

定向增发利在远期

中性 调整评级

 分析师: 邹序元 邮箱: zouxuyuan@chinastock.com.cn 电话: 010-66568668

1. 事件

公司拟向包括华能集团在内的不超过十名特定投资者以非公开发行方式发行不超过 12 亿股境内上市人民币普通股股票 (A 股); 拟向华能香港公司发行 4 亿股境外上市外资股股票 (H 股); 拟募集资金约 103 亿元。

2. 我们的分析与判断

公司此次募集资金拟投入风电和大容量、高参数火电项目, 其中风电投资项目达到 55 万千瓦, 火电项目为 340 万千瓦。从公告内容看, 公司对风电项目的资本金投资比例至少为 71%, 这有利于项目投产后的经济效益提升 (项目本身财务费用压力小)。火电项目中包括江苏金陵 100 万千瓦机组、福建福州 60 万千瓦机组等华东、华南地区的项目, 这些地区的大容量火电机组盈利能力较强。平凉电厂二期扩建项目比邻甘肃华亭煤业的主产区。华能集团目前持有华亭煤业集团 49% 的股权, 为单一的最大股东。平凉电厂与华亭煤业具备煤电产业链一体化的优势。

公司目前的资产负债率为 74%, 因此公司拟用 21 亿募集资金偿还金融机构借款。预计增发完成后, 公司资产负债有望降至 70%, 年节省财务费用约 1.3 亿元。

表 1: 拟募集资金投向

项目名称	装机容量 (万千瓦)	项目总投资 (亿元)	拟投入募集资金 (亿元)
甘肃干河口第二风电场项目	19.95	20.37	14.5
甘肃桥湾第二风电场项目	20.10	20.47	14.6
甘肃桥湾第三风电场北项目	10.10	10.50	7.5
华能康保风电场一期	4.95	5.25	3.7
江苏华能金陵电厂二期“上大压小”项目	100	51.60	2.2
华能福州电厂三期 5 号机组	60	28.70	17.9
甘肃华能平凉电厂二期	120	43.50	2.6
湖南华能岳阳电厂三期“上大压小项目	60	26.36	2.0
偿还金融机构借款	-	-	21.0

资料来源: 公司公告

此次增发前, 华能集团直接及间接控制华能国际 50.95% 的股份, 本次非公开发行 A 股和 H 股完成后, 以非公开发行 12 亿股 A 股股票、4 亿股 H 股股票计算, 华能集团直接及间接控制公司 50.84% 的股份。因此, 华能集团基本上是同比例参与增发, 其对上市公司的控制力没有削弱。

公司此次融资主要用于在建、拟建项目和改善资本结构, 短期内没有业绩增厚, 但是增发有利于公司持续、长期发展。根据公司的发展目标: 到 2010 年底, 实现装机容量超过 6000 万千瓦; 煤炭可控 5000 万吨/年; 港口煤炭储运、中转能力超过 4000 万吨/年; 煤炭海运能力超过 3000 万吨/年。公司近期的收购和增发行为都是为实现 2010 年发展目标而进行的努力。

3. 投资建议

我们假设 2010 年公司境内电厂单位燃料成本同比上涨 6%，上网电价上调 1%，机组利用率上升 2%，综合融资成本 5.7%；2011 年单位燃料成本和上网电价不变，燃煤机组利用率上升 2%。我们预计 2009-2011 年公司每股收益分别为 0.43 元、0.36 元和 0.42 元，对应的市盈率估值分别为 19 倍、22 倍和 19 倍，2010 年动态市净率为 2.2 倍。

公司估值合理，但短期内缺少刺激股价上涨的催化剂，我们对公司的投资评级为“中性”。公司业绩对火电上网电价变动的敏感性高，如果国家在第二季度进行火电上网电价调整，则公司业绩有望大幅提高。

表 2: 公司 2010 年每股收益对火电上网电价和标煤单价的敏感性分析

2010 年每股收益		火电上网电价变化幅度					
		-1%	0%	1%	2%	3%	4%
标煤单价变动幅度	0%	0.45	0.49	0.54	0.59	0.64	0.69
	3%	0.35	0.40	0.45	0.50	0.55	0.60
	6%	0.26	0.31	0.36	0.41	0.46	0.51
	9%	0.17	0.22	0.27	0.31	0.36	0.41
	12%	0.07	0.12	0.17	0.22	0.27	0.32

资料来源: 中国银河证券研究所

表 3: 公司主要财务指标与估值

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	50435	67825	80451	89215	98281
EBITDA(百万元)	14986	6632	18564	18493	20368
归属净利(百万元)	5997	-3701	5177	4318	5039
摊薄 EPS(元)	0.50	-0.31	0.43	0.36	0.42
PE(X)	11.54	-21.01	18.67	22.39	19.19
EV/EBITDA(X)	8.14	27.57	11.79	12.57	11.45
PB(X)	1.50	2.15	2.30	2.19	2.07
ROIC	6.36%	-0.66%	5.26%	4.35%	4.90%
总资产周转率	0.43	0.47	0.46	0.46	0.48

资料来源: 中国银河证券研究所

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

电力行业分析师（或分析师团队）覆盖股票范围：

长江电力（600900.SH）、国电电力（600795.SH）、华能国际（600011.SH）、国投电力（600886.SH）、华电国际（600027.SH）、大唐发电（601991.SH）、粤电力 A（000539.SZ）、上海电力（600021.SH）、建投能源（000600.SZ）、金山股份（600396.SH）、漳泽电力（000767.SZ）、桂冠电力（600236.SH）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系： 010-66568849

上海地区联系： 010-66568281

深圳广州地区联系： 010-66568908