

國電電力 (600795.SH)

A/H 股投資評等及目標價

A 股	買進
	600795.SH 目標價：3.74RMB
H 股	:

基本資料

股票資訊	H股	A股
目前股價		3.03
股票代碼		600975.SH
日成交量		949382
52周最高價/最低價		3.86/2.85
發行股數(百萬股)		15394.57
其中：流通股(百萬股)		13954.28
第一大股東	中國國電集團公司	

最近估值走勢	1-w	1-m	3-m	YTD
600795.SH	0.66%	3.06%	-4.42%	-16.15%
000001.SH	0.50%	5.65%	5.20%	-3.65%

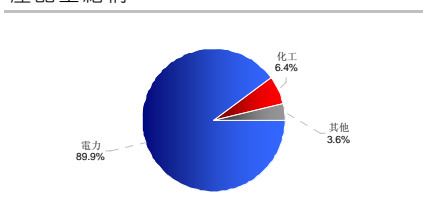
資料來源：元富上海

股價相對大盤表現



資料來源：元富上海

產品主結構



資料來源：元富上海

元富上海代表處

分析師：李燕 Yan Li
電郵：liyan.sh@masterlink-cn.com

未來成長明確，拓寬產業鏈多元化發展

- **公司發電裝機結構合理，內生增長和資產注入預期明確：**公司是國電集團的旗艦上市公司，可控裝機容量為2,879萬千瓦。火電單機容量較大，機組構成較新；電廠地區分佈較為均勻。公司內生增長空間巨大，在建和儲備項目眾多；集團資產注入持續進行，規模快速擴張。預估公司2011年裝機容量將達到3,642萬千瓦。
- **參股煤炭，開拓上游；控股英力特，延伸下游產業鏈。**預計參股煤礦2011年底公司權益煤礦產能743萬噸，可貢獻攤薄EPS0.024元。冀蒙煤電一體化部分專案2012年投產，預估2012年可貢獻EPS0.04元；預計2012年英力特寧東工業園一期工程有望投產，2012年可貢獻EPS0.025元。
- **投資科環集團，孵化高科技企業，持有上市公司股權大幅升值，積極投資金融產業。**科環集團在細分領域的相對優勢有利於其利潤增速超越同行業，預計未來幾年業績複合增速將超過50%，對公司2011年每股業績貢獻將有望達到0.02元；對國電南瑞和遠光軟體等上市公司股權，增值達19.5億元，同時也參股多家金融機構，公司未來在金融領域或有大的收購、參股動作。
- **評價及投資建議：**公司的發展前景十分清晰，在不遠的將來將發展成為集電力、能源（煤炭）、金融、高科技、化工為一體的大型能源公司，公司未來幾年具有明確的業績增長點外，尚存進一步外延收購預期。我們預估公司2010年和2011年EPS0.14元和0.17元，鑒於公司未來三年複合增長率有望高達22%，集團發電業務整合平臺地位明確將助其實現持續高速擴張，以及穩定的分紅政策，給予2011年PE為22倍，對應目標價3.74元，給予"買進"評級

主要財務分析

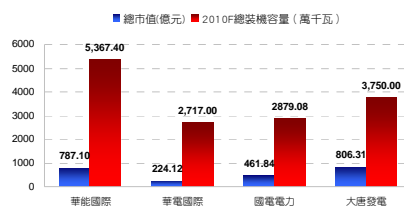
	2007	2008	2009	2010(F)	2011(F)
主營業務收入	17,467.45	16,440.13	19,447.31	38,574.53	58,819.75
年增率(%)	20.18%	-5.88%	18.29%	98.35%	52.48%
主營業務利潤	2,443.59	(166.75)	1,353.33	1,685.10	2,302.40
年增率(%)	44.83%	-106.82%	-911.59%	24.51%	36.63%
淨利潤	1,802.70	178.87	1,594.95	2,058.84	2,589.32
年增率(%)	26.39%	-90.08%	791.68%	29.08%	25.77%
每股收益	0.66	0.03	0.29	0.13	0.17
市盈率(倍)	25.91	168.79	25.19	40.45	32.16
市淨率(倍)	2.41	1.56	1.68	2.35	2.16
股價/經營現金	80.49	(26.40)	(287.20)	402.79	177.20
ROA(%)	4.27%	0.32%	2.37%	1.51%	1.45%
ROE(%)	12.90%	1.12%	8.86%	7.36%	8.39%
現金股利率	5.33%	11.22%	7.94%	14.23%	15.16%

資料來源：元富上海

公司是國電集團的旗艦上市公司，
資產結構優良，佈局合理，新能源
占比高

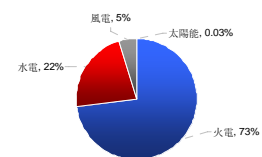
國電電力是國電集團公司控股的全國性上市發電公司，國電集團公司持股51%。截止2011年3月公司總股本153.95億股總市值461.8億元，是五大集團上市公司總市值中第三大公司；在五大集團下屬的旗艦公司中，國電電力的裝機結構最為合理，因此抗風險能力和盈利能力較強。截止2011年1月，公司擁有直屬及控股企業53家，參股企業19家，籌建處10家，涉及電力、煤炭、煤化工、多晶硅、金融、高科技等多種行業。公司資產結構優良，佈局合理，所屬企業分佈在東北、華北、華東、華南、西南、西北等23個省、市、自治區。公司發電控股裝機容量達2879.08萬千瓦，其中火電2104.4萬千瓦，水電637.78萬千瓦，風電機組135.9萬千瓦，太陽能裝機1萬千瓦。總裝機容量在國內五大電力上市公司中排第三。清潔可再生能源比例占總裝機容量的25.5%，清潔可再生能源比例在國內五大電力上市公司中占比最高。

五大發電集團旗艦上市公司對比



資料來源：元富上海

公司 2010 年年底電源結構

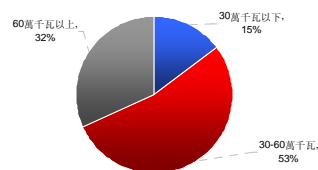


資料來源：元富上海

公司火電單機容量較大，機組構成較新，所以機組發電效率高，耗煤量少，盈利能力較強

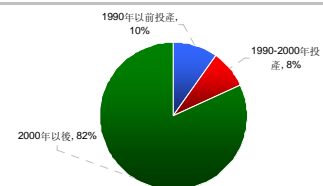
國電電力的裝機構成中，主要是以火電為主，因此火電機組的品質決定了公司的盈利能力。2010年底，國電電力火電可控裝機共有53台，總裝機容量1,824萬千瓦，其中：30萬千瓦以下火電機組13台，裝機容量266萬千瓦，占14.6%；30萬千瓦至60萬千瓦火電機組34台，裝機容量978萬千瓦，占53.6%；60萬千瓦以上火電機組6台，裝機容量580萬千瓦，占31.8%。2010年底，國電電力全部裝機中，按年代分佈如下：1990年前投產機組278萬千瓦，占總裝機的10%；1991年至2000年投產的機組238萬千瓦，占總裝機的8%；2000年以後投產的機組2,363萬千瓦，占總裝機的82%。

公司單機容量分佈



資料來源：元富上海

機組投產時間分佈



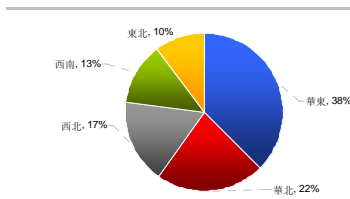
資料來源：元富上海



電廠地區分佈較為均勻，局部煤價高企對公司影響小

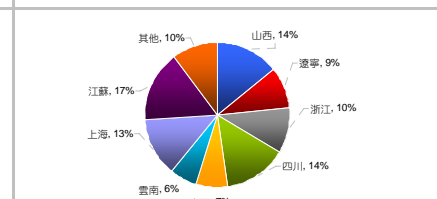
作為一個全國性的公司，從公司營收地區分佈結構來看，華東地區占比最高達38%。其他地區分佈較為均勻。公司的電廠分佈在全國各地，較為均衡，其中沿海發達地區占40%，沿海發達地區的上網電價相較內陸地區高，機組盈利能力也相對比較好；西北地區煤炭資源豐富，煤價比較低，西北地區占有26%電廠，而部份煤價高企的省份則電廠分佈較少。總體而言，公司受到部份省份煤價高企的影響較小。

國電電力營收地區分佈



資料來源：元富上海

公司可控裝機容量全國分佈



資料來源：元富上海

新機組陸續投產，將提升公司盈利能力

公司控股的大渡河水電項目目前在建瀑布溝、深溪溝2010年年中至2011年全部機組陸續投運，大崗山水電站2013年起開始投產，2012年內蒙古布連電廠等持續投產。公司處於規模擴張期，公司新機組持續投產，這些新機組進一步提升公司的盈利能力。

公司在建工程

在建工程	位置	電廠類型	股權比例	機組 (萬千 瓦)	總裝機容量 (萬千瓦)	權益裝機容量 (萬千瓦)	投產時間
深溪溝	四川	水電	69%	4*16.5	66	45.5	#1-4 : 2010-
大崗山	四川	水電	69%	4*65	260	179.4	#1-4 : 2013
王坪	山西	火電	40%	2*20	40	16	#1-2 : 2011
諫壁擴建	江蘇	火電	80%	1*100	100	80	#5 : 2011
大開二期	遼寧	熱電	100%	2*30	60	60	#5-6 : 2011
朝陽	遼寧	熱電	100%	2*33	66	66	#1-2 : :2011
武威	甘肅	熱電	100%	2*30	60	60	#1-2 : 2012
酒泉	甘肅	火電	100%	2*33	66	66	#1-2 : 2012
布連	內蒙	火電	50%	2*60	120	60	#1-2 : 2012
合計					838	632.9	

資料來源：元富上海

公司具有大量儲備項目待建設，內生增長空間巨大

公司還有大量前期專案，火電方面有 1,456 萬千瓦的待建項目。水電方面，公司控股的大渡河水電專案雙江口、枕頭壩、猴子岩、金川、沙坪等已經開始土方施工或進入前期準備階段。大渡河公司目前裝機容量只有 132 萬千瓦，而規劃到 2020 年達到 1,500 萬千瓦，那麼公司每年都將有機組投產進入運營；東北地區黑龍江省湯旺河流域、松花江有大量的水電專案基即將進行規劃並開發建設；風電方面，公司已在東北、內蒙等風資源富集區儲備風電資源 1,290 萬千瓦，2010-2012 年是公司風電投產高峰期，而河北尚義、康保、沽源，遼寧義縣、綏中縣，遼寧北鎮、瓦房店、葫蘆島，廣東珠海、山東青島 煙臺 威海、福建等地風電專案正報批或前期準備中。



公司儲備項目

發電類型	項目	所處地區	裝機容量 (萬千瓦)	裝機構成	權益裝機 (萬千瓦)
火電	莊河二期	遼寧	200	2*100	102
	大同四期	山西	200	2*100	120
	山西懷仁	山西	132	2*66	67.3
	長灘一、二期	內蒙	264	4*66	132
	東勝熱電	內蒙	132	4*33	66
	大開二熱	遼寧	66	2*33	66
	大連長興島	遼寧	210	6*35	107.1
	普蘭店	遼寧	120	4*30	61.2
	邯鄲六期擴建	河北	66	2*33	33.7
	寧夏吳忠熱電	寧夏	66	2*33	33.7
水電	猴子岩	四川	170	170	117.3
	金川	四川	80	80	55.2
	巴底	四川	68	68	46.92
	安寧	四川	40	40	27.6
	丹巴	四川	110	110	75.9
	老鷹岩	四川	64	64	44.16
	雙江口	四川	200	200	138
	枕頭壩一級、二級	四川	96	72+24	66.28
	沙坪一級、二級	四川	62.5	34.5+28	43.1
	黑龍江湯旺河流域	黑龍江	20	20	20
二道松花江梯級電站	吉林	9	9	9	
磨盤山水電站	吉林	1.3	1.3	1.3	
風電	錦州葫蘆島風電	遼寧	100	100	100
生物質能	科環集團湯原秸稈電廠	黑龍江	2.4	2.4	1.2
合計			2479.2		1534.96

資料來源：元富上海

“十二五”規劃，聚焦規模高增和結構調整裝機，新能源及可再生能源比重提升至41%

公司“十二五”規劃聚焦規模高增和結構調整裝機。在不考慮集團注資下，2015年控股裝機超6,000萬千瓦，風電占比由約3%提至22.4%，公司新能源及可再生能源比重將從目前約25%提高至41%。公司與蒙能投合作投資內蒙古三個煤礦項目，項目投產後將新增煤炭產能1,200萬噸/年，煤炭權益產能提升至6,600萬噸/年，煤炭自給率達到40%。屆時其議價能力將大幅提高；此外投資鐵路項目進一步拓展產業鏈，增強外送通道掌控能力，從而實現煤炭項目效益最大化。

國電電力十二五規劃

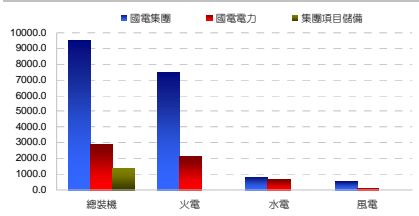
十二五規劃	規劃內容
總體目標	公司轉型取得顯著成效，綜合實力明顯增強，產業結構更加合理，節能環保成果顯著，建設一流綜合性電力上市公司
電源發展目標	到2015年，不考集團注資，公司控股裝機規模將超過6000萬千瓦，其中火電、風電、水電、太陽能占裝機容量的59%、22.38%、15.98%、2.4%。核電參股400萬千瓦。新能源和可再生能源占比41%
非電業務發展目標	佔有煤炭資源將超過50億噸，形成可控煤炭產能6600萬噸/年，煤炭自給率40%，參股鐵路2500公里；控股4個城市供熱熱網；海水淡化產能65萬噸/年；多晶硅產能3000噸/年、矽片產能1350MW/年；通過合作實現海外專案有所突破
企業轉型目標	加大新能源和可再生能源投資比重，綠色能源投資占總投資51.9%，非電產業投資達到總投資的25.6%
電源結構調整	重點發展一批大容量、高參數的火電機組和熱電聯產機組，落實上大壓小專案，推進特高壓沿線電源專案的開發，確保火電超臨界機組比重接近40%。確保風電、水電、太陽能專案的發展目標的實現，積極大比例參股投資核電
電源建設管理	降低工程造價，提高工程投產水準。引進合作者，研究風電和水電等單位投資較高的多元化投資、專業化管理體制問題，降低項目投資成本，確保公司整體利益最大化

資料來源：元富上海



資產注入持續進行，規模快速擴張

公司與集團資產總裝機的對比



資料來源：元富上海

中國國電集團承諾在5年內實現通過公司實現整體上市，明確將國電電力作為集團火電和水電業務的整合平臺，力爭5年左右時間，通過資產購並、重組等方式，注入集團除上市以外的發電資產，意味著將持續向公司注入優質電力資產。中國國電集團水電和火電資產規模是目前上市公司規模的3.2倍，未來發展空間廣闊。

2010年公司完成收購國電江蘇公司80%股權，公開增發收購北侖三發50%、國電新疆公司100%、國電諫壁公司100%、國電江蘇公司20%股權。隨著江蘇和新疆地區的資產注入完畢，公司會持續收購母公司發電資產。福建和雲南地區的資產有望近期啟動。浙江、廣西、江西等火電公司股權及大渡河剩餘部分股權都將會注入國電電力。

公司 2010 年公開增發收購集團的資產

股權	裝機容量 (萬千瓦)	帳面淨資 產(萬元)	評估後淨資 產(萬元)	收購價格 (萬元)	收購單價 (元/千瓦)	09年淨利潤 (億元)	收購PB
北侖三發	50%	200	180,310	552,047	276,024	5212	3.08
新疆公司	100%	93	97,459	226,034	226,034	2801	1.07
諫壁公司	100%	66	57,363	91,541	91,541	3276	1.25
江蘇公司	20%	276	270,677	635,408	127,082	3435	6.83
合計		635	605,809	1,505,029	720,680		12.23

資料來源：元富上海

根據公司規劃，在不考慮公司資產注入的情況下我們預計2012年國電電力可控裝機規模有望達到4,000萬千瓦以上；若考慮資產注入，2012年公司總可控裝機容量將達到6,000萬千瓦，是2009年底裝機容量的近4倍，2015年有望突破1億千瓦。

國電電力裝機規模的預測（不考慮資產注入的情況下）

	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
可控裝機	1,316	1,630	2,879	3,672	4,541	5,048	5,838	6,442
YoY	7.7%	23.9%	76.6%	27.5%	23.7%	11.2%	15.6%	10.3%
火電	1,116	1,280	2,104	2,470	2,950	3,109	3,542	3,785
占比	84.8%	78.8%	73.1%	67.3%	65.6%	65.5%	63.2%	58.8%
水電	178	298.55	637.78	927	940	1025	1095	1109
占比	13.5%	18.4%	22.2%	25.2%	20.7%	15.0%	18.8%	17.2%
風電	22	46.8	135.9	270	600	845	1,110	1,422
占比	3.50%	2.88%	4.72%	7.35%	14.28%	17.42%	19.01%	22.07%
太陽能			1	5	51	69	91	126
占比			0.10%	0.60%	1.30%	1.40%	1.60%	1.80%

資料來源：元富上海



公司2011年參股煤礦權益產能約為750萬噸，則可貢獻攤薄EPS0.024元

參股煤礦、煤電聯營專案將進一步保證在電煤成本不斷上漲的同時公司毛利水平穩中有升，真正實現規模擴張下的業績同步增長。預計2011年底，公司權益煤礦產能743萬噸；若保守估算噸煤淨利50元，則可貢獻攤薄每股收益0.024元。

國電電力煤炭資源

煤礦	位置	股權	地質儲量 (億噸)	可採儲量 (億噸)	年產量 (萬噸/年)	投產時間	預計權益產能(萬噸)			
							2010年	2011年	2012年	2015年
同忻	山西大同	28%	15	9	1000	2010	280	280	280	280
左雲	山西大同	49%	10	5.5	1000	2010	147	147	434	490
宣威	雲南宣威	100%			120	2010	120	120	300	300
沙巴台	寧夏石嘴山	51%	0.7	0.66	90	2011		46	61	61
積家井	寧夏靈武	51%	5	2.5	300	2012			153	153
西二露天	內蒙古錫林浩特	50%	5	3.3	300	2011		150	150	150
察哈素	內蒙古鄂爾多斯	50%	28.2	16.4	1500	2012			500	750
劉三坎旦	內蒙古鄂爾多斯	50%	25		1000	2015				500
玻璃溝	內蒙古鄂爾多斯	50%	5		400	2015				200
黑岱溝	內蒙古鄂爾多斯	50%	7.3	1.9	500	2015				250
合計			101.0				547	743	1878	3134

資料來源：元富上海

冀蒙煤電一體化部分專案2012年投產，預計有望增厚公司EPS0.04元

持股50%的國電建投能源公司在內蒙將建自己的煤電一體化基地，冀蒙煤電一體化龐大，規劃840萬千瓦燃煤裝機及2,000萬噸的煤炭產能。2012年布連電廠一期和察哈素煤礦一期將投產，將是公司未來利潤主要增長點之一。其中布連電廠兼具坑口電廠及特高壓外送優勢，按照較為保守的煤價及電價測算，電廠投產後淨利潤有望達到2.48億元；察哈素煤礦則具有規模和成本的雙重優勢，預計投產後淨利潤有望達到4.5億元。2012年可實現EPS0.04元。

內蒙古煤電聯營專案

電廠	股權比例	機組明細(萬千瓦)	權益裝機(萬千瓦)	建設進度	備註
布連一期	50%	2*60	60	2010-2012	配套電網2011年完工
布連二期	50%	2*100	100	2012-2014	
長灘一期	50%	2*66	66	2012-2014	
長灘二期	50%	2*100	100	2013-2015	
煤礦		設計產能(萬噸/年)	權益產能(萬噸/年)		
察哈素一期	50%	1000	500	2010-2012	50%煤炭供給布連電廠，50%外輸
察哈素二期	50%	500	250	2012-2015	
劉三坎旦一期	50%	500	250	2012-2014	50%煤炭供給長灘電廠，50%外輸
劉三坎旦二期	50%	500	250	2012-2014	
鐵路		運量			
冀蒙鐵路	1.4%	1200萬噸/年			
鄂爾多斯南部鐵路	5%				

資料來源：元富上海



借英力特延伸產業鏈、憑工業園踏入資源區，2012年寧東工業園第一批化工專案投產，可實現EPS0.025元/年

公司持有化工為主的英力特集團51%股權，除了向下游延伸，進入化工行業外，另一方面通過英力特在寧夏發展電力和煤化工業務，得到了自治區政府支持，有望獲得當地豐富的煤炭資源，實現資源互補。英力特集團主要產品是PVC和燒鹼，擁有79.2萬千瓦的火電權益容量，27.5萬噸PVC、21萬噸燒鹼和40萬噸電石產能。其每年為公司貢獻毛利潤約3.5億元。集團的化工產業主要分佈在英力特和西部聚氯乙稀有限公司，集團持有上市公司英力特(000635.SZ)22.28%的股權。產業佈局為三園一廠1)石嘴山工業園(氯城);2)寧東工業園(煤化工);3)固原工業園(岩鹽);4)青銅峽自備鋁廠。其中，寧東工業園將是公司三園一廠佈局中的戰略重地，建設30多個項目，規劃投資619億元，投產後每年可實現工業產值603億元。按照公司規劃，2012年英力特寧東工業園第一批化工專案將全部投產，按當前的價格計算2012年實現年均銷售收入75億元，實現淨利潤7.63億元，歸屬於國電電力的淨利潤為3.9億元。2012年可實現EPS0.025元。

英力特集團在建資產情況

英力特集團	項目名稱	權益容量/產量		投產
電廠	英力特化工自備電廠	6.63萬千瓦		已投產
	青銅峽鋁業發電	33萬千瓦		2010
	寧東工業園熱電聯產項目	66萬千瓦		2012
	石嘴山發電廠	39.6萬千瓦		
煤炭資源	寧東工業園熱電聯產項目	180/300萬噸		2012年產180萬噸
	寧夏英力特煤業有限公司	90/120萬噸		2012年產120萬噸
	固原鹽化工配套煤礦	450-550萬噸		設計中
化工 (寧東工業園一期)	乙炔、一氧化碳、脫硫劑多聯產項目	乙炔	13.2萬噸	2012年
		氫氧化鈣	50萬噸	
		甲醇	50萬噸	
	120萬噸/年煤基多聯產項目	一氧化碳	10萬噸	
		氫氣	0.6萬噸	
	年產30萬噸醋酸項目	醋酸	30萬噸	
	年產30萬噸醋酸乙稀、10萬噸聚乙烯醇項目	醋酸乙稀	30萬噸	
		聚乙烯醇	10萬噸	
年產10萬噸1,4-丁二醇項目	1,4-丁二醇	10萬噸		

資料來源：元富上海

投資科環集團，孵化高科技企業，投資收益可觀

在非電產業中，國電電力與國電集團共同投資了國電科技環保集團有限公司，持有其49%的股權。主要從事節能、環保、新能源及資訊化四大業務，均為"十二五"國家重點鼓勵的戰略性新興產業，發展前景廣闊，逐步成為中國電力行業節能環保領域的領軍企業。國電科環集團依靠在電力領域的優勢，有望成為一個高科技企業的孵化器。目前，科環集團下屬的龍源技術(300105.SZ)已在創業板上市。其成功上市使科環集團積累了豐富的資本運作經驗，子公司龍源環保是電力脫硫行業的龍頭，連年合同量/已完成工程量和在建工程量穩居行業第一，目前已啟動上市步伐。一旦上市成功，國電電力將又增加一塊很大的潛在投資收益。



科環集團在細分領域的相對優勢有利於其利潤增速超越同行業，預計未來幾年業績複合增速將超過50%，對公司2011年每股業績貢獻將有望達到0.02元。

科環集團主要子公司

子公司	領域	現狀
聯合動力	風電設備製造	09年市場份額位列第四為6%，10年上半年新增市場份額已進入前三
龍源環保（啟動上市步伐）	電站脫硫脫硝	脫硫、脫硝專案投運機組總容量全國最高
龍源技術（300105.SZ）	等離子點火	具有等離子體點火及穩燃技術自主知識產權和工業應用業績最多的高科技企業
智深控制	發電機組自動化控制系統	研製了自動化控制系統-EDPF-NF分散控制系統

資料來源：元富上海

持有上市公司股權大幅升值，積極投資金融產業

國電電力分別持有國電南瑞（600406.SH）、遠光軟體(002063.SZ)、英力特(000635.SZ)三家上市公司的股權，其中，國電南瑞和遠光軟體都是投資原始股上市，而英力特則是在國電電力通過收購英力特集團股權後間接獲得的。國電電力對國電南瑞和遠光軟體的初始投資僅為3,367萬元，而截至1H10帳面價值已經達到1.98億元，增值達1.6億元，按照3月8日的股價計算，這部份的股權市值已達49億元。若假設公司轉讓股權，可以一次性貢獻EPS0.3元。截至2010年底，公司主要參股金融企業為國電財務35%股權、百年人壽9.01%的股權、河北銀行19.6%的股權。公司對金融企業的初始投資為10.7億元，截至到1H10，這些公司股權已經增值到12.7億元，公司未來在金融領域或有大的收購、參股動作。

公司參股的非電業務企業

公司	所在地	初始投資 (萬元)	持股比例	主要業務	1H10期末帳面 價值(萬元)
國電南瑞(600406.SH)	南京	2,567	11.27%	自動化控制	15,228
遠光軟體(002063.SZ)	珠海	800	9.32%	財務軟體	4,588
內蒙古晶陽能源	內蒙	4,496	60%	多晶硅生產、光伏產業	4,496
上海申源燃料	上海	2,000	40%	銷售煤炭，燃料油，貨物倉儲，商務諮詢等	5,257
雅都軟體	深圳	766	9.01%	GIS技術研究	766
中能電力科技開發	北京	483	20%	電力設備	1,757
同煤國電同忻煤礦	山西	28,518	28%	煤炭開採、洗選、銷售的投資	37,293
國電財務公司	北京	45,500	35%	金融業務	56,009
河北銀行	石家莊	51,435	19.6%	存款，貸款，擔保等	60,878
百年人壽保險	遼寧	10,000	9.01%	各類人身保險及其再保險等	9,157
長安保險經紀	西安	200	0.87%	保險經紀	200
大同證券	山西	67	0.67%	證券	67
合計		107,202			126,311

資料來源：元富上海



給予“買進”評級

公司的發展前景十分清晰，在不遠的將來將發展成為集電力、能源（煤炭）、金融、高科技、化工為一體的大型能源公司，公司極具投資價值，從“十二五”規劃來看，未來五年公司在保持裝機持續20%以上增速的背景下，機組結構更為合理，煤電聯營比例加大也增強專案盈利穩定性。公司未來幾年除江蘇公司、瀑布溝、深溪溝、布連-察哈素煤電專案、英力特化工專案等已明確的業績增長點外，尚存進一步外延收購預期。我們預估公司2010年和2011年EPS0.14元和0.17元，鑒於公司未來三年複合增長率有望高達22%，集團發電業務整合平臺地位明確將助其實現持續高速擴張，以及穩定的分紅政策，給予2011年PE為22倍，對應目標價3.74元，給予“買進”評級



損益表

百萬元

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	2009	2010(F)	2011(F)
營業收入	5,533	10,415	8,636	13,990	13,595	14,203	14,851	16,171	19,447	38,575	58,820
營業成本	4,663	9,017	7,192	12,114	11,890	12,170	12,856	14,202	15,760	32,986	51,117
營業毛利	870	1,397	1,445	1,876	1,706	2,033	1,995	1,969	3,687	5,589	7,702
營業費用	675	932	1,104	1,192	1,235	1,320	1,385	1,460	2,334	3,903	5,400
營業利潤	195	466	340	684	471	713	610	509	1,353	1,685	2,302
營業外收入	301	358	410	408	414	421	428	435	1,146	1,477	1,698
營業外支出	1	2	5	10	11	12	13	14	44	18	50
利潤總額	495	821	746	1,083	874	1,122	1,025	930	2,455	3,144	3,950
所得稅	62	123	159	195	157	202	185	167	331	539	711
少數股東損益	95	175	126	150	155	160	165	170	529	546	650
歸屬母公司淨利潤	338	522	461	738	561	760	676	592	1,595	2,059	2,589
每股收益	0.06	0.01	0.04	0.05	0.04	0.05	0.04	0.04	0.29	0.13	0.17
QoQ/YoY(%)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	2,009	2010(F)	2011(F)
營業收入	(3.86)	88.22	(17.08)	61.99	(2.82)	4.47	4.56	8.89	18.29	98.35	52.48
營業利潤	(10.08)	138.64	(26.90)	101.02	(31.20)	51.45	(14.39)	(16.65)	(911.59)	24.51	36.63
利潤總額	(4.34)	65.95	(9.19)	45.18	(19.29)	28.41	(8.61)	(9.32)	1,787.45	28.06	25.65
歸屬母公司淨利潤	46.43	54.59	(11.74)	60.01	(23.89)	35.36	(11.08)	(12.34)	791.68	29.08	25.77
各項比率	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	2,009	2010(F)	2011(F)
毛利率	15.73	13.42	16.73	13.41	12.55	14.31	13.44	12.17	18.96	14.49	13.09
營業利潤率	3.53	4.47	3.94	4.89	3.46	5.02	4.11	3.15	6.96	4.37	3.91
總利潤率	8.94	7.88	8.63	7.74	6.43	7.90	6.90	5.75	12.62	8.15	6.72
歸屬母公司淨利率	6.11	5.02	5.34	5.27	4.13	5.35	4.55	3.66	8.20	5.34	4.40

資料來源：元富上海

資產負債表

百萬元

現金流量表

百萬元

資產負債表					現金流量表				
Year-end Dec. 31	2008	2009	2010(F)	2011(F)	Year-end Dec. 31	2008	2009	2010(F)	2011(F)
貨幣資產	442	297	503	973	淨利潤	192	2,124	1,410	1,888
短期投資	0	0	0	0	折舊與攤銷	2,305	2,684	3,192	3,598
應收帳款	1,682	2,258	4,704	6,920	投資收入	(229)	(1,066)	(1,381)	(1,590)
存貨	1,146	1,129	2,972	5,012	營運資金變化	(163)	1,812	(849)	(1,063)
其他流動資產	5,327	3,993	8,684	9,430	其他	(271)	154	66	80
流動資產	8,597	7,678	16,863	22,335	來自營運之現金流量	1,833	5,708	2,437	2,913
長期投資	6,083	8,243	8,243	7,693	資本支出	13,234	13,430	24,086	25,471
固定資產	31,045	55,919	113,714	152,617	長投增減	193	285	500	550
其他資產	23,013	17,941	33,819	40,361	其他	(1,809)	(771)	(1,700)	(1,660)
總資產	68,739	89,780	172,639	223,006	來自投資之現金流量	(14,850)	(13,915)	(25,286)	(26,581)
短期借款	15,778	27,791	28,156	30,457	自由現金流量	(13,018)	(8,207)	(22,849)	(23,668)
應付帳款	2,203	6,178	6,597	5,680	借款增(減)	15,295	11,268	26,576	27,964
其他流動負債	3,362	6,974	10,145	14,096	現金股利支出	3,406	3,191	3,500	3,800
流動負債	21,342	40,943	44,899	50,232	其他	20	10	20	25
長期負債	21,369	18,176	83,686	123,297	來自融資之現金流量	11,868	8,067	23,056	24,139
其他長期負債	6,539	6,687	8,648	10,226	匯率調整	(0)	(1)	(1)	(1)
總負債	49,251	65,806	137,233	183,755	本期產生之現金流量	(1,150)	(140)	207	470
普通股股本	5,448	5,448	15,395	15,395	Ratio Analysis				
資本公積金	2,951	3,016	1,875	1,875	Year-end Dec. 31				
累計留存收益	5,783	7,220	9,279	11,868	ROA(%)	0.32%	2.37%	1.51%	1.45%
少數股權	5,307	8,292	8,838	9,488	ROE(%)	1.12%	8.86%	7.36%	8.39%
股東權益	19,488	23,975	35,386	38,625	ROCE(%)	0.82%	8.99%	2.63%	2.34%

資料來源：元富上海

公司評級	定義	產業評級	定義	免責宣言
強力買進	預計公司股價在未來六個月內漲幅大於 50%	正向	行業將超越行業指數表現 20%以上	本報告僅供元富投顧內部同仁及客戶參考，所載資料乃秉持誠信原則所提供，並取自相信為可靠及準確之資料來源。未經元富證券(香港)上海代表處事先書面明文批准，不得更改或以任何方式傳送、複印或派發此報告的材料、內容或其複印本予任何其他人。本公司已力求本刊內容之正確，惟純屬研究僅供參考，本公司不負任何法律責任；使用本資訊，投資人宜審慎考量投資風險。
買進	預計公司股價在未來六個月內漲幅達 15-50%	中性	行業符合行業指數	
持有	預計公司股價在未來六個月內漲幅正負 15%內	負向	行業將低於行業指數表現達 20%以上	
賣出	預計公司股價在未來六個月內跌幅大於 15%			