

进入平稳发展期

国投电力 2009 年年报点评

报告摘要:

- 2009年11月,公司向大股东发行股本购买资产交易已完成,按非公开发行股份购买资产后的可比口径计算,公司全年实现营业收入119亿元,同比增长8.5%;实现归属于母公司净利润5.3亿元,同比下降19%,每股盈利0.266元,符合预期。公司拟2009年末总股本为基数分红,其中国投公司14亿股,每10股派0.2266元,其他流通股5.88亿股,每10股派2.1972元。
- 水电盈利能力下降和甘肃煤价上涨致使利润负增长:**受发电量下降、政策性成本增加以及二滩汇兑损益的减少,公司两大水电站2009年对净利润贡献减少了2.3亿元,是业绩下滑的主要原因。另外,虽然大部分地区的煤价回落使火电厂盈利有所恢复,但甘肃煤价上涨使得靖远二电和张掖利润大幅下滑(共减少约3.5亿元),以及国投津能新投产造成约7000万元的亏损,使得火电整体盈利恢复有限。
- 2010年火电机组盈利不容乐观:**2010年公司已签订的合同煤上涨约8%。而利用小时方面,公司电厂主要位于高耗能(甘肃)和水电大省(云南、广西),受经济反弹和西南干旱影响,利用小时可能出现小幅反弹,但对于盈利的贡献有限。另外,靖远5、6号机组电价下调预计将减少净利润贡献约9000万元。
- 水电和新机投产保证业绩平稳:**二滩和大朝山水电站预期盈利稳定,而国投津能2台百万机组将是2010年业绩平稳的主要贡献力量。另外,华润三期如在年内核准,将贡献部分业绩。
- 进入平稳发展期:**2009年定向增发完成后,公司规模扩张迅猛,权益装机容量从325万千瓦增加至605万千瓦。而这之后,由于短期后续项目不多,公司将进入平稳发展期。
其中水电方面,雅砻江的持续开发将成为公司未来的最重要增长点,但主要体现在2013年及之后,短期影响不大。火电方面,后续项目不多,主要包括华润三期和宣城电厂二期。
整体而言,2010-2012年,公司依靠现有项目增长将有限,而2013年开始随着雅砻江水电站陆续投产,将进入爆发期。
- 融资需求大:**在收购完成后,公司资产负债率已高达81.5%;同时,雅砻江的后续开发将需要大量资金,我们估计接近100亿元,因此我们猜测公司在2010年将会公募融资,可能将使股本摊薄20%以上。
- 盈利预测及评级:**假设2010年煤价上涨8%,利用小时不变,华润三期在2011年核准,靖远二期电价不变,预计2010-2012年EPS分别为0.29、0.33和0.33元。2010年动态PE达30倍,高于行业平均,维持“中性-A”评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6,580.1	11,917.1	15,177.4	16,495.7	16,867.7
Growth(%)	-1.0%	81.1%	27.4%	8.7%	2.3%
净利润	167.6	1,009.4	986.4	1,156.3	1,217.1
Growth(%)	-77.5%	328.1%	9.5%	11.5%	1.2%
毛利率(%)	3.1%	9.1%	25.3%	25.7%	26.6%
净利润率(%)	1.9%	4.5%	3.8%	3.9%	3.9%
每股收益(元)	0.06	0.27	0.29	0.33	0.33
每股净资产(元)	2.06	4.63	4.75	4.89	5.04
市盈率	141.9	33.2	30.3	27.2	26.8
市净率	4.3	1.9	1.9	1.8	1.8
净资产收益率(%)	2.8%	6.2%	5.8%	6.5%	6.6%
ROIC(%)	3.6%	14.8%	3.4%	3.3%	3.0%
EV/EBITDA	21.0	28.6	16.3	17.0	18.4
股息收益率	0.8%	0.7%	1.8%	1.8%	1.9%

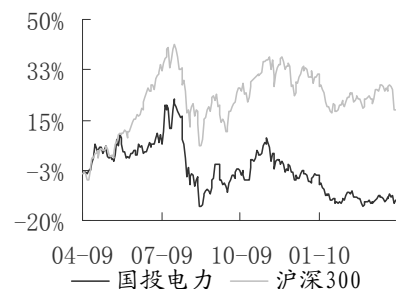
评级: 中性-A
上次评级: 中性-A
目标价格: 10.00 元
期限: 6个月 上次预测: 10.00 元
现价: 8.83 元

报告日期: 2010-04-21

市场数据

总市值(百万元)	17,616.74
流通市值(百万元)	9,312.37
总股本(百万股)	1,995.10
流通股本(百万股)	1,054.63
12个月最高/最低	8.50/12.58 元
十大流通股东(%)	57.53%
股东户数	134,627

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	4.57	0.73	(31.34)
绝对收益	0.91	(6.17)	(12.73)

研究员

张龙 首席行业分析师
021-68766113 zhanglong@essence.com.cn
执业证书编号 S1450209070217

诸勤秒 助理行业分析师
021-68765175 zhuqm@essence.com.cn

前期研究成果

国投电力: 业绩符合预期 2009-10-29

国投电力: 煤价控制较好, 业绩符合预期 2009-03-12

国投电力: 规模扩张迅猛, 业绩提升有限 2009-03-04

表 1 公司利润结构

净利润	股权	2008	2009
母公司		-1903	-2962
控股子公司		59872	50624
甘肃小三峡	60%	12512	10867
靖远第二发电	51%	14866	-236
国投曲靖	55%	-14527	2837
国投北部湾	55%	-13156	-3157
华夏国际	56%	6889	15313
国投白银风电	100%		-970
二滩水电	48%	34631	17191
大朝山水电	50%	22099	16213
国投津能	64%	-1493	-4611
国投宣城	51%	-4241	-3008
甘肃张掖	45%	2291	186
投资收益		5094	10216
其中：华润电力	30%	5321	9904
淮北国安	35%	3524	2546
其他		13421	-3929
合并		76483	53949

数据来源：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 2010-4-21

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6,580.1	11,917.1	15,177.4	16,495.7	16,867.7	成长性					
减: 营业成本	6,373.7	10,827.2	11,343.9	12,262.2	12,377.9	营业收入增长率	-1.0%	81.1%	27.4%	8.7%	2.3%
营业税费	29.6	106.0	149.1	162.3	169.4	营业利润增长率	-73.9%	333.4%	-2.2%	14.9%	6.8%
销售费用	11.7	4.5	6.0	6.0	6.0	净利润增长率	-77.5%	328.1%	9.5%	11.5%	1.2%
管理费用	193.0	444.3	430.9	431.4	441.4	EBITDA 增长率	-45.9%	207.1%	106.1%	9.8%	4.8%
财务费用	631.9	1,695.2	2,181.7	2,448.3	2,616.0	EBIT 增长率	-97.7%	3061.2%	432.4%	13.2%	6.8%
资产减值损失	20.8	8.6	-	-	-	NOPLAT 增长率	-62.0%	336.1%	16.1%	15.8%	5.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	4.7%	400.6%	19.9%	15.5%	14.8%
投资和汇兑收益	68.6	102.2	100.2	154.3	174.0	净资产增长率	-6.2%	171.5%	3.5%	4.3%	4.4%
营业利润	275.0	1,192.1	1,166.0	1,339.8	1,430.9	利润率					
加: 营业外净收支	3.8	49.9	40.0	40.0	40.0	毛利率	3.1%	9.1%	25.3%	25.7%	26.6%
利润总额	278.8	1,242.0	1,206.0	1,379.8	1,470.9	营业利润率	4.2%	10.0%	7.7%	8.1%	8.5%
减: 所得税	111.2	232.6	219.6	223.4	253.8	净利润率	1.9%	4.5%	3.8%	3.9%	3.9%
净利润	167.6	1,009.4	986.4	1,156.3	1,217.1	EBITDA/营业收入	15.4%	26.1%	42.3%	42.7%	43.8%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	0.3%	5.3%	22.1%	23.0%	24.0%
货币资金	1,071.0	2,084.4	1,821.3	1,979.5	2,024.1	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	713	841	1,002	894	964
应收帐款	946.5	2,694.5	2,494.9	2,711.6	2,772.8	流动营业资本周转天数	48	23	60	101	97
应收票据	51.8	126.5	499.0	542.3	554.6	流动资产周转天数	165	164	188	177	175
预付帐款	310.6	2,307.8	2,534.7	2,412.0	2,288.3	应收帐款周转天数	41	37	41	38	39
存货	660.7	605.0	725.6	620.5	626.8	存货周转天数	25	20	17	16	14
其他流动资产	-	2.8	-48.6	-48.6	-48.6	总资产周转天数	993	1,611	2,237	2,355	2,643
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	861	1,461	2,103	2,273	2,561
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	876.7	1,549.4	1,549.4	1,675.4	1,675.4	ROE	2.8%	6.2%	5.8%	6.5%	6.6%
投资性房地产	42.6	51.6	51.6	51.6	51.6	ROA	0.9%	1.1%	1.0%	1.0%	0.9%
固定资产	13,226.8	42,442.5	42,007.3	39,895.1	50,415.7	ROIC	3.6%	14.8%	3.4%	3.3%	3.0%
在建工程	637.5	35,223.1	47,505.4	64,624.7	70,724.7	费用率					
无形资产	305.3	831.5	832.4	833.4	834.3	销售费用率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	140.4	472.2	272.6	252.6	232.6	管理费用率	2.9%	3.7%	2.8%	2.6%	2.6%
资产总额	18,270.0	88,391.4	100,245.6	115,550.1	132,152.2	财务费用率	9.6%	14.2%	14.4%	14.8%	15.5%
短期债务	2,245.3	12,142.3	21,636.8	32,821.6	45,603.6	三费/营业收入	12.7%	18.0%	17.3%	17.5%	18.2%
应付帐款	811.9	4,695.3	2,175.5	2,351.7	2,373.8	偿债能力					
应付票据	-	791.6	62.2	67.2	67.8	资产负债率	67.0%	81.5%	83.1%	84.7%	86.1%
其他流动负债	1,354.0	4,166.1	4,227.3	4,459.2	4,496.4	负债权益比	203.1%	440.2%	491.9%	554.3%	617.0%
长期借款	7,747.2	50,083.3	55,083.3	58,083.3	61,083.3	流动比率	0.69	0.36	0.29	0.21	0.16
其他非流动负债	84.7	150.7	124.4	107.8	96.0	速动比率	0.53	0.33	0.26	0.19	0.14
负债总额	12,243.1	72,029.4	83,309.6	97,890.7	113,720.9	利息保障倍数	0.03	0.37	1.53	1.55	1.55
少数股东权益	1,909.0	7,121.4	7,465.2	7,896.7	8,373.2	分红指标					
股本	1,054.6	1,995.1	1,995.1	1,995.1	1,995.1	DPS(元)	0.07	0.06	0.16	0.16	0.16
留存收益	3,063.3	7,245.6	7,475.6	7,767.6	8,063.0	分红比率	118.0%	23.1%	55.5%	50.0%	50.0%
股东权益	6,026.9	16,362.0	16,936.0	17,659.4	18,431.3	股息收益率	0.8%	0.7%	1.8%	1.8%	1.9%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	167.6	1,009.4	986.4	1,156.3	1,217.1	EPS(元)	0.06	0.27	0.29	0.33	0.33
加: 折旧和摊销	1,023.5	2,532.3	3,068.4	3,258.5	3,335.1	BVPS(元)	2.06	4.63	4.75	4.89	5.04
资产减值准备	20.8	-5.5	-	-	-	PE(X)	141.9	33.2	30.3	27.2	26.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.3	1.9	1.9	1.8	1.8
财务费用	607.7	648.1	1,709.1	2,181.7	2,448.3	P/FCF	-	-1.9	-15.4	-186.2	-130.1
投资收益	-68.6	-102.2	-100.2	-154.3	-174.0	P/S	2.7	1.5	1.2	1.1	1.0
少数股东损益	43.4	478.0	404.6	507.6	560.6	EV/EBITDA	21.0	28.6	16.3	17.0	18.4
营运资金的变动	-22.0	127.3	-3,275.3	284.0	112.2	CAGR(%)	90.4%	6.4%	24.7%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	1,670.8	5,044.6	3,265.6	7,500.5	7,667.0	PEG	1.6	5.1	1.2	-0.3	-0.3
投资活动产生现金流量	-1,704.1	-11,394.3	-14,811.8	-18,182.7	-19,727.0	ROIC/WACC	0.6	2.5	0.6	0.5	0.5
融资活动产生现金流量	-233.7	6,064.4	11,790.1	11,512.0	12,837.7	REP	2.2	0.5	1.9	1.9	2.1

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

张龙, 电力行业首席分析师, 毕业于清华大学, 工学硕士, 4年证券从业经验。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。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易, 并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为安信证券研究中心, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有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

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	南方	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@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: 200122

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