

盈利能力回升，静待岩滩注入

桂冠电力（600236）

评级：增持（维持）

股价：8.18 元

年报点评

2009 年 04 月 02 日 星期四

高冬 靳雪翔

010-66216231-801

010-66216231-818

gd@longone.com.cn

jxx@longone.com.cn

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

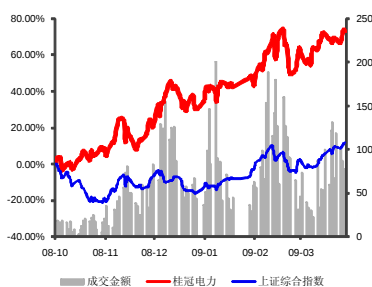
重要数据

总股本(亿股)	14.80
流通股本(亿股)	14.80
总市值(亿元)	121.06
流通市值(亿元)	121.06

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	14.79	-1.06
3 个月	33.17	-0.03
6 个月	58.25	52.52

个股相对上证综指走势图



投资要点

□ 08 业绩大幅下滑略超预期

报告期内，公司累计完成上网电量为 111.65 亿千瓦时，同比下降 14.54%。其中：火电上网电量为 23.48 亿千瓦时，同比下降 49.60%；水电上网电量为 88.17 亿千瓦时，同比增加 4.9%。

报告期内，公司完成主营业务收入 27.33 亿元，同比下降 18.69%；实现利润总额 1.63 亿元，同比下降 71.14%；完成归属于上市公司股东的净利润 0.31 亿元，同比下降 90.74%；基本每股收益 0.021 元，比上年减少 0.218 元，同比降幅 91.21%。

业绩大幅下滑略超预期。原因如下：一是 2008 年上半年火电成本高居不下，下半年，受广西水情较好，水力发电出力较高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，公司控股的大唐合山火电厂发生严重亏损；二是受四川汶川“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损失在 10 亿千瓦时左右，折旧和财务费用吞噬利润。三是参股的银海铝业大幅亏损 3,712 万元，投资收益大幅减少。

□ 09 年盈利能力回升

公司以水电装机为主，优先上网，受电力消费需求下滑的影响较小，公司机组利用小时将有较大可能保持较高水平。同时西部大开发、灾后重建将有效的刺激广西、四川经济的恢复，增加电力需求。随着龙滩水库调节效益越来越明显，下游电站的平均发电利用小时预计仍将有所提高。

天龙湖、金龙潭电站已完全恢复运行，09 年利用率有望回升到 4200 小时。合山火电仍将继续拖累公司业绩，但随着煤炭价格的低位稳定，亏损的额度将有较大幅度的减少（预计 09 年仍将亏损 2 亿元左右，同比下降 40%-50%）。如果和集团发生资产置换，则有可能彻底甩掉包袱。

报告期内，公司在建项目主要是大化电厂扩建工程，该项目也将于 09 年投产。

公司计划全年完成水电量 96.3 亿千瓦时,火电量 28.5 亿千瓦时;营业收入 35.61 亿元。

我们预计公司 09 年的盈利能力将显著回升。但报表披露显示,公司高价库存煤仍需要消化一段时间,一季度盈利恐难给市场惊喜。

□ 不断进行规模扩张

报告期内,公司在福建开辟新的水电项目,通过受让福建闽北亿力投资股份有限公司、泉州亿兴能源投资中心、福建集兴能源投资有限公司的相关股权,获得了福建安丰水电站、福建集兴龙湘水电站的控股权,虽然这些水电站尚处于开工建设前期阶段,但公司进入闽江流域,水电业务稳步增长的预期得到了更大的支持。另外报告期内,公司与柬埔寨王国政府签订了柬埔寨斯雷博水电项目可行性研究谅解备忘录,公司海外水电市场开拓取得突破。

□ 静待岩滩注入

“岩滩注入”的股改承诺仍将继续实施,预计 09 年内将完成。虽然岩滩股权价值和收购方式还会有不少变数,但我们预计岩滩资产注入对公司盈利能力提升的影响将会比较显著。而且岩滩目前上网电价很低,仅为广西水电标杆电价的一半,未来电价有提升空间,我们看好岩滩注入的长远价值。

□ 维持增持

我们考虑到公司水电资源丰富,盈利能力稳定,增长潜力较大,火电资源亏损情况逐步改善,还有资产注入预期,长期看好公司的成长和防守价值。预计 09、10 年公司每股收益分别为 0.28 元和 0.32 元,对应 09、10 年市盈率分别为 24.3 倍和 19.97 倍,维持“增持”的投资评级。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

高冬: 东海证券公用事业（含电力设备）行业资深分析师。中国人民大学经济学硕士，9 年电力及水务行业工作管理经验，对电力水务等公用事业行业有较丰富的实践经验和理论认识。

靳雪翔: 清华大学博士毕业后加盟东海证券，任电力（含电力二次设备）行业分析师。

重点跟踪公司: 国电南瑞、许继电气、国电南自、宝新能源、川投能源、桂冠电力、赣能股份、长江电力、国电电力、华能国际、华电国际、国投电力、大唐发电等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122