

电力行业

报告原因: 深度研究

2009 年 9 月 18 日

市场数据: 2009 年 9 月 18 日

收盘价 (元)	19.76
一年内最高/最低 (元)	46/7.53
市净率	
市盈率	
流通 A 股市值 (百万元)	

基础数据: 2009 年 9 月 18 日

每股净资产 (元)	4.35
资产负债率%	68.4%
总股本/流通 A 股 (亿)	1.57/1.57
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

相关研究

执笔人

梁玉梅

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

联系人

焦春成

0351-8686990

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话: 0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

桂东电力 (600310)

增持

电力业务打开增长空间, 抛开会计看影子价值

公司研究

盈利预测:

单位: 百万元、元、%、倍

	主营 收入	增长率	净利润	增长率	每股 收益	净资产收益 率	市盈率
2007A	985	35.67	92.9	-1.39	0.59	13.42	34
2008A	966	-1.93	84	-9.57	0.54	11.9	37
2009E	873	-9.63	88	353	0.56	12.1	35
2010E	943	8.02	104	51.8	0.66	13.5	30

注: “市盈率”是指目前股价除以各年每股收益

投资要点:

● **公司基本情况:** 桂东电力主营业务为厂网合一、发供电一体化电力公司, 位于广西省贺州市, 其电力资产主要分布在广西桂江、贺江。除了电力业务之外, 公司还有电子铝箔等行业的业务。此外公司参股国海证券 14.84% 的股权, 是国海证券的第二大股东。

● **自发电量是公司电力业务的盈利核心:** 由于公司主要的外购电量来自于广西电网, 并不是当地小水电, 外购电价处于较高水平, 公司外购电并出售的盈利空间相对较小, 公司的主要利润还是来自于自发电量外供。

● **成功收购上程电站, 打开电力业务增长空间:** 公司成功收购上程电站 80.2% 的股权, 根据我们测算, 上程电站全部建成投产并稳定运行将提升公司业绩约 0.18 元, 目前公司的电力业务的每股业绩在 0.6 元左右, 上程电站对公司业绩增厚明显, 预计上程电站在 2013 年左右建成并运营稳定。

● **电力业务的业绩及价值分析:** 由于 2008 年属于公司各电厂均正常发挥效力且来水较为正常的年份, 08 年公司下属电厂的盈利情况基本上代表了其未来的盈利情况。而我们测算了目前电价下 2008 年公司电力业务贡献的业绩在 0.6 元左右, 考虑到未来销售电价提高带来的业绩上升以及上程电厂建设带来的成长, 给与 25 倍 PE, 该部分价值在 15 元左右。

● **关注影子价值, 抛开会计核算看价值:** 公司持有国海证券 14.84% 的股份, 是公司的第二大股东, 由于未达到会计上规定的权益法核算 20% 的比例只能按照成本法核算, 贡献业绩具有一定的随意性。我们采用不同方法测算了该部分股权的价值, 预计该部分股权价值在 5-8 元。

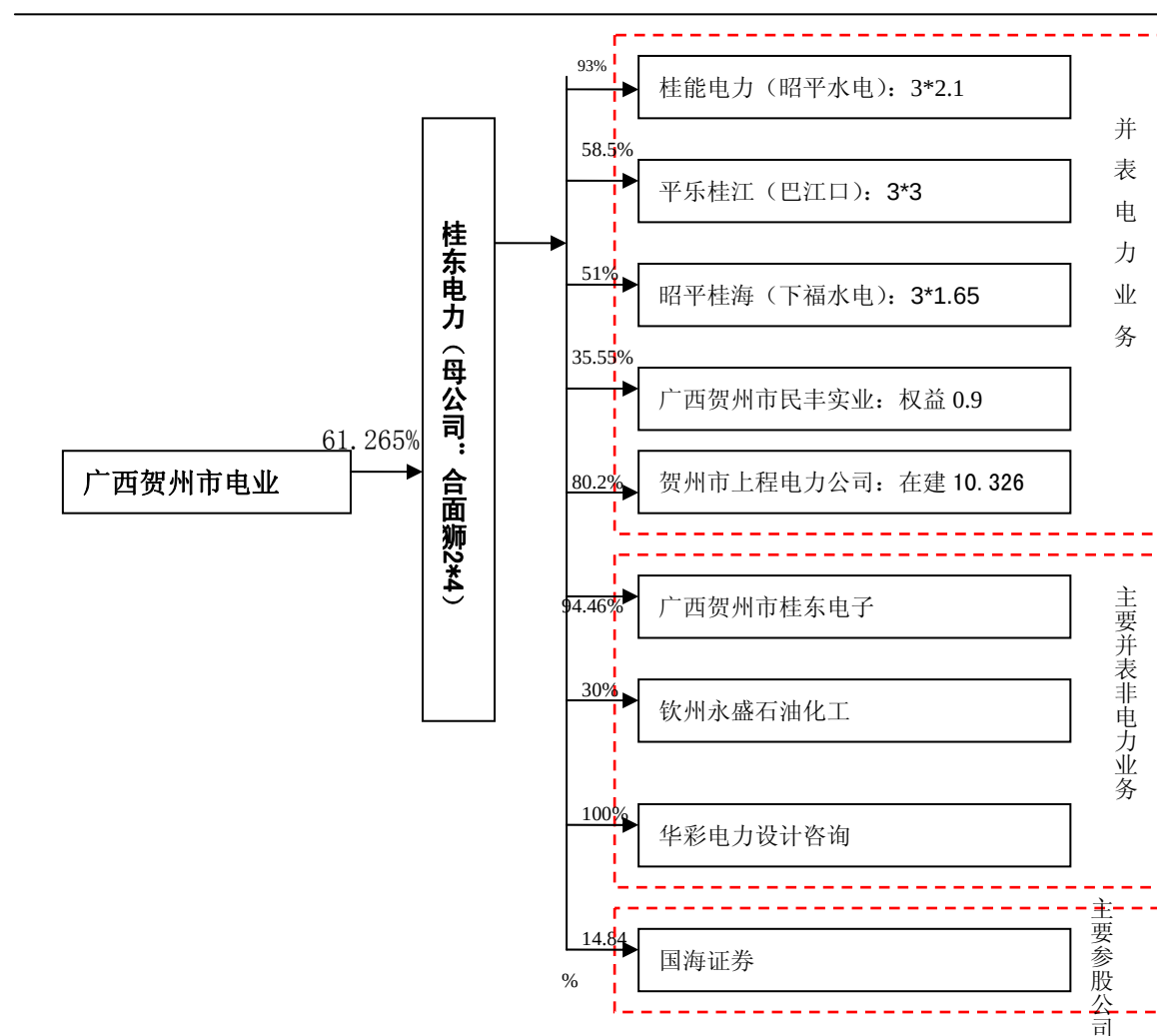
● **投资建议:** 在目前的市场环境下, 综合考虑公司的各业务, 公司的合理价值在 23-25 元左右, 目前股价还有一定的空间, 给与“增持”的投资评级。关注公司股价驱动性因素, 如 1、电网的销售电价上调; 2、经济回暖带动公司业绩回升; 3、国海证券年底分红; 4、国海证券借壳上市成功等。

● **投资风险:** 自然原因造成来水不好, 电力业务低于预期; 证券市场低迷国海证券业绩严重下滑; 上程电站建设风险。

一、公司基本情况

桂东电力主营业务为厂网合一、发供电一体化电力公司，位于广西省贺州市，其电力资产主要分布在广西桂江、贺江。除了电力业务之外，公司还有电子铝箔等行业的业务。此外公司参股国海证券14.84%的股权，是国海证券的第二大股东。公司旗下资产如图1所示：

图 1：公司主要股东及资产构成（装机容量单位：万千瓦）



资料来源：山西证券

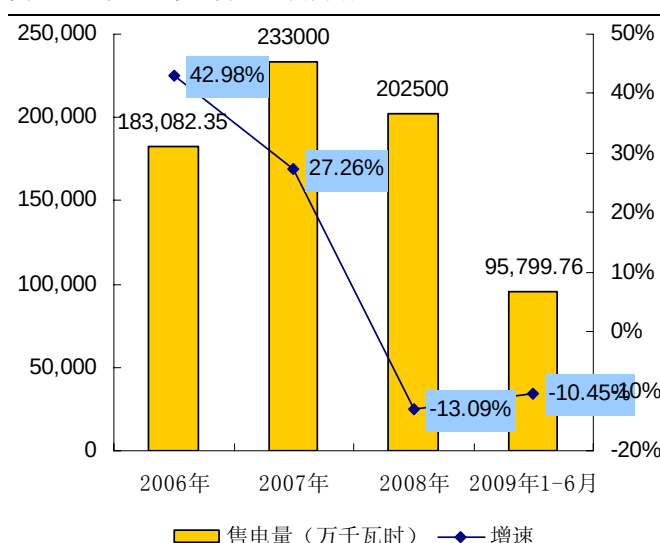
二、公司电力业务——电网+电厂

桂东电力作为地方电网公司，属于发、供一体化的模式，电力业务的主营收入主要来自自发电和输送电。公司的经营业绩主要由销售量、自发电量、销售电价等因素决定。

销售量——近期出现了下滑

- 销售量由公司所在地区的用电需求决定，公司目前的电能输送的市场分布分别约为贺州市下辖的三县一区60%，有关厂矿100%，梧州市及下辖的县市3%，广东郁南罗定等共5%，湖南相关县市共5%。
- **近两年销售量连续下滑：**公司的销售量在2006年和2007年保持了较高速度增长后，自2008年开始出现了下滑，2008年公司销售电力下降了13.09%，主要原因由于公司的部分负荷较大的客户由于电压等级的原因转向广西电网供应。而2009年上半年销售量下降了10.45%，主要原因是受金融危机影响，部分企业开工率下降所致，预计随着经济逐步好转公司的销售量将逐渐回升。
- **单纯销售量增长对公司业绩推动作用有限：**由于公司主要的外购电量来自于广西电网，并不是当地小水电，外购电价处于较高水平，公司外购电并出售的盈利空间相对较小，公司的主要利润还是来自于自发电量外供，因此自发电量不能有效增长，单纯靠销售电量的增长对公司的业绩增长的推动作用有限。

图1：公司近几年销售量及其增速

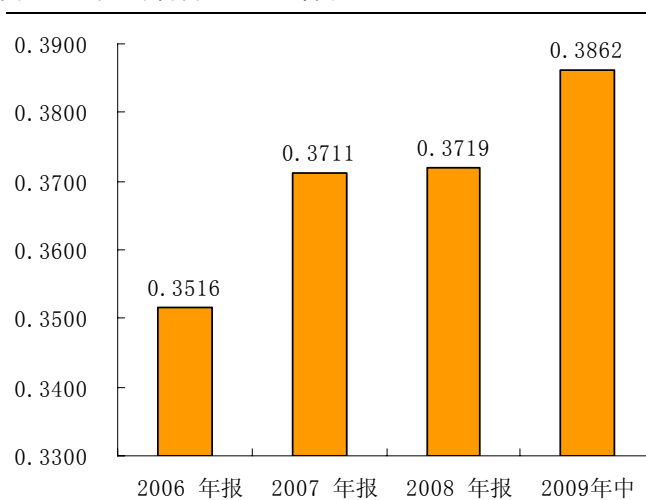


资料来源：公司公告

销售电价——对销售电价上调较为敏感

- 08年7月日公司销售电价上调了约2分/千万时，但受金融危机影响，当地企业的开工率下滑，迫于政府的压力公司部分电价并未能够按预计上调幅度上调。经我们测算公司09年上半年的综合售电价为0.3862元/千万时，较08年的综合售电价0.3719元/千万时有了一定幅度的上涨，但未达到预期水平。
- 预计随着经济的回暖优惠电价的逐步取消以及公司用电比重的提高公司未来的综合电价将出现提高。而据我们的测算公司的每股收益对综合电价较为敏感，综合电价每提高1%，公司的净利润增长5%。
- 此外，由于迫于经济增长的压力，法改委一直未调整电网公司的销售电价（目前两大电网公司运营仍处于亏损状态），未来随着经济的好转电网销售电价的上调将成为必然事件，公司作为区域小水电和电网企业将直接受益于销售电价的上调。

图2：公司的综合售电价（不含税）



资料来源：公司公告

自发电量——电力业务的盈利核心

- 自发电量由公司电厂装机容量及年发电小时决定。公司控制的已经投产发电的水电总装机容量为29.85万千瓦时（含控股子公司），其中权益装机容量22.56万千瓦时。目前规模下正常年份公司自发电比例占销售电比例超过50%。
- 近几年公司自发电量情况：
 - ✓ 公司的自发电量自2006年开始出现了大幅增长（同比增长79.97%），主要原因由于公司下福电厂和巴江口电厂在当年投产。由于两个电厂刚投产尚未完全发挥效力，2006年公司的发电量仍未达到公司目前规模下的正常水平。2006年巴江口水电厂的发电小时仅2,026小时；下福水电厂的发电小时仅2505.54，而同处贺

江的昭平水电厂在当电的发电小时达到4617.74小时，几乎是新投产电厂的两倍，见表2-5。

- ✓ 2007年受干旱天气的影响公司的整体发电小时都处于较低水平，公司下属四个电厂的发电小时均在3000小时左右，见表2-5。
- ✓ 2008年是公司来水较为正常的年份，2006年新建两个电厂基本正常发挥效力，公司下属电厂的发电小时均达到了4000小时以上，详见表2-5。2008年是公司目前装机规模情况下发电量较为正常的水平。
- ✓ 2009年上半年受来水较晚的影响公司发电量较2008年出现小幅的下降（-4.83%），而目前看公司电厂所处流域来水形式仍不明朗，但较2008年全年下降幅度不会太大。

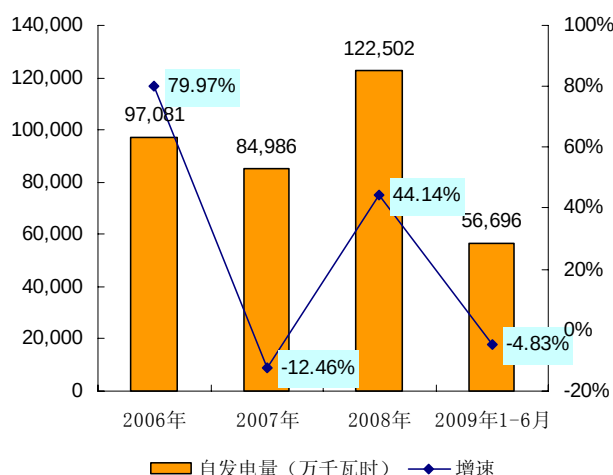
- **收购上程电站来自发电量将进一步提升：**公司收购了上程电站80.2%的股权，规划建设装机规模为10.326万千瓦，建成后将大大提升公司的自发电量规模，也将进一步提升公司的盈利能力，我们在下文对该项目作了详细盈利预测。

表 1：公司电厂情况

已运行水电机组	区域	投产时间	总装机容量 (万千瓦)	装机构成 (万千瓦)	权益比例
合面狮	贺江	70 年代	8	4*2	100.0%
桂能昭平	桂江	94 年	6.3	3*2.1	93.0%
桂海下福	桂江	2006 年	4.95	3*1.65	51.0%
桂江巴江口	桂江	2006 年	9	3*3	58.5%

资料来源：山西证券

图3：公司自发电量情况



资料来源：公司公告

图4：公司自发电量比例

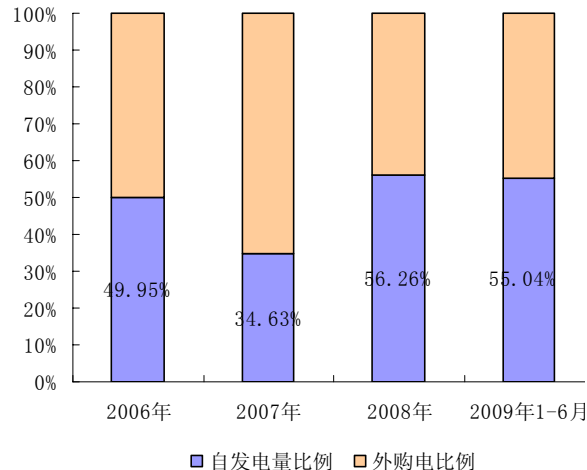


表 2：合面狮水电站近三年运行情况

合面狮水电站（4*2）	2006 年	2007 年	2008 年
发电量	37,351.70	25352.45	32,249.02
发电量增速	27.88%	-32.13%	27.20%
装机容量	8.00	8.00	8.00
发电小时	4668.96	3169.06	4031.13

资料来源：公司公告

表 3：桂能电力昭平水电站近三年运行情况

桂能电力昭平水电站（3*2.1）	2006 年	2007 年	2008 年
发电量	29,091.78	23853.45	28,069.65
发电量增速	17.61%	-18.01%	17.68%
权益比例	93.00%	93.00%	93.00%
装机容量	6.30	6.30	6.30
发电小时	4617.74	3786.26	4455.50

资料来源：公司公告

表 4：桂江电力巴江口水电站近三年运行情况

桂江电力巴江口水电站（3*3）	2006 年	2007 年	2008 年
发电量	18,235.50	19414.75	42,002.50
权益比例	58.50%	58.50%	58.50%
装机容量	9.00	9	9
发电小时	2,026.17	2,157.19	4,666.94

资料来源：公司公告

表 5：桂海电力下福水电站近三年运行情况

桂海电力下福水电站（3*1.65）	2006 年	2007 年	20
发电量	12,402.43	16,365.34	20,180.35
权益比例	51%	51%	51%
装机容量	4.95	4.95	4.95
发电小时	2505.54	3306.13	4076.84

资料来源：公司公告

- **自发电力成本较低：**公司自发电力成本较低，这从公司控股的主要电厂的盈利情况可以看出。由于2008年属于公司各电厂均正常发挥效力且来水较为正常的年份，08年公司下属电厂的盈利情况基本上代表了其未来的盈利情况。根据公司披露数据我们分别测算了其净利率情况。在综合不含税电价0.22元/千瓦时左右的情况下公司昭平水电站08年的净利率达到33.84%；巴江口水电站的净利率达到18.57%；下福水电站盈利偏弱。根据净利率情况粗略测算昭平水电站不考虑期间费用的发电成本在0.1元/千瓦时左右；而巴江口水电站的发电成本在0.15元/千瓦时左右；而下属母公司电厂合面狮由于在70年代就投产，基本没有折旧，发电成本较低。综合看公司的自发电成本在0.1元/千瓦时左右，处于较低水平。
- **自发电量是公司电力业务的盈利核心：**由于公司主要的外购电量来自于广西电网，并不是当地小水电，外购电价处于较高水平，公司外购电并

出售的盈利空间相对较小，公司的主要利润还是来自于自发电量外供。

表 6：2008 年主要参股公司盈利情况

	权益比例	装机容量	发电小时	发电量	营业收入	电价	净利润	净利率
桂能电力昭平水电厂	93%	6.3 (3*2.1)	4455.50	28,069.65	6,392.24	0.2277	2,163.39	33.84%
桂江电力巴江口水电厂	58.50%	9 (3*3)	4666.94	42,002.50	9,127.20	0.2173	1,694.63	18.57%
桂海电力下福水电厂	51%	4.95 (3*1.65)	4076.84	20,180.35	4,407.80	0.2184	86.35	1.96%

资料来源：公司公告

成功收购上程电站 打开增长空间

- **成功收购上程电站：**2009 年 2 月 24 日公司公告分别收购贺州市电业公司和珠海市卡都投资有限公司持有的贺州市上程电力 30% 股权、50.2013% 股权，并对上程电力公司增资 1,000 万元，目前本次收购已经全部完成，公司持有上程电站 80.2% 的股权，上程电站规划建设装机容量 10.326 万千瓦，一期工程预计年底将开工建设，一期装机容量 1.2 万千瓦。
- **打开未来盈利增长空间：**根据我们测算，上程电站全部建成投产并稳定运行将提升公司整体业绩约 0.18 元（详见下文盈利预测），目前公司的电力业务的每股业绩在 0.5-0.6 元左右，上程电站对公司业绩增厚明显，预计上程电站在 2013 年左右建成并运营稳定。

表 7：上程电站基本情况

	权益比例	装机容量	权益装机容量	备注
上程电站	80.20%	10.326	8.28	一期 1.2 万千瓦将于年底开工建设

资料来源：公司公告

上程电厂盈利预测

假设：由于公司自发电力增加将替代向广西电网部分，为了测算新项目为整体公司贡献的利润情况，假设该项目的电价水平为公司购买广西电网的电价水平，而非核准的上网电价。根据当地的趸售电价，假设不含税电价为 0.28 元/千瓦时（未来仍存在上调的空间）。

需要强调的是由于上程电站主要供公司外输，所以上程电站核准电价对公司整体盈利较小，而最终的销售电价对公司整体盈利较大。

我们在此测算的是运行稳定后对公司整体盈利的贡献情况，在建成初期由于运行不稳定，可能对公司业绩公司有限。

表 8：上程电站对公司业绩提升预测表（单位：万元）

项目	上程电站	备注
权益比例	80.20%	
装机容量	10.326	单位：万千瓦
发电小时	4500	
发电量	46467	单位：万千瓦时
电价	0.28	此处电价为替代外购电力成本（即外购广西电网等的电力成本），而非上程电站的核准电价
营业收入	13010.76	
折旧	3442	单位千瓦造价 10000 元，按 30 年折旧
财务费用	4336.92	项目 70% 资金来自贷款，贷款利率 6%
其他	1000	
营业利润	4231.84	
净利润	3597.064	所得税 25%，未考虑可能的税收优惠（如西部基础建设税收优惠）
归属公司净利润	2884.845	
股本	1.57	未考虑定向增发
每股收益（元）	0.1837	

资料来源：山西证券

电力业务的业绩及价值分析

- **电力业务的盈利分析：**2008年属于公司各电厂均正常发挥效力且来水较为正常的年份，08年公司下属电厂的盈利情况基本上代表了其未来的盈利情况。公司电力业务的经营主体主要有母公司（电网资产以及合面狮电厂）、桂能电力昭平水电厂、桂江电力巴江口水电厂、桂海电力下福水电厂，经我们测算以上4个经营主体08年合计贡献公司每股收益0.57元，见表9。
- **考虑08年电价调整的翘尾因素：**2008年7月日公司上调了销售电价，据公司测算扣除外购电量调价和自治区物价局要求部分优惠电价因素后，本公司预计2008年（7-12月）将增加约700万元收入，仅下半年就贡献公司每股收益约0.4元。如若假设电价自年初即开始调整，公司2008年电力部分业绩预计在0.61元左右。
- **结论：**由于2008年属于公司各电厂均正常发挥效力且来水较为正常的年份，08年公司下属电厂的盈利情况基本上代表了其未来的盈利情况，即在目前规模及经营环境下公司的电力业务正常情况下的业绩在0.6元左右。
- **价值分析：**在目前规模下公司的电力业务正常情况下的业绩在0.6元左右，考虑到未来销售电价提高带来的业绩上升以及上程电厂建设带来的成长，给与25倍PE，该部分价值在15元左右。

表9：公司电力业务的盈利情况

	权益比例	净利润	归属公司净利润	贡献每股收益	备注
--	------	-----	---------	--------	----

桂能电力昭平水电站	93%	2,163.39	2,011.95	0.13	
桂江电力巴江口水电站	58.50%	1,694.63	991.36	0.06	
桂海电力下福水电站	51%	86.35	44.04	0.00	
母公司	100%	5,873.94	5,873.94	0.37	电网资产以及合面狮电厂
合计			8,921.29	0.57	

资料来源:公司公告

三、国海证券股权——关注影子价值，抛开会计看本质

国海证券股权基本情况

- 目前公司持有国海证券11873 万股，占国海证券总股本的14.84%，按成本法核算，仅当对方确定分红时公司才能确定投资收益，使得这部分收益具有一定的随意性。近几年公司仅在2007年得到国海证券的分红，分红比例为国海证券当年利润的约50%，而由于07年的大牛市和公司较小的股本，2007年分红贡献公司每股收益约0.32元，贡献业绩超过了当年公司本身业绩。
- 国海证券2007年、2008年、2009年上半年分别实现净利润67,009.17万元、34,152.24万元、42,922.20万元，如果根据持股比例测算国海证券对公司的业绩贡献，2007年、2008年、2009年上半年分别贡献公司每股收益0.63、0.32、0.41元，基本上均超高了公司本身业绩。

国海证券股权价值分析

- **抛开会计核算看本质：**公司持有国海证券14.84%的股份，是公司的第二大股东。由于未达到会计上规定的权益法核算20%的比例只能按照成本法核算。由于公司是国海证券的第二大股东，对国海证券的经营具备较大的影响，对分红政策也具备一定的影响。我们认为不能仅关注会计准则核算的公司收益，而要关注收益的本质。粗略测算国海证券2007-2009年按股权比例贡献公司每股收益平均在0.5元左右，如果核算计入当年利润，给与15倍PE，该部分股权价值在7.5元左右。
- **现金分红折现法测算：**粗略测算国海证券2007-2009年按股权比例贡献公司每股收益平均在0.5元左右（见表10），假设平均分红比例为50%，每年平均贡献公司投资收益0.25元左右。我们采用股利永续增长模型来测算该部分股权的价值，我们分别对资本成本和增长率进行了敏感性测试（见表10），该部分股权的价值在3.57-8.33元之间，价值中枢是5元。

表10：现金折现法敏感性测试

		增长率		
		5%	4%	3%
资本成本	10%	5.00	4.17	3.57

	9%	6.25	5.00	4.17
	8%	8.33	6.25	5.00

资料来源：山西证券

■ 假设借壳上市成功价值分析：

- ✓ 目前国海证券正在借壳SST 集琦（000750.SZ）上市，09年2月13日，SST集琦发布公告称，公司债权人均可申报债权，待新增股份吸收合并国海证券的方案获批后，向公司要求清偿债务或要求公司提供担保。该公告为国海证券借壳解除了一个障碍，国海证券借壳上市指日可待。待重组完成后，SST 集琦的总股本增加至7.17亿股，广西投资、索美公司、桂东电力分别位列前三名，持股比例为26.04%、11.89%、11.04%。
- ✓ 2009年中期国海证券实现净利润4.29亿元，保守预计09年全年实现净利润至少在6亿元左右，以借壳后的国海证券总股本7.17亿股来推算，国海证券每股收益为0.84元，给与20倍的PE，据此国海证券上市后的股权价值在16元左右，公司所持部分的市值在7.12亿元左右，对应公司每股价值8元左右。

- **结论：**综上所述我们用不同方法对公司持有国海证券股权价值进行了分析，如若借壳上市成功该部分股权贡献的每股价值在8元左右；而按股利折现法该部分股权的中枢价值为5元，我们认为这也是目前环境下国海证券股权的价值下限。综上所述，我们认为国海证券的股权价值在5-8元的区间内。

存在分红的可能性

- 国海证券2009年上半年实现净利润42,922.20万元，超过了07年牛市的水平，公司可能存在分红的可能性，如果假设分红比例50%的情况下，09年可能将贡献公司每股收益约0.4元。此外需要强调的是目前国海证券正处于借壳上市阶段，可能对分红造成一定影响。

表11：国海证券盈利情况及对公司的贡献

报告期	2007-12-31	2008-12-31	2009-6-30
国海证券归属于母公司所有者的净利润	67,009.17	34,152.24	42,922.20
公司持股比例	14.84%	14.84%	14.84%
归属公司的利润	9944.16	5068.19	6369.65
公司股本	1.57	1.57	1.57
对应每股收益	0.63	0.32	0.41

资料来源：Wind

四、 电子铝业箔业务——期待下游复苏

- 公司除了电力业务为，电子铝箔业务也对公司有一定的贡献比例，目前，桂东电子拥有400 万平方米的产能（40 条生产线），若全部投产可实现年产500 万平方米的产量。
- 2008年电子铝业务贡献公司约0.05元，受金融危机影响09年电子铝箔业务下滑严重，09年上半年电子铝箔业务基本维持盈亏平衡，该业务未来走势还要看电子行业的复苏情况。
- 由于电子铝箔业务现在盈利尚不明朗，用PB法估值较为合理。截至2008年底桂东电子的净资产为12030.85万元，目前上市公司中主业为电子铝箔业务的有新疆众和合东阳光铝，平均PB水平约为3.2倍，为了保守期间给与3倍PB, 该部分对应每股价值在2元左右。

表12：相关公司PB估值情况

证券代码	证券简称	市净率 (PB, 最新)
600888. SH	新疆众和	2.80
600673. SH	东阳光铝	3.59
平均		3.20

资料来源：公司公告

五、 公司价值分析及投资建议

公司价值分析及投资建议

- **电力业务价值：**公司的电力业务正常情况下的业绩在0.6元左右，考虑到公司力业务的稳定性及未来销售电价提高带来的业绩上升空间以及上程电厂建设带来的成长性，给与25倍PE，该部分价值在15元左右。
- **电子铝箔业务：**根据PB分析，公司电子铝业务在2元左右。
- **国海证券股权价值：**根据上文分析国海证券股权价值在5-8元左右。
- **公司估值分析及投资建议：**在目前的市场环境下，公司的合理价值在23-25元左右，综合考虑给与公司“增持”的投资评级。

公司股价驱动性因素

- **电网的销售电价上调：**经济好转后上调电网销售电价是大概率事件。据我们的测算公司的每股收益对综合电价较为敏感，综合电价每提高1%，公司的净利润增长5%。

- **经济回暖带动公司业绩提升：**公司业绩对经济回暖具备一定的敏感性，主要体现在1、经济回暖售电结构变化带来的综合电价提高。2、经济回暖销售电量的提高。
- **国海证券年底分红：**由于公司股本较小，对分红较为敏感，如若年底分红，公司业绩将超预期。
- **国海证券借壳上市成功：**借壳上市成功使得公司国海证券部分股权变现更加快，对公司股价将有一定的催生作用。
- **下半年来水超预期：**自发电量对公司业绩推动作用较大，下半年自发电量若超预期，公司业绩也将超预期。

六、盈利预测

盈利预测假设

- 不考虑国海证券分红
- 未考虑本次公告的定向增发
- 2010年公司售电量增长5%
- 2010年公司综合售电价由于经济回暖优惠电价取消等因素达到0.4元/千瓦时
- 考虑到公司销售电量增加，而自发电量保持稳定，2010年公司的综合电力成本上涨0.01元/千瓦时
- 其他假设见下表

表 13：公司盈利预测（单位：万元）

	2007 年报	2008 年报	2009 年中	2009E	2010E
电力业务					
营业收入	86461.26	75317.27	36993.35	76591.91	82483.59
销售电量	233000.00	202500.00	95799.76	196389.51	206208.98
综合电价	0.3711	0.3719	0.3862	0.3900	0.4000
营业成本	70529.52	47612.79	23994.23	49097.38	53614.34
综合度电成本	0.3027	0.2351	0.2505	0.2500	0.26
电力销售(%)	18.11%	36.78%	35.14%	35.90%	35.00%
中高压电子铝箔					
营业收入	11437.82	14583.46	5111.47	10734.09	11807.50
营业成本	9320.85	11597.55	4473.05	9123.97	9682.15
毛利率	18.51%	20.47%	12.49%	15%	18%
利润表	2007 年报	2008 年报	2009 中报	2009E	2010E

营业收入	98,468.53	96,600.12	49,520.36	87326.00	94291.09
营业成本	80,036.90	65,452.13	35,343.34	58221.35	63296.48
营业税金及附加	557.31	815.07	330.28	800.00	850
销售费用	600.44	907.08	416.51	900.00	900
管理费用	5,398.28	7,237.78	3,592.80	7000.00	7,000.00
财务费用	6,892.51	8,954.90	4,639.21	9000.00	9,000.00
资产减值损失	-253.72	1,957.37	105.12	105.12	0
投资净收益	4,866.46	-45.92	-14.45	0	0
营业利润	10,103.26	11,229.87	5,078.66	11299.52	13244.61
营业外收入	23.25	437.98	83.72	0.00	0
营业外支出	171.85	417.73	70.21	0.00	0
利润总额	9,954.66	11,250.11	5,092.17	11299.52	13244.61
所得税	1,308.56	1,471.25	787.34	1694.928626	1986.69104
净利润	8,646.10	9,778.86	4,304.83	9604.60	11257.92
少数股东损益	-645.77	1,376.31	402.65	800	900
归属母公司净利润	9,291.87	8,402.55	3,902.18	8804.60	10357.92
基本每股收益(元)	0.59	0.536	0.2489	0.56	0.66

资料来源：山西证券

七、定向增发收购业务分析

- **公司拟定向增发解决关联交易和减轻财务压力：**公司2009年6月15日公告定向增发资产预案，拟按16.28元的价格定向增发募集资金净额52,801.17万元，用于“收购桂源公司56.03%股权”和“偿还公司银行贷款”。
- **收购收购桂源公司56.03%股权价格合理：**桂东电力以募集资金人民币7,801.17万元，预计2009年贡献盈利523.42万元，对应收购PE约15倍，低于目前上市的电网企业PE水平。
- **本次增发对每股收益影响偏中性：**根据经审计的盈利预测，收购桂源公司56.03%股权2009年将贡献盈利523.42万元。此外，公司将偿还借款45000万元，减少公司财务费用约2250万元，考虑到税收因素将增加公司利润约1912.5万元。本次增发将合计增加公司利润2435.92万元，而股本增加不超过4000万元，两者相除为0.61元，而我们预计公司2009年盈利为0.56，据此看本次增发并不会摊薄公司每股收益，会有略微增厚，但不明显。
- **本次增发利好公司长期发展：**
 - ✓ **减少财务压力：**公司中期的资产负债率达到68.4%，而随着上程电站的开工，公司的资产负债率将进一步攀升，本次定向增发将缓解公司的财务压力，有利于公司进一步发展。

✓ **扩大供电市场：**桂源公司目前拥有110KV 变电站1 座，35KV 变电站15 座，总容量13.26 万KVA；110KV 线路3 公里，35KV 输电线路167.28 公里，10KV 输电线路2,463.82 公里，低压配电线路4,498 公里；10KV 配变2,319 台，总容量26 万KVA；用电户约18 万户。已初步形成以110KV、35KV、10KV 为主的覆盖贺州市八步区、平桂区城乡的电力线路构架。桂东电力收购桂源公司56.03%股权后，将其纳入管理和调配机构，从而进一步完善桂东电力电网网架结构，扩大桂东电力的网架规模和供电市场。桂源公司资产质量优良，用户基本为终端高电价用户，盈利能力良好，收购后通过供电整合有利于进一步提升该部分资产的盈利能力。

■ **结论：**本次定向增发对公司的短期业绩影响偏中性，但长期将有利于公司进一步发展。

八、投资风险

- 自然原因造成来水不好，电力业务低于预期。
- 证券市场低迷，国海证券业绩严重下滑。
- 优惠所得税率调整风险，公司享受西部地区15%的所得税优惠政策将于2010 年到期，届时优惠所得税政策是否延续具有不确定性。
- 上程电站建设风险。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

请务必阅读正文之后的特别声明部分