

审慎推荐-A (维持)

国投电力 600886.SH

目标估值: 8.50 元

当前股价: 7.41 元

2010 年 8 月 4 日

重组资产提升业绩，静待雅砻江水电投产

基础数据

上证综指	2639
总股本(万股)	199510
已上市流通股(万股)	105463
总市值(亿元)	148
流通市值(亿元)	78
每股净资产(MRQ)	4.3
ROE(TTM)	6.2
资产负债率	82.8%
主要股东	国家开发投资公司
主要股东持股比例	70.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9	-13	-36
相对表现	-4	-2	-12



相关报告

- 1、《国投电力(600886) - 融资方式合理，未来成长确定》2010/5/12
- 2、《国投电力(600886) - 重组提升公司业绩，装机结构更加合理》2010/4/21

彭全刚

010-57601860
pengqg@cmschina.com.cn
S1090209090315

研究助理:

侯鹏

010-57601861
houp@cmschina.com.cn

2009 年公司收购集团资产带来业绩的大幅增长，发电量增速和收入的实际增幅在 117% 左右，经追溯调整后，公司净利润仍大幅增长 389%。由于公司目前 PB 较低，防御性较好，且成长性确定，我们维持“审慎推荐”的投资评级。

- **公司业绩大幅增长，重组资产提升盈利。**上半年，公司实现主营业务收入 69.4 亿元，同比增长 117%，实现利润总额 2.9 亿元，同比增长 54%，归属于母公司所有者的净利润 1.1 亿元，同比增加 54%，折合公司每股收益为 0.055 元，基本符合预期。考虑到公司去年末收购了二滩、大朝山等优质水电资产，公司总股本调增至 19.95 亿股，经追溯调整后，归属于上市公司的净利润同比增长 389.1%，每股收益同比增长 389.4%。
- **水电提升毛利水平，净利回升空间较大。**公司上半年经营毛利率 19%，较去年同期提升 2 个百分点，主要是因为公司完成资产收购后，水电比重提高至 36%，提升了公司整体毛利率。另外，公司净利率目前仍处于低位，正常年份的净利率在 15% 左右，主要是重组后，公司资产负债率上升导致财务费用增长 180%，我们判断，随着汛期水电电量比重的上升，以及项目贷款的逐步偿还，公司未来净利率仍有较大回升空间。
- **装机结构合理，预计三季度电量增速加快。**目前，公司总装机 1487.3 万千瓦，其中火电占 63.5%，水电 35.8%，其他 0.7%，结构较为合理，可规避单一机组市场风险的影响。公司上半年电量同比增长 117%，主要增量来自于资产重组新增二滩、国投津能等电厂带来的电量，由于三季度是水电的发电高峰，我们预计三季度公司电量同比增速仍将大幅攀升。
- **公司长期价值明显，维持“审慎推荐”评级。**我们预测公司 10~12 年每股收益分别为 0.24、0.28、0.32 元。总体来看，公司短期业绩仍处于低位，公司最优质的雅砻江梯级电站将在未来 3~5 年内陆续投产，至 2015 年增加装机 1080 万千瓦，贡献公司每股收益近 0.4 元。公司目前 PB 仅为 1.5 倍，具有较好的防御性，同时又具有较高的成长性，我们建议投资者关注公司长期价值，目标价暂定为 8.5 元，维持“审慎推荐”投资评级。
- **风险提示：煤炭价格涨幅超出预期、来水情况低于预期。**

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	6580	11917	14475	14830	15729
同比增长	-1%	81%	21%	2%	6%
营业利润(百万元)	275	1192	973	1166	1368
同比增长	-74%	333%	-18%	20%	17%
净利润(百万元)	124	531	476	556	635
同比增长	-78%	328%	-10%	17%	14%
每股收益(元)	0.12	0.27	0.24	0.28	0.32
PE	63.0	27.8	31.0	26.6	23.3
PB	1.9	1.6	1.5	1.5	1.4

资料来源：招商证券

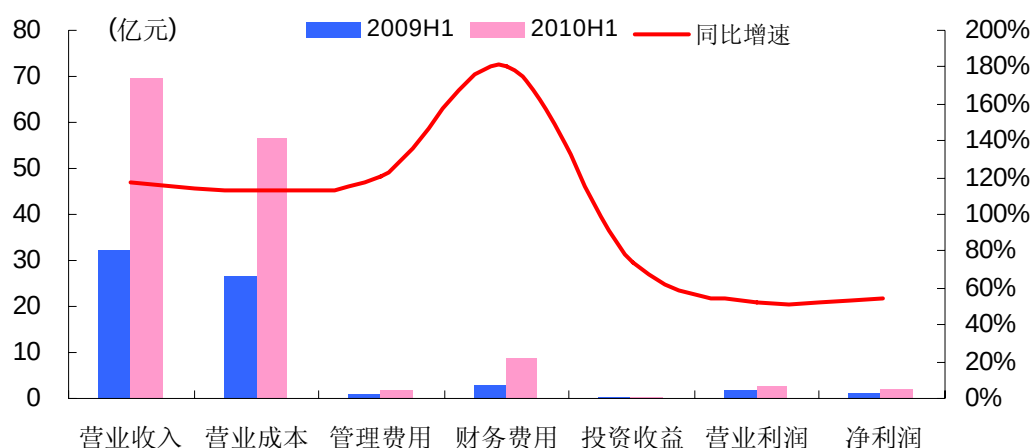
1、上半年业绩大幅增长，重组资产提升盈利

2010 年国投电力实现主营业务收入 69.4 亿元，同比增长 117%，实现利润总额 2.9 亿元，同比增长 54%，归属于母公司所有者的净利润 1.1 亿元，同比增加 54%，折合公司每股收益为 0.055 元，基本符合预期。

由于公司 2009 年末实现了对国投电力有限公司 100% 股权的收购，公司总股本调增至 19.95 亿股，经追溯调整后，公司利润总额同比增长 715.8%，归属于上市公司股东的净利润同比增长 389.1%，每股收益同比增长 389.4%。

公司上半年业绩增长明显，一方面是公司收购集团资产，注入了二滩、大朝山等优质水电资产，装机规模大幅提升，盈利水平有所提高；另一方面是受益于上半年国家经济回暖，公司发电利用小时上升，同时，公司所属企业平均上网电价同比上涨 0.02 元/千瓦时，带来营业收入的增长。

图1：国投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

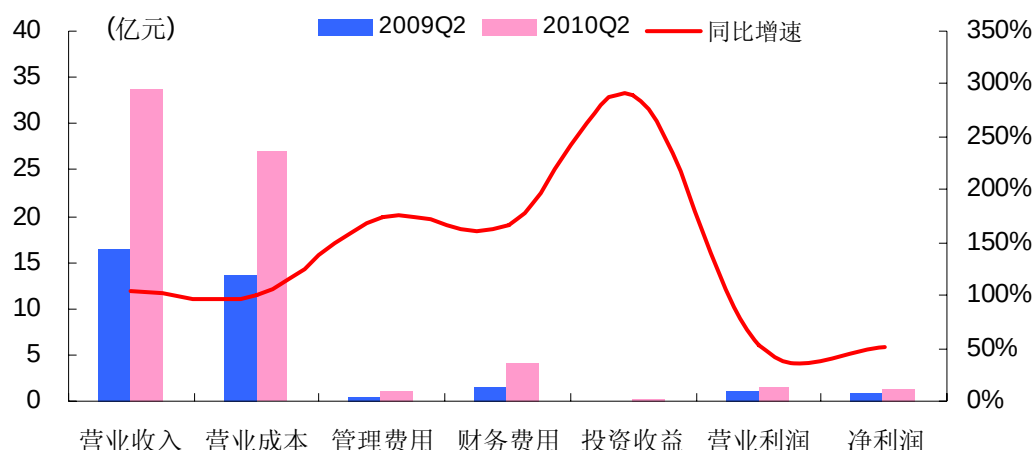
2、二季度盈利环比增加，管理水平有所提高

公司二季度实现归属于母公司净利润 0.7 亿元，同比增长 31%，环比增长 84%，折合每股收益 0.035 元。

- 二季度，公司实现销售收入 33.7 亿元，同比增加 104%；营业成本 27 亿元，同比增加 99%；财务费用 4.0 亿元，同比增加 167%；投资收益 0.3 亿元，同比增加 289%；实现归属公司净利润 0.7 亿元，同比增加 31%。
- 二季度销售收入环比减少 6%，营业成本环比减少 8%，财务费用环比减少 10%。与一季度归属于公司净利润 0.4 亿元相比，二季度实现归属净利润 0.7 亿元，增加 0.3 亿元。

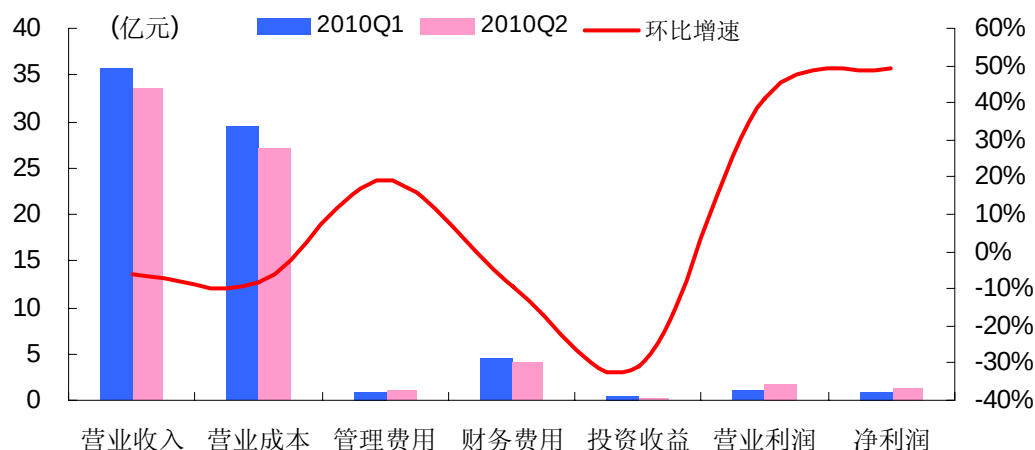
在实体经济增速放缓、煤价高位运行的环境下，公司二季度管理水平有所提升，销售收入增幅大于成本增幅，毛利率水平提高。同时，公司财务费用环比减少，增加公司利润 0.4 亿元。

图2: 国投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: 国投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、水电提升毛利水平，净利回升空间较大

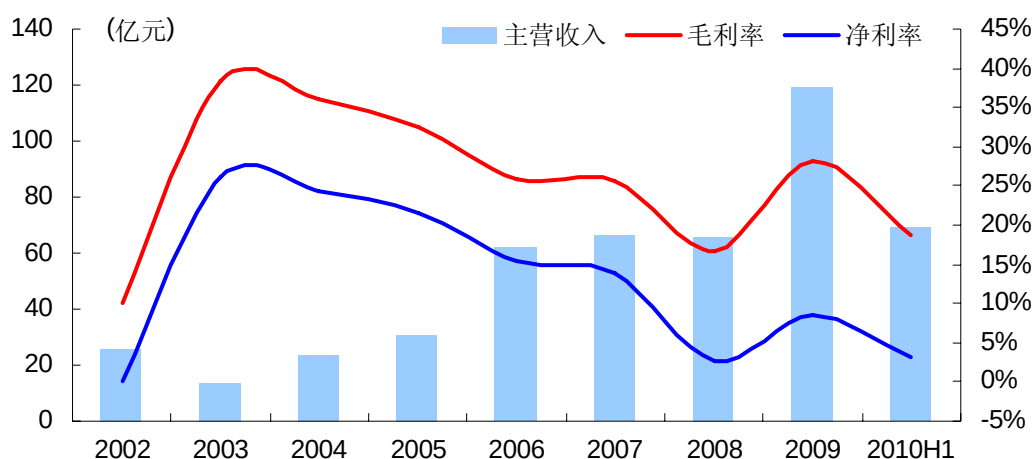
公司上半年经营毛利率 19%，较去年同期提升 2 个百分点，主要是因为公司 2009 年底完成资产收购后，水电比重提高，提升了公司整体毛利率。

公司一、二季度的毛利率分别为 18% 和 20%，环比上升 2 个百分点，主要是西南地区二季度来水明显好于一季度，该地区水电发电快速恢复（大朝山电量环比增长 156.6%），另外煤价二季度有所降低，缓解了公司的成本压力，提升公司盈利能力。

公司一、二季度的净利率分别为 2% 和 4%，从历史数据来看，净利率目前仍处于低位，较 2009 年同期水平也有所下降，正常年份的净利率在 15% 左右，主要是因为公司资产重组后，负债率达到 83%，导致财务费用由去年上半年的 3.0 亿元增长至 8.5 亿元，大幅增长 180%，造成公司净利率有所下滑。我们判断，汛期水电机组发电量比重将快速上升，公司盈利能力会明显提高，另外，随着项目贷款逐步偿还，公司未来净利率仍有较大回升空间。

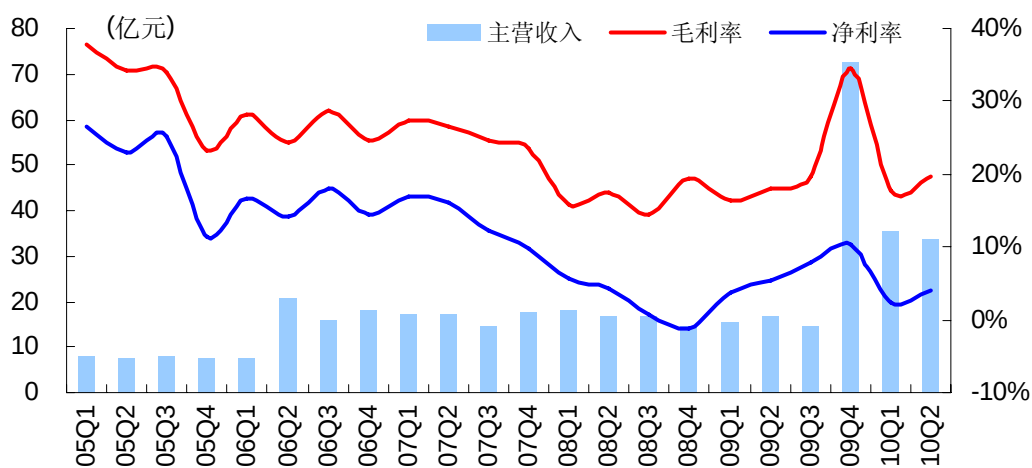
根据上半年财务数据，公司年化 ROA 和 ROE 分别为 2.5% 和 2.5%，较去年同期有所下降，我们分析，主要是煤价及管理费用同比上涨 21%、121%，影响公司收益。

图4: 国投电力年度收入和利润率指标比较



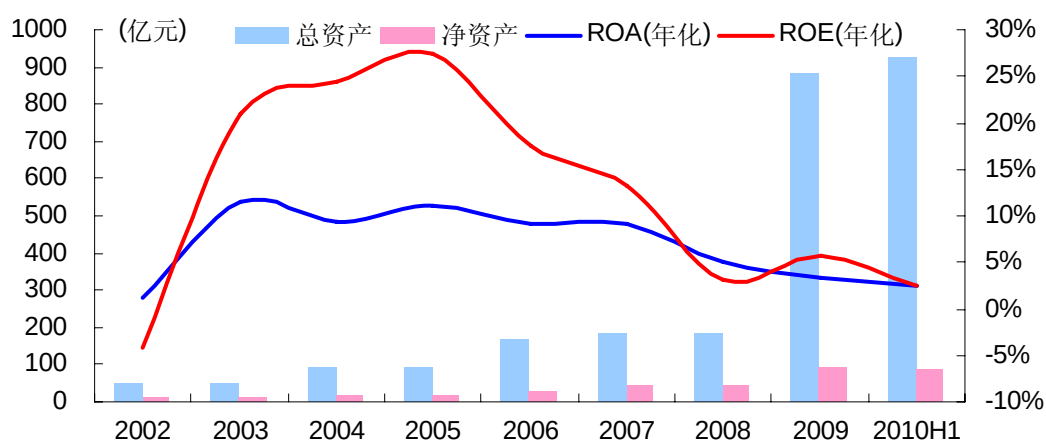
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图5: 国投电力季度营业收入和利润率指标比较



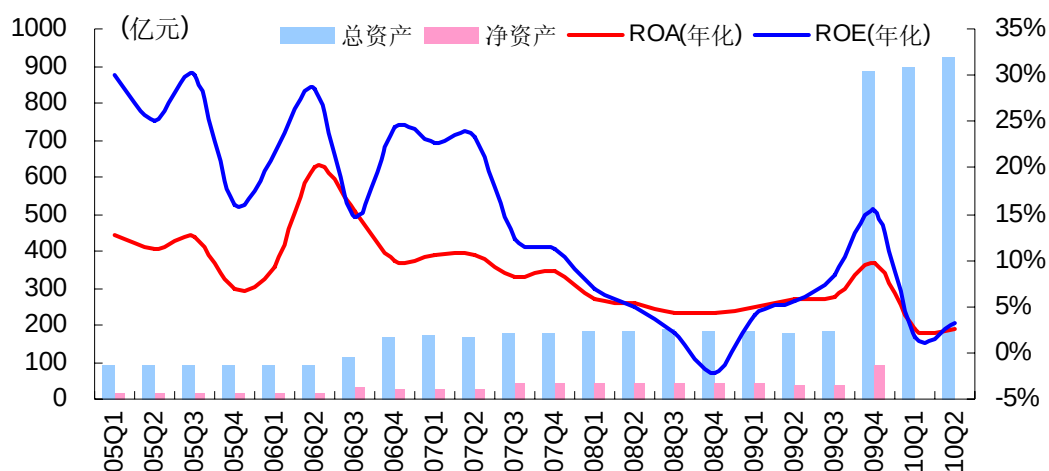
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图6: 国投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：国投电力季度资产收益率指标比较



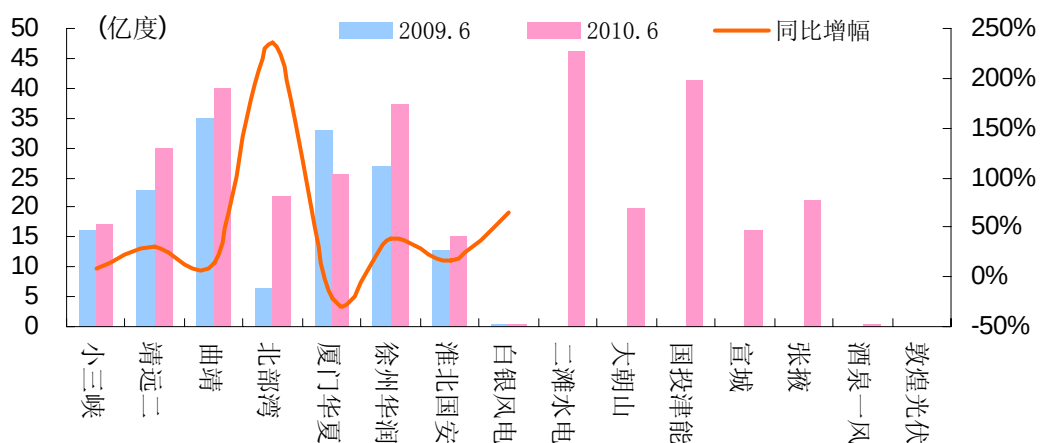
数据来源：公司公告，招商证券整理

4、电量同比翻倍，预计三季度增速加快

公司上半年电量同比增长 117%，主要增量来自于资产重组新增二滩、国投津能等电厂带来的电量。其中：

- 北部湾发电上半年发电量 21.7 亿千瓦时，同比增长 236%；曲靖电厂上半年发电量 40.1 亿千瓦时，增长 15%；主要是上半年西南旱情，影响该地区水电出力，使得以上两个火电厂发电量大幅增长；
- 靖远二电上半年发电量 29.9 亿千瓦时，同比增长 31%；
- 新收购的二滩电站、国投津能以及大朝山电站，上半年分别贡献发电量 46.5、41.2 和 19.9 亿千瓦时，占公司原有机组发电量的 60%左右，由于三季度是水电的发电高峰，我们预计三季度公司电量同比增速仍将大幅攀升。

图8：国投电力各电厂上半年发电量和增速比较



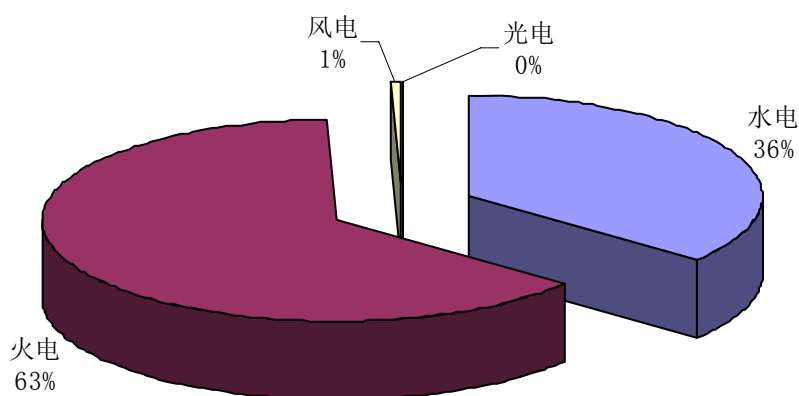
数据来源：公司公告，招商证券整理

5 装机进一步多元，结构更加合理

上半年，公司酒泉风电一期全部投产、敦煌光伏发电机组部分投产，截至 2010 年 6 月，公司总装机达到 1487.3 万千瓦、权益装机 769.2 万千瓦。至此，公司装机结构多元化发展更进一步，结构较为合理，可规避单一机组市场风险的影响。其中：

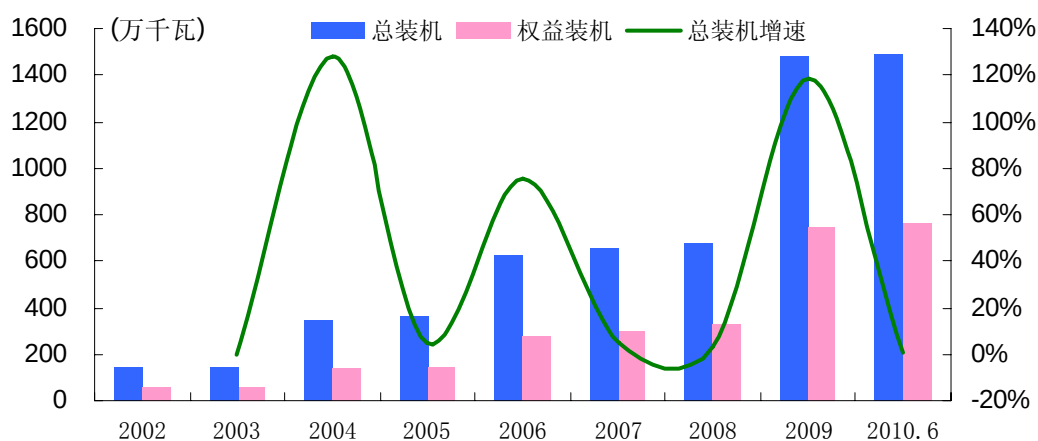
- 火电装机容量 945 万千瓦，占 63.5%，可控装机 688 万千瓦；
- 水电装机容量 532 万千瓦，占 35.8%；
- 风电装机 9.45 万千瓦，占 0.6%；
- 光伏发电装机 0.85 万千瓦，占 0.1%

图9：国投电力装机结构统计



数据来源：公司公告，招商证券整理

图10：国投电力历年装机规模统计



数据来源：公司公告，招商证券整理

6 公司长期价值明显，雅砻江后续项目值得期待

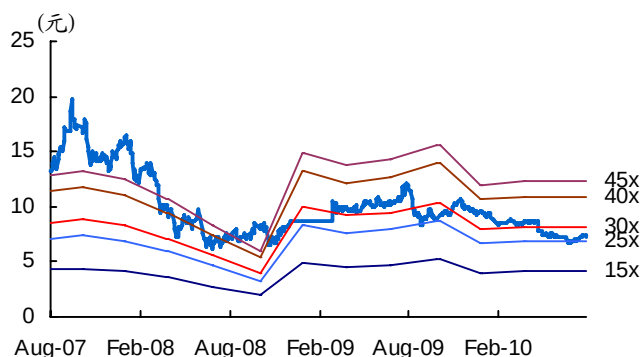
2010 年，预计公司实现净利润 7.9 亿元，每股收益 0.24 元，总体来看，公司短期业绩仍处于低位，但公司最优质的资产在于雅砻江流域的开发，未来 3~5 年，雅砻江水电将进入收获期，按照建设计划，锦屏一级、锦屏二级以及筹建电站官地水电站将于 2012

年-2015 年期间陆续投产，增加公司装机 1080 万千瓦，占目前总装机的 73%，届时，公司水电比重将由目前的 36%提高到 60%左右，公司的盈利能力也将大幅提升。

以上三个电站如果按照平均 5000 小时计算，全年增加发电量 540 亿千瓦时，如果度电净利润 5 分，全年可增加二滩公司净利润 27 亿元，归属于公司的净利润为 14 亿元，按照目前股本 20 亿股计算，并以 10%的折现率折现至 2010 年，折合每股收益 0.4 元，经济效益相当明显。

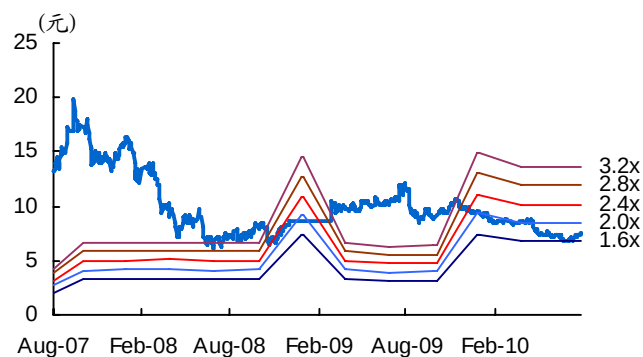
预计 2010~2012 年每股收益为 0.24、0.28、0.32 元，由于公司目前 PB 仅为 1.5 倍，为历史地位，具有较好的防御性，并且公司具有较高的成长性，我们建议投资者关注公司长期价值，目标价暂定为 8.5 元，维持“审慎推荐”投资评级。

图 11: 国投电力历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 12: 国投电力历史 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	3041	7821	6139	11090	15813
现金	1071	2084	2650	7524	12031
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	52	126	290	297	315
应收款项	637	1795	1863	1909	2024
其它应收款	309	0	290	297	315
存货	661	605	553	561	595
其他	311	3210	494	503	533
非流动资产	15229	80570	74595	70409	66698
长期股权投资	877	1549	1549	1549	1549
固定资产	13227	42443	36977	32884	29254
无形资产	305	832	748	674	606
其他	821	35747	35320	35303	35289
资产总计	18270	88391	80734	81500	82511
流动负债	4411	21795	12883	12889	13032
短期借款	2245	12142	10000	10000	10000
应付账款	605	671	2328	2364	2507
预收账款	0	2	0	0	0
其他	1561	8980	555	525	525
长期负债	7832	50234	50838	50838	50838
长期借款	7747	50083	50753	50753	50753
其他	85	151	85	85	85
负债合计	12243	72029	63721	63727	63870
股本	1055	1995	1995	1995	1995
资本公积金	2399	6407	6407	6407	6407
留存收益	665	839	1172	1561	2006
少数股东权益	1909	7121	7439	7810	8233
母公司所有者权益	4118	9241	9574	9963	10408
负债及权益合计	18270	88391	80734	81500	82511

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1671	5045	6797	6573	6152
净利润			476	556	635
折旧摊销			4915	4369	3886
财务费用			1599	1572	1525
投资收益			-170	-170	-170
营运资金变动			-1258	-42	-76
其它			1234	288	352
投资活动现金流	-1704	-11394	133	-100	-100
资本支出			-100	-100	-100
其他投资			233	0	0
筹资活动现金流	-234	0	-6364	-1598	-1545
借款变动			-4785	-30	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			-143	-167	-191
其他			-1436	-1402	-1355
现金净增加额	-267	-6350	566	4874	4507

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	6580	11917	14475	14830	15729
营业成本	5487	8569	11639	11818	12534
营业税金及附加	30	106	43	44	47
营业费用	12	4	29	30	31
管理费用	193	444	362	371	393
财务费用	632	1695	1599	1572	1525
资产减值损失	21	9	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	69	102	170	170	170
营业利润	275	1192	973	1166	1368
营业外收入	19	62	20	20	20
营业外支出	15	12	13	13	13
利润总额	279	1242	980	1173	1375
所得税	111	233	186	246	316
净利润	168	1009	794	926	1059
少数股东损益	43	478	318	371	424
母公司所有者净利润	124	531	476	556	635
EPS (元)	0.12	0.27	0.24	0.28	0.32

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	-1%	81%	21%	2%	6%
营业利润	-74%	333%	-18%	20%	17%
净利润	-78%	328%	-10%	17%	14%
获利能力					
毛利率	16.6%	28.1%	19.6%	20.3%	20.3%
净利率	1.9%	4.5%	3.3%	3.7%	4.0%
ROE	3.0%	5.8%	5.0%	5.6%	6.1%
ROIC	3.2%	2.9%	2.7%	2.8%	2.8%
偿债能力					
资产负债率	67.0%	81.5%	78.9%	78.2%	77.4%
净负债比率	59.1%	74.2%	75.3%	74.5%	73.6%
流动比率	0.7	0.4	0.5	0.9	1.2
速动比率	0.5	0.3	0.4	0.8	1.2
营运能力					
资产周转率	0.4	0.1	0.2	0.2	0.2
存货周转率	12.4	13.5	20.1	21.2	21.7
应收帐款周转率	8.8	9.8	7.9	7.9	8.0
应付帐款周转率	7.6	13.4	7.8	5.0	5.1
每股资料(元)					
每股收益	0.12	0.27	0.24	0.28	0.32
每股经营现金	1.58	2.53	3.41	3.29	3.08
每股净资产	3.90	4.63	4.80	4.99	5.22
每股股利	0.31	0.08	0.07	0.08	0.10
估值比率					
PE	63.0	27.8	31.0	26.6	23.3
PB	1.9	1.6	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	17.5	6.2	4.4	4.7	4.9

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。