

中性 首次

国投电力（600886）

2009 年 6 月 9 日

2009 年-最坏的时刻，等待最佳的起点

2009 年 6 月 8 日收盘价：10.80 元，6 个月目标价：9-10 元

机械及公用事业行业分析师：龙华
longh@htsec.com
021-23219411

国投电力公布向国家开发投资公司发行股份购买资产之重大资产重组暨关联交易报告书，为此公司董秘和财务总监与投资者和研究员进行了沟通。

本次交易标的资产为国投公司持有的电力公司 100% 股权，评估值为 76.93 亿元，电力公司合并报表中归属于母公司股东的权益为 50.18 亿元，交易溢价率为 53.32%。国投电力将向国开公司以 8.18 元/股的发行价格定向发行 9.40 亿股，完成对电力公司全部股权的收购。

本次交易前，国投公司持有国投电力公司 4.67 亿股股份，占总股本的 44.26%，为公司第一大股东及控股股东；本次交易后，国投公司将持有公司 70.54% 的股份，仍为控股股东。公司总股本将从原有的 10.55 亿股，上升为 19.95 亿股。

点评：

定向增发重组完成后公司投产装机容量将获得 86% 的增长

2008 年末，国投电力总装机容量 679.2 万千瓦，权益装机容量 329.8 万千瓦，其中水电总装机容量 56.5 万千瓦，权益装机容量 33.84 万千瓦，水电权益装机占比仅为 10.26%。按照 2008 年末口径计算，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，公司水电装机容量通过此次重组从占比仅 8%，上升到占全部公司装机容量的 41%；另外公司还带入了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。

2008 年底国投公司控股装机容量为 1578 万千瓦，水电达到 528 万千瓦，火电达到 1046 万千瓦。重组完成后，未装入国投电力的装机容量仅为 313.8 万千瓦，其中水电仅为 6.5 万千瓦，国投公司本次将业绩更为稳健的水电资产几乎全部装入上市公司，促进了国投电力的未来稳健发展。我们整理了公司定向发行成功后的已投产项目和在建项目情况如下：

表 1 公司定向发行成功后的已投产项目和在建项目情况

电厂名称	所处地区	发电类型	机组构成 (MW)	总装机 (MW)	权益比例 (%)	权益装机 (MW)	投运时间
小三峡	甘肃白银	水电	4×75+4×57.5	530	59.9	317.5	# 1-4:96-97, # 5-8:04-05
靖远二	甘肃白银	火电	2×300	600	51.2	307.2	# 1:96, # 2:97
华润	江苏徐州	火电	4×320	1280	30.0	384.0	# 1-96, # 2:97, # 3-4:04
曲靖一	云南曲靖	火电	2×300	600	55.4	332.4	# 1-2:98
曲靖二	云南曲靖	火电	2×300	600	55.4	332.4	# 3:03, # 4:04
华夏国际	福建厦门	火电	4×300	1200	56.0	672.0	# 1-2:96, # 3-4:06
淮北国安	安徽淮北	火电	2×320	640	35.0	224.0	# 1-2:00
北部湾	广西北海	火电	2×320	640	55.0	352.0	# 1:04, # 2:05
靖远三	甘肃白银	火电	2×320	640	51.2	327.7	# 1:06, # 2:07
乌金峡	甘肃乌金峡	水电	1×35	35	62.5	21.9	# 1:08
国投白银风电	甘肃白银	风电	18×1.5	27	100.0	27.0	# 1-15:08
现有投产合计				6792		3298.0	
二滩	四川	水电	6×550	3300	48.0	1584.0	# 1-6:98-99
大朝山	云南	水电	6×225	1350	50.0	675.0	# 1:01, # 2-4:02, # 5-6:03
张掖	甘肃张掖	火电	2×325	650	45.0	292.5	# 1:05, # 2:06
宣城	安徽宣城	火电	1×600	600	51.0	306.0	# 1:08-8
收购投产合计				5900		2857.5	
投产合计				12692		6049.0	
乌金峡	甘肃乌金峡	水电	3×35	105	62.5	65.6	# 2-4:09
现有在建合计				105		65.6	
锦屏一级	四川	水电	6×600	3600	48.0	1728.0	# 1-6:12-15
锦屏二级	四川	水电	8×600	4800	48.0	2304.0	# 1-8:12-15
北疆	天津	火电	2×1000	2000	64.0	1280.0	# 1-2:09-10
收购在建合计				10400		5312.0	
在建合计				10505		5377.6	
官地	四川	水电	4×600	2400	48.0	1152.0	# 1-4:12-13
两河口	四川	水电	6×500	3000	48.0	1440.0	# 1-6:17-19
桐子林	四川	水电	4×150	600	48.0	288.0	# 1-4:12
张掖二期	甘肃张掖	火电	2×300	600	45.0	270.0	
宣城二期	安徽宣城	火电	1×600	600	45.0	270.0	
格尔木 200MW 光伏并网发电项目	青海格尔木	光伏发电	2×100	200	未定		
前期合计				7400		3420.0	
钦州	广西钦州	火电	2×630	1260	55.0	693.0	# 1-2:07
益阳二	湖南益阳	火电	2×600	1200	35.0	420.0	# 1:07, # 2:08
华实热电	山西晋城	热电	2×300	600	49.0	294.0	前期
托管合计				3060		1407.0	

资料来源：公司资料、海通证券研究所预估

公司重大资产重组后备考盈利预测情况

2008 年公司原 EPS 为 0.119 元，定向增发收购资产后备考 EPS 为 0.329 元。本次重大资产重组前后 2008 年公司主要业务数据如下：

表 2 重大资产重组前后 2008 年公司主要业务数据

	2008 年(实际)	2008 年(备考)	变动率(%)
装机容量(万千瓦)	679.20	1,264.20	86.13
权益装机容量(万千瓦)	329.97	609.87	84.82
发电量(亿千瓦时)	344.11	614.03	78.44
上网电量(亿千瓦时)	322.76	590.77	83.04

资料来源: 公司资料、海通证券研究所

2009 年公司的发电资产面临地方政府增加收费和市场需求不旺的负面影响。公司的水电资产在 2009 年由于政策等因素(甘肃省临时性丰枯季节电价和缴纳库区基金、四川省水电资源开发补偿费、云南省关停小火电机组补偿费用按 0.3 分/千瓦时(含税费))盈利能力明显下降。上市公司预测 2009 年若未完成定向增发暨资产重组, 2009 年上市公司主营收入为 60 亿元, 归属母公司股东净利润为 8211.5 万元, EPS 为 0.08 元。若公司 2009 年底前完成定向增发暨资产重组, 按目前会计制度, 注入资产将可按全年并表计算, 则公司预测, 2009 年上市公司主营收入为 107 亿元, 归属母公司股东净利润为 21111.7 万元, EPS 为 0.11 元。

表 3 公司定向发行成功后备考盈利预测情况

单位: 亿元	2007 年度	2008 年度	2009 年 1-3 月未审实现数	2009 年 4-12 月预测数	2009 年度预测合计
一、营业收入	107.27	109.83	22.82	84.50	107.32
减: 营业成本	67.42	72.60	17.31	59.34	76.65
营业税金及附加	0.99	1.15	0.20	0.95	1.15
销售费用	0.10	0.13	0.03	0.06	0.09
管理费用	3.61	4.43	0.77	4.51	5.28
财务费用	15.80	15.56	4.19	14.95	19.13
资产减值损失	-1.03	0.21	0.00	0.02	0.02
投资收益	1.83	0.51	0.31	0.89	1.20
二、营业利润	22.21	16.28	0.62	5.56	6.19
加: 营业外收入	0.20	0.44	0.04	0.06	0.09
减: 营业外支出	0.14	0.52	0.00	0.02	0.02
三、利润总额	22.27	16.20	0.66	5.60	6.26
减: 所得税费用	3.25	3.26	0.29	1.64	1.92
四、净利润	19.02	12.94	0.37	3.96	4.33
其中: 归属于母公司股东净利润	10.70	6.56	0.31	1.81	2.11
少数股东损益	8.32	6.38	0.07	2.16	2.22
EPS(元)	0.54	0.33	0.02	0.09	0.11
总股本	19.95	19.95	19.95	19.95	19.95

资料来源: 公司资料、海通证券研究所

实际业绩超出公司盈利预测的可能情况

- (1) 公司备考盈利预测表中 2009 年盈利能力仅是 2008 年的 1/3, 2009 年合并备考盈利预测表中营业收入下降了 2.5 亿元。收入的下降主要考虑到由于公司主要发电厂位于中西部地区, 用电大户以高耗能产业为主受金融危机影响较大, 是 2009 年 1-5 月用电需求下降最为明显的行业。公司充分估计到 2009 年各项目全年发电量同比下降 20% 的情况下, 合并备考盈利预测表中收入将下降 2.5 亿元。若下半年经济继续反弹, 则公司发电量数据将比目前估计值有所提高, 从而带动盈利上行。
- (2) 由于地方政策带来的费用增高因素有可能不能落实。目前公司面临的地方政策增加费用负担情况如下: 甘肃省临时性丰枯季节电价和缴纳库区基金、四川省水电资源开发补偿费、云南省关停小火电机组补偿费用按 0.3 分/千瓦时(含税费)。四川省将对省内试点水电项目征收水电资源开发补偿费。该补偿费由容量费和电量费组成, 容量费按审定装机容量每千瓦 100 元征收, 电量费按电站发电销售收入的 3%征收。二滩水电将于 2009 年起计缴水电资源开发补偿费, 预计 2009 年该项费用约为 7400 万元。合计上诉各类地方性额外收费约 1.4 亿元, 扣除所得税影响, 约影响净利润下降 1.1 亿元。由于目前中央政府正在清理整顿各项不合理地方收费, 因此我们预计实际上 2009 年公司有可能可免予支付上述地方性额外费用。若此假设成立, 则公司 2009 年实际归属于母公司股东的净利润将提升为 2.65 亿元, 合计 EPS 为 0.13 元。

- (3) 有可能出现市场煤炭价格补涨动力不足的情况。公司靖远电厂为坑口电厂，目前出现了煤炭补涨的情况，但由于目前山西小煤矿正在限产，导致市场煤有所补涨，若该局面有所改变，煤炭价格有回落，则公司占比达 59% 的火电的盈利能力将获得明显提高。
- (4) 公司的 2009 年备考盈利预测表中实际所得税率高达 30.75%，而实际上 2007-2008 年公司实际所得税率仅为 15% 和 20%，保守假设公司 2009 年实际所得税率为 25%，则公司实际归属于母公司所有者的净利润将提升为 2.29 亿元，EPS 增加 0.01 元，提升为 0.12 元。

估值建议

市场原预计定向增发暨收购母公司资产后 2009 年归属于母公司的净利润约在 7 亿元，EPS 为 0.38 元上下。但公司公告预测的净利润仅为 2.11 亿元，严重低于预期，目前公司股价为 10.80 元，相对于重组并增发成功后的 2009 年 EPS 0.11 元而言，PE 高达 100 倍；重组成功后公司每股净资产将提升为 4.5 元，以目前公司股价计算，PB 为 2.4 倍。从 PE 角度分析，公司 2009 年估值明显过高，但从 PB 角度分析，处于适中水平。考虑到公司 2010-2012 年将是公司各项目逐步投产，公司业绩出现大幅上升阶段，我们给予国投电力的评级为“中性”。虽然公司目前股价有所偏高，但公司 2015 年前将有大量新增水电和火电产能放出，建议关注其长期投资价值。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

龙华：机械及公用事业行业

重点研究上市公司：国投电力、合加资源、中国南车、东力传动、华东数控、昆明机床、天马股份、时代新材、晋西车轴、青海华鼎。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。海通证券及其所属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, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。