



能源及电力设备小组 牛品
021-53519888-1911
niupin@sigchina.com

岩滩姗姗来迟 桂冠开怀笑纳

基本数据 (Y09Q1)

报告日股价 (元)	9.39
12mth A 股价格区间 (元)	4.239.39
总股本 (百万股)	1479.89
无限售 A 股/总股本	47.17%
流通市值 (百万元)	6555.21
每股净资产 (元)	2.70
PBR (X)	3.46
DPS (Y08 拟, 元)	10 派 1.3 元

主要股东 (Y09Q1)

中国大唐集团公司	45.53%
广西投资集团有限公司	16.49%
全国社保基金一零二组和	2.01%
广西大化金达实业开发有限公司	1.83%

收入结构 (Y08)

电力产品	100.00%
------	---------

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: NP09-CT18

相关报告:

■ 公司动态:

公司今日公告, 拟收购大唐集团持有的岩滩公司 70% 股权, 目标资产评估价值为 36.4 亿元, 公司以向大唐集团非公开发行股份和支付现金两种方式进行支付。

■ 主要观点:

收购后装机容量大幅提高

本次资产收购后, 公司总装机容量比目前增长 43.48%, 水电装机占比由原来的 75.57% 增加至 80.72%。公司资产规模进一步扩大, 装机结构进一步优化。

岩滩电价具有提升空间

岩滩公司的电价较低, 仅为广西水电标杆电价的 60% 左右, 未来电价具有一定的提升空间。此外, 岩滩公司正在筹建二期两台 30 万千瓦水电机组扩建工程。

本次资产收购价格合理

目标资产未经审计的账面净值约 14.76 亿元, 初步评估值约 52 亿元, 溢价率 250.30%; 从市盈率角度看, 目标资产收购市盈率为 17.69 倍; 从重置成本角度考虑, 目标资产收购价格为 8000 元/千瓦左右。我们认为, 目标资产负债率较低, 价格具有提升的可能性, 收购价格合理。

■ 投资建议:

未来六个月内, 下调公司评级为“大市同步”。

我们预测公司 09 年、10 年每股收益为 0.27 元、0.32 元, 动态市盈率为 34.78 倍。高于行业平均水平, 下调公司评级为“大市同步”。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	3,250.22	3,361.78	4,119.45	4,676.67
年增长率 (%)	3.43	-18.69	50.70	13.53
归属于母公司的净利润	307.90	334.44	439.02	513.53
年增长率 (%)	8.62	-90.74	1317.66	16.97
每股收益 (元)	0.19	0.21	0.27	0.32
PER (X)	49.42	469.50	34.78	29.34

注: 有关指标按资产收购后总股本为 1625.89 百万股计算

一、公司动态

1、公司拟非公开增发收购岩滩 70%股权

公司拟购买母公司大唐集团拥有的岩滩公司 70%股权以及相关股东权益，目标资产预估值约为 36.4 亿元，交易对价支付方式包括非公开发行股份和支付现金，其中 2/3 采用现金方式支付，1/3 采用向大唐集团发行股票方式支付，发行价格为 8.31 元/股，预计新增股票 1.46 亿股。

2、岩滩电价仍有提升空间

岩滩公司水电站是广西红水河梯级开发的骨干电站之一，目前公司拥有四台单机容量 30.25 万千瓦混流式水轮发电机组，总装机容量 121 万千瓦，年设计平均发电量为 56.60 亿千瓦时。龙滩公司将蓄水位提高后，显著增加了下游岩滩电站的来水量。2008 年公司发电量为 72.51 亿千瓦时，同比增长 23.42%。

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，未来电价具有一定的提升空间。

目前，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。

二、事件影响

1、资产收购后公司资产规模增大

截至 2009 年 3 月底，公司总装机容量为 278.30 万千瓦，投产权益装机容量为 192.38 万千瓦。本次交易完成后，公司总装机容量增加至 399.30 万千瓦，增长 43.48%；权益装机容量增加至 277.08 万千瓦，增长 44.03%。

岩滩资产注入后，公司水电装机由原来的 210.30 万千瓦增长为 322.30 万千瓦，增长 53.26%。水电装机占比由原来的 75.57%增加至 80.72%。公司资产规模进一步扩大，装机结构进一步优化。

2、资产收购价格合理

截至评估基准日，目标资产未经审计的账面净值约 14.76 亿元，目标资产的初步评估值约 52 亿元，溢价率 250.30%，溢价率较高。从盈利角度看，08 年岩滩净利润 2.94 亿元，目标资产收购市盈率为 17.69 倍，估值不高。从重置成本角度考虑，岩滩收购价格为 8000 元/千瓦左右，与行业平均水平相当。

我们认为，岩滩资产负债率较低，且电价具有提升空间，本次资产价格收购合理。

三、投资建议

1、公司业绩、估值及投资策略

此次资产收购评估基准日为 2009 年 3 月 31 号，其间产生的损益由公司承担。我们预计 2009 年、2010 年公司可实现营业收入 41.19 亿元、46.77 亿元，同比增长 50.70%、13.53%；实现归属于公司股东的净利润 2.31 亿元、2.58 亿元，同比增长 1317.66%、16.97%。每股收益分别为 0.27 元、0.32 元，动态市盈率为 34.78 倍、29.34 倍；市净率为 2.79 倍。

相对估值看，公司估值略高。我们下调公司评级为：**6 个月内，大市同步。**

三、附表

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	2007 A	2008 A	2009 E	2010 E
营业总收入	3,250.22	3,361.78	4,119.45	4,676.67
营业成本	2,347.51	2,263.80	2,430.47	2,800.86
营业税金及附加	35.08	38.20	47.37	53.78
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	119.83	132.23	205.97	233.83
财务费用	311.20	393.44	539.92	570.25
投资收益	62.56	65.26	4.76	5.71
营业外收入	0.18	50.93	4.46	5.12
营业外支出	1.42	0.83	2.68	3.07
利润总额	495.39	566.42	894.02	1,025.71
所得税费用	17.92	58.05	223.50	256.43
净利润	477.47	508.37	670.51	769.28
归属于母公司所有者的净利润	307.90	334.44	439.02	513.53
少数股东权益	169.57	173.93	231.49	255.75
每股收益 (元)	0.19	0.21	0.27	0.32

数据来源: 公司定期报告, 上海证券研究所整理; 每股收益按增发后股本 1625.89 百万股摊薄计

附表 2 桂冠电力相对估值比较 (2009-06-04)

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR
			08A	09E	10E	08A	09E	10E	
桂冠电力	600236.SH	9.39	0.02	0.27	0.32	469.50	34.78	29.34	2.79
长江电力	600900.SH	14.19	0.42	0.60	0.72	33.79	23.65	19.71	3.49
粤电力A	000539.SZ	7.34	0.01	0.19	0.22	734.00	38.63	33.36	2.28
国投电力	600886.SH	11.10	0.12	0.54	0.58	92.50	20.56	19.14	2.81
华能国际	600011.SH	7.73	-0.30	0.30	0.40	-25.77	25.77	19.33	2.51
国电电力	600795.SH	6.64	0.03	0.25	0.32	221.33	26.56	20.75	2.51
大唐发电	601991.SH	8.07	0.07	0.17	0.21	115.29	47.47	38.43	3.66
华电国际	600027.SH	4.97	-0.42	0.27	0.31	-11.83	18.41	16.03	2.65
申能股份	600642.SH	9.83	0.23	0.33	0.53	42.74	29.79	18.55	2.03
广州控股	600098.SH	6.73	0.17	0.28	0.31	39.59	24.04	21.71	1.67
行业平均水平						218.95	28.96	23.63	2.71

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，任何机构和个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。