

# 电源结构更趋合理 期待资产注入

谨慎推荐（维持）

目标价格：8.50 元

当前价格：6.50 元

国电电力（600795）调研简报

公司研究

2009 年 9 月 28 日

## 调研情况：

- 近日，我们前往公司北京总部和公司管理层就生产经营情况、发展规划和资产注入等问题进行了较为详细的交流。

## 调研内容：

- **公司 09 年经营状况基本符合预期。**燃料价格和发电量是影响公司盈利的两个主要因素，截至 9 月份，公司结算入炉标煤平均价格为 500 元/吨左右，较去年同期下降了 30 元/吨，未来大同地区煤矿复产可能有望进一步小幅拉低公司 09 年全年标煤平均价格；公司 09 年下半年发电形势明显改观，至 8 月份，除大同地区发电较弱外，其他地区都有不同情况的好转，全年发电量有望略超 08 年的发电水平。
- **公司未来发展更加注重经营结构调整。**公司通过调整电源结构和煤电联营使得经营结构更趋合理。从新增装机看，公司主要是依托大渡河流域的水电开发，根据目前的规划，未来 3 年新建的 500 万千瓦机组中，水电装机占比高达 85.5%。公司另外一个重要举措就是煤电联营，公司积极推进煤炭资源获取力度，“冀蒙煤电一体化”配套项目拥有 40 亿吨的煤炭探矿权，参股产能为 1000 万吨/年的同忻煤矿 09 年可实现投产，云南宣威煤炭资源也正处于积极开发整合中。
- **资产注入预期将会逐渐增强。**公司大股东为国资委直属五大电力集团之一的国电集团，由于公司是集团的主力上市公司，因此未来集团除湖北地区外的电力资产，基本上可以确定将装入公司中。且相信随着 2010 年 5 月 17 日公司发行的认购权证将面临行权，未来资产注入的预期将会逐渐增强。

## 盈利预测与评级调整：

- 预测公司 2009、2010 年的 EPS 分别为 0.26 元和 0.36 元，以 09 年 9 月 28 日 6.50 元/股的股价计算，公司 2010 年的动态市盈率仅有 18 倍，低于行业平均水平，而且考虑到公司后续资产注入相对比较确定，而且注入资产的空间较大，使其盈利可能超出市场预期，由此继续维持公司“谨慎推荐”投资评级。

## 存在风险：

## 分析师

王晓艳 韦玮

Tel. : 010-59355873

Email: weiw@chinans.com.cn

## 主要数据

总股本： 5447 百万股

流通股本： 5447 百万股

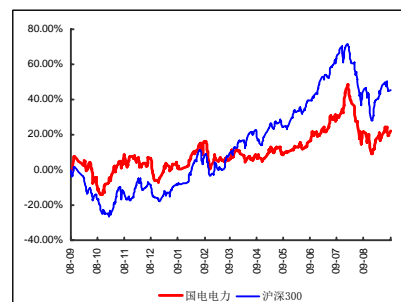
近 12 个月最高价： 8.76 元

近 12 个月最低价： 4.84 元

近 1 个月内涨幅： 0.71%

近 6 个月内涨幅： 15.21%

## 股价与沪深 300 指数对比



## 相关研究

■ 下半年电力需求恢复低于预期的风险，煤价波动的风险。

财务数据摘要：

项目	2007	2008	2009E	2010E
营业收入（百万元）	17467	16440	17851	20582
<i>Growth (%)</i>	20.02	-5.88	6.94	4.01%
归属于母公司所有者净利润（百万元）	1711	179	1416	1961
<i>Growth (%)</i>	43.49	-89.53	691.06	38.48
毛利率（%）	24.53	11.13	21.35	25.76
净资产收益率（%）	12.75	1.26	10.08	15.65
每股收益（元）	0.31	0.03	0.26	0.36
P/E（倍）	23	-	25	18

## 1、公司概况

国电电力发展股份有限公司目前是一家以火力发电为主营业务的上市公司，控股股东为中国国电集团公司，持股比例为 53.42%。

截至 2009 年 6 月底，公司控股装机容量 1492.95 万千瓦（含外高桥第二发电有限公司），权益装机容量 1151.02 万千瓦，其中风电占比为 2%，水电占比为 12%，火电占比为 86%。

**表 1 公司主要控制的电力资产情况**

电厂	装机规模 (万千瓦)	权益	电价 (元/度)
大同第二发电厂	120	100%	0.3295
朝阳发电厂	40	100%	0.3690
大连开发区热电厂	14.4	100%	0.5338
和禹水电开发公司	45.55	100%	0.3470
邯郸热电厂	22	100%	0.4099
和风风电开发公司	22.05	100%	0.6100
大渡河流域水电开发公司	133	69%	0.2180
宣威发电有限公司	133	41%	0.3153
石嘴山发电有限公司	132	50%	0.2536
大同发电公司	186	60%	0.3430
邯郸热电股份公司	44	49%	0.3868
石嘴山第一发电公司	66	60%	0.2683
北仑第一发电公司	120	70%	0.4455
大连庄河发电公司	120	51%	0.3938
东胜热电公司	66	55%	0.2774

数据来源：民族证券收集整理

## 2、调研情况

近日，我们前往公司北京总部和公司管理层就生产经营情况、发展规划和资产注入等问题进行了较为详细的交流。

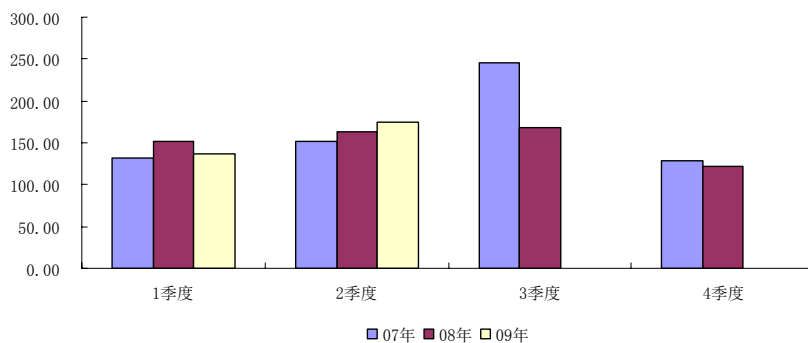
### 3、调研内容

#### (1) 公司 09 年的经营情况基本符合预期

近期公司燃料价格和发电量变化的情况基本符合市场预期。其中发电量方面，09 年下半年将有明显改观。由于公司机组主要分布于东北和西部高耗能地区，因此 09 年上半年发电量同比下滑比较严重。09 年上半年公司合并报表口径发电量为 293.20 亿千瓦时，较去年同期下降 6.5%。其中宁夏地区和浙江地区下滑最为严重，石嘴山第一发电公司、石嘴山发电公司和浙江北仑发电公司发电量同比降幅分别高达 37.78%，28.2%和 34.24%。

然而随着 09 年下半年，用电形势有所好转，公司发电情况已经明显改观。至 09 年 8 月份，除大同地区发电仍然偏弱外，其他地区均有不同情况的好转，如果按照目前的发电形势，09 年全年发电量有望略超 08 年 604 亿千瓦时的发电水平。同时考虑到公司近两年新投机组较少（仅 2008 年 6 月投产的东胜容量为 33 万千瓦 2#机组和 09 年 6 月底投产的大同三期容量为 66 万千瓦的 9#机组），2009 年公司控股装机约同比增加了 3%，由此公司 09 年发电小时数将有可能同比下降不到 100 小时，好于国内平均下降幅度。

图 1 国电电力近 3 年分季度发电量

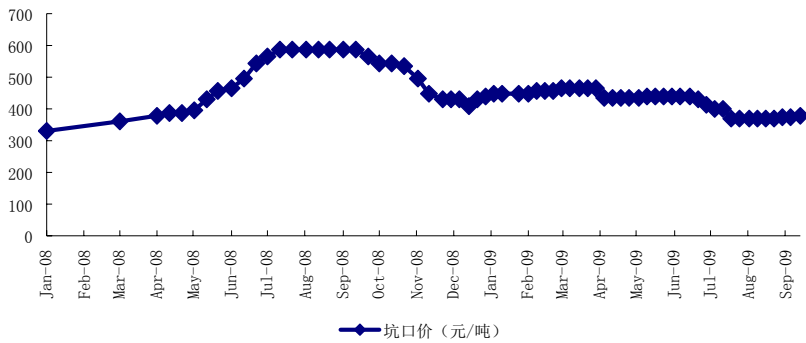


数据来源：民族证券研发中心收集整理

燃料价格方面，仍有小幅走低可能。截至 8 月底，公司结算入炉标煤平均价格为 500 元/吨左右，较去年全年平局价格下降了 34 元/吨或 6.3%。由于公司采购大同地区的坑口煤炭价格并没有锁定，因此随着 09

年下半年大同地区坑口煤价进一步回落,预计公司 09 年全年的标煤单价有可能较 8 月底前的平均价格进一步小幅走低。

图 2 大同南郊-弱粘煤(5500)价格走势



数据来源: 民族证券研发中心收集整理

并购英力特集团方面,短期对公司盈利几无影响。2008 年,公司现金出资 12.66 亿元,战略重组宁夏英力特电力集团,持有英力特集团 51% 股权。根据数据显示,英力特集团控股的英力特(000635)09 年上半年实现归属于母公司的净利润仅为 1414 万元,这对于公司 09 年上半年 6.45 亿元的盈利几乎可以忽略,因而其对公司短期盈利没有影响。

### (2) 公司未来发展更加注重经营结构调整

从公司发展规划可以看出,公司主要通过改善电源结构和强化煤电联营体系使得公司经营结构更趋合理。

电源结构趋于改善。从新增装机看,公司将主要依托大渡河流域水电的梯级开发,且经过多年的经营,2009 年起,大渡河流域近 686 万千瓦的水电装机将陆续投产,其中 360 万千瓦的瀑布沟电站将于 2009 年 10 月开始蓄水。而大渡河水电站的集中投产将会明显改善公司目前电源结构,水电装机比例有望借机由目前的 12% 迅速提升至 40%,公司也因此将由火电企业向综合性电力公司转变。

表 2 公司新建机组情况

项目	类型	机组构成 (万千瓦)	装机容量 (万千瓦)	持股 比例	投产时间
大同发电三期	火电	1×66	66	60%	2009
瀑布沟	水电	6×60	360	69%	2009-2010

深溪沟	水电	4×16.5	66	69%	2011-2012
大岗山	水电	4×65	260	69%	2013-2014
吉林磨盘山	水电	4×0.4	1.6	100%	2010
巴彦淖尔乌拉特后旗一期	风电	33×0.15	4.95	100%	2009
<b>新建项目合计</b>	-	-	<b>758.55</b>	-	-

数据来源：民族证券收集整理

煤电联营确保公司燃料供应。从目前公司争取的煤炭资源看，主要集中在内蒙、山西、宁夏和云南地区，与公司现有电厂分布区域基本一致，因此一旦这些煤矿开始投产，将会有有效的保证公司燃料的供应和价格稳定。

内蒙，公司目前参与的项目是“冀蒙煤电一体化”基地项目，该项目由公司与河北建投合作开发，双方各持有 50%的股份。目前该项目已经获得约 40 亿吨的煤炭资源探矿权，初步测算可采储量接近 20 亿吨，正建设刘三圪旦和察哈素两个大型煤矿，两个煤矿设计总产能高达 1500 万吨/年，预计 2011 年就可实现 1000 万吨产能。

且同时公司积极参与铁路建设，为内蒙煤炭资源外运打下基础。公司控股了鄂尔多斯市铁路投资有限公司，并通过该公司参股蒙冀铁路有限公司。建设的铁路项目中，集宁-张家口（张集线）预计 2010 年开通，集宁-包头（集包线），获得发改委批复，已全面开始施工。张家口——唐山（张唐线）正履行核准程序。

山西，公司参股的同忻煤矿有望 2009 年投产，该煤矿设计产能为 1000 万吨/年。同时，公司还积极介入山西地区煤炭资源整合与开发工作，参与了山西省煤炭运输公司对于左云煤矿的整合，该煤矿兼并重组后的生产产能力有望达到 930 万吨/年。

云南，公司通过参股宣威煤电联营有限公司整合宣威市内 14 个煤矿，这些矿井整合完毕后，生产规模有望达到 225 万吨/年，同时宣威电厂下属的选煤公司已经整合完成宣威市内 4 个煤矿，这些矿井的生产规模可以达到 100 万吨/年。

宁夏，公司通过战略重组英力特集团，从而有效地参与到宁东地区的煤化工和煤电项目建设中，进而获取煤炭资源。宁东被规划为国家重要的大型煤炭、煤化工和“西电东送”火电基地，被列为国家重点开发区，规划到 2010 年底，基地内煤炭生产能力达到 5000 万吨/年，远期

到 2020 年，煤炭生产能力达到 1 亿吨左右。公司目前已取得核准的是英力特沙巴台煤矿，地质储量 7300 万吨，年设计产能 120 万吨/年，2010 年有望建成投产。

### (3) 集团资产注入预期较强

集团资产注入空间较大。公司的大股东为国资委直属的五大发电集团之一的国电集团，截至 2009 年 7 月底，国电集团拥有可控装机容量为 7495 万千瓦，其中火电装机容量 6688 万千瓦，60 万千瓦及以上火电机组占火电总容量的 38.9%，30 万千瓦及以上火电机组占火电总容量的 81.3%，6 台百万千瓦等级火电机组；水电装机容量 476 万千瓦；控制煤炭资源量 132 亿吨，年产量超过 2200 万吨。

**表 3 国电集团控制的部分优质电力资产情况**

电厂	装机规模 (万千瓦)	装机结构	地区	权益
北仑电厂	380	2*100+3*60	浙江	50%
泰州一期	200	2*100	江苏	40%
常州一期	120	2*60	江苏	51%
谏壁发电厂	232	4*33+1*100	江苏	100%
国电谏壁	66	2*33	江苏	80%
福州江阴电厂	120	2*60	福建	51%
龙山电厂	120	2*60	河北	60%
康平电厂	120	2*60	辽宁	80%
合计	1358	-	-	-

数据来源：民族证券收集整理

国电集团旗下电力上市公司有国电电力和长源电力，其中因为长源电力的经营范围被限定为湖北省，因此国电电力获得集团除湖北省外的资产注入可能性较大。目前，国电集团除上市的两家公司的发电资产（国电电力 1427 万千瓦，长源电力 368 万千瓦），剩余发电资产规模仍然是国电电力的 3 倍多。07 年，国电集团已将北仑一发、石嘴山一发、大渡河公司、北仑公司、东胜热电和国电建投的股权转让给公司，完成了股

改后的第一次资产注入，预计未来国电集团将旗下优质电力资产进一步注入上市公司的可能性较大。

资产注入预期将会逐渐增强。可以注意到，公司 08 年 5 月发行了 42746.5 万份认股权证，该权证将于 2010 年 5 月 21 日到期，权证目前的行权价格为 7.47 元/股，如果全部行权将会募集资金 31.93 亿元，因此公司将会力争这些权证行权，而以 2009 年 9 月 28 日公司的股价 6.50 元计算，仍然较行权价 7.47 元/股低 13.0%，因此随着公司权证到期日期的不断逼近，为确保权证行权，进行资产注入的可能性将会逐渐增强。

#### 4、盈利预测和投资评级

维持公司“谨慎推荐”的评级。

盈利预测假设：

- 1) 公司全年发电机组平均利用小时为 4696 小时。
- 2) 全年公司动力煤标煤单价为 495 元/吨。

盈利预测结论：

预测公司 2009、2010 年全面摊薄 EPS 分别为 0.26 元和 0.36 元，以 09 年 9 月 28 日，6.50 元/股的股价计算，公司 2010 年的动态市盈率仅有 18 倍，低于行业平均水平，而且考虑到公司后续资产注入相对比较确定，而且注入资产的空间较大，使其盈利可能超出市场预期，由此继续维持公司“谨慎推荐”投资评级。

#### 5、风险提示

煤价波动的风险。

下半年电力需求恢复低于预期的风险。

### 分析师简介

**韦玮：**工学学士，经济学硕士，先后工作于天相投顾和中国民族证券等单位，主要从事电力行业上市公司证券研究。

### 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

### 投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%—20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

### 机构销售联系人

	总 部	上海地区	深圳地区
	袁 泉	郭剑超	吴宝峰
电 话	010-59355995	021-68539273	0755-83781415

---

手机	13671072405	13818101878	——
Email	yuanquan@chinans.com.cn	guojc@chinans.com.cn	wubf@chinans.com.cn

---