

动态报告/公司快评

公用事业

电力

国投电力（600886）

公告《重大资产重组报告书》

谨慎推荐

（维持评级）

2009年6月10日

资产注入迈进一步

分析师： 徐颖真 xuyz@guosen.com.cn 021-68864007

事项：

6月9日公司公告了《重大资产重组报告书》，与3月4日公告的《重大资产重组关联交易预案》比较，在资产评估价格上略有差异，此外该报告书披露了拟收购资产经审计财务数据以及2008年、2009年模拟（预测）财务报表。6月9日公司还就相关问题召开了分析师电话会议，分析如下。

评论：

■ 拟收购资产规模、增发规模一览

公司拟向国开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76.93亿元（基准日为2008年11月30日）。本次发行价格8.18元/股。根据上述预估值和发行价格，本次拟发行股份约9.4047亿股。

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-亿	净资产-亿	总股本-亿	国开投持有公司股权	已投产装机-万千瓦	已投产权益-万千瓦	已投产水电-万千瓦	已投水电权益-万千瓦	在建装机-万千瓦	在建权益-万千瓦
收购前	188	61	10.55	44.26%	673	325	67	40.16	0	0
拟收购	/	77(重估)	9.4047	70.53%	590	280	465	226	1040	531
完成后			19.95		1258	605	532	266.16	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%	65(原 60, 09 年扩容)	-	火电	参股
宣城发电	51% (原 45%, 09 年收 5%)	60	-	火电	绝对控股

资料来源：公司公告

■ 拟收购资产近 2 年盈利能力分析

表 3：拟收购的 5 家电厂 07、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	08 年权益利润	07 年权益利润
二滩水电	48%	330	840	水电	绝对控股	34631	26185
大朝山水电	50%	135	-	水电	绝对控股	22099	18051
国投津能	64%	-	200	火电	绝对控股	(1493)	0
张掖发电	45%	60	-	火电	参股	2291	3864
宣城发电	45%	60	-	火电	相对控股	(3742)	0
以上合并						53786	48100
电力公司模拟						53437	51790

资料来源：公司公告

拟收购项目中火电项目受 08 年恶劣经营环境和机组新投产影响没有正面盈利贡献，但二滩水电、大朝山水电利润贡献突出，预计收购后水电的盈利能力能够延续，同时火电将随着行业大环境改善而扭亏。

■ 公司 2009 年业绩模拟分析

本《报告书》中公司作了非常保守的业绩预测，模拟的收购完成后 2009 年实现净利润 2.11 亿，根据报告书及昨天召开的分析师电话会议，拟收购资产预计 09 年实现净利润为 1.32 亿，而 08 年的实际完成数约 5.3 亿（见表 3），该预测与 2008 年比较的差异在于：

1、1.6 亿收入（基本等同于利润）减少：分别是二滩的水资源补偿费、大朝山临时下调水电电价以分摊当地小水电关停费用、甘肃丰枯电价造成电价下降等政策性因素，公司表示以上影响出于谨慎性原则已全面计入利润的减项，实际情况将好于预期；

2、截至 2008 年 12 月 31 日，二滩水电有 76,096 万美元、4,970 万欧元的外币贷款，汇率波动产生汇兑损益。2007 年、2008 年人民币持续升值为二滩水电分别贡献 3.08 亿和 3.73 亿元汇兑收益，2009 年末做此预测，该项目影响 1.8 亿；

3、国投津能约 5000 万的生产准备费用

以上合计 3.9 亿，基本上是 09 年预测值 1.32 亿和 08 年实际完成数 5.3 亿之差。

由于公司存量资产分布区域 09 年受电力需求下降影响较大，因此盈利能力也较 08 年有所下降，下降幅度约 35%，即 4200 万。

表 4：《报告书》作的 2009 年利润模拟（单位：亿元）

	国投电力未发生收购	拟收购的电力公司	国投电力收购后模拟
一、营业收入	60.35	47.06	107.32
其中：主营业务收入	60.16	46.95	107.05
其他业务收入	0.19	0.10	0.27
减：营业成本	50.63	26.02	76.65
其中：主营业务成本	50.54	26.02	76.56
其他业务支出	0.09	0.00	0.09

营业税金及附加	0.31	0.84	1.15
销售费用	0.06	0.03	0.09
管理费用	2.13	3.18	5.28
财务费用	6.74	12.41	19.13
资产减值	0.00	0.00	0.02
投资收益	1.18	0.02	1.20
二、营业利润	1.65	4.59	6.19
加：营业外收入	0.09	0.00	0.09
减：营业外支出	0.00	0.02	0.02
三、利润总额	1.74	4.57	6.26
减：所得税费用	0.91	1.01	1.92
四、净利润	0.83	3.56	4.33
其中：归属于母公司股东净利润	0.82	1.32	2.11
少数股东损益	0.01	2.22	2.22
EPS	0.0778		0.1058

资料来源：公司公告

■ 2009 年是业绩低点，此后逐年提升，水电成长空间是公司投资亮点

二滩公司负责开发的雅砻江流域自然条件良好，之前由于极高的负债率导致利润指标一般，随着时间的推移，利润能稳步提升，2012年之后随着锦屏一级、二级的投产，在2012-2015年之间公司利润有一次爆发性增长的机会。

下表所罗列为在建及筹建项目，锦屏一级二级由二滩公司滚动开发，官地等三个电站的开发将由股东方增资，由于以下电站开发移民成本低因此造价低，度电投资低，具有非常强的竞争力。

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

火电项目中国投津能是亮点，2010 年将是重要的利润增长点，公司开发建设的天津北疆发电厂位于天津市汉沽区双桥子，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。该项目被列入国家循环经济第一批试点单位。工程分两期建设，一期工程建设 2 台 100 万千瓦发电机组和 20 万吨/日海水淡化装置，总投资约为 123 亿元，计划于 2009 年投产一台发电机组和配套海水淡化装置，2010 年一期工程全部竣工投产。2009 年是投产第一年，由于开办费等影响将出现微亏，但不影响该项目未来的良好回报，单机百万机组在煤耗上优势突出，同时能够获得电网更多的电量调度，2010 年我们预测可实现权益（65%）净利润 2.5 亿以上，约贡献 EPS 为 0.13 元。

此外，我们预测 2010 年随着经济的复苏，高耗能产业产能利用率也将逐步恢复，能够提升公司发电小时，尤其是 2009 年受需求下降影响大的甘肃、广西等省份，届时存量火电资产（本次收购前资产）利润也将有所恢复。

■ 电价改革的大背景下，大水电有望优先受益

电价问题多年未能理顺造成电力行业整体严重亏损，2009 年以来资源价格改革被反复提及，电价改革呼声很高，但眼下电力行业依然非常困难，例如前文提及的个别地方政府新出台的临时性的利空电力企业的政策（如四川的水资源费等），但我们认为未来 6-12 个月电价有望一定程度理顺，特别是水电行业，随着环境成本提升获得电价补偿的可能性较大，一旦该预期兑现对国投电力具有正面影响。

■ 2010 年业绩预测及投资建议

我们预测 2010 年公司可实现归属母公司股东的净利润为 6.52 亿（比较 2009 年的增加来源于：国投津电 2.5 亿、管理费用减少 0.5 亿、收购前存量资产利润恢复 0.42 亿、09 年发生的临时政策性成本的减少约 1 亿），折合 EPS 为 0.33 元（不考虑汇兑收益）。

预计 2016 年即锦屏一、二级全面投产后，二滩水电的权益利润贡献将从现在的 1.5 亿提高到 6 亿左右，相当于 EPS 增加 0.2 元-0.3 元。此后官地等项目还将不断投产，届时公司业绩将表现出极好的成长性。

短期估值合理，维持长期谨慎推荐评级。

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

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责声明:

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。