

分析师：葛军 (8627)65799773 licl3@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120019

联系人：李昌龙 (8627)65799773 licl3@cjsc.com.cn

来水情况大幅好转，有望受益电价上调预期

——桂冠电力调研点评

事件描述

近日，我们调研了桂冠电力，就公司下属电厂经营情况、相关流域来水情况以及公司未来发展方向与相关领导进行了充分交流。

事件评论

第一，广西用电需求仍将保持两位数增长

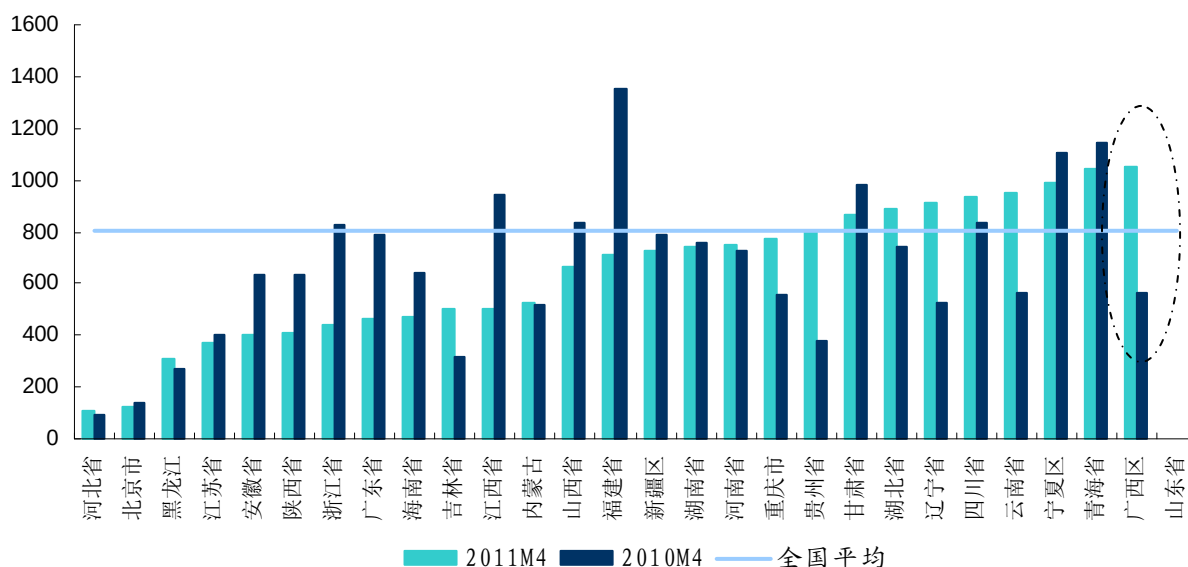
“十二五”期间，广西提出到 2015 年食品产业销售收入超 3000 亿元，汽车、石化、电力、有色、冶金、机械 6 个产业销售收入超 2000 亿元，建材、造纸与木材加工、电子信息、生物 4 个产业销售收入超 1000 亿元，相关产业的快速发展将有效支撑区内用电需求保持高速增长。按照“十二五”广西经济社会发展目标的要求，预计 2015 年广西用电量将达到 1800 亿千瓦时。

广西在区域建设上将关键加强“两区一带”建设。其中北部湾经济区优先发展，钢铁、石化等重点用电项目将加快布局建设。预计到 2015 年北部湾经济区生产总值占全区的比重达到 40%以上。西江经济带加快建设，装备制造、原材料、轻纺化工、高技术产业和现代农业、现代服务业将得到重点发展。桂西优势资源加快开发，铝业、有色金属、糖业、锰业、能源、旅游、建材等产业和口岸经济将得到重点支持。公司发电量主要在广西电网销售，将直接受益于区域经济发展。

第二，红水河流域来水情况大大改善，岩滩扩建工程缩短工期

今年 5 月以来，南方电网用电需求受气温升高带动负荷增加以及经济保持快速增长等因素的影响稳步上升，以及今年红水河汛期提前，入汛来红水河流域来水呈逐渐增多之势。目前公司广西区内水电站均处于满发状态，弃水较少。我们预计二季度公司水电站发电量同比增长 80%以上。

图 1：西南地区水电设备利用小时同比大幅提升，广西增长尤其突出



资料来源：中电联，长江证券研究所

- 公司岩滩水电站 2 台机组的扩建工程，将加快工程建设，工期适当缩短，同时工程建设所需资金主要来自利润分红转增资本金，我们不排除扩建工程建成投产后上网电价将适当提高的可能性。其余 7 台在运机组目前处于满发状态。
- 茂县天龙湖和金龙潭来水情况未受旱情影响，4,5 月份发电量同比去年仍有一定提升。
- 仙女堡并网输电问题由于当地电网建设未跟上，虽然有关工程建设已在加快推进中，但我们预计今年仍难以良好解决。
- 公司其余水电站由于来水大幅改善今年发电量情况均同比出现较大增长。

第三，合山电厂或难贡献盈利

- 公司合山火电去年受广西用电负荷增长和水电减发的影响，机组利用小时数大幅增长，同时由于去年收到淘汰小火电落后产能补助款 1.08 亿元，因而实现盈利。今年由于水电来水情况良好，优先出力，使得火电发电量相对减少。今年一季度合山电厂发电量 9.36 亿 Kwh，同比减少 27.67%。
- 公司电煤需要向贵州省外购，预计今年丰水期电煤价格将相对平稳。3 月入厂标煤单价已达 1000 元/吨左右，火电业务毛利率水平仍然较低。
- 今年可能由于发电量减少以及电煤价格持续维持高位，我们预计火电处于盈亏平衡点附近，但不排除火电业务略亏的可能。预计合山二期今年第四季度建成投产，届时合山电厂装机将由目前的 660MW 提升至 1260MW。

表 1: 公司下属电厂 2011 年一季度发电量一览

项目名称	所在区域	电源性质	装机构成	装机容量	权益比例	权益容量	2011 年一季 度发电量	同比增减%
大化	广西	水电	4 × 11.4+11	56.6	100%	45.6	6.05	57.96
百龙滩	广西	水电	6 × 3.2	19.2	100%	19.2	2.23	42.95
天龙湖	四川	水电	3 × 6	18	100%	18	0.86	-14
金龙潭	四川	水电	3 × 6	18	100%	18	0.83	-17
平班	广西	水电	3 × 13.5	40.5	35%	14.18	2.76	82.78
乐滩	广西	水电	4 × 15	60	52%	31.2	6.38	61.93

岩滩	广西	水电	4 × 30.25	121	70%	84.7	15.54	85.66
仙水堡	四川	水电	2 × 3.8	7.6	100%	7.6	0.42	-5.55
合山	广西	火电	2 × 33	66	60%	39.6	9.36	-27.67
烟台东源风电	山东	风电		8.9	100%	8.9	0.59	1.72
合计				415.8		286.98	45.02	

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第四，公司有望受益于电价上调预期

我们认为，在本轮电荒的催化效应下，电价改革或逐步深入，公司有望受益于电价上调预期。同时长江中下游由于严重旱情，可能导致相关水电公司盈利情况受到影响。理由如下：

- 上网电价方面，广西自 2008 年 7 月以来，上网电价一直保持不变。2008 年电价上调文件中主要针对受煤炭价格上涨影响的火电，而 2009 年发改委调整电价文件中涉及水电电价调整的则主要集中在云南省、海南省、贵州省和广东省。
- 公司层面看，目前电价水平远低于行业平均水平。岩滩电站在公司所有水电站中电价最低，电价为 154.4 元/KKwh，其中 2.33 分钱用于移民安置专项款。
- 4 月份，湖北、湖南、江西和重庆等省(市)出现严重旱情，其中湖北遭遇 50 年冬春连旱，降水量明显不足。

表 2：广西电网上网电价表

电厂名称	含税上网电价	电厂名称	含税上网电价
火电		水电	
钦州电厂	0.3957	西津电厂	0.14
贵港电厂	0.3957	岩滩电厂	0.1544
防城港电厂	0.3957	麻石电厂	0.1845
田阳电厂	0.3957	宜州电厂	0.1845
来宾电厂	0.3957	大化电厂	0.2491
来宾电厂扩建	0.3957	百龙滩电厂	0.2412
合山电厂	0.4357	平班电厂	0.2600
合山电厂扩建	0.4357	乐滩电厂	0.26
北海电厂	0.3957	草头坪电厂	0.2705
田东电厂	0.403	天湖电厂	0.28
田东电厂扩建	0.396	金城江电厂	0.2915
永福电厂	0.403	叶茂电厂	0.3035
永福电厂扩建	0.3957	桂航电厂	0.3035
柳州电厂	0.4030	大埔电厂	0.3035
		贵航电厂	0.3035
		长洲电厂	0.3500(临时)
		京南电厂	0.3325
		左江电厂	0.4000
		浮石电厂	0.4

资料来源：广西发改委网站，长江证券研究部

第五，维持“推荐”评级

盈利预测假设：

- 公司各项目如期进展顺利；
- 上网电价维持目前水平不变；
- 2011 年水电来水情况好于多年平均，2012 年来水情况与 2011 年略有下滑；
- 2011 年标煤价格上涨 5%，2012 年保持不变；
- 公司税率维持目前水平不变；

我们预期公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.32 元、0.37 元和 0.44 元，对应 PE 分别为 18 x、16x 和 13x，考虑到今年来水情况大幅改善、电价存在上调预期以及未来龙滩优质资产注入，给予公司“谨慎推荐”评级。

风险提示：下半年电煤价格大幅上涨，导致火电业务亏损严重。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4219	5619	6004	6605	货币资金	1032	2330	6490	11036
营业成本	2662	3484	3783	4095	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1557	2135	2222	2510	应收账款	471	629	672	740
% 营业收入	36.9%	38.0%	37.0%	38.0%	存货	131	169	183	198
营业税金及附加	50	66	71	78	预付账款	56	72	78	84
% 营业收入	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	0	0	0	0	流动资产合计	1755	3284	7514	12157
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	229	303	324	357	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	长期股权投资	1003	1003	1003	1003
财务费用	532	606	536	521	投资性房地产	24	24	24	24
% 营业收入	12.6%	10.8%	8.9%	7.9%	固定资产合计	15074	12235	9168	5894
资产减值损失	-80	30	8	13	无形资产	203	193	183	174
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	127	127	127	127
投资收益	46	0	0	0	递延所得税资产	6	4	1	2
营业利润	872	1129	1282	1542	其他非流动资产	17	17	17	17
% 营业收入	20.7%	20.1%	21.3%	23.3%	资产总计	18208	16885	18036	19397
营业外收支	157	20	20	20	短期贷款	2676	0	0	0
利润总额	1028	1149	1302	1562	应付款项	574	751	816	883
% 营业收入	24.4%	20.4%	21.7%	23.6%	预收账款	0	0	0	0
所得税费用	122	137	155	186	应付职工薪酬	13	17	19	20
净利润	906	1012	1147	1376	应交税费	-8	2	2	3
归属于母公司所有者的净利润	662.9	741.1	839.7	1007.2	其他流动负债	484	744	807	875
少数股东损益	243	271	307	369	流动负债合计	3738	1514	1644	1780
EPS (元/股)	0.29	0.32	0.37	0.44	长期借款	10041	10041	10041	10041
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	2379	5147	5282	5584	其他非流动负债	3	3	3	3
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	13782	11558	11687	11824
收回现金					归属于母公司	3025	3655	4369	5225
长期股权投资	-2473	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	1401	1673	1980	2348
固定资产投资	-1784	-456	-460	-366	股东权益	4426	5328	6348	7573
其他	-20	0	0	0	负债及股东权益	18208	16885	18036	19397
投资活动现金流净额	-4278	-456	-460	-366	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.291	0.325	0.368	0.442
银行贷款增加 (减少)	3436	-2676	0	0	BVPS	1.33	1.60	1.92	2.29
筹资成本	960	-718	-662	-672	PE	19.99	17.88	15.78	13.15
其他	-1921	0	0	0	PEG	1.34	1.19	1.05	0.88
筹资活动现金流净额	2476	-3393	-662	-672	PB	4.38	3.62	3.03	2.54
现金净流量	577	1298	4160	4546	EV/EBITDA	11.28	4.16	3.14	2.15
					ROE	21.9%	20.3%	19.2%	19.3%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。