

彭全刚
010-88087783
pengqg@cmschina.com.cn

2009年11月12日

国电电力(600795.SH)/7.19 元

收购江苏电厂，规模扩张业绩增厚

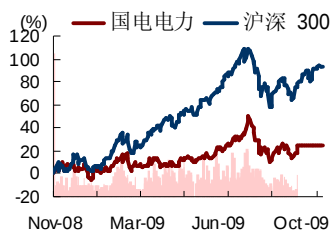
投资评级: **强烈推荐-A**
评级调整: 维持
目标估值: 9-10 元

基础数据

总股本(万股) 544777
流通股本(万股) 544777
总市值(亿元) 392
流通市值(亿元) 392
52周股价 5.5-8.7 元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9	9	21
相对表现	-2	-19	-75



相关报告

国电电力拟向大股东国电集团定向增发不超过 7.83 亿股，增发价 6.97 元，收购国电集团持有的江苏公司 80% 的股权。收购完成后，公司规模扩展的同时，业绩得到增厚，预计 2010 年公司每股收益达到 0.45 元，给予 20 倍市盈率，目标价 9 元，维持“强烈推荐”的投资评级。

q 国电电力拟向大股东中国国电集团公司定向增发，收购大股东旗下江苏有限公司 80% 股权。

- 本次非公开增发对象仅为大股东中国国电集团，不向其他投资者增发。我们判断，公司选择这种增发方式，一方面是觉得股价仍然处于低位，以现在的价格增持股本仍很划算，另一方面也是为了减少工作的复杂性，加快增发进度。
- 增发价格为定价基准日前 20 个交易日股票交易均价 6.97 元/股。
- 增发数量为不超过 7.83 亿股，这是本次增发的上限，实际增发股数可能没有这么多。
- 募集资金用于收购国电集团旗下的江苏公司 80% 的股权。

q 江苏公司盈利能力较强，交易价格较为公平，估值较低。

- 江苏公司是国电集团的全资子公司，下辖内部核算的谏壁发电厂（4×33 万千瓦）、常州公司（2×63 万千瓦）51% 的股权、泰州公司（2×100 万千瓦）40% 的股权、镇江燃料公司 100% 的股权，另外，谏壁电厂有 1 台百万千瓦机组在建，预计 2011 年建成投产。
- 电厂利用小时较高，为高盈利打下基础。2008 年谏壁电厂利用小时为 5516 小时，常州公司为 5700 小时，泰州公司为 5447 小时，都维持较高水平。2009 年 1~7 月份，江苏公司总发电量 158.6 亿千瓦时，按照公司装机容量 458 万千瓦，折算发电利用小时为 3463 小时，年化利用小时为 5936 小时，远高于全国火电平均利用小时水平。
- 江苏公司盈利能力较强，属于优质资产。截至 09 年 7 月底，江苏公司总资产 161.85 亿元，归属于母公司的净资产 26.71 亿元。1~7 月份，江苏公司归属于母公司的净利润 4.47 亿元，全面摊薄的净资产收益率高达 16.74%。以此盈利能力，无论在全国、还是在国电集团，都属于非常优质的资产，由此也可以看出大股东国电集团对国电电力的支持力度。
- 资产评估增值较多，不过与盈利能力相当。对江苏公司净资产的初步评估结果为 62 亿元，评估增值 36.5 亿元，增值率为 143.23%。表面看，溢价率较高，但是谏壁老厂的建设时间较早，都在 1987 年之前投产，经营年限都超过 20 年，我们判断折旧都已经基本折完，按照重置成本法计算，增值必然较多。而且，谏壁电厂还有百万千瓦的在建项目，未来盈利仍有提升空间。
- 交易价格较为公平，按盈利能力计算估值水平较低。国电电力收购江苏公司 80% 的股权，交易价格约为 50 亿元。我们分析，江苏公司全年归属于母公司的净利润在 8 亿元以上，国电电力享有的净利润为 6.4 亿元，交易 PE 仅为 7.8 倍，即便盈利能力出现一定下降，估值水平依然较低。

- q 增发对业绩增厚较为明显，2010 年业绩能够都到明显提升。
- Ø 国电电力前三季度实现归属于上市公司净利润 13.64 亿元，扣除出售股权投资收益 1.15 亿元，主业盈利及对电力企业的长期股权投资贡献的投资收益达到 12.5 亿元左右，折合每股收益 0.23 元。我们判断全年电力主业贡献的净利润在 16.35 亿元左右，即每股收益 0.3 元。
 - Ø 由于全国用电量恢复带动公司发电量增长，公司在山西、云南、宁夏的电厂能够享受到上网电价上调的好处，不考虑收购影响，我们判断 2010 年现有主业净利润能够增长 20%，达到 19.62 亿元。
 - Ø 今年年底、明年年初大渡河瀑布沟新机组投产贡献新增利润，按照 2 台机组 110 万千瓦，全年利用小时 4000 小时计算，全年发电量 44 亿度，假设每度电净利润 5 分钱，能够实现新增净利润 2.2 亿元，归属于国电电力的净利润 1.52 亿元。
 - Ø 考虑 2010 年公司现有业务盈利 19.62 亿元、大渡河新增机组贡献利润 1.52 亿元、收购股权贡献净利润 6.4 亿元，2010 年预计国电电力能够实现净利润 27.54 亿元，按照摊薄后的总股本 62.3 亿股计算，每股收益 0.44 元。如果考虑本次增发有可能少于 7.83 亿股，2010 年每股收益可能在 0.45 元以上。
- q 公司未来仍将通过自建和收购维持较好的成长性，给予 20 倍市盈率，目标价 9 元，维持“强烈推荐”的投资评级

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±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

免责声明

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。