

电力行业小组
 联系人: 彭全刚
 010-88087783
 pengqg@cmschina.com.cn

2009年8月5日

吉电股份(000875.SZ)/5.71元

规模快速扩张, 长期价值突出

公用事业·电力

目标估值: 7.1~8.8元

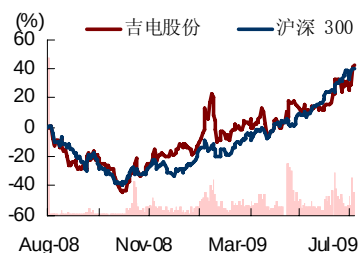
强烈推荐-B(首次)

基础数据

上证综指	3471
总股本(万股)	83910
已上市流通股(万股)	66002
总市值(亿元)	48
流通市值(亿元)	38
每股净资产(MRQ)	2.7
ROE(TTM)	-18.6
资产负债率	70.1%
主要股东	吉林省能源交通总公司
主要股东持股比例	25.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	25	69	34
相对表现	11	-6	-2



相关报告

我们参加了公司股东大会,与总经理韩连富先生就公司长期发展战略进行了交流。未来3年,公司可控装机容量将从85万千瓦增长到435万千瓦,年复合增值率超过60%。将公司2011年每股收益折现到2009年为0.44元,给予16~20倍市盈率,目标价为7.1~8.8元,首次给予“强烈推荐”投资评级。

- **非公开增发拉开成长序幕。**吉电股份将定向增发5.5亿股,发行价格不低于3.76元/股,募集资金约20.68亿元,用于投资白城电厂2台60万千瓦“上大压小”项目、长岭腰井子4.95万千瓦风电场工程和长岭三十号4.95万千瓦风电场工程。募集资金项目投产后,公司控股装机容量将从目前的85万千瓦,增加到214.9万千瓦,增幅为152%。
- **未来2~3年装机规模快速扩张。**未来2~3年,公司可以通过收购白山热电和通化热电增加60万千瓦的权益容量和100万千瓦的可控装机容量。在建项目投产,可以贡献250万千瓦的可控和权益装机容量。通过自建和收购股改承诺项目,在2011年,公司可控装机容量有望达到435万千瓦,是现有可控装机规模的5.1倍。
- **整合中电投集团东北资产提升公司发展空间。**不包括吉电股份资产在内,2009~2011年,中电投集团在东北地区的权益装机容量将分别达到511万千瓦、766万千瓦、886万千瓦,2016年权益装机将达到1386万千瓦。作为中电投集团整合东北资产的平台,公司长期发展空间巨大。
- **精细化管理促进业绩回升。**公司现任总经理韩连富先生积极推进管理体制变革,引入激励机制,强化奖惩力度,将企业员工的收入与企业效益挂钩,目前已经初见成效。公司二季度已经实现盈利,收入增速明显高于成本增速,预计这种趋势在下半年将更加明显。
- **预估每股收益09~11年分别为0.04元、0.17元和0.54元。**09年业绩不能反应公司的长期成长价值,我们将2011年业绩按照10%的折现率折现到2009年,每股收益为0.44元,给予16~20倍市盈率,目标价格7.1~8.8元。首次给予“强烈推荐”的投资评级,建议长期价值投资者买入。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	1324	1561	1726	3505	9347
同比增长	-4%	18%	11%	103%	167%
营业利润(百万元)	92	-441	66	283	943
同比增长	43%	-580%	-115%	326%	233%
净利润(百万元)	84	-407	55	231	753
同比增长	60%	-585%	-113%	321%	226%
每股收益(元)	0.11	-0.48	0.04	0.17	0.54
PE	72.4	-16.1	197.4	46.9	14.4
PB	2.5	2.9	3.8	3.6	3.0

资料来源: 招商证券

一、非公开增发拉开成长序幕

2009 年 7 月 31 日，经公司股东大会审议通过，吉电股份将向包括大股东中电投集团在内的不超过十家特定投资对象发行 5.5 亿股，发行价格不低于 3.76 元/股，募集资金约 20.68 亿元，用于投资白城电厂 2 台 60 万千瓦“上大压小”项目、长岭腰井子 4.95 万千瓦风电场工程和长岭三十号 4.95 万千瓦风电场工程。

在本次非公开增发中，中电投集团将以现金认购 2.061 亿股以上，占非公开发行股份的 37.5%。通过认购非公开发行的股份，中电投集团合计持有吉电股份的股权比例将从 25.58% 提高到 30.29%，进一步增强对公司的控制力。

募集资金投向见表 1 所示。募集资金项目投产后，公司控股装机容量将从目前的 85 万千瓦，增加到 214.9 万千瓦，增幅为 152%。

表1：本次非公开增发募集资金投向

序号	募集资金项目	项目动态总投资（万元）	拟投入募集资金（万元）
1	白城项目 2×60 万千瓦“上大压小”新建工程项目	467100.00	186307.00
2	长岭腰井子 4.95 万千瓦风电场工程	53339.17	10668.00
3	长岭三十号 4.95 万千瓦风电场工程	49122.14	9825.00
	合计	569561.31	206800.00

资料来源：公司公告

二、未来 2~3 年装机规模快速扩张

吉电股份现有控股电厂为全资拥有的浑江电厂、二道江电厂、松花江电厂，合计控股装机容量 85 万千瓦。现有参股电厂为白山热电和通化热电各 40% 的股权，四平合营公司 20% 的股权。截止目前，公司可控装机容量 85 万千瓦，权益装机容量 129 万千瓦。

未来 2~3 年，公司可以通过收购白山热电和通化热电增加 60 万千瓦的权益容量和 100 万千瓦的可控装机容量。

现有在建项目投产，可以贡献 190 万千瓦的可控和权益装机容量。如果松花江热电扩建工程第 2 台机组和四平热电扩建第 2 台机组能够获得核准，在建项目可以贡献的可控装机和权益装机容量将进一步增加到 250 万千瓦。

通过自建和收购股改承诺项目，在 2011 年，公司可控装机容量有望达到 435 万千瓦，是现有可控装机规模的 5.1 倍。只要电厂盈利恢复到一定水平，公司就能够兑现股改承诺，这一阶段的成长性非常确定。

表2：吉电股份现有控股电厂情况

编号	名称	机组类型	装机容量（万千瓦）	装机构成	权益比例(%)	权益容量（万千瓦）
1	浑江	燃煤	40	2*20	100%	40
2	二道江	燃煤	20	2*10	100%	20
3	松花江热电	燃煤	25	2*12.5	100%	25
	控股合计		85			85

资料来源：公司公告

表3: 吉电股份现有参股电厂情况

编号	名称	机组类型	装机容量 (万千瓦)	装机构成	权益比例(%)	权益容量 (万千瓦)
1	白山热电	燃煤	60	2*30	40%	24
2	通化热电	燃煤	40	2*20	40%	16
3	四平合营	燃煤	20	2*5+10	20%	4
参股合计			120			44

资料来源: 公司公告

表4: 吉电股份在建电厂情况

编号	名称	机组类型	装机容量 (万千瓦)	装机构成	权益比例(%)	权益容量 (万千瓦)
1	白城电厂	燃煤	120	2*60	100%	120
2	腰岭子风电	风电	4.95		100%	4.95
3	长岭三十号	风电	4.95		100%	4.95
4	松花江热电扩建	燃煤	30	1*30	100%	30
5	四平热电扩建	燃煤	30	1*30	100%	30
在建电厂合计			190			190

资料来源: 公司公告

表5: 吉电股份承诺收购电厂情况

编号	名称	机组类型	装机容量 (万千瓦)	装机构成	权益比例(%)	权益容量 (万千瓦)
1	白山热电	燃煤	60	2*30	60%	36
2	通化热电	燃煤	40	2*20	60%	24
电厂合计			100			60

资料来源: 公司公告

三、整合中电投集团东北资产提升发展空间

中电投集团在东北拥有较多电力资产。截止 2008 年底, 中电投集团在东北拥有 479 万千瓦的权益装机容量。2009~2011 年, 随着大连泰山热电、中电投东北新能源公司风电等项目的投产, 中电投集团在东北地区的权益装机容量将分别达到 511 万千瓦、766 万千瓦、886 万千瓦。中电投集团已经明确将吉电股份作为平台, 整合东北电厂资源。2011 或 2012 年, 如果吉电股份能够全部收购这些电厂, 权益装机将超过 1000 万千瓦。

表6: 中电投集团在东北的电厂情况

公司 (电厂) 名称	股比	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
辽宁东方发电有限公司	61.22%	70	70	70	70	70	70	70	70	70
大连发电有限责任公司	100%	140	140	200	200	200	200	200	200	200
大连泰山热电有限公司	80%	27	54	54	54	54	54	54	54	54
阜新发电有限责任公司	100%	110	110	110	110	110	110	110	110	110
抚顺发电有限责任公司	100%	100	100	100	100	100	100	100	100	100
中电投抚顺热电	100%	60	60	60	60	60	60	60	60	60
中电投东北新能源公司	100%	5.0	14.9	19.8	19.8	19.8	19.8	19.8	19.8	19.8
辽宁发电有限责任公司	100%	0	0	0	0	0	60	120	120	120
辽宁红沿河核电有限公司	45%	0	0	0	0	100	300	400	400	400
中电投朝阳燕山湖发电	100%	0	0	120	120	120	120	120	120	120
本溪热电	100%	0	0	70	70	70	70	70	70	70
北票发电有限责任公司	100%	0	0	0	60	60	60	60	60	60
吉林靖宇核电	100%	0	0	0	0	0	0	0	0	200
大兴安岭能源开发公司	100%	0	0	0	60	60	60	60	60	60
总计 (权益装机)		479	511	766	886	931	1081	1186	1186	1386

资料来源: 招商证券

四、精细化管理促进业绩回升

公司现任总经理韩连富先生 2008 年 4 月就任公司总经理以来,积极进行管理体制改
革,引入激励机制,强化奖惩力度,将企业员工的收入与企业效益挂钩,准备将吉电股份打
造成中电投集团内部的“华润电力”。

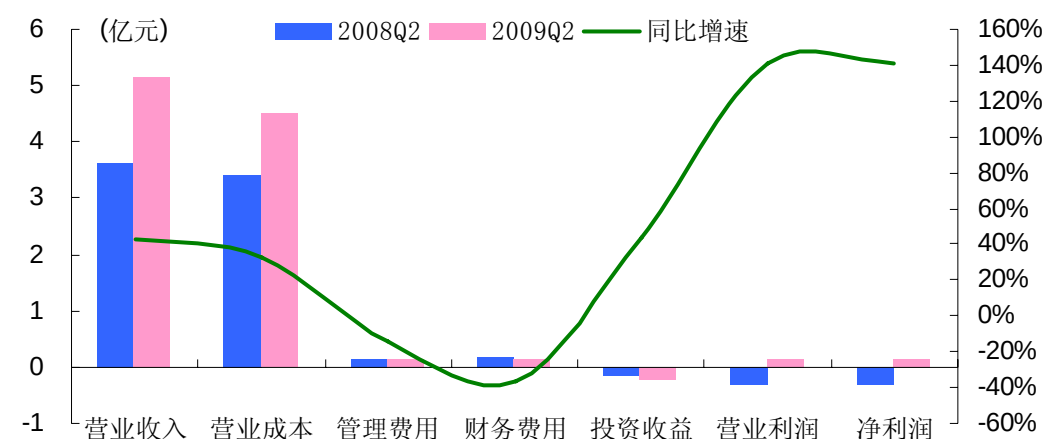
公司在管理方面的努力已经取得一定成效,无论从二季度同比还是环比来看,公司盈利
能力都已经显著提升。主要指标的同比和环比变动情况见图 1 和图 2 所示。

与 08 年二季度相比,09 年二季度销售收入同比增长 42%,而营业成本仅增长 32%,
管理费用同比下降 14%。公司营业利润和净利润都同比增长 141%。

与一季度相比,二季度销售收入环比增长 28%,而营业成本仅增长 10%,管理费用与
一季度持平。受益于成本控制得力,公司营业利润和净利润都环比增长 128%。一季度
公司单季度亏损约 4600 万元,二季度实现盈利约 1200 万元。

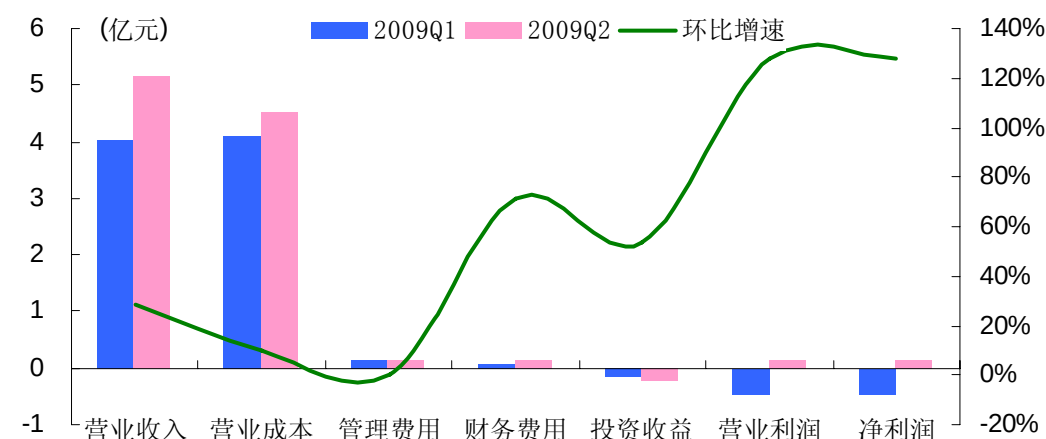
我们预计,由于公司奖惩机制已经基本制度化,这种好的盈利趋势将继续持续下去,并
会逐步完善。

图1: 吉电股份主要经营指标同比变动情况



数据来源: 公司公告

图2: 吉电股份主要经营指标环比变动情况



数据来源: 公司公告

五、成长性最好的电力上市公司

公司作为中电投集团整合东北电力资产的平台，内生性成长和外延式扩张兼备。在目前可控装机容量 85 万千瓦的起点上，通过自建和收购，可控装机容量在 2011 年有望达到 435 万千瓦，增长 4.1 倍，三年复合增长率超过 60%。

同时考虑公司规模扩张和盈利能力的提升，我们判断公司未来业绩将大幅增长。预计 2009~2011 年每股收益分别为 0.04, 0.17, 0.54 元。目前国家正在进行电价机制改革，如果未来 2 年电价机制逐步理顺，公司业绩将进一步得到提升。

由于公司 09 年业绩不能反映未来的长期成长性，我们将公司 2011 年业绩按照 10% 的折现率折现到 2009 年，每股收益为 0.44 元。给予 16~20 倍市盈率，目标价格 7.1~8.8 元。首次给予“强烈推荐”的投资评级，建议长期价值投资者买入。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	955	807	907	4429	18664
现金	576	349	506	3620	16507
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	85	42	52	105	280
应收款项	106	147	161	326	869
其它应收款	27	20	17	35	93
存货	56	201	142	283	755
其他	104	48	30	60	159
非流动资产	2421	4897	3926	3757	3736
长期股权投资	795	615	615	615	615
固定资产	1191	2195	2287	2121	2103
无形资产	19	34	31	28	25
其他	417	2053	993	993	993
资产总计	3376	5704	4833	8185	22400
流动负债	867	2323	894	4114	17802
短期借款	500	1750	600	600	600
应付账款	242	346	224	447	1193
预收账款	10	34	15	30	80
其他	115	193	55	3037	15929
长期负债	100	1078	1048	1018	1018
长期借款	100	1078	1048	1018	1018
其他	0	0	0	0	0
负债合计	967	3401	1942	5132	18820
股本	779	839	1389	1389	1389
资本公积金	1432	1744	1744	1744	1744
留存收益	199	-301	-262	-101	426
少数股东权益	0	21	21	21	21
母公司所有者权益	2410	2282	2871	3032	3559
负债及权益合计	3376	5704	4833	8185	22400

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	321	11	297	3377	13367
净利润		-407	55	231	753
折旧摊销		0	276	273	261
财务费用		0	83	64	-16
投资收益		0	0	0	0
营运资金变动		0	-197	2793	12303
其它		418	81	17	65
投资活动现金流	-471	-1661	612	-100	-240
资本支出		0	-400	-100	-240
其他投资		-1661	1012	0	0
筹资活动现金流	543	1395	-752	-164	-240
借款变动		0	-1203	-30	-30
普通股增加		0	550	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	-16	-69	-226
其他		1395	-83	-64	16
现金净增加额	393	-255	156	3114	12887

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1324	1561	1726	3505	9347
营业成本	1143	1567	1491	2982	7952
营业税金及附加	14	12	17	35	93
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	57	66	69	140	374
财务费用	4	40	83	64	-16
资产减值损失	46	200	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	33	-116	0	0	0
营业利润	92	-441	66	283	943
营业外收入	4	7	0	0	0
营业外支出	2	0	2	2	2
利润总额	93	-433	64	281	941
所得税	10	-29	10	51	188
净利润	84	-405	55	231	753
少数股东损益	0	2	0	0	0
母公司所有者净利润	84	-407	55	231	753
EPS (元)	0.11	-0.48	0.04	0.17	0.54

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	-4%	18%	11%	103%	167%
营业利润	43%	-580%	-115%	326%	233%
净利润	60%	-585%	-113%	321%	226%
获利能力					
毛利率	13.7%	-0.4%	13.6%	14.9%	14.9%
净利率	6.3%	-26.1%	3.2%	6.6%	8.1%
ROE	3.5%	-17.8%	1.9%	7.6%	21.2%
ROIC	2.9%	-7.2%	2.8%	6.1%	14.3%
偿债能力					
资产负债率	28.6%	59.6%	40.2%	62.7%	84.0%
净负债比率	17.8%	50.5%	34.7%	20.1%	7.2%
流动比率	1.1	0.3	1.0	1.1	1.0
速动比率	1.0	0.3	0.9	1.0	1.0
营运能力					
资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
存货周转率	17.0	12.2	8.7	14.0	15.3
应收帐款周转率	8.5	12.4	11.2	14.4	15.6
应付帐款周转率	6.3	5.3	5.2	8.9	9.7
每股资料(元)					
每股收益	0.11	-0.48	0.04	0.17	0.54
每股经营现金	0.41	0.01	0.21	2.43	9.62
每股净资产	3.09	2.72	2.07	2.18	2.56
每股股利	0.14	0.06	0.01	0.05	0.16
估值比率					
PE	72.4	-16.1	197.4	46.9	14.4
PB	2.5	2.9	3.8	3.6	3.0
EV/EBITDA	409.9	-610.6	256.7	175.7	91.8

分析师简介

彭全刚：清华大学博士，长期从事电力行业研究工作，曾供职于中国华能集团公司、国务院电力体制改革工作小组办公室，2007 年加入招商证券。现为招商证券研究副董事，曾获《新财富》2008 年电力与公用事业最佳分析师。

主要研究特点：多次参加国家发改委、国家电监会、中国电力企业联合会、中国价格协会组织的专项课题研究工作，对电力工业发展规律有较为深刻的认识。对主要上市公司研究较为深入，跟踪较为及时，评价较为客观。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。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征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。