

盈利有所提升，静待项目投产

国投电力 2011 年半年报点评

报告关键点:

- 多因素促进业绩提升
- 煤价涨幅基本符合预期
- 2012年后进入收获期

报告摘要:

- 公布2011年中报: 公司2011年上半年实现营业收入96.08亿元, 同比提高26.75%; 实现利润总额3.56亿元, 同比提高12.32%; 实现归属于母公司所有者的净利润1.22亿元, 同比提高2.84%; 实现每股收益0.061元, 同比提高2.84%。
- 多因素促进业绩提升: 公司业绩提升主要来自于控股子公司利润的上升, 影响因素主要为发电量的上升和上网电价的上调: (1) 发电量上升: 公司控股投资企业累计完成上网电量与去年同期相比增长15.39%, 其中国投津电由于2010年投产, 发电量基数较低, 随着今年发电量逐步恢复正常, 上半年上网电量同比增加45.9%, 二季度环比上升27.8%; 国投大朝山受益于来水情况较好以及上游电站建成蓄水, 上网电量同比增加45.2%, 其中二季度环比上升55.7%; 华夏电力和靖远二电则受益于社会用电增长、区域水电出力下滑, 上网电量分别同比增加47.1%和11.7%, 二季度分别环比上升9.6%和下降30.3%; (2) 上网电价上调: 上半年公司部分火电项目上调上网电价以及高上网电价的新能源项目的投产综合使得公司所属控股投资企业平均上网电价同比上涨0.067元/千瓦时, 除此之外, 公司有部分电厂上网电价自2010年开始上调, 这部分收入也记入上半年营业收入中; (3) 其他影响因素: 由于长期借款和应付债券大幅上升, 公司财务费用同比大幅上升2.3亿, 约上涨26.9%。
- 煤价涨幅基本符合预期: 受上半年煤价普遍上涨影响, 公司所属控股火电企业实际标煤单价763元/吨, 同比增加12.2%, 较2010年公司所属控股火电企业实际标煤单价增加8.3%, 基本符合预期。
- 2012年后进入收获期: 公司独家拥有雅砻江流域开发权, 规划总装机3000万千瓦, 目前仅有二滩330万千瓦机组投产, 在建的桐子林、官地、锦屏一和锦屏二装机容量共1140万千瓦, 将于2012-2015年间陆续投产, 除此之外, 还有伊犁和盘江两个在建火电项目, 公司在2012年后有望迎来业绩突破式增长期。
- 由于公司近两年投产项目较少, 综合考虑三季度进入水电发电高峰期、煤价上涨、发电量上升等因素后, 我们给予公司11~13年EPS分别为0.26、0.32和0.52元, 维持“中性-A”评级。
- 风险提示: 煤价上涨 在建工程延后 利用小时下降

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	11,917.1	15,947.6	19,607.2	21,303.0	24,103.1
Growth(%)	81.1%	33.8%	22.9%	8.6%	13.1%
净利润	1,009.4	1,064.0	1,124.2	1,349.9	2,118.5
Growth(%)	328.1%	-6.9%	6.6%	20.6%	62.6%
毛利率(%)	9.1%	8.1%	19.9%	20.7%	25.8%
净利润率(%)	4.5%	3.1%	2.7%	3.0%	4.3%
每股收益(元)	0.27	0.25	0.26	0.32	0.52
每股净资产(元)	4.63	4.41	4.50	4.65	4.88
市盈率	23.2	24.9	23.3	19.4	11.9
市净率	1.3	1.4	1.4	1.3	1.3
净资产收益率(%)	6.2%	6.6%	6.7%	6.5%	9.6%
ROIC(%)	14.8%	3.0%	3.1%	2.9%	3.7%
EV/EBITDA	26.9	26.6	17.7	18.4	16.5
股息收益率	1.2%	1.0%	2.6%	2.6%	4.2%

评级:

中性-A

上次评级: 中性-A

目标价格:

7.00 元

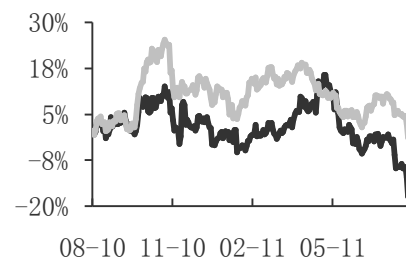
期限: 6 个月 上次预测: 9.00 元

现价(2011 年 08 月 09 日): 6.17 元

报告日期: 2011-08-10

总市值(百万元)	12,309.77
流通市值(百万元)	6,507.06
总股本(百万股)	1,995.10
流通股本(百万股)	1,054.63
12 个月最低/最高	5.76/8.55 元
十大流通股股东(%)	60.32%
股东户数	103,259

12 个月股价表现



— 国投电力 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(2.48)	(15.86)	(14.48)
绝对收益	(12.48)	(27.12)	(15.70)

张龙

 021-68766113
执业证书编号

首席行业分析师

 zhanglong@essence.com.cn
S1450511020030

报告联系人

邵琳琳

 021-68763673
shaoll@essence.com.cn

前期研究成果

国投电力: 靖远二厂电价上调点评	2010-09-10
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

表 1 公司已有项目

	比例	公司名称	性质	装机容量 (万千瓦)	权益容量 (万千瓦)	位置
全资	100%	国投白银风电	风电	30*0.15	4.5	甘肃
	100%	国投张家口风电	风电	67×0.15	10.05	河北
	100%	酒泉二风电	风电	134*0.15	20	甘肃
	100%	国投敦煌	光伏	4	4	甘肃
	100%	国投石嘴山	光伏			甘肃
控股	100%	国投格尔木	光伏			甘肃
	64%	国投津电	火电	2*100	130	天津
	51%	国投宣城	火电	1*60	30.6	安徽
	55%	国投北部湾发电	火电	2*32	35.2	广西
	55.4%	国投曲靖发电	火电	4*30	66.5	云南
	51.22%	靖远二电	火电	2*32+2*30	63.5	甘肃
	56%	华夏电力	火电	4*30	67.2	福建
	52%	二滩水电	水电	6*55	171.6	四川
	50%	国投大朝山	水电	6*22.5	67.5	云南
	60.45%	国投小三峡	水电	4*7.5+4*5.77+4*3.5	40.5	甘肃
参股	65%	酒泉一风电	风电	33*0.15+33*0.15	6.4	甘肃
	30%	徐州华润	火电	4*32	38.4	江苏
	21%	铜山华润	火电	200		江苏
	35%	淮北国安	火电	2*32	22.4	安徽
	45%	甘肃张掖	火电	2*32.5	29.3	甘肃

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

表 2 公司在建项目

	比例	公司名称	性质	装机容量 (万千瓦)	权益容量 (万千瓦)
控股	52%	锦屏一级	水电	6*60	187.2
	52%	锦屏二级	水电	8*60	249.6
	52%	官地	水电	4*60	124.8
	52%	桐子林	水电	4*15	31.2
	60%	伊犁能源	火电		
	55%	盘江	火电		

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

表 3 公司部分筹建项目

	比例	公司名称	性质	装机容量 (万千瓦)	权益容量 (万千瓦)
全资	100%	伊犁一期	火电	60	60
控股	61%	北疆二期	火电	2*100	122
	55%	盘北一期	火电	2*30	33
	52%	两河口	水电	6*50	156
	51%	宣城二期	火电	2*30	30.6

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

表 4 公司发电量增长情况汇总

	2011 年二季度环比		2011 年二季度同比		2011 年一季度同比		2011 年上半年同比	
	发电量	上网电量	发电量	上网电量	发电量	上网电量	发电量	上网电量
国投津电	27.37%	27.78%	34.61%	35.83%	59.46%	61.14%	44.52%	45.89%
国投宣城	-6.35%	-7.00%	36.80%	36.82%	-6.45%	-6.14%	10.43%	10.59%
国投北部湾发电	-5.51%	-5.57%	-2.84%	-2.92%	-24.80%	-25.19%	-15.52%	-15.81%
国投曲靖发电	2.06%	1.76%	-9.93%	-9.58%	-22.65%	-22.81%	-16.71%	-16.66%
靖远二电	-30.06%	-30.27%	69.54%	69.48%	-9.57%	-9.80%	11.93%	11.66%
华夏电力	9.28%	9.55%	77.73%	79.92%	22.12%	22.63%	45.96%	47.13%
国投小三峡	109.39%	111.16%	-9.17%	-9.25%	-5.19%	-5.28%	-7.92%	-8.01%
国投大朝山	55.68%	55.66%	22.76%	22.71%	101.79%	103.08%	44.96%	45.19%
二滩水电	14.61%	14.62%	17.78%	17.87%	-7.25%	-7.25%	4.63%	4.66%
国投白银风电	-4.55%	0.00%	-8.70%	-4.55%	-12.00%	-16.00%	-10.42%	-10.64%
国投张家口风电	21.15%	23.53%						

公司快报

酒泉一风电	-30.23%	-29.76%	130.77%	126.92%	514.29%	546.15%	265.00%	266.67%
酒泉二风电	-16.67%	-19.48%						
国投石嘴山	33.33%	33.33%						
国投格尔木	500.00%	500.00%						
国投敦煌	66.67%	66.67%	400.00%	400.00%			700.00%	700.00%
铜山华润	-22.15%	-22.49%						
徐州华润	19.59%	19.97%	9.51%	10.37%	-9.41%	-9.36%	0.00%	0.43%
淮北国安	-8.10%	-7.94%	28.83%	29.61%	-17.06%	7.00%	0.00%	16.76%
甘肃张掖	-4.06%	-4.59%	18.28%	18.63%	-12.91%	-4.47%	0.00%	5.56%

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间		2011-8-10		
								2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						财务指标						
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	成长性						
营业收入	11,917.1	15,947.6	19,607.2	21,303.0	24,103.1	营业收入增长率	81.1%	33.8%	22.9%	8.6%	13.1%	
减: 营业成本	10,827.2	14,658.7	15,705.6	16,898.0	17,889.4	营业利润增长率	333.4%	14.7%	-1.2%	23.5%	54.0%	
营业税费	106.0	122.2	153.8	170.6	228.7	净利润增长率	328.1%	-6.9%	6.6%	20.6%	62.6%	
销售费用	4.5	14.7	6.8	6.8	6.8	EBITDA 增长率	207.1%	16.6%	79.6%	9.1%	25.6%	
管理费用	444.3	464.8	414.5	424.5	474.5	EBIT 增长率	3061.2%	21.6%	353.5%	14.0%	43.2%	
财务费用	1,695.2	1,754.7	2,114.9	2,283.2	3,090.6	NOPLAT 增长率	336.1%	1.1%	19.5%	10.9%	46.0%	
资产减值损失	8.6	1.5	9.3	9.3	9.3	投资资本增长率	400.6%	15.4%	20.3%	13.9%	13.4%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	171.5%	-1.7%	4.3%	23.9%	6.7%	
投资和汇兑收益	102.2	78.6	148.8	157.6	164.7							
营业利润	1,192.1	1,367.6	1,351.1	1,668.2	2,568.5	利润率						
加: 营业外净收支	49.9	17.0	-	-	-	毛利率	9.1%	8.1%	19.9%	20.7%	25.8%	
利润总额	1,242.0	1,384.5	1,351.1	1,668.2	2,568.5	营业利润率	10.0%	8.6%	6.9%	7.8%	10.7%	
减: 所得税	232.6	320.5	226.9	318.3	450.0	净利润率	4.5%	3.1%	2.7%	3.0%	4.3%	
净利润	1,009.4	1,064.0	1,124.2	1,349.9	2,118.5	EBITDA/营业收入	26.1%	22.8%	33.3%	33.4%	37.1%	
资产负债表						EBIT/营业收入	5.3%	4.8%	17.7%	18.5%	23.5%	
货币资金	2009	2010	2011E	2012E	2013E	运营效率						
交易性金融资产	2,084.4	897.0	2,352.9	2,556.4	2,892.4	固定资产周转天数	841	972	799	715	696	
应收账款	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	23	7	58	102	91	
应收帐款	2,694.5	2,905.9	3,223.1	3,501.9	3,962.2	流动资产周转天数	164	172	160	170	158	
应收票据	126.5	181.6	644.6	700.4	792.4	应收帐款周转天数	37	43	39	38	37	
预付帐款	2,307.8	2,446.4	2,760.5	2,591.6	2,412.7	存货周转天数	20	19	19	17	14	
存货	605.0	991.3	1,026.1	876.3	930.6	总资产周转天数	1,611	2,133	1,989	2,097	2,103	
其他流动资产	2.8	2.9	-46.8	-46.8	-46.8	投资资本周转天数	1,461	1,960	1,881	2,023	2,032	
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率						
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	6.2%	6.6%	6.7%	6.5%	9.6%	
长期股权投资	1,549.4	1,476.3	2,713.3	3,013.3	3,037.3	ROA	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%	1.4%	
投资性房地产	51.6	38.6	38.6	38.6	38.6	ROIC	14.8%	3.0%	3.1%	2.9%	3.7%	
固定资产	42,442.5	43,718.7	43,316.8	41,326.4	51,929.0	费用率						
在建工程	35,223.1	46,393.8	58,676.1	76,131.5	82,231.5	销售费用率	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	
无形资产	831.5	1,138.9	1,139.9	1,140.8	1,141.7	管理费用率	3.7%	2.9%	2.1%	2.0%	2.0%	
其他非流动资产	472.2	391.1	240.4	220.4	200.4	财务费用率	14.2%	11.0%	10.8%	10.7%	12.8%	
资产总额	88,391.4	100,582.6	116,085.7	132,050.8	149,522.0	三费/营业收入	18.0%	14.0%	12.9%	12.7%	14.8%	
短期债务	12,142.3	11,941.8	22,302.2	30,768.0	43,400.9	偿债能力						
应付帐款	4,695.3	5,989.6	3,012.0	3,240.7	3,430.8	资产负债率	81.5%	84.0%	85.6%	84.3%	85.2%	
应付票据	791.6	1,130.0	86.1	92.6	98.0	负债权益比	440.2%	525.4%	592.3%	535.4%	574.5%	
其他流动负债	4,166.1	3,796.0	3,903.0	4,172.5	4,452.5	流动比率	0.36	0.32	0.34	0.27	0.21	
长期借款	50,083.3	61,404.6	66,404.6	69,404.6	72,404.6	速动比率	0.33	0.28	0.30	0.24	0.19	
其他非流动负债	150.7	238.2	3,609.9	3,591.4	3,567.4	利息保障倍数	0.37	0.44	1.64	1.73	1.83	
负债总额	72,029.4	84,500.4	99,317.8	111,269.9	127,354.4	分红指标						
少数股东权益	7,121.4	7,278.6	7,786.0	11,512.7	12,434.0	DPS(元)	0.07	0.06	0.16	0.16	0.26	
股本	1,995.1	1,995.1	1,995.1	1,995.1	1,995.1	分红比率	27.6%	24.9%	61.2%	50.0%	50.0%	
留存收益	7,245.6	6,808.5	6,986.7	7,273.0	7,738.6	股息收益率	1.2%	1.0%	2.6%	2.6%	4.2%	
股东权益	16,362.0	16,082.3	16,767.8	20,780.8	22,167.7	业绩和估值指标						
现金流量表						2009	2010	2011E	2012E	2013E		
净利润	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EPS(元)	0.27	0.25	0.26	0.32	0.52	
加: 折旧和摊销	2,532.3	2,922.0	3,054.7	3,162.7	3,273.6	BVPS(元)	4.63	4.41	4.50	4.65	4.88	
资产减值准备	-5.5	1.5	9.3	9.3	9.3	PE(X)	23.2	24.9	23.3	19.4	11.9	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.3	1.4	1.4	1.3	1.3	
财务费用	648.1	1,709.1	1,757.3	2,114.9	2,283.2	P/FCF	-	-16.1	61.4	-3.6	-33.1	
投资收益	-102.2	-78.6	-148.8	-157.6	-164.7	P/S	1.0	0.8	0.6	0.6	0.5	
少数股东损益	478.0	569.6	596.9	713.8	1,083.9	EV/EBITDA	26.9	26.6	17.7	18.4	16.5	
营运资金的变动	127.3	-887.8	-4,667.5	390.6	43.8	CAGR(%)	10.2%	25.8%	23.5%	-100.0%	-100.0%	
经营活动产生现金流量	5,044.6	5,045.3	2,083.7	7,752.0	9,455.0	PEG	2.3	1.0	1.0	-0.2	-0.1	
投资活动产生现金流量	-11,394.3	-13,536.9	-15,994.4	-18,695.0	-19,760.3	ROIC/WACC	2.5	0.5	0.5	0.5	0.6	
融资活动产生现金流量	6,064.4	7,279.8	16,122.8	8,964.5	12,024.9	REP	0.4	2.0	2.0	2.1	1.6	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

张龙，电力行业首席分析师，毕业于清华大学，工学硕士，2003年开始证券行业研究，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。

分析师声明

张龙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一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

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@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: 200123

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