

国投电力(600886)

坐拥稀缺资源，收益预期应着眼长期

王威

021-38676694

wangw@gtjas.com

本报告导读：

- 电源结构优良，对收益的预期应着眼于长期。

事件：

- 公布重大资产重组进展。本次收购标的“国投电力公司”的改制工作已完成。资产评估报告已获国务院国有资产监督管理委员会备案确认。根据备案结果，交易标的资产以2008年11月30日为基准日的评估值合计人民币769,306.72万元。

评级： 增持
 上次评级： 增持
目标价格： ¥12.00
 上次预测： ¥12.00
当前价格： ¥10.80
 2009.06.10

交易数据

52周内股价区间(元)	6.40 ~ 11.50
总市值(百万元)	11,390
总股本/流通A股(百万股)	1,055/1,055
流通B股/H股	
流通股比例	100.0%
日均成交量(百万股)	8.4
日均成交值(百万元)	77.4

52周内股价走势图



相关报告

成本控制力强，未来两年业绩增速较理想

(09.03.12)

未来电源结构优势及成长性兼备

(09.03.04)

评论：

- 本次公告较之前期的重组预案，明确了资产评估值为76.9亿元，高于预案中70亿元的预估值，且发行价格经过除息调整后变为8.49元降低为8.18元/股。两项变化使发行完成后公司总股本增加量由预案中的预估值8.2亿股变为9.4亿股，对业绩产生略微摊薄作用；
- 公告中提及《甘肃省物价局关于丰水期上网电价有关问题的通知》和《甘肃省大中型水库库区基金征收使用管理实施细则》的实施，将影响靖远二电、小三峡水电的盈利能力，这些因素不在我们前期的盈利预测假设之中；
- 公司2010年规模增长主要体现在国投津电北疆电厂一期的2*100万千瓦机组的投产上（其中一台预计09年底投产，可视作2010年投产）。北疆电厂一期工程的投产将使公司控股、权益装机容量分别增长16%、21%。由于机组投产当年往往盈利能力受到开办费用一次性计入当期损益、上网电价不到位以及发、送电等生产过程存在磨合期等因素影响，2009年公司北疆电厂第一台机组的投产在当年将拖累业绩，2010年第二台机组投产后，北疆电厂将为公司贡献业绩，具体情况将取决于公司争取到的上网电价水平及京津塘电网电力需求增速；
- 2011年公司投产项目较少，能够预计的只有张掖电厂的1台60万千瓦机组，宣城二期的投产时间预计在2011-2012年间。按照水电建设的规划，2012年公司将再次进入投产高峰期，水电机组将投产逾300万千瓦，2013-2015年公司亦可依靠水电机组的投产保持10%以上的装机增速。2009-2015年，公司复合装机增长率约14%，远远超过我国电力总装机增速；
- 结合公司所处区域09年前5个月电力生产、需求状况以及上述政策性成本的增加，下调公司2009、2010

请务必阅读正文之后的免责条款部分

年的盈利预测至 0.29、0.38 元。公司未来的电力资产结构将是理想的“业绩稳定部分（水电）+强周期性部分（火电）+新能源（风电、太阳能）”的金字塔结构，且公司水电资质优良、储备项目多，未来虽资金压力较大，但二滩公司的水电投资由于有公司其他发电资产的支撑，不属于“小马拉大车”的典型水电滚动开发模式，盈利前景将随雅砻江梯级电站的逐渐投产而渐趋光明。暂时维持“增持”评级。（对于水电电价及盈利能力的变动趋势，详见《国泰君安_行业简报_水电电价，何去何从？_20090605》）

表 1：公司收购完成后装机构成

现有资产	所处地区	装机	机组构成	权益比例	权益装机	在建装机
靖远二电	甘肃	60	2×30	50%	30	
靖远二电三期	甘肃	60	2×30	50%	30	
华润一、二期	安徽	128	4×30	30%	38.4	
曲靖一、二期	云南	120	4×30	55.4%	66.48	
华夏国际一、二期	福建	120		56%	67.2	
北部湾一、二期	广西	64		55%	35.2	
淮北国安	安徽	64	2×30	35%	22.4	
火电合计		616			289.68	
大峡水电厂	甘肃	30	4×7.5	70%	21	
小峡水电厂	甘肃	23	4×5.75	50%	11.5	
水电合计		53			32.5	
收购完成前：总计		669			322	
本次拟收购项目						
二滩水电	四川	330	6×55	48%	158.4	840 万千瓦
大朝山水电	云南	135	6×22.5	50%	67.5	-
国投津能	天津			64%		200 万千瓦，2010 投产
张掖	甘肃	60	2×30	45%	27	120 万千瓦前期工作
宣城	安徽	60		45%	27	60 万千瓦报批中
收购完成后：火电合计		736			343.7	
水电合计		518			258.4	
总计		1254			602.1	

数据来源：公司公告，国泰君安证券

表 2：公司总装机增速

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
小三峡	57	67	67	67	67	67	67	67	67	67	67	67	67
靖远	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
靖远三期	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
华润	128	128	128	128	128	128	128	128	128	128	128	128	128
曲靖	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120
华夏国际	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120
北部湾	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64
淮北国安	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64
二滩水电		330	330	330	690	990	1,230	1,470	1,470	1,570	1,670	1,770	1,770
大朝山		135	135	135	135	135	135	135	135	135	135	135	135
国投津能			200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200
张掖		60	60	120	180	180	180	180	180	180	180	180	180
宣城		60	60	60	120	120	120	120	120	120	120	120	120
合计	673	1,268	1,468	1,528	2,008	2,308	2,548	2,788	2,788	2,888	2,988	3,088	3,088
增速		88.5%	15.8%	4.1%	31.4%	14.9%	10.4%	9.4%	0.0%	3.6%	3.5%	3.3%	0.0%

数据来源：公司公告，国泰君安证券

表 3: 公司权益装机增速

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
小三峡	34	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40
靖远	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
靖远三期	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
华润	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38
曲靖	66	66	66	66	66	66	66	66	66	66	66	66	66
华夏国际	67	67	67	67	67	67	67	67	67	67	67	67	67
北部湾	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35
淮北国安	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22
二滩水电	0	158	158	158	331	475	590	706	706	754	802	850	850
大朝山	0	68	68	68	68	68	68	68	68	68	68	68	68
国投津能	0	0	128	128	128	128	128	128	128	128	128	128	128
张掖	0	27	27	54	81	81	81	81	81	81	81	81	81
宣城	0	27	27	27	54	54	54	54	54	54	54	54	54
合计	324	610	738	765	992	1,136	1,251	1,366	1,366	1,414	1,462	1,510	1,510
增速		88.4%	21.0%	3.7%	29.7%	14.5%	10.1%	9.2%	0.0%	3.5%	3.4%	3.3%	0.0%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

免责声明

本报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com