

公司快评

电力行业

电力生产

桂冠电力
中性

(维持评级)

2009 年 4 月 3 日

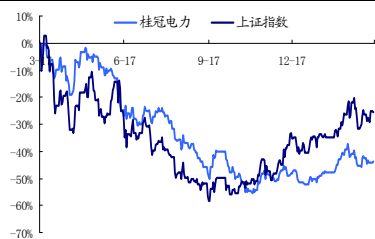
年报业绩回顾

电力行业首席分析师：徐颖真

电话：021-68864007

Email: xuyz@guosen.com.cn

业绩受火电巨亏与地震拖累，但资产收购前景值得期待

近一年收益率比较


资料来源：国信证券经济研究所

市场与公司重要数据：(4月2日)

上证综指	2425
52 周日均换手	72%
52 周价格波动	4.23-13.68
总股本 (百万股)	1479
流通股 (百万股)	698
息率	/

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

●发电量下降 14.54% (水电+5%、火电-50%)、净利润下降 91%

水电电量下降是由于天龙湖和金龙潭电站从 5.12 震后至 10 月份无法正常发电，电量损失约 10 亿度，但红水河水电受龙滩调节和来水较好影响，发电量增长 12.5%，使得水电电量仅下降约 5%；火电电量下降是由于广西投产大量水电且 08 年丰水，同时广西火电也大量投产造成广西境内火电发电小时数普遍大幅下降。公司 08 年净利润从 07 年的 3.3 亿下降到 3100 万，折合 EPS 为 0.02 元，下降主要由于火电巨亏和四川水电地震造成的亏损。

●利润变化分析：红水河流域电厂利润大幅增长，其他水电、火电、铝业均大幅下降

合山火电巨亏 (07 年亏近 2 亿，08 年亏 4.1 亿)，四川 2 家水电地震造成亏损 (08 年亏 1.5 亿，07 年盈利 4000 万)，同时参股的银海铝业也受大环境影响发生亏损 (08 年投资收益-3700 万，07 年为 6300 万)，利率提高造成财务费用提升 (母公司增加财务费用 1500 万)，唯一正面的因素是红水河流域的 4 家水电由于电量增加带来利润的较大提升。

●在建项目少，自身增长乏力

在建项目仅：1、大化扩建项目—11 万千瓦机组 1 台，总投资 6.3 亿，08 年 8 月核准开工，09 年投产；2、福建 2 家小水电合计 10 万千瓦左右，此外。公司自身增长乏力，外延式扩张在所难免。

●公司一度是 A 股市场第二大水电公司，但收购乏力，行业优势地位渐失，但收购岩滩、龙滩水电均是股改承诺，兑现与否直接决定大唐集团诚信与公司投资价值

收购岩滩确定性大，但业绩增厚不明显；收购龙滩不确定性大，但业绩增厚非常明显。我们分析 09 年公司存量资产实现净利润将恢复到 3.6 亿，折合 EPS 为 0.24 元。其中红水河 4 家电厂贡献 5 亿、四川 2 电厂贡献 6000 万、合山火电权益亏损额仍将达到 2.5 亿左右；降息节约 5000 万。存量资产对应合理股价底限 6 元，但资产收购预期可带来股价较大上升空间，继长江电力停牌实施整体上市之后，川投能源和国投电力也相继注入二滩等水电站，发电集团借助上市公司平台实施流域滚动开发和资产变现具有必然性。详细分析请见 20090317《桂冠电力调研报告：期待岩滩、憧憬龙滩》

表：桂冠电力盈利预测与主要财务指标

资产负债表 (百万元)	2008	2009E	2010E	利润表 (百万元)	2008	2009E	2010E
现金及现金等价物	1965	561	1829	营业收入	2733	3280	3575
应收款项	390	83	91	营业成本	1913	1968	2038
存货净额	246	228	235	营业税金及附加	30	36	40
其他流动资产	65	19	21	销售费用	0	0	0
流动资产合计	2665	891	2176	管理费用	141	168	182
固定资产	11288	10267	9251	财务费用	507	377	323
无形资产及其他	130	126	122	投资收益	12	3	3
投资性房地产	17	17	17	资产减值公允价值变动	(1)	15	15
长期股权投资	907	901	896	其他收入	(0)	0	0
资产总计	15008	12203	12462	营业利润	152	749	1010
短借交易性金融负债	2508	500	300	营业外净收支	11	0	0
应付款项	552	71	73	利润总额	163	749	1010
其他流动负债	546	134	140	所得税费用	61	67	101
流动负债合计	3607	705	512	少数股东损益	72	329	444
长期借款及应付债券	6548	6318	6318	归属于母公司净利润	31	353	466
其他长期负债	0	(51)	(102)				
长期负债合计	6548	6267	6216	现金流量表 (百万元)	2008	2009E	2010E
负债合计	10154	6972	6728	净利润	31	353	466
少数股东权益	858	989	1165	资产减值准备	(83)	0	(0)
股东权益	3996	4242	4568	折旧摊销	733	1053	1098
负债和股东权益总计	15008	12203	12462	公允价值变动损失	1	(15)	(15)
				财务费用	507	377	323
关键财务与估值指标	2008	2009E	2010E	营运资本变动	(274)	(574)	(60)
每股收益	0.02	0.24	0.31	其它	(2055)	131	176
每股红利	0.64	0.07	0.09	经营活动现金流	(1648)	947	1666
每股净资产	2.70	2.87	3.09	资本开支	(495)	(13)	(63)
ROIC	3%	8%	11%	其它投资现金流	0	0	0
ROE	1%	8%	10%	投资活动现金流	(869)	(7)	(57)
毛利率	30%	40%	43%	权益性融资	0	0	0
EBIT Margin	24%	34%	37%	负债净变化	938	(230)	0
EBITDA Margin	51%	66%	68%	支付股利、利息	(953)	(106)	(140)
收入增长	-19%	20%	9%	其它融资现金流	4020	(2008)	(200)
净利润增长率	-91%	1039%	32%	融资活动现金流	3990	(2344)	(340)
资产负债率	73%	65%	63%	现金净变动	1473	(1404)	1268
息率	7.9%	0.9%	1.2%	货币资金的期初余额	492	1965	561
P/E	389.5	34.2	25.9	货币资金的期末余额	1965	561	1829
P/B	3.0	2.8	2.6	企业自由现金流	370	1474	2159
EV/EBITDA	16.1	8.8	7.8	权益自由现金流	5328	(1107)	1669

资料来源：公司资料和国信证券预测

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所

经济研究所所长 传播与文化、社会服务业首席分析师 廖绪发	副所长 姚鸿斌	副所长、石油化工行业首席分析师 李 晨
副所长、首席金融工程分析师 葛新元	首席策略分析师 汤小生	首席经济顾问 杨建龙
钢铁有色金属行业首席分析师 郑 东	IT行业首席分析师 肖利娟	交通运输行业首席分析师 唐建华
造纸行业首席分析师 李世新	房地产行业首席分析师 方 焱	电力设备行业首席分析师 彭继忠
批发和零售贸易行业首席分析师 胡鸿轩	化工行业首席分析师 邱 伟	医药行业首席分析师 贺平鸽
家电行业首席分析师 王念春	通信行业首席分析师 严 平	电力行业首席分析师 徐颖真
建筑行业首席分析师 邱 波	建材行业高级分析师 杨 昕	有色金属行业高级分析师 彭 波
医药行业资深分析师 丁 丹	机械行业资深分析师 余爱斌	汽车与汽配行业资深分析师 李 君
固定收益资深分析师 皮 敏	交通运输行业资深分析师 孙菲菲	宏观经济资深分析师 林松立
有色金属行业资深分析师 黄安乐	金融衍生品资深分析师 董艺婷	房地产行业分析师 陈 林
银行业分析师 谈 煜	银行业分析师 黄 飙	保险行业分析师 武建刚
证券信托行业分析师 王一峰	宏观经济分析师 任泽平	宏观经济分析师 周炳林
食品饮料行业分析师 黄 茂	策略分析师 崔 嵘	纺织品与服装行业分析师 方军平
有色金属行业分析师 李洪冀	批发和零售贸易行业分析师 吴美玉	房地产行业分析师 区瑞明
IT行业分析师 王俊峰	航空运输行业分析师 黄金香	农业行业分析师 张 如
基金分析师 杨 涛	传播与文化行业分析师 陈财茂	金融工程分析师 王军清

国信证券经济研究所机构销售部

机构销售部总经理 盛建平 shengjp@guosen.com.cn (021) 68864592	机构销售部副总经理 万成水 wanacs@guosen.com.cn (0755) 82133147	机构销售部销售副总监 王晓健 wangxj@guosen.com.cn (010) 82252615
机构销售部销售副总监 刘宇华 liuyh@guosen.com.cn (0755) 82130818	机构销售部销售副总监 王立法 wanglf@guosen.com.cn (010) 82252236	机构销售部高级销售经理 黄胜蓝 huangsl@guosen.com.cn (021) 68866011
机构销售部高级销售经理 马小丹 maxd@guosen.com.cn (021) 68866025	机构销售部高级销售经理 谭春元 tancy@guosen.com.cn (010) 82259782	机构销售部销售经理 郑 毅 zhengyi@guosen.com.cn (021) 68866205
机构销售部销售经理 邵燕芳 shaoyf@guosen.com.cn (0755) 82133148	机构销售部销售经理 刘 塑 liusu@guosen.com.cn (021) 68866236	机构销售部销售经理 祝 彬 zhubin@guosen.com.cn (0755) 82133456