

2010-11-01

电力

国电电力 600795.SH

维持

买入

当前价格	3.41 元
目标价格	4.00 元
目标期限	12 个月

分析师:

崔玉芹(执业证书编号: S0930208050143)

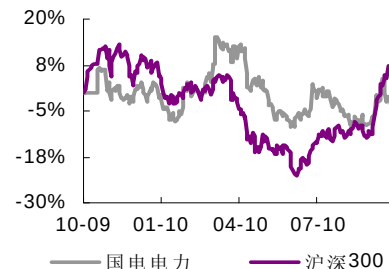
021-22169159

cuiyq@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	12,395
总市值(百万元)	42,265
流通比例(%)	88.38%
12 个月最高/最低(元)	8.45/3.11
近 3 月日均成交量(百万股)	75.51
主要股东	中国国电集团公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-12.12	-22.30	-7.22
绝对收益	3.02	-4.48	-4.19

相关报告:

再启资产注入	2010-07-21
上下游一体化打造核心竞争力	2010-03-28

资产重组不断 期待业绩同步

◇ 事件: 公司公布三季报

◆ 三季度业绩稍低于预期:

2010 年 1-9 月, 公司实现营业收入 245.84 亿元, 同比增长 18.6%, 实现归属于母公司所有者的净利润为 13.21 亿元, 同比下降 28.6%, 基本每股收益为 0.106 元, 稍低于市场预期。

其中, 公司三季度实现营业收入 86.36 亿元, 同比增长 21.5%, 实现归属于母公司所有者的净利润为 4.61 亿元, 同比下降 49.9%, 基本每股收益为 0.037 元。

公司增收减利的主要原因是: (1) 燃料价格上涨, 导致毛利率下降。本期公司的毛利率为 15.1%, 比去年同期下降 5.3 个百分点; (2) 财务费用上涨。由于新机组投产利息停止资本化, 以及公司融资规模加大导致公司财务费用增加 61.2%。

◆ 公司处于规模扩张期:

公司处于规模扩张期: (1) 公司新机组持续投产: 2009-2010 年瀑布沟 (360 万千瓦)、2010-2011 年深溪沟 (66 万千瓦)、2012 年布连电厂 (2*66 万千瓦) 等持续投产; (2) 资产注入持续进行: 2010 年公司完成收购国电江苏公司 80% 股权, 计划公开增发以收购北仑三发 50%、国电新疆公司 100%、国电谏壁公司 100%、国电江苏公司 20% 股权。中国国电承诺在 5 年内实现通过公司实现整体上市, 意味着将持续向公司注入优质电力资产。

◆ 拟公开增发收购集团资产:

公司拟公开增发不超过 30 亿股, 发行募集资金总额不超过 97 亿元, 用于收购中国国电持有的北仑三期 50%、国电新疆 100%、国电谏壁 100%、国电江苏 20% 股权, 和投资建设瀑布沟电站、谏壁扩建、大开热电、酒泉热电、延边大兴川水电项目。

◆ 公司发展前景良好, 股价低估, 维持“买入”评级

在不考虑资产收购的前提下, 我们对 2010-2012 年的每股收益分别为 0.16 元、0.20 元和 0.25 元, 我们认为公司发展前景良好, 目前股价低估, 维持“买入”评级, 目标价 4.0 元。

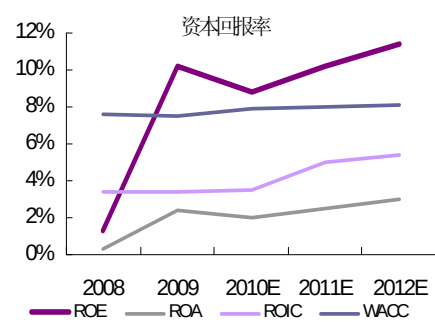
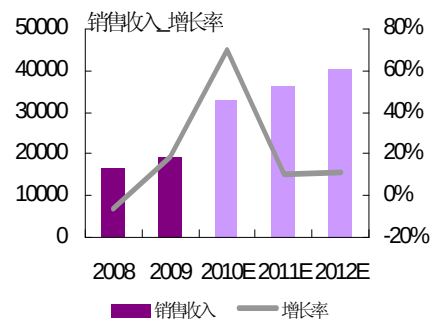
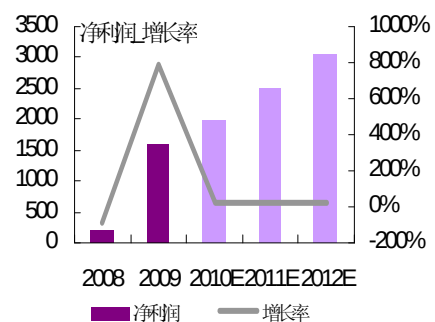
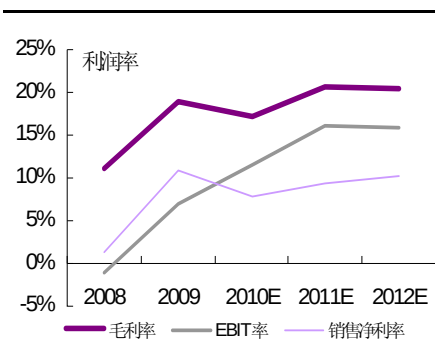
业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	16,440	19,447	32,979	36,299	40,230
营业收入增长率	-5.88%	18.29%	69.58%	10.07%	10.83%
净利润(百万元)	179	1,595	1,966	2,480	3,053
净利润增长率	-89.54%	791.68%	23.28%	26.13%	23.10%
EPS(元)	0.01	0.13	0.16	0.20	0.25
ROE(归属母公司) (摊薄)	1.26%	10.17%	8.78%	10.18%	11.42%
P/E	236	26	21	17	14
P/B	3	3	2	2	2
EV/EBITDA	19	15	15	11	11

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	16,440	19,447	32,979	36,299	40,230
营业成本	14,610	15,760	27,294	28,839	32,028
折旧和摊销	2,305	2,684	4,560	5,139	5,360
营业税费	169	187	330	363	402
销售费用	31	91	165	181	201
管理费用	505	520	923	1,016	1,126
财务费用	1,297	1,423	2,457	3,189	3,137
公允价值变动损益	0	0	338	70	83
投资收益	229	1,066	1,204	1,298	1,562
营业利润	63	2,418	2,913	4,008	4,897
利润总额	130	2,455	2,953	4,078	4,957
少数股东损益	40	529	602	930	1,055
归属母公司净利润	178.87	1,594.95	1,966.20	2,480.03	3,052.85

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	68,739	89,780	130,031	134,315	138,383
流动资产	8,597	7,678	44,452	47,746	53,018
货币资金	442	297	4,947	5,445	6,034
交易型金融资产	0	0	0	70	152
应收账款	1,638	2,050	10,850	11,942	13,236
应收票据	44	208	660	726	805
其他应收款	328	233	429	436	443
存货	1,146	1,129	25,383	26,820	29,786
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	6,083	8,243	8,363	8,493	8,649
固定资产	31,045	55,919	69,015	68,470	66,985
无形资产	427	554	527	500	475
总负债	49,251	65,806	98,743	100,131	100,772
无息负债	8,326	13,263	27,548	28,963	31,486
有息负债	40,924	52,543	71,195	71,167	69,286
股东权益	19,488	23,975	31,288	34,185	37,611
股本	5,448	5,448	12,394	12,394	12,394
公积金	4,180	4,377	4,492	4,833	5,244
未分配利润	4,553	5,853	5,504	7,129	9,089
少数股东权益	5,307	8,292	8,894	9,824	10,880

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1,842	5,703	-9,731	9,061	8,884
净利润	179	1,595	1,966	2,480	3,053
折旧摊销	2,305	2,684	4,560	5,139	5,360
净营运资金增加	3,469	-5,259	19,869	1,809	2,666
其他	-4,111	6,683	-36,127	-367	-2,194
投资活动产生现金流	-14,850	-13,915	-6,559	-4,832	-2,594
净资本支出	13,084	13,406	8,000	6,000	4,000
长期投资变化	6,083	8,243	-120	-130	-156
其他资产变化	-34,017	-35,564	-14,439	-10,702	-6,438
融资活动现金流	11,868	8,067	20,940	-3,731	-5,701
股本变化	2,724	0	6,946	0	0
债务净变化	14,576	11,618	18,653	-28	-1,881
无息负债变化	-5,214	4,937	14,285	1,416	2,523
净现金流	-1,140	-145	4,650	498	590

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-5.88%	18.29%	69.58%	10.07%	10.83%
净利润增长率	-89.54%	791.68%	23.28%	26.13%	23.10%
EBITDA 增长率	-53.73%	88.82%	53.63%	30.75%	7.12%
EBIT 增长率	-106.82%	-911.59%	37.91%	52.25%	9.61%
估值指标					
PE	236	26	21	17	14
PB	3	3	2	2	2
EV/EBITDA	19	15	15	11	11
EV/EBIT	58	30	32	21	19
EV/NOPLAT	35	34	37	26	24
EV/Sales	4	4	4	3	3
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	11.13%	18.96%	17.24%	20.55%	20.39%
EBITDA 率	13.01%	20.76%	25.44%	30.22%	29.21%
EBIT 率	-1.01%	6.96%	11.61%	16.06%	15.88%
税前净利润率	0.79%	12.62%	8.96%	11.23%	12.32%
税后净利润率 (归属母公司)	1.09%	8.20%	5.96%	6.83%	7.59%
ROA	0.32%	2.37%	1.98%	2.54%	2.97%
ROE (归属母公司) (摊薄)	1.26%	10.17%	8.78%	10.18%	11.42%
经营性 ROIC	3.38%	3.39%	3.54%	5.04%	5.40%
偿债能力					
流动比率	0.40	0.19	0.63	0.71	0.82
速动比率	34.91%	15.99%	26.96%	31.09%	35.88%
归属母公司权益/有息债务	0.35	0.30	0.31	0.34	0.39
有形资产/有息债务	1.66	1.69	1.82	1.88	1.99
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.01	0.13	0.16	0.20	0.25
每股红利	0.01	0.03	0.04	0.06	0.08
每股经营现金流	0.15	0.46	-0.79	0.73	0.72
每股自由现金流(FCFF)	-1.00	-0.24	-1.58	0.18	0.33
每股净资产	1.14	1.27	1.81	1.97	2.16
每股销售收入	1.33	1.57	2.66	2.93	3.25

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

崔玉芹，上海交通大学管理学硕士，CPA。曾就职于大鹏证券股份有限公司、（新加坡）亚洲电力投资有限公司。2005 年加盟光大证券，现任电力行业分析师。

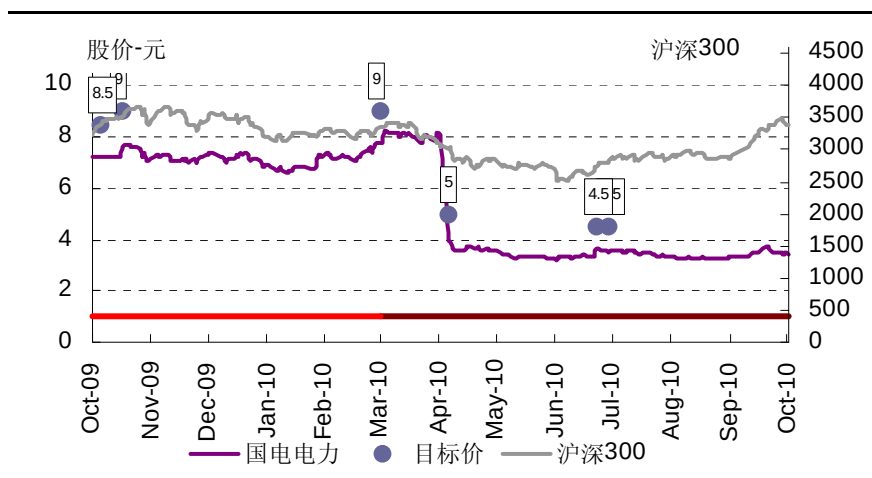
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

国电电力（600795）

分析师：崔玉芹



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2009-04-20	6.17	7.50	增持
2009-08-18	6.86	8.00	增持
2009-11-02	7.19	8.50	增持
2009-11-13	7.19	9.00	增持
2010-03-28	7.41	9.00	买入
2010-05-04	7.98	5.00	买入
2010-07-21	3.39	4.50	买入
2010-07-27	3.57	4.50	买入

买入 — 增持 — 中性 —
 减持 — 卖出 —

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风

险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。