

动态报告

公用事业

电力

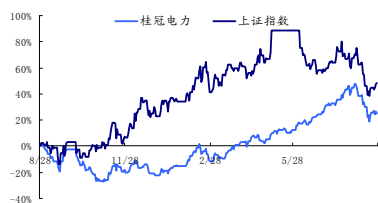
桂冠电力(600236)
中性

中报点评

(维持评级)

2009年8月28日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

昨收盘(元)	7.38
总股本/流通A股(百万股)	1,479.89/805.56
流通B股/H股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	10,921.61/5,945.05
上证综指/深圳成指	2,946.40/11,897.74
12个月最高/最低(元)	9.39/4.30

财务数据

净资产值(百万元)	3,886.85
每股净资产(元)	2.63
市净率	2.81
资产负债率	65.77%
息率	1.76%

相关研究报告:

《桂冠电力:收购资产利好兑现》——2009-6-5

《桂冠电力调研报告:期待岩滩、憧憬龙潭》——2009-3-16

《桂冠电力08年三季报点评:火电亏损、川电停产吞噬业绩》——2008-10-27

分析师:徐颖真

电话: 021-68864007

E-mail: xuyz@guosen.com.cn

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,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

拟收购的岩滩电站业绩将超预期

●净利润构成:实现EPS为0.047元,恢复到多年以来正常水平

完成上网电量56.49亿千瓦时,同比增长1.1%。水电电量增加了近10亿,其中天龙湖、金龙潭增加了2.5亿(08年512地震后停发),其他7.5亿电量来自红水河流域的电站。这部分是受上游龙滩电站水库去年底库存水量较多,以及水库优化调度影响,火电下降时由于今年上半年广西用电负荷下降较多,加上水电多发挤占火电发电空间,合山火电上网电量较去年同期减少58%。

●主要利润率指标正常:季节性因素导致环比提升

二季度环比一季度毛利率提高是由于水电的季节性因素,投资净收益为负是由于参股百色铝业的亏损,二季度单季利润实现情况与正常年份2007年接近,符合预期。

●岩滩收购正在进行中,收购完成的时点对09年业绩影响巨大

收购的岩滩电站评估作价36.58亿,其中24.4亿由公司现金支付,其余12.18亿由公司对大唐集团以8.18元每股的价格增发1.49亿股来实现,股本扩大约10%。公司对岩滩电站2009年、2010年的净利润预测分别是4.3亿和3.8亿,岩滩09年后三季度预计可实现的权益净利润是2.4亿(公司收购的70%部分),假设公司在四季度前完成收购,则该收购09年的净利润贡献是2.4亿-0.3亿(支付24亿现金在四季度的财务费用)=2.1亿,折合增发后的股本16.29亿股可贡献EPS为0.13元。

●维持中性评级

公司2009年业绩有超预期的可能,其中金龙潭、天龙湖09年预计可实现权益利润6000万,可同比增加净利润约2.1亿,折增发后股本EPS为0.13元;此外红水河流域水电电量上半年同比增长了7.5亿度,全年有望增长10亿度,也可贡献净利润1.6亿左右,增加EPS约0.1元。假设岩滩收购4季度前完成我们预测公司09年EPS为0.35元。目前股价对应2009年动态PE为21倍,维持中性评级。

盈利预测和财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	3,361.78	2,733.48	3,827	4,133	4,464
(+/-%)	3.43%	-18.69%	40.0%	8.0%	8.0%
净利润(百万元)	334.44	30.97	520	525	528
(+/-%)	8.62%	-90.74%	1580.1%	0.8%	0.7%
每股收益(元)	0.24	0.02	0.35	0.35	0.36
EBIT Margin			38.2%	34.8%	31.8%
净资产收益率(ROE)	9.05%	0.78%	11.9%	11.1%	10.4%
市盈率(PE)	31.24	352.67	21.0	20.8	20.7
EV/EBITDA			7.1	7.0	7.0
市净率(PB)	2.83	2.73	2.51	2.31	2.14

09 年上半年主要经营数据

2009 年上半年,公司累计完成上网电量为 56.49 亿千瓦时,比去年同期增长 1.1%。其中:火电(合山公司)6.87 亿千瓦时;水电 49.62 亿千瓦时(其中:大化 14.64 亿千瓦时;百龙滩 4.90 亿千瓦时,平班 7.47 亿千瓦时,乐滩电站 16.92 亿千瓦时,天龙湖 2.93 亿千瓦时,金龙潭 2.76 亿千瓦时)。2008 年上半年火电和水电的发电量分别是 16.4 亿和 39.48 亿。

水电电量增加了近 10 亿,其中天龙湖、金龙潭增加了 2.5 亿(08 年 512 地震后停发),其他 7.5 亿电量来自红水河流域的电站。这部分是受上游龙滩电站水库去年底库存水量较多,以及水库优化调度影响,红水河电厂发电量较去年同期增长 13.6%。火电下降时由于今年上半年广西用电负荷下降较多,加上水电多发挤占火电发电空间,广西统调火电平均利用小时降幅高达 50%,合山火电上网电量较去年同期减少 58%。

公司完成主营业务收入 135366.98 万元,同比减少 4.02%;营业利润 22681.89 万元,同比增加 1492.29%;母公司实现净利润 6961.10 万元,同比增加 543.74%。折合 EPS 为 0.047 元。

09 年上半年主要盈利指标分析

二季度环比一季度毛利率提高是由于水电的季节性因素,投资净收益为负是由于参股百色铝业的亏损,二季度单季利润实现情况与正常年份 2007 年接近,符合预期。

表 1: 公司主要财务指标的单季度分析

	2009Q2	2009Q1	2008Q4	2008Q3	2008Q2	2008Q1	2007Q4	2007Q3	2007Q2	2007Q1
毛利率	41.19%	35.05%	34.68%	36.71%	32.67%	15.50%	27.56%	46.16%	32.84%	22.53%
营业税金附加/收入	1.23%	1.17%	1.17%	1.31%	1.16%	0.78%	1.18%	1.17%	1.06%	1.13%
(销售费用+管理费用)/收入	5.04%	4.57%	7.30%	3.84%	5.33%	4.48%	4.74%	3.91%	3.96%	2.95%
财务费用/收入	16.48%	20.99%	20.23%	18.74%	17.27%	18.22%	12.18%	12.20%	10.77%	11.64%
财务费用/(短期借款+应付票据+长期借款)	2.96%	1.55%	1.40%	1.60%	1.62%	1.58%	1.55%	1.57%	1.44%	1.98%
投资净收益/毛利(收入-营业成本)	-2.72%	0.57%	-0.42%	4.13%	4.58%	-9.32%	4.19%	4.89%	11.33%	1.78%
资产减值损失/毛利(收入-营业成本)	1.37%	1.69%	0.37%	-0.26%	-0.43%	1.77%	0.48%	21.08%	30.68%	-2.27%
营业外收支净额/毛利(收入-营业成本)	0.26%	0.00%	5.16%	0.51%	-0.43%	-0.06%	0.41%	-0.11%	17.46%	-0.18%
所得税/利润总额	24.10%	27.27%	-3.77%	27.94%	33.99%	-10.50%	14.91%	10.07%	10.41%	18.47%
归属于母公司所有者的净利润/净利润	59.82%	-16.17%	35.29%	39.72%	79.65%	79.31%	60.77%	52.88%	69.33%	47.08%
收入同比增幅	81.33%	-10.76%	-31.65%	-17.89%	-14.08%	-9.43%	-1.11%	1.94%	10.35%	3.29%
营业成本同比增幅	58.36%	-31.41%	-38.37%	-3.46%	-13.86%	-1.20%	-9.95%	-7.67%	9.58%	-4.16%
毛利率同比变化的百分	8.53%	19.55%	7.12%	-9.46%	-0.18%	-7.04%	7.12%	5.60%	32.84%	22.53%

点

收入环比增幅	128.51%	-2.26%	-15.47%	-3.95%	12.46%	-25.14%	1.55%	0.50%	18.55%	-18.27%
营业成本环比增幅	106.90%	-2.81%	-12.77%	-9.71%	-10.39%	-12.68%	36.64%	-19.43%	2.78%	-20.42%
毛利率环比变化百分点	6.14%	0.37%	-2.03%	4.04%	17.17%	-12.06%	-18.61%	13.32%	10.31%	2.09%
季度 EPS (元)	0.070	-0.004	0.01	0.02	0.03	-0.04	0.03	0.06	0.06	0.02

资料来源：公司公告

拟增发收购的岩滩电站 09 年盈利将超预期进而带来公司业绩的超预期

公司已于 6 月、8 月分别公告了增发收购岩滩电站的董事会公告以及收购关联交易报告书，9 月中旬提交股东大会通过，之后证监会批复后并表，本次收购的要点如下，收购的岩滩电站评估作价 36.58 亿，其中 24.4 亿由公司现金支付，其余 12.18 亿由公司大唐集团以 8.18 元每股的价格增发 1.49 亿股来实现，股本扩大约 10%。

公司对岩滩电站 2009 年、2010 年的净利润预测分别是 4.3 亿和 3.8 亿，由于本次收购属于关联交易的股权收购，因此只要是 09 年 12 月 31 日前完成收购则岩滩 09 年 3 月 31 日（收购资产的评估日）之后的利润即可在公司并表，岩滩 09 年后三季度预计可实现的权益净利润是 2.4 亿（公司 70% 部分），假设公司在四季度前完成收购，则该收购 09 年的净利润贡献是 2.4 亿-0.3 亿（支付 24 亿现金在四季度的财务费用）=2.1 亿，折合增发后的股本 16.29 亿股可贡献 EPS 为 0.13 元，但这只是收购时点导致的会计利润的“错觉”，如果按收购后完整年度 2010 年算可贡献的 EPS 为 2.66 亿（岩滩 2010 年的净利润 3.8*70%）-1.2 亿（财务费用）=1.46 亿，对 EPS 的贡献约 0.09 元。

维持中性评级

公司 2009 年业绩有超预期的可能，由于金龙潭、天龙湖 08 年受地震影响亏损 1.58 亿，而 09 年预计可实现权益利润 6000 万，由此可同比增加净利润约 2.1 亿，折增发后股本 EPS 为 0.13 元；此外红水河流域水电电量上半年同比增长了 7.5 亿度，全年有望增长 10 亿度左右，也可贡献净利润 1.6 亿左右，即增加 EPS 约 0.1 元。此外公司在百色铝业上的投资亏损有望被北部湾银行的投资收益抵消。

假设岩滩收购 4 季度前完成我们预测公司 09 年 EPS 为 0.35 元。2010 年有大化电站 11 万千瓦机组投产的增量贡献，但整体增长有限，目前股价对应 2009 年动态 PE 为 21 倍，估值优势一般，维持对公司的“中性”评级。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	1965	719	2040	3490
应收款项	390	97	105	114
存货净额	246	267	332	408
其他流动资产	65	23	24	26
流动资产合计	2665	1106	2501	4038
固定资产	11288	10267	9251	8208
无形资产及其他	130	126	122	118
投资性房地产	17	17	17	17
长期股权投资	907	901	896	890
资产总计	15008	12418	12787	13270
短期借款及交易性金融负债	2508	500	300	200
应付款项	552	83	103	126
其他流动负债	546	158	192	232
流动负债合计	3607	740	594	559
长期借款及应付债券	6548	6318	6318	6318
其他长期负债	0	(51)	(102)	(153)
长期负债合计	6548	6267	6216	6165
负债合计	10154	7007	6810	6723
少数股东权益	858	1051	1250	1450
股东权益	3996	4360	4727	5097
负债和股东权益总计	15008	12418	12787	13270

关键财务与估值指标	2008	2009E	2010E	2011E
每股收益	0.02	0.35	0.35	0.36
每股红利	0.64	0.11	0.11	0.11
每股净资产	2.70	2.95	3.19	3.44
ROIC	3%	11%	12%	14%
ROE	1%	12%	11%	10%
毛利率	30%	44%	41%	38%
EBIT Margin	24%	38%	35%	32%
EBITDA Margin	51%	66%	61%	57%
收入增长	-19%	40%	8%	8%
净利润增长率	-91%	1580%	1%	1%
资产负债率	73%	65%	63%	62%
息率	8.7%	1.4%	1.4%	1.5%
P/E	352.7	21.0	20.8	20.7
P/B	2.7	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	15.3	7.1	7.0	7.0

资料来源：国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2733	3827	4133	4464
营业成本	1913	2128	2438	2767
营业税金及附加	30	42	46	50
销售费用	0	0	0	0
管理费用	141	195	210	226
财务费用	507	375	318	277
投资收益	12	3	3	3
资产减值及公允价值变动	(1)	15	15	0
其他收入	(0)	0	0	0
营业利润	152	1105	1138	1146
营业外净收支	11	0	0	0
利润总额	163	1105	1138	1146
所得税费用	61	99	114	115
少数股东损益	72	485	500	503
归属于母公司净利润	31	520	525	528

现金流量表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	31	520	525	528
资产减值准备	(83)	0	(0)	(0)
折旧摊销	733	1053	1098	1111
公允价值变动损失	1	(15)	(15)	0
财务费用	507	375	318	277
营运资本变动	(274)	(596)	(71)	(74)
其它	(2055)	193	199	200
经营活动现金流	(1648)	1156	1736	1766
资本开支	(495)	(13)	(63)	(63)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(869)	(7)	(57)	(57)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	938	(230)	0	0
支付股利、利息	(953)	(156)	(157)	(159)
其它融资现金流	4020	(2008)	(200)	(100)
融资活动现金流	3990	(2395)	(357)	(259)
现金净变动	1473	(1246)	1321	1450
货币资金的期初余额	492	1965	719	2040
货币资金的期末余额	1965	719	2040	3490
企业自由现金流	370	1775	2259	2252
权益自由现金流	5328	(805)	1773	1903

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研究团队

宏观			策略			交通运输		
杨建龙			汤小生	021-68864595		唐建华	0755-82130468	
林松立	010-82254212		黄海培	021-68864598		孙菲菲	0755-82133400	
任泽平	010-82254206		崔 嵘	021-68866202		高 健	0755-82130678	
周炳林	0755-82133339		廖 喆	021-68866236		黄金香	010-82252922	
			赵 谦	021-68866295				
银行			房地产			计算机		
邱志承	021-68864597		方 焱	0755-82130648		凌 晨	021-68866233	
黄 飙	0755-82133476		区瑞明	0755-82130678		电子元器件		
谈 焯	010-82254212		黄道立	0755-82130833		王俊峰	010-82254205	
戴志锋	0755-82133343							
有色金属			汽车及零配件			钢铁		
彭 波	0755-82133909		李 君	021-68866235		郑 东	010-82254160	
李洪冀	010-82252922		左 涛	021-68866253		秦 波	010-82252922	
商业贸易			基础化工			非银行金融		
胡鸿軻	021-68866206		邱 伟	0755-82133263		武建刚	010-82250828	
吴美玉	010-82252911		陆 震	0755-82130532		王一峰	010-82250828	
			张栋梁	0755-82130532				
石油与石化			电力设备			传媒		
李 晨	021-68866252		彭继忠	021-68866203		陈财茂	021-68866236	
严蓓娜	021-68866253		皮家银	021-68866205		廖绪发	021-68866237	
机械			电力与公用事业			医药		
余爱斌	0755-82133400		徐颖真	021-68864007		贺平鸽	0755-82133396	
李筱筠	010-82254205		谢达成	021-68866236		丁 丹	0755-82130678	
						陈 栋	021-68866235	
通信			造纸			家电		
严 平	021-68865025		李世新	0755-82130565		王念春	0755-82130407	
程 峰	021-68864599							
纺织服装			建材			旅游		
方军平	021-68866202		杨 昕	021-68864596		廖绪发	021-68866237	
			徐蔚昌	021-68866233		刘智景	021-68866233	
中小股票			食品饮料			农业		
高芳敏	021-68864586		黄 茂	0755-82133476		张 如	021-68866233	
陈爱华	0755-82133397		谢鸿鹤	0755-82130646				
煤炭			建筑			固定收益与基金		
李 然	0755-82130681		邱 波	0755-82133390		李怀定	021-68866233	
苏绍许	0755-82133476		李遵庆	0755-82133343		张 旭	010-82254210	
						杨 涛	0755-82133339	
金融工程			金融工程			金融工程		
葛新元	0755-82133332		王军清	0755-82133297		焦健	0755-82131822	
董艺婷	021-68866946		黄志文	0755-82130532		赵学昂	0755-82131822	
戴 军	021-68864585		林晓明	021-68866946				

国信证券经济研究所机构销售部

华南区	华东区	华北区
万成水 0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn 刘宇华 0755-82130818 13823380182 liuyh@guosen.com.cn 邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn 庞博 0755-82130818 0755-82133343 pangb@guosen.com.cn 祝彬 0755-82133456 15814403667 zhubin@guosen.com.cn 林莉 0755-82133197 13824397011 linli@guosen.com.cn 王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	盛建平 021-68864592 15821778133 shengjp@guosen.com.cn 马小丹 021-68866025 13801832154 maxd@guosen.com.cn 郑毅 021-68866205 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn 黄胜蓝 021-68866011 13761873797 huangsl@guosen.com.cn 刘塑 021-68866236 13817906789 liusu@guosen.com.cn 叶琳菲 021-68864011 13817758288 yelf@guosen.com.cn	王立法 010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn 王晓建 010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn 谭春元 010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn 焦骥 010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn 李锐 010-82254212 13691229417 lirui@guosen.com.cn 徐文琪 010-82254210 13811271758 xuwxq@guosen.com.cn