

定向增发获核准，收购岩滩增厚业绩

谨慎推荐 维持评级

分析师: 邹序元 邮箱: zouxuyuan@chinastock.com.cn 电话: 010-66568668

1. 事件

2月23日，公司发布公告称，已经收到中国证券监督管理委员会《关于核准广西桂冠电力股份有限公司重大资产重组及向中国大唐集团公司发行股份购买资产的批复》和《关于核准豁免中国大唐集团公司要约收购广西桂冠电力股份有限公司股份义务的批复》。

根据批复文件，中国证券监督管理委员会核准本公司向中国大唐集团公司发行 1.49 亿股人民币普通股购买相关资产，发行价格为人民币 8.18 元；核准豁免中国大唐集团公司因以资产认购本公司本次发行股份 1.49 亿股人民币普通股导致合计持有本公司 822,784,618 股，约占本公司总股本的 50.51%而应履行的要约收购义务。

2. 我们的分析与判断

公司对大股东定向增发收购资产终获证监会核准，在此项资产运作中迈出了实质性的一步。可以预见，公司有望较快的完成对岩滩水电的资产交割及发行股份等事宜。由于岩滩公司的评估基准日为 2009 年 3 月 31 日，因此公司只要在 2010 年年内完成资产交割手续，就可以合并岩滩 2010 年全年的利润表。

岩滩水电站是红水河流域梯级开发中的重要电站。岩滩首期装机容量 121 万千瓦，1995 年全部投产。随着 2007 年岩滩上游的龙滩电站建成投运，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。

根据中国南方电网电力调度通信中心、广西电力调度通信中心、红水河流域各梯级水电站的《2009 年红水河流域梯级水电优化调度方案》，预计龙滩水电站完成一期工程后，正常来水年份岩滩水电站的计划发电量约为 81.44 亿千瓦时，平水年份偏丰岩滩水电站的计划发电量约为 84.09 亿千瓦时，平水年份偏枯岩滩水电站的计划发电量约为 77.02 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

收购报告书中假定 2010 年红水河来水情况为平水年偏枯，据此预计岩滩水电站 2010 年度上网电量为 75.47 亿千瓦时，并预测岩滩公司 2010 年的净利润为 3.8 亿元。但是 2009 年秋季以来西南省区出现特大干旱，严重影响了红水河来水情况，因此 2010 年岩滩公司可能不能达到预期中的盈利水平。如果干旱持续，则我们假设岩滩 2010 年发电量为 64 亿千瓦时，预计岩滩公司 2010 年的净利润为 2.82 亿元，权益净利润 1.97 亿元。

表 2: 岩滩水电的盈利预测

	2010E	2010E
	(收购报告书)	(我们的预测)
一、营业总收入	84673	71989
营业收入	84563	71879
其他业务收入	110	110
二、营业总成本	39659	38838
主营业务成本	31480	30850
其他业务成本	95	95
营业税金及附加	1278	1086
销售费用	-	-
管理费用	3995	3995
财务费用	2811	2811
三、营业利润	45014	33151
四、利润总额	45014	33151
减：所得税	6752	4973
五、净利润	38262	28178
公司持股比例	70%	70%
权益净利润	26783	19725

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

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。我们预计 2010 年公司因收购资产而增加财务费用 1.2 亿元。

3. 投资建议

受严重干旱影响，红水河流域的水电项目的盈利能力面临较大压力。如果 2010 年夏季来水仍不理想，则岩滩、乐滩、大化、百龙滩、平班水电的业绩均有可能出现下降。但水电出力不足客观上有利于火电机组利用率的回升，公司控股的合山火电的利用率有望上升。在此情景下，我们预计合并岩滩后公司 2010 年的归属净利润为 4.2 亿元。按增发后股本摊薄，每股收益为 0.26 元，对应的动态市盈率为 29 倍。

从长期角度看，目前的特大干旱为偶发事件。我们预计在不平水年偏枯情况下（收购报告书假设），公司每股收益有望达到 0.36 元。我们认为，短期气候因素不改变公司长期投资价值，维持“谨慎推荐”的评级。

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。

电力行业分析师（或分析师团队）覆盖股票范围：

长江电力（600900.SH）、国电电力（600795.SH）、华能国际（600011.SH）、国投电力（600886.SH）、华电国际（600027.SH）、大唐发电（601991.SH）、粤电力 A（000539.SZ）、上海电力（600021.SH）、建投能源（000600.SZ）、金山股份（600396.SH）、漳泽电力（000767.SZ）、桂冠电力（600236.SH）

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