

业绩下滑，但水电增长空间巨大 增持首次评级

投资要点:

- 📖 业绩低于预期;
- 📖 来水偏枯，煤价压力大，发电量大幅下滑;
- 📖 新建和收购推动装机容量增长，有望推动来年业绩。

报告摘要:

- **业绩低于预期。**2011 年全年，公司实现营业总收入 38.4 亿元，较上年同期下降 9.03%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.93 亿元，较上年同期下降 70.91%；每股收益 0.085 元。
- **来水偏枯，煤价压力大，发电量大幅下滑。**2011 年公司完成上网电量 166.36 亿千瓦时，同比减少 12.79%。2011 年红水河流域发生百年不遇的由丰水期变为枯水期的气候反常现象，全年来水比正常年份偏枯 70%-80%，多个水电站出现历史最低发电量纪录，同比降幅达 65%以上；电煤供应受限加上煤价高企，年内几个月火电发电量的燃料成本已出现负边际利润，火电机组利用小时减少 1,179 小时，火电上网电量下降 18.21%。上网电量下降 24.40 亿千瓦时导致电力销售收入减少 5.38 亿元。财务费用 6.4 亿元，同比增长 20%；但投资收益 1.13 亿元，同比增长 146%，投资收益主要来自于参股北部湾银行。
- **新建和收购推动装机容量增长，有望推动来年业绩。**2011 年，公司在役总装机容量为 499.55 万千瓦，比 2010 年 415.8 同比增长 20%。2011 年公司收购浙江纵横实业获得已投运电站 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。同时，公司拟开发的塔日勒嘎、夏特、八村三个梯级水电站总装机容量约为 37 万千瓦。龙滩水电项目注入仍然值得期待。
- **盈利预测和投资评级。**预计 2012-2014 年公司将实现归属母公司股东净利润 4.85、5.10、5.63 亿元，对应每股收益 0.21、0.22、0.25 元，对应市盈率为 18、18、16 倍，考虑到电价调整带来的盈利改善，以及公司启动注入龙滩电站的预期，暂给予增持的评级。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	4218.64	3837.63	4512.00	4943.00	5417.00
增长率	37.14%	-9.03%	17.57%	9.55%	9.59%
净利润	662.91	192.87	485.13	510.48	562.51
增长率	102.00%	-70.91%	151.53%	5.23%	10.19%
基本每股收益	0.291	0.085	0.213	0.224	0.247
市盈率 PE	13.48	46.35	18.43	17.51	15.89

公用事业研究组

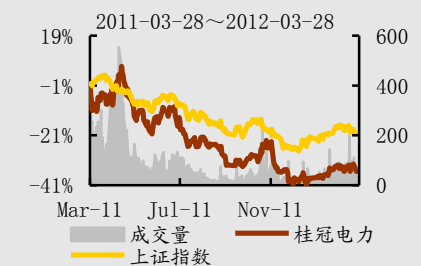
分析师:

鲁儒敏 (S1180511090001)

电话: 010-88085790

Email: lurumin@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20111231	13116	
20110930	13112	
20110630	12606	

数据来源: 港澳资讯

机构持股汇总

报告日期	20100331	20091231
基金持股		
占流通 A 股比		
持股家数及进出情况		

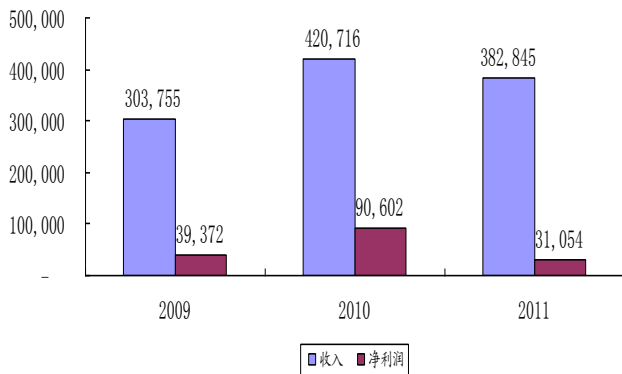
数据来源: 港澳资讯

相关研究

一、业绩大幅下降

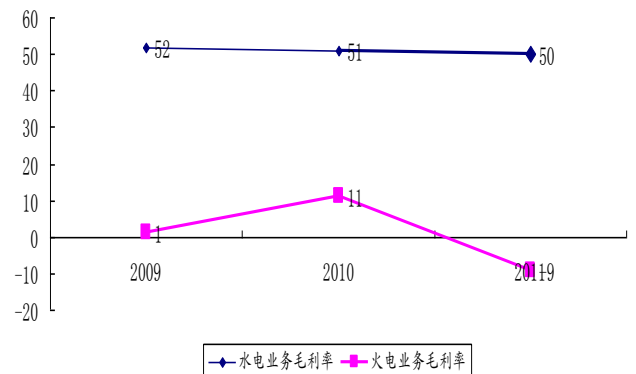
利润大幅下降。2011 年全年，公司实现营业总收入 38.4 亿元，较上年同期下降 9.03%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.93 亿元，较上年同期下降 70.91%；每股收益 0.085 元。

图表 1: 公司 2009-2011 年收入和利润变化



数据来源: 公司年报、宏源证券

图表 2: 公司 2009-2011 年水电和火电毛利率变化

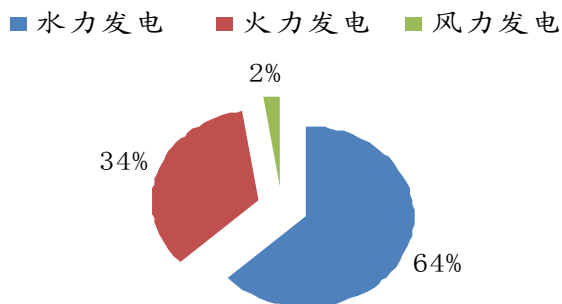


数据来源: 公司年报、宏源证券

二、来水偏枯，煤价压力大，发电量大幅下滑

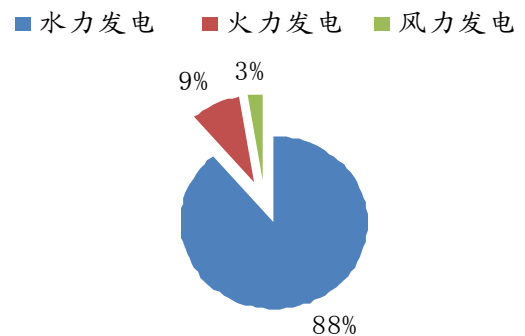
2011 年公司完成上网电量 166.36 亿千瓦时，同比减少 12.79%。2011 年红水河流域发生百年不遇的由丰水期变为枯水期的气候反常现象，全年来水比正常年份偏枯 70%-80%，多个水电站出现历史最低发电量纪录，同比降幅达 65%以上；电煤供应受限加上煤价高企，年内几个月火电发电量的燃料成本已出现负边际利润，企业已陷入越发越亏的经营困境，火电机组利用小时减少 1,179 小时，火电上网电量下降 18.21%。上网电量下降 24.40 亿千瓦时导致电力销售收入减少 5.38 亿元。财务费用 6.4 亿元，同比增长 20%；但投资收益 1.13 亿元，同比增长 146%，投资收益主要来自于公司参股的北部湾银行。

图表 3: 公司 2009-2011 年各项业务收入占比



数据来源: 公司年报、宏源证券

图表 4: 公司 2009-2011 年各项业务利润占比



数据来源: 公司年报、宏源证券

三、新建和收购推动装机容量增长，有望推动来年业绩

2011年，公司收购沿渡河新增水电装机容量11.8万千瓦、合山二期火电项目投产新增装机容量67万千瓦、山东风电投产装机容量4.95万千瓦，2011年年末，公司水电装机352.7万千瓦、火电装机133万千瓦、风电装机13.85万千瓦，在役总装机容量为499.55万千瓦，比2010年415.8万千瓦同比增长20%。2011年公司收购浙江纵横实业100%股权并设立桂冠新隆公司，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。同时，公司出资设立大唐桂冠克州新隆能源开发有限公司开发新疆地区水电资源，拟开发的塔日勒嘎、夏特、八村三个梯级水电站总装机容量约为37万千瓦，发电量约为13亿kwh；全部处于前期开发阶段。公司在水电领域的扩张是公司未来业绩增长的重要推动力。

四、龙滩水电项目注入仍然值得期待

大唐集团2009年承诺“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注入桂冠电力的工作”。龙滩水电工程总装机容量630万千瓦，年均发电量187亿千瓦时，龙滩水电工程对下游梯级电站补偿效益也是巨大的。按正常蓄水位400米计算，龙滩水电站蓄水调节后，龙滩以下的岩滩、大化、百龙滩、乐滩、桥巩、大藤峡6级电站的总保证出力由138.79万千瓦提高到221.97万千瓦，增幅为59.9%；总电量由213亿千瓦时提高到237亿千瓦时，增幅为11.4%。龙滩以下梯级的总枯水期电量由33.87%提高到43%。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。

五、盈利预测和投资评级

预计2012-2014年公司将实现归属母公司股东净利润4.85、5.10、5.63亿元，对应每股收益0.21、0.22、0.25元，对应市盈率为18、18、16倍，考虑到电价调整带来的盈利改善，以及公司启动注入龙滩电站的预期，暂给予增持的评级。

资产负债表	2011A	2012E	2013E	2014E	利润表	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	1421	45	49	54	营业收入	3838	4512	4943	5417
应收和预付款项	758	749	905	908	减: 营业成本	2722	2800	3100	3400
存货	160	195	198	233	营业税金及附加	45	52	57	63
其他流动资产	35	35	35	35	营业费用	0	0	0	0
长期股权投资	1132	1242	1372	1522	管理费用	229	253	277	304
投资性房地产	23	23	23	23	财务费用	640	736	814	880
固定资产和在建工程	17167	20264	22862	24459	资产减值损失	17	-19	-19	-19
无形资产和开发支出	385	385	385	385	加: 投资收益	113	110	130	150
其他非流动资产	0	0	0	0	公允价值变动损益	0	0	0	0
资产总计	21082	22939	25829	27619	其他经营损益	0	0	0	0
短期借款	2728	4259	5813	7159	营业利润	298	800	844	939
应付和预收款项	1364	952	1513	1101	加: 其他非经营损益	106	100	100	100
长期借款	11583	11583	11583	11583	利润总额	404	900	944	1039
其他负债	814	814	814	814	减: 所得税	94	118	122	133
负债合计	16489	17609	19723	20658	净利润	311	781	822	906
股本	2280	2280	2280	2280	减: 少数股东损益	118	296	311	343
资本公积	100	100	100	100	归属母公司股东净利润	193	485	510	563
留存收益	734	1176	1640	2152	现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E
归属母公司股东权益	3115	3556	4021	4532	经营性现金净流量	1545	1388	2345	1635
少数股东权益	1478	1774	2085	2428	投资性现金净流量	-2172	-3415	-2915	-1915
股东权益合计	4593	5330	6106	6961	筹资性现金净流量	898	651	575	285
负债和股东权益合计	21082	22939	25829	27619	现金流量净额	270	-1376	4	5

数据来源: Wind 资讯, 宏源证券研究所

分析师简介:

鲁儒敏: 宏源证券研究所公用事业行业分析师, 中国人民大学经济学硕士, 4 年证券从业经历, 2011 年加盟宏源证券研究所, 证券执业资格证书编号 S1180511090001。

机构销售团队

	郭振举	牟晚凤	孙利群	王艺
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085172 wangyi1@hysec.com
华东区域	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com		

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本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任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。