

国电电力 (600795.SH) 火电行业

评级：买入 维持评级

公司点评

赵乾明

分析师 SAC 执业编号：S1130210010309
(8621)61038263
zhaoqm@gjzq.com.cn

获得新疆能源市场门票

事件：公布公开增发方案，继续收购集团资产

- 7 月 19 日，国电电力召开六届九次董事会，通过公开增发方案。
- 公司拟向不特定对象公开发行股票，发行数量不超过 30 亿股，募集资金总额不超过 97 亿元人民币。
- 募集资金中 72.07 亿元拟用于收购公司控股股东中国国电所持有的国电浙江北仑第三发电有限公司 50% 股权、国电新疆电力有限公司 100% 的股权、国电江苏谏壁发电有限公司 100% 股权以及国电江苏电力有限公司 20% 股权。
- 募集资金中扣除收购中国国电所持有标的股权的剩余部分，拟用于投资公司自建电源项目；包括瀑布沟大渡河水电站项目、谏壁发电厂扩建项目、大连开发区热电联产项目、甘肃酒泉热电联产项目和延边大兴川水电站项目。

图表1：收购资产及价格

标的股权	新增控股装机容量（万千瓦）	目标公司净资产评估值（亿元）	标的股权对应的净资产评估值（亿元）	收购价格（亿元）
北仑第三发电有限公司 50% 股权	200	55.2	27.6	27.6
新疆公司 100% 股权	110	22.6	22.6	22.6
谏壁公司 100% 股权	66	9.15	9.15	9.15
江苏公司 20% 股权	—	63.54	12.71	12.71
小计	376	150.5	72.07	72.07

来源：国金证券研究所 公司公告

图表2：募集资金投资公司自建项目概述

项目名称	核准装机容量（万千瓦）	项目总投资（亿元）	拟投入募集资金（亿元）
四川大渡河瀑布沟水电站项目	360	257.83	8
国电江苏公司谏壁发电厂扩建项目	100	41.11	8
大连开发区热电联产项目	60	26.5	12
甘肃酒泉热电联产项目	60	27.97	7
吉林延边州大兴川水电站项目	4.8	5.43	3
小计	584.8	358.84	38

我们的点评与分析

履行注资承诺

- 在 2010 年 4 月底公司公告接到控股股东中国国电集团公司《关于解决与国电电力同业竞争问题有关事项的函》时，披露：
- 中国国电集团确定将国电电力发展股份有限公司作为其火电及水电业务的整合平台，国电集团力争用 5 年左右时间，通过资产购并、重组等方式，将自身发电业务资产（不含国电集团除国电电力外其他直接控股上市公司的相关资产、业务及权益）注入国电电力；完成上述注资工作后，国电电力将成为中国国电集团发电业务的载体，从而消除二者的同业竞争，促进国电电力持续、稳定的发展。
- 在将发电业务资产注入国电电力的方式上，中国国电集团将按照有利于解决同业竞争的原则，原则上以省（或区域）为单位将同一省内（或区域内）的相关资产及人员注入国电电力；具体操作方案将根据国电集团资产状况、资本市场认可程度，逐步制定执行。
- 根据目前的情况，在完成国电电力非公开发行 A 股股份收购中国国电集团持有的国电江苏电力有限公司 80% 股权后，在条件成熟的情况下，**国电集团拟在一年内再次启动注资工作**。初步考虑，**拟将集团拥有的福建省、云南省和新疆维吾尔自治区的发电业务资产作为注入国电电力的备选项目**，在支持国电电力做优做强的同时，进一步解决与国电电力的同业竞争问题。

- 此次通过公开增发方式收购集团资产，可以看作对 4 月公告的回应，国电集团和上市公司履行了对资本市场的承诺。

拿到进入新疆能源市场的门票，期待未来在新疆市场大有作为

- 国电新疆公司成立于 2007 年 12 月 13 日，主要从事电源开发、投资、建设、经营和管理，组织电力（热力）生产和销售等业务。
 - ◆ 新疆公司目前控股装机容量为 110 万千瓦，其中火电 59 万千瓦、水电 51 万千瓦；权益装机容量 92.6 万千瓦，其中火电 53.9 万千瓦，水电 38.7 万千瓦。
 - ◆ 截至 2010 年 4 月 30 日，新疆公司共有 8 家控股子公司。
- 我们认为公司通过此次增发拥有了新疆公司这一平台，得以进入能源资源丰富、能源需求广阔且增速快的新疆市场；未来公司势必凭借央企的行业地位、丰富的电力开发经验去分享新疆能源市场中电力、煤炭、风能和光伏发电的增长。

注：关于新疆能源市场的介绍和分析敬请参阅国金证券 6 月 25 日《新疆煤炭产业专题研究报告》

图表3：国电新疆公司资产概况

被投资单位名称	控股装机容量 (万千瓦)	持股比例 (%)	备注
国电新疆红雁池发电有限公司	27	100	目前拥有4台燃煤发电机组，装机容量合计为27万千瓦，预计于2010年底前关停；在建2台33万千瓦“上大压小”，计划于2010年实现投产
国电库车发电有限公司	27	84.17	目前拥有2台13.5万千瓦燃煤发电机组
国电塔城铁厂沟发电有限公司	5	83.76	目前拥有1台装机容量为5万千瓦的燃煤发电机组，预计于2010年底前关停
国电新疆吉林台水电开发有限公司	46	74.82	下辖的吉林台一级水电站4台11.5万千瓦机组全部投产发电；温泉水电站3台4.5万千瓦机组，预计2010年10月首台机组投产；塔勒德萨依、萨里克特和尼勒克一级水电站已于2009年5月、6月获得新疆发改委核准，装机容量分别为8万千瓦、8万千瓦及22万千瓦，目前开展准备工作；依生布古、寨口、卡甫契克水电站目前在做前期工作
国电新疆艾比湖流域开发有限公司	5	85.79	拥有2台2.5万千瓦机组，装机容量合计为5万千瓦，已于2009年9月底全部投产发电
国电巴楚发电有限公司	前期项目	100	巴楚发电公司负责筹建的巴楚燃煤热电厂项目目前处于前期阶段
国电哈密能源开发有限公司	—	100	哈密公司经营范围为煤炭产业投资与开发，目前正在开展煤炭等相关项目的前期工作
国电青松吐鲁番新能源有限公司	—	65	负责开发吐鲁番地区太阳能、水电和煤电一体化项目，目前开展前期工作的项目主要有吐鲁番红星干渠水电4.1万千瓦机组、吐鲁番太阳能热发电示范项目

来源：国金证券研究所

更新盈利预测，维持买入评级

- 假设此次增发 30 亿股，募集资金 97 亿元，所收购项目今年年内能并表；在此假设下，我们更新公司盈利预测为：2010-2012 年 EPS 分别为 0.167 元、0.218 元和 0.248 元，归属于母公司所有者净利润同比增速分别为 46.02%、30.65%和 13.93%。
- 参照目前电力企业平均估值水平（剔除如大唐、建投等严重偏离中值的公司），给予 10%的估值溢价，得出国电电力合理估值区间 3.34-3.92 元，建议买入！

图表4：估值表

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	EPS (元) 2007A	EPS (元) 2008A	EPS (元) 2009A	EPS (元) 2010E	EPS (元) 2011E	PE 2008A	PE 2009A	PE 2010E	PE 2011E	PB 2010E	PB 2011E
600011.SH	华能国际	6.17	0.497	-0.307	0.421	0.345	0.406	N/A	14.66	17.88	15.20	1.715	1.572
600027.SH	华电国际	3.77	0.204	-0.425	0.172	0.151	0.226	N/A	21.92	24.97	16.68	1.927	1.795
000600.SZ	建投能源	5.05	0.441	0.052	0.078	0.127	0.168	97.12	64.74	39.76	30.06	2.012	1.929
600886.SH	国投电力	7.00	0.277	0.062	0.266	0.301	0.360	112.90	26.32	23.26	19.44	3.394	2.918
601991.SH	大唐发电	6.83	0.295	0.067	0.120	0.138	0.207	101.94	56.92	49.49	33.00	3.267	3.153
600642.SH	申能股份	7.90	0.642	0.205	0.554	0.522	0.532	38.54	14.26	15.13	14.85	1.739	1.616
000543.SZ	皖能电力	6.70	0.082	0.052	0.145	0.105	0.140	128.85	46.21	63.81	47.86	1.564	1.543
600098.SH	广州控股	5.76	0.530	0.176	0.340	0.340	0.400	32.73	16.94	16.94	14.40	1.688	1.606
000027.SZ	深圳能源	9.80	0.725	0.470	0.906	0.780	0.823	20.85	10.82	12.56	11.91	1.922	1.729
000539.SZ	粤电力A	6.45	0.248	0.011	0.438	0.335	0.407	586.36	14.73	19.25	15.85	2.007	1.826
600021.SH	上海电力	4.10	0.211	-0.704	0.158	0.249	0.333	N/A	25.95	16.47	12.31	2.248	1.982
平均值										18.31	18.37	2.13	1.97
国电电力EPS						0.167	0.218						
采纳估值										20.00	18.00		
相对估值结果										3.34	3.92		

注：收盘价为7月19日数据，盈利预测来自朝阳永续和Bloomberg

来源：国金证券研究所

图表5：北仑三盈利预测

项目		2008	2009	2010E	2011E	2012E
Total Capacity	(MW)	1000	2000	2000	2000	2000
装机明细	(MW)	1×1000	2×1000	2×1000	2×1000	2×1000
权益	(%)	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
Per Capacity	(MW)	500.00	1000.00	1000.00	1000.00	1000.00
Generation	(亿千瓦时)	1.43	80.77	112.00	112.00	112.00
Internal Consumption Rate	(%)	5.59%	4.49%	4.49%	4.49%	4.49%
Revenue from Generation	(百万元)	46.15	2868.03	4171.69	4171.69	4171.69
Utilization	(hours)	143	4039	5600	5600	5600
Tariff(T)	(元/千瓦时)	0.4000	0.4350	0.4563	0.4563	0.4563
Net income		(281.09)	298.83	532.18	477.38	477.16

来源：国金证券研究所

图表6：谏壁公司盈利预测

项目		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Total Capacity	(MW)	660	660	660	660	660	660
装机明细	(MW)	2×330	2×330	2×330	2×330	2×330	2×330
权益	(%)	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
Per Capacity	(MW)	660.00	660.00	660.00	660.00	660.00	660.00
Generation	(亿千瓦时)	40.72	38.94	37.22	35.64	35.64	35.64
Internal Consumption Rate	(%)	5.57%	4.65%	4.92%	4.92%	4.92%	4.92%
Revenue from Generation	(百万元)	1281.67	1297.11	1316.74	1260.84	1260.84	1260.84
Utilization	(hours)	6170	5900	5639	5400	5400	5400
Generation	(亿千瓦时)	40.72	38.94	37.22	35.64	35.64	35.64
On-grid Generation	(亿千瓦时)	38.45	37.13	35.39	33.89	33.89	33.89
Tariff(T)	(元/千瓦时)	0.3900	0.4087	0.4353	0.4353	0.4353	0.4353
Net income		87.78	(224.46)	96.32	35.76	14.64	14.46

来源：国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2009-05-07	买入	3.15	7.86 ~ 8.25
2	2009-08-18	买入	3.49	7.37 ~ 8.48
3	2009-12-01	买入	3.58	N/A
4	2010-02-24	买入	3.59	9.15
5	2010-04-22	买入	4.01	9.63 ~ 11.13
6	2010-05-18	买入	3.63	3.96 ~ 5.35

来源：国金证券研究所


投资评级的说明：

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
 持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
 卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室