

岩滩注入，打开外延扩张通道

桂冠电力（600236）

评级：增持（维持）

股价：9.45 元

2009 年 06 月 04 日 星期四

靳雪翔

010-66216231-818

jxx@longone.com.cn

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

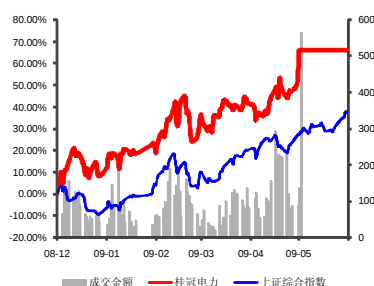
重要数据

总股本(亿股)	14.80
流通股本(亿股)	6.98
总市值(亿元)	139.86
流通市值(亿元)	65.96

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	9.95	1.85
3 个月	24.87	-1.02
6 个月	61.90	23.64

个股相对上证综指走势图



投资要点

□ 岩滩注入预案出台

在拖延了近三年后，岩滩注入的新预案终于出台，要点如下：

（1）公司收购控股股东大唐集团持有的岩滩公司 70% 股权以及相关股东权益。

（2）拟收购资产初步评估值为 36.4 亿元，本次交易对价支付方式包括非公开发行股份和支付现金。其中，以 8.31 元/股向大唐集团发行约 1.46 亿股（折合约 12.13 亿元），现金支付约 24.27 亿元。

□ 增厚公司业绩

（1）旧方案中现金支付约 12 亿元，发行股票约 2 亿股（折合约 24 亿元），股本扩大约 13.5%，新方案股本扩大约 9.86%，对业绩的摊薄作用较弱。

（2）收购价格略高于以前，但仍十分合算。本次公司收购机组的初步评估值为 52 亿元，折合每台机组 13 亿元、单位容量收购成本为 4298 元/kw，单位设计电能投资成本 0.92 元/kwh，分别比行业平均少 33.4% 和 23.97%，考虑到通胀因素、水电资源的稀缺性以及新项目的投资增加，我们认为这个价格是十分合算的（几乎是长江电力收购成本的一半）。

（3）收购完成后，公司已投产的总装机容量将由交易前的 278.30 万千瓦（其中水电 201.30 万千瓦）增加至 399.30 万千瓦（其中水电 322.30 万千瓦），增加比例为 43.48%；权益装机容量由交易前的 192.38 万千瓦（其中水电 146.18 万千瓦）增加至 277.08 万千瓦（其中水电 230.88 万千瓦），增加比例为 44.03%。乐观估计，公司的业绩将增厚约 0.12 元。

（4）红水河流域来水情况持续向好，主要水电厂发电量大幅度增加。由于来水情况较好及上游龙滩的影响，截止 4 月末，岩滩发电量同比增长约 90%，大化发电量增长 54%，百龙滩增长 27%，乐滩增长 49%。合山火电新厂发电量同比下降 72%。

（5）目前，岩滩公司的电价为 0.1544 元/千瓦时，仅为广西水电标杆电价 0.26 元/千瓦时的 60% 左右，电价未来具有较大的提升空间。电价提升，

岩滩对公司未来的盈利能力将有显著贡献。随着 07 年以来龙滩水库水量调节作用的充分发挥，作为龙滩电站的下游电站，岩滩电站的发电量也将逐步提升并稳定在较高水平。岩滩公司正在筹建二期两台 30 万千瓦水电机组扩建工程，项目已于 2009 年 4 月 28 日上报国家发改委、国家能源局申请核准。

(6) 采取向大唐集团发行股份与支付现金相结合的方式的对价支付方案将提高公司的资产负债率，并对现金流产生一定的影响，公司拟发行不超过 19 亿元的短期融资券解决。

(7) 岩滩若成功注入，将为公司未来持续收购包括龙滩在内的大唐集团在广西地区水电资产或其他地区水电资产打开通道。

□ 投资建议：短期合理有交易性机会 长期增持

在公司的税收政策没有变化、经营正常的情况下，我们预测公司收购完成后的每股收益为 0.34 元。

我们认为公司的合理市盈率是 25-30 倍，合理价格是 8.5-10.2 元，目前股价已合理且略有偏高。但由于在公司停牌期间大盘指数上涨接近 8%，加上市场对水电上网电价上调的预期，不排除复牌后出现短线交易性机会。长期来看，我们看好水电行业和公司作为水电第一梯队的发展潜力，维持增持评级。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

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、免责条款

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。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

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