



上市公司简评研究报告

电力

干旱导致自发电量降低

事件

公司公布 09 年报：实现营业收入 145544.20 万元，同比增加 50.67%，营业利润 6315.46 万元，同比减少 39.71%，实现净利润 4938.68 万元，每股收益 0.3151 元，均同比减少 37.19%。

简评

外购电量增加导致净利润减少

由于公司发电厂流域 2009 年下半年天气持续干旱，来水偏少，自发电量较去年出现了一定幅度的减少，公司全资的合面狮电厂和控股的昭平、巴江口、下福水电厂全年共完成发电量 98235.14 万千瓦时，同比减少 19.81%。

其中合面狮电厂完成发电量 24428.62 万千瓦时，同比减少 24.25%，控股 93% 的桂能电力昭平电厂完成发电量 24444.24 万千瓦时，同比减 12.92%，控股 76% 的桂江电力巴江口水电厂完成发电量 33590.5 万千瓦时，同比减少 20.03%，控股 82.62% 的桂海电力下福水电厂完成发电量 15771.78 万千瓦时，同比减少 21.85%。

2009 年，在自发电量减少的情况下，公司全年的售电量仍比 2008 年有所增加，全年实现财务售电量 23.82 亿千瓦时，同比增加 17.63%。2009 年公司实现电力销售收入 88817.99 万元，同比增加 17.94%。

由于公司全年自发电量减少幅度较大，成本较高的外购电量增加，公司全年累计外购电量达 151927.83 万千瓦时，比上年增加 52.40%，导致生产成本增加，售电毛利率下降，电力营业利润和净利润同比减少。

加大水电项目投资

公司控制的已经投产发电的水电总装机容量为 30.40 万千瓦，其中权益装机容量 25.55 万千瓦。公司拟通过非公开发行股票方式募集资金增资上程电力，加快上程水电站的建设进度，并计划在未来对桂江、桂海电力进行增资，同时积极寻找收购或兼并周边小水电，进一步扩大发电能力。

公司主要发电资产有下属的合面狮水电厂（装机容量 8 万千瓦）、控股 93% 的桂能电力昭平水电厂（装机容量 6.3 万千瓦）、控股 58.5% 的桂江巴江口水电厂（装机容量 9 万千瓦）、控股 51% 的

桂东电力（600310）

首次评级

中性

殷亦峰

yinyifeng@csc.com.cn

010-85130977

执业证书编号：S1440206070048

发布日期：2010 年 04 月 28 日

当前股价：21.58 元

目标价格 6 个月：20.00 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-10.1/-5.1	-15.4/-12.5	22.5/1.4
12 月最高/最低价 (元)		28.42/0
总股本 (万股)		15,675
流通 A 股 (万股)		15,675
总市值 (亿元)		33.83
流通市值 (亿元)		33.83
近 3 月日均成交量 (万)		96.64
主要股东		
贺州市电业公司		61.26%

股价表现



相关研究报告



桂海下福水电厂（装机容量 4.95 万千瓦），控股 35.55%的贺州民丰拥有已建成投产的小水电装机容量 2.15 万千瓦（其中民丰实业权益部分 1.21 万千瓦）。

公司控股 86.8009%的上程电力公司，注册资本 3000 万元，上程水电站工程位于贺江一级支流湖罗河上游末端、以发电为主，兼有供水、旅游、养殖等综合利用功能。电站工程由金鸡顶、大田和上程三个梯级水电站组成，是高水头引水发电电站，总装机容量 10.326 万千瓦，设计多年平均发电量 2.9631 亿千瓦时，单位千瓦投资 8,231 元/千瓦，单位电能投资 2.81 元/千瓦时。

上程水电站工程已经具备了开工条件，总建设期为 36 个月，首台机组发电工期为 32 个月。上程水电站工程的静态投资回收期 11.9 年，建成投产后，年平均收入 10769 万元，经营期的年净利润在 1065 万元以上，表明项目的经济效益是可行的。

上程水电站工程装机容量 10.326 万千瓦，其中枯水期电量 2.07 亿千瓦时，约占年发电量的 70%，具有良好的调峰调枯能力，可以满足桂东电力电网的调峰要求，有利于电网的稳定运行。在枯水期可自供发电，使桂东电力大幅减少外购电量，增加收益，这对枯水缺电的桂东电力电网来说具有重大的现实意义。

上程水电站水库在高山人烟稀少地带，水质好无污染，是今后城市供水的良好水源，同时也可以搞旅游开发；另一方面，由于上程水电站水库较大，适合建设大型抽水蓄能水电站。

大田水电站项目为上程水电站工程的三个梯级水电站中的一个，装机容量 1.2 万千瓦，初步概算投资 1.424 亿元，设计多年平均发电量 0.4991 亿千瓦时。

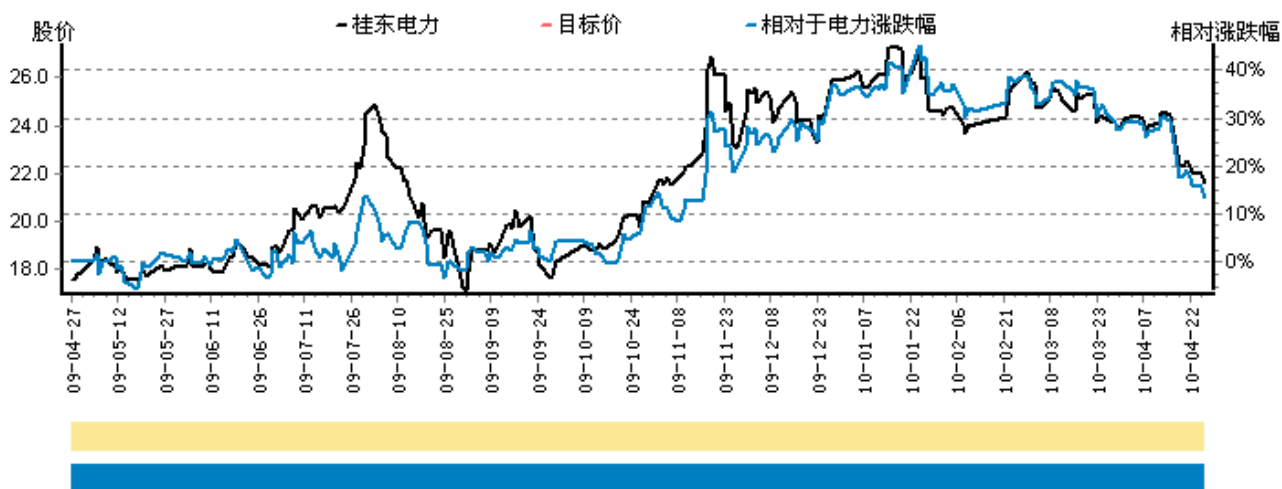
由于公司的市盈率较高，我们给予桂东电力中性评级。

预测和比率

	2009A	2010F	2011F	2012F
主营收入（百万）	1,455	1500	1800	2000
主营收入增长率	50.67%	3.09%	20%	11.11%
净利润（百万）	49.39	54.86	6270	7054
净利润增长率	-41.22%	11.69%	14.29%	12.5%
EPS（元）	0.32	0.35	0.40	0.45
P/E	68.49	61.66	53.95	47.96



附:



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。



分析师介绍

殷亦峰，电力行业高级分析师，高级工程师，具有十余年电力专业经历，于 1998 年 02 月开始关注和研究电力行业上市公司。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其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、财务顾问或类似的金融服务。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翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

[HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN](http://research.csc.com.cn)