

融资助力下一个飞跃

事件：公司公告公开增发招股意向书，确定公开增发价格 3.19 元/股，增发发行数量不超过 30 亿 A 股，募集资金不超过 97 亿元，国电集团承诺认购不少于本次公开发行股票数量的 10%。原 A 股股东最大可按持股数量以 10:2.4 的比例行使优先认购权，占本次增发最高发行数量的 99.16%。

研究结论

- **资产注入再启，长三角版图拼齐：**此次发行募集资金中 72.07 亿元将用于收购集团持有的北仑三发 50%股权、新疆公司 100%股权、谏壁公司 100%股权以及江苏公司 20%股权，其余部分用于四川大渡河瀑布沟水电站项目等共 5 个自建项目。此次注入完成后，装机规模增 16%，集团在长三角的发电资产将全部进入上市公司，支起公司四成利润，构筑强势盈利资产结构。
- **注入资产利润确认时间更改显示大股东的强势支持态度：**公开增发关于股权转让协议中转让标的股权的权利义务条款作出调整，由原来的自交割日次日起由国电电力享有和承担标的股权的权利义务改为过渡期和交割日后都由国电电力享有和承担标的股权的权利义务（过渡期为评估基准日 2010 年 4 月 30 日至交割日期间），这一更改即增加了注入资产的相关收入及利润半年以上的确认额，体现了大股东对于上市公司的让利和扶持力度，对公司业绩短期起到了显著提升的作用，若年内完成资产注入，可增厚公司 10 年 EPS0.03 元。
- **是大盘蓝筹，更是成长股：**公司目前规模正处于快速扩张期，结构优化明显，3 年年均复合增长达 50%以上。目前公司可控装机容量 2340 万千瓦，其中水电占比 24.5%，规划到 2012 年装机规模翻两番，达到 6000 万千瓦（含并购 2000 万千瓦），控制煤炭产能 3100 万吨。
- **大渡河、冀蒙煤电一体化项目将进一步保证在电煤成本不断上涨的同时公司毛利水平稳中有升，真正实现规模扩张下的业绩同步增长：**今年前三季度公司毛利率自 09 年的 19%下降至 15%，主要源于燃煤成本和水电站快速投产后固定资产折旧及财务费用的大幅攀升，大渡河瀑布沟 360 万千瓦年内实现全投，将带来明年毛利水平的极大提升，11 年预计实现净利润 19.4 亿，贡献全年业绩 0.087 元/股；另外公司在内蒙古的冀蒙煤电一体化项目庞大，规划 840 万千瓦的燃煤装机及配套察哈素、刘三圪旦两个年产千万吨的煤炭产能，通过向上游产业链的拓展，有效控制成本的上涨。假设项目全部按计划完成，则采用 DCF 法为项目估值，可增厚股价 0.57 元。
- 假设此次增发年内完成，则我们预计公司 10-12 年业绩为 0.19、0.26、0.31 元（考虑摊薄），目标价 5 元。维持公司“买入”评级。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

陈舒薇

电力行业分析师

8621-63325888×6067

执业证书编号：S0860109061278

王晶

石油与化工行业首席分析师

执业证书编号：S0860200010013

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 **（维持）**

股价（2010 年 12 月 14 日）	3.49 元
目标价格	5 元
总股本/A 股（万股）	1239457/1239457
A 股市值（百万元）	41770
国家/地区	中国
行业	电力
报告日期	2010 年 12 月 15 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	7.4	5.2	19.1
相对表现 (%)	4.7	10.5	-16.5

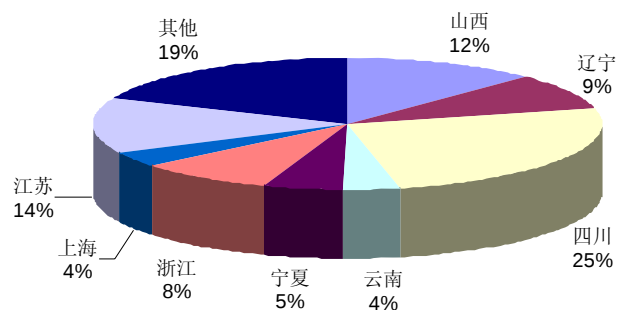
资料来源：WIND

财务预测

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入（百万）	19447	30380	39126	39976
同比	18.3%	56.2%	28.8%	2.2%
净利润（百万）	1,595	2,058	3,961	4,739
同比	792%	29%	92%	20%
毛利率	19.0%	23.4%	25.5%	28.3%
ROE	6.7%	6.4%	9.5%	10.0%
每股收益（元）	0.29	0.19	0.26	0.31
PE(X)	26.4	39.8	30.1	25.1
PB(X)	2.7	3.6	3.9	3.5

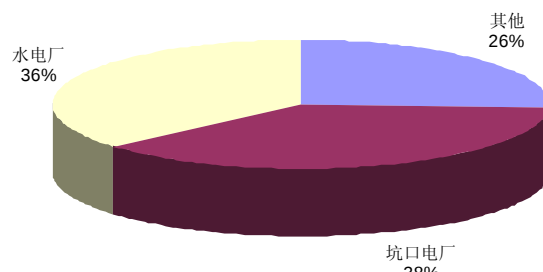
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

图 1：权益机组分省分布情况（考虑注入完成）



资料来源：WIND, 东方证券研究所

图 2：权益机组分电源分布情况（考虑注入完成）



资料来源：WIND, 东方证券研究所

表 1 公司在建工程情况

在建工程	位置	电厂类型	股权比例	机组 (MW)	总装机容量(MW)	权益装机容量(MW)	投产时间
青铝电厂	宁夏	火电	26%	2*330	660	172	#1-2:10
和风桦川	黑龙江	风电	100%	33*1.5	49.5	50	2010
瀑布沟	四川	水电	69%	4*600	2400	1656	#1-4: 10
深溪沟	四川	水电	69%	4*165	660	455	#1-4: 10-11
大岗山	四川	水电	69%	4*650	2600	1794	#1-4: 15-16
王坪	山西	火电	40%	2*200	400	160	#1-2: 11
谏壁扩建	江苏	火电	80%	1*1000	1000	800	#5: 11
大开二期	辽宁	热电	100%	2*300	600	600	#5-6: 11
酒泉	甘肃	火电	100%	2*330	660	660	#1-2: 12
布连	内蒙	火电	50%	2*600	1200	600	#1-2: 12

资料来源：东方证券研究所

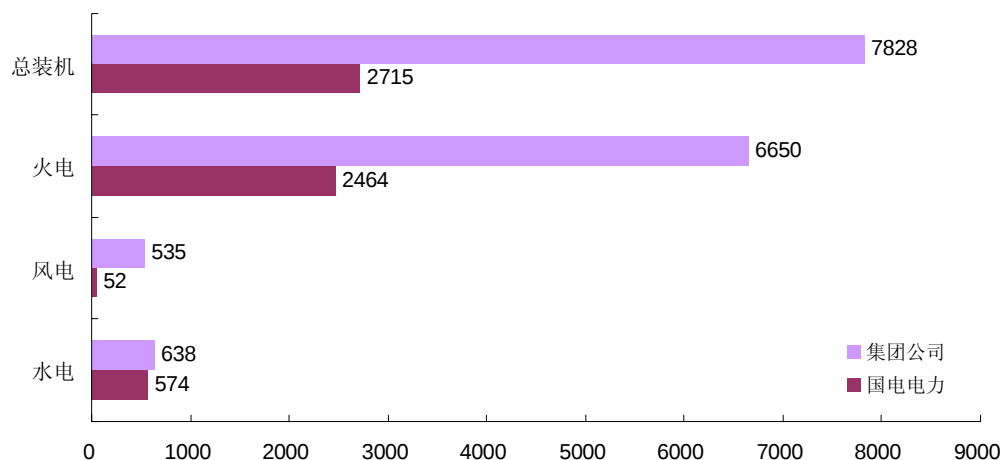
表 2 收购中国国电 4 个电厂情况

	股权	装机容量 (万千瓦)	账面净资产 (万元)	评估后净资产 (万元)	收购价格 (万元)	收购单价 (元/千瓦)	09 年净利润 (亿元)	收购 PB
北仑三发	50%	200	180310.19	552047	276023.5	5212	3.08	3.1
新疆公司	100%	93	97458.8	226033.6	226033.6	2801	1.07	2.3
谏壁公司	100%	66	57363.1	91540.84	91540.84	3276	1.25	1.6
江苏公司	20%	276	270676.84	635407.9	127081.6	3435	6.83	2.3
合计		635	605809	1505029	720680		12.23	

资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 3 考虑注入完成后，集团装机规模仍为上市公司的 2.8 倍

单位：万千瓦

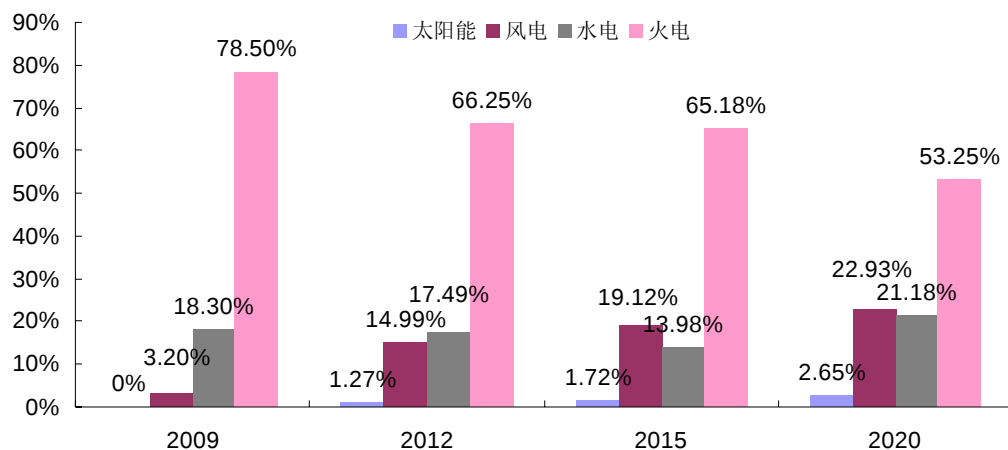


资料来源：东方证券研究所

表 3 公司煤矿资源情况

煤矿	位置	股权	可采储量 (亿吨)	年产量(万 吨/年)	投产时间	备注
同忻	山西	28%	9.00	1000	2010	优质动力煤，09 年底试生产，10 年底达产 1000 万吨
左云	山西	49%	5.50	885	2010	优质动力煤，基于左云县 28 座煤矿兼并重组之上而来，整合后初步规划为 13 座煤矿，今年力争达到 300 万吨/年，2012 年达到产能 885 万吨/年，2015 年达到 1000 万吨/年
宣威	云南	100%		120	2010	预计 2010 年完成兼并重组全部工作，达到生产能力 120 万吨/年，计划至 2012 年经过技改达到 300 万吨/年，力争实现对国电宣威发电 1/3 的燃煤供应
沙巴台	宁夏	51%	0.66	90	2011	预计 2011 年达到 90 万吨产能，2012 年达到 120 万吨产能
积家井	宁夏	51%	2.50	300	2013	为宁东煤基多联产化学工业园的配置资源，力争 2020 年达到 500 万吨产能

资料来源：东方证券研究所

图 4 至 2020 年清洁能源占比规划


资料来源：东方证券研究所

表 4 冀蒙煤电一体化电厂项目

子项目名称	股权比例	机组明细 (MW)	总装机容量 (MW)	权益装机容量 (MW)	建设进度
布连电厂	50%	6*600	3600	1800	布连一期 2*600MW 机组已获能源局批复开展前期工作，预计 10 年 1 季度获得国家发改委核准，10 年 4 月开工建设，12 年投产
长滩电厂	50%	8*600	4800	2400	尚未开始

资料来源：东方证券研究所

表 5 冀蒙煤电一体化煤炭项目

煤矿	股权比例	设计产能 (万吨/年)	建设进度
察哈素一期	50%	1000	已获国家发改委同意开展前期工作，计划 2010 年上半年获得核准并开工建设，12 年投产
刘三坎旦一期	50%	500	已列入内蒙古自治区“十一五”开工规划
刘三坎旦二期	50%	500	已列入内蒙古自治区“十二五”开工规划

资料来源：东方证券研究所

附表 1：主要发电商煤炭资源情况

上市公司	煤矿	位置	股权	可采储量 (亿吨)	权益可采储 量(亿吨)	年产量(万 吨/年)	投产时间
华电国际	东易忠厚	山西	70%	0.60	0.42	120	2009
	万通源二铺	山西	70%	0.73	0.51	180	2010
	银星	宁夏	45%	6.76	3.04	580	2011
	富城	内蒙古	35%	1.56	0.54	240	2011
	长城	内蒙古	25%	0.65	0.16	60	2011
	合计			10.30	4.68	1180	
国电电力	同忻煤矿	山西	28%	9.00	2.52	1000	2010
	左云	山西	49%	5.50	2.70	885	2010
	宣威	云南	100%			120	2010
	沙巴台	宁夏	100%	0.66	0.66	90	2011
	积家井	宁夏	100%	2.50	2.50	300	2013
	察哈素	内蒙古	50%	18.30	9.15	1000	2012
	刘三坎旦	内蒙古	50%	21.00	10.50	1000	2012
	合计			56.96	28.02	4395	
华能国际	白龙山	云南	100%	13.47	13.47	800	2012
	雨旺	云南	100%	4.57	4.57	300	2012
	合计			18.04	18.04	1100	
大唐发电	塔山	山西	28%	30.71	8.60	1500	2008
	蔚州煤矿	河北	49%	5.64	2.76	1000	2008
	长滩煤矿	内蒙古	40%	15.42	6.17	1200	2011
	孔兑沟煤矿	内蒙古	51%	3.30	1.68	300	2011
	胜利东二煤矿	内蒙古	100%	38.40	38.40	3000	2011
	五间房	内蒙古	51%	33.00	16.83	6000	2011
	合计			126.47	74.44	13000	

资料来源：东方证券研究所

附表 2：公司参控股电厂情况

电厂名称	位置	电厂类型	股权比例	机组	总装机容量 (MW)
大同二发	山西	坑口	100%	6*200	1200
朝阳发电	辽宁	火电	100%	2*200	400
大连开发区热电	辽宁	热电联产	100%	2*60+2*12	144
和禹水电开发	辽宁	水电	100%	294.5+161	455.5
邯郸热电厂	河北	热电联产	100%	1*200	220
和风风电	辽宁	风电	100%	147*1.5	220.5
江苏公司	江苏	火电	80%	4*330+2*630+2*1000	4580
北仑一发	浙江	火电	70%	2*600	1200
大渡河（龚嘴、铜街子、瀑布沟、深溪沟）	四川	水电	69%	7*100+4*150+4*600+4*165	5590
大同发电	山西	坑口	60%	2*600+2*660	2520
石嘴山一发	宁夏	坑口	60%	2*330	660
东胜热电	内蒙古	热电联产	55%	2*330	660
庄河	辽宁	火电	51%	2*600	1200
石嘴山发电	宁夏	坑口	50%	4*330	1320
布连	内蒙古	煤电联营	50%	6*600	3600
长滩	内蒙古	煤电联营	50%	8*600	4800
邯郸热电	河北	热电联产	49%	1*200+1*220	440
北仑	浙江	火电	49%	3*600	1800
宣威发电	云南	坑口	41%	6*300	1800
外高桥二期	上海	火电	40%	2*900	1800
王坪发电	山西	煤电联营	40%	2*200	400
赤峰新胜	内蒙古	风电	33%	134*7.5	100.5
酒泉	甘肃	火电	33%	2*330	660
外高桥三期	上海	火电	30%	2*100	200
太阳宫燃气热电	北京	热电联产	26%	2*400	800
大唐连城	甘肃	火电	25%	2*300	600

资料来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析
资产负债表

会计年度	2008	2009	2010E	2011E
流动资产	8577	7956	-37924	-34281
现金	423	575	-49091	-48445
应收票据及账款	1682	2258	3528	4544
其它应收款	328	233	364	468
预付账款	4999	3760	5608	7063
存货	1146	1129	1667	2089
其他	0	0	-0	-0
非流动资产	59843	81827	147434	159533
长期投资	6083	8243	8701	9259
固定资产	31045	55918	116258	127775
无形资产	427	554	578	602
其他	22288	17112	21897	21897
资产总计	68420	89783	109510	125252
流动负债	21024	40946	50550	56465
短期借款	15778	27791	30000	30000
应付票据及账款	2203	6178	9651	12429
其他	3043	6977	10899	14036
非流动负债	27908	24863	26830	26980
长期借款	21369	18176	20000	20000
其他	6539	6687	6830	6980
负债合计	48932	65808	77380	83446
少数股东权益	8292	9664	11361	13392
股本	5448	5448	10584	15395
资本公积	3016	3016	3016	3016
留存收益	4553	5858	7340	10192
归属母公司股东权益	14182	15683	22466	30445
负债和股东权益	68420	89783	109510	125252

现金流量表

会计年度	2008	2009	2010E	2011E
经营活动现金流	868	13251	12267	15464
净利润	179	1595	2058	3961
折旧摊销	2285	2087	3659	5090
财务费用	1297	1423	2027	2354
投资收益	229	1066	458	558
营运资金变动	-2703	-8682	-3609	-2919
投资活动现金流	-14869	-20390	-68815	-16631
资本支出	13234	19051	44791	20000
其他	-585	-245	-24023	3369
筹资活动现金流	13567	7291	6881	1814
借款融资	14108	8968	4183	150
普通股增加	919	65	5137	4810
股息	163	319	412	792
财务费用	1297	1423	2027	2354
现金净增加额	-434	152	-49666	647

利润表

会计年度	2008	2009	2010E	2011E
营业收入	16440	19447	30380	39126
营业成本	14610	15760	23266	29155
营业税金及附加	169	187	292	376
营业费用	31	91	142	183
管理费用	505	520	813	1047
财务费用	1297	1423	2027	2354
资产减值损失	40	207	207	207
公允价值变动收益	0	-0	-0	-0
投资净收益	229	1066	458	558
营业利润	18	2324	4091	6361
营业外收支	67	37	196	296
利润总额	85	2361	4288	6657
所得税	-89	331	858	999
净利润	219	2124	3430	5659
少数股东损益	40	529	1372	1698
归属于母公司净利润	179	1595	2058	3961
EBITDA	2665	5966	9974	14102

主要财务比率

会计年度	2008	2009	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	-5.9%	18.3%	56.2%	28.8%
毛利润	-57.3%	101.5%	92.9%	40.2%
净利润	-90.1%	791.7%	29.0%	92.5%
获利能力				
毛利率	11.1%	19.0%	23.4%	25.5%
净利率	10.3%	1.1%	8.2%	6.8%
ROE	0.9%	6.7%	6.4%	9.5%
ROIC	1.2%	8.2%	10.3%	12.4%
偿债能力				
资产负债率	71.5%	73.3%	70.7%	66.6%
净负债比率	206.49%	205.25%	166.18%	128.07%
流动比率	40.80%	19.43%	-75.02%	-60.71%
速动比率	0.35	0.17	-0.78	-0.64
营运能力				
总资产周转率	24.03%	21.66%	27.74%	31.24%
应收账款周转率	977%	861%	861%	861%
应付账款周转率	746%	315%	315%	315%
每股指标 (元)				
每股收益	0.03	0.29	0.19	0.26
每股经营现金流	0.16	2.43	1.16	1.00
每股净资产	2.60	2.88	2.12	1.98
估值比率				
P/E	235.73	26.44	39.81	30.08
P/B	2.97	2.69	3.65	3.91
EV/EBITDA	33	17	19	16

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn