

上市公司动态报告

电力

重大重组收购水电资产

收购二滩水电开发公司 48%股权

二滩水电拥有较强的盈利能力，2006 年、2007 年、2008 年的净利润分别为 47,816 万元、56,321 万元、72148 万元。由于水电站成本主要是折旧，而二滩水电站 1998 年 8 月开始并网发电 10 年，折旧压力大为减轻，目前进入高回报期。

雅砻江水能资源十分丰富和集中

经国家发改委批复，二滩水电已获得负责全流域雅砻江干流水能资源开发的授权。由于水力资源具有稀缺性和不可复制性，将给二滩水电带来特有的资源优势。

大朝山水电站前景良好

大朝山水电站位于云南省云县和景东彝族自治县交界的澜沧江中游，于 2001 年 12 月投产发电。总装机容量 135 万千瓦（6 台 22.5 万千瓦），设计多年平均发电量 59.31 亿千瓦时，上游小湾水电站水库建成后，大朝山水电站多年平均发电量可达 70.21 亿千瓦时。

增持国投电力

对国投电力的估值，要考虑水电价格上涨是一种趋势，我们认为国投电力 2009 年的 31.79 倍 PE 是合适的，目标价位 11 元。

预测和比率

	2008A	2009F	2010F	2011F
主营收入（百万）	6800	17000	18700	2057
主营收入增长率	2.3%	150%	10%	10%
净利润（百万）	193.34	650	780	858
净利润增长率	-65%	236%	20%	10%
EPS（元）	0.183	0.346	0.42	0.46
P/E	54.86	29.01	23.90	21.82

国投电力（600886）

调升

增持

殷亦峰

yinyifeng@csc.com.cn

010-85130977

分析日期：2009 年 03 月 04 日

当前股价：9.13 元

目标价格 6 个月：11.00 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
0.0/1.7	4.5/1.0	-37.7/14.5

12 月最高/最低价（元）14.24/0

总股本（万股）105,463

流通 A 股（万股）105,463

总市值（亿元）96.29

流通市值（亿元）96.29

近 3 月日均成交量（万）133

主要股东

国家开发投资公司 44.26%

股价表现



相关研究报告

主要收购水电资产正当时

从 2008 年 12 月 8 日起停牌策划重大资产重组事项的国投电力，3 月 4 日公告了公司拟向国家开发投资公司发行股份购买资产的预案。

根据预案，国投电力拟向控股股东国家开发投资公司定向增发约 8.25 亿股，收购其持有的改制后国投电力公司 100% 的股权。以 2008 年 11 月 30 日为评估基准日，公司拟购买资产预估值约为 70 亿元，非公开发行价格根据定价基准日前 20 个交易日的 A 股股票交易均价 8.49 元/股计算。

本次收购的国投电力公司注册资本 30 亿元，主要从事电力项目的投资、建设和经营业务，并按照控股公司模式对控股和参股投资项目进行经营管理。截至目前，电力公司主要下属企业有 48% 股权的二滩水电、50% 股权的大朝山水电、64% 股权的国投津能、45% 股权的宣城发电和 45% 股权的张掖发电。

本次重大资产重组完成后，公司将新增投产装机容量 585 万千瓦、权益装机容量 280 万千瓦，其中已投产的水电装机容量和权益装机容量分别为 465 万千瓦和 226 万千瓦，火电已投产装机容量和权益装机容量分别为 120 万千瓦和 54 万千瓦；在建项目装机容量和权益装机容量 1,040 万千瓦和 531 万千瓦。

国投电力公司未经审计的合并口径数据显示，截至 2008 年 12 月 31 日，该公司资产总计 5,557,621.19 万元，股东权益 919,904.49 万元，归属母公司股东权益 481,008.38 万元。2008 年实现营业收入 1,015,361.28 万元，利润总额 43,211.88 万元，归属母公司股东的净利润为 36,646.08 万元。

重组完成后，公司的资产规模、资产质量和盈利能力将得到提高，竞争实力增强。

首先，公司实现了装机规模的跨越式增长。资料显示，近年来，国投电力坚持内生增长和外延扩张并重的发展模式，保持着较快的装机规模增长速度。截至 2008 年 12 月 31 日，公司总装机容量 679 万千瓦，权益装机容量 330 万千瓦。本次重组完成后，公司总装机容量将达 1,264 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%，公司装机规模将实现跨越式增长。

其次，实现了电源结构的多元化发展。国投电力本次向国投公司购买的电力资产总装机容量合计为 585 万千瓦，其中水电机组总装机容量 465 万千瓦。重组完成后，公司水电机组装机容量将大幅提升，占公司总装机规模比例达 41.25%，大幅改善公司的电源结构，有效地缓解目前燃煤价格波动对公司带来的成本控制压力，为公司效益的持续稳定增长提供保障。

国务院办公厅 2007 年 8 月 2 日转发国家发展和改革委员会、国家环境保护总局、国家电力监管委员会、国家能源领导小组办公室《节能发电调度办法（试行）》。该办法改革现行发电调度方式，开展节能发电调度，对于减少能源消耗和污染物排放，推动国民经济又好又快发展具有重要意义。具有节能、环保特点的水力发电以及低煤耗、低排放的大机组火力发电企业将获得更有利的发展条件。

此外，加快了电力资产的全国性布局。目前，国投电力发电机组分别位于甘肃、云南、广西、福建、江苏、安徽和河北等 7 省区，本次交易完成后，公司不仅进一步巩固了云南、安徽和甘肃等省区的经营实力，而且经营区域将增加四川、天津 2 个省区，从而在不同的电力市场获得新的增长动力，加快电力资产的全国性布局，并进一步避免了区域市场风险。

不可多得雅砻江梯级开发电站

成立于 1991 年的二滩水电，注册资金为 46 亿元，其股东构成和持股比例为：国投电力公司 48%、川投集团 48%、中国华电集团公司 4%。二滩水电站是我国在二十世纪建成投产最大的电站。二滩水电站位于四川省西南部的雅砻江下游，距攀枝花市区 46 公里，系雅砻江梯级开发的第一个水电站。电站装机容量 330 万千瓦（6 台 55 万千瓦的混流式水轮发电机组），多年平均发电量 170 亿度，保证出力 100 万千瓦，年利用小时 5,162 小时，电站总投资 285 亿元。水库正常蓄水位 1,200 米，发电最低运行水位 1,155 米，总库容 58 亿立方米，调节库容 33.7 亿立方米，属季调节水库。二滩水电站 1998 年 8 月开始并网发电，作为川渝电网中最大的电源，同时承担着川渝电网的调频峰，为川渝电网的供电和电网安全稳定运行提供强劲的支持。

二滩水电全面负责雅砻江流域水能资源开发和水电站梯级建设营运。2007 年末，二滩水电总资产为 361.75 亿元，2007 年二滩水电发电量、上网电量和售电量分别为 145.01 亿千瓦时、144.09 亿千瓦时和 142.99 亿千瓦时，主营业务收入 28.25 亿元，净利润 5.63 亿元。2008 年末，二滩水电总资产为 441.10 亿元，2008 年二滩水电发电量、上网电量分别为 160.59 亿千瓦时、159.71 亿千瓦时，主营业务收入 31.32 亿元，净利润 7.21 亿元。

雅砻江干流规划分三个河段，拟定 21 级电站，总装机约 3,000 万千瓦。下游河段：从卡拉至江口，长 412 公里，分五级开发，包括二滩（330 万千瓦）、锦屏一级（360 万千瓦）、锦屏二级（480 万千瓦）、官地（240 万千瓦）、桐子林（60 万千瓦），总装机 1,470 万千瓦，现处于全面开发建设阶段。

中游河段：从两河口至卡拉，长 268 公里，拟定六级开发，包括两河口（300 万千瓦）、牙根（150 万千瓦）、楞古（271.8 万千瓦）、孟底沟（184 万千瓦）、杨房沟（150 万千瓦）、卡拉（95 万千瓦），总装机 1,150 万千瓦，其中两河口为中游“龙头”水库电站。河段规划于 2006 年 8 月通过了水电水利规划设计总院和四川省发改委的联合审查。目前正在开展各电站的勘测设计工作。

上游河段：从呷衣寺至两河口，长 688 公里，拟定十级开发，总装机约 325 万千瓦，目前正在进行河段规划工作。

雅砻江干流四阶段开发战略，第一阶段：2000 年以前，开发建设二滩水电站，实现投运装机规模 330 万千瓦。二滩水电站已于 1998 年 8 月建成并开始并网发电。

第二阶段：2015 年以前，建设锦屏一级、锦屏二级、官地、桐子林四个电站，全面完成雅砻江下游梯级水电开发。

第三阶段：2020 年以前，建设包括两河口水电站在内的 3-4 个雅砻江中游主要梯级电站。实现新增装机 800 万千瓦左右，二滩水电拥有的发电能力达到 2,300 万千瓦以上，二滩水电迈入国际一流大型独立发电企业行列。

第四阶段：2025 年以前，全流域项目开发填平补齐，雅砻江流域开发全面完成。二滩水电拥有发电能力达到 3,000 万千瓦左右。

雅砻江水能资源十分丰富和集中，水量丰沛、落差大，在全国规划的十三大水电基地中规模位居第三，规

划开发 21 座梯级电站，干流技术可开发总装机规模约 3,000 万千瓦，约占四川省技术可开发量的 25%。据统计，长江流域开发的大型骨干水电站中，装机容量为 200-500 万千瓦的有 17 座，其中雅砻江流域就有 5 座（两河口、楞古、锦屏一级、锦屏二级和二滩）。

雅砻江流域水能资源高度集中，区域地质构造稳定性较好，水库淹没损失小，开发目标单一，大型电站多，装机容量大。具有梯级电站群整体调节性能好，梯级补偿效益显著，技术经济指标优越的特点。两河口水库为多年调节水库，锦屏一级水库为年调节水库，二滩水库为季调节水库。在两河口、锦屏一级和二滩水电站的三大水库全部形成后，总库容达 237.1 亿立方米，调节库容将达到 148.4 亿立方米。三大水库联合运行可实现两河口及以下河段梯级完全年调节，是全国大江、大河中调节性能最好、电能质量最优的梯级水电站群之一，也是四川唯一能实现年调节的河流。

雅砻江流域地处偏远，居住人口少，淹没耕地面积少，移民迁移安置问题容易解决，非常有利于梯级电站的开发。雅砻江流域水电开发每万千瓦迁移人口平均为 26 人、淹没耕地平均为 34 亩，远低于全国 530 人、628 亩的平均水平。

雅砻江流域梯级电站经过近 40 年的勘探和规划，电站选址的地质条件好，电站建设难度低。此外，雅砻江 100 万千瓦以上水电站主要分布在雅砻江中下游，骨干电站比较集中，有利于电网建设。目前二滩水电在建的电站平均造价为 6,000-8,000 元/千瓦，低于行业平均水平 8,000-10,000 元/千瓦。

经国家发改委批复，二滩水电已获得负责全流域雅砻江干流水能资源开发的授权。由于水力资源具有稀缺性和不可复制性，将给二滩水电带来特有的资源优势。

优质资产大朝山水电站

大朝山水电站位于云南省云县和景东彝族自治县交界的澜沧江中游，于 2001 年 12 月投产发电。总装机容量 135 万千瓦（6 台 22.5 万千瓦），设计多年平均发电量 59.31 亿千瓦时，上游小湾电站水库建成后，大朝山水电站多年平均发电量可达 70.21 亿千瓦时。

成立于 1994 年的大朝山水电，注册资金为 17.7 亿元，其股东构成和持股比例为：国投电力公司 50%、云南红塔集团有限公司持股 30%，云南省投资控股集团有限公司持股 10%，中国华能集团公司持股 10%。

2007 年末，大朝山水电总资产为 49.32 亿元，2007 年大朝山水电发电量、上网电量分别为 60.82 亿千瓦时、60.52 亿千瓦时，主营业务收入 11.19 亿元，净利润 3.60 亿元。2008 年末，大朝山水电总资产为 43.97 亿元，2008 年大朝山水电发电量、上网电量分别为 67.39 亿千瓦时、67.10 亿千瓦时，主营业务收入 12.43 亿元，净利润 4.42 亿元。

澜沧江在云南省境内全长 1,240km，落差 1,780m，出境处多年平均流量 2,180m³/s，水能蕴藏量为 2,550 万千瓦，可开发的容量为 2,348 万千瓦。澜沧江流域的水电梯级开发以其水量丰沛均衡、落差大、水库淹没损失小等突出的天然优势而堪称我国少有的水电“富矿”，是我国能源发展规划的十三大水电基地之一。

云南鼓励水能资源的开发利用，并以水电为主要支撑产业，电网建设适度超前，“西电东送”、“云电外送”、

“云电送越”大通道畅通。

根据《云南省经济委员会和云南省发改委关于对提前关停小火电企业予以补偿的通知》（云经能源[2008]444号），从2008年10月开始，云南省水电企业按0.3分/千瓦时（含税费）的补偿费标准分摊省内关停小火电机组的补偿费用，执行时间暂按3年考虑。2008年12月云南省政府推出《云南省经济委员会和云南省发改委关于对部分工业企业用电给予阶段性特殊电价扶持的通知》（云经能源[2008]485号），从2008年12月1日至2009年3月31日期间，云南省水电企业电价每千瓦时下浮0.03元。上述政策将大朝山水电经营业绩产生较大影响。

盈利预测

假设国投电力计划以8.49元/股的发行价格向其控股股东国家开发投资公司发行A股股票，收购其持有的改制后国投电力公司100%的股权。

表 1：国投电力预测表

单位：万元

项目	2008	2009	2010	2011
营业收入（增长率）	680000（2.3%）	1700000（150%）	1870000（10%）	2057000（10%）
净利润（增长率）	19334（-65.0%）	65000（236%）	78000（20.0%）	85800（10%）
EPS（元）	0.183	0.346	0.42	0.46
P/E	54.86	29.01	23.90	21.82

估值

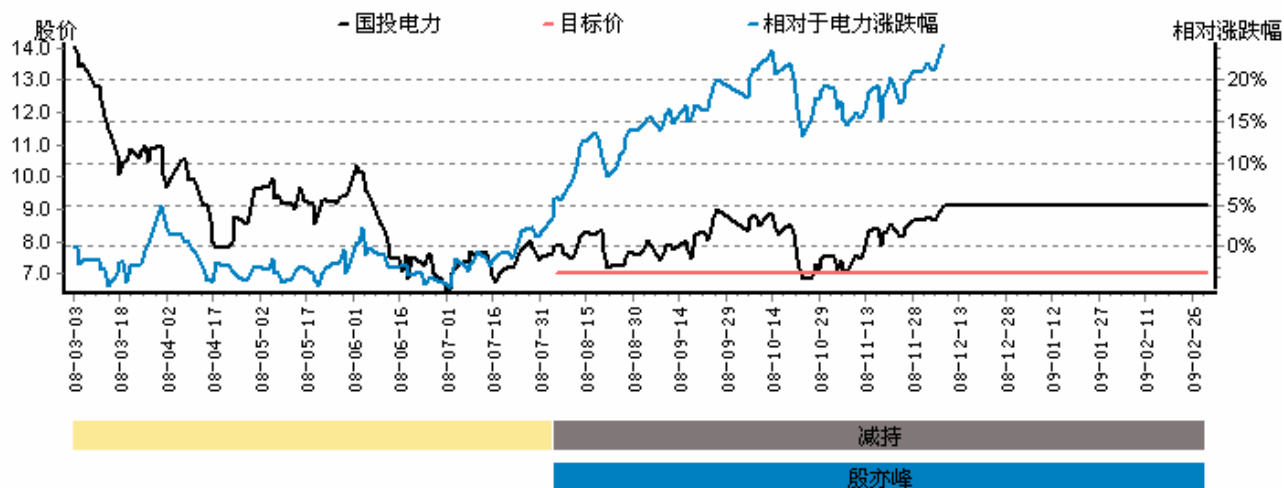
对国投电力的估值，要考虑水电价格上涨是一种趋势，我们认为国投电力2009年的31.79倍PE是合适的，目标价位11元。

我们的建议是增持。

风险分析

由于国投电力持有火电机组不少比例，如果2009年煤炭价格下跌不多，国投电力业绩可能低于预期。

附:



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 12 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 12 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 12 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 12 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 12 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，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收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

殷亦峰于 1998 年 02 月开始关注和研究电力行业。

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010