

公司跟踪报告

电力行业

电力生产

国投电力（600886）
谨慎推荐

（上调评级）

2009年3月4日

将实现国开投集团电力资产的整体上市！

电力行业首席分析师：徐颖真

事项：

公司自08年12月9日停牌至今近3月，3月4日晚间公告《重大资产重组关联交易预案》，拟向控股股东国家开发投资公司（“国投公司”）发行A股股票，收购国投公司全资持有的改制后的国投电力公司100%股权，藉此实现国开投公司电力资产的整体上市。“目前相关公司制改制工作正在进行中，预计上述改制工作将在本决议公告之日起6个月内完成”。

评论：

■ 拟收购资产规模、增发规模一览

公司拟向国投公司发行股份购买其持有的改制后的电力公司100%的股权。购买资产的评估预估值约70亿元（基准日为2008年11月30日），最终作价以评估值为准。本次发行价格为公司首次审议本次重大资产重组相关事项的董事会决议公告日前20个交易日的A股股票交易均价，即8.49元/股。根据上述预估值和发行价格，本次拟发行股份约8.25亿股。“重组完成后，公司总装机容量将达1264万千瓦，权益装机容量达610万千瓦，分别较重组前增长86.13%和84.82%”。

表 1：预案中公司收购资产前后电力资产规模及资产、股本等比较

	总资产	净资产	总股本	国开投持有公司股权	已投产装机容量	已投产权益装机容量	已投产水电装机容量	已投产水电权益装机容量	在建装机	在建权益装机
收购前	188	61	10.55	44.26%	673	325	67	40.16	0	0
拟收购	/	70(重估)	8.25	68.71%	585	280	465	226	1040	531

资料来源：公司公告

表 2：拟收购的 5 家电厂股权情况

公司名称	电力公司持股比例	投产装机（万 KW）	在建装机（万 KW）	电源类型	参或控股
二滩水电	48%	330	840	水电	绝对控股
大朝山水电	50%	135	-	水电	绝对控股
国投津能	64%	-	200	火电	绝对控股
张掖发电	45%	60	-	火电	参股
宣城发电	45%	60	-	火电	相对控股

资料来源：公司公告

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

创造价值 成就你我

■ 拟收购资产近 2 年盈利能力分析

表 3: 拟收购的 5 家电厂 08 年利润模拟

公司名称	电力公司持股比例	投产装机容量 (万千瓦)	在建装机容量 (万千瓦)	电源类型	参或控股	2008 年权益利润	2007 年权益利润	2008 年帐面权益净资产
二滩水电	48%	330	840	水电	绝对控股	34631	27034	255257
大朝山水电	50%	135	-	水电	绝对控股	22099	17998	121887
国投津能	64%	-	200	火电	绝对控股	(1493)	0	74258
张掖发电	45%	60	-	火电	参股	1948	2475	26289
宣城发电	45%	60	-	火电	相对控股	(3742)	0	14303
以上合并						53444	47507	491995
电力公司剔除无偿划出资产后模拟						53437	51790	481008

资料来源: 公司公告

我们根据预案中披露的拟收购的 5 家公司的财务数据模拟合并, 得到如下结论: 1、拟收购的 5 家电厂的账面权益净资产约为 48 亿, 根据预案披露拟收购金额为 70 亿, 即重估增值 45%; 2、二滩、大朝山账面权益净资产占总额 78.4%, 由于其他三家火电或在建或亏损或微利因此重估增值率会很低, 那么增值部分肯定在水电, 预计增值率将超过 50%; 3、电力公司 (拟收购标的) 模拟合并归属于母公司股东的净利润中包含二滩水电外币负债形成的汇兑收益, 2007 年和 2008 年二滩水电外币负债由于人民币升值而形成的汇兑收益分别是 3.08 亿元和 3.73 亿元。以 08 年为测算基准, 剔除汇兑收益后, 二滩 08 年的权益利润约为 2 亿, 即扣除 1.5 亿, 则电力公司 (拟收购标的) 模拟权益利润剔除此非经常性项目后为 3.8 亿, 则资产重估前拟收购电力资产的 ROE 约为 7.9%, 其中二滩为 7.8%、大朝山为 18%, 大朝山的盈利能力大大强于二滩。

■ 目前方案下收购完成后公司 2009 年业绩模拟

公司已预告 2008 年归属于母公司所有者的净利润同比降低幅度在 60% 以上, 2007 年归属于母公司所有者的净利润为 5.52 亿元, 则预计 08 年为 2.2 亿元, EPS 约 0.2 元。我们测算比较乐观的预期下, 2009 年随着煤价回落以及 08 年下半年的电价上调效应, 2009 年公司归属于母公司股东的净利润将恢复到 4 亿, 约恢复到 07 年的 73% 水平 (该预期偏乐观!)。则考虑收购上述 5 家电厂后合计归属于母公司股东的净利润为 4 (收购前资产贡献) + 3.8 (拟收购资产的 08 年净利润水平, 扣除汇兑收益) + 0.8 (拟收购的 3 家火电公司的净利润增量) = 8.6 亿, 按收购完成后 18.8 亿股本测算, EPS 为 0.46 元, 考虑到汇兑收益可能持续, EPS 可能达到 0.5 元以上, 又鉴于经营性利润中水、火电约各贡献一半, 同时复牌后市场对公司后续成长的预期溢价, 我们给予 09 年 25 倍的动态 PE 预期, 对应股价 11.5 元, 对应停牌前股价涨幅约 26%, 上调评级至 “谨慎推荐”。

表 4: 国投电力历史财务数据概况

项目	2008 年 9 月 30 日	2007 年 12 月 31 日	2006 年 12 月 31 日	2005 年 12 月 31 日
资产总计	1876780	1804116	1663026	899292
负债总计	1263244	1161854	1214754	648830
股东权益	613536	642262	448272	250462
归属母公司的股东权益	415523	418664	251587	137900
项目	2008 年前 3 季度	2007 年	2006 年	2005 年
营业收入	512065	664899	621260	305676

本报告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。本报告版权归国信证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

利润总额	24348	105941	105657	70931
归属母公司股东的净利润	14691	55242	44277	37953

资料来源：公司公告

■ 本次收购打开公司后续成长空间，同时也面临股权融资的需求

二滩公司目前负债率88%，在建项目有锦屏一、二级，筹建项目有官地水电站、两河口水电站、桐子林水电站，未来资金需求极大，面临融资需求。而本次收购完成后国开投对公司的持股比例高达68.71%，未来对二级市场融资并不会削弱其绝对控股地位。

表 5：二滩公司在建及筹建项目

	时间安排	总投资（亿）	投产时间	总装机	机组	设计多年发电量
锦屏一级	03 年筹建 05 年核准 05 年 11 月开工	245.8	2012-2015	360	60 × 6	166.2
锦屏二级	05 年筹建 06 年核准 07 年 1 月开工	297.7	2012-2015	480	60 × 8	297.6
官地	正在核准	150.2	2012-2013	240	60 × 4	110
两河口	前期	287	2017-	300	50 × 6	115
桐子林	前期完成	50	2012	60	15 × 4	29.75

资料来源：公司公告

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

本报告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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。