

国投电力

600886

中性/下调评级

股 价	2009/03/05
RMB11.04	

基础数据

总股本（百万股）	1055
流通 A 股（百万股）	1055
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	10588

财务数据

市净率 (X)	2.55
TRACING P/E (X)*	39.62
EPS (元)	0.14
股息率 (%)	1.16

*最近四季盈利计算。

相关研究

分 析 师
 王 爽
 +755-82493570
 wangshuang@lhqz.com

坐拥雅砻江，跻身水电龙头

经营预测与估值	2007A	20081-3Q	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	6649.0	5120.6	6525.3	8416.9	10260.6
(+/-%)	7.0	4.9	-1.9	29.0	21.9
归属母公司净利润(百万元)	552.4	146.9	160.0	649.1	974.6
(+/-%)	24.8	-66.0	71.0	305.7	50.1
EPS(元)	0.52	0.14	0.15	0.35	0.52
P/E(倍)	19.2	72.1	73.6	31.5	21.2

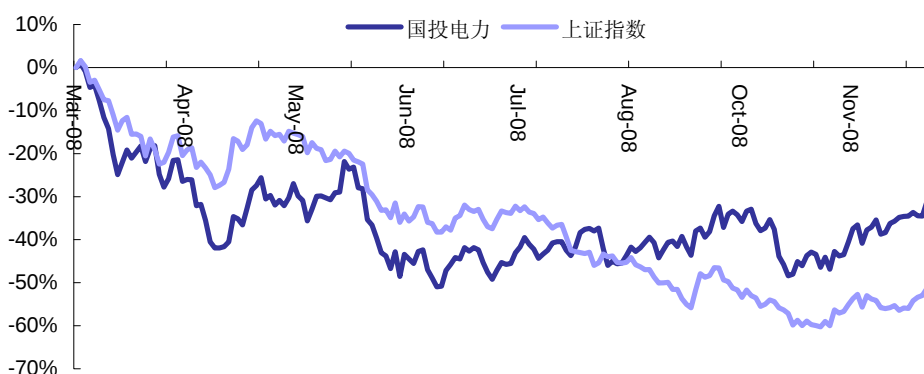
■ 3 月 5 日公布定向增发预案：大股东国家开发投资公司以其持有的电力公司 100% 股权认购本次发行的全部 A 股股票。资产注入后，公司将实现资产规模、收入与利润的增长，同时将提高盈利水平，增厚股东回报。

■ 我们认为此次资产重组的最大意义在于公司将逐渐向水电龙头转变，到雅砻江水电全部投产，公司总装机容量将达到 4460 万千瓦，其中雅砻江水电将占比约 67%，水电资产占公司全部电力资产的 71%，公司将成为一个不折不扣的水电龙头。这不仅打开了公司的持续发展空间，也给公司带来了稳定的现金流预期，平滑了公司业绩的波动性。

■ 我们认为这一转变对公司在股票二级市场的影响如下：第一、 在今后对国投电力（600886.SH）进行价值评估时，应充分考虑以上因素，比较估值方面应逐渐向水电行业及公用事业靠拢。但由于雅砻江的投产时间较远，所以目前最合适参照的是拥有水电资产的国电电力，纯火电股华能国际、华电国际、大唐发电也有参照意义。第二、 随着水电的增多，火电比例逐渐减小，公司业绩的弹性将逐渐减弱，最终将类似于长江电力，成为类债型公司。

■ 我们认为国投电力未来 1-2 年的合理市盈率水平为 20-25 倍，目前 2009 年和 2010 年动态市盈率为 31 倍和 21 倍，短期估值水平偏高，长期估值水平合理，我们给予国投电力 6 个月“中性”评级（参见末页评级标准），公司具有长期投资价值。

最近 52 周股价表现



国投电力（600886.SH）公布了定向增发预案：大股东国家开发投资公司以其持有的经改制后的电力公司 100%股权认购本次发行的全部 A 股股票。本次标的资产为改制后的电力公司 100%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，拟发行股份数量约 8.25 亿股发行价格根据定价基准日前 20 个交易日的 A 股股票交易均价计算，即 8.49 元/股。

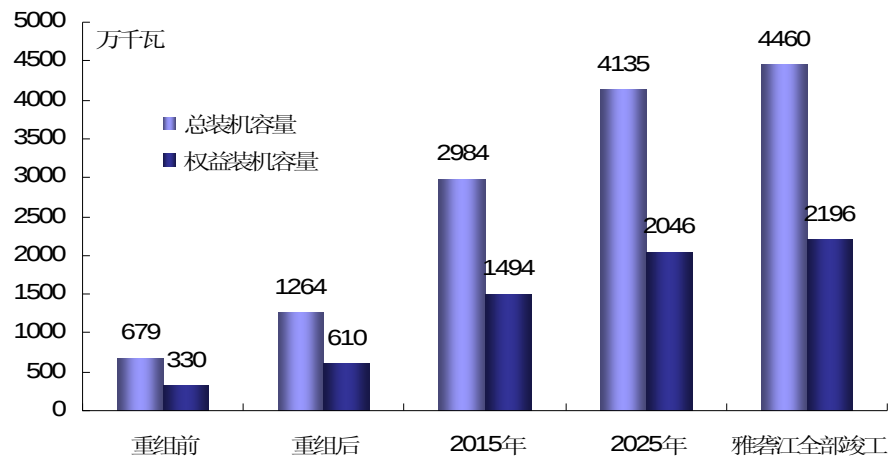
资产注入将对公司发展产生积极意义：

装机规模将持续大幅增长，打开发展空间

国投电力目前拥有总装机容量 679 万千瓦，权益容量 330 万千瓦，此次重组之后分别增长 86.1%和 84.8%，达到 1264 万千瓦和 610 万千瓦。此次收购的“电力公司”拥有二滩水电等众多在建筹建项目，为国投电力未来的持续、稳定发展提供了保障，公司未来将跻身于可与五大发电集团并驾齐驱的大型电力公司行列。按照规划，公司总装机容量未来将达到 4460 万千瓦，权益装机容量达到 2196 万千瓦，分别是重组前的 6.57 倍和 6.65 倍。（图 1、表 1）

值得关注的是，打开国投电力未来发展空间的主要是二滩水电公司，按照国家规划，二滩水电将在雅砻江干流开发共 21 级电站，可开发装机容量约 3000 万千瓦，目前已开发运营的二滩水电站总装机容量为 330 万千瓦。

图 1：国投电力（600886.SH）装机规模增长示意图



来源：公司公告

表 1：此次定向增发注入的资产

项目名称	持股比例	投产容量 (万千瓦)	在建筹建容量 (万千瓦)	电源类型
二滩水电	48%	330	2670	水电
大朝山水电	50%	135	0	水电
国投津能	64%	0	200	火电
张掖	45%	60	120	火电
宣城	45%	60	60	火电

来源：公司公告

坐拥雅砻江，跻身水电龙头

此次资产注入最应关注的是二滩水电公司的未来发展前景。

雅砻江是长江上游金沙江的最大支流，发源于青海玉树境内巴颜喀拉山南麓，纵贯川西 1571 公里，受到锦屏山的阻挡，流向骤然拐向北东，而又南流，形成长达 150 公里、中国著名“三大河湾”之一的雅砻江大河湾，湾道颈部最短距离仅 16 公里，水头落差高达 310 米，巨大的水能资源蕴藏其中。

根据雅砻江水电的总体开发规划，雅砻江梯级水电站总装机容量将达到 3000 万千瓦，相当于 1.6 个三峡电站。如果国投电力一直以 48% 的股权份额参与投资，则到雅砻江水电全部投产，公司总装机容量将达到 4460 万千瓦，其中雅砻江水电将占比约 67%，水电资产占公司全部电力资产的 71%，公司将成为一个不折不扣的水电龙头。图 2、表 2、表 3 分别列示了雅砻江梯级水电站的开发规划及水电资产在公司整体资产中的比例变化。

图 2：雅砻江梯级水电站规划图



来源：西南地区水电开发规划

表 2：雅砻江水电开发总体规划

项目	投产时间	区域	装机容量 (万千瓦)	装机构成	权益比例	权益容量 (万千瓦)
二滩	1998	下游	330	6×55	48%	158
锦屏一级	2005.11 开工, 2012 年第一台, 2015 年竣工	下游	360	6×60	48%	173
锦屏二级	2007 年开工, 2012 年第一台, 2015 年竣工	下游	480	8×60	48%	230
官地	2013	下游	240	4×60	48%	115
桐子林	2012	下游	60	1×60	48%	29
两河口	2019	中游	300	5×60	48%	144
牙根	2020	中游	150		48%	72
楞古	2020	中游	271.8		48%	130
孟底沟	2025	中游	184		48%	88
杨房沟	2025	中游	150		48%	72
卡拉	2025	中游	95		48%	46
上游十级	规划中	上游	325		48%	156

来源：公司公告、联合证券研究所

表 3：水电装机容量的比例变化

时间	水电总装机容量占比	水电权益装机容量占比
重组前	10%	12%
重组后	42%	44%
雅砻江全部投产（2025 年以后）	71%	69%

来源：联合证券研究所

收入与利润增长，盈利水平提高，股东回报增厚

此次注入的电力公司 100%股权要经过改制后才注入公司，目前正在进行相关的改制工作，从改制前后电力公司的财务情况来看，在电力公司改制过程中将把盈利差的部分资产无偿划出，注入国投电力的将是优质资产。按改制前后资产架构编制的模拟财务数据如图表 6 所示，可以看出，此次大股东资产注入是很注重注入的资产质量的。

表 4：注入资产改制前后的模拟财务指标

财务指标	改制前	改制后
营业收入	10153.6	4410.4
利润总额	432.1	1343.3
利润总额/营业收入	4.3%	30.5%
归属母公司的净利润	366.5	534.4
净利率	3.6%	12.1%
净资产收益率	7.6%	11.1%

来源：公司公告

在图表 7 中，我们预测了重组前后国投电力的主要财务指标，资产注入后，在收入与利润增长的同时，ROE、净利率、EPS 都得到了增长，公司的盈利能力和股东回报都得到了提升。我们的主要盈利预测假设如下：

- 1、2009 年中期完成资产注入，下半年开始并表；
- 2、二滩水电有一定金额的外币负债，主要为欧元和美元长期借款，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,此部分对二滩水电盈利影响较大。在 2009-2010 年的预测中,我们假设该部分收益为零;

- 3、2009 年火电利用小时数同比下降 5%,水电利用小时数为 2007 年和 2008 年平均值,2010 年火电同比增长 2%,水电维持 2008 年水平;
- 4、2009 年合同煤上涨 8%,市场煤均价维持当前水平,2009 年毛利率恢复至 2007 年 Q3-Q4 水平;
- 5、上网电价维持当前水平。

表 5: 国投电力 (600886.SH) 重组前后盈利预测

财务指标	阶段	2008E	2009E	2010E
营业收入 (百万元)	重组前	6525.3	6723.9	6858.4
	重组后	-	8416.9	10260.6
归属母公司净利润 (百万元)	重组前	160	359.1	373.8
	重组后	-	649.1	974.6
ROE	重组前	3.9%	8.6%	9.0%
	重组后	-	7.2%	10.9%
净利率	重组前	2.5%	5.5%	5.7%
	重组后	-	7.7%	9.5%
EPS (元)	重组前	0.15	0.34	0.35
	重组后	-	0.35	0.52

来源: 联合证券研究所

估值与评级

6 个月评级 “中性”
12 个月评级 “增持”

我们认为此次资产重组的最大意义在于公司将逐渐向水电龙头转变,这不仅打开了公司的持续发展空间,也给公司带来了稳定的现金流预期,平滑了公司业绩的波动性。我们认为这一转变对公司在股票二级市场的影响如下:

- 第一、 在今后对国投电力 (600886.SH) 进行价值评估时, 应充分考虑以上因素, 比较估值方面应逐渐向水电行业及公用事业靠拢。但由于雅砻江的投产时间较远, 所以目前最合适参照的是拥有水电资产的国电电力, 纯火电股华能国际、华电国际、大唐发电也有参照意义。
- 第二、 随着水电的增多, 火电比例逐渐减小, 公司业绩的弹性将逐渐减弱, 最终将类似于长江电力, 成为类债型公司。

图表 8 列示了龙头电力公司的最新预测及市盈率, 可以看出, 国投电力的 2009 年动态市盈率偏高, 但这主要是因为注入资产半年并表的原因, 到 2010 年全年并表后, 公司每股收益有望达到 0.52 元, 对应 2010 年动态市盈率为 21 倍。我们认为国投电力未来 1-2 年的合理市盈率水平为 20-25 倍。

我们给予国投电力 6 个月 “中性” 评级, 12 个月 “增持” 评级。

表 6：龙头电力公司预测及估值

股票简称	2009EPS	3-5 收盘价	2009PE
华能国际	0.37	8.91	24.0
国电电力	0.25	6.31	26.3
华电国际	0.21	5.55	26.4
大唐发电	0.28	6.89	24.6
国投电力	0.35（重组后）	11.04	31.5

来源：联合证券研究所

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。