

2010-07-21

电力

国电电力 600795.SH

维持

买入

当前价格 3.39 元
目标价格 4.50 元
目标期限 12 个月

分析师:

崔玉芹 (执业证书编号: S0930208050143)

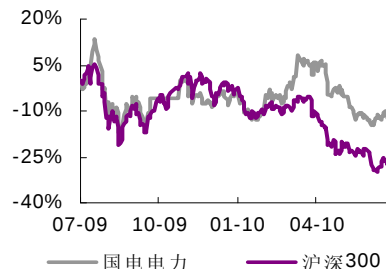
021-22169159

cuiyq@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股) 12,395
总市值(百万元) 42,018
流通比例(%) 88.38%
12 个月最高/最低(元) 8.76/3.11
近 3 月日均成交量(百万股) 50.10
主要股东 中国国电集团公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	0.43	1.53	13.30
绝对收益	2.11	-12.08	-10.36

相关报告:

再启资产注入 整体上市更进一步

◇ 事件: 公司公告

◆ 公司增发 再次启动资产收购

公司拟公开增发不超过 A 股 30 亿股, 募集不超过 97 亿元, 其中, 72.07 亿元用于收购母公司优良电力资产, 剩余资金用于自建项目。

公司再次启动资产收购, 显示国电集团整体上市的计划又前进了一步。

◆ 收购资产质量优良 盈利能力良好

本次公司拟收购的资产为: 浙江北仑第三发电公司 50% 的股权、国电新疆公司 100% 的股权、国电谏壁公司 100% 的股权和国电江苏公司 20% 的股权。

从机组结构看, 本次收购的机组既有百万千瓦机组, 也有水电机组; 既有投产机组, 也有在建机组; 从区域来看, 既有电力需求旺盛的东部经济发达地区-浙江和江苏的电厂, 也有资源丰富的西部地区-新疆的电厂。资产质量优良, 并为公司后续增长提供新的利润增长点。

◆ 收购价格合理 增厚公司业绩:

根据 2009 年数据计算, 本次资产收购的平均市净率为 1.7 倍, 平均市盈率为 13.8 倍, 估值水平低于国电电力目前的估值水平。模拟计算, 资产注入将增厚公司 2009 年业绩 5%。

◆ 履行承诺 整体上市更进一步

国电集团承诺: 确定将国电电力作为国电集团火电及水电业务的整合平台, 力争用 5 年左右时间, 通过资产并购、重组等方式, 将其发电业务资产注入国电电力。本次资产注入是国电集团履行承诺的一个重要举措, 使国电集团整体上市的目标又进了一步。

◆ 看好公司成长前景 维持“买入”评级

我们认为公司的成长前景非常明确, 一方面公司拥有大量的自建项目将持续投产(水电+煤电一体化项目), 另一方面, 公司将持续收购母公司优质资产。

我们仍维持公司 2010 年、2011 年每股收益 0.18 元、0.24 元的盈利预测, 维持“买入”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	16,440	19,447	32,979	36,299	40,230
营业收入增长率	-5.88%	18.29%	69.58%	10.07%	10.83%
净利润(百万元)	179	1,595	2,434	3,236	3,706
净利润增长率	-89.54%	791.68%	52.63%	32.92%	14.55%
EPS(元)	0.01	0.12	0.18	0.24	0.28
ROE(归属母公司)	1.26%	10.17%	9.24%	11.17%	11.64%
P/E	253	28	19	14	12
P/B	3	3	2	2	1
EV/EBITDA	19	-5	28	17	15

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

公司拟公开增发收购资产 整体上市再进一步

国电电力公告，拟公开发行人 A 股不超过 30 亿股，募集资金不超过 97 亿元人民币，其中 72.07 亿元用于收购控股股东中国国电集团资产，剩余资金用于自建项目。

公司拟收购的项目如下表：

标的公司	股权比例	新增控股装机容量 (万千瓦)	目标公司净资产评估值 (亿元)	标的股权对应价值(亿元)
北仑第三发电公司	50%	200 (2*100)	55.20	27.60
新疆公司	100%	110	22.60	22.60
谏壁公司	100%	66 (2*33)	9.15	9.15
江苏公司	20%	-	63.54	12.71
合计		376	150.50	72.07

数据来源：公司公告

公司拟用于自建的项目如下表：

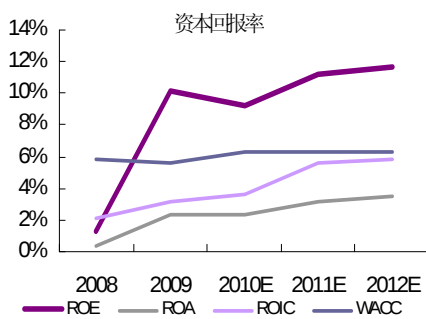
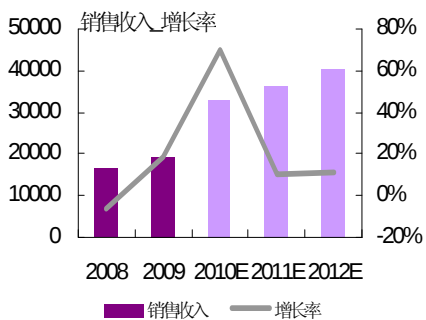
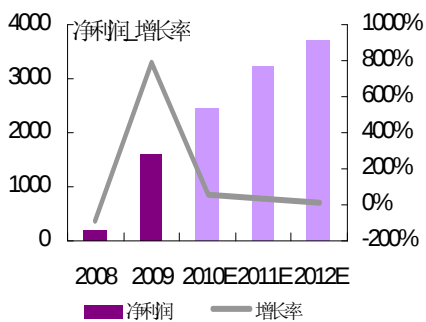
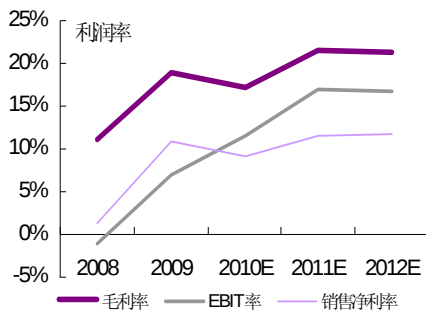
	项目名称	核准装机容量 (万千瓦)	项目总投资 (亿元)	拟投入金额 (亿元)
1	瀑布沟电站	360	257.83	8
2	谏壁电厂扩建项目	100	41.11	8
3	大连开发区热电联产项目	60	26.5	12
4	甘肃酒泉热电联产项目	60	27.97	7
5	吉林延边州大兴川水电站项目	4.8	5.43	3
	合计	584.8	358.84	38

数据来源：公司公告

拟收购资产的盈利状况如下（单位：万元）：

	2009 年	2010 年 1-4 月
北仑第三发电公司	30,828.69	9,318.81
新疆公司	10711.62	384.26
谏壁公司	12,515.84	1,026.94
江苏公司	68287.25	9142.04
合计	122,343.40	19,872.04
按股权比例分享的	52299.26	7899.01

财务报表及预测



利润表 (百万元)

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	16,440	19,447	32,979	36,299	40,230
营业成本	14,610	15,760	27,294	28,510	31,682
折旧和摊销	2,123	-17,638	123	289	416
营业税费	169	187	330	363	402
销售费用	31	91	165	181	201
管理费用	505	520	923	1,016	1,126
财务费用	1,297	1,423	1,957	2,524	2,611
公允价值变动损益	0	0	438	70	83
投资收益	229	1,066	1,204	1,298	1,562
营业利润	63	2,418	3,513	5,002	5,768
利润总额	130	2,455	3,553	5,072	5,828
少数股东损益	40	529	602	930	1,055
归属母公司净利润	178.87	1,594.95	2,434.35	235.64	3,706.49

资产负债表 (百万元)

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	68,739	89,780	127,312	131,113	137,084
流动资产	8,597	7,678	44,296	47,257	52,487
货币资金	442	297	4,947	5,445	6,034
交易型金融资产	0	0	0	70	152
应收票据	44	208	660	726	805
其他应收款	328	233	272	278	261
存货		1,129	25,383	26,515	29,464
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产		0	0	0	0
长期投资					

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-5.88%	18.29%	69.58%	10.07%	10.83%
净利润增长率	-89.54%	791.68%	52.63%	32.92%	14.55%
EBITDA 增长率	-77.38%	-932.64%	-126.59%	63.14%	10.91%
EBIT 增长率	-106.82%	-911.59%	37.91%	60.83%	9.37%
估值指标					
PE	253	28	19	14	12
PB	3	3	2	2	1
EV/EBITDA	19	-5	28	17	15
EV/EBIT	54	27	29	18	16
EV/NOPLAT	52	33	33	21	19
EV/Sales	4	4	3	3	3
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	11.13%	18.96%	17.24%	21.46%	21.25%
EBITDA 率	11.90%	-83.74%	11.98%	17.76%	17.77%
EBIT 率	-1.01%	6.96%	11.61%	16.96%	16.74%
税前净利润率	0.79%	12.62%	10.78%	13.97%	14.49%
税后净利润率 (归属母公司)	1.09%	8.20%	7.38%	8.91%	9.21%
ROA	0.32%	2.37%	2.39%	3.18%	3.47%
ROE (归属母公司) (摊薄)	1.26%	10.17%	9.24%	11.17%	11.64%
经营性 ROIC	2.09%	3.19%	3.63%	5.61%	5.85%
偿债能力					
流动比率	0.40	0.19	0.64	0.68	0.75
速动比率	34.91%	15.99%	27.15%	30.02%	32.73%
归属母公司权益/有息债务	0.35	0.30	0.41	0.46	0.50
有形资产/有息债务	1.66	1.69	1.96	2.05	2.16
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.01	0.12	0.18	0.24	0.28
每股红利	0.01	0.03	0.05	0.06	0.09
每股经营现金流	0.14	0.43	-0.94	0.43	0.43
每股自由现金流(FCFF)	-0.12	0.64	-1.26	0.22	0.19
每股净资产	1.06	1.18	1.98	2.17	2.39
每股销售收入	1.23	1.46	2.47	2.72	3.02

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

崔玉芹，上海交通大学管理学硕士，CPA。曾就职于大鹏证券股份有限公司、（新加坡）亚洲电力投资有限公司。2005 年加盟光大证券，现任电力行业分析师。

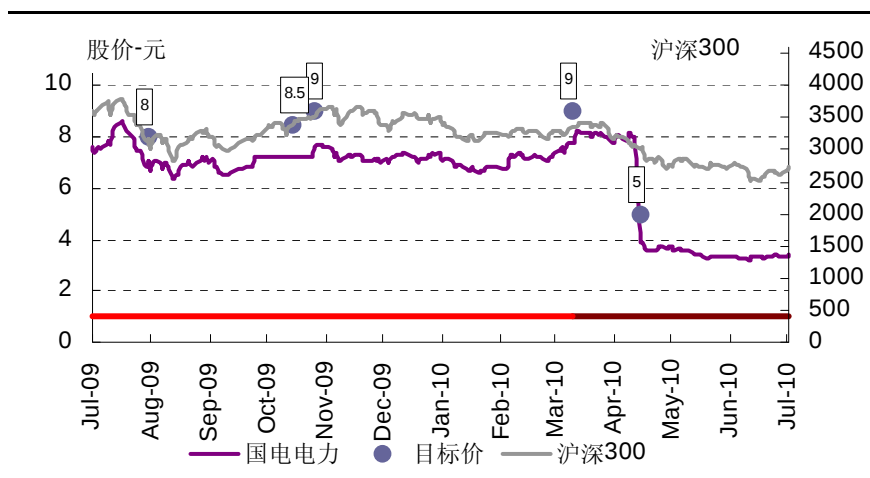
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

国电电力（600795）

分析师：崔玉芹



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2008-08-28	4.95	6.00	增持
2008-10-31	5.32	6.00	增持
2009-04-20	6.17	7.50	增持
2009-08-18	6.86	8.00	增持
2009-11-02	7.19	8.50	增持
2009-11-13	7.19	9.00	增持
2010-03-28	7.41	9.00	买入
2010-05-04	7.98	5.00	买入

买入 — 增持 — 中性 —
减持 — 卖出 —

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写, 以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息, 但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 供投资者参考。

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, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下, 本报告中的信息或所表达的推荐并不构成对任何投资人的投资建议, 光大证券股份有限公司及其附属机构 (包括研究所) 不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风

险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。