

2011-04-02

电力、煤气及水等公用事业

国电电力 600795-SH

资产重组提升业绩 新能源引领公司转型

◇ 事件：公司公布年报

◆2010 年业绩超预期：

2010 年公司实现营业收入 407.72 亿元，同比增长 19.98%，实现归属于上市公司股东的净利润为 24.01 亿元，同比下降-3.83%，基本每股收益为 0.206 元，超过市场预期。

公司业绩超预期的主要原因是公司获得非流动资产处置收益 5.19 亿元。

◆资产重组提升公司业绩：

2010 年公司两次发行股票，收购国电集团持有的优质电力资产——北仑三发 50%股权、国电新疆公司 100%股权、国电谏壁公司 100%股权和国电江苏公司 100%股权。资产收购完成后，公司可控装机容量增长 834 万千瓦，占公司总装机容量的 29.3%，上述资产 2010 年合计实现净利润 9.715 亿元，利润占比达 46.2%。资产重组增厚每股收益约 20%。

◆煤价上涨导致毛利率下滑 新能源引领企业转型

2010 年，受电力需求旺盛机组利用小时增加、新机组投产等因素影响，公司发电量同比增长 20.84%，但煤价大幅上涨（入炉标煤价上涨 151.93 元/吨），导致公司电力业务毛利率下滑 5.49 个百分点。

在燃料价格不断上涨的背景下，公司积极实施战略转型，大力发展风电、水电和煤炭产业。2010 年在推进大渡河流域水电开发的同时，收购了青海万立、福建界竹口、云南勐来河等水电共计 17.59 万千瓦；核准风电 123.3 万千瓦，储备风电资源 2000 万千瓦；加快煤炭项目开发，察哈素煤矿已取得矿权；成立山西煤销国电能源公司，全面展开大同左云煤矿重组工作，英力特沙巴台煤矿开工建设，公司掌握煤炭资源 23.29 亿吨。另外，宁东煤基多联产一期首批化工项目全面开工；晶阳公司年产 3000 吨多晶硅项目建设进展顺利。

◆等待转型出硕果 维持“买入”评级

我们认为公司的战略转型将产生丰硕成果：大渡河瀑布沟、深溪沟投产增效益、2012 年内蒙古煤电一体化项目和宁东煤化工项目都将开始投产，公司盈利将大幅增长。公司股价目前低估，维持“买入”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	19,447	40,772	47,886	55,576	66,761
营业收入增长率	18.29%	109.65%	17.45%	16.06%	20.12%
净利润（百万元）	1,595	2,401	2,795	3,373	4,536
净利润增长率	791.68%	50.56%	16.38%	20.70%	34.47%
EPS（元）	0.10	0.16	0.18	0.22	0.29
ROE（归属母公司） （摊薄）	10.17%	9.69%	10.74%	11.77%	14.04%
P/E	30	20	17	14	10
P/B	3	2	2	2	1
EV/EBITDA	14	13	14	12	10

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。

维持

买入

当前价格	3.07 元
目标价格	3.60 元
目标期限	12 个月

分析师：

崔玉芹(执业证书编号：S0930510120016)

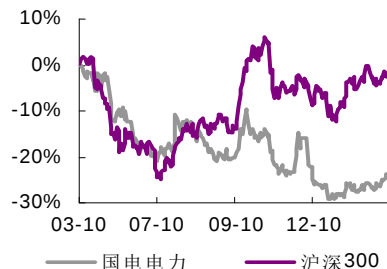
021-22169159

cuiyq@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	15,395
总市值(百万元)	47,569
流通比例(%)	90.64%
12 个月最高/最低(元)	8.30/2.85
近 3 月日均成交量(百万股)	82.40
主要股东	中国国电集团公司

股价表现(12 个月)

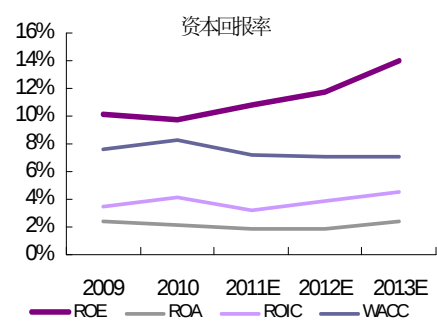
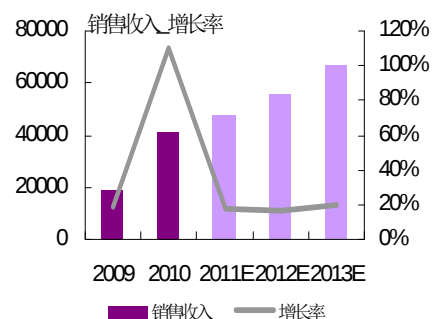
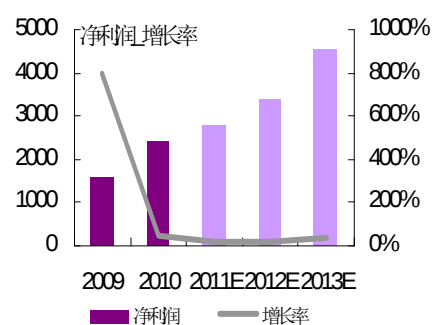
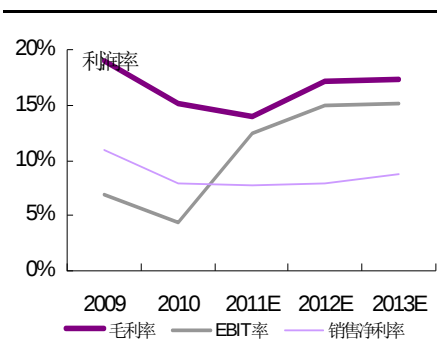


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	3.53	-3.04	-21.59
绝对收益	3.03	0.00	-25.25

相关报告：

资产重组不断	2010-11-01
再启资产注入	2010-07-21

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	19,447	40,772	47,886	55,576	66,761
营业成本	15,760	34,631	41,230	46,083	55,212
折旧和摊销	2,684	5,927	7,794	9,790	11,327
营业税费	187	236	278	322	387
销售费用	91	118	139	161	194
管理费用	520	528	623	722	868
财务费用	1,423	3,312	3,483	5,272	6,186
公允价值变动损益	0	-1	-308	5	8
投资收益	1,066	1,703	1,710	2,061	2,834
营业利润	2,418	3,457	3,843	5,076	6,748
利润总额	2,455	3,682	4,293	5,176	6,828
少数股东损益	529	825	930	1,055	1,294
归属母公司净利润	1,594.95	2,401.28	2,794.58	3,372.96	4,535.74

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	89,780	150,151	206,781	229,638	242,498
流动资产	7,678	13,446	17,063	19,504	23,406
货币资金	297	1,251	2,394	2,779	3,338
交易型金融资产	0	0	0	5	13
应收帐款	2,050	5,460	6,432	7,465	8,968
应收票据	208	194	479	556	668
其他应收款	233	649	718	834	1,001
存货	1,129	3,173	3,711	4,147	4,969
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	8,243	12,020	12,191	12,397	12,680
固定资产	55,919	91,564	127,248	150,148	164,554
无形资产	554	1,149	1,092	1,037	985
总负债	65,806	113,611	168,056	187,229	195,144
无息负债	13,263	31,935	32,268	34,340	37,960
有息负债	52,543	81,676	135,787	152,889	157,185
股东权益	23,975	36,540	38,726	42,409	47,353
股本	5,448	15,395	15,395	15,395	15,395
公积金	4,377	4,633	5,006	5,449	6,032
未分配利润	5,853	4,744	5,627	7,812	10,879
少数股东权益	8,292	11,767	12,697	13,753	15,047

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	5,703	6,499	11,747	17,445	20,784
净利润	1,595	2,401	2,795	3,373	4,536
折旧摊销	2,684	5,927	7,794	9,790	11,327
净营运资金增加	-5,560	-8,864	2,474	364	275
其他	6,984	7,034	-1,316	3,918	4,646
投资活动产生现金流	-13,915	-28,509	-59,693	-28,145	-17,449
净资本支出	13,406	24,728	60,938	30,000	20,000
长期投资变化	8,243	12,020	-171	-206	-283
其他资产变化	-35,564	-65,257	-120,460	-57,939	-37,166
融资活动现金流	8,067	22,277	49,089	11,085	-2,776
股本变化	0	9,947	0	0	0
债务净变化	11,618	29,133	54,112	17,102	4,296
无息负债变化	4,937	18,672	333	2,072	3,619
净现金流	-145	267	1,144	385	559

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	18.29%	109.65%	17.45%	16.06%	20.12%
净利润增长率	791.68%	50.56%	16.38%	20.70%	34.47%
EBITDA 增长率	88.82%	90.27%	24.78%	31.74%	18.51%
EBIT 增长率	-911.59%	29.72%	16.91%	39.79%	21.85%
估值指标					
PE	30	20	17	14	10
PB	3	2	2	2	1
EV/EBITDA	14	13	14	12	10
EV/EBIT	28	28	33	26	22
EV/NOPLAT	33	32	38	30	26
EV/Sales	4	3	4	4	3
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	18.96%	15.06%	13.90%	17.08%	17.30%
EBITDA 率	20.76%	18.84%	28.65%	32.52%	32.08%
EBIT 率	6.96%	4.31%	12.37%	14.90%	15.12%
税前净利润率	12.62%	9.03%	8.97%	9.31%	10.23%
税后净利润率 (归属母公司)	8.20%	5.89%	5.84%	6.07%	6.79%
ROA	2.37%	2.15%	1.80%	1.93%	2.40%
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.17%	9.69%	10.74%	11.77%	14.04%
经营性 ROIC	3.48%	4.15%	3.17%	3.87%	4.49%
偿债能力					
流动比率	0.19	0.18	0.20	0.25	0.33
速动比率	15.99%	13.64%	15.81%	19.29%	25.78%
归属母公司权益/有息债务	0.30	0.30	0.19	0.19	0.21
有形资产/有息债务	1.69	1.81	1.51	1.49	1.53
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.10	0.16	0.18	0.22	0.29
每股红利	0.03	0.10	0.05	0.06	0.09
每股经营现金流	0.37	0.42	0.76	1.13	1.35
每股自由现金流(FCFF)	-0.17	-0.34	-3.30	-0.88	-0.02
每股净资产	1.02	1.61	1.69	1.86	2.10
每股销售收入	1.26	2.65	3.11	3.61	4.34

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，现任公用事业行业分析师。

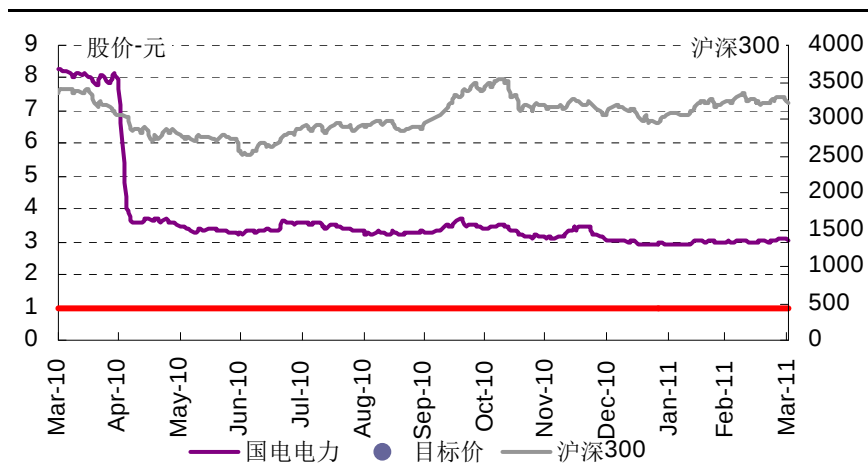
分析师声明

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
2009-08-18	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
2010-11-01	3.41	4.00	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。

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
	杨月		18910037319	yangyue1@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
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@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（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。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发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。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，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

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，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）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。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议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（以下简称“本公司”）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。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：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，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的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正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容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。