

电力行业

国投电力（600886）

增 持

报告原因： 跟踪报告

业务结构发生变革 成长性可期

2009 年 3 月 4 日

公司研究

- **国投集团启动旗下电力资产整合** 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。发行价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。
- **公司规模显著增加** 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，分别增长86.1%、84.8%，公司装机规模显著增加。
- **为公司注入了后续成长性** 本次拟注入资产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。重组完成后，公司将获得雅砻江流域水能资源全流域开发、天津北疆发电厂循环经济项目等多个具有长期发展潜力的优质项目，为公司注入了巨大的成长性。
- **电源结构得到了改善 业务发生了变革** 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，公司从一个单纯的火电企业转变为上市公司中为数不多的大型水电企业之一，公司的业务结构发生了重大的变革。
- **拟注入火电属于优质资产 盈利可期** 本次注入的火电资产本次注入的火电资产都属于大容量高效能，最低单机装机容量为30万千瓦。目前煤价已经基本跌到2008年年初水平，火电企业的燃料成本回落，火电企业的盈利回升确定。
- **投资建议** 本次资产注入改变了公司的业务结构也为公司注入了巨大的成长性，如果注入成功将大大提升公司的估值水平，给予“增持”的投资评级。
- **投资风险** 本次重大资产重组方案能否最终成功实施存在不确定性。

执笔人

梁玉梅

Tel: 010-82190396

E-mail: Meiyuliang2000@163.com

联系人

焦春成

Tel: 0351-8686990

E-mail: sxzqyjfb@i618.com.cn

址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

一、资产注入概览

- **国投集团启动旗下电力资产整合** 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。发行价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。
- **资产注入使公司规模显著增加** 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，分别增长 86.1%、84.8%，公司装机规模显著增加。本次注入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。
- **资产注入为公司注入了后续成长性** 本次拟注入资产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。重组完成后，公司将获得雅砻江流域水能资源全流域开发、天津北疆发电厂循环经济项目等多个具有长期发展潜力的优质项目，为公司注入了巨大的成长性。
- **电源结构得到了改善 业务发生了变革** 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，公司从一个单纯的火电企业转变为上市公司中为数不多的大型水电企业之一，公司的业务结构发生了重大的变革。

表1：本次拟注入资产概况

公司名称	持股比例	投产装机容量 (万千瓦)	在建装机容量 (万千瓦)	权益投产 装机容量	权益在建 装机容量	电源类型
二滩水电	48%	330	840	158.4	403.2	水电
大朝山水电	50%	135	0	67.5	0	水电
国投津能	64%	0	200	0	128	火电
张掖发电	45%	60	0	27	0	火电
宣城发电	45%	60	0	27	0	火电
合计		585	1040	279.9	531.2	

资料来源：山西证券

图1：拟注入资产在投产益装机容量类型比例

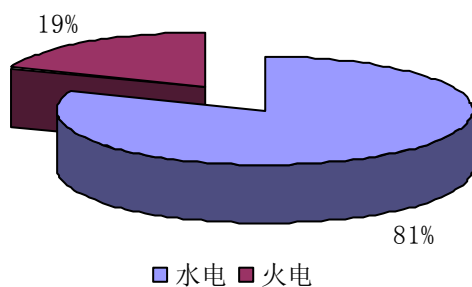
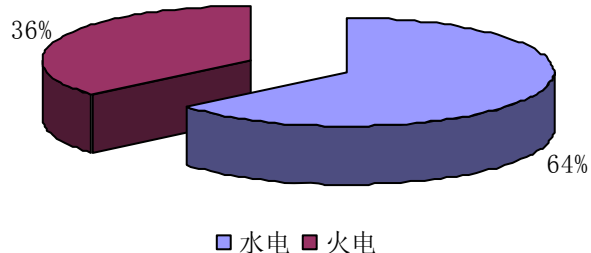


图2：拟注入资产在建权益装机容量类型比例



资料来源：公司公告

表2：公司注资前下属电厂情况（单位：万千瓦、亿千瓦时）

电厂	类型	装机容量 (万千瓦)	权益比例 (万千瓦)	权益装机容量 (万千瓦)	机组构成
甘肃小三峡水电	水电	53	70.00%	37	4×7.5（大峡）+4×5.75（小峡）
靖远第二发电	火电	125	50.00%	63	4×30（技改+5）
徐州华润电力	火电	120	30.00%	36	4×30
国投曲靖发电	火电	120	55.00%	66	4×30
国投北部湾发电	火电	60	55.00%	33	2×30
厦门华夏	火电	120	51.70%	62	4×30
淮北国安公司	火电	60	35.00%	21	2×30
合计		657		318	

资料来源：山西证券

二、拟收购水电资产情况

二滩水电——注入的巨大的成长性

- **二滩水电情况** 二滩水电站目前以开发的总装机容量为 330 万千瓦，设计多年平均发电量 170 亿千瓦时，1998 年开始并网发电。
- **二滩水电在建、筹建情况** 目前在建、筹建项目包括锦屏一、二级水电站、官地水电站、桐子林水电站和两河口水电站。投产后全部装机容量将达到约 3,000 万千瓦。
- **注入巨大的成长性** 二滩水电拥有 3000 万千瓦装机的水电开发权，目前完工的只有 330 万千瓦，后续开发潜力巨大，二滩水电的注入打开了公司未来的成长空间。
- **盈利能力还将进一步提升** 二滩水电公司 05~07 年的净利润分别为 97600、47800 和 56300 万元，波动较大，一方面与电量波动有关，一方面主要是向美元和欧元贷款带来的汇兑收益产生财务

费用有关。目前二滩水电公司目前的资产负债率达到 90%，财务压力较大，目前进入降息周期，有利大幅降低公司的财务费用。此外，二滩水电站的核准电价为 0.278 元/千瓦时（供四川为 0.278 元、供重庆为 0.268 元），但由于四川采用丰枯电价，公司近几年的电价仅为 0.223~0.235 元/千瓦时，这远远低于四川省标杆电价 0.288 元/千瓦时，预计未来有上调空间。这些因素都可能使得二滩水电的业绩未来进一步增长。

表 3：二滩电厂情况

	电厂	机组	总装机 (万千瓦)	投产时间
已建	二滩	6×55	330	1998-1999

资料来源：山西证券

表 4：二滩水电在建情况

电厂	机组	总装机 (万千瓦)	投产时间
锦屏 I	6×60	360	2012-2014
锦屏 II	8×60	480	2012-2014
官地	4×60	240	2012-2014
桐子林	4×15	60	2013-2014
两河口	5×60	300	2016-2018
合计		1440	

资料来源：山西证券

表：二滩水电简要财务数据

项目	2008 年 (未经审计)	2007 年 (已经审计)
资产总计	4,411,009.87	3,617,590.51
负债合计	3,878,185.21	3,213,813.47
股东权益	532,824.66	403,777.04
归属母公司的股东权益	531,786.44	403,376.17
主营业务收入	313,251.19	282,103.35
利润总额	86,288.93	63,772.29
归属母公司股东的净利润	72,148.75	56,321.62
净资产收益率	13.57%	13.96%

资料来源：公司公告

大朝山水电——盈利有望进一步提升

- **大朝山水电概览** 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。

- **盈利能力将进一步提升：**大朝水电 2007 年-2008 年净资产收益率分别为 15.60%和 18.13%，随着上游小湾电站水库建成发电量增加公司的盈利能力会进一步增强。

表：二滩水电简要财务数据

项目	2008 年 (未经审计)	2007 年 (已经审计)
资产总计	439,724.06	493,151.77
负债合计	195,950.35	262,401.03
股东权益	243,773.71	230,750.75
归属母公司的股东权益	243,773.71	230,750.75
主营业务收入	124,316.10	111,922.55
利润总额	52,082.47	42,331.23
归属母公司股东的净利润	44,198.96	35,996.10
净资产收益率	18.13%	15.60%

资料来源：公司公告

三、拟收购火电情况

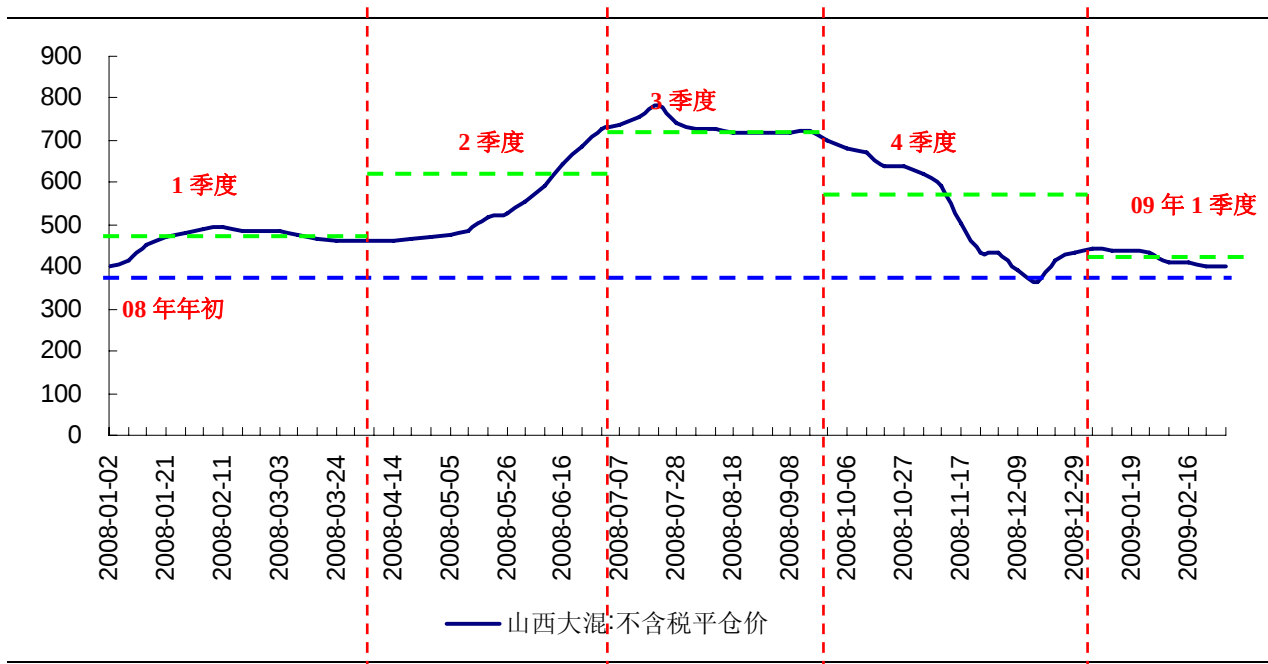
- **拟注入火电属于优质资产** 本次注入的火电资产本次注入的火电资产都属于大容量高效能，最低单机装机容量为 30 万千瓦，属于目前新建电厂的主流机型。而国投津能规划建设 4 台 100 万千瓦燃煤发电超超临界机组和 40 万吨/日海水淡化装置，已获得发改委批复，属于国内目前较为先进的机组。
- **燃料成本回落 火电盈利可期** 目前煤价已经基本跌到 2008 年年初水平，火电企业的燃料成本回落，火电企业的盈利回升。

表：拟注入火电上市公司情况

公司名称	持股比例	投产装机容量 (万千瓦)	在建装机容量 (万千瓦)	权益投产装机容量	权益在建装机容量
国投津能	64%	0	200 (2*100)	0	128
张掖发电	45%	60 (2*30)	0	27	0
宣城发电	45%	60 (2*30)	0	27	0
合计		120	200	54	128

资料：山西证券

图3：2008年秦皇岛山西大混不含税价格走势（分季度煤炭平均价格）



资料来源：山西证券 Wind

四、投资建议

大型水电将享受较高的估值

- **水电优先调度：**国家要求电力调度机构应当按照国家有关规定和保证可再生能源发电全额上网的要求，编制发电调度计划并组织实施。电力调度机构进行日计划方式安排和实时调度，除因不可抗力或者有危及电网安全稳定的情形外，不得限制可再生能源发电出力。
- **抗周期性：**水电盈利主要的由当年来水决定，对经济周期并不敏感，在煤价高涨时，他不受煤炭价格影响；而在经济下滑时由于国家节能调度政策，水电具有优先发电权，发电小时亦不受影响。可以看出水电具有与生俱来的抗周期性，盈利较为稳定。
- **大型水电更为稳定：**水电靠天吃饭的特征十分明显，但大型水电进行全流域开发以后，由于龙头水电站投运，以及水库的蓄水，流域水量在季度间分配更为均衡。由于丰水期弃水减少，枯水期数量增大将增加全流域的发电量。此外，由于水电企业在枯水期和丰水期实行不同电价，流域水量均和分布将有利于增加整体经济效益。
- **竞价上网将更具优势：**目前，全国已开始试行的竞价上网政策和峰谷电价，由于水力发电成本较低，所以在竞价上网方面具有很大优势。

- **水力资源具有稀缺性和不可复制性：**随着石油、煤炭等不可再生能源的消耗，水电资源有限且不可复制，水电资源的价值更加凸显。

高成长性就定高估值

- 重组完成后，公司将获得雅砻江流域水能资源全流域开发、天津北疆发电厂循环经济项目等多个具有长期发展潜力的优质项目。本次资产注入为公司打开了未来成长空间，公司具有较高的成长性，高成长性决定了公司的高估值。

投资建议

- 本次资产注入改变了公司的业务结构也为公司注入了巨大的成长性，如果注入成功将大大提升公司的估值水平，给予“增持”的投资评级。

五、投资风险

- 本次重大资产重组尚须满足多项条件方可完成，包括但不限于公司股东大会就本次重大资产重组事项决议通过、国有资产监督管理部门对本次重大资产重组方案中涉及国有资产审批事项的批准、对相关资产评估结果的备案以及中国证监会对本次重大资产重组的核准。因此，本次重大资产重组方案能否最终成功实施存在不确定性。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我们对这些信息的准确性及完整性不作保证，不保证该信息未经任何更改。在任何情况下，报告中的信息或的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。任何情况下，不对本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在公开前已经使用或了解其中的信息。本报告归山西证券股份有限公司所有，未经同意不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。