

强烈推荐-A (首次)

上海电力 600021.SH

目标估值: 7.40 元

当前股价: 5.76 元

2011 年 7 月 26 日

收购集团核电资产，打造A股“核心”公司

基础数据

上证综指	2723
总股本(万股)	213974
已上市流通股(万股)	213974
总市值(亿元)	123
流通市值(亿元)	123
每股净资产(MRQ)	2.8
ROE(TTM)	6.7
资产负债率	72.2%
主要股东	中国电力投资集团公司
主要股东持股比例	42.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现		50	37
相对表现	1	51	30



相关报告

彭全刚

010-57601860
pengqg@cmschina.com.cn
S1090511030016

研究助理:

侯鹏

010-57601861
houp@cmschina.com.cn

张晨

010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn

事件:

上海电力公告非公开发行预案，拟定向增发收购集团持有的禾曦能投公司的全部股权以及补充流动资金。

- **发行方式。**公司拟采用向包括控股股东中电投集团在内的不超过十名特定投资者非公开发行股票的方式，收购集团持有的禾曦能投公司的全部股权以及补充流动资金。
- **发行数量。**本次拟发行股份的数量不超过 18.3 亿股，其中，中电投集团拟不少于 25 亿元的现金认购本次发行股票。
- **发行价格。**本次发行股份的价格不低于定价基准日前 20 个交易日股票交易均价的 90%，即不低于 5.21 元/股。
- **募集资金总额及目标项目。**公司定向增发拟募集资金总额不超过 95 亿元，其中拟使用不超过 90 亿元收购中电投集团持有的禾曦能投公司的全部股权（主要包括江苏核电 30%的股权、秦山三期 20%的股权和秦山二期 6%的股权），5 亿元用于补充流动资金。

表 1: 本次募集资金收购股权情况

序号	项目名称	股权比例	装机容量及结构 (万千瓦)	2010 发电量 (亿千瓦时)	2010 上网电量 (亿千瓦时)
1	江苏核电	30%	2×106	157.02	146.71
2	秦山三期	20%	2×72.8	114.12	105.58
3	秦山二期	6%	4×65	116.97	108.48
合计			617.6	388.11	360.77

资料来源：公司公告，招商证券；（注：秦山二期装机包括 2012 年即将投产的 4 号机）

评论:

1、优化电源结构，打造 A 股“核心”公司

本次收购目标均为优质核电资产，合计 617.6 万千瓦，权益装机 108.32 万千瓦，收购完成后，公司将开始涉足核电领域，同时拥有火电和核电资产，清洁能源的比重大幅提升，形成了传统能源与高效清洁能源并存的多元化结构，也成为 A 股中少数大比例持股核电资产的上市公司标的。

2、大股东现金认购，对公司发展充满信心

公司实际控制人中电投集团，将以不少于 25 亿元的现金认购本次发行股票，彰显对公司未来发展的信心。目前，中电投集团直接及间接持股 13.2 亿股，占现有股本的 61.7%，按照本次定增发行价格 5.21 元测算，中电投预计将至少认购 4.8 亿股，发行后最低持有 18 亿股，占发行后总股本 39.7 亿股的 45%，仍将保持控股地位。另外，本次定向增发，预计将使得公司成为集团核电资产平台，集团目前仍有大量在建及筹建核电项目，为公司未来的成长打开了想象空间。

3、核电项目资产优质，盈利突出

本次定增 90 亿元用于收购核电项目股权，这些电站是我国发展安全、环保的核电能源的重要代表，也具备良好的盈利能力，有利于公司控制经营风险。

- **江苏核电：**规划建设 8 台百万千瓦级核电机组，1、2 号机组已分别于 2007 年投入运营，总装机容量 212 万千瓦，3~6 号机组正在开展前期工作，未来将带来新的利润增长点。2010 年该电站全年实现归属净利润 25.4 亿元，2011 年上半年实现 8.3 亿元，具有极强的盈利能力。
- **秦山三期：**是国家“九五”重点工程，也是我国首座商用重水堆核电站。该电站两台机组已分别于 2002、2003 年投入运营，总装机容量 145.6 万千瓦。2010 年该电站全年实现归属净利润 9.8 亿元，2011 年上半年实现 7.3 亿元，净利润大幅增长。
- **秦山二期：**也是我国“九五”期间开工建设的国产化大型商用核电项目，1、2、3 号机组已分别于 2002、2004、2010 年投入运营，4 号机组预计将于 2012 年初投产，届时该电站总装机容量将达到 260 万千瓦，年发电量预计为 180~200 亿千瓦时。2010 年该电站全年实现归属净利润 8.9 亿元，2011 年上半年实现 6.6 亿元。

4、补充流动资金，降低负债水平，减少财务费用

此次定向增发募集资金中还将使用 5 亿元用于补充流动资金，一方面能够缓解资金压力，直接促进公司业务更快、更好发展，另一方面可以降低资产负债率，降低偿债风险，为公司后续债务融资提供良好的保障。

5、收购 PB、PE 值合理

按照 2010 年账面净资产计算，公司此次收购 PB 为 2.6 倍。按照 2010 年实现的净利润计算，公司此次收购的 PE 为 8.9 倍。收购价格较低，也显示出大股东对上市公司的支持力度较大。

表 2、PB 法评价收购项目

单位:亿元	2010 账面总资产	2010 账面净资产	股权比例	股权价格	评估价格	PB
江苏核电	322.5	61.4	30%	18.4	/	/
秦山三期	166.3	60	20%	12.0	/	/
秦山二期	257.1	67.3	6%	4.0	/	/
合计	321.8	89.3		35.3	90	2.6

资料来源：公司公告，招商证券整理

表 3、PE 法评价收购项目

单位:亿元	2010 年净利润	股权比例	归属净利润	评估价格	PE
江苏核电	25.4	30%	7.6	/	/
秦山三期	9.8	20%	2.0	/	/
秦山二期	8.8	6%	0.5	/	/
合计	44		10.1	90	8.9

资料来源：公司公告，招商证券整理

6、业绩明显提升，给予“强烈推荐”投资评级

根据我们的测算，不考虑本次资产收购，公司 2011~2013 年的净利润分别为 3.9 亿元、4.5 亿元和 6.1 亿元，折合每股收益分别为 0.18 元、0.21 元和 0.28 元。通过收购核电资产，公司 2011~2013 年分别增加净利润 10.6 亿元、10.8 亿元和 10.8 亿元，摊薄后每股收益分别为 0.37、0.39 和 0.43 元，收购对公司业绩增厚明显。

公司收购的江苏核电还有后续建设项目，保证公司业绩增长。我们给予 2011 年 20 倍 PE，目标价 7.4 元，首次给予“强烈推荐”的投资评级。

7、风险提示

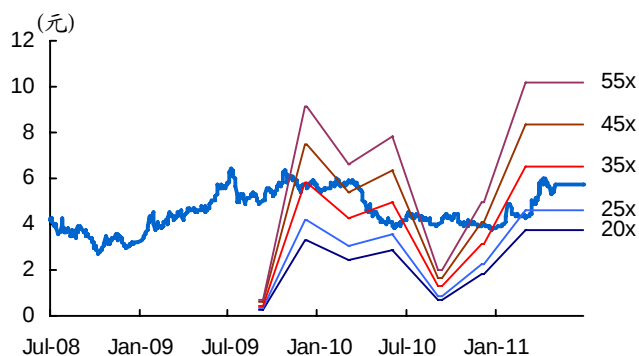
公司现有火电资产受煤价上涨影响，盈利下降。

表 4、上海电力现有装机统计

编号	运营机组	机组类型	装机容量	机组	权益	权益装机
一、控股机组						
1	吴泾热电扩建	热电	60	2*30	100%	60
2	外高桥发电公司	热电	120	4*30	51%	61.2
3	江苏阚山发电公司	燃煤	120	2*60	55%	66
4	漕泾发电	燃煤	200	2*100	65%	130
5	漕泾热电	燃气热电	60	2*30	36%	21.6
6	浙江上电天台山风电	风电	1.05	14×0.075	51%	0.5
	小计		561			339
二、参股机组						
1	吴泾第二发电公司	燃煤	120	2*60	49%	58.8
2	外高桥第二发电公司	热电	180	2*90	20%	36
3	外高桥第三发电公司	燃煤	200	2*100	30%	60
4	上海吴泾发电有限责任公司	燃煤	60	2*30	50%	30
5	淮沪煤电公司田集电厂	燃煤	120	2*60	50%	60
6	江苏华电望亭	燃气	78	2*39	45%	35.1
7	临港燃气	燃气	160	4*40	35%	56
8	浙江镇海燃气机组	燃气	78	2*39	37.50%	29.25
	小计		996			365

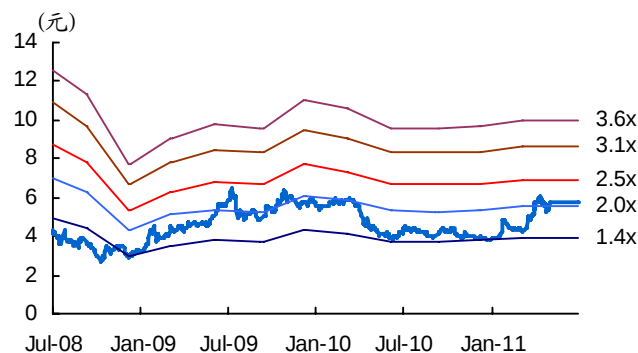
资料来源：公司公告，招商证券整理

图 1：上海电力历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心、港澳资讯

图 2：上海电力历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心、港澳资讯

分析师承诺

负责本研究报告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。

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。现为招商证券研究董事，曾获《新财富》2008~2010 年电力与公用事业最佳分析师。

侯鹏：清华大学硕士，曾供职于国家开发投资公司旗下国投电力公司，长期从事电力项目建设和企业管理工作，2010 年加入招商证券，现为招商证券电力及公用事业行业分析师。

张晨：清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券电力及公用事业行业分析师。

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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。