

2016年8月01日

群益香港研究部

hk\_research@e-capital.com.hk

目標價(元)

RMB 9.0

**公司基本資訊**

產業別	公用事業		
A 股價(2016/8/1)	7.41		
上證綜指(2016/8/1)	2953.39		
股價 12 個月高/低	9.61/5.2		
總發行股數(百萬)	6063.37		
A 股數(百萬)	1128.53		
A 市值(億元)	449.30		
主要股東	中國大唐集團公司(59.55%)		
每股淨值(元)	2.05		
股價/賬面淨值	3.62		
股價漲跌(%)	一個月	三個月	一年
	10.9	27.3	-0.3

**近期評等**

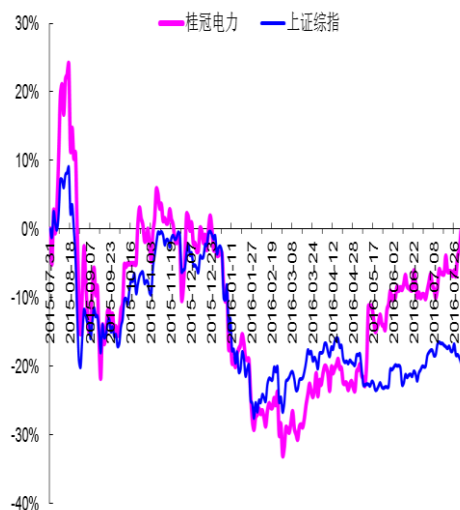
出刊日期	前日收盤	評等
------	------	----

**產品組合**

水力發電	90.71%
火力發電	6.70%
風力發電	2.27%

**機構投資者占流通 A 股比例**

基金	0.4%
一般法人	41.7%

**股價相對大盤走勢**

**桂冠電力(600236.SH)**
**BUY/買入**
**上半年業績增長符合預期，繼續關注售電公司進展**
**結論與建議：**

公司今日發布 16H1 報告，報告期實現收入 49.69 億元(YOY-3.65%)，實現淨利潤 18.23 億元(YOY +32.68%)，單季度看，公司 2Q 實現收入 26.86 億元(YOY-1.21%)，實現淨利潤 12.54 億元(YOY+5.72%)。營收出現微降主要因為電價相對較高的火電發電量下降帶來營收下降所致。

預計公司 2016、2017 年實現淨利潤 30.87 億元、31.53 億元，YOY+20.17%、2.13%，EPS0.51、0.52，當前 A 股價對應 2016、2017 年 PE 為 15X、14X，維持“買入”的建議，目標價 9 元（對應 17 年 PE17X）。

■ **火電拖累收入增長，水電有望繼續增長：**發電量看，截止 2016 年 6 月 30 日，公司累計完成發電量 208.13 億千瓦時，同比增長 0.5%。其中：受益厄爾尼諾氣候紅利，上半年各流域來水充沛，水電增長 7.05%達 194.8 億千瓦時；火電受廣西區域用電需求不旺以及水電增發及新增投產機組影響，發電量大減至 10.98 億千瓦時。營收來看，水電實現收入 45.07 億元 (YOY+7.44%)、火電 3.32 億元(-58.58%)，火電營收大幅降低拖累收入增長，未來來看隨著夏季到來，用電需求增長，火電有望企穩，水電由于各流域雨水充沛，加之公司流域梯級綜合調度能力增強，料會繼續實現增長。

■ **水電毛利率提升，資產負債率持續優化：**財務指標看，公司 16H1 年綜合毛利率 62.66%，同比增加 7.85pct，為主要是水電毛利率提升所致。龍灘電廠并表後，公司財務結構持續優化，資產負債率為 64.13%相比年初降低 2.13pct，財務費用受利息和負債降低雙重影響，相比去年同期大幅下降 36.68%，預計後期費用率有望保持平穩。

■ **擬組建售電公司，發揮水電資源優勢：**電力改革漸行漸近，公司積極布局售電市場：先與廣西電網合資 2.2 億元成立售電公司開展市場化的購售電業務、投資建設和運營增量配電網、為客戶提供增值服務等；近期又出資 2.1 億元成立電力營銷公司，進一步開拓新的用電市場，拓展用戶群體。成立售電公司有利于公司售電一體化體系的建設，能够提高公司的資源配置能力。公司具有較火電有成本優勢的水電資源，在將來的售電環節能够獲得更高的競爭優勢，按照國內現在既有的售電公司數據來看，購電側比上網電價低 0.12 元每千瓦時，售電價格平均僅比上網電價調低 1 至 2 分錢每千瓦時，售電公司可獲得超額收益。電力改革是當前我國電力行業必行之事，公司此番布局有望抓住歷史機遇，獲得新的利潤增長點。

■ **盈利預測：**隨著龍灘公司的注入，公司的水電裝機已占到整個廣西水電裝機的 60%，作為大唐集團旗下唯一的水電上市平臺，未來有望繼續注入大股東水電資產。龍灘注入後公司分紅占淨利潤比例由往年的 50%上升至 70%，以當前股價對應的股息率近 5%，未來有望維持此水平。預計公司 2016、2017 年實現淨利潤 30.87 億元、31.53 億元，YOY+20.17%、2.13%，EPS0.51、0.52，當前 A 股價對應 2016、2017 年 PE 為 15X、14X，維持“買入”的建議，目標價 9 元（對應 17 年 PE17X）。

年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016E	2017E
純利(Net profit)	RMB 百萬元	225.34	592.81	2569.19	3087.34	3153.19
同比增減	%	-21.38%	163.07%	333.39%	20.17%	2.13%
每股盈餘(EPS)	RMB 元	0.037	0.098	0.424	0.509	0.520
同比增減	%	-21.38%	163.07%	333.39%	20.17%	2.13%
A 股市盈率(P/E)	X	193.72	73.64	16.99	14.14	13.84
股利(DPS)	RMB 元	0.019	0.049	0.300	0.356	0.364
股息率(Yield)	%	0.26%	0.68%	4.17%	4.95%	5.06%

=預期報酬(Expected Return ; ER)為准，說明如下：

強力買入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%)；買入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

賣出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%)；強力賣出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

## 附一：合并損益表

百萬元	2013	2014	2015	2016E	2017E
營業收入	4,944	5,676	10,311	10,865	11,191
經營成本	3,440	3,382	4,261	4,563	4,700
營業稅金及附加	53	71	168	174	168
銷售費用	-	-	-	0	0
管理費用	289	249	324	598	560
財務費用	829	858	1,579	1,304	1,343
資產減值損失	-16	9	66	20	20
投資收益	28	-38	62	50	50
營業利潤	378	1,094	3,974	4,257	4,450
營業外收入	66	117	813	20	20
營業外支出	29	0	0	1	1
利潤總額	415	1,211	4,788	4,276	4,469
所得稅	70	194	771	727	760
少數股東損益	119	358	1,437	461	556
歸屬於母公司所有者的淨利潤	225	593	2,569	3,087	3,153

## 附二：合并資產負債表

百萬元	2013	2014	2015	2016E	2017E
貨幣資金	1,041	1,712	4,254	4,892	5,186
應收帳款	696	714	777	847	974
存貨	237	180	146	168	193
流動資產合計	2,091	2,707	5,201	6,133	6,596
長期投資淨額	1,245	1,116	1,088	1,186	1,292
固定資產合計	16,654	17,040	34,677	36,064	39,671
在建工程	1,173	788	1,668	1,701	1,735
無形資產	230	222	455	464	473
資產總計	21,927	22,142	43,404	44,363	48,476
流動負債合計	2,777	3,307	6,295	5,792	6,081
長期負債合計	14,054	13,018	22,460	21,337	22,191
負債合計	16,831	16,325	28,755	27,129	28,272
少數股東權益	1,629	1,904	2,098	2,182	2,269
股東權益合計	3,467	3,913	12,551	15,053	17,935
負債和股東權益總計	21,927	22,142	43,404	44,363	48,476

## 附三：合并現金流量表

百萬元	2013	2014	2015	2016E	2017E
經營活動產生的現金流量淨額	2,391	3,218	7,968	7,560	7,700
投資活動產生的現金流量淨額	-1,277	-569	2,185	1,862	2,015
籌資活動產生的現金流量淨額	-1,102	-1,978	-8,459	-8,784	-9,421
現金及現金等價物淨增加額	12	671	1,694	638	294

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券，@持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。@。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。