

公用事业

2017年08月18日

桂东电力 (600310)

——来水好转业绩有望大幅回升 新业务将带来利润弹性

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2017年08月17日

收盘价(元)	6.43
一年内最高/最低(元)	13.48/6.05
市净率	2.3
息率(分红/股价)	1.24
流通A股市值(百万元)	5323
上证指数/深证成指	3268.43 / 10653.73

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年06月30日

每股净资产(元)	2.75
资产负债率%	76.81
总股本/流通A股(百万)	828/828
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《桂东电力(600310)点评：新材料产业利润亟待爆发 发电扩容业绩弹性大》 2017/05/23

《桂东电力(600310)点评：来水偏枯导致亏损 自发电扩容弹性十足》 2017/05/03

证券分析师

刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com
王璐 A0230516080007
wanglu@swsresearch.com

研究支持

查浩 A0230117070007
zhahao@swsresearch.com

联系人

查浩
(8621)23297818x转
zhahao@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件：

- 公司发布2017年中报，上半年实现营业收入40.86亿元，同比增加81.9%；实现归母净利润552万元，同比减少95.11%，符合申万宏源预期。营收增长主要是由于油品贸易业务规模大幅扩张所致，归母净利润下滑主要是由于上半年来水总体偏枯，外购电量增加导致成本大增。

投资要点：

- 一季度来水偏枯致业绩大幅下降，二季度来水逐步回归正常，三季度来水向好有望带动业绩继续回升。公司今年上半年实现售电量18.16亿kwh，同比减少5.67%，基本保持稳定。受公司水电站流域来水较少影响，公司上半年实现发电量9.49亿kwh，同比大幅减少29.44%。自发电量减少增加公司外购电成本，导致电力业务毛利率从上年同期的42.8%减少为19.47%。分季度来看，一季度公司自发电量为2.43亿kwh，同比下降60.26%，二季度发电量为7.05亿kwh，同比下降3.65%，来水已经逐渐回归正常。二季度来水增加带来业绩大幅改善，公司一季度、二季度分别实现归母净利润-7800万、8400万，保持了上半年总体盈利。随着三季度来水持续向好，公司购电成本继续下降，带动业绩持续回升。
- 贺州铝电子动力车间项目稳步推进，投产后自发电占比提升预计将显著提升业绩。公司当前在建贺州铝电子动力车间项目正稳步推进。截至目前公司共计拥有控股水电装机38千瓦，总体装机量较少，同时水电受来水影响发电量波动大。动力车间项目体量接近现有装机量2倍，一旦顺利投产，将极大提升公司自发电占比显著提升业绩。
- 成品油贸易稳步发展并开始布局下游零售端，收购西点电力设计拓展电力EPC及海外一带一路业务。公司上半年实现成品油贸易量与量双增长，成品油贸易实现收入33亿元，实现净利润1599万元。公司正积极布局下游零售端，打造成油品流通全产业链。公司上半年出资1.43亿元收购西点电力设计51%股权，被收购标的具备电力行业甲级设计资质，17~19年业绩承诺分别为2600、3150和3800万元，且承诺执行海外项目订单金额不少于1亿元美金或海外执行项目数不低于3个。西点电力公司三季度并表后将持续增厚公司业绩。
- 打造新型建材产业链，培育新兴增长极。公司上半年通过入股闽商石材(37.5%，第一大股东)以及收购超超新材股权，直接和间接合计持有超超新材39.125%股权，成为其第一大股东。闽商石材拥有贺州两处矿区合计2.132平方公里的采矿权和一处面积约58.22平方公里的探矿权，超超新材石料来源有保障。超超新材正在投资建设年产80万m³新型建筑材料生产线，未来3-5年规划打造贺州、湖北、福建等三大原料基地，在全国布局五大生产基地。超超新材业务规模持续扩张有望为公司培育新兴增长极。
- 盈利预测与评级：我们维持预测2017~2019年公司归母净利润分别为2.3、4.48和6.09亿元，剔除公司持有2.64亿股国海证券对应约16.28亿市值，PE分别为16、8和6倍，公司估值水平远低于可比售电类上市公司30倍以上的估值水平。公司当前积极布局电力EPC和新型建材、成品油零售等领域，打造新的利润增长点，电力主业外购电占比有望快速降低带来业绩弹性，维持“买入”评级。

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,213	4,086	5,750	6,511	7,328
同比增长率(%)	45.17	81.90	10.31	13.23	12.55
净利润(百万元)	209	6	230	448	609
同比增长率(%)	-44.30	-95.11	9.84	94.78	35.94
每股收益(元/股)	0.25	0.01	0.28	0.54	0.74
毛利率(%)	12.1	7.7	15.5	18.2	20.5
ROE(%)	7.9	0.2	13.5	20.9	22.1
市盈率	25		23	12	9

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属干母公司所有者的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	2,115	3,591	5,213	5,750	6,511	7,328
二、营业总成本	2,532	3,763	5,126	5,580	6,064	6,665
其中：营业成本	1,742	3,045	4,583	4,858	5,323	5,828
营业税金及附加	14	17	30	34	38	43
销售费用	27	39	50	57	65	73
管理费用	158	193	172	190	228	256
财务费用	258	243	285	432	410	464
资产减值损失	332	225	6	10	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	(0)	0	0	0
投资收益	509	654	55	10	28	30
三、营业利润	92	482	142	179	475	694
加：营业外收入	45	73	139	140	145	150
减：营业外支出	5	12	4	3	5	6
四、利润总额	132	543	277	316	615	838
减：所得税	136	143	39	55	106	145
五、净利润	(4)	399	238	261	509	692
少数股东损益	4	23	28	31	61	83
归属于母公司所有者的净利润	(8)	376	209	230	448	609
六、基本每股收益	(0.03)	0.45	0.25	0.28	0.54	0.74
全面摊薄每股收益	(0.01)	0.45	0.25	0.28	0.54	0.74

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
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。