

# Value reports

## 国电电力:增发收购将重启高速增长之途

图1:五大发电集团装机与收入比较

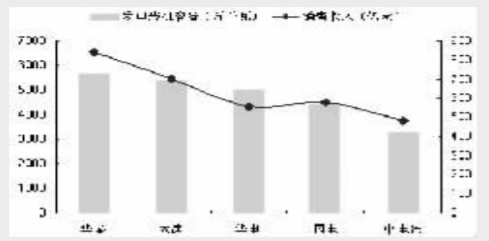


图2:五大发电集团与旗下电力公司比较

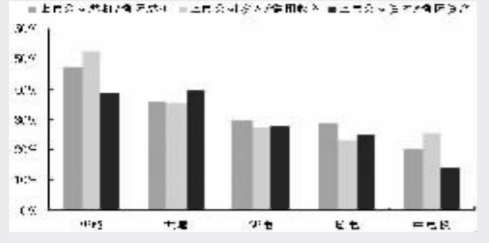


图3:已投产机组类型结构(2006年底权益)

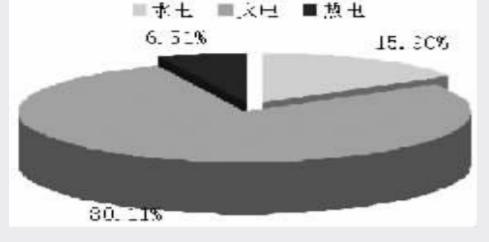


图4:在建机组类型结构

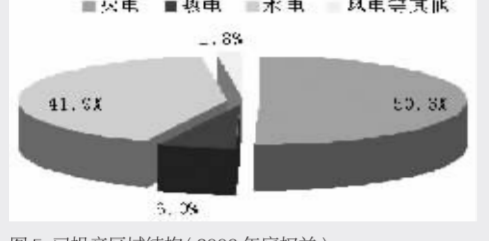


图5:已投产区域结构(2006年底权益)

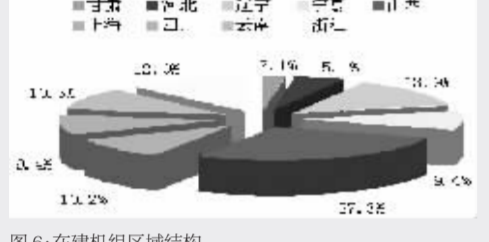


图6:在建机组区域结构

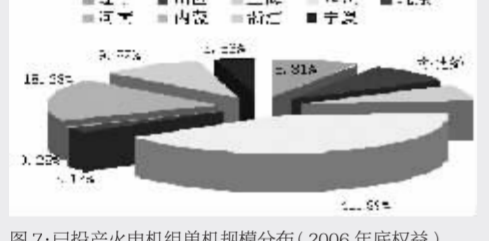


图7:已投产火电机组单机规模分布(2006年底权益)

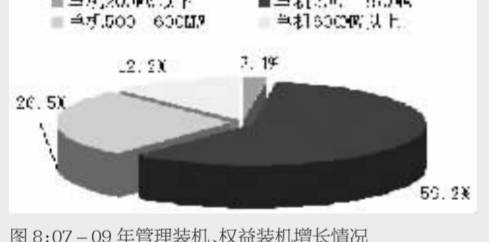


图8:07-09年管理装机、权益装机增长情况

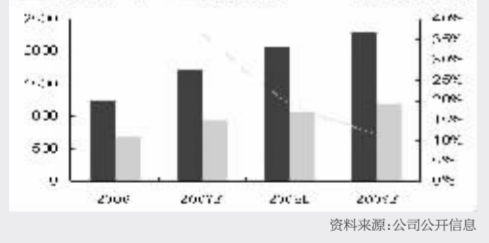


图9:公司1997-2006年净利润变化(单位:万元)

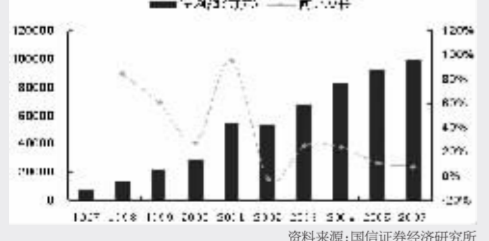


图10:04-07年中期主要控股电厂利润贡献比较

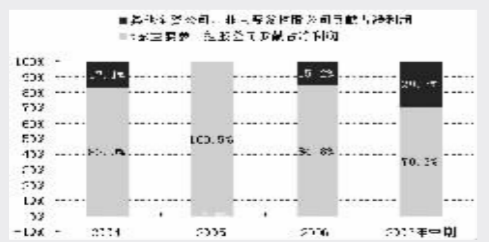


图11:06、07年中期5家参控股电厂权益利润占比

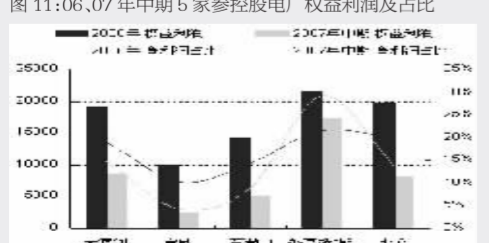


图12:2007、2008、2009年预测公司分电厂权益利润构成(左轴:EPS元/股)



●本次增发实施对07年业绩构成显著增厚  
●即不考虑未来进一步资产收购,公司07-09年成长性也相对突出  
●火电行业在2007年底基于利率的回升存在阶段性的投资机会,公司更加受益,12月合理价值22-24元,维持谨慎推荐  
2007年电力需求的增长超预期,05年以来大机组投产带来的利用率压力在逐

◎国信证券 徐颖真

步减轻,预计全国范围07年投产机组将同比减少,08年开始利用率将小幅回升,这将带来火电行业阶段性投资机会,国电电力下属电厂遍布全国11个省市,将明显受益于行业景气回升。预计公司07-09年摊薄后(假设增发2亿股)EPS分别0.58/0.68/0.79元,目前估值低于行业平均水平,维持谨慎推荐。

盈利预测及市场重要数据	2006	2007E	2008E	2009E
主营收入(百万元)	13,236	20,912	25,513	31,815
(+/-%)	20%	58%	22%	25%
净利润(百万元)	1000.65	1458.69	1853.10	2182.16
(+/-%)	8%	60%	27%	18%
每股收益(元)	0.411	0.584	0.675	0.794
市盈率(P/E)	45.0	31.7	27.4	23.3
市净率(P/B)	5.0	4.7	4.3	3.9
EV/EBITDA	18.2	13.4	10.8	9.7
息率(%)	0.0%	1.5%	2.0%	2.3%
净资产(百万元)	10078	PE/G	1.17	
总市值(百万元)	47,118	总市值(百万元)	2547	
企业价值(百万元)	68,410	流通股本(百万股)	1571	
资产负债率(%)	71%			
净资产收益率(%)	14.47%			
年度复合增长率(06-07)(%)	30%			

### 发展脉络

持续收购实现高速增长  
公司前身“东北热电”,1997年上市,10年来实施再融资三次,装机资产数百倍增长,02年五大电力集团成立,公司股权归国电集团,公司成为国电集团在A股的旗舰公司,2000年以后公司较少从集团收购资产,而以收购开发权自建为主,集团对公司的支持更多的体现在优质电源项目开发权的争取上。07年国电集团收购辽宁电力公司持有的公司股权后,国电集团对公司的持股比例上升到56%,本次增发收购成熟资产,是国电集团在06年公司股改时承诺的兑现,基于集团庞大的资产规模以及集团对公司一贯之支持态度,预计未来还将对公司进行持续的资产注入。

与华能国际、大唐发电、华电国际对比公司资产规模在国电集团中占比小,可增长空间大。

五大集团旗下均有数家上市公司,除中电投外其他四大集团均在A股市场有一家旗舰公司,国电集团在“五大”中规模、盈利能力、回报率等均处于中上水平,与国电电力上市后逐步收购不同,华能、大唐、华电上市时间均在5年以内,上市初期即达到相当规模,因此相对而言国电电力的可收购空间更大。(见图1、图2、表1)

### 资产剖析

电力资产(见表2)  
电力资产的类型、区域分布  
已投产装机火电占80%。其余是水电和热电,在建机组仍以火电为主,但水电占比大幅提升,达到41%,其余10%不到为风电和热电项目。  
已投产机组分布全国11个省市,4个电网区域,其中以山西占比最高,近1/3,其余浙江、辽宁、上海、云南、宁夏、四川占比都在10%上下,河北、甘肃等占比低。在建项目以四川占比最高达到41%,其次是内蒙,其他区域分布基本与公司已投产项目类似。

截至2006年底公司管理装机容量1264万千瓦,权益装机707万千瓦,07年收购及新项目投产增加权益装机218万千瓦,增幅达到36%,08年、09年权益装机的增幅还将达到19%、12%,且09年后大水电项目陆续投产,业绩的增长将显著高于装机增长。(见图3、图4、图5、图6、图7、图8)

非电资产构成  
公司非电业务合计账面投资额7.65亿,除国电财务2.1亿外计5.55亿,共投资了27家公司,其中绝大部分是电力设备相关公司,从静态看利润贡献较大,非电资产构成  
截至2006年底公司管理装机容量1264万千瓦,权益装机707万千瓦,07年收购及新项目投产增加权益装机218万千瓦,增幅达到36%,08年、09年权益装机的增幅还将达到19%、12%,且09年后大水电项目陆续投产,业绩的增长将显著高于装机增长。(见图3、图4、图5、图6、图7、图8)

煤炭相关投资:大同煤业、同煤集团共同投资同忻煤矿,项目投资为29.1亿元,公司投资比例为28%,其中矿并建设23.24亿元,选煤厂4.32亿元,铁路专用线1.53亿元。预计08年达产,达产后产能1000万吨,预计该项目的回报率较高,将是未来最重要的非电业务增长点。(见表3、表4)

### 行业地位

第四大电力上市公司,水、火匹配、区域匹配,业绩长期稳定增长  
与华能国际、华电国际、大唐发电火电占比高不同,公司控股51%的四川大渡河项目长期为公司贡献1/5-1/4净利润,成为业绩稳定的重要基础,此外公司每年持续有新项目投资,即使在2005年全行业经营状况显著恶化的时期由于外高桥二期等新投产项目的贡献业绩仍实现近20%的增长。另外从区域看,公司机组遍布9个省市,每个项目均在负荷中心,从电价落实、发电量完成、利润实现等均显著胜出,彰显公司良好的项目选择能力和成本控制能力,最突出的石嘴山电厂,4台33万千瓦机组年实现净利润在3-4亿之间,回报率甚至高于华东、广东地区。此外,外高桥二期、大同发电、直咸电厂等均回报良好,公司07年上市以来10年的业绩增长仅2002年小幅回落2%,其他年份均实现增长,10年复合增长率高达8%,2003年后复合增长率10%。(见表5、图9)

在建及规划项目确保未来竞争力、长期龙头地位可期  
2010年后随着大渡河梯级电站逐步投产,公司拥有水电权益装机预计将占到公司总权益装机的30%以上,基于水电没有行业周期性风险以及大渡河梯级电站较好的自然开发条件、电价政策,我们预计其回报率将高于一般火电项目,这是公司未来最明确的增长点之一;之二,07年开始公司明显开始走“北扩”之路,收购内蒙东胜热电以及国内蒙建设开发控股,国内蒙建设开发经营位于内蒙古鄂尔多斯市准

格尔旗长滩乡和伊金霍洛旗布连乡的两个煤电一体化项目,规划在内蒙古鄂尔多斯市建设河北省能源基地,实施煤电联营,向河北送电、输电。煤电一体化项目的电力建设总规模为:在长滩建设8台60万千瓦机组和年产2000万吨的煤矿;在布连建设6台60万千瓦机组和年产2000万吨的煤矿。计划在2008年开工建设布连电厂的一期2台60万千瓦机组和察哈素矿并年产800-1000万吨工程;2009年或2010年开工建设长滩电厂的一期2台60万千瓦机组和刘三圪旦的矿并年产800-1000万吨工程。到2020年两个项目全部达到规划规模;之三,本次增发收购的北仑一期、石嘴山一期、大渡河18%股权则有力保障今年2年的业绩增长。

主要电厂的预测假设及预测结论  
利率假设:浙江回升3%、上海持平、云南回升5%、甘肃下降2%、河北南网持平  
煤价假设:08年上半年均涨3%、09年持平  
电价假设:08年上涨幅度覆盖08年煤价涨幅  
我们预测公司2007-2009年EPS分别为0.58/0.68/0.79元,假设本次增发规模2亿股。(见图12)

本次增发情况及后续资产收购预期  
本次增发融资规模约30.5亿,市价增发,增发规模在2亿左右,占总股本的摊薄约7%,增发收购项目07年可增加权益净利润约2亿,是2006年净利润的20%,因此增发对业绩的增厚显而易见,同时增发收购资产的收购PE约-13倍之间。目前公司股价07年动态PE约32倍,因此增发将带来估值水平的下降。

9月27日国电集团公司召开“体制改革及资本运作研讨会”,明确提出“坚持以国电电力为平台的‘整体改制、分步实施’改革方案,推进集团公司整体改制上市”,基于公司一贯的承诺,预计未来国电集团仍加快对公司进行资产注入,因此公司在建及筹建项目外仍有更大的成长空间。

估值与投资建议  
持续收购+自建是公司上市10年以来业绩长期增长的2个重要途径,07-09年预计权益装机的增长将达到36%、19%、12%,07年的大幅增长很大一部分来自本次增发收购项目,在目前的项目预期下07年、08年、09年的净利润增长将达到60%、16%和18%,装机和净利润的增长均显著高于同业。  
决定火电行业景气走向的三要素:电价、煤价、利用小时有望在今年底明年年初向好的预期转变,因此我们判断今年4季度是大火电公司比较好的建仓时间,阶段性投资机会值得把握。

目前公司股价对应07年估值水平与行业持平,但08、09年动态估值水平明显偏低,12个月目标价22-24元,给予推荐评级。(见表6)

附录:财务报表预测

村东(亿元)	2006	2007E	2008E	2009E
营业收入	13236	20912	25513	31815
净利润	1000.65	1458.69	1853.10	2182.16
每股收益	0.411	0.584	0.675	0.794
市盈率	45.0	31.7	27.4	23.3
市净率	5.0	4.7	4.3	3.9
EV/EBITDA	18.2	13.4	10.8	9.7
息率	0.0%	1.5%	2.0%	2.3%
净资产	10078	PE/G	1.17	
总市值	47118	总市值	2547	
企业价值	68410	流通股本	1571	
资产负债率	71%			
净资产收益率	14.47%			
年度复合增长率(06-07)	30%			

附录:财务报表预测

村东(亿元)	2006	2007E	2008E	2009E
营业收入	13236	20912	25513	31815
净利润	1000.65	1458.69	1853.10	2182.16
每股收益	0.411	0.584	0.675	0.794
市盈率	45.0	31.7	27.4	23.3
市净率	5.0	4.7	4.3	3.9
EV/EBITDA	18.2	13.4	10.8	9.7
息率	0.0%	1.5%	2.0%	2.3%
净资产	10078	PE/G	1.17	
总市值	47118	总市值	2547	
企业价值	68410	流通股本	1571	
资产负债率	71%			
净资产收益率	14.47%			
年度复合增长率(06-07)	30%			

附录:财务报表预测

村东(亿元)	2006	2007E	2008E	2009E
营业收入	13236	20912	25513	31815
净利润	1000.65	1458.69	1853.10	2182.16
每股收益	0.411	0.584	0.675	0.794
市盈率	45.0	31.7	27.4	23.3
市净率	5.0	4.7	4.3	3.9
EV/EBITDA	18.2	13.4	10.8	9.7
息率	0.0%	1.5%	2.0%	2.3%
净资产	10078	PE/G	1.17	
总市值	47118	总市值	2547	
企业价值	68410	流通股本	1571	
资产负债率	71%			
净资产收益率	14.47%			
年度复合增长率(06-07)	30%			

附录:财务报表预测

村东(亿元)	2006	2007E	2008E	2009E
营业收入	13236	20912	25513	31815
净利润	1000.65	1458.69	1853.10	2182.16
每股收益	0.411	0.584	0.675	0.794
市盈率	45.0	31.7	27.4	23.3
市净率	5.0	4.7	4.3	3.9
EV/EBITDA	18.2	13.4	10.8	9.7
息率	0.0%	1.5%	2.0%	2.3%
净资产	10078	PE/G	1.17	
总市值	47118	总市值	2547	
企业价值	68410	流通股本	1571	
资产负债率	71%			
净资产收益率	14.47%			
年度复合增长率(06-07)	30%			

附录:财务报表预测

村东(亿元)	2006	2007E	2008E	2009E
营业收入	13236	20912	25513	31815
净利润	1000.65	1458.69	1853.10	2182.16
每股收益	0.411	0.584	0.675	0.794
市盈率	45.0	31.7	27.4	23.3
市净率	5.0	4.7	4.3	3.9
EV/EBITDA	18.2	13.4	10.8	9.7
息率	0.0%	1.5%	2.0%	2.3%
净资产	10078	PE/G	1.17	
总市值	47118	总市值	2547	
企业价值	68410	流通股本	1571	
资产负债率	71%			
净资产收益率	14.47%			
年度复合增长率(06-07)	30%			

表1:五大电力集团比较(2006年数据)

	华能	大唐	华电	国电	中电投
发电装机容量(万千瓦)	5719	5406	5005	4445	3328
同比增长(%)	32	30	29	27	14
发电量(亿千瓦时)	2820	2516	1995	2259	1725
同比增长(%)	10	20	22	19	20
新投产容量(万千瓦)	1397	1240	1124	939	408
同比增长(%)	32	30	29	27	14
新投产收入(亿元)	845	703	555.6	580	483
同比增长(%)	15	27	26	36	27
利润(亿元)	95.51	55	31	40	39
同比增长(%)	18	51	65	25	93
资产总额(亿元)	2856	2266	1961	1880	1812
同比增长(%)	26	24	34	42	31
2006年ROE	6.6	3.62	3.3	4.15	4.82
计划2010年装机容量(万千瓦)	8000		8000		7000
计划2010年收入(亿元)	1400				1200
计划2010年资产(亿元)	4000				3000
旗下上市公司	控股2家、参股1家	控股3家	控股2家	控股2家	控股5家(1家参股公司)

资料来源:国信证券经济研究所

表2:公司下属电力资产构成(装机容量:万千瓦)

电厂	总装机	机组构成	权益%	机组类型	厂址	所处地区	投产时间	进入公司
大同二	120	20*6	100	120	坑口	山西	84-88	2000年收购
朝阳	40	20*2	100	40	坑口	辽宁	72-75	1999年收购
大连开发区	14.4	6*2+12*2	100	14.4	一般火电	辽宁	91.93	2000年收购
桓仁	29.45	7*2+2*7.2+5*1+3*6*2	100	29.45	水电	辽宁	68-72	2000年收购
太平湖	16.1	4*25*4	100	16.1	水电	辽宁	79-82	2000年收购
龚嘴、铜街子	132	4*15+5*11+0+2*11	51	67.3	水电	四川	71-78、92-94	2000年收购
宣威6期	60	30*2	41	24.6	坑口	云南	2001	2001年收购
宣威6期	60	30*2	41	24.6	坑口	云南	2003、2004	自建
宣威7期	60	30*2	41	24.6	坑口	云南	2007	自建
石嘴山	132	33*4	50	66	坑口	宁夏	2003、2004	自建
外二	180	90*2	40	72	一般火电	上海	04年	2003年收购
邯郸	42	20*2	39	16.4	一般火电	河北	98/99	2004年收购
北仑	180	60*3	47	84.6	一般火电	浙江	2000	自建
连城二期	60	30*2	25	15	坑口	甘肃	2004、2006	自建
大同发电	120	60*2	60	72	坑口	山西	06/04和06/07	2003年收购
邯郸扩建	20	20*1	100	20	一般火电	河北	2006	自建
2006年	1263.95			707				自建
外三	200	100*2	30	60	一般火电	上海	2008	自建
压火	120	60*2	51	61.2	一般火电	辽宁	2007	自建
太阳宫	70	35*2	26	18.2	天然气发电	北京	2008	自建
瀑布沟	360	60*6	69	168.3	水电	四川	2009-2011	自建
深溪沟	66	165*4	69	33.66	水电	四川	2011、2012	自建
大岗山	260	65*4	65.4	132.6	水电	四川	2013、2014	自建
鲁西特	10.05		33		风电	内蒙	2007	自建
小棚	4.95				风电	辽宁	2007	自建
兴城	4.95				风电	辽宁	2007	自建
福祥风电	2.4				生物能源	河南	2007	自建
石嘴山第一	66	33*2	50	33	坑口	宁夏	2006	2007年收购
北仑第一	120	60*2	70	84	一般火电	浙江	1992、1993	2007年收购
东胜	66	33*2	50	33	坑口	内蒙古	2008	2007年收购
朔州王坪	40	待定			一般火电	山西	2008、2009	自建
大同三期	120	60*2	60	72	坑口	山西	2009	自建
布连一期	120	60*2	50	60	坑口	山西	2010	2007年收购
长滩一期	120	60*2	50	60	坑口	山西	2011	2007年收购
龚嘴、铜街子	132	4*15+5*11+0+2*11	18	23.76	水电	四川	71-78、92-94	2007年收购

资料来源:国信证券经济研究所

表3:公司下属非电资产构成(单位:万元)