

增持 维持

国电电力（600795）

2011 年 8 月 31 日

坚持多元化发展思路，受煤价影响逐步减小

2011 年 8 月 30 日收盘价 2.49 元。
6 个月目标价：3.00 元公用事业行业高级分析师：陆凤鸣
SAC 执业证书编号：S0850210100002
lufm@htsec.com
021-23219415
联系人：汤砚卿
tyq6066@htsec.com
021-23219768

事件：公司 2011 年上半年实现营业总收入 237.02 亿元，同比增长 24.87%，归属母公司净利润 11.40 亿元，同比增长 9.41%。上半年综合毛利率为 16%，同比上升约 2 个百分点，基本每股收益 0.07 元。2011 年上半年不分配。

总体评价：公司上半年收入同比增长 25%，主要是受收入占比最大的发电业务带动。公司上半年实现发电收入 206 亿元，同比增长 21%，这一方面得益于其机组利用小时增加所带来的发电量上升，上半年其合计实现发电 694 亿度，同比增长 18%，另一方面得益于今年上半年电价的上调。上半年公司毛利率同比增长 2 个百分点到 16%，主要是在发电业务中水电占比的提升、以及公司对燃煤采购管理成本的控制。

从分业务来看，公司依旧是坚持多元化发展，期内对风电、水电的开发力度加大，同时积极推进其内蒙煤电联营项目；同时，其在煤化工、多晶硅、及铁路投资等各个领域都有涉及。随着水电等业务占比扩大，公司盈利受煤价冲击明显要小于其他火电业务占比较大的企业（如华能），当期非传统火电业务对公司利润贡献占比超过 40%。

基于目前国内较高的煤价，预计短期内火电企业经营仍将较为困难，而公司所投资的煤炭等非传统火电业务将在 2012 年之后真正对利润产生较大影响。下调公司 2011 年 EPS 至 0.15 元，考虑到目前的火电企业估值水平，给予 2011 年 20 倍动态 PE，对应目标价为 3.00 元，维持“增持”评级。

1. 公司基本情况

2011 年上半年，公司下属深溪沟电厂两台 16.5 万千瓦机组、谏壁发电厂一台 100 万千瓦机组投产，使得公司控股装机容量达到 3059.58 万千瓦，其中火电 2237.40 万千瓦，水电 685.28 万千瓦，风电 135.90 万千瓦，太阳能光伏 1 万千瓦。

除新机组投产外，公司上半年主要动态有两方面：一是持股 50%的国电建投内蒙古能源，在 2011 年年初，以 32.98 亿元获得内蒙古东胜煤田察哈素区煤炭资源勘探权，勘查面积为 155.72 平方公里，预计该地区煤炭资源储量 28.16 亿吨，总可开采储量 16.4 亿吨，对公司在内蒙地区布局煤电联营具有重要意义；二是发行了 55 亿元的可转债，期限为 6 年，将投入于 302.2 万千瓦的水电机组、54.45 万千瓦的风电机组建设，对公司电力业务结构调整有所改善。

表 1 公司 2011 年上半年发行可转债募投项目

类型	项目名称	核准装机容量（万千瓦）	项目总投资（亿元）	拟投入募集资金（亿元）	预计投产时间
水电	四川大渡河大岗山水电站	260	179.94	11	2015 年
	新疆伊犁尼勒克一级水电站	22	21.72	3.25	2012 年 12 月
	新疆伊犁塔勒德萨依水电站	8	7.51	1.12	2012 年 6 月
	新疆伊犁萨里克特水电站	8	8.06	1.21	2012 年 6 月
	新疆吐鲁番大河沿河梯级水电站	4.2	5.62	0.5	2012 年 12 月
	小计	302.2	217.28	17.08	
风电	宁夏盐池青山风电场一期	4.95	4.8	4	2011 年 11 月
	宁夏盐池青山风电场二期	4.95	4.8	3.7	2012 年 7 月
	宁夏红寺堡石板泉风电场一期	4.95	4.8	4	2011 年 11 月
	宁夏青铜峡牛首山风电一期	4.95	4.8	2.7	2011 年 10 月
	宁夏青铜峡牛首山风电二期	4.95	4.8	2.7	2011 年 10 月
	宁夏青铜峡牛首山风电三期	4.95	4.8	2.7	2011 年 10 月
	黑龙江桦川大青背山风电场二期	4.95	4.38	3.7	2011 年 12 月
	辽宁铁岭台子山风电场	4.95	4.85	3.7	2011 年 10 月
	山西右玉高家堡二期风电场	4.95	4.48	3.7	2011 年 12 月
	山东文登紫金山风电场	4.95	4.8	4	2011 年 12 月
	山东威海山马于风电场	4.95	4.64	4	2011 年 12 月
	小计	54.45	51.95	38.9	
	合计	356.65	274.8	55.98	

资料来源：公司 2011 年可转债募集说明书，海通证券研究所

表 2 公司 2011 年上半年重大公告一览

公告日期	内容概述
2011/3/14	公司与河北省建设投资集团公司以各 50% 股权比例共同控制的国电建投内蒙古能源有限公司, 近日获得国土资源部核发的《 矿业资源勘查许可证 》, 勘查项目名称为内蒙古自治区鄂尔多斯市东胜煤田察哈素区煤炭资源勘探, 勘查面积为 155.72 平方公里, 有效期为 2011 年 3 月 1 日至 2011 年 8 月 30 日
2011/4/11	公司拟发行可转债不超过 55 亿元, 期限为 6 年, 票面利率不超过每年 3%
2011/6/1	公司下属控股公司 大渡河公司 投资建设的 深溪沟水电站第三台机组 3 号机完成试运行 , 成功投产发电。同时, 大渡河公司下属的 龚嘴电厂 增容 1 万千瓦, 达到 74 万千瓦
2011/6/2	公司全资子公司国电江苏电力有限公司下属的 谏壁发电厂 投资建设的一台 100 万千瓦火电机组于近日完成试运行, 成功投产发电
2011/6/30	控股子公司国电大渡河流域水电开发有限公司投资建设的 深溪沟水电站 4 号机（单机 16.5 万千瓦）完成试运行 , 成功并网发电
2011/8/16	公司收到中国证券监督管理委员会《关于核准国电电力发展股份有限公司公开发行可转换公司债券的批复》, 核准公司向社会公开发行面值总额 55 亿元可转换公司债券, 期限 6 年
2011/8/17	公司规模为 55 亿元的可转债上市发行, 期限为六年 , 即自 2011 年 8 月 19 日至 2017 年 8 月 19 日。票面利率为第一年 0.5%、第二年 0.5%、第三年 1.0%、第四年 2.0%、第五年 2.0%、第六年 2.0%。初始转股价格: 2.67 元/股。公司于本次可转债期满后 5 个交易日按本次发行的可转债票面面值的 110%（含最后一期利息）赎回全部未转股的可转债

资料来源：公司公告，海通证券研究所

2. 财务报表分析

（1）收入情况——发电量增长是推动收入增加的主因

公司 2011 年上半年实现营业总收入 237.02 亿元, 同比增长 24.87%。分业务来看, 电力、热力、化工等业务收入同比均有所增长。其中, 占比最大的发电, 实现收入 206 亿元, 同比增长 21%, 这一方面得益于其机组利用小时增加所带来的发电量上升, 上半年其合计实现发电 694 亿度, 同比增长 18%; 另一方面得益于今年上半年电价的上调。

表3 公司主营业务收入情况（2010H1-2011H1）

	营业总收入（亿元）	电力			热力	化工	其他
		收入（亿元）	售电量（亿度）	售电均价（元/度）	收入（亿元）	收入（亿元）	收入（亿元）
2010H1	189.81	170.19	553.46	0.307	3.50	10.20	5.60
2011H1	237.02	206.16	654.47	0.315	5.29	13.84	10.93
YOY	24.87%	21.14%	18.25%	2.44%	51.14%	35.71%	95.31%

资料来源：公司 2011 年半年报，海通证券研究所（注：电价为不含税价）

（2）盈利水平——电源结构调整及燃煤成本控制加强，毛利率略升

2011 年上半年公司综合毛利率为 16.49%，同比上升 1.61 个百分点。其中，电力、热力、化工业务毛利率分别上涨 3.13 个百分点、0.45 个百分点、3.54 个百分点。在煤价持续上涨，火电企业盈利普遍下滑的背景下，公司的电力、热力业务盈利有所改善，一方面可能是因为发电业务中水电占比的提升，另一方面可能得益于公司在煤源选择、采购成本上的控制。

表4 分业务毛利率情况（2010H1-2011H1）

	综合毛利率	分业务毛利率			
		电力	热力	化工	其他
2010H1	14.88%	18.33%	-28.73%	21.33%	14.10%
2011H1	16.49%	21.46%	-28.28%	24.87%	9.68%
YOY	1.61%	3.13%	0.45%	3.54%	-4.42%

资料来源：公司 2011 年半年报，海通证券研究所

（3）期间费用——负债规模庞大，财务费用压力凸显

上半年公司三项费用率和为 10.36%，同比上升 1.55 个百分点。其中，销售、管理费用率同比小幅下降，而财务费用率上涨 1.9 个百分点。

受到大渡河流域水电项目投产所带来的利息资本化金额减少、融资金额增加、及国家上调银行贷款基准利率的影响，公司 2011 年上半年财务费用达到 21.84 亿元，同比大幅增长 57%，期末公司有息负债合计规模达到 905.13 亿元，同比增长约 49%。

表5 各项费用情况（2010H1-2011H1）

	销售费用 （亿元）	销售费用率	管理费用 （亿元）	管理费用率	财务费用 （亿元）	财务费用率	期间费用 （亿元）	期间费用率
2010H1	0.57	0.30%	2.27	1.20%	13.87	7.31%	16.71	8.80%
2011H1	0.50	0.21%	2.21	0.93%	21.84	9.21%	24.55	10.36%
YOY	-12.28%	-0.09%	-2.64%	-0.26%	57.46%	1.90%	46.92%	1.55%

资料来源：公司 2011 年半年报，海通证券研究所

（4）投资净收益——非传统火电业务贡献占比提升

2011 年上半年，公司投资净收益 6.26 亿元，同比增加 0.79%，占营业利润比例为 33.18%，同比下降 4.85 个百分点。对联营和合营企业的投资收益为 6.14 亿元，同比增加 12.43%。

表 6 投资收益所占营业利润比例（2010H1-2011H1）

	投资净收益（亿元）	占营业利润比例（%）	对联营企业和合营企业的投资收益（亿元）	占营业利润比例（%）
2010H1	6.21	38.04	5.47	33.48
2011H1	6.26	33.18	6.14	32.58
YOY	0.79%	-4.85	12.43%	-0.90

资料来源：公司 2011 年半年报，海通证券研究所

参股公司中，[河北银行股份有限公司](#)、[同煤国电同忻煤矿有限公司](#)当期分别贡献投资收益 1.04 亿元、1.06 亿元，同比增长 83.69%和 60.82%，占归属母公司净利润比重上升至 9.12%、9.30%。

表 7 各联营、合营企业投资收益及其所占营业利润比例（2010H1-2011H1）

公司名称	持股比例（%）	投资收益（亿元）			占归属母公司净利润比重		
		2011H1	2010H1	YOY	2011H1	2010H1	YOY
河北银行股份有限公司	19.6	1.04	0.56	83.69%	9.12%	5.37%	3.75%
同煤国电同忻煤矿有限公司	28	1.06	0.66	60.82%	9.30%	6.33%	2.97%

资料来源：公司 2011 年半年报，海通证券研究所

同时，通过川投能源的 2011 年半年报也能看到，其持股 69%的大渡河水电公司，随着大量在建电站投产，其在 2011 年上半年实现营业收入 22.33 亿元，同比增长 94.72%；实现净利润 3.90 亿元，同比增长 136.74%。照此推测，[2011 年上半年大渡河水电对国电电力的权益净利润贡献也将达到 2.69 亿元，占到国电电力归属母公司净利润的 23.59%。](#)

而英力特的财务报表也显示，其上半年实现营业收入 14.43 亿元，同比增长 41.89%；实现净利润 1.03 亿元，同比上升 368%。按照国电电力持股比例 11.36%计算，则贡献权益净利润为 0.12 亿元，占国电电力归属母公司净利润的 1%。

[综合上述分析可以看到，通过几年的结构调整，非传统火电外的水电、煤炭、金融投资合计占国电电力净利润比重达到 40% 以上，为其在煤价持续上涨过程中稳定业绩提供重要的保障。](#)

（5）主要财务指标

由于贷款规模增加、财务费用上涨，导致公司负债率进一步提高，偿债能力指标下降。上半年，公司控股子公司国电浙江北仑第一发电有限公司处置固定资产 0.073 亿元、全资子公司国电电力青海万立水电有限公司根据竣工决算调整固定资产，导致固定资产减少，但同时，85.22 亿元在建工程转固，数额超过固定资产的减少幅度，使得成长性指标数值同比下降 1.1 个百分点。2011 年上半年，公司 ROE 为 5.98%，同比上升 1.24 个百分点。

表 8 公司主要财务指标（2010H1-2011H1）

	资本结构-资产负债率	偿债能力-已获利息倍数	成长性-在建工程/固定资产	综合指标-ROE（%）
2010H1	75.66%	2.18	29.56%	4.74
2011H1	77.85%	1.86	28.46%	5.98
YOY	2.19%	-0.31	-1.10%	1.24

资料来源：公司 2011 年半年报，海通证券研究所

3. 主要看点与盈利预测

从公司的发展战略来看，仍将坚持走多元化之路。体现在以下三个方面：

第一，积极拓展水电、风电、热电联产机组产能规模，优化发电结构；

第二，通过投资煤炭、煤化工项目来向上游拓展，一方面提升公司火电燃煤的自给能力，另一方面通过参股煤矿的收益，弥补部分燃煤成本上涨带来的亏损；

第三，向下游的化工行业拓展，借助产业链协同效应，培养新的利润增长点。

公司在各项业务领域的在建项目、及其预计投产时间见表 9。

表 9 公司各项业务的在建项目及其建成时间预计（2011H1）

业务种类	在建项目及产能概况	预计投产时间
发电	141.45 万千瓦风电*、136 万千瓦热电机组	2011 年底
	42.2 万千瓦水电机组	2012 年
煤电一体化项目	冀蒙的煤炭一体化项目：规划建设 840 万千瓦燃煤机组，以及 2000 万吨的煤炭产能	2012 年
	布连一期项目：2 台 60 万千瓦机组，配套的察哈素煤矿井田煤炭储量 281562 万吨，总可采储量 164079 万吨，设计生产能力 1000 万吨/年，远期达到 1500 万吨/年	2012 年
化工	宁东煤基多联产一期化工项目：建设 2 台 33 万千瓦机组、积家井矿区（300 万吨/年）、及部分煤基精细化工项目，主要产出化工产品为 11.8 万吨醋酸乙烯、10 万吨聚乙烯醇、10 万吨 1,4-丁二醇、4.6 万吨四氢呋喃、及 1.5 万吨的 γ-丁内酯。	2012 年底
煤炭	英力特沙巴台煤矿	2012 年底
	大同左云煤矿重组	-

注：风电在建项目中，包含宁夏盐池青山风电场二期 4.95 万千瓦机组产能，预计其于 2012 年 7 月投产
资料来源：公司公告，海通证券研究所

按照公司大部分非传统火电业务的投资，要到 2012-2013 年才能陆续体现效益。考虑到当前较高的煤炭价格仍将延续，我们下调公司 2011 盈利预测至 0.15 元，参考目前火电企业的估值水平，给予 2011 年 20 倍动态 PE，对应目标价为 3.00 元，维持“增持”评级。

4. 风险提示

- （1）公司燃煤机组占总控股装机的 73%，对煤价敏感性较高，若煤价持续上涨可能使业绩低于预期
- （2）宏观经济波动将对电力、化工、煤炭等需求产生影响
- （3）公司在建项目工程进度慢于预期

相关报告：

国电电力 2010 年年报点评：有序推进多元发展 2011 年 3 月 31 日

信息披露

分析师声明

公用事业研究团队：陆凤鸣

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：九龙电力、华能国际、华电国际、申能股份、国电电力、内蒙华电、国投电力、大唐发电、黔源电力、桂冠电力、川投能源、长江电力、文山电力、富春环保、洪城水业、大禹节水、国电清新、武汉控股、中电环保、永清环保、维尔利、碧水源。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。