

公用事业

2017年05月02日

桂冠电力 (600236)

——来水偏枯导致业绩下滑 延伸售电业务拓宽发展空间

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据： 2017年04月28日

收盘价(元)	6.64
一年内最高/最低(元)	7.96/5.97
市净率	3.0
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	23934
上证指数/深证成指	3154.66 / 10234.65

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2017年03月31日

每股净资产(元)	2.22
资产负债率%	62.55
总股本/流通A股(百万)	6063/3605
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《桂冠电力(600236)点评：高分红+低估值 集团资产有望持续注入》 2016/10/28
 《桂冠电力(600236)点评：业绩符合预期，电改值得期待》 2016/08/01

证券分析师

刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com
叶旭晨 A0230515030001
yexc@swsresearch.com
王璐 A0230516080007
wanglu@swsresearch.com

联系人

王璐
(8621)23297818×7618
wanglu@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件：

- 公司发布2016年年报，2016年公司实现营收85.65亿元，同比下降16.93%；归母净利润25.95亿元，扣非归母净利润25.72亿元，分别同比上升0.99%和220.63%，符合申万宏源预期。公司拟每10股派息1.3元(含税)，分红金额占归母净利的30.38%。
- 公司发布2017年一季报，一季度公司实现营收18.03亿元，同比下降21.03%；归母净利润为3.20亿元，扣非归母净利润为3.22亿元，分别同比下降56.08%和55.73%。符合申万宏源预期。

投资要点：

- **电力供给需求齐疲软，致营收小幅下降。**受2016年红水河流域来水总体偏枯的影响，公司主要电厂发电量下降。本年度，公司完成发电量361.29亿千瓦时，同比降低14.60%。其中，水电325.92亿千瓦时，同比降低15.29%；火电30.89亿千瓦时，同比降低10.35%；风电4.48亿千瓦时，同比增加16.07%。扣非归母净利润大幅增加主要是因为根据证监会有关规定，公司2015发生同一控制下企业合并，收购前龙滩公司实现的净利润作为非经常性损益考虑，而在2016年龙滩公司实现的净利润不作为非经常性损益考虑。
- **一季度水电发电量同比下降，增值税退税款减少导致一季度营收及净利润同比下降。**一季度公司水电发电量同比下降约30%，导致电力销售收入较上年同期减少21%。公司下属龙滩、岩滩公司售电收入同比下降，即征即退增值税退税款也相应减少22%。此外，合山公司一季度燃煤采购支出大幅增长，叠加水电业绩占比降低，一季度公司毛利率下降约15个百分点。
- **深耕水电主业，多元化布局电源结构。**公司以现金收购得荣公司100%股权，收购价格33732.64万元，获得去学水电站(装机容量246MW，在建)的控制权。同时，烟台天然气热电冷联产一期、松塔水电等多个项目建设稳步推进。截止2016年年末，公司在役装机容量1062.05万千瓦，其中水电900.90万千瓦、火电133万千瓦、风电28.15万千瓦，清洁能源比例达到87.48%。优质的机组结构为公司未来可持续发展提供有力保障。
- **抓住电改机遇，积极参与售电侧改革。**公司为适应电力体制改革，成立了全资子公司广西大唐桂冠电力营销有限公司，与广西电网公司联合组建了全国首家厂网合资的售电公司，参股了广西区政府主导的电力交易中心并获董事席位，为公司延伸产业链、培育新的效益增长点搭建了平台。同时公司积极参与电力市场竞价交易，参与市场竞争的水电电量达到2亿千瓦时，火电电量争取到12.28亿千瓦时，占广西市场电量的12.69%。
- **盈利预测与评级：**考虑一季度来水偏枯以及煤价上涨因素，我们调整公司17-19年归母净利润预测为27.11、28.18和29.77亿元(调整前17-18年业绩为31.13和31.77亿元)，EPS分别为0.45、0.46和0.49元/股，对应PE分别为15、14和14倍。考虑到公司在售电领域的布局、多元化发展清洁能源装机带来的发展空间，维持“买入”评级。

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	8,565	1,803	8,726	8,965	9,187
同比增长率(%)	-16.93	-21.03	1.88	2.74	2.48
净利润(百万元)	2,595	320	2,711	2,818	2,977
同比增长率(%)	0.99	-56.08	4.49	3.95	5.64
每股收益(元/股)	0.43	0.05	0.45	0.46	0.49
毛利率(%)	54.8	43.0	47.9	48.1	48.6
ROE(%)	19.7	2.4	17.1	15.1	13.7
市盈率	16		15	14	14

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

表 1：盈利预测表（单位：百万元，元/股）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	9314	10311	8565	8726	8965	9187
二、营业总成本	6966	6398	5397	5760	5668	5572
其中：营业成本	4675	4261	3870	4546	4649	4722
营业税金及附加	136	168	170	140	161	184
销售费用	0	0	0	0	0	0
管理费用	320	324	318	262	269	322
财务费用	1825	1579	1051	803	588	345
资产减值损失	10	66	-12	9	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	8	62	10	60	60	60
三、营业利润	2356	3974	3178	3026	3357	3675
加：营业外收入	412	813	302	600	500	400
减：营业外支出	71	11	2	11	11	11
四、利润总额	2696	4777	3478	3615	3846	4064
减：所得税	427	771	572	569	644	681
五、净利润	2269	4006	2906	3046	3203	3383
少数股东损益	819	1437	312	335	384	406
归属于母公司所有者的净利润	1450	2569	2595	2711	2818	2977
六、基本每股收益	0.26	0.54	0.43	0.45	0.46	0.49
全面摊薄每股收益	0.24	0.42	0.43	0.45	0.46	0.49

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。