

国投电力 (600886)

主力电厂盈利回升，估值偏低，上调评级为“推荐”

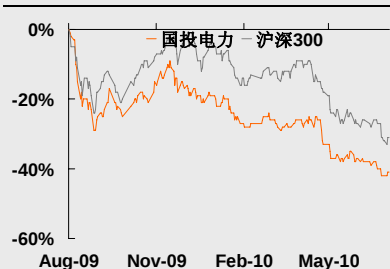
推荐 (上调评级)

现价：7.56 元

主要数据

行业	电力、煤气及水的生产和供应业
公司网址	www.sdipower.com
大股东/持股(百万股)	国家开发投资公司/ 1,407
实际控制人/持股	国务院国有资产监督管理委员会/70.54%
总股本(百万股)	1,995
流通 A 股(百万股)	1,055
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	150.83
流通 A 股市值(亿元)	79.62
每股净资产(元)	4.3
资产负债率(%)	83.3

行情走势图



相关研究报告

研究员

王凡
S1060209110191
0755-22624183
wangfan007@pingan.com.cn

投资要点

■ 盈利同比回升得益于电力需求回升

公司多数电厂位于中西部省份，经历了 2009 年初利用小时大幅下滑，和 2010 年利用小时强劲反弹的过程。2010 年上半年公司营业收入同比增长 48%。剔除掉新投机组等因素，同比口径下公司电厂收入同比增长 15% 左右。剔除掉国投津能，我们推测 2010 年上半年公司其他电厂煤价总体涨幅小于市场平均涨幅，这也为公司盈利同比回升提供了条件。

■ 电厂盈利参差不齐，国投津能拖累业绩

剔除掉国投津能，公司其他电厂的利用小时回升带来的收入增加超过了煤价上涨带来的成本增加，总体盈利状况有所改善。国投津能所用煤炭多来自山西地区，且由于新电厂原因，合同煤比例非常低，从而导致单位燃料成本过高。该电厂 2010 年上半年出现了较大亏损，拖累了公司业绩。

■ 三季度水电资产将明显提升公司业绩

公司去年底收购的大股东资产中，业绩最为优秀的是云南大朝山和四川二滩两部分水电资产。上半年由于主要是枯水期，因此水电对整体业绩贡献不大。但需要指出，虽然上半年西南大旱，但大朝山电厂来水反而好于去年，二滩来水亦只出现微降。两电厂盈利同比出现明显回升。进入三季度丰水期后，预计两部分资产将会大幅贡献业绩。

■ 估值偏低，上调为“推荐”评级

预计公司 2010 年和 2011 年 EPS 分别为 0.3 和 0.36 元/股，目前股价分别对应 PE 为 25 倍和 21 倍。目前 PB 约为 1.7 倍。公司下属电厂中，广西北海北部湾电厂和国投津能电厂的盈利有待改善。基于公司目前 PE 和 PB 估值均低于行业平均水平，且下属二滩水电的成长空间巨大，我们上调公司投资评级由“中性”至“推荐”评级。

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入(百万元)	6,649.0	10,985.6	11,917.1	15,789.6	16,863.3
YoY(%)	7.0	65.2	8.5	32.5	6.8
净利润(百万元)	552.4	658.5	531.4	598.5	718.2
YoY(%)	24.8	19.2	-19.3	12.6	20
毛利率(%)	25.4	33.9	28.1	25.1	26.2
净利率(%)	8.3	6.0	4.5	3.8	4.3
ROE(%)	13.2	16.0	5.8	5.4	6
EPS(摊薄/元)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.36
P/E(倍)	27.3	22.9	28.4	25.2	21.0
P/B(倍)	3.6	3.7	1.6	1.7	1.6

图表1 公司分区域收入增速情况

省份	收入：元	增速：%
云南	1,427,121,341	18.4
天津	1,259,800,135	-
甘肃	1,144,171,609	22.3
四川	988,304,186	-2.0
福建	837,972,905	-26.1
广西	767,311,255	244.4
安徽	494,552,961	216.5

资料来源：公司公告

图表2 四川二滩公司下属电站基本情况一览

	电站名称	装机-万千瓦	设计电量-亿千瓦时	全面投产时间	目前状态	位置
1	二滩水电站	330	170	1999	投产	下游
2	锦屏一级水电站	360	166.2	2015	在建	下游
3	锦屏二级水电站	480	242.3	2015	在建	下游
4	官地水电站	240	110.16	2013	筹建	下游
5	桐子林水电站	60	29.75	2015	筹建	下游
6	两河口水电站	300	115	2018	筹建	中游
7	牙根水电站	150	64.6	2017	拟建	中游
8	楞古水电站	271.8	112.8	2018	拟建	中游
9	孟底沟水电站	184	80.05	2021	拟建	中游
10	杨房沟水电站	150	65	2019	拟建	中游

资料来源：平安证券研究所

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257