

电力行业

桂冠电力 (600236)

中性

报告原因: 事件点评

获政府补贴点评

2009 年 1 月 9 日

公司研究

基础数据: 2009 年 1 月 8 日

收盘价 (元) 6.59

一年最高/最低 (元)

市净率

流通A股市值 (亿)

基础数据: 2009 年 1 月 9 日

每股净资产 (元) 2.8

资产负债率 %

总股本/流通A股 (亿) 14.8/6.98

执笔人

梁玉梅

Tel: 010-82190396

E-mail: Meiyuliang2000@163.com

联系人

焦春成

Tel: 0351-8686990

E-mail: sxzqyjfb@i618.com.cn

址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话: 0351-8686990

山西证券有限责任公司

http://www.i618.com.cn

事件: 根据大唐集团转发财政部《财政部关于下达中国大唐集团公司 2008 年中央国有资本经营预算(拨款)的通知》(财企[2008]281 号), 该公司收到 2008 年中央国有资本经营预算资金拨款 3000 万元, 用于公司汶川地震灾后重建项目。

投资要点:

- **增厚每股收益0.02元, 增厚比例10%** 根据公司股本计算增厚公司每股收益0.02, 预计09年公司每股收益0.2元, 增厚约10%。
- **地震损失是主要补贴原因** 去年5月该公司同处四川茂县的天龙湖电力有限公司(装180MW)和金龙潭电力有限公司(装机180MW)同在地震中受损, 直接经济损失在3000万元左右, 本次补贴基本上可以弥补地震损失。
- **“双龙”重新并网 09年正常出力** 由于地震原因, 天龙湖水电站和金龙潭水电站生产经营情况受到严重影响, 上半年发电量同比下降45.73%, 严重影响09公司的总体盈利。“双龙”已于2008年11月2日才重新并入四川电网发电, 2009年将正常发挥效力。
- **合山电厂电价大幅上调** 2008年发改委进行了两次电价调整, 合山火电(扩建)合计上调15.54%, 合山(老厂)上调27.14%, 调整幅度高于全国平均水平的11%左右; 而煤炭价格大幅下跌, 09年合山电厂扭亏为盈是必然事件。
- **岩滩注资搁浅** 定向增发收购岩滩水电站(121万千瓦)的工作的首次董事会决议公告日距今已超过6个月, 根据相关规定, 桂冠电力已终止此次注资, 且未来3个月内不再筹划重大资产重组事项。由于历史原因, 岩滩电站含税电价仅有0.1544元/千万时, 盈利能力低于公司其他水电站, 收购岩滩水电站对每股收益增厚作用并不是很大, 但由于岩滩水电后续二期拟扩建60万千瓦, 注资终止影响公司未来的规模和成长性。
- **未来仍存在注资预期** 本次注资失败主要由于地震受损影响公司经营及估值, 使得注资方案没有获得国资委的批复。大唐集团在桂冠电力股改方案中确立了桂冠电力作为大唐集团在广西红水河流域唯一水电运作平台的地位。承诺表示通过定向增发, 将岩滩水力发电厂注入桂冠电力的工作, 同时逐步将龙滩水电开发有限公司的发电资产注入桂冠电力, 预计未来可能再次实施注资。
- **投资建议** 保守预计09公司每股收益分别为0.22元, 对应动态市盈率为30 倍, 估值基本合理, 给予“中性”的投资评级。

附表：

表1：公司水电资产

项目	类型	装机容量 (万千瓦)	权益比例	权益装机 (万千瓦)	含税上网电 价
大化水电站	水电	45.6	100.00%	45.6	0.2412
百龙滩水电站	水电	19.2	100.00%	19.2	0.2412
乐滩水电站	水电	60.0	52.00%	31.2	0.2600
平班水电站	水电	40.5	35.00%	14.2	0.2600
天龙湖水电站	水电	18.0	100.00%	18.0	0.2880
金龙潭水电站	水电	18.0	100.00%	18.0	0.2880
合山电厂	燃煤	66.0	60.00%	39.6	0.3771
合计		201.3		146.2	

资料来源：山西证券

表2：公司火电资产

项目	类型	装机容量 (万千瓦)	权益比例	权益装机 (万千瓦)	含税上网电 价
合山新厂	燃煤	66.0	60.00%	39.6	0.4357
合山老厂	燃煤	10.0	60.00%	6.0	0.4357
合计		77.0		185.8	

资料来源：山西证券

表3：合山电厂电价调整情况

	原上网电价 (元/千万时)	7月1日调整后 (元/千万时)	8月30日调整后 (元/千万时)	合计调整 幅度
合山电厂（扩建）	0.3771	0.4107	0.4357	15.54%
合山电厂（老厂）	0.3427	0.4107	0.4357	27.14%

资料来源：山西证券

表6：公司资产储备

电站名称	机组类型	装机容量(万千瓦)	位置	投产时间
合山上大压小	火电	120	广西	09年投产
大化二期	水电	11	广西	09年投产
太白滩水电站	水电	3.8	四川	
八庙沟水电站	水电	2.4	四川	
飞仙关水电站	水电	3	四川	
孙河流域水电	水电	13.9	四川	
四格风电场	风电	12.5	贵州	
合计		166.6		

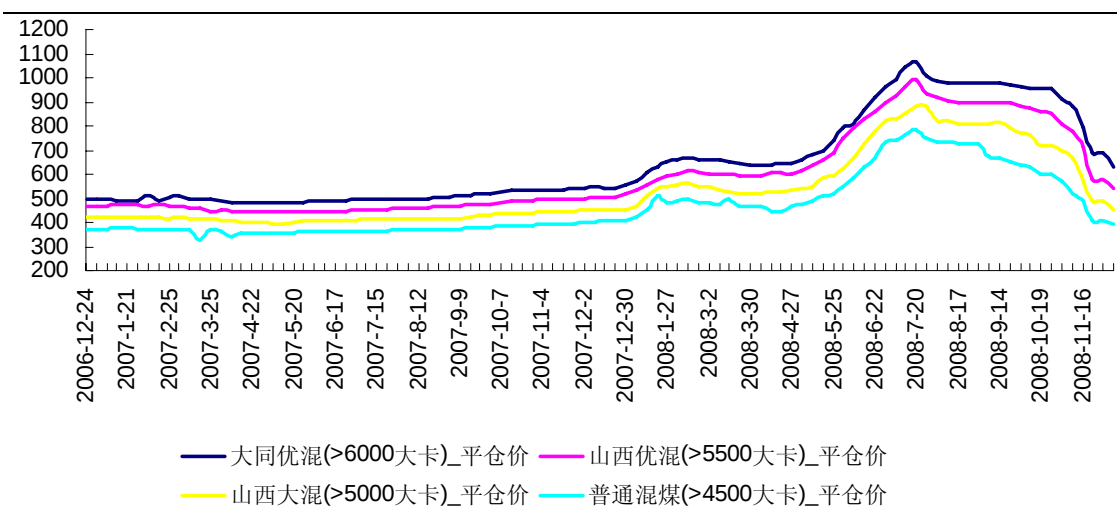
资料来源：山西证券

表7：集团预计可能注入资产

项目	类型	装机容量 (万千瓦)	权益比 例	权益装机 (万千瓦)	含税上 网电价	预计注入 时间
龙滩水电站一期	水电	490	65.00%	318.5	0.307	2012 年
岩滩水电站	水电	121	70%	84.7	0.1331	2010 年

资料来源：山西证券

图1：煤炭价格走势



资料来源：CCTD

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我们对这些信息的准确性及完整性不作保证，不保证该信息未经任何更改。在任何情况下，报告中的信息或的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。任何情况下，不对本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在公开前已经使用或了解其中的信息。本报告归山西证券有限公司所有，未经同意不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。