

靖远二厂电价上调点评

国投电力动态分析

报告关键点:

- 上调靖远二厂电价约0.06元/千瓦时
- 增厚业绩约0.03元/股
- 维持“中性-A”评级

报告摘要:

- 上调控股子公司靖远第二发电厂电价:** 甘肃省发改委在2010年3月24日临时下调了公司控股子公司靖远第二发电厂5、6号机组电价至该省标杆电价(平均约0.274元/千瓦时); 9月8日, 公司再次收到省发改委通知, 确定了5、6号机组的最终电价, 按照0.335元/千瓦时(含脱硫)执行。
- 较临时结算电价提高约0.06元/千瓦时:** 靖远二电的电厂由于历史原因, 电价高于甘肃省标杆电价水平, 因此其盈利能力也远好于当地平均水平。这也是该省发改委调整该电厂电价的主要原因。根据最新的电价测算, 其电价较最初电价下调了约0.04元/千瓦时, 而较3月24日的临时电价高约0.06元/千瓦时。
- 增加归属于母公司净利润贡献约0.65亿元:** 按照全年4800小时的利用小时及上半年煤价水平测算, 此次调价较临时结算电价可增加靖远二电净利润约1.3亿元, 增加归属母公司净利润约0.65亿元, 折合EPS约0.03元。
- 下半年业绩大幅好转:** 在定向增发收购了二滩等公司后, 由于水电占比加大(约占权益装机容量30%), 公司的业绩也出现了较明显的季节性。下半年, 随着二滩、大朝山和大小三峡等水电进入丰水期, 公司业绩将大幅好转。另外, 参股30%的华润彭城三期已在6、7月双投, 以及国投津能减亏也将贡献部分利润。
- 维持“中性-A”评级:** 我们上调公司2010-2012年EPS分别至0.31元、0.40元和0.42元, 对应2010年PE约24倍, 处于行业平均略高水平。考虑公司短期内业绩增长点不多, 维持“中性-A”评级。
- 风险提示:** 煤价上涨幅度超预期。

评级:

中性-A

上次评级: 中性-A

目标价格:

9.00元

期限: 3个月 上次预测: 9.00元

现价: 7.53元

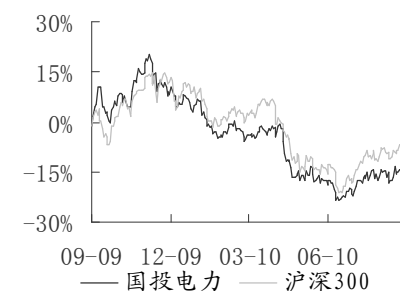
报告日期:

2010-09-09

市场数据

总市值(百万元)	15,023.11
流通市值(百万元)	7,941.35
总股本(百万股)	1,995.10
流通股本(百万股)	1,054.63
12个月最高/最低	6.72/11.30元
十大流通股股东(%)	56.80%
股东户数	127,251

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(1.07)	(2.36)	(6.36)
绝对收益	(0.79)	2.83	(14.76)

研究员

张龙

首席行业分析师

021-68766113

zhanglong@essence.com.cn

证书编号

S1450209070217

诸勤秒

行业分析师

021-68765175

zhuqm@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6,580.1	11,917.1	15,511.4	16,723.1	17,160.1
Growth(%)	-1.0%	81.1%	30.2%	7.8%	2.6%
净利润	167.6	1,009.4	1,035.8	1,269.1	1,395.1
Growth(%)	-77.5%	328.1%	17.2%	27.5%	6.7%
毛利率(%)	3.1%	9.1%	23.1%	23.4%	24.6%
净利润率(%)	1.9%	4.5%	4.0%	4.7%	4.9%
每股收益(元)	0.06	0.27	0.31	0.40	0.42
每股净资产(元)	2.06	4.63	4.77	4.95	5.14
市盈率	121.0	28.3	24.1	18.9	17.7
市净率	3.6	1.6	1.6	1.5	1.5
净资产收益率(%)	2.8%	6.2%	6.1%	6.1%	6.4%
ROIC(%)	3.6%	14.8%	3.3%	3.2%	3.0%
EV/EBITDA	19.7	27.8	16.6	17.3	18.6
股息收益率	1.0%	0.8%	2.1%	2.6%	2.8%

前期研究成果

国投电力: 下半年业绩将大幅好转

2010-08-05

进入平稳发展期

2010-04-21

国投电力: 可转债融资较好保护股东权益

2010-05-10

财务报表预测和估值数据汇总

单位

百万元

模型更新时间

2010-9-9

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6,580.1	11,917.1	15,511.4	16,723.1	17,160.1	成长性					
减: 营业成本	6,373.7	10,827.2	11,924.8	12,804.5	12,937.4	营业收入增长率	-1.0%	81.1%	30.2%	7.8%	2.6%
营业税费	29.6	106.0	125.6	136.1	143.6	营业利润增长率	-73.9%	333.4%	4.8%	14.6%	9.6%
销售费用	11.7	4.5	6.0	6.0	6.0	净利润增长率	-77.5%	328.1%	17.2%	27.5%	6.7%
管理费用	193.0	444.3	425.9	426.4	436.4	EBITDA 增长率	-45.9%	207.1%	100.8%	9.3%	5.8%
财务费用	631.9	1,695.2	1,967.7	2,175.1	2,334.6	EBIT 增长率	-97.7%	3061.2%	411.6%	12.1%	8.2%
资产减值损失	20.8	8.6	-0.0	-	-	NOPLAT 增长率	-62.0%	336.1%	11.0%	18.7%	8.7%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	4.7%	400.6%	21.5%	15.5%	14.7%
投资和汇兑收益	68.6	102.2	187.4	256.9	267.0	净资产增长率	-6.2%	171.5%	3.8%	22.9%	4.1%
营业利润	275.0	1,192.1	1,248.9	1,431.8	1,569.2	利润率					
加: 营业外净收支	3.8	49.9	14.7	40.0	40.0	毛利率	3.1%	9.1%	23.1%	23.4%	24.6%
利润总额	278.8	1,242.0	1,263.6	1,471.8	1,609.2	营业利润率	4.2%	10.0%	8.1%	8.6%	9.1%
减: 所得税	111.2	232.6	227.9	202.8	214.2	净利率	1.9%	4.5%	4.0%	4.7%	4.9%
净利润	167.6	1,009.4	1,035.8	1,269.1	1,395.1	EBITDA/营业收入	15.4%	26.1%	40.3%	40.8%	42.1%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	0.3%	5.3%	20.7%	21.6%	22.7%
货币资金	1,071.0	2,084.4	1,861.4	2,006.8	2,059.2	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	713	841	980	883	949
应收帐款	946.5	2,694.5	2,549.8	2,749.0	2,820.8	流动营业资本周转天数	48	23	59	100	95
应收票据	51.8	126.5	510.0	549.8	564.2	流动资产周转天数	165	164	186	178	175
预付帐款	310.6	2,307.8	2,546.3	2,418.2	2,288.9	应收帐款周转天数	41	37	41	38	39
存货	660.7	605.0	765.3	650.2	657.5	存货周转天数	25	20	17	16	15
其他流动资产	-	2.8	-48.6	-48.6	-48.6	总资产周转天数	993	1,611	2,206	2,355	2,632
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	861	1,461	2,072	2,272	2,548
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	876.7	1,549.4	2,786.4	3,086.4	3,110.4	ROE	2.8%	6.2%	6.1%	6.1%	6.4%
投资性房地产	42.6	51.6	51.6	51.6	51.6	ROA	0.9%	1.1%	1.0%	1.1%	1.0%
固定资产	13,226.8	42,442.5	42,041.5	39,963.6	50,495.3	ROIC	3.6%	14.8%	3.3%	3.2%	3.0%
在建工程	637.5	35,223.1	47,505.4	64,624.7	70,724.7	费用率					
无形资产	305.3	831.5	832.4	833.4	834.3	销售费用率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	140.4	472.2	272.6	252.6	232.6	管理费用率	2.9%	3.7%	2.7%	2.5%	2.5%
资产总额	18,270.0	88,391.4	101,674.2	117,137.7	133,790.9	财务费用率	9.6%	14.2%	12.7%	13.0%	13.6%
短期债务	2,245.3	12,142.3	19,473.1	27,677.0	40,425.6	三费/营业收入	12.7%	18.0%	15.5%	15.6%	16.2%
应付帐款	811.9	4,695.3	2,286.9	2,455.7	2,481.1	偿债能力					
应付票据	-	791.6	65.3	70.2	70.9	资产负债率	67.0%	81.5%	83.3%	82.2%	83.8%
其他流动负债	1,354.0	4,166.1	4,260.7	4,481.9	4,525.6	负债权益比	203.1%	440.2%	498.7%	461.5%	516.3%
长期借款	7,747.2	50,083.3	55,083.3	58,083.3	61,083.3	流动比率	0.69	0.36	0.31	0.24	0.18
其他非流动负债	84.7	150.7	3,522.7	3,506.7	3,494.5	速动比率	0.53	0.33	0.28	0.22	0.16
负债总额	12,243.1	72,029.4	84,692.2	96,274.7	112,081.0	利息保障倍数	0.03	0.37	1.63	1.66	1.67
少数股东权益	1,909.0	7,121.4	7,472.3	10,995.8	11,461.3	分红指标					
股本	1,054.6	1,995.1	1,995.1	1,995.1	1,995.1	DPS(元)	0.07	0.06	0.16	0.20	0.21
留存收益	3,063.3	7,245.6	7,514.6	7,872.1	8,253.4	分红比率	118.0%	23.1%	51.8%	50.0%	50.0%
股东权益	6,026.9	16,362.0	16,982.0	20,863.0	21,709.8	股息收益率	1.0%	0.8%	2.1%	2.6%	2.8%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	167.6	1,009.4	1,035.8	1,269.1	1,395.1	EPS(元)	0.06	0.27	0.31	0.40	0.42
加: 折旧和摊销	1,023.5	2,532.3	3,034.2	3,224.2	3,324.0	BVPS(元)	2.06	4.63	4.77	4.95	5.14
资产减值准备	20.8	-5.5	-0.0	-	-	PE(X)	121.0	28.3	24.1	18.9	17.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.6	1.6	1.6	1.5	1.5
财务费用	607.7	648.1	1,709.1	1,967.7	2,175.1	P/FCF	-	-1.6	-13.1	-4.8	-778.3
投资收益	-68.6	-102.2	-187.4	-256.9	-267.0	P/S	2.3	1.3	1.0	0.9	0.9
少数股东损益	43.4	478.0	412.9	474.8	547.6	EV/EBITDA	19.7	27.8	16.6	17.3	18.6
营运资金的变动	-22.0	127.3	-3,246.3	302.8	113.6	CAGR(%)	96.4%	11.4%	27.5%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	1,670.8	5,044.6	3,016.7	7,189.1	7,447.8	PEG	1.3	2.5	0.9	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-1,704.1	-11,394.3	-15,961.5	-18,254.1	-19,658.0	ROIC/WACC	0.6	2.5	0.5	0.5	0.5
融资活动产生现金流量	-233.7	6,064.4	13,240.4	8,731.6	12,990.3	REP	2.1	0.4	1.9	1.9	2.1

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

张龙，电力行业首席分析师，毕业于清华大学，工学硕士，4 年证券从业经验。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。新财富 2007 年最佳分析师“电力及公用事业”行业第三名。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

潘艳	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68766516	panyan@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
律烨	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558076	lvye@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034