

可转债融资较好保护股东权益

国投电力拟发行可转债点评

报告关键点:

- 📖 拟发行可转债用于增资二滩水电公司
- 📖 融资方案较好保护股东权益
- 📖 维持“中性-A”评级

报告摘要:

- **拟发行可转债:** 5月10日,公司董事会审议通过了发行可转债议案,拟发行不超34亿元,利率不超过3%的可转债,募集资金全部用于注资二滩水电公司。初始转股价格不低于募集说明书公布日前二十个交易日公司股票交易均价。
- **大额融资符合预期:** 在2009年11月定向增发完成后,公司资产负债率已高达81.5%;同时,雅砻江的后续开发将需要大量资金,我们估计接近100亿元,因此公司亟需进行融资,此次融资符合预期。
- **静态可转换股数占现有股本19.6%:** 保守按前二十个交易日均价8.71元,按34亿元融资计算,共增加股本39036万股,约占现有股本19.6%。
- **融资方案较好保护股东利益:** 公司拟采用可转债方式进行融资,而未采用其他更为激进的股权融资方案,有利于保护现有股东权益。
短期来看,2010-2012年,受新增项目较少限制,公司进入平稳发展期,预计转股可能性较小,而依靠可转债不到3%的低利率,有利于业绩平稳增长。估计通过财务费用的下降,可增厚每股盈利约0.04元。
而2013年及之后,随着锦屏等大型水电站逐步投产,公司业绩将再次爆发,并可较大幅度抵消债转股对于业绩摊薄影响。
考虑现在市场行情,我们认为该融资方式是现阶段最有利公司及全体股东的。
- **川投能源定向增发融资预计亦为注资二滩水电:** 另外,川投能源于同一天公告将进行停牌,筹划非公开发行股票事宜。由于该公司拥有二滩水电48%股权,按65亿元增资总额计算共需出资31.2亿元。因此我们猜测其融资目的亦为注资二滩水电公司。
- **维持“中性-A”评级:** 我们假设可转债于2010年末发行,按照3%的利率计算,并不考虑债转股影响,上调2011-2012年EPS至0.36和0.37元。
但考虑公司短期业绩缺乏增长点,2010年动态PE较高,维持“中性-A”评级,并下调目标价至9元。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6,580.1	11,917.1	15,179.2	16,497.5	16,869.5
Growth(%)	-1.0%	81.1%	27.4%	8.7%	2.3%
净利润	167.6	1,009.4	988.0	1,232.9	1,293.0
Growth(%)	-77.5%	328.1%	9.7%	24.3%	1.0%
毛利率(%)	3.1%	9.1%	25.3%	25.7%	26.6%
净利润率(%)	1.9%	4.5%	3.8%	4.4%	4.3%
每股收益(元)	0.06	0.27	0.29	0.36	0.37
每股净资产(元)	2.06	4.63	4.75	4.91	5.08
市盈率	122.3	28.6	26.1	21.0	20.8
市净率	3.7	1.6	1.6	1.5	1.5
净资产收益率(%)	2.8%	6.2%	5.8%	5.9%	6.0%
ROIC(%)	3.6%	14.8%	3.4%	3.3%	3.0%
EV/EBITDA	19.7	27.8	16.1	16.8	18.2
股息收益率	1.0%	0.8%	2.1%	2.4%	2.4%

敬请参阅报告结尾处免责声明

评级: **中性-A**

上次评级: 中性-A

目标价格: **9.00元**

期限: 3个月 上次预测: 10.00元

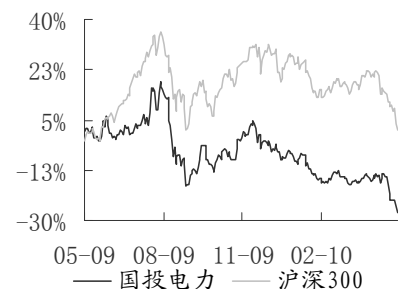
现价: 7.61元

报告日期: **2010-05-10**

市场数据

总市值(百万元)	15,182.72
流通市值(百万元)	8,025.72
总股本(百万股)	1,995.10
流通股本(百万股)	1,054.63
12个月最高/最低	7.60/12.58元
十大流通股股东(%)	57.70%
股东户数	130,615

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	2.33	(2.14)	(28.95)
绝对收益	(13.72)	(12.63)	(27.24)

研究员

张龙	首席行业分析师
021-68766113	zhanglong@essence.com.cn
证券执业编号	S1450209070217
诸勤秒	助理行业分析师
021-68765175	zhuqm@essence.com.cn

前期研究成果

国投电力: 进入平稳发展期	2010-04-21
国投电力: 业绩符合预期	2009-10-29
国投电力: 煤价控制较好, 业绩符合预期	2009-03-12

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-5-10

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6,580.1	11,917.1	15,179.2	16,497.5	16,869.5	成长性					
减: 营业成本	6,373.7	10,827.2	11,343.9	12,262.2	12,377.9	营业收入增长率	-1.0%	81.1%	27.4%	8.7%	2.3%
营业税费	29.6	106.0	149.2	162.3	169.5	营业利润增长率	-73.9%	333.4%	-2.0%	21.3%	6.4%
销售费用	11.7	4.5	6.0	6.0	6.0	净利润增长率	-77.5%	328.1%	9.7%	24.3%	1.0%
管理费用	193.0	444.3	430.9	431.4	441.4	EBITDA 增长率	-45.9%	207.1%	106.2%	9.8%	4.8%
财务费用	631.9	1,695.2	2,181.6	2,373.3	2,541.6	EBIT 增长率	-97.7%	3061.2%	432.7%	13.1%	6.8%
资产减值损失	20.8	8.6	-	-	-	NOPLAT 增长率	-62.0%	336.1%	16.2%	16.9%	5.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	4.7%	400.6%	21.4%	15.5%	14.7%
投资和汇兑收益	68.6	102.2	100.2	154.3	174.0	净资产增长率	-6.2%	171.5%	3.5%	22.9%	3.9%
营业利润	275.0	1,192.1	1,167.9	1,416.6	1,507.1	利润率					
加: 营业外净收支	3.8	49.9	40.0	40.0	40.0	毛利率	3.1%	9.1%	25.3%	25.7%	26.6%
利润总额	278.8	1,242.0	1,207.9	1,456.6	1,547.1	营业利润率	4.2%	10.0%	7.7%	8.6%	8.9%
减: 所得税	111.2	232.6	219.9	223.7	254.1	净利润率	1.9%	4.5%	3.8%	4.4%	4.3%
净利润	167.6	1,009.4	988.0	1,232.9	1,293.0	EBITDA/营业收入	15.4%	26.1%	42.3%	42.7%	43.8%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	0.3%	5.3%	22.1%	23.0%	24.0%
货币资金	1,071.0	2,084.4	1,821.5	1,979.7	2,024.3	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	713	841	1,001	894	964
应收帐款	946.5	2,694.5	2,495.2	2,711.9	2,773.1	流动营业资本周转天数	48	23	60	101	97
应收票据	51.8	126.5	499.0	542.4	554.6	流动资产周转天数	165	164	188	177	175
预付帐款	310.6	2,307.8	2,534.7	2,412.0	2,288.3	应收帐款周转天数	41	37	41	38	39
存货	660.7	605.0	725.6	620.5	626.8	存货周转天数	25	20	17	16	14
其他流动资产	-	2.8	-48.6	-48.6	-48.6	总资产周转天数	993	1,611	2,252	2,383	2,673
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	861	1,461	2,117	2,302	2,591
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	876.7	1,549.4	2,786.4	3,086.4	3,110.4	ROE	2.8%	6.2%	5.8%	5.9%	6.0%
投资性房地产	42.6	51.6	51.6	51.6	51.6	ROA	0.9%	1.1%	1.0%	1.1%	1.0%
固定资产	13,226.8	42,442.5	42,007.3	39,895.1	50,415.7	ROIC	3.6%	14.8%	3.4%	3.3%	3.0%
在建工程	637.5	35,223.1	47,505.4	64,624.7	70,724.7	费用率					
无形资产	305.3	831.5	832.4	833.4	834.3	销售费用率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	140.4	472.2	272.6	252.6	232.6	管理费用率	2.9%	3.7%	2.8%	2.6%	2.6%
资产总额	18,270.0	88,391.4	101,483.1	116,961.7	133,587.8	财务费用率	9.6%	14.2%	14.4%	14.4%	15.1%
短期债务	2,245.3	12,142.3	19,472.8	27,676.8	40,448.3	三费/营业收入	12.7%	18.0%	17.3%	17.0%	17.7%
应付帐款	811.9	4,695.3	2,175.5	2,351.7	2,373.8	偿债能力					
应付票据	-	791.6	62.2	67.2	67.8	资产负债率	67.0%	81.5%	83.3%	82.2%	83.8%
其他流动负债	1,354.0	4,166.1	4,227.5	4,459.3	4,496.5	负债权益比	203.1%	440.2%	499.2%	461.9%	517.8%
长期借款	7,747.2	50,083.3	55,083.3	58,083.3	61,083.3	流动比率	0.69	0.36	0.31	0.24	0.17
其他非流动负债	84.7	150.7	3,524.4	3,507.8	3,496.0	速动比率	0.53	0.33	0.28	0.22	0.16
负债总额	12,243.1	72,029.4	84,545.7	96,146.1	111,965.8	利息保障倍数	0.03	0.37	1.54	1.60	1.59
少数股东权益	1,909.0	7,121.4	7,465.9	11,018.0	11,495.2	分红指标					
股本	1,054.6	1,995.1	1,995.1	1,995.1	1,995.1	DPS(元)	0.07	0.06	0.16	0.18	0.18
留存收益	3,063.3	7,245.6	7,476.5	7,802.5	8,131.7	分红比率	118.0%	23.1%	55.4%	50.0%	50.0%
股东权益	6,026.9	16,362.0	16,937.4	20,815.6	21,622.0	股息收益率	1.0%	0.8%	2.1%	2.4%	2.4%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	167.6	1,009.4	988.0	1,232.9	1,293.0	EPS(元)	0.06	0.27	0.29	0.36	0.37
加: 折旧和摊销	1,023.5	2,532.3	3,068.4	3,258.5	3,335.1	BVPS(元)	2.06	4.63	4.75	4.91	5.08
资产减值准备	20.8	-5.5	-	-	-	PE(X)	122.3	28.6	26.1	21.0	20.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.7	1.6	1.6	1.5	1.5
财务费用	607.7	648.1	1,709.1	2,181.6	2,373.3	P/FCF	-	-1.6	-13.3	-4.8	-160.2
投资收益	-68.6	-102.2	-100.2	-154.3	-174.0	P/S	2.3	1.3	1.0	0.9	0.9
少数股东损益	43.4	478.0	405.3	508.4	561.4	EV/EBITDA	19.7	27.8	16.1	16.8	18.2
营运资金的变动	-22.0	127.3	-3,275.5	284.0	112.2	CAGR(%)	94.5%	8.6%	26.2%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	1,670.8	5,044.6	3,267.7	7,502.8	7,669.3	PEG	1.3	3.3	1.0	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-1,704.1	-11,394.3	-16,048.8	-18,356.7	-19,751.0	ROIC/WACC	0.6	2.5	0.6	0.6	0.5
融资活动产生现金流量	-233.7	6,064.4	13,026.1	8,568.5	12,864.1	REP	2.1	0.4	1.8	1.9	2.1

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

张龙，电力行业首席分析师，毕业于清华大学，工学硕士，4年证券从业经验。2007年4月加盟安信证券研究中心。新财富2007年最佳分析师“电力及公用事业”行业第三名。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%；
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	南方	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层
邮编: 100034