

电力

公司研究 / 更新报告

国电电力 (600795)

经营艰难，但成长性良好

—2010 年三季报公告点评

增持/ 维持评级

股价：RMB3.41

分析师

周衍长

SAC 执业证书编号:S1000210070025

+755-82364464 zhouyc@lhqz.com

相关研究

公司研究-国电电力 (600795) 100424: 2010 年水电开始发力 (增持)

公司研究-国电电力 (600795) 100719: 步入跨越式发展阶段 (增持)

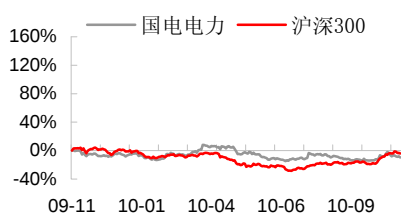
公司研究-国电电力 (600795) 100727: 毛利率下降，业绩平稳 (增持)

基础数据

总股本 (百万股)	12394.57
流通 A 股 (百万股)	10954.28
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	37354.1

- **业绩大幅下滑。**1-9 月份，公司完成上网电量 745.57 亿千瓦时，同比增长 22.06%；实现营业收入 245.84 亿元，同比增长 18.55%；发生营业成本 208.72 亿元，同比增长 26.47%；毛利率为 15.10%，同比下降 4.54 个百分点；实现归属母公司所有者的净利润为 13.21 亿元，同比下降 28.56%。其中，7-9 月份实现归属母公司所有者的净利润为 4.61 亿元，同比下降 49.84%。业绩低于我们预期。
- **机组投产及煤价上涨降低毛利率。**1-9 月份，秦皇岛港口煤均价同比上涨约 27%，煤价上涨对上半年毛利率产生显著的负面影响。同时，大渡河新机组投产、宣威电厂发电量减少、朝阳电厂机组关停等因素，也负面影响毛利率水平。今年 7-9 月份延续年初以来的盈利水平，但由于去年同期净利润基数较高，导致 7-9 月份净利润同比下降 49.84%。
- **得江苏、新疆，望福建、云南，步入跨越式发展阶段。**中国国电集团明确将国电电力作为集团火电和水电业务的整合平台，力争 5 年左右时间，通过资产并购、重组等方式，注入集团除上市以外的发电资产，该部分资产规模是目前上市公司规模的 3.6 倍左右，公司未来发展空间广阔。短期来看，随着江苏和新疆地区的资产注入完毕，根据公司原有规划，福建和云南地区的资产有望近期启动。根据公司规划，我们预计 2012 年国电电力规模有望达到 4000 万千瓦以上，2010-2012 年装机规模年复合增长率达到 27% 以上。
- **维持“增持”评级。**假设公司于 2011 年完成公开增发 30 亿股收购四家公司股权，我们预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.13、0.19、0.22 元（2011 年、2012 年为摊薄后业绩），目前股价对应的 PE 为 26.1、14.3、12.5 倍。考虑到公司未来几年的确定性的高成长及资产结构优化带来的稳定的高盈利能力，我们维持公司“增持”评级。
- **风险提示。**资产注入进展缓慢；煤价超预期上涨。

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

经营预测与估值	2009A	20101-3Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	19447.3	24584.4	33690.8	43208.0	46302.6
(+/-%)	18.3	79.6	73.2	28.2	7.2
归属母公司净利润(百万元)	1595.0	1320.7	1620.0	2962.8	3386.3
(+/-%)	791.7	-3.2	1.6	82.9	14.3
EPS(元)	0.13	0.11	0.13	0.19	0.22
P/E(倍)	26.5	32.0	26.1	14.3	12.5

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	7678	15570	17533	18677	营业收入	19447	33691	43208	46303
现金	297	606	778	833	营业成本	15760	28772	35863	38200
应收账款	2050	3467	4446	4765	营业税金及附加	187	202	259	278
其他应收款	233	452	580	622	营业费用	91	84	108	116
预付账款	3760	8632	8966	9550	管理费用	520	505	648	695
存货	1129	2244	2546	2674	财务费用	1423	2886	3252	3485
其他流动资产	208	168	217	234	资产减值损失	112	0	0	0
非流动资产	82103	89360	104170	111159	公允价值变动收益	-0	0	0	0
长期投资	8243	9000	12000	12000	投资净收益	1066	1250	1400	1600
固定资产	55919	65494	75781	84036	营业利润	2418	2491	4478	5130
无形资产	554	554	554	554	营业外收入	81	100	100	100
其他非流动资产	17387	14312	15835	14569	营业外支出	44	20	20	20
资产总计	89780	104930	121703	129836	利润总额	2455	2571	4558	5210
流动负债	40943	48804	58108	61760	所得税	331	411	638	729
短期借款	27791	33085	39238	41735	净利润	2124	2160	3920	4480
应付账款	3147	5754	7173	7640	少数股东损益	529	540	957	1094
其他流动负债	10005	9965	11698	12385	归属母公司净利润	1595	1620	2963	3386
非流动负债	24863	25636	26186	26186	EBITDA	6526	8846	11965	13621
长期借款	18176	18176	18176	18176	EPS (元)	0.29	0.13	0.19	0.22
其他非流动负债	6687	7460	8010	8010					
负债合计	65806	74441	84294	87946	主要财务比率				
少数股东权益	8292	8832	9789	10883	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	5448	12395	15395	15395	成长能力				
资本公积	3016	4662	4662	4662	营业收入	18.3%	73.2%	28.2%	7.2%
留存收益	7215	4601	7564	10950	营业利润	3756.8%	3.0%	79.7%	14.5%
归属母公司股东权益	15683	21657	27620	31007	归属于母公司净利润	791.7%	1.6%	82.9%	14.3%
负债和股东权益	89780	104930	121703	129836	获利能力				
					毛利率 (%)	19.0%	14.6%	17.0%	17.5%
					净利率 (%)	8.2%	4.8%	6.9%	7.3%
					ROE (%)	10.2%	7.5%	10.7%	10.9%
					ROIC (%)	4.9%	5.7%	7.4%	7.7%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	73.3%	70.9%	69.3%	67.7%
					净负债比率 (%)	74.92%	72.89%	71.67%	71.53%
					流动比率	0.19	0.32	0.30	0.30
					速动比率	0.16	0.27	0.26	0.26
					营运能力				
					总资产周转率	0.25	0.35	0.38	0.37
					应收账款周转率	10	12	11	10
					应付账款周转率	6.80	6.46	5.55	5.16
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.13	0.13	0.24	0.27
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.46	0.25	0.92	0.92
					每股净资产 (最新摊薄)	1.27	1.75	2.23	2.50
					估值比率				
					P/E	26.50	26.09	14.27	12.48
					P/B	2.69	1.95	1.53	1.36
					EV/EBITDA	14	11	8	7

数据来源: 华泰联合证券研究所。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com