

水电公司领跑电力行业资产整合

增持（维持）

公用事业/电力

报告日期：2009 年 3 月 25 日

行业指数与相关市场指数比较

	收盘	月涨幅（%）
天相行业指数	2451.61	1.46
天相流通指数	2640.00	5.73
上证指数	2338.42	6.26

行业指数近一年走势图



相关报告：

《危机推动资产整合 关注电力上市公司外延式扩张》 2009-02-12

《拐点形成 景气度缓慢回升——2009 年电力行业投资策略》 2008-12-23

天相能源与基础设施组

联系人：车玺 010-66045572

chex@txsec.com

组 长：张勋 010-66045543

zhangx@txsec.com

服务热线：010-66045555

服务邮箱：service@txsec.com

本报告关注点：

- 国资委推动下水电率先启动资产整合
- 水电为主的资产整合 川投能源获益最多
- 近期关注水电的资产整合动作 下半年开始关注火电

投资要点：

- **水电行业的运行环境决定其领先的资产注入步伐。**（1）经历了08年整个电力行业的骤变，在来水偏多的自然条件下，水电子行业盈利能力稳中有升；（2）大型水域的水电资源开发多为自下而上滚动式，下游水电站的运营收益作为上游水电项目开发的资本。国家大力推进清洁能源的利用和项目建设，加速了水电开发主体项目建设的实施。为此，借助上市公司的融资平台，有利于更好的开发本流域的水资源。在政府的大力推动下，火电行业盈利能力恢复到一定程度，预计下半年资产整合的动作会逐渐增多。
- **水电为主的资产整合案例中，川投能源获益最多。**从获得单位生产能力支付的对价角度看，川投能源获益明显；相对于本次注入的已投容量，川投能源获得的在建和规划的容量比例最高，且收购PB相对较低；综合考虑08和09年行业和上市公司的运营状态，本轮资产注入，川投能源盈利能力改善的效果最明显。长江电力整体上市带给公司的综合利好作用也较为明显；但相对于公司本已良好的基本面，本次资产注入对于公司资产质量改善、盈利能力提升的效应没有川投能源明显，并且从收购资产的预计估值水平来看，即使复牌后剔除系统性补跌的因素，短期交易性机会仍可能差于川投能源，中长期值得关注。
- **关注存在资产注入预期的水电公司。**资产整合失败过的桂冠电力再次启动的预期较强。从桂冠电力此前的收购预案中分析，岩滩水电的注入对于公司EPS的增厚作用有限，而公司的看点在于岩滩电站未来上网电价的上调空间以及后续龙滩电站建成后的再次注入。基于华电集团对黔源电力的战略定位，后续可能启动的资产注入将带给公司装机规模的大幅提升。
- **维持电力行业“增持”评级。**基于已有资产整合案例的比较，综合考虑估值水平，我们认为国投电力可持续关注。此外，建议关注资产注入预期较强的桂冠电力、黔源电力以及五大旗下的主要火电公司，同时关注资产整合不达预期的风险。

正文目录

1. 水电领跑电力行业资产整合	3
1.1 国资委推动下水电率先启动资产整合	3
1.2 火电盈利好转后或加快资产整合步伐	3
2. 已有水电资产注入案例 川投能源获益最多	4
2.1 收购资产质量和估值比较	5
2.1.1 收购资产装机规模	5
2.1.2 收购资产装机结构	6
2.1.3 收购资产的后续成长性	6
2.2 收购资产的运营环境对比	7
2.3 收购资产盈利能力比较	7
2.3.1 盈利能力改善比较	7
2.3.2 盈利估值比较	9
3. 关注存在资产注入预期的水电公司	10
3.1 桂冠电力：岩滩注入 瓜熟蒂落	10
3.1.1 注入过程一波三折	10
3.1.2 收购溢价主要来自电价上调空间	10
3.1.3 预计将很快推出新方案完成注入	11
3.2 黔源电力：期待再次重组	11
4. 投资建议与风险提示	12

图表目录

图表 1：2007-2008 年三季度水/火电毛利率（左图）和 ROE（右图）比较	3
图表 2：长江电力公司发电资产情况	4
图表 3：川投能源公司发电资产情况	4
图表 4：国投电力公司发电资产情况	5
图表 5：水电资产整合案例资产注入前后对比	6
图表 6：水电资产整合案例收购价格和估值比较	7
图表 7：水电资产整合案例标的资产运营环境比较	7
图表 8：各电站水库情况	8
图表 9：2008 年资产注入前后盈利情况	9
图表 10：2008 年资产注入前后市盈率比较（以 09-03-24 收盘价为基准）	9
图表 11：黔源电力股权结构	11
图表 12：黔源电力目前装机情况（单位：万千瓦）	12
图表 13：乌江水电主要水电装机容量（单位：万千瓦）	12
图表 14：资产注入项目比较汇总	12
图表 15：相关上市公司盈利预测和估值	13

1. 水电领跑电力行业资产整合

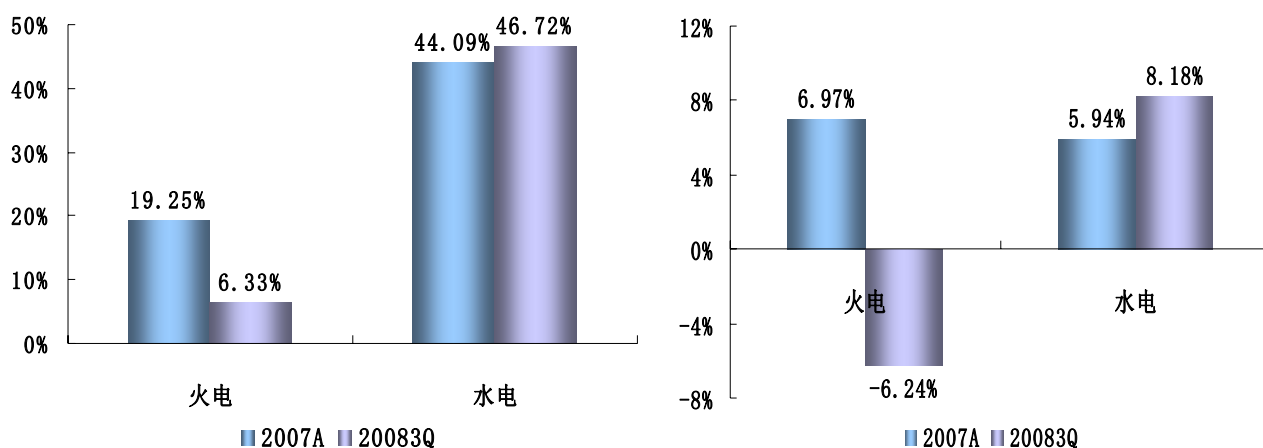
1.1 国资委推动下水电率先启动资产整合

国资委于 08 年底召开“中央企业负责人会议”，按照工作总体要求和思路，国资委 09 年要重点抓好七个方面的工作。其中第一方面，即推动符合条件的中央企业整体改制上市或按主板块整体上市，支持具备条件的中央企业把主业资产逐步注入上市公司。鼓励中央企业做好控股上市公司的整合工作，做强做大上市公司。

在政府的推动下，电力行业资产整合的大幕早已拉开。长江电力 08 年 5 月停牌开始进行相关重大资产重组事宜；国投电力于 08 年底停牌至 09 年 3 月公布资产重组预案；内蒙华电也在与大股东筹划相关资产重组事项。除央企之外，地方性的能源集团也加入到资产整合的大潮中，08 年 6 月赣能股份与大股东的资产置换，川投能源向大股东定向增发收购二滩水电等等。

已有的上市公司收购母公司资产的案例中，多以水电资产为标的。我们认为主要源于以下两个原因：（1）经历了 08 年整个电力行业的骤变，在来水偏多的优越自然条件下，水电子行业盈利能力稳中有升；（2）大型水域的水电资源开发多为滚动式，自下而上，下游水电站的运营收益作为上游水电项目逐渐开发的资本。当前，国家大力推进清洁能源的利用和项目建设，加速了水电开发主体项目建设计划的实施。为此，借助上市公司的融资平台，有利于更好的开发、建设本流域的水资源。

图表 1：2007-2008 年三季度水/火电毛利率（左图）和 ROE（右图）比较



数据来源：天相系统，天相投顾整理

1.2 火电盈利好转后或加快资产整合步伐

08 年动力煤价格飙升、需求回落给火电行业的盈利能力以沉重的打击，大部分火电企业处于亏损状态。09 年火电公司处于盈利缓慢回升的阶段。尽管当前煤炭价格低位运行，但我们认为动力煤市场价格仍有一定的下调空间。合同煤价迟迟未定，但就目前的形势来看，已朝着有利于电企的方向发展，这在一定程度上增强了火电

09 年盈利回升的确定性。需求状况的逐渐好转促进火电机组利用小时的提高和单位发电成本的降低，成为火电行业盈利能力好转的助推剂。

在政府的大力推动下，火电行业盈利能力恢复到一定程度时，资产整合的动作会逐渐增多。预计 09 年下半年火电行业会兴起一波资产整合的热潮。

2. 已有水电资产注入案例 川投能源获益最多

■ 长江电力整体上市

2008 年 5 月 8 日，长江电力公司宣布三峡总公司主营业务整体上市进程开始，公司股票开始停牌。此次整体上市预计将注入于 08 年底正式完工的三峡工程剩余 18 台单机容量 70 万千瓦的水电机组，总装机容量 1260 万千瓦。

目前，长江电力重组方案还没有正式出台，但有市场传言长江电力整体上市方案已经上交。根据该方案，三峡电站剩余的 18 台机组总交易金额估计约 986.76 亿元，最终方案可能是“换股加现金”方式，换股和现金各占一半。该方案与长江电力上市时的规划：股权融资 20%，债务融资 80%有一定差异。

截止 2008 年底，长江电力已经通过现金收购三峡电站 8 台机组共 560 万千瓦，整体上市完成后，长江电力装机容量将从 831.5 万千瓦增至 2091.5 万千瓦，增幅为 151.53%。预计此次收购的 18 台机组年发电量和售电量分别能够达到 586 和 579 亿千瓦时，年收入 136 亿元，净利润 70 亿元，对应的收购市盈率为 14.1 倍，估值较为合理。

图表 2：长江电力公司发电资产情况

	电站	装机容量(万千瓦)	装机结构	权益比例
原有资产	葛洲坝电站	271.5	2*17+19*12.5	100%
	三峡电站 1-8#机组	560	8*70	100%
预计注入资产	三峡电站 9-26#机组	1260	18*70	100%

数据来源：公司公告，天相投顾整理

■ 川投能源收购二滩

2009 年 3 月 3 日川投能源发布重大资产重组交易报告书，公布的重组方案是川投能源拟以 11.06 元/股的价格向大股东川投集团增发 2.94 亿股，收购其所有的二滩水电 48%的股权，总交易价格为 32.54 亿元。

目前，二滩水电的股东有国投电力公司、川投集团和华电集团，持股比例分别为 48%、48%和 4%。二滩水电全面负责开发雅砻江流域水能资源，已投产装机容量达到 330 万千瓦，整体规划装机容量超过 3000 万千瓦。2008 年，二滩电站发电量达到 160.59 亿千瓦时，上网电量达到 160.14 亿千瓦时，同比分别增长 10.74%和 11.09%。截止 2008 年底，二滩水电的净资产 53.28 亿元，而 2008 年实现净利润 7.21 亿元。此次收购对应的市净率和市盈率分别为 1.27 倍和 9.4 倍，估值合理。

图表 3：川投能源公司发电资产情况

	类型	装机容量(万千瓦)	装机结构	权益比例
--	----	-----------	------	------

原有资产	四川川投田湾河开发有限责任公司	水电	72	6*12	80.00%
	四川天彭电力开发有限公司	水电	2.88		95.00%
	四川嘉阳电力有限责任公司	燃煤	11	2*5.5	95.00%
	国电大渡河流域水电开发有限公司	水电	132	2*11+5*10+4*15	10.00%
拟注入资产	二滩水电	水电	330	6*55	48.00%

数据来源：公司公告，天相投顾整理

■ 国投电力重组案例简介

2009年3月4日国投电力公司公布重大资产重组预案，公司拟向大股东国家开发投资公司以8.49元/股的价格增发8.25亿股，筹集70亿元资金，收购国家开发投资公司的全资子公司国投电力公司持有的二滩水电、宣城发电公司、大朝山水电、张掖发电公司和津能公司的股权。增发完成后，公司总股本将增至18.8亿股，而国家开发投资公司控股比例将从目前的44.26%升至68.72%。

此次注入资产的可控和权益装机容量分别为585和279.9万千瓦，在建装机容量1340万千瓦，后续规划容量1530.8万千瓦。2008年，注入资产发电量共计263.97亿千瓦时，上网电量共计260.67亿千瓦时，共实现净利润11亿元，按权益计算，对应的净利润为5.34亿元。截至2008年底，注入资产的净资产共计98.28亿元，对应的权益资产为49.25亿元。此次收购对应的市净率和市盈率分别为1.42倍和13.12倍，估值较为合理。

图表4：国投电力公司发电资产情况

	电站	类型	装机容量(万千瓦)	装机结构	权益比例
原有资产	国投甘肃小三峡发电有限公司	水电	56.5	4*7.5+4*5.75+3.5	60.32%
	甘肃靖远	燃煤	120	4*30	51.22%
	广西北海电厂	燃煤	64	2*32	55.00%
	云南曲靖发电有限公司	燃煤	120	4*30	55.40%
	厦门华夏国际电力发展有限公司	燃煤	120	4*30	56.00%
	白银风电	风电	2.7		100.00%
	徐州华润电力有限公司	燃煤	128	4*32	30.00%
	安徽淮北国安电力有限公司	燃煤	64	2*32	35.00%
拟注入资产	二滩水电	水电	330	6*55	48%
	大朝山	水电	135	6*22.5	50%
	宣城电厂	火电	60	1*60	45%
	张掖电厂	火电	60	2*30	45%
	津能电厂（在建）	火电	200	2*100	64%

数据来源：公司公告，天相投顾整理

2.1 收购资产质量和估值比较

2.1.1 收购资产装机规模

在长江电力收购三峡总公司三峡电站剩余18台机组的前提假设下，三个案例资产收购的规模绝对量长江电力位居第一。但是，考虑到上市公司本身的资产规模，三个案例长江电力、川投能源和国投电力本次收购权益装机分别增加152%、188%

和 85%，川投能源规模提升效应最为明显。考虑本次收购带给上市公司的在建和规划项目容量，川投能源也是受益最多。

从收购资产单位权益装机对应的收购价格来看，由于国投电力和川投能源收购价格对应的是带有负债的国投电力公司和二滩水电公司，而长江电力预计收购的价格对应的是不带负债的水电机组，因此相互之间对比性不强。但是对于国投电力和川投能源，单纯从获得单位生产能力支付对价的角度看，国投电力高于川投能源；两个收购项目的标的资产的资产负债率分别是 83.45%和 87.92%，偿债负担差异不大，因此我们认为川投能源获得注入的资产估值优势最大。

2.1.2 收购资产装机结构

在长江电力收购三峡总公司三峡电站剩余 18 台机组的前提假设下，三个项目中：川投能源和长江电力收购的资产全部为水电，国投电力收购的权益容量中 81%为水电。相比于上市公司本身的电源结构，在本轮资产收购中，国投电力的改善效果最为明显。

在现阶段，水电项目的盈利能力和收益的稳定性均优于火电；未来电力定价机制优化后，这方面的差距会逐渐缩小；但是，水电作为国家鼓励的可再生的清洁能源，其发展前景总体上是好于火电的。

从三个案例标的资产的单机容量来看，长江电力预计将收购的资产单机容量与上市公司本身相同；国投电力和川投能源收购的资产单机规模明显大于原有机组，收购后整体资产质量得以提升。

2.1.3 收购资产的后续成长性

根据我们计算和估计，国投电力、川投能源和长江电力本轮资产收购对应的 PB 分别是 1.42、1.27 和 1.00 倍。

预计本次长江电力整体上市仅收购三峡总公司已建成的 18 台机组，参考长电 03、05 和 07 年的资产收购案例的定价，我们预计此次收购 PB 约为 1 倍。三峡总公司目前在建和规划的项目（包括金沙江约 4000 万千瓦和三峡地下电站、电源电站 430 万千瓦）未来建成后注入长电的可能性较大，但需再次启动资产注入。

国投电力和川投能源此次收购的项目二滩水电公司拥有雅砻江流域水能资源开发和水电站梯级建设营运的授权，其在建和规划的 1140 和 1481 万千瓦水电项目随资产收购划归于上市公司，因此存在一定的溢价是合理的。但是，在建和规划的项目装机容量相对于本次注入的资产装机容量的比值，国投电力和川投能源分别为 5.8 和 7.9，国投电力的容量扩张空间明显低于川投能源，尽管考虑火电的弹性高于水电，允许一定的溢价，但是从这个角度看，川投能源此次收购资产的 PB 估值具有相对优势。

图表 5：水电资产整合案例资产注入前后对比

	资产注入前			资产注入后				
	权益装机容量(万千瓦)	水电占比	火电占比	权益装机容量(万千瓦)	水电占比	火电占比	在建权益装机容量	规划权益装机容量
国投电力	330.00	10.33%	88.22%	609.90	42.63%	56.59%	675.20	946.78
川投能源	83.99	87.55%	12.44%	242.39	95.69%	4.31%	547.20	710.78



长江电力	831.50	100.00%	0.00%	2091.50	100.00%	0.00%	0.00	0.00
------	--------	---------	-------	---------	---------	-------	------	------

数据来源：公司公告，天相投顾整理（注：川投能源权益装机已计入 09 年即将投产的田湾河剩余项目）

图表 6：水电资产整合案例收购价格和估值比较

	拟注入(或预计拟注入)资产权益装机容量(万千瓦)	收购(或预计收购)价格(亿元)	08 年末净资产(亿元)	08 年末权益净资产(亿元)	收购(或预计收购)PB	单位权益装机对应收购价(元/千瓦)
国投电力	280	70	98.28	49.20	1.42	2500.89
川投能源	158	32.54	53.28	25.57	1.27	2054.29
长江电力	1260	986.76			1	7831.43

数据来源：公司公告，天相投顾整理

2.2 收购资产的运营环境对比

水电作为一个靠天成吃饭的行业，来水情况直接影响到水电机组的运行效率和水电公司的盈利能力。对比已有资产整合案例的标的资产，从现有数据来看，二滩电站在发电利用小时，上网电价和单位造价方面均处于优势地位，这意味着二滩电站能获得较高的盈利能力。

长江电力预计收购三峡电站剩余 18 台机组，前期的分电效应将消除，相对于公司本身，机组的利用效率会一定程度提高。并且，考虑三峡电站和二滩电站不同的装机规模，三峡电站水库的调节能力更强。

此外，国投电力此次承接的母公司的火电资产均位于发电利用小时数较高的省份。总体上看，我们认为国投电力本次收购的资产更加有利于公司整体运营环境的改善。

图表 7：水电资产整合案例标的资产运营环境比较

水电项目	二滩	大朝山	三峡
所在流域	雅砻江	澜沧江	长江
多年平均利用小时	5162	4393	4654
水库类型	季调节水库	无水库	季调节水库
上网电价(元/千瓦时)	0.278	0.245	0.256
单位造价(元)	6000-8000	6570	7800
火电项目	宣城	张掖	津能
所在地区	安徽	甘肃	天津
08 年地区火电平均利用小时数	5509	5466	5294
单位造价(元)	4248	4666	/

数据来源：公司公告，天相投顾整理

2.3 收购资产盈利能力比较

2.3.1 盈利能力改善比较

1. 抗盈利波动能力

川投能源和长江电力注入的全部是水电资产，而国投电力注入的除了水电资产外，还包括津能公司、宣城发电等火电资产。水电业务特性决定了具有比较的稳定的盈利能力，其主要影响因素是水情，但是由于三峡电站和二滩水电都拥有调节型水库，因此，一定程度上降低了水情对发电量的影响。而国投电力的大朝山水电，虽然目前还没有调节型水库，水情对公司发电量的影响相对较大，但是随着上游小湾电站水库建成后，将有效缓解水情的波动，公司年利用小时数将从目前的 4393 小时提高 18.37%至 5200 小时。

图表 8：各电站水库情况

二滩电站	季节性调节水库，正常水位 1200 米，发电运行最低水位 1155 米，总库容 58 亿立方米，调节库容 33.7 亿立方米。
三峡电站	季节性调节水库，三峡坝高 185 米，正常蓄水水位在丰水期为 145 米，枯水期为 175 米，总库容 393 亿立方米，其中防洪库容 221.5 亿立方米。
大朝山水电	自身没有水库，但将受益于上游的小湾水库。小湾水库多年调节水库，正常蓄水位 1240 米，总库容 151.32 亿立方米，有效库容 98.95 亿立方米，

数据来源：公司公告、天相投顾整理

由于长江电力的主要电力资产是三峡电站和葛洲坝电站，因此，注入三峡电站余下机组后，公司的抗盈利波动能力基本不变。

川投能源 08 年的盈利主要来自新光硅业的投资收益，大约占归属母公司所有者净利润的 77.18%，而随着多晶硅价格大幅下跌，2009 年、2010 年，多晶硅业务对公司的净利润贡献将大幅降低，而注入二滩水电后将能有效平滑公司的盈利波动。

注入资产前，国投电力主要以火电资产为主，并且分散在广西、云南、安徽、福建、甘肃等地，盈利能力受煤价和需求的影响较大。重组之后，一方面，注入二滩水电，公司水电资产比重大幅提高，而且二滩巨大的后续在建和规划项目，将进一步提高公司的水电比重，从而改善公司整体抗盈利波动能力。另一方面，从注入火电资产角度分析，此次公司注入的火电项目，在已投产机组构成方面，60 万千瓦超临界燃煤机组和 30 万千瓦燃煤机组各占 50%，并且分布于安徽和甘肃，相对于注入前的火电资产，其抵抗需求和煤价波动能力较强。同时，后续在建和规划项目都是 60 万千瓦以上高效燃煤机组，盈利能力更强。

综上所述，从提高公司抗盈利波动能力分析，国投电力和川投能源都得到了很大的提升，而长江电力基本不变。

2. 盈利水平提高

我们以 2008 年的数据作为比较标准，对比资产注入以后的盈利情况，我们可以看出国投电力的 EPS 增幅最大，而川投能源的增幅相对较小。但是，由于川投能源投资的新光硅业，受多晶硅价格大幅下降影响，2008 年或是利润高点，而 2009 年净利润可能大幅降低。因此，考虑到动态因素，注入二滩水电对 EPS 的提高作用被低估。如果剔除多晶硅价格非正常情况下的影响，那么注入二滩水电后，川投能源 EPS 增幅将大幅提高，我们粗略的估计 EPS 增幅大约提高至 235.71%。同时，由于前期受煤价高涨影响，后期受需求下滑影响，2008 年成为火电企业的盈利低谷。国投电力由于部分机组处于一些煤炭供应紧缺、需求大幅下降的高耗能地区，2008 年归属母公司所有者的净利润同比大幅下降 77.53%，因此，注入资产对 EPS 的提高作

用被高估了。根据我们的预测，2009 年国投电力的盈利能力大约恢复到 2007 年的 80%左右，如果以此作为计算标准，那么注入资产后，公司 EPS 增幅大约下降至 23.81%。因此，注入资产后，考虑到实际调整因素，我们认为对川投能源的盈利水平提高作用最明显。由于长江电力还没有公布具体的重组预案，如果按 2008 年的盈利计算，注入资产后，我们初步的估计大约可以提高公司 EPS37.78%左右。但是考虑到国投电力所注入的资产还存在着大量的在建和规划项目，因此，如果从长期考虑，重组对公司盈利水平的促进将好于长江电力。

图表 9：2008 年资产注入前后盈利情况

	归属母公司所有者的 净利润(亿元)	注入后净利润增 加(亿元)	注入前 EPS(元)	注入后 EPS(元)	EPS 增幅
国投电力	1.24	5.38	0.12	0.35	191.67%
川投能源	3.59	3.5	0.56	0.76	35.71%
长江电力	39.28	/	0.42	0.58	37.78%

数据来源：公司公告、天相投顾整理（注：长江电力数据为预测值）

综合考虑注入资产对公司抗盈利能力和提高盈利水平的影响，我们认为对川投能源的盈利能力改善最明显，国投电力次之，而长江电力相对较差。

2.3.2 盈利估值比较

就复牌后交易性投资机会而言，我们认为选用收购 PE 作为比较对象，相对更具合理性。川投能源收购二滩水电资产所对应的 2008 年收购 PE 明显低于其他两个公司，因此，对股价的提升作用最明显，这已经在复牌后的股价表现已经得到证实，根据此判断，如果长江电力按传闻方案进行重组，同时考虑到一定的补跌要求，我们认为复牌后，其股价表现将不如川投能源。

从中长期价值投资角度分析，我们认为更多的应该考虑重组后 PE 情况及未来业绩的成长性。从考虑收购资产后的整体 PE 来看，国投电力和长江电力的 PE 估值相对较低。由于长江电力的参考股价，我们剔除了系统性因素，对其股价按天相电力行业指数的跌幅进行折算，而长江电力作为水电行业的龙头，其跌幅应小于整个电力板块，因此考虑剔除系统性因素，长江电力的估值水平可能高于图表 10 中我们计算的数值。而国投电力此次收购的资产中，除了能在 09 年业绩中体现的以外，还有大量在建和规划的机组，公司业绩后续的成长性较为确定，对应当前的估值水平具有相对优势。川投能源受累于多晶硅价格的下跌，当前 09 年 PE 水平相对偏高，但从长期成长性来看，还是可以予以关注。

总体上看，我们认为长江电力复牌后，短期交易性机会将不如川投能源。从中长期价值投资角度，我们更看好川投能源和国投电力。

图表 10：2008 年资产注入前后市盈率比较（以 09-03-24 收盘价为基准）

	收购 PE	不考虑收购资产 08PE	考虑收购资产 08PE	考虑收购资产 09 年 PE
国投电力	13	87	30	20
川投能源	9	31	23	36
长江电力	14	28	20	19

数据来源：公司公告、天相投顾整理（注：长江电力数据为预测值，其股价已考虑系统



因素进行折价处理)

3. 关注存在资产注入预期的水电公司

3.1 桂冠电力：岩滩注入 瓜熟蒂落

3.1.1 注入过程一波三折

2006 年 6 月，桂冠电力大股东中国大唐集团公司在公司股改方案中作出了特别承诺，桂冠电力股权分置改革完成后，通过定向增发将岩滩水力发电厂注入桂冠电力，并争取在 2007 年完成。同时逐步将龙滩水电开发有限公司的发电资产注入。

2007 年 9 月 28 日公司发布公告称岩滩资产注入将争取在 2007 年、确保 2008 年三季度以前完成注入工作，并于年底发布了重大事项及关联交易公告。但在 07 年股东大会召开前公司未能获得国家有关部门的相关批文。而 08 年三季度完成注入的承诺由于公司天龙湖和金龙潭水电站受汶川地震影响，公司 08 年盈利预测报告发生变化，重大资产重组方案仍然未能得到相关部门的批复而再次搁浅。

3.1.2 收购溢价主要来自电价上调空间

公司的收购预案是以现金加定向增发的方式收购大唐集团持有的岩滩水电公司 70%的股权。该部分股权估价 36 亿元，桂冠电力以银行贷款和自有资金筹措现金 12 亿元，加上以 12.3 元/股的价格向大唐集团非公开发行 1.3-2.5 亿股股票获得的资金进行资产收购。

岩滩电站位于红水河中游，始建于 1985 年，拥有 4 台单机容量为 30.25 万千瓦的混流式水轮发电机组，总装机容量 121 万千瓦，于 1995 年 6 月全部投入运行。大唐集团和广西投资集团分别持有其 70%和 30%股权。红水河水利资源丰富，是我国规划的十三大水电基地之一。岩滩电站多年发电量稳定在 45-56 亿度之间，对应的机组利用小时数在 3719 小时至 4628 小时之间，与公司现有机组大致相当，并且随着红水河梯级开发，其利用效率还有提升的潜力。

公司收购岩滩电站 70%股权的估价 36 亿元。岩滩公司 06 年底总资产为 21.6 亿元，净资产 11.43 亿元，净利润为 1598 万元。由于运行时间已经超过 10 年，公司财务状况比较良好，财务负担不重，资产负债率为 47.08%。以 06 年数据计算的收购市净率为 4.5 倍，由于利润为微利市盈率不具有参考意义。尽管其市净率较高，但我们认为这个价格并无不合理之处。从成本的角度看，主要是其建成投产较早，成本较低，此次收购每千瓦机组的收购价格仅为 4250 元，而目前水电单位千瓦的建设成本基本在 7000 元以上。从盈利性的角度看，收购的溢价点主要在于其电价有较大上调空间，能相应的大幅度提高岩滩电站盈利能力。

岩滩公司以 06 年经营数据计算的 ROA 和 ROE 分别只有 0.74%和 1.4%，盈利状况相对较差，主要原因在于上网电价过低。我们认为岩滩的电价上调也是切实可行的，主要原因有三点：

一是岩滩水电 06 年的上网电价仅为 0.1311 元/千瓦时，最新电价也仅为 0.1544 元/千瓦时，而广西水电上网标杆电价为 0.26 元/千瓦时，较其高出 68%，从岩滩上网



电价与当地标杆价相差较大而且盈利水平非常低的情况看，岩滩电站应该获得上网电价的提升；

二是 08 年 7 月 1 日岩滩电价上调 2.33 分至 0.1544 元/千瓦时，说明国家已经承认其电价需要上调；

三是对比装机 271.5 万千瓦，运行时间同样较长的葛洲坝水电站，其自 04 年中期至 05 年 8 月获得了连续三次电价上调，累计上调幅度为 6.9 分/千瓦时（45.7%）。

3.1.3 预计将很快推出新方案完成注入

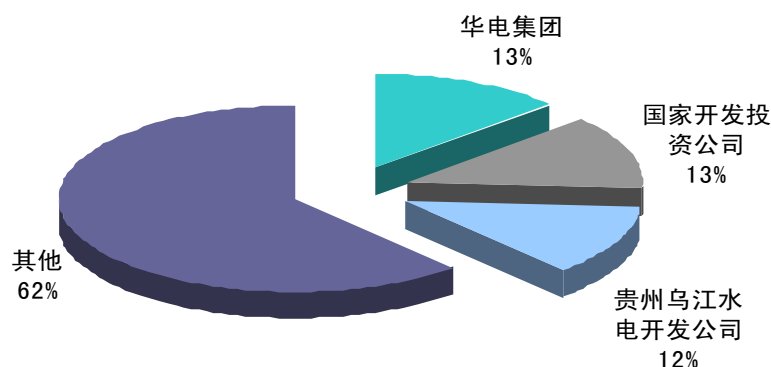
桂冠电力未能在事先承诺的 08 年三季度内完成岩滩资产收购，重要的原因是受地震影响后，公司所属的、位于震中地区的天龙湖水电站和金龙潭水电站生产经营情况和盈利能力受到严重影响，导致重大资产重组已经披露的公司 2008 年盈利预测报告中的“基本假设”和“编制基础”条件发生重大变化，因此重大资产重组方案未得到相关部门批复，但公司将于 09 年 3 月 31 日公布年报，08 年的盈利状况将会得到确定，拖累资产注入的因素基本已经不存在了。加上龙滩电站日益接近建成，公司可能会尽早完成岩滩注入以为后续龙滩的注入准备条件。我们认为岩滩的注入已经到了瓜熟蒂落，水到渠成的地步，时点已经比较接近。

由于 07 年底的方案中对桂冠 08 年盈利状况预测较为乐观，而实际上公司 08 年经历地震和煤价上涨双重影响业绩大幅差于之前预期，预计 08 年净利润同比下降 90% 以上。公司目前股价在 8 元左右，大唐要求制定下调增发价的新方案是合情合理的。根据我们测算，增发价只要在 5.4 元/股以上就能保证对 EPS 起到增厚作用。即使在 07 年方案的基础上适度调低增发价，对公司 09 年的每股盈利还是利好的。

3.2 黔源电力：期待再次重组

2008 年，华电集团拟两次对黔源电力进行重组，但是，第一次重组由于条件不成熟，第二次收购由于被股东大会否决，因此，至今关于黔源电力重组事宜还是一个悬念。但根据华电集团对公司的战略定位及目前在公司所占股权比例，我们认为华电集团放弃对公司重组的可能性非常小。

图表 11：黔源电力股权结构



数据来源：公司公告、天相投顾整理



在重组方案方面，我们认为华电集团对黔源电力进行再次重组，很可能采取增发方式将乌江水电开发公司的水电资产直接注入黔源电力。如果注入乌江水电公司的水电资产，那么黔源电力的可控装机容量将增长 192.35%至 508.4 万千瓦，在建可控装机容量从 144.8 万千瓦增长 367.40%至 676.8 万千瓦，发电能力将大幅提升。

图表 12：黔源电力目前装机情况（单位：万千瓦）

	类型	装机容量	权益	权益装机容量	在建装机容量
引子渡发电厂	水电	36	95.00%	34.2	/
西源发电有限公司	水电	18	35.00%	6.3	/
北盘江电力公司	水电	104	51.00%	53.04	142
北源电力公司	水电	7.5	75.50%	5.66	2.8
普定电站	水电	8.4	100%	8.4	/
合计	/	173.9	/	107.6	144.8

数据来源：公司公告、天相投顾整理

图表 13：乌江水电主要水电装机容量（单位：万千瓦）

已投产				在建			
电站	装机容量	权益	权益装机容量	电站	装机容量	权益	权益装机容量
洪家渡电站	60	100%	60	构皮滩电站	300	100%	300
东风电站	69.5	100%	69.5	思一林电站	105	100%	105
索风营电站	60	100%	60	沙陀电站	112	100%	112
乌江渡电站	125	100%	125	格里桥电站	15	/	/
大花电站	20	/	/	/	/	/	/
合计	334.5	/	314.5	/	532	/	517

数据来源：公司公告、天相投顾整理

4. 投资建议与风险提示

图表 14：资产注入项目比较汇总

	川投能源	国投电力	长江电力
装机规模提升	✓		✓
装机结构改善		✓	
资产后续成长性	✓		
运营环境改善		✓	
盈利能力改善	✓	✓	
收购资产估值：			
收购单位权益装机的价格	✓		
收购 PB	✓		✓
收购 PE	✓		

数据来源：天相投顾（注：每个比较项目下获益最多用“✓”表示）

综合比较水电资产整合案例中标的资产本身的质量、运营环境、盈利能力几个方面，以及对上市公司资产规模提升、资产质量改善和盈利能力提高等方面的影响，我们认为川投能源的受益较大。但是国投电力资产注入后的估值水平在涉及水电整合

的三个公司中相对较低，后续可以给予关注。

长江电力整体上市带给公司资产规模提升、盈利水平提高的作用也较为明显，但是相对于上市公司本已良好的基本面来看，总体上利好的作用程度小于川投能源。从我们预计的收购资产估值水平来看，复牌后短期交易性机会可能差于川投能源，中长期仍值得关注。此外，桂冠电力和黔源电力存在较强的资产注入预期，可关注交易性投资机会。

以火电运营为主的五大发电集团在国资委资产整合的推动作用下，或于盈利能力好转后启动对上市公司的资产注入，建议关注五大旗下的主力上市公司：华能国际、华电国际、大唐发电和国电电力，以及资产整合预期较强的内蒙华电、鲁能泰山和吉电股份等。

电力行业资产整合存在不确定性，关注整合进程和方式不达预期的风险。

图表 15：相关上市公司盈利预测和估值

	收盘价 (09-3-24)	每股 净资产	EPS			PB	PE	
			2008A/E	2009E	2010E		2009E	2010E
国投电力	10.41	3.90	0.12	0.51	0.61	2.7	20	17
川投能源	17.45	2.86	0.56	0.49	0.53	6.1	36	33
长江电力	14.35	4.06	0.42	0.62	0.67	3.5	23	21
桂冠电力	7.95	2.67	0.02	0.23	0.26	3.0	34	30
黔源电力	16.33	4.29	0.86	0.22	0.47	3.8	74	35

数据来源：天相投顾

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路鼎诚国际大厦2801室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜华园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002