

2011-01-12

电力、煤气及水等公用事业

国投电力 600886-SH

进军煤炭物流

◇ 事件：公司公告

◆ 公司收购两煤炭运销公司股权

公司拟收购国投物流公司持有的国投煤炭运销公司 51% 的股权和国投山西煤炭运销公司 51% 的股权，交易对价为 14916.24 万元。

2010 年 1-11 月，国投煤炭运销公司和国投山西运销公司分别实现净利润 2042.70 万元和 1290.78 万元。

截止 2010 年 11 月 30 日，国投煤炭运销公司和国投山西煤炭运销公司的净资产分别为 8229.43 万元和 5898.11 万元。本次收购的平均溢价率达到 107%。

◆ 向上游拓展，有利于稳定煤炭供应

公司收购煤炭运销公司 51% 的股权和山西煤炭运销公司 51% 的股权后，拥有两公司的控制权，将有利于提高公司煤炭采购的自主性，进一步保障公司煤炭供应。

同时，公司进入煤炭物流领域，在稳定内部煤炭供应的同时拓展外部煤炭市场，提升煤炭物流的附加值，为公司开拓新的利润增长点。

另外，收购两公司股权也将减少公司和集团公司之间的关联交易。

◆ 公司未来发展看二滩

我们看好公司的长期发展。公司拥有二滩水电公司 52% 的股权，二滩公司目前装机容量 330 万千瓦，到 2015 年装机容量将达到 1470 万千瓦，增长 350%。二滩公司装机容量的增长将带来公司权益容量增长 75%。水电装机容量的增长将带来公司业绩的同步增长。

◆ 可转债发行是短期的股价催化剂，给予“增持”评级

我们认为，公司发行可转债将成为公司短期股价的催化剂。公司可转债的发行规模不超过 34 亿元，期限为自发行之日起 6 年内，票面利率不超过 3%，将向老股东优先配售。由于可转债受到市场欢迎，可转债的发行将带动股价的上涨。

我们维持公司 2010-2012 年的盈利预测，并给予“增持”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	6,580	11,917	14,936	15,416	16,088
营业收入增长率	-1.04%	81.11%	25.33%	3.22%	4.36%
净利润（百万元）	124	531	552	678	836
净利润增长率	-77.53%	328.08%	3.91%	22.78%	23.28%
EPS（元）	0.06	0.27	0.28	0.34	0.42
ROE（归属母公司） （摊薄）	3.01%	5.75%	5.73%	6.74%	7.90%
P/E	118	28	27	22	18
P/B	4	2	2	1	1
EV/EBITDA	12	18	14	13	12

提高

增持

当前价格	7.37 元
目标价格	9.00 元
目标期限	6 个月

分析师：

崔玉芹（执业证书编号：S0930510120016）

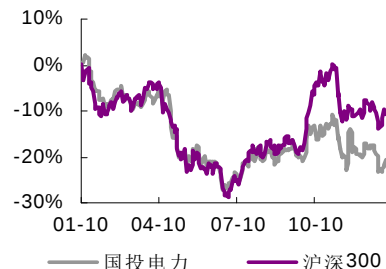
021-22169159

cuiyq@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	1,995
总市值(百万元)	14,704
流通比例(%)	52.86%
12 个月最高/最低（元）	9.76/6.72
近 3 月日均成交量（百万股）	7.67
主要股东	国家开发投资公司

股价表现（12 个月）



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-0.32	-5.20	-9.21
绝对收益	-0.94	-4.90	-18.96

相关报告：

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。

国投煤炭运销公司

国投煤炭运销公司成立于 2005 年，注册资本为 6000 万元。公司的主要财务数据如下：

表 1：国投煤炭运销公司的资产负债状况（单位：万元）

	2010-11-30	2009-12-31	2008-12-31
流动资产	46527.68	21920.24	6564.04
非流动资产	201.76	193.08	609.32
资产总计	46729.44	22113.32	7173.36
流动负债	38500.01	15437.42	652.33
负债总计	38500.01	15437.42	652.33
净资产	8229.43	6675.90	6521.02

表 2：国投煤炭运销公司的简要利润表（单位：万元）

	2010 年 1-11 月	2009 年	2008 年
主营业务收入	6498.49	645.96	190.35
主营业务成本	788.36	272.94	297.05
主营业务利润	613.85	0.53	-49.45
利润总额	2723.60	802.05	416.21
净利润	2042.70	645.96	190.35

数据来源：公司公告

国投山西煤炭运销公司

国投山西煤炭运销有限公司，注册资本 5000 万元人民币。目前主要业务是负责向国投天津北疆电厂和国投山西晋城热电厂供煤，煤源采自国投云峰塔山矿和国投晋城里必矿以及周边矿区，国投山西煤炭运销有限公司目前煤炭年发运能力在 300 万吨以上。

表 3：国投山西煤炭运销公司的资产负债状况（单位：万元）

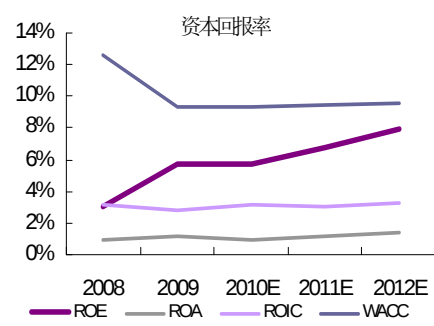
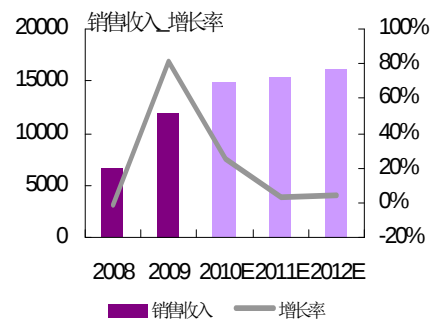
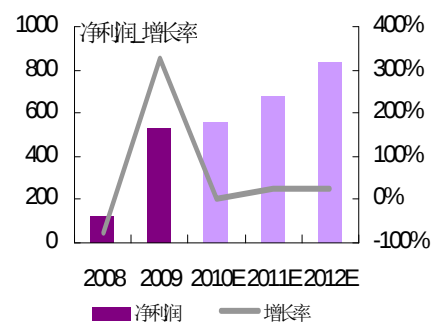
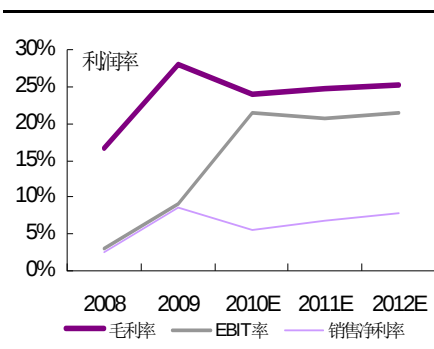
	2010-11-30	2009-12-31	2008-12-31
流动资产	29,176.36	8,286.58	460.05
非流动资产	275.71	396.11	2.95
资产总计	29,452.07	8,682.69	463
流动负债	23,553.96	6,575.36	0.31
负债总计	23,553.96	6,575.36	0.31
净资产	5,898.11	2,107.33	462.69

表 4：国投山西煤炭运销公司的简要利润表（单位：万元）

	2010 年 1-11 月	2009 年	2008 年
营业收入	112,898.69	2,505.35	-
营业成本	109,650.58	1,673.26	-
营业利润	1,873.53	-354.95	-36.56
利润总额	1,721.03	-355.35	-36.58
净利润	1,290.78	-355.35	-36.8

数据来源：公司公告

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6,580	11,917	14,936	15,416	16,088
营业成本	5,487	8,569	11,348	11,606	12,015
折旧和摊销	1,023	2,532	3,820	4,328	4,762
营业税费	30	106	133	137	143
销售费用	12	4	6	6	6
管理费用	193	444	448	462	483
财务费用	632	1,695	2,000	2,107	2,008
公允价值变动损益	0	0	-312	0	0
投资收益	69	102	113	174	176
营业利润	275	1,192	1,013	1,272	1,609
利润总额	279	1,242	1,048	1,307	1,644
少数股东损益	43	478	290	357	441
归属母公司净利润	124.13	531.37	552.16	677.95	835.76

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	18,270	88,391	88,803	89,692	90,237
流动资产	3,041	7,821	7,114	7,313	7,603
货币资金	1,071	2,084	2,987	3,083	3,218
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	637	1,795	2,240	2,312	2,413
应收票据	52	126	149	154	161
其他应收款	309	899	194	185	177
存货	661	605	908	928	961
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	877	1,549	1,561	1,578	1,596
固定资产	13,227	42,443	49,234	53,712	56,750
无形资产	305	832	790	750	713
总负债	12,243	72,029	71,759	71,866	71,445
无息负债	1,448	6,461	4,309	4,802	5,462
有息负债	10,795	65,568	67,450	67,064	65,983
股东权益	6,027	16,362	17,043	17,825	18,792
股本	1,055	1,995	1,995	1,995	1,995
公积金	2,638	6,682	6,766	6,870	6,997
未分配利润	425	564	871	1,192	1,590
少数股东权益	1,909	7,121	7,412	7,768	8,209

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1,671	5,045	6,406	7,686	8,376
净利润	124	531	552	678	836
折旧摊销	1,023	2,532	3,820	4,328	4,762
净营运资金增加	510	-48	938	-294	-371
其他	13	2,029	1,095	2,974	3,149
投资活动产生现金流	-1,704	-11,394	-5,224	-4,843	-4,842
净资本支出	1,455	11,326	5,000	5,000	5,000
长期投资变化	877	1,549	-11	-17	-18
其他资产变化	-4,036	-24,270	-10,213	-9,826	-9,824
融资活动现金流	-234	6,064	-279	-2,746	-3,399
股本变化	0	940	0	0	0
债务净变化	839	54,773	1,882	-386	-1,081
无息负债变化	-214	5,014	-2,152	493	660
净现金流	-267	-285	903	96	134

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	-1.04%	81.11%	25.33%	3.22%	4.36%
净利润增长率	-77.53%	328.08%	3.91%	22.78%	23.28%
EBITDA 增长率	-36.67%	194.52%	32.26%	7.10%	8.90%
EBIT 增长率	-76.93%	428.08%	15.36%	-0.26%	7.37%
估值指标					
PE	118	28	27	22	18
PB	4	2	2	1	1
EV/EBITDA	12	18	14	13	12
EV/EBIT	26	33	30	30	28
EV/NOPLAT	43	41	37	38	36
EV/Sales	3	8	6	6	6
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	16.62%	28.10%	24.02%	24.72%	25.32%
EBITDA 率	18.69%	30.40%	47.09%	48.86%	50.98%
EBIT 率	3.14%	9.15%	21.51%	20.79%	21.39%
税前净利润率	4.24%	10.42%	7.02%	8.48%	10.22%
税后净利润率 (归属母公司)	1.89%	4.46%	3.70%	4.40%	5.19%
ROA	0.92%	1.14%	0.95%	1.15%	1.41%
ROE (归属母公司) (摊薄)	3.01%	5.75%	5.73%	6.74%	7.90%
经营性 ROIC	3.12%	2.80%	3.11%	3.05%	3.21%
偿债能力					
流动比率	0.69	0.36	0.40	0.53	0.81
速动比率	53.95%	33.11%	35.13%	46.35%	71.00%
归属母公司权益/有息债务	0.38	0.14	0.14	0.15	0.16
有形资产/有息债务	1.65	1.33	1.30	1.32	1.36
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.06	0.27	0.28	0.34	0.42
每股红利	0.16	0.08	0.13	0.16	0.19
每股经营现金流	0.84	2.53	3.21	3.85	4.20
每股自由现金流(FCFF)	-0.21	-3.25	0.13	1.08	1.41
每股净资产	2.06	4.63	4.83	5.04	5.30
每股销售收入	3.30	5.97	7.49	7.73	8.06

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。

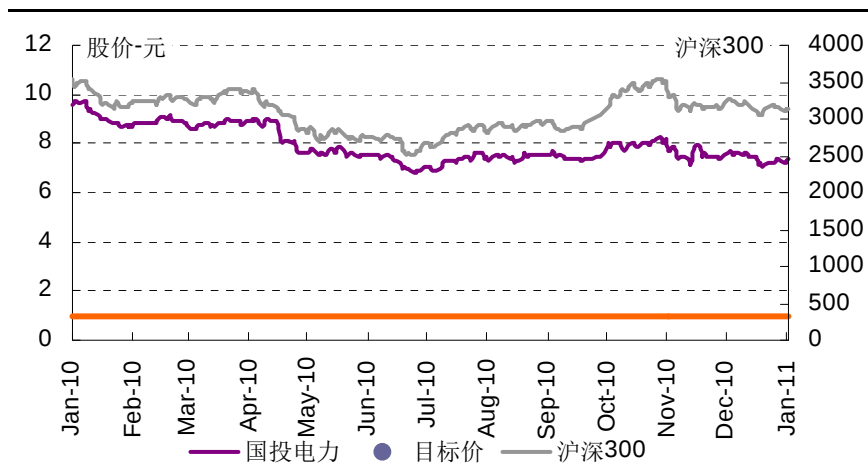
分析师声明

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

国投电力（600886）

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
2008-10-24	7.19	7.84	中性
2008-12-08	8.70	9.00	中性
2009-03-15	9.96	10.00	中性
2009-08-20	9.62	10.00	中性
2009-10-29	9.54	10.00	中性
2010-04-22	8.83	10.00	中性
2010-08-05	7.41	8.00	中性
2010-10-27	8.03	8.50	中性

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。

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@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

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相一致的投资决策。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。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

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。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。