



广西桂冠电力股份有限公司 跟踪评级报告

跟踪评级结果

信用等级: AA⁻ 评级展望: 稳定 评级时间: 2013年07月31日

上次评级结果

信用等级: AA⁻ 评级展望: 正面 评级时间: 2013年02月08日

跟踪评级观点

2013年5月22日,广西桂冠电力股份有限公司(以下简称“桂冠电力”或“公司”)发布了经天职国际会计师事务所出具的标准无保留审计意见的2012年审计报告及未经审计的2013年1季报。

公司财务表现基本符合上次评级时的预期。盈利及现金流方面,受2012年下半年来水恢复正常和合山新建火电机组投产及电价提升影响,2012年公司营业收入同比增长35.45%,达51.98亿元;但由于上半年煤价较高、水电丰水期挤压火电,公司营业毛利率与去年基本持平。因贷款增加、利率调整及机组转固后利息损益化,2012年公司财务费用达8.55亿元,同比增加33.65%,全年利润总额为5.36亿元,同比增加32.59%,其中全年水电盈利7.06亿元,火电亏损1.87亿元,风电盈利0.17亿元。同期,受公司应收项目增加和应付项目减少的影响,公司经营活动获现指标有所弱化。2012年,公司现金收入比为112.15%,较2011年下降5.32个百分点。随着公司固定资产购建投入减少,2012年公司投资活动现金流量净额和筹资活动现金流量净额分别降低至-16.36亿元和-6.82亿元。债务负担及偿债指标方面,受短期借款、其他应付款增加等影响,2012年底公司全部债务达156.98亿元,同比增加4.93亿元,仍以长期债务为主。受未分配利润增加带动权益增加的影响,整体债务负担略有降低,2012年公司资产负债率和全部债务资本化比率同比分别下降0.60个百分点和0.59个百分点,分别达77.49%和76.21%,但整体债务负担仍处于行业较重水平。2012年经营活动现金流量净额/短期债务为0.52倍,同比提高0.10倍,受短期债务增加影响,流动比率、速动比率分别小幅下滑至0.44倍、0.39倍。同期,公司全部债务/EBITDA、EBITDA利息保障倍数分别为6.69倍和2.49倍,较2011年有所改善,公司整体偿债指标表现仍处于行业较好水平。

分析师

李环 刘嗣兴 张博

客服

电话: 010-88090123

传真: 010-88090102

邮箱: cs@chinaratings.com.cn

地址: 北京西城区金融大街28号院

盈泰中心2号楼6层(100032)

网站: www.chinaratings.com.cn

相关报告

广西桂冠电力股份有限公司主体信用评级报告(2011.12)

广西桂冠电力股份有限公司跟踪评级报告(2013.02)

免责声明 1、本报告用于相关决策参考,并非某种决策的结论、建议等; 2、本报告所引用的受评主体相关资料均由受评主体提供或由其公开披露的资料整理,中债资信无法对引用资料的真实性及完整性负责; 3、本报告所采用的评级符号体系仅适用于中债资信针对中国区域(不含港澳台)的信用评级业务,与非依据该区域评级符号体系得出的评级结果不具有可比性。

2013年一季度,受流域来水恢复正常影响,公司直属及控股电厂水电发电量达31.20亿千瓦时,较去年同期增加116.67%,火电发电量15.37亿千瓦时,较去年同期降低6.51%,火电机组的投产有利于降低公司单一水电机组导致的经营波动性。未来,预计公司营业收入有望继续增加,盈利水平和偿债指标将继续改善,且在公司良好的经营获现能力和筹资能力保



障下，并考虑到公司可获得股东的支持，公司整体偿债压力仍不大。

2012年6月20日，公司召开年度股东大会，并发布《2012年度股东大会决议公告》称：与桂冠电力发行股份购买中国大唐集团公司（以下简称“大唐集团”）、广西投资集团有限公司（以下简称“广西投资”）及贵州产业投资（集团）有限责任公司（以下简称“贵州产投”）持有的龙滩水电开发有限公司（以下简称“龙滩公司”）¹股权相关的十一、十二、十三、十四、十五、十六、十七、十八、十九、二十（授权董事会全权办理本次重组具体相关事宜的权利）议案未获得出席本次股东大会的股东或股东代表所持有效表决权股份总数的2/3以上通过。因大唐集团、广西投资同为公司股东，且同为公司本次重大资产重组目标公司龙滩公司股东，存在关联关系，故回避上述重组方案相关议案的表决。

部分中小股东认为龙滩公司盈利能力存在不确定性、估值过高，重组事项更有大股东廉价购买桂冠电力股权、利益输送等嫌疑，否决了重组相关议案，重组进程暂时搁浅。自龙滩水电站投产后到2012年上半年，红水河流域来水均偏枯，导致龙滩水电站发电量未达到设计值，龙滩水电站资产质量、盈利能力受到质疑；龙滩公司100%所有者权益于评估基准日（2013年3月28日）的预估值为180亿元（本次非公开发行股份的每股价格为定价基准日前20个交易日均价，即3.60元/股），对应标的资产的预估值为153亿元²，2月28日龙滩水电资产合计226.24亿元，所有者权益53.80亿元，PB约3.35倍，高于目前水电类上市公司平均PB水平，因此中小股东普遍认为龙滩公司估值偏高。此外，桂冠电力本次收购将使得公司股本强力扩张，公司本次拟定向发行约43亿股股份，交易完成后，总股本将约为65亿股，比当前22.80亿股的股本扩张188.60%，即使加上龙滩公司的盈利，公司每股收益仍面临稀释风险。

随着红水河来水恢复正常，龙滩公司资产盈利能力将提高³，收购龙滩公司将加强公司区域市场地位，也是公司大股东大唐集团履行股改承诺的要求。如大股东和中小股东就交易价格达成一致意见，重组有望继续推进。但鉴于定价水平、重组进程、重组方式、股票价格存在一定不确定性，基于审慎原则，中债资信维持公司主体信用等级AA-pi，将评级展望由正面调整为稳定。中债资信将密切关注公司重组事项后续进程。

¹龙滩公司为大唐集团旗下负责龙滩水电站项目开发的子公司，截至2012年底，大唐集团、广西投资和贵州产投分别持有公司65%、30%和5%的股权。截至2012年底，龙滩公司装机容量为490万千瓦，2012年完成发电量110.52亿千瓦时，机组平均利用小时数为2,255.51小时，实现营业总收入28.78亿元，利润总额3.71亿元，净利润3.36亿元。

²除特殊说明外，本报告中数据采用《广西桂冠电力股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易之重组预案》的数据。

³龙滩水电站达到400米正常蓄水位后，下游的岩滩、大化等6级电站的总保证出力有望提升60%左右，由138.79万千瓦提升到221.97万千瓦。



附件一：

公司主要财务数据（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2010年	2011年	2012年	2013年3月
货币资金	10.32	12.92	10.29	19.73
应收票据	0.64	0.86	0.24	0.23
应收账款	3.81	3.54	6.84	5.50
其他应收款	0.89	1.05	1.12	1.28
存货	1.31	1.60	2.48	2.02
流动资产合计	17.55	22.45	22.52	30.37
长期股权投资	10.03	11.32	12.37	12.53
固定资产	124.91	129.48	149.42	149.72
在建工程	25.66	42.19	26.46	26.53
无形资产	2.03	2.26	2.38	2.35
资产总计	182.08	209.59	217.72	226.33
短期借款	17.03	27.28	29.20	11.20
应付票据	0.00	0.82	0.81	0.55
应付账款	5.74	8.19	6.79	6.03
其他应付款	4.13	4.63	5.22	5.09
一年内到期的非流动负债	9.73	8.12	9.63	16.29
流动负债合计	37.38	47.80	51.35	40.29
长期借款	100.41	115.83	100.15	118.55
应付债券	0.00	0.00	17.19	17.19
负债合计	137.82	163.66	168.70	176.05
实收资本（股本）	22.80	22.80	22.80	22.80
资本公积	0.89	1.00	1.00	1.00
未分配利润	2.90	2.99	4.82	5.86
少数股东权益	14.01	14.78	15.69	15.90
所有者权益合计	44.26	45.93	49.02	50.28
营业总收入	42.19	38.38	51.98	12.08
营业外收入或补贴收入	1.61	1.09	0.52	0.14
营业成本	26.62	27.22	36.84	8.17
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	2.29	2.29	2.46	0.50
财务费用	5.32	6.40	8.55	2.11
投资收益	0.46	1.13	1.36	0.16
营业利润	8.72	2.98	4.90	1.48
利润总额	10.28	4.04	5.36	1.62
净利润	9.06	3.11	4.32	1.41
归属于母公司所有者的净利润	6.63	1.93	2.87	1.04
销售商品、提供劳务收到的现金	50.73	45.08	58.30	15.35
经营活动现金流入量	54.10	46.37	58.82	15.76
购买商品、接受劳务支付的现金	16.81	16.10	25.32	4.90
经营活动现金流量净额	23.79	15.34	20.55	7.79
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	17.97	21.69	16.65	3.42
投资活动现金流量净额	-42.78	-21.72	-16.36	-3.48
筹资活动现金流量净额	24.76	8.98	-6.82	5.12



附件二：

公司主要财务指标（合并口径）

财务指标	2010年	2011年	2012年	2013年3月
现金类资产（亿元）	10.97	13.78	10.53	19.96
短期债务（亿元）	26.76	36.21	39.64	28.04
长期债务（亿元）	100.41	115.83	117.33	135.74
全部债务（亿元）	127.17	152.05	156.98	163.78
EBIT（亿元）	15.99	10.59	14.03	—
EBITDA（亿元）	24.06	18.47	23.47	—
应收账款周转率（次）	8.07	8.67	9.06	—
存货周转率（次）	18.37	18.69	18.07	—
流动资产周转率（次）	2.68	1.92	2.31	—
总资产周转率（次）	0.24	0.20	0.24	—
资产负债率（%）	75.69	78.09	77.49	77.79
全部债务资本化比率（%）	74.18	76.80	76.21	76.51
长期债务资本化比率（%）	69.40	71.61	70.53	72.97
营业毛利率（%）	36.91	29.07	29.13	32.39
EBITDA 利润率（%）	57.03	48.12	45.14	—
总资产报酬率（%）	9.15	5.41	6.57	—
净资产收益率（%）	16.83	6.89	9.10	—
期间费用收入比（%）	18.06	22.65	21.18	21.61
成本费用率（%）	81.15	93.57	92.05	89.22
现金收入比（%）	120.26	117.47	112.15	127.07
盈利现金比率（%）	262.55	494.08	475.60	552.60
经营净现金/EBITDA（%）	98.87	83.09	87.58	—
流动比率（倍）	0.47	0.47	0.44	0.75
速动比率（倍）	0.43	0.44	0.39	0.70
保守速动比率（倍）	0.29	0.29	0.21	0.50
全部债务/EBITDA（倍）	5.29	8.23	6.69	—
EBITDA 利息保障倍数（倍）	3.76	2.36	2.49	—
经营活动现金流入量/短期债务（倍）	2.02	1.28	1.48	—
经营活动现金净流量/短期债务（倍）	0.89	0.42	0.52	—