

收购岩滩增厚业绩 存量水电站发电量增长

投资要点:

- 公司以“现金+增发”的方式收购岩滩水电公司 70% 股权的议案已获股东大会通过。假设公司可以在 09 年第四季度完成收购, 则我们预计标的资产 2009 年为公司贡献的权益净利润约 2 亿元 (已考虑因收购而增加的财务费用); 2010 年贡献的权益净利润约 1.5 亿元。
- 红水河流域开发渐趋成熟。随着上游龙滩水电站的建成投运, 龙滩水库水量调节作用充分发挥, 下游的大化、百龙滩、乐滩等电站的发电量显著增加。2009 年上半年, 公司红水河流域电厂的发电量较去年同期增长 13.6%。水电站因电量增加而带来的边际利润增长显著。
- 公司在四川全资拥有的天龙湖和金龙潭两座水电站逐步走出“5.12 地震”造成的影响。我们预计 2009 年两座水电站有望实现净利润 6000 万元。(2008 年合计亏损 1.58 亿元)
- 随着铝产业的企稳回升, 公司参股的百色银海铝业有望在 09 年下半年扭亏。公司参股的北部湾银行 2009 年盈利稳定。我们预计 2009 年全年银海铝业和北部湾银行贡献的投资收益盈亏相抵。
- 假设收购岩滩股权的事项能够在 09 年底前完成, 我们预计 2009 年和 2010 年公司合计归属净利润分别为 5.77 和 6.75 亿元。以增发后股本计算, 每股收益有望分别达到 0.35 元和 0.41 元。
- 公司 2009 年和 2010 年的动态市盈率分别为 20 倍和 17 倍, 在水电行业中具备估值优势, 而且 2010 年合山火电和红水河流域的水电公司均存在业绩超预期的可能。我们上调对公司的投资评级至“谨慎推荐”, 合理估值 9 元。

主要财务指标

	2007	2008	2009E	2010E
存量资产归属净利润	334	31	377	525
岩滩水电贡献的归属净利润	-	-	200	150
合计归属净利润	334	31	577	675
总股本	1416	1480	1629	1629
每股收益 (元)	0.24	0.02	0.35	0.41
市盈率 (倍)	48.85	288	19.92	17.03

资料来源: 中国银河证券研究所; 单位: 百万元

谨慎推荐 上调评级

合理价值: 9 元

分析师

邹序元

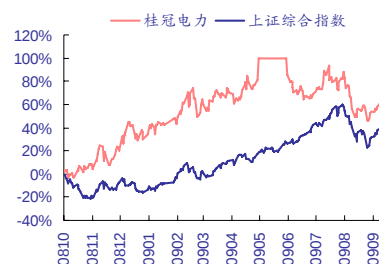
✉: zouxuyuan@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8668

市场数据 时间 2009.09.28

A 股收盘价(元)	7.06
A 股一年内最高价(元)	9.34
A 股一年内最低价(元)	4.38
上证指数	2763.53
市净率	2.45
总股本 (万股)	147989
实际流通 A 股 (万股)	80556
限售的流通 A 股 (万股)	67433
流通 A 股市值(亿元)	56.87

公司股价及上证指数表现



资料来源: 中国银河证券研究所

相关研究

1. 公司研究: 依托水电扩张, 规模跨越式增长 (中性) 08.03.10

一、收购岩滩增厚业绩

公司召开了股东大会，并通过了收购岩滩水电公司 70%股权的议案。目标资产（岩滩公司 70%股权）评估价格为 36.58 亿元，收购方式为现金收购与非公开增发相结合。其中，公司支付现金 24.4 亿元，并向大唐集团以 8.18 元/股的价格增发 1.49 亿股。

岩滩水电站首期装机容量 121 万千瓦，1995 年全部投产。随着 2007 年以来上游龙滩水电站的建成投运，龙滩水库多年水量调节作用充分发挥。龙滩水库正常蓄水位为 400 米，相应有效库容为 272.7 亿立方米，其蓄水调节能够使得下游水电站枯水期调节量增至天然情况下最枯量的 4 倍左右，使枯水期发电量占全年电量的比例大为增加。作为龙滩水电站的下游电站，岩滩水电站的发电量也将逐步提升并稳定在较高水平。收购报告中预计 2009 年全年有望达到 80 亿千瓦时。

表 1: 岩滩水电发电量情况

年份	岩滩公司发电量 (亿千瓦时)	广西地区发电量 (亿千瓦时)	岩滩公司占比
2006	46.88	523	8.96%
2007	58.75	685	8.58%
2008	72.51	855	8.48%

资料来源：公司公告

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。在二期扩建工程获得核准并建成投产后，岩滩公司装机规模将提升；由于二期扩建工程在原一期项目基础上进行建设，项目建造成本相对较低。扩建项目主要用于岩滩在丰水期充分利用来水，尽量不弃水，因此二期两台机组全年平均的发电量会低于存量机组，盈利能力与一期有较明显的区别。

收购报告书中对岩滩公司 2009 年和 2010 年的净利润预测分别为 4.3 亿元和 3.8 亿元。我们认为在天气正常、水资源费和移民补偿不发生重大变化的情况下，岩滩公司有望实现预期盈利。由于公司须通过增加银行借款来支付 24.4 亿元现金，因此在收购完成后公司的财务费用将明显增加。假设公司第四季度完成收购，则 2009 年增加财务费用 0.3 亿元（第四季度的财务费用，已考虑税盾），2010 年增加财务费用 1.2 亿元。

岩滩公司的评估基准日为 2009 年 3 月 31 日，因此公司只要在 2009 年 12 月 31 日前完成对岩滩公司的收购，就可以合并岩滩 09 年 4-12 月的利润表。我们假设公司可以在 09 年第四季度完成收购，则 2009 年收购为公司贡献的权益净利润约 2 亿元（已考虑因收购而增加的财务费用）；2010 年贡献的权益净利润约 1.5 亿元。以增发后的股本计算，2009 和 2010 年可分别贡献每股收益 0.12 元和 0.09 元。

表 2: 收购报告书中对岩滩水电的盈利预测

	2009E	2010E
一、营业总收入	89124	84673
主营业务收入	89014	84563

其他业务收入	110	110
二、营业总成本	38515	39659
主营业务成本	30075	31480
其他业务成本	95	95
营业税金及附加	1354	1278
销售费用	-	-
管理费用	3995	3995
财务费用	2996	2811
三、营业利润	50609	45014
四、利润总额	50610	45014
减：所得税	7591	6752
五、净利润	43019	38262
公司持股比例	70%	70%
权益净利润	30113	26783

资料来源：公司公告，中国银河证券研究所

注：此盈利预测中未考虑因收购造成的母公司财务费用增加

二、红水河流域开发渐趋成熟，存量水电站发电量增长

广西辖区内的红水河流域梯级水电开发是公司经营与发展的基础。红水河是我国十二大水电基地之一，被誉为水力资源的“富矿”。红水河梯级开发河段从南盘江的天生桥到黔江的大藤峡，全长 1050 公里，总落差 756.6 米，主要规划有天生桥一级、天生桥二级、平班、龙滩、岩滩、大化、百龙滩、乐滩、桥巩、大藤峡 10 个梯级电站及下游西江上的长洲水利枢纽等。

公司致力于红水河流域的梯级开发，除即将收购的岩滩电站外，公司全资和控股了大化、百龙滩、乐滩、平班等四个梯级电站。

表 3：公司在红水河流域全资和控股的水电站

电站名称	持股比例 (%)	装机容量 (万千瓦)	权益装机容量 (万千瓦)	设计多年平均发电量 (亿千瓦时)
大化水电站	100	45.6	45.6	21
大化水电站扩建	100	11	11	-
百龙滩水电站	100	19.2	19.2	9.47
乐滩水电站	52	60	31.2	34.95
平班水电站	35	40.5	14.18	16

资料来源：公司公告

红水河流域开发渐趋成熟。随着上游龙滩水电站的建成投运，龙滩水库水量调节作用充分发挥，下游的大化、百龙滩、乐滩电站的发电量显著增加。2009 年上半年，公司红水河电厂发电量较去年同期增长 13.6%。

三、四川水电恢复盈利，合山火电减亏

公司在四川全资拥有天龙湖和金龙潭两座水电站，装机容量为 36 万千瓦，设计年发电量合计为 19.2 亿千瓦时。受四川 5.12 地震影响，2008 年两座水电站少发电约 10 亿千瓦时，08 年出现亏损 1.58 亿元。从 2008 年底开始，两座水电站恢复正常运行，2009 年上半年发电量较去年同期增长 76%。我们预计 2009 年两座水电站有望实现净利润 6000 万元。

表 4: 公司在四川的水电站

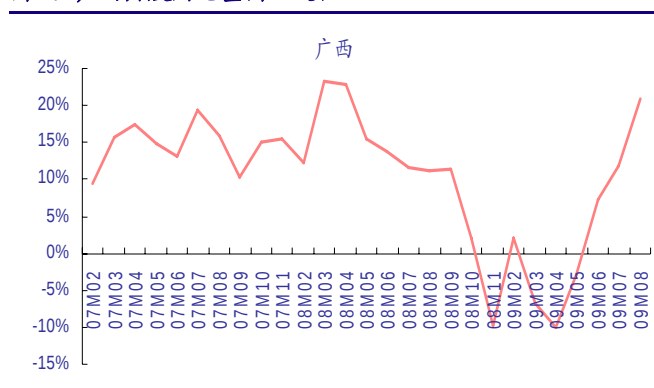
电站名称	持股比例 (%)	装机容量 (万千瓦)	权益装机容量 (万千瓦)	设计多年平均发电量 (亿千瓦时)
天龙湖水电站	100	18	18	9.95
金龙潭水电站	100	18	18	9.27

资料来源：公司公告

公司控股的广西合山火电（60%股权，2*33 万千瓦机组）08 年因煤价大幅上涨而亏损 4.1 亿元。2009 年以来，煤价同比大幅回落，合山火电标煤价格回落至 750 元/吨-800 元/吨。但是，2009 年上半年广西电力需求下降，加之水电多发，区域内火电利用小时数急剧下降。合山火电 09 年上半年的发电量仅为 6.87 亿千瓦时，同比下降 58%。

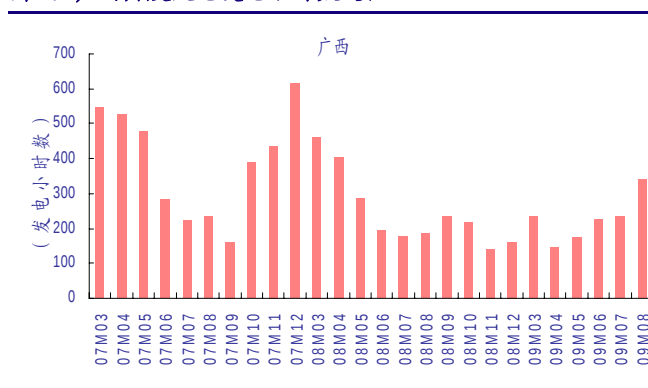
从 7 月开始，广西地区的用电量同比快速增长，同时当地火电发电小时数也有了明显回升。我们预计，2009 年合山火电有望完成发电量 20 亿千瓦时，2010 年完成发电量 26.4 亿千瓦时。2009 年合山火电有望减亏，亏损收窄至 1.9 亿元，权益亏损 1.14 亿元。如果发电量超预期，则合山火电亏损有望进一步减少。

图 1: 广西月度用电量同比变化



资料来源：中电联

图 2: 广西月度火电发电小时数变化



资料来源：中电联

四、百色铝厂趋向好转，北部湾银行贡献利润

公司参股百色银海铝业 27.6% 股权和北部湾银行 15% 股权。受电解铝产业景气下滑影响，银海铝业 09 年上半年出现亏损 1.07 亿元，对应公司的权益亏损约为 3000 万元。北部湾银行在 09 年上半年经营业绩较佳，实现盈利 0.96 亿元，对应公司权益利润 1440 万元。

随着铝产业的企稳回升，银海铝业有望在下半年扭亏。北部湾银行盈利稳定。我们预计

2009 年全年银海铝业和北部湾银行贡献的投资收益盈亏相抵。

表 5: 2009 年上半年参股公司的盈利表现

被投资单位	业务性质	持股比例	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)
广西百色银海铝业	电解铝及深加工	27.6%	7.86	-1.07
广西北部湾银行	金融	15.0%	3.29	0.96

资料来源: 公司公告

五、盈利预测与投资建议

我们对公司存量资产进行盈利预测, 预计 2009 年和 2010 年分别实现归属净利润 3.77 亿元和 5.25 亿元。

表 6: 存量资产盈利预测

利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	3362	2733	2995	3301
营业成本	2264	1913	1687	1865
营业税金及附加	38	30	30	33
销售费用	0	0	0	0
管理费用	132	141	140	140
财务费用	393	507	455	407
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	65	12	2	44
营业利润	516	152	685	900
营业外收支净额	50	11	0	0
税前利润	566	163	685	900
减: 所得税	58	61	103	135
净利润	508	103	582	765
归属于母公司的净利润	334	31	377	525
少数股东损益	174	72	205	240

资料来源: 公司公告

假设收购岩滩股权能够在 09 年第四季度完成, 则 2009 年和 2010 年公司合计归属净利润为 5.77 和 6.75 亿元。以增发后股本计算, 每股收益有望分别达到 0.35 元和 0.41 元。基于此盈利预测, 公司 2009 年和 2010 年的动态市盈率分别为 20 倍和 17 倍, 在水电行业中具备估值优势, 而且 2010 年合山火电和红水河流域的水电公司均存在业绩超预期的可能。我们上调对公司投资评级至“谨慎推荐”, 合理估值 9 元。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908