

日期: 2009年2月17日

行业: 电力行业



严浩军 牛品
021-53519888-1911
niupin_elec@yahoo.cn

将资产注入进行到底

基本数据 (Y08Q3)

报告日股价 (元)	7.88
12mth A 股价格区间 (元)	4.23/14.65
总股本 (百万股)	1479.89
无限售 A 股/总股本	698.04
流通市值 (百万元)	5500.56
每股净资产 (元)	2.67
PBR (X)	2.95
DPS (Y07, 元)	10 送 1.2 元

主要股东 (Y08Q3)

中国大唐集团公司	45.53%
广西投资集团有限公司	16.49%
广西大化金达实业开发有限公司	2.26%
博时主题行业股票证券投资基金	1.67%

收入结构 (Y08Q2)

发电	100.00%
----	---------

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



相关报告: NP09-CT02

■ 报告目的:

近日与公司董事会秘书等管理人员进行了交流, 主要了解公司的生产经营状况、资产注入事项等问题。

■ 主要观点:

08 年业绩大幅下降, 09 年盈利显著回升

由于煤炭价格上涨以及四川水电机组地震受损, 2008 年公司净利润下降 90% 左右。由于上游龙滩大坝建成后蓄水效果显著, 以及煤炭价格大幅下降, 我们预计 2009 年公司业绩将显著回升。但由于公司要消化一段时间高价库存煤, 一季度盈利难有大起色。

岩滩资产定将注入, 业绩存在提升空间

股改时母公司大唐集团承诺将岩滩资产注入公司。资产收购完成后, 公司权益装机容量将增加 45.59%, 每股收益增加 0.08 元左右, 每股净资产提升 0.67 元, 显著提高公司的盈利水平。公司正在积极促进资产注入事项, 我们预计年内有望完成。

管理层雄心勃勃, 公司规模扩张值得期待

由于装机规模小、总体利润少, 公司收购大中型水电项目的能力不足。如岩滩资产注入后, 公司盈利能力大为提高, 有助于公司后续进行规模扩张。

■ 投资建议:

维持公司“跑赢大市”评级, 六个月内目标价格为 10.02 元/股。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E
营业收入	3,250.22	3,361.78	3,271.56	3,147.69
年增长率 (%)	26.34	3.43	-2.68	-3.79
归属于母公司的净利润	307.90	334.44	26.51	195.25
年增长率 (%)	40.24	8.62	-92.07	636.40
每股收益 (元)	0.21	0.23	0.02	0.13
PER (X)	37.52	34.26	394.00	60.62

注: 有关指标按最新总股本为 1479.89 百万股计算

一、09 年业绩显著回升

1、08 年业绩大幅下降

公司是我国第二大水电类上市公司，目前权益装机容量为 185.78 万千瓦，其中水电装机容量为 146.18 万千瓦，占比 78.68%。

2009 年 1 月 23 日公司发布业绩预减公告，预计公司 2008 年度净利润比 2007 年同期下降 90%以上。业绩大幅下降的主要原因如下：

（一）上半年，广西火力发电用煤价格暴涨，火电成本高居不下；下半年，受水力发电出力增多和社会用电需求疲软双重挤压，广西火电机组利用小时较上年同期大幅下降，公司控股的合山火电厂发生严重亏损；

（二）受四川汶川“5.12”大地震影响，四川电网遭受破坏，公司全资的四川茂县天龙湖和金龙潭两个水电站电量销售遭受重大损失，预计销售量减少 10 亿千瓦时左右。2008 年 11 月，两水电站已恢复发电。

2、09 年业绩有所提升

2008 年红水河流域来水情况较好，来水同比增长 1-2 成；2009 年 1-2 月份，红水河流域来水较去年同期下降 1-2 成。由于岩滩上游龙滩开始蓄水发电，来水减少并没有影响公司水电发电量。龙滩公司拟将蓄水位由 375 米提高到 400 米，建成后龙滩水库对下游的调节作用将更加明显。

2008 年广西省装机容量同比增长 22%，其中水电增长 33.6%，火电增长 9.0%。我们预计广西省年度电力需求增长 5%左右，预计火电发电设备利用小时数将下降 800 小时左右。

由于龙滩大坝的蓄水作用显现，以及煤炭价格大幅下跌，我们预计 09 年公司业绩将出现回升。但是公司的高价库存煤海要消耗一段时间，我们预计一季度公司的盈利状况难有大改观。

3、投资收益难以好转

公司的投资收益主要来自于广西百色银海铝业（35%）、大唐集团财务公司（3%）和广西北部湾银行（9%）。2007 年公司投资收益占净利润的 11%，2008 年 1-9 月份公司投资收益占净利润的 22%。

百色银海铝业主要产品为电解铝，我们认为，在全球经济衰退之际，电解铝行业盈利难有起色，财务集团和银行收益平稳，预计 09 年公司投资收益仍呈下降趋势。

二、资产注入值得期待

1、股改承诺一再延误

股权分置改革时公司的母公司大唐集团承诺“大唐集团将公司定位为大唐集团在广西红水河流域的唯一水电运作平台，以公司为运作平台整合大唐集团在广西境内的水电资源。大唐集团将通过定向增发将岩滩水力发电厂注入公司，并根据需要逐步将龙滩水电开发有限公司注入公司”。

2007 年 12 月 29 日公司召开董事会，逐项审议通过了非公开发行股票购买资产的议案。由于资产重组方案迟迟得不到国资委核准，公司被迫于 2008 年 9 月 26 日宣布终止此次重大资产重组，并在三个月内不再筹划重大资产重组事项。

我们向公司经营管理人员了解到，方案迟迟得不到通过的原因在于国资委对于增发价格存在异议，公司目前正在多方努力，努力争取岩滩早日进入公司。

2、资产注入提升公司盈利水平

岩滩公司的评估价值为 521,068.09 万元，大唐集团持有岩滩公司 70%股权的价值为 364,747.66 万元，评估增值幅度 290.81%。资产购买采用向大唐集团非公开发行股票与支付现金相结合的方式，其中，现金支付比例为评估价值的 1/3。

2008 年岩滩水电公司完成发电量 72.51 亿千瓦时，发电设备平均利用小时为 5991 小时，同比增加 23.4%，实现净利润 2 亿元左右，07 年底岩滩公司净资产为 13.33 亿元。从市净率的角度看，岩滩收购价格为 4 倍 PB，价格偏高；从市盈率的角度看，岩滩收购价格为 26 倍 PE，价格合理；从重置成本角度考虑，岩滩收购价格为 7000 元/千瓦左右，低于目前行业平均水平。我们认为，岩滩为优质的水电资产，收购价格相对合理。

表 1 桂冠电力装机情况

电厂名称	装机容量 (万千瓦)	权益比例	权益装机容量 (万千瓦)	机组构成	发电类型	所在地
在运行项目						
大化水电站	45.60	100%	45.60	4*11.4	水电	广西
百龙滩水电站	19.20	100%	19.20	6*3.2	水电	广西
平班水电站	40.50	35%	14.18	3*13.5	水电	广西
乐滩水电站	60.00	52%	31.20	4*15	水电	广西
天龙湖水电站	18.00	100%	18.00	3*6	水电	四川
金龙潭水电站	18.00	100%	18.00	3*6	水电	四川
合山电厂	66.00	60%	39.60	2*33	火电	广西

在建工程项目

大化二期	11.00	100%	11.00	1*11	水电	广西
合山上大压小	120.00	60%	72.00	2*60	火电	广西
环江电厂	120.00	100%	120.00	2*60	火电	广西

拟注入项目

岩滩一期	121.00	70%	84.70	4*30.25	水电	广西
岩滩二期	60.00	70%	42.00	2*30	水电	广西

数据来源：上海证券研究所整理

资产收购完成后，公司权益装机容量由购买前的 185.78 万千瓦增加到 270.48 万千瓦，增加 45.59%。

我们假设定向增发的评估价格、现金支付比例均不发生变化，以今日之前 20 个交易日平均价格为定向增发价格，即 7.07 元/股，则定向增发将增加股本 3.48 亿股，预计增发后公司每股收益增加 0.08 元，每股净资产达到 3.34 元。岩滩资产注入后能够显著提高公司的盈利水平。

三、管理层雄心大略

尽管公司是我国第二大水电类上市公司，但是公司的装机容量偏小（长江电力装机容量为 720.6 万千瓦，公司装机容量为 185.78 万千瓦）。由于公司利润较少，公司所收购资产都是一些装机容量较小的资产，无力竞争大中型水电项目。岩滩资产注入后，公司利润水平大为提升，公司有能力进行更快的扩张。

四、投资建议

在不考虑资产注入的情况下，我们预计 08 年、09 年公司可实现营业收入 32.72 亿元和 31.48 亿元，同比增长-2.68%、-3.79%；实现归属于公司股东的净利润 0.26 亿元、1.95 亿元，同比增长-92.07%、636.40%；每股收益为 0.02 元、0.13 元，动态市盈率为 394 倍、60.62 倍，市净率为 2.95 倍。如 09 年岩滩注入公司，则我们预计 08 年、09 年每股收益为 0.02 元、0.21 元，动态市盈率为 394 倍、37.52 倍，市净率为 2.36 倍。

比较行业内公司的市净率，桂冠电力估值略高。如果考虑资产注入，则公司的市净率低于行业平均水平。鉴于水电资源的稀缺性，我们认为公司享受 3 倍市净率较为合理。我们维持公司的投资评级：**6 个月内，跑赢大市；目标价为 10.02 元/股。**

附表 1 桂冠电力损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2006 A	2007 A	2008 E	2009 E
营业总收入	3,250.22	3,361.78	3,271.56	3,147.69
营业成本	2,347.51	2,263.80	2,388.24	2,108.95
营业税金及附加	35.08	38.20	35.99	36.20
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	119.83	132.23	150.49	141.65
财务费用	311.20	393.44	588.88	472.15
投资收益	62.56	65.26	9.97	10.96
营业外收入	0.18	50.93	31.43	2.00
营业外支出	1.42	0.83	1.19	1.20
利润总额	495.39	566.42	148.17	400.50
所得税费用	17.92	58.05	66.68	100.13
净利润	477.47	508.37	81.49	300.38
归属于母公司所有者的净利润	307.90	334.44	26.51	195.25
少数股东权益	169.57	173.93	54.98	105.13
摊薄后每股收益 (元)	0.21	0.24	0.02	0.13

数据来源: 公司定期报告, 上海证券研究所整理

附表 2 桂冠电力相对估值比较 (2009-2-16)

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR
			07A	08E	09E	07A	08E	09E	
桂冠电力	600236.SS	7.88	0.24	0.02	0.13	32.83	394.00	60.62	2.95
长江电力	600900.SS	14.65	0.60	0.41	0.67	24.42	35.73	21.87	3.53
华能国际	600011.SS	8.17	0.50	-0.13	0.15	16.34	-62.85	54.47	2.56
国电电力	600795.SS	6.75	0.34	0.09	0.23	19.85	75.00	29.35	2.58
国投电力	600886.SS	9.13	0.52	0.24	0.37	17.56	38.04	24.68	2.32
大唐发电	601991.SS	8.17	0.29	0.08	0.19	28.17	102.13	43.00	3.65
华电国际	600027.SS	4.88	0.20	-0.13	0.05	24.40	-37.54	97.60	2.43
粤电力 A	000539.SZ	6.94	0.25	-0.02	0.10	27.76	-347.0	69.40	2.21
申能股份	600642.SS	7.85	0.64	0.38	0.43	12.27	20.66	18.26	1.69
广州控股	600098.SS	6.35	0.53	0.24	0.34	11.98	26.46	18.68	1.60
行业平均水平						22.40	98.86	43.79	2.55

数据来源: WIND 资讯, 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 严浩军 牛品

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。