

强烈推荐-A (维持)

国电电力 600795.SH

目标估值: 3.00 元

当前股价: 2.42 元

2012 年 9 月 20 日

投资光伏加快清洁发展, 多元融资降低财务费用

基础数据

上证综指	2079
总股本 (万股)	1539489
已上市流通股 (万股)	1395460
总市值 (亿元)	379
流通市值 (亿元)	343
每股净资产 (MRQ)	1.7
ROE (TTM)	13.8
资产负债率	79.3%
主要股东	中国国电集团公司
主要股东持股比例	51.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5	1	7
相对表现	-3	15	25



资料来源: 港澳资讯、招商证券

相关报告

- 1、《国电电力 (600795) - 盈利趋势向好, 业绩逐渐释放》2012/8/29
- 2、《国电电力 (600795) - 财务费用拖累业绩, 全年盈利仍然可期》2012/5/1

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

一、投资建设光伏电站, 提升清洁能源比重

9 月 18 日, 公司公告下属四个新能源公司拟对外投资建设光伏电站:

- **投资标的。**公司下属国电青海新能源公司、国电新疆新能源公司、国电甘肃新能源公司以及国电内蒙古新能源公司分别拟与海润光伏合资成立项目公司, 投资建设共计 6.9 万千瓦光伏电站。国电电力下属公司对上述四个项目公司的持股比例均为 65%。
- **投资金额。**预计上述项目总投资金额约 99472 万元人民币, 按照 20% 的资本金比例和 65% 的持股比例计算, 国电电力下属公司需出资共计约 12931.36 万元。
- **核准情况。**这些项目中, 除阿拉善左旗国电光伏发电公司项目外, 其余项目均已取得当地发改委核准, 阿拉善左旗也已取得内蒙古发改委开展前期工作的通知。

表 1: 本次投资标的资产情况

公司名称	持股比例	投资项目	装机 万千瓦	总投资 万元
国电青海新能源	65%	格尔木国电光伏发电	2	25988
国电新疆新能源	65%	新疆哈密新能源公司	2	26898
国电甘肃新能源	65%	敦煌光伏发电公司	0.9	18844
国电内蒙古新能源	65%	阿拉善左旗国电光伏发电公司	2	27742
合计			6.9	99472

资料来源: 公司公告, 招商证券

1、投资光伏建设, “水火并举, 风光互补”

公司本次拟投资建设光伏电站 6.9 万千瓦, 并与上市公司海润光伏合资建设, 利用合资双方的优势互补, 进一步拓展相关地区太阳能电站业务, 提升清洁能源比重, 符合公司新能源发展战略, 将为公司开辟新的利润增长点。

目前, 公司控股装机容量达到 3214 万千瓦, 其中火电 2291 万千瓦, 水电 725 万千瓦, 风电 188 万千瓦, 太阳能光伏 9.5 万千瓦, 清洁能源装机比重达到 28.7%, 电力结构较为均衡, 基本形成了“水火并举, 风光互补”的电源格局。

2、提升清洁能源比重, 加快绿色发展

根据公司规划, 预计到 2015 年末, 公司控股装机规模将超过 6000 万千瓦, 其中, 太阳能电站占 2.4%, 突破 100 万千瓦, 考虑到水电、风电、核电等业务的发展, 公司新能源和可再生能源比例将提高到 41%, 清洁发展步伐加快。

二、拓展融资渠道，降低融资成本，减少财务费用

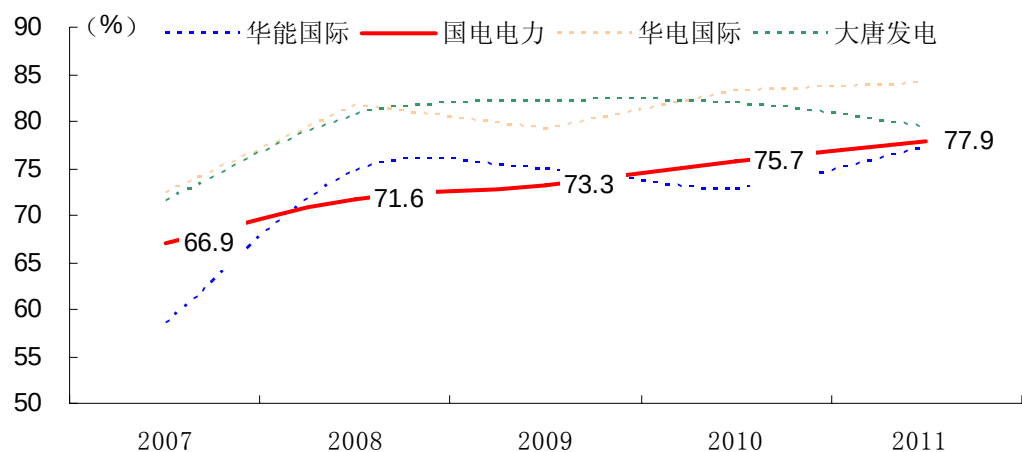
1、行业盈利处于低谷，电力企业负债率提高

2007 年以来，由于煤价大幅上涨，电价上调严重滞后，电力企业盈利能力下降，电厂大面积亏损，发电集团和电力上市公司负债率大幅提高。同时，2011 年央行为了回收流动性，连续提高存款准备金率和基准利率，发电企业财务费用明显上升。

截至目前，国电电力资产负债率 79.3%，在五大集团下属旗舰上市公司中，负债率不高，仅次于华能国际，低于华电国际和大唐发电。

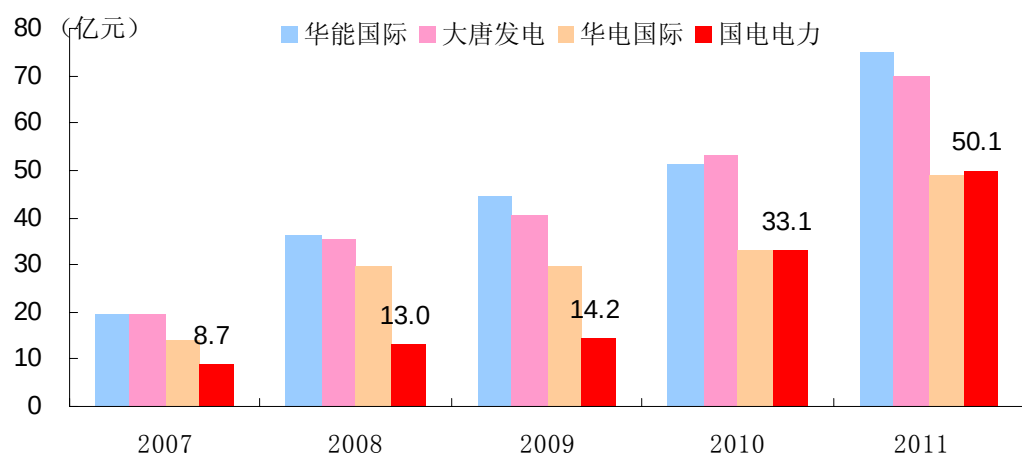
公司负债率高，具有典型的行业特征，截至 2012 年中期，电力行业整体负债率为 73.5%，在 A 股所有 24 个行业中，除去比较特殊的金融服务业，负债率排第二，仅次于建筑建材行业的负债水平。

图 1、国电电力负债率与其他上市公司对比



资料来源：公司公告，招商证券整理

图 2、国电电力财务费用与其他上市公司对比



资料来源：公司公告，招商证券整理

2、多元融资，发行债券替代长期贷款

债券融资符合我国金融产业发展方向。国务院日前批准的、由中国人民银行、中国银监会、中国证监会、中国保监会和国家外汇管理局共同编制的《金融业发展和改革“十二五”规划》提出，要提高直接融资比例，尤其是要改变“重股轻债”局面。《规划》提出，要完善债券发行管理体制；稳步扩大债券市场规模，推进产品创新和多样化；坚持市场化改革方向，为债券市场发展营造良好制度环境。据央行最新统计，8月份企业债券净融资 2584 亿元，占社会融资总量比重达到 21%。

为了响应国家政策号召，公司更多的转向通过发行债券融资。2011 年以来，公司进行多次债务融资，替换高利率的债务，减少财务费用。其中，2011 年 8 月，公司发行可转债募集资金净额 54.36 亿元，2012 年，公司已发行两期公司债，募集资金共 80 亿元，近期，公司还将注册发行 100 亿元非公开定向债务融资工具，调整长短期债务融资比例，降低公司的融资成本。

表 2、国电电力近两年债务融资统计

项目	债务融资工具	时间	金额数量	贷款利率	央行基准利率	年节省财务费用
1	可转债	2011.8	55	0.5%~2.0%	6.15%	3.11
2	公司债（一期）	2012.6	40	4.35%~4.75%		0.78
	5 年期		25	4.35%	6.40%	0.51
	7 年期		15	4.75%	6.55%	0.27
3	公司债（二期）	2012.7	40	4.22%~4.35%		0.78
	3 年期		33	4.22%	6.15%	0.64
	5 年期		7	4.35%	6.40%	0.14
4	非公开定向债务	拟定	100	假设 4.5%	6.15%	1.65
合计			235			6.32

资料来源：公司公告，招商证券整理

3、债务替代，降息通道，缓解公司财务费用

由于没有了银行的中间环节，直接债务融资成本将明显降低。公司将用这些低成本资金替代成本更高的银行贷款。

按照央行公布的现有利率测算，并假设公司非公开定向债务利率为 4.5%（参考公司债），则公司近两年发行的可转债、公司债以及即将发行的定向债务，替换掉公司相应的高利率债务后，将为公司每年节约财务费用约 6.3 亿元，折合每股收益 0.04 元。

另外，央行今年 6 月、7 月两次进行降息，目前我国已进入降息通道，随着银行基准利率的降低，公司将进一步降低财务费用。根据我们测算，银行基准利率每降低 25bp，国电电力将减少财务费用 1.7 亿元。

三、看好公司长期发展，维持“强烈推荐-A”投资评级

目前，公司已进入持续向好的发展环境，业绩将逐渐释放：

- **煤价下跌，火电盈利改善：**6 月份以来，国内港口煤价快速下跌，公司采购煤价将跟随市场回落，参考上半年公司耗用标煤 1939.7 万吨，下半年如果煤价环比上半年下跌 50 元/吨，将节省燃料成本近 10 亿元，火电盈利大幅改善。
- **来水丰沛，水电预期良好：**去年，公司大渡河瀑布沟、深溪沟电站的完全投产和电

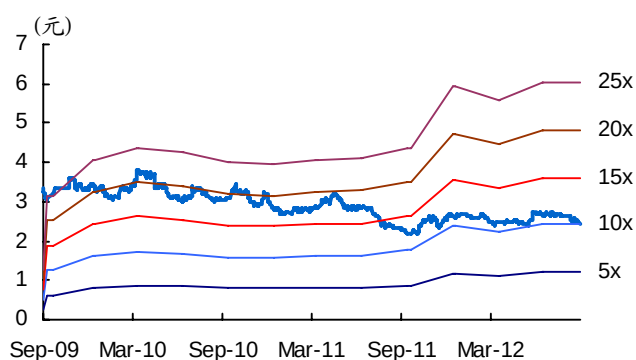
价上调，目前，大渡河流域来水充沛，预期汛期发电量将大幅提升，由于水电变动成本小，多发的电量将最大可能转换成利润，下半年公司水电盈利预期良好。

我们预测公司 2012~2014 年每股收益为 0.24、0.27、0.31 元，对应 PE 为 11、9、8 倍，在电力行业中估值相对安全，目前，公司火电盈利逐渐提升，前期多元化布局已进入收获期，公司资金成本也将逐渐降低，我们维持对公司的“强烈推荐”投资评级，目标价 3.0~3.3 元。

四、风险提示

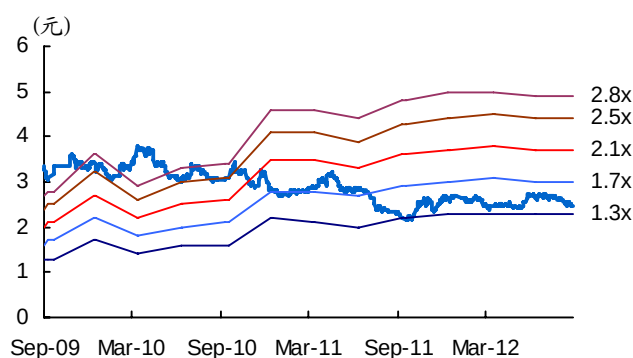
优质项目投产进度滞后；煤价大幅反弹影响盈利恢复；水电比重的增加，来水波动将对公司业绩产生一定的影响。

图 3：国电电力历史 PE Band



资料来源：港澳资讯、招商证券

图 4：国电电力历史 PB Band



资料来源：港澳资讯、招商证券

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、首席电力与公用事业研究员，曾获《新财富》2008～2011 年电力与公用事业最佳分析师、《证券市场周刊》水晶球奖 2009～2011 年最佳分析师、《中国证券报》2010～2011 年“中国证券业金牛分析师”。

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，2010 年加入招商证券，现为招商证券研究副董事，电力与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。