

整体上市步伐加快 大渡河投产值得期待

——国电电力(600795)增发快评

要点:

- 为配合其控股股东发电业务整体上市规划,国电电力拟募资规模最高达 97 亿元公开发行不超过 30 亿股股份,其中控股股东中国国电集团公司(简称中国国电)承诺认购不少于本次公开发行 A 股股份的 10%。目前发行价格仍未最终确定,但预计约相当于每股股价 3.23 元,目前公司 3.36 元/股。我们认为,在此市场低迷时期,增发价格优势并不显著,但长期来看,存在一定类债券收益的可能。
- 募集资金将用于两部分投资,其一,为逐步实现控股股东发电业务整体上市,收购控股股东资产;其二,用于扩大新建项目。其中,72.07 亿元拟用于收购控股股东中国国电所持有的 4 家公司全部(或部分)股权。具体如下表。
- 增发意义在于:1)履行股改承诺,逐步实现集团电力资产整体上市,公司拟将争取用 5 年左右时间,通过资产并购、重组等方式,将中国国电发电业务资产注入国电电力,预计增发步伐近年频频。2)负债率有望下降 1.77 个百分点。3)提升盈利水平,回报股东
- 此次收购价格看,四项集团已经投运的资产收购价格 72 亿元,我们按照 09 年测算,则静态收购 PE 为 13.8 倍,收购 PB 为 2.25 倍,相对市场近年收购案例估值属于适中型。从业绩增厚的角度看,若不考虑煤价的大幅涨跌、电价调整和新投产机组,仅上述已建项目 09 年盈利 5.5 亿,增厚公司业绩约 26%,而股本扩容 24%,但考虑到在建项目,仅大渡河瀑布沟今年年底投产后就可新增装机 360 万千瓦,累计装机规模达 527 万千瓦,预计增厚利润 8 亿左右,业绩的潜在增厚应值得期待。预计到 2020 年,大渡河公司装机容量将达到 1749 万千瓦,尤其 2014~2016 年,大渡河装机规模由 608 万千瓦升为 1015 万千瓦,水电装机增速可观。
- 标的资产的盈利状况存在差距,北仑第三发电公司、新疆公司、谏壁公司和江苏公司去年分别实现净利润 3.08 亿元、1.07 亿元、1.25 亿元和 6.83 亿元;前述 4 家公司今年前 4 个月实现净利润 0.93 亿元、0.04 亿元、0.1 亿元和 0.91 亿元。北仑第三发电公司和江苏公司的资产相对较好,新疆资产目前不甚理想,但未来盈利受益区域政策有较大改善空间。
- 短期来看,我们认为鉴于目前市场低迷,公司股本偏大,资产评估估值略高等因素,此次融资有较大难度,给予公司短期中性、长期推荐评级,预计明年的业绩分别为 0.16、0.21 元,分别对应动态 PE21、16 倍。

独立声明

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。

分析师

张霖

☎(86-10) 88366060-8752

✉ zhangl@cgws.com

执业证书编号 S1070209040317

周涛

☎(86-10) 88366060-8727

✉ zt@cgws.com

执业证书编号 S1070210020001

徐超

☎(86-10) 88366060-8711

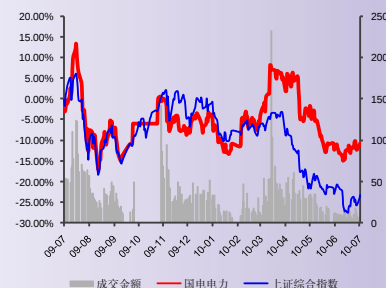
✉ xuc@cgws.com

投资评级: 中性

市场数据

总市值(亿元)	418.94
流通市值(亿元)	368.05
总股本(万股)	1239500
流通股本(万股)	1095400
12个月最高/最低股价(元)	8.96/3.1
总市值(亿元)	418.94

行业相对上证指数走势图



相关报告

表 1 此次拟融资标的情况一览

序号	标的股权	新增控股装机容量 (万 kw)	收购价格 (亿元)	拟投入募集资金 (亿元)
1	北仑第三发电公司 50%股权	200	27.60	27.60
2	新疆公司 100%股权	110	22.60	22.60
3	谏壁公司 100%股权	66	9.15	9.15
4	江苏公司 20%股权	—	12.71	12.71
。	小计	376	72.07	72.07
序号	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)
1	四川大渡河瀑布沟水电站项目	360	257.83	8
2	江苏公司谏壁发电厂扩建项目	100	41.11	8
3	大连开发区热电联产项目	60	26.50	12
4	甘肃酒泉热电联产项目	60	27.97	7
5	吉林延边州大兴川水电站项目	4.80	5.43	3
。	小计	584.8	358.84	38
。	收购标的股权及投资新建项目合计			110.07

资料来源：长城证券

表 2 标的盈利及评估值情况一览

标的	控股装机容量 (万 kw)	权益	权益装机	投产时 间	09 年 净利润	权益 净利	10 年 1-4M 净利润	评估价 值 亿	评估 溢价	净资 产
北仑第三发电公司	2*100	50%	100	08.12; 09.6	3.08	1.54	0.93	55.2	206%	18
新疆公司	110, 火电= 59 万千瓦、水电+ 51 万千瓦	100%	92.6 =火电 53.9 +水电 38.7	07.12	1.07	1.07	0.04	22.6	131%	11.2
谏壁公司	2*33=66	100%	66	04.9, 0 5.7	1.25	1.25	0.1	9.1	59%	5.74
江苏公司	458	20%	91.6		6.83	1.366	0.91	63.5	134%	30.3
小计	376					5.226				65.24

资料来源：长城证券

表 3 新疆公司控股子公司明细

序号	单位名称	控股装机容量 (万千瓦)	持股比例 (%)
1	国电新疆红雁池发电有限公司	27	100
2	国电库车发电有限公司	27	84.17
3	国电塔城铁厂沟发电有限公司	5	83.76
4	国电新疆吉林台水电开发有限公司	46	74.82
5	国电新疆艾比湖流域开发有限公司	5	85.79
6	国电巴楚发电有限公司	前期项目	100
7	国电哈密能源开发有限公司	—	100
8	国电青松吐鲁番新能源有限公司	—	65

资料来源：长城证券

备注：

1、由于新疆地区 1-4 月份河流处于枯水期，新疆公司下属国电新疆吉林台水电开发有限公司和国电新疆艾比湖流域开发有限公司发电量受到较大影响，从而导致新疆公司 2010 年 1-4 月归属于母公司净利润较低。2、红雁池公司目前拥有 4 台燃煤发电机组，装机容量合计为 27 万千瓦，根据相关关停计划，预计于 2010 年底前关停。红雁池公司在建 2 台 33 万千瓦“上大

压小”热电联产燃煤发电机组，装机容量合计为 66 万千瓦。该项目已于 2008 年 7 月正式取得国家发改委核准，计划于 2010 年实现投产。

3、江苏公司的发电资产单机容量大、经济技术指标优、资产质量好。成立于 2008 年 12 月 31 日，国电电力持有 80%股权，中国国电持有 20%股权。江苏公司下辖内部核算电厂谏壁发电厂，常州发电有限公司（以下简称“常州公司”）和国电泰州发电有限公司，共有 8 台已投产发电机组（ 4×33 万千瓦、 2×63 万千瓦、 2×100 万千瓦），装机容量合计为 458 万千瓦；在建 1 台装机容量为 100 万千瓦的燃煤发电机组。

研究员介绍及承诺:

张 霖: 金融学博士生, 2007 年加入长城证券, 任电力新能源行业分析师。

周 涛: 清华大学物理学博士, 2007年加入长城证券, 任新能源-电力设备行业分析师。

徐 超: 清华大学机械系硕士, 2007年加入长城证券, 任电力设备-新能源行业分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并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他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利

投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编: 518034

传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编: 100044

传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>