

收购资产优质，但仍将受累火电业务

——桂冠电力跟踪报告

事件：

2009年6月7日桂冠电力公布非公开增发购买大股东资产方案，公司以36.4亿元收购大股东大唐集团持有的70%岩滩水电站资产。具体支付形式为公司以8.31元定向发行募集12.13亿元，其余以现金支付。

评论：

- **资产评价：**我们认为本次收购资产优良，但价格略微偏高。虽然岩滩水电价格偏低具有提价预期。但我们认为电价调整将在竞价上网改革的过程中实现，这个过程目前看来仍然漫长。
- **收购后影响：**由于广西省供小于求的煤炭供应格局造就了火电不佳的运营环境，火电持续大幅亏损将是桂冠电力将长期面临的一个问题。本次收购将大幅降低2010年合山两台60万千瓦机组投产后所带来的亏损，在广西煤炭供应环境改善的情况下，2010年至2011年可能将做到盈亏平衡。
- **后续注入预期：**龙滩水电站未来注入的预期依然强烈。2009年末龙滩电厂前期规划的6台机组将全部投产，这将使注入预期至少在2010年。另外由于大唐集团省内其他优质资产匮乏，同时跨省扩张桂冠电力得不到大唐集团的首位支持，中期来看，资产注入后劲不足。
- **投资建议：**我们对于公司2009年、2010年、2011年的每股盈利预测分别是0.20元、-0.08元、-0.06元。我们给予“中性”评级。

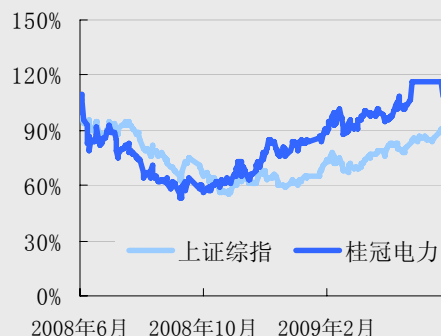
电力行业

公司评级： 中性

总市值（亿元）：	129.26
总股本/流通A股(亿股)	14.79 / 6.98
流通市值（亿元）	61.00
每股净资产（元）	2.70
净资产收益率（%）	-0.14%

交易数据

52周内股价区间（元）：	4.23 / 9.49
静态市场率（倍）：	437.50
动态市场率（倍）：	39.77
市净率（倍）：	3.24



史渊桦

助理研究员

电话： 021-32229888*3507

邮箱 Shi yuanhua@ajzq.com

相关报告

收购方案简介

公司曾在 2007 年 12 月 29 日公布收购岩滩 70% 股权的增发方案。于 2008 年 9 月 23 日中止了“岩滩”资产的收购计划。本次公司再次提出了收购“岩滩”水电站的方案。

表 1. 增发方案比较

	发行股价（元）	资产评估价值（亿元）	支付方式
2007 版	12.3	36	三分之一现金，三分之二增发
2009 版	8.31	36.4	三分之一增发，三分之二现金

资料来源：公司公告整理

本次资产购入价格约是账面价值的 3.7 倍，相比于同行业资产定向增发的倍率偏高。主要存在两方面因素，一是建造年份较早，所对应当时的价格基数偏低；二是水电站发电价格较低约为同地区标杆电价的二分之一，存在提价空间。

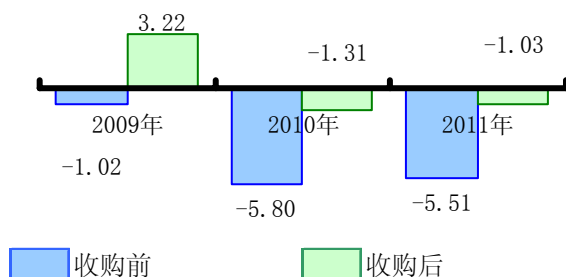
新购资产平衡了火电亏损：

火电方面的亏损是桂冠电力近年来一直面对的大问题。2008 年公司下属唯一控股火电企业合山火电亏损 4.09 亿元，而公司的净利润也仅有 0.31 亿元。2010 年上半年合山火电站将要投产两台 60 万千瓦机组，到时合山火电站的装机容量将从 60 万千瓦上升至 180 万千瓦，火电方面的亏损将给公司整体业绩带来较大负担。我们要指出火电方面的亏损主要来自于广西省本地煤炭供需不平衡造成而非机组本身运营水平的问题。

图1

收购资产大幅降低未来两年亏损

2009至2011预测净利润（亿元）

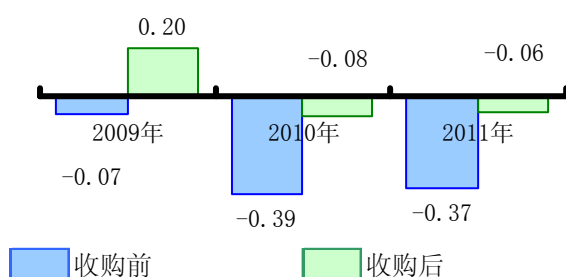


数据来源：爱建证券

图2

收购使未来两年每股亏损减少约0.3元

2009至2011预测每股盈利（元）



哪些资产有可能后续注入？

桂冠电力的电力业务集中在广西省，从短期来看，我们认为桂冠电力很可能继续收购大唐集团在广西省的其他优秀资产。目前尚在建设之中的龙滩水电站是最有可能的标地。

龙滩电站位于红水河上游，预计 2009 年末 7 台 60 万千瓦机组全部投产，留有远期规划 9 台 60 万千瓦。

从中期来看，桂冠电力能否从一家省级电力公司上升至区域性的电力公司值得关注，一方面公司正在积极争取四川省的水电项目，另一方面大唐集团在广西省的可注入优质资产已经匮乏（除了龙滩）。如果公司能够在集团中取得区域性电力公司的规划地位，那么公司未来资产注入可进一步预期。目前大唐集团的水电投资主要集中在红河流域，而大唐发电掌握了大唐集团在李仙江段的电

站控制权，从目前的情况来看，桂冠电力走出广西的战略无法得到大唐集团的首位支持。

风险提示：

2010 年上半年合山电站上大压小的两台 60 万千瓦机组的投产将可能给公司未来业绩带来较大负面影响。

投资建议：

我们对于公司 2009 年、2010 年、2011 年的每股盈利预测分别是 0.20 元、-0.08 元、-0.06 元。虽然未来两年盈利预测为负，但我们仍然看好公司的现金流和扩张能力，公司在装机量和收入方面将继续维持有力增长。

以目前的电力行业综合估值水平来看，公司估值偏高，这对股价具有一定的压力。因此，我们给予“中性”评级。

图3

2010年营业收入将有6%的提高

2007至2011营业收入（亿元）

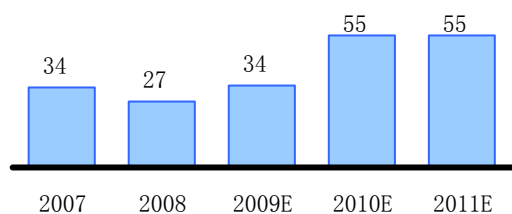


图4

2010年公司可能面临亏损

2007至2011营业利润（亿元）

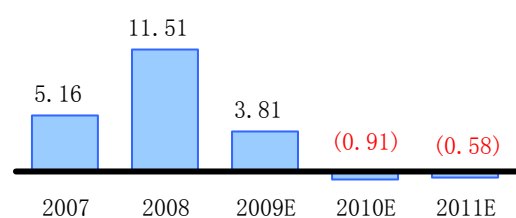


图5

2009年资产规模将提升30%

2007至2011资产总额（亿元）

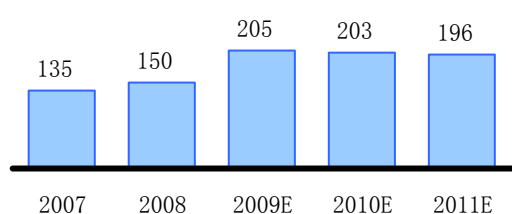


图6

资产负债率稳定在65%

2007至2011资产负债率

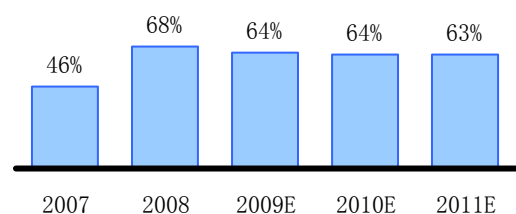


图7

现金流仍然稳健，增发后小幅提高

2007至2011净经营性现金流入（亿元）

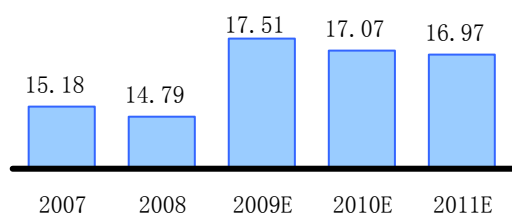
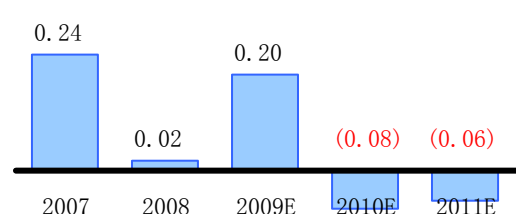


图8

2010年后每股盈利目前预测为负

2007至2011每股盈利（元）



数据来源：公司公告，爱建证券

财务报表预测	单位	亿元				
利润表	2007	2008	2009Q1	2009E	2010E	2011E
营业收入	33.62	27.33	5.92	33.80	55.06	55.06
减：营业成本	22.64	19.13	3.84	23.12	47.66	47.66
营业税费	0.38	0.30	0.06	0.67	0.64	0.64
管理费用	1.32	1.41	0.27	1.40	1.60	1.65
财务费用	3.93	5.06	1.24	4.52	5.74	5.28
投资收益	0.65	0.11	0.01	0.31	0.46	0.48
营业利润	5.16	11.51	0.47	3.81	(0.91)	(0.58)
加：营业外净收入	0.50	0.11	(0.02)			
利润总额	5.66	1.63	0.47	3.81	(0.91)	(0.58)
减：所得税	0.58	0.60	0.13	0.57	(0.14)	(0.09)
净利润	5.08	1.02	0.34	3.24	(0.78)	(0.50)
归上市公司净利润	3.35	0.31	(0.05)	3.22	(1.31)	(1.03)
资产负债表	2007	2008	2009Q1	2009E	2010E	2011E
货币资金	4.92	19.64	11.55	11.33	15.29	19.82
应收帐款	4.29	3.03	3.25	3.00	4.70	3.50
应收票据	0.52	0.50	2.00	0.40	0.40	0.40
预付帐款	1.45	0.60	2.70	0.60	0.60	1.00
存货	1.46	2.46	2.03	2.00	4.12	4.23
长期股权投资	5.33	9.06	9.03	9.02	9.22	9.32
固定资产	107.53	101.21	99.48	128.78	166.35	155.88
在建工程及工程物资	6.46	11.02	11.81	48.04	0.00	0.00
资产总额	134.81	150.07	140.62	205.26	202.77	196.25
短期债务	13.44	22.29	15.34	21.00	15.00	16.00
应付帐款	6.16	5.52	4.41	6.12	8.91	7.10
长期借款	56.09	65.47	64.76	95.75	86.95	78.11
负债总额	62.12	101.54	91.74	131.47	129.46	123.30
所有者权益	44.68	48.53	48.88	74.75	73.97	73.48
股本	14.15	14.79	14.79	16.25	16.25	16.25
资本公积	12.82	16.64	16.64	27.37	27.37	27.37
盈余公积	6.78	7.33	7.33	7.65	7.65	7.65
未分配利润	3.18	1.17	1.12	4.07	2.76	1.73
少数股东权益	7.72	8.58	8.98	19.41	19.94	20.47
归属于母公司股东权益	36.95	39.95	39.89	55.30	53.99	52.96
现金流量表	2007	2008	2009Q1	2009E	2010E	2011E
经营活动产生现金流量	15.18	14.79	2.60	17.51	17.07	16.97
销售商品流入	39.33	33.68	6.55	37.74	58.86	58.86
购买商品	15.52	10.93	1.64	11.65	33.59	33.59
支付工资	2.87	2.80	0.86	2.90	3.40	3.45

支付税费	5.56	5.14	1.13	5.67	4.80	4.85
投资活动产生现金流量	(5.99)	(9.83)	(0.85)	(59.62)	0.63	0.64
投资收益	0.53	0.57	0.04	0.60	0.63	0.64
投资支付	1.80	4.20	0.00	25.22	0.00	0.00
购买固定资产	4.81	5.54	0.89	35.00	27.00	0.00
融资活动产生现金流量	(8.28)	9.76	(9.85)	33.79	(13.74)	(13.08)
取得借款	16.51	37.93	8.00	53.28	15.00	16.00
收到投资	0.00	0.00	0.00	12.13	0.00	0.00
偿付债务	10.16	18.49	16.35	25.08	23.00	23.80
支付股利和利息	8.05	9.53	1.49	6.54	5.74	5.28
利润率	2007	2008	2009Q1	2009E	2010E	2011E
营业利润率	15.35%	42.11%	7.94%	11.27%	-1.66%	-1.06%
净利润率	15.11%	3.73%	5.74%	9.58%	-1.41%	-0.90%
运营效率	2007	2008	2009Q1	2009E	2010E	2011E
固定资产周转天数	1167	1352		1390	1103	1033
存货周转天数	16	33		22	27	28
总资产周转天数	1464	2004		2216	1344	1301
费用率	2007	2008	2009Q1	2009E	2010E	2011E
管理费用率	3.93%	5.16%	4.56%	4.14%	2.91%	3.00%
财务费用率	11.70%	18.51%		13.37%	10.42%	9.58%
偿债能力	2007	2008	2009Q1	2009E	2010E	2011E
资产负债率	46.08%	67.66%	65.24%	64.05%	63.84%	62.83%
负债权益比	1.39	2.09		1.76	1.75	1.68
利息保障倍数	3.86	2.92		3.87	2.97	3.22
业绩与估值	2007	2008	2009Q1	2009E	2010E	2011E
EPS(元)	0.24	0.02		0.20	(0.08)	(0.06)
PE(X)	37	417		44	(109)	(74)

数据来源：公司公告，爱建证券

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅 15%以上

推 荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅 5%~15%

中 性: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘跌幅 5%以上

● 行业评级:

强于大势: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间;

弱于大势: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘跌幅 5%以上;

重要声明

本报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。