421.20	421.20	468.00	475.00	403.75	436.05	449.13	449.13
Dalianredian	大连热电	503.10	561.60	561.60	560.43	690.00	787.74	850.76	876.28	876.28
Heyushuidian	和禹水电									
Taipingshao	太平哨									
Daduhe	大渡河									
Xuanwei	宣威	280.80	409.50	397.80	401.31	462.00	540.36	583.59	601.10	601.10
Shizuishan	石嘴山	304.20	351.00	310.00	305.00	250.00	308.44	333.11	343.11	343.11
Waigaoqiao2	外高桥第二	561.60	725.40	713.70	719.55	1007.37	834.48	901.24	928.28	928.28
Datong	大同		386.10	374.40	377.91	700.00	598.04	645.89	665.26	665.26
Handanredian	邯郸热电股份	315.90	333.45	362.70	475.00	760.00	698.30	754.16	776.78	776.78
Shizuishan1	石嘴山第一				292.50	305.00	306.49	331.01	340.94	340.94
Beilun1	北仑第一			643.50	680.94	940.00	768.36	829.83	854.72	854.72
Handanredian	邯郸热电厂			362.70	475.00	737.00	703.23	759.49	782.28	782.28
Dalianzhuangl	大连庄河				675.00	950.00	787.74	850.76	876.28	876.28
Dongshengrei	东胜热电					305.00	245.10	264.71	272.65	272.65
Hefengfengdie	和风风电									
Waigaoqiao3	外高桥3					1040.13	802.56	866.76	892.77	892.77
Liancheng	连城	304.20	351.00	351.00	353.34	480.00	384.00	414.72	427.16	427.16
Datongsanqi	大同三期						598.04	645.89	665.26	665.26
Beilun	北仑	561.60	725.40	643.50	680.94	940.00	705.00	761.40	784.24	784.24
Jiuquan	酒泉								340.94	340.94
Wangping	王坪						491.56	530.88	546.81	546.81
Bulian	布连							264.71	272.65	272.65
Changtan	长滩								272.65	272.65
Jianbidiancha	谏壁电厂			640.74	712.64	1083.21	835.64	902.49	929.57	929.57
Changzhou	常州			640.74	712.64	1083.21	827.85	894.07	920.90	920.90
Taizhou	泰州			640.74	712.64	1083.21	831.74	898.28	925.23	925.23
Jianbigongsi	谏壁公司			640.74	712.64	1083.21	835.64	902.49	929.57	929.57
Beilundisan	北仑第三						850.00	800.00	866.40	892.39
Average		217.38	251.87	292.44	306.26	437.14	466.11	564.52	581.45	581.45

来源：国金证券研究所

图表3：三张报表摘要
损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	17,467	16,440	19,447	37,804	43,189	44,515
增长率		-5.9%	18.3%	94.4%	14.2%	3.1%
主营业务成本	-13,183	-14,610	-15,760	-30,459	-33,317	-34,232
% 销售收入	75.5%	88.9%	81.0%	80.6%	77.1%	76.9%
毛利	4,285	1,830	3,687	7,344	9,873	10,283
% 销售收入	24.5%	11.1%	19.0%	19.4%	22.9%	23.1%
营业税金及附加	-232	-169	-187	-378	-432	-445
% 销售收入	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-25	-31	-91	-151	-173	-178
% 销售收入	0.1%	0.2%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用	-648	-505	-520	-756	-864	-890
% 销售收入	3.7%	3.1%	2.7%	2.0%	2.0%	2.0%
息税前利润（EBIT）	3,380	1,125	2,889	6,059	8,404	8,769
% 销售收入	19.3%	6.8%	14.9%	16.0%	19.5%	19.7%
财务费用	-872	-1,297	-1,423	-3,245	-3,944	-3,903
% 销售收入	5.0%	7.9%	7.3%	8.6%	9.1%	8.8%
资产减值损失	-64	5	-112	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	567	229	1,066	952	1,046	1,115
% 税前利润	18.2%	17.6%	43.4%	25.3%	19.0%	18.6%
营业利润	3,011	63	2,418	3,766	5,506	5,982
营业利润率	17.2%	0.4%	12.4%	10.0%	12.7%	13.4%
营业外收支	111	67	37	3	3	3
税前利润	3,122	130	2,455	3,769	5,509	5,985
利润率	17.9%	0.8%	12.6%	10.0%	12.8%	13.4%
所得税	-578	89	-331	-754	-1,322	-1,496
所得税率	18.5%	-68.4%	13.5%	20.0%	24.0%	25.0%
净利润	2,544	219	2,124	3,015	4,187	4,488
少数股东损益	833	40	529	686	1,144	1,021
归属于母公司的净利润	1,711	179	1,595	2,329	3,043	3,467
净利率	9.8%	1.1%	8.2%	6.2%	7.0%	7.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	2,544	219	2,124	3,015	4,187	4,488
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	2,242	2,300	2,797	5,148	6,576	6,960
非经营收益	342	784	394	2,571	2,901	2,791
营运资金变动	-785	-1,460	389	-579	-49	29
经营活动现金净流	4,343	1,842	5,703	10,155	13,615	14,269
资本开支	-11,004	-13,084	-13,406	-36,789	-9,006	-8,007
投资	-3,338	-1,296	-1,246	-1	0	0
其他	603	-470	738	952	1,046	1,115
投资活动现金净流	-13,740	-14,850	-13,915	-35,838	-7,960	-6,892
股权募资	5,407	629	1,917	9,694	0	0
债权募资	7,151	14,665	9,145	19,435	109	-1,654
其他	-2,564	-3,426	-2,996	-3,443	-5,764	-5,723
筹资活动现金净流	9,993	11,868	8,067	25,687	-5,655	-7,377
现金净流量	596	-1,140	-145	3	0	0

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	1,582	442	297	300	300	300
应收款项	3,013	2,010	2,491	4,935	5,638	5,811
存货	2,031	1,146	1,129	2,086	2,282	2,345
其他流动资产	4,405	4,999	3,761	4,571	5,000	5,137
流动资产	11,031	8,597	7,678	11,892	13,220	13,593
% 总资产	18.5%	12.5%	8.6%	9.5%	10.2%	10.4%
长期投资	4,809	6,083	8,264	8,265	8,264	8,264
固定资产	43,204	53,302	72,941	104,658	107,099	108,155
% 总资产	72.5%	77.5%	81.2%	83.5%	82.9%	82.8%
无形资产	516	457	604	548	541	535
非流动资产	48,575	60,142	82,103	113,472	115,906	116,955
% 总资产	81.5%	87.5%	91.4%	90.5%	89.8%	89.6%
资产总计	59,606	68,739	89,780	125,365	129,125	130,548
短期借款	13,967	16,461	31,124	54,005	54,114	52,459
应付款项	7,328	4,063	8,721	12,883	14,116	14,505
其他流动负债	2,471	819	1,098	2,193	2,240	2,252
流动负债	23,766	21,342	40,943	69,081	70,469	69,216
长期贷款	12,381	21,369	18,176	18,176	18,176	18,177
其他长期负债	3,741	6,539	6,687	3,242	3,242	3,242
负债	39,889	49,251	65,806	90,500	91,888	90,636
普通股股东权益	13,419	14,182	15,683	25,887	27,116	28,769
少数股东权益	6,298	5,307	8,292	8,978	10,122	11,143
负债股东权益合计	59,606	68,739	89,780	125,365	129,125	130,548

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.628	0.033	0.293	0.188	0.246	0.280
每股净资产	4.926	2.603	2.879	1.855	1.943	2.062
每股经营现金净流	1.593	0.338	1.047	0.728	0.976	1.023
每股股利	0.080	0.100	0.120	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	12.75%	1.26%	10.17%	9.00%	11.22%	12.05%
总资产收益率	2.87%	0.26%	1.78%	1.86%	2.36%	2.66%
投入资本收益率	5.98%	3.13%	3.27%	4.40%	5.66%	5.78%
增长率						
主营业务收入增长率	31.97%	-5.88%	18.29%	94.39%	14.25%	3.07%
EBIT增长率	42.54%	-66.72%	156.86%	109.73%	38.70%	4.34%
净利润增长率	70.96%	-89.54%	791.68%	46.02%	30.65%	13.93%
总资产增长率	38.16%	15.32%	30.61%	39.63%	3.00%	1.10%
资产管理能力						
应收账款周转天数	48.2	47.5	34.6	40.0	40.0	40.0
存货周转天数	45.4	39.7	26.3	25.0	25.0	25.0
应付账款周转天数	70.6	53.4	53.7	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	584.6	689.3	1,049.5	826.2	718.4	681.1
偿债能力						
净负债/股东权益	125.61%	207.73%	217.92%	215.47%	202.03%	184.35%
EBIT利息保障倍数	3.9	0.9	2.0	1.9	2.1	2.2
资产负债率	66.92%	71.65%	73.30%	72.19%	71.16%	69.43%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	2	10	13	19	40
买入	2	4	7	8	20
持有	1	1	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.80	1.50	1.46	1.42	1.40

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-05-07	买入	3.15	7.86 ~ 8.25
2 2009-08-18	买入	3.49	7.37 ~ 8.48
3 2009-12-01	买入	3.58	N/A
4 2010-02-24	买入	3.59	9.15
5 2010-04-22	买入	4.01	9.63 ~ 11.13
6 2010-05-18	买入	3.63	3.96 ~ 5.35
7 2010-07-20	买入	3.39	N/A

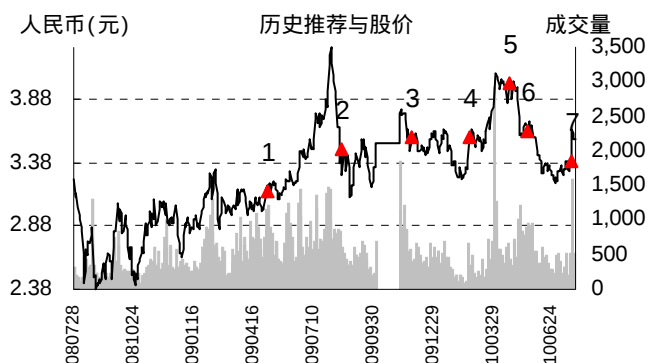
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室