

桂冠电力(600236)

研究员: 程鹏 执业证书编号: S0570510120044

☎ 025-83290916 ✉ chengpeng_htsc@hotmail.com

Ⓜ http://t.zhangle.com/4025

水电偏逢年年旱, 火电又遇高价煤

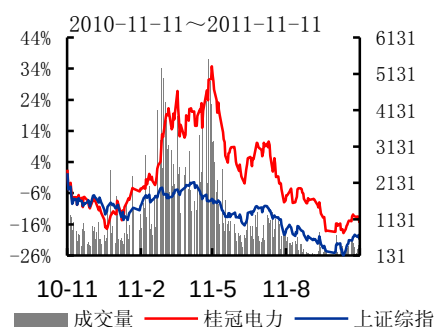
投资评级: 观望(调低)

电力 II

当前价格(元): 4.39

目标价格(元): 4.5

股价走势图



相关研究

投资要点:

◆ 公司在役发电装机分布于广西、四川、山东三省, 在新疆、湖北、福建已完成水电资源收购, 公司近期新增装机主要为自建的火电、风电以及收购的水电项目, 这些项目盈利能力一般, 对公司业绩提升有限。2012-2013 年新增项目有限, 内生成长动力不足, 公司发展将依靠收购的方式, 而由于水电资源的稀缺性, 较大规模的水电资产收购我们认为只能来自于大唐集团内部。

◆ 2009、2010 年连续两年广西干旱, 今年大旱又卷土重来, 严重影响公司红水河流域电站出力。目前红水河来水仍不理想, 悲观预计四季度公司红水河流域电站发电量同比下降 80%, 四川境内电站发电量同比下降 10%, 全年发电量将同比下降约 17%。

◆ 近年, 由于煤价上涨, 合山电厂多年亏损, 拖累了公司业绩。2010 年, 公司把关停机组的电量争取纳入年度购电计划, 发电平均利用小时 6888 小时, 同时标煤单价较 2009 年下降 8%, 从而实现盈利。但 2011 年上半年, 合山电厂标煤单价超过 2009 年水平, 攀升到历史高位 925 元/吨, 我们预计合山电厂亏损将超过 3 亿元。

◆ 2011-2013 年公司营业收入分别达到 36.40 亿、57.61 亿、59.80 亿, 实现每股收益分别为 0.07 元、0.22 元、0.23 元, 因干旱原因公司 11 年动态 PE 业高于水电行业的平均水平, 但干旱不是经常性事件, 2011 年业绩不能体现公司资产质量。我们看好水电的资源价值, 但今年将迎来公司的业绩低点, 给予“观望”评级, 合理价格区间应为 4.2-5 元, 3 个月目标价位为 4.5 元。

公司基本资料

总股本(万)	34040
流通 A 股(万)	34040
52 周内股价区间(元)	7.51-10.83
总市值(亿)	26.28
总资产(亿)	89.75
每股净资产(元)	3.17

主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	42.19	36.40	57.61	58.90
+/-%	7.25	-13.72	58.28	2.25
净利润(百万)	662.91	157.57	508.87	524.79
+/-%	16.01	-76.23	222.95	3.13
EPS(元)	0.29	0.07	0.22	0.23
P/E	15.10	63.53	19.67	19.08

拓展区外水电资源，依靠并购成长壮大

公司在役发电装机分布于广西、四川、山东三省，在新疆、湖北、福建已完成水电资源收购，截止 2011 年 9 月 30 日，公司可控装机容量达到 415.8 万千瓦，其中水电、火电、风电装机占比分别为 81.99%、15.87%、2.14%。同时，公司还参股了大唐集团财务、广西百色银海铝业、广西北部湾银行。

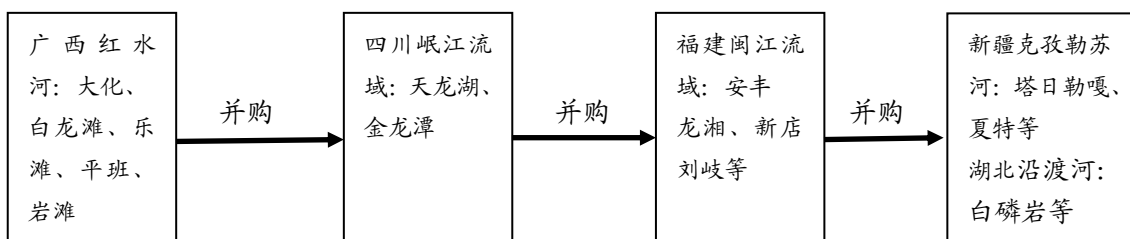
表格 1 公司在役电力装机情况 单位：%、万千瓦、元/千瓦时、亿千瓦时

电厂名称	权益	装机	上网电价	年平均发电量	进程
岩滩	70	121	0.1612	56.6	投产
大化	100	56.6	0.2491	28.85	投产
白龙滩	100	19.2	0.2412	9.85	投产
乐滩	52	60	0.26	34.95	投产
平班	35	40.5	0.26	16.3	投产
天龙湖	100	18	0.288	9.9	投产
金龙潭	100	18	0.288	9.5	投产
合山	60	66	0.4407		投产
仙女堡	100	7.6	0.18	3.8	投产
烟台东源	100	8.9	0.61		投产

资料来源：公司网站、华泰证券

上市以来，公司主要依靠持续收购的方式成长壮大，可控装机容量从 59.2 万千瓦增加到目前的 415.8 万千瓦，2007 年收购了四川的岷江流域的天龙湖、金龙潭两电站；2008 年收购福建的闽江流域的安丰、龙湘等电站；2010 年完成对岩滩 70% 股权的收购，2011 年收购浙江纵横实业 100% 股权并设立桂冠新隆公司，从而进入湖北以及新疆市场。

图表 1 公司水电业务拓展路径



资料来源：华泰证券

公司通过收购浙江纵横 100% 股权，间接取得浙江纵横控股 65% 的湖北省巴东县沿渡河电业发展有限公司对应的水电资产，获得已投运电站 3 个，装机容量 4.8 万千瓦，在建项目 2 个，装机容量 7 万千瓦，规划项目 2 个，装机容量 6.5 万千瓦。此次收购，公司看重的是水电资源的储备，对于公司盈利能力影响有限。

公司出资设立桂冠新隆，开发新疆克孜河中游河段的塔日勒嘎、夏特、八村水电站，总装机容量为 37 万千瓦，发电量约为 13 亿千瓦时，上述项目均处于前期开发阶段。

表格 2 沿渡河电业公司水电资产情况 单位：%、万千瓦、元/千瓦时、亿千瓦时

电厂名称	权益	装机	上网电价	年平均发电量	备注
坪壑水电站	65	3	0.35	0.948	投产
白磷岩水电站（老）	65	1.2	0.36		投产
杨家坝水电站（老）	65	0.6	0.36		投产
白磷岩水电站	65	4.5	0.36	1.2811	2011 年 4 月
杨家坝水电站	65	2.5	0.36	0.8297	2011 年 5 月
麻线坪水库电站	65	4			前期规划
石板坪水电站	65	18	0.2384		前期规划

资料来源：公司网站、华泰证券

公司近期新增装机主要为自建的火电、风电以及收购的水电项目，这些项目盈利能力一般，对公司业绩提升有限。2012-2013 年新增项目有限，内生成长动力不足，公司发展将依靠收购的方式，而由于水电资源的稀缺性，较大规模的水电资产收购我们认为只能来自于大唐集团内部。

表格 3 公司在建电力装机情况 单位：%、万千瓦、亿元

电厂名称	权益	装机	投资	进程
合山上“大压小”	60	60	28	2011 年底投产
四格风电一期	100	4.75	4.95	2011 年底投产
招远风电一期	100	4.95	4.32	2011 年底投产
岩滩二期	70	60	28	核准，2014 年 4 月投产
南平安丰	66	8.1	6	前期
龙湘、新店水电站	100	10.6	8	前期
环北火电		360	180	前期

资料来源：华泰证券

水电偏逢年年旱，火电又遇高价煤

2009、2010 年连续两年广西干旱，今年大旱又卷土重来，严重影响公司红水河流域电站出力。截至 2011 年三季度末，公司直属及控股公司电厂累计完成发电量 145.56 亿千瓦时，其中：水电 115.89 亿千瓦时，火电 28.27 亿千瓦时，风电 1.4 亿千瓦时。前三季度公司发电量同比增长了 0.73%，但从单季发电量同比增速看，一季度增长 28%、二季度增长 39%、三季度则下降了 43%，目前红水河来水仍不理想，悲观预计四季度公司红水河流域电站发电量同比下降 80%，四川境内电站发电量同比下降 10%，全年发电量将同比下降约 17%。

表格 4 公司 2010 年以来单季度发电量 单位：亿千瓦时

电厂名称	1Q2010 年	2Q2010 年	3Q2010 年	4Q2010 年	1Q2011 年	2Q2011 年	3Q2011 年
岩滩	8.36	12.03	20.96	19.03	15.54	23.57	9.22
大化	3.83	5.29	7.92	7.16	6.05	8.52	4.18
白龙滩	1.57	1.86	2.31	3.58	2.23	2.53	1.62
乐滩	3.94	6.47	8.73	7.39	6.38	9.67	4.78
平班	1.51	2.05	3.32	3.36	2.76	3.43	1.19
天龙湖	1	2.61	3.43	2.27	0.86	2.83	2.98
金龙潭	1	2.54	3.3	2.26	0.83	2.75	2.92
合山	12.94	13.04	12.11	7.38	9.36	10.63	8.28
仙女堡	0.44	0.32	0.35	0.44	0.42	0.39	0.24
烟台东源	0.58	0.48	0.22	0.4	0.59	0.54	0.27
合计	35.17	46.69	62.65	53.27	45.02	64.86	35.68

资料来源：华泰证券

合山电厂始建于 1967 年，原有 8 台机组，目前仅剩 2 台 33 万千瓦机组，现有职工约 1300 人，人员负担较重。此外，广西发电装机中水电占比高，火电在竞争中处于不利地位。近年，由于煤价上涨，合山电厂多年亏损，拖累了公司业绩。2010 年，公司把关停机组的电量争取纳入年度购电计划，发电平均利用小时 6888 小时，同时标煤单价较 2009 年下降 8%，从而实现盈利。但 2011 年上半年，合山电厂标煤单价超过 2009 年水平，攀升到历史高位 925 元/吨，我们预计合山电厂亏损将超过 3 亿元。合山“上大压小”60 万机组投产以后，亏损局面扩大的可能性较大，合山电厂难逃“鸡肋”局面。我们认为在目前的市场环境下，合山电厂盈利改善的空间较小，若能出售资产或与大唐集团进行资产置换，对于公司盈利能力的改善有重大意义。

表格 5 近年合山电铲发电经营指标单位：小时、元/吨、克/千瓦时、亿元

项目	2011E	2010A	2009A	2008A	2007A
发电利用小时	5000	6888	4774	3395	5092
入炉煤标煤单价	925	765.35	828.67	920.19	544.79
供电煤耗	333.3	333.74	335.85	344.11	406.21
净利润	-3	1.22	-1.60	-4.10	

资料来源：华泰证券

龙滩注入预期确立，考验市场融资承受力

大唐集团承诺“待龙滩水电站按照 400 米正常蓄水位方案全部建成投产发电后，启动将龙滩水电开发有限公司的发电资产逐步注入桂冠电力的工作”。若龙滩股权能够注入，公司的装机容量和盈利能力将有较大幅度的提高，公司将成长为一个装机容量近千万千瓦的大型水电上市公司。

龙滩水电站是红水河梯级开发的龙头骨干工程，是国家西部大开发的十大标志性工程和“西电东送”的战略项目之一，由大唐集团、广西投资集团、贵州省基本建设投资公司按 65%、30%、5% 组建，规划总装机容量 630 万千瓦，安装 9 台 70 万千瓦的水轮发电机组，年均发电量 187 亿千瓦时。目前该工程 375 米建设方案 7 台机组全部投产发电，装机容量达到 490 万千瓦。我们认为由于龙滩二期因涉及桂黔两省区移民安置等工作，投资额高达 100 亿元，盈利能力并不理想，在目前五大发电集团迫切需要降低资产负债率的环境下，龙滩二期是否实施不应成为资产注入限制条件。

目前龙滩电站已投产 7 台 70 万千瓦的水轮发电机组，在正常来水情况下，我们预测龙滩电站一期年净利润为 9.41 亿元左右，由于银行贷款每年约偿还 12 亿，因财务费用减少而每年新增净利润 0.7 亿左右；二期投产后，年均发电量 187.1 亿千瓦时，我们测算二期仅新增 0.45 亿元的净利润，按 20% 资本经测算，投资回报率不到 3%，我们认为龙滩二期盈利能力低的原因在于度电投资成本过高。

由于龙滩水电站收购所需资金规模庞大，一期建设投资规模约为 310 亿元，按照龙滩水电站目前装机规模 490 万千瓦、单位装机造价 1 万元/千瓦测算、自有资金投入比例 20% 及大唐集团持股比例 65% 等因素简单测算，仅龙滩水电站收购所需资金就高达 156 亿元。

表格 6 龙滩水电站盈利预测 单位: 亿千瓦时、元/千瓦时、亿元

	一期	二期
发电量	157	30
上网电价	0.307	0.4
营业收入	41.12	10.26
折旧	12	5
财务费用	9.72	4
水费	1.73	0.33
其它	6.6	0.4
营业成本	30.05	9.73
利润总额	11.07	0.53
净利润	9.41	0.45

资料来源: 华泰证券

此外, 龙滩水电开发有限公司还控股广源水力发电公司以及深圳市博达煤电开发公司。广源公司目前已拥有的水电站有西津、山秀等 19 个水电站, 总装机容量 71 万千瓦。博达公司拥有贵州中山包水电、贵州白水河发电、贵州大田河水电、黔西南州赵家渡水电 5 个控股子公司, 在役装机容量 21 万千瓦, 权益装机容量 22 万千瓦, 筹建项目 50 万千瓦。广源、博达的收购资金我们认为也在 25-30 亿元。

龙滩水电整体收购资金需求在 180 亿左右, 年净利润 11 亿元左右, 若以增发方式解决资金问题, 以目前 4.39 元增发价测算, 收购 PE 为 16.36 倍, 能够降低公司 PE 水平, 二级市场应能接受。同时若能对外融资 90 亿元, 集团整体的资产负债率也能有目前的 88% 下降 1.2 个百分点。

盈利预测与评级

◆ 基本预测

(1) 2011 年四季度公司红水河流域电站发电量同比下降 80%, 四川境内电站下降 10%, 2012 年合山 60 万千瓦机组投入运营, 2011-2013 年红水河流域电站因龙滩的蓄水作用发电能力提升 10-20%, 上网电价保持现行水平不变;

(2) 2014 岩滩二期投产, 上网电价为 0.3 元/千瓦时;

(3) 2011-2013 年合山标煤单价为 925 元/吨 (含税);

(4) 2011-2013 年资本性支出为 46 亿元;

◆ 公司评级：观望

2011-2013 年公司营业收入分别达到 36.40 亿、57.61 亿、59.80 亿，实现每股收益分别为 0.07 元、0.22 元、0.23 元，因干旱原因公司 11 年动态 PE 业高于水电行业的平均水平，但干旱不是经常性事件，2011 年业绩不能体现公司资产质量。

我们看好水电的资源价值，但今年将迎来公司的业绩低点，给予“观望”评级，合理价格区间应为 4.2-5 元，3 个月目标价位为 4.5 元。

表格 7 盈利预测表

资产负债表				利润表			
单位: 百万元				单位: 百万元			
会计年度	2011E	2012E	2013E	会计年度	2011E	2012E	2013E
流动资产	1312	1611	1629	营业收入	3640	5761	5890
现金	600	600	600	营业成本	2448	3770	3892
应收账款	336	532	543	营业税金及附加	43	68	69
其他应收款	147	233	238	营业费用	0	0	0
预付账款	0	0	0	管理费用	255	288	295
存货	200	200	200	财务费用	723	752	720
其他流动资产	29	46	47	资产减值损失	0	0	0
非流动资产	17970	17870	17676	公允价值变动收益	0	0	0
长期投资	1000	1000	1000	投资净收益	60	65	65
固定资产	15451	15993	16119	营业利润	231	948	979
无形资产	203	203	203	营业外收入	50	50	50
其他非流动资产	1316	675	354	营业外支出	0	0	0
资产总计	19282	19481	19305	利润总额	281	998	1029
流动负债	4704	4382	3662	所得税	56	249	257
短期借款	3643	2964	2211	净利润	225	748	772
应付账款	661	1018	1051	少数股东损益	68	239	247
其他流动负债	400	400	400	归属母公司净利润	158	509	525
非流动负债	10041	10041	10041	EBITDA	1878	2800	2894
长期借款	10041	10041	10041	EPS (元)	0.07	0.22	0.23
其他非流动负债	0	0	0				
负债合计	14745	14423	13703	主要财务比率			
少数股东权益	1469	1708	1955	会计年度	2011E	2012E	2013E
股本	2280	2280	2280	成长能力			
资本公积	89	89	89	营业收入	-13.7%	58.3%	2.2%
留存收益	699	980	1277	营业利润	-73.5%	309.6%	3.3%
归属母公司股东权益	3069	3349	3646	归属于母公司净利润	-76.2%	222.9%	3.1%
负债和股东权益	19282	19481	19305	获利能力			
				毛利率 (%)	32.7%	34.6%	33.9%
现金流量表				净利率 (%)	4.3%	8.8%	8.9%
单位: 百万元				ROE (%)	5.1%	15.2%	14.4%
会计年度	2011E	2012E	2013E	ROIC (%)	4.6%	7.7%	7.8%
经营活动现金流	1892	2594	2636	偿债能力			
净利润	225	748	772	资产负债率 (%)	76.5%	74.0%	71.0%
折旧摊销	923	1100	1195	净负债比率 (%)	92.80%	90.17%	89.41%
财务费用	723	752	720	流动比率	0.28	0.37	0.44
投资损失	-60	-65	-65	速动比率	0.24	0.32	0.39
营运资金变动	179	58	15	营运能力			
其他经营现金流	-98	0	0	总资产周转率	0.19	0.30	0.30
投资活动现金流	-2383	-935	-935	应收账款周转率	10	13	11
资本支出	2600	1000	1000	应付账款周转率	3.96	4.49	3.76
长期投资	-30	0	0				

其他投资现金流	187	65	65	每股指标 (元)			
筹资活动现金流	59	-1659	-1701	每股收益 (最新摊薄)	0.07	0.22	0.23
短期借款	1940	-679	-753	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.83	1.14	1.16
长期借款	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	1.35	1.47	1.60
普通股增加	0	0	0	估值比率			
资本公积增加	0	0	0	P/E	63.53	19.67	19.08
其他筹资现金流	-1881	-980	-948	P/B	3.26	2.99	2.75
现金净增加额	-432	0	0	EV/EBITDA	12	8	8

资料来源：华泰证券

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现 20% 以上;

推荐: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;

观望: 市场表现在 -5% ~ +5% 之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现 5% 以下。

免责声明:

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、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。