

# 干旱影响业绩，期待资产注入

## 增持维持

### 投资要点:

- 📖 **净利润大幅减少，业绩下滑明显；**
- 📖 **成本大幅增加，毛利率大幅下滑；**
- 📖 **寄望来水增加和火电盈利改善，未来看点是资产注入。**

### 报告摘要:

- **净利润大幅减少，业绩下滑明显。**2012年上半年，公司完成营业收入23.30亿元，同比减少1.06%，受水电上网电量减少影响，公司净收入减少7.04亿元；归属于母公司所有者净利润-4784.58万元，同比减少118.50%。每股收益-0.021元。
- **成本大幅增加，毛利率大幅下滑。**2012年上半年，公司完成营业收入232978.47万元，同比减少1.06%；公司营业成本187,356.93万元，比去年同期上涨30.71%；毛利润达到45,621.55万元，较去年同期下降50.49%，毛利率只有19.58%，较去年同期减少近20个百分点。
- **期间费用率小幅上涨，投资收益大幅增加。**2012年上半年，公司期间费用52,465.16万元，期间费用率22.52%，较去年同期增长5个百分点。实现投资收益6102.57万元，较去年同期有较大幅度增长。
- **寄望来水增加和火电盈利改善，未来看点是资产注入。**合山电厂装机容量翻倍，煤价回落与电价上调带来扭亏契机。近三年公司红水河流域电站受气候异常影响发电量显著小于设计值，2012年5月以后，公司来水情况明显好转，全年来看水电发电量将有所恢复。期待龙滩资产注入带来公司全新发展机遇。
- **盈利预测和投资评级。**预计2012年实现营业收入48.00、52.00、57.00亿元，实现归属母公司净利润2.83、5.82、7.21亿元，实现每股收益0.12、0.26、0.32元，对应PE27、13、11倍，维持增持评级。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	4218.64	3837.63	4800.00	5200.00	5700.00
增长率	37.14%	-9.03%	25.08%	8.33%	9.62%
净利润	662.91	192.87	283.29	581.64	721.05
增长率	102.00%	-70.91%	46.88%	105.31%	23.97%
基本每股收益	0.291	0.085	0.124	0.255	0.316
市盈率 PE	11.52	39.61	26.97	13.13	10.59

### 公用事业研究组

#### 分析师:

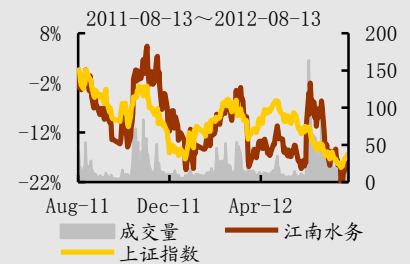
鲁儒敏 (S1180511090001)

电话: 010-88085790

Email: [lurumin@hysec.com](mailto:lurumin@hysec.com)

联系人: 房晓

### 市场表现



### 股东户数

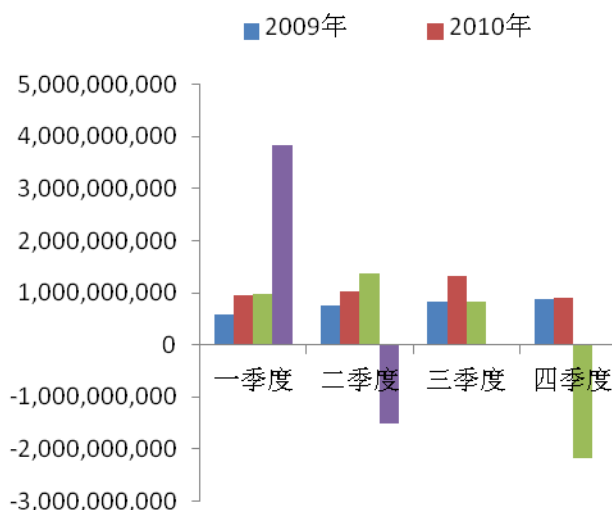
报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20120630	3160	
20120331	3337	
20111231	2392	

数据来源: 港澳资讯

## 一、净利润和大幅减少，业绩下滑明显

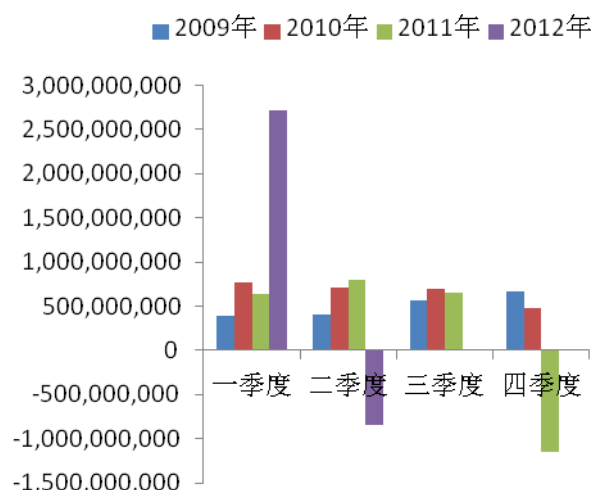
2012年上半年，公司完成营业收入23.30亿元，同比减少1.06%，受水电上网电量减少影响，公司净收入减少7.04亿元；归属于母公司所有者净利润-4784.58万元，同比减少118.50%。每股收益-0.021元，其中二季度实现-0.1元，较一季度下降幅度较大，公司上半年业绩下滑明显。

图 1: 2009-2012 年季度营业收入情况



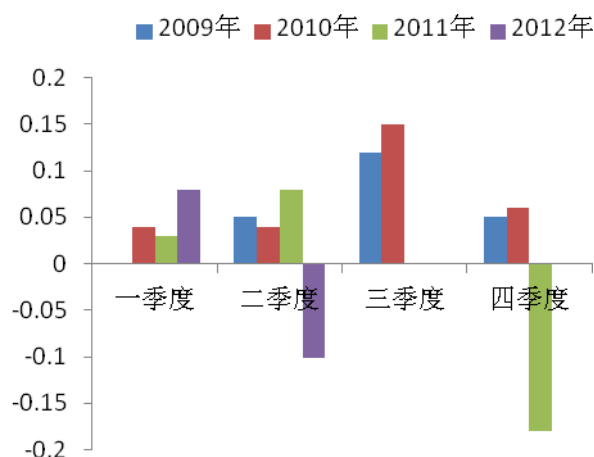
资料来源：公司公告、宏源证券

图 2: 2009-2012 年季度营业成本情况



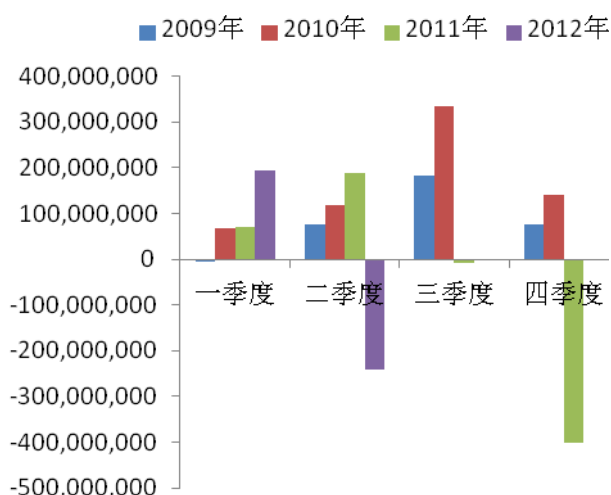
资料来源：公司公告、宏源证券

图 3: 2009-2012 年每股收益季度变化情况



资料来源：公司公告、宏源证券

图 4: 2011-2012 年归属母公司净利润季度变化情况



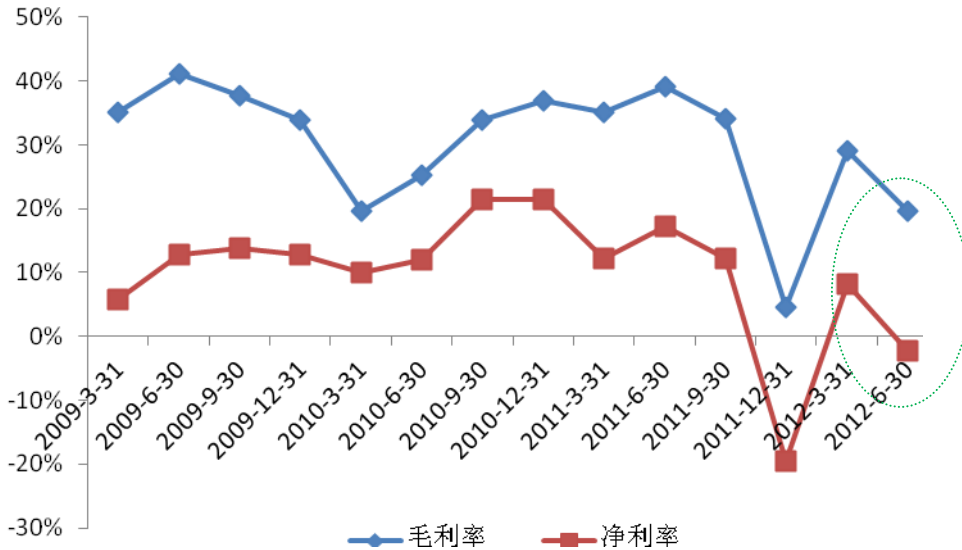
资料来源：公司公告、宏源证券

## 二、成本大幅增加，毛利率大幅下滑

2012年上半年，公司完成营业收入232978.47万元，同比减少1.06%，实现利润总额-2718.68万元，同比下降105.46%，受上半年水电上网电量减少影响，公司利润大幅下降；火电受火电新机组投产尚未能达到预期的出力，发电标煤单价累计993.65元/吨，比去年同期增长71.68元/吨，虽然火电单位边际利润有76.54元/兆瓦时，但仍小于火电厂的折旧

和财务费用等固定成本从而造成公司上半年的亏损。

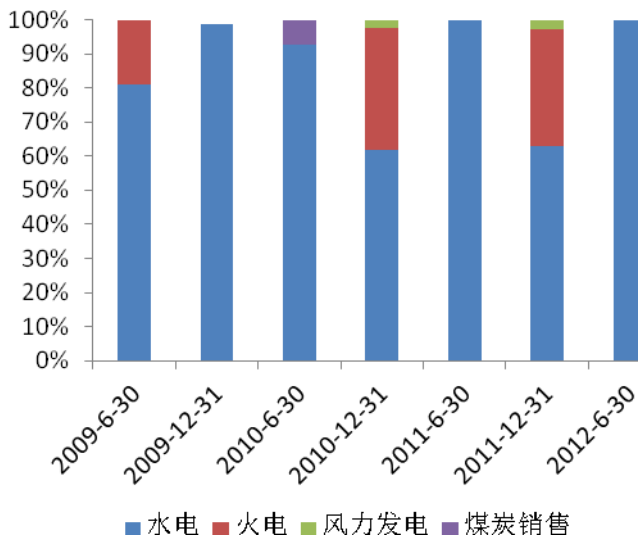
图 5: 公司 2009-2012 年季度毛利率和净利率变化情况



资料来源: 公司公告、宏源证券

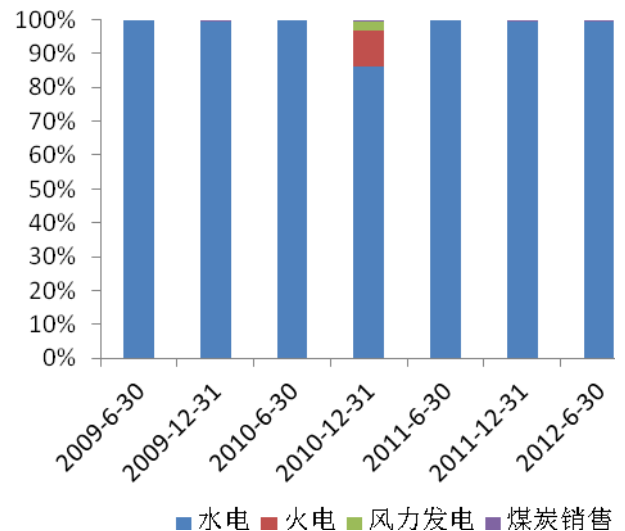
上半年,公司营业成本187,356.93万元,比去年同期上涨30.71%;毛利润达到45,621.55万元,较去年同期下降50.49%,毛利率只有19.58%,较去年同期减少近20个百分点,业绩下降明显。受2011年红水河流域干旱延续影响,上半年,广西红水河流域的毛利率较高的水电上网电量同比减少较大,而发电成本高、毛利率低的火电上网电量同比大幅增加,两因素共同影响,故本年度上半年公司主营业务毛利率下降。

图 6: 2009-2012 年各业务主营收入占比情况



资料来源: 公司公告、宏源证券

图 7: 2009-2012 年各业务毛利润占比情况

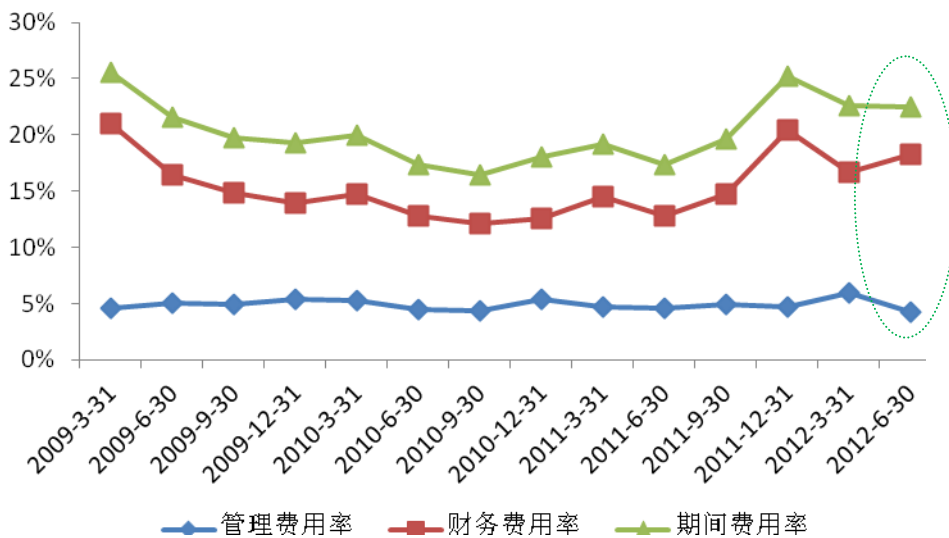


资料来源: 公司公告、宏源证券

### 三、期间费用率小幅上涨, 投资收益大幅增加

2012 上半年, 管理费用基本保持稳定, 管理费用率 4.20%, 较去年同期下降 0.3 个百分点; 财务费用 42,668.54 万元, 同比增加 41.59%, 增长的原因是本期新建机组转固而停止利息资本化、增加银行借款额及利率上调。财务费用率 18.31%, 较同期上涨近 6 个百分点; 公司期间费用 52,465.16 万元, 期间费用率 22.52%, 较去年同期增长 5 个百分点。

图 8: 公司 2009-2012 年期间费用率变化情况



资料来源: 公司公告、宏源证券

上半年, 公司参股的广西北部湾银行股份有限公司, 实现投资收益 8,287.24 万元, 而公司参股的另一家公司广西百色银海铝业公司, 实现投资收益-2,184.67 万元。共实现投资收益 6102.57 万元, 较去年同期有较大幅度增长。

#### 四、寄望来水增加和火电盈利改善, 未来看点是资产注入

从近期看, 电力需求不景气, 对发电企业尤其是火电企业发电不利。另外, 气候异常、水电来水不确定性等因素对公司水力发电业务影响较大。

合山电厂装机容量翻倍, 煤价回落与电价上调带来扭亏契机。公司 2011 年底新建成 67 万千瓦机组, 从而火电装机容量实现翻倍。过去由于受煤价高企及供应瓶颈所限, 火电几乎连年巨亏拖累整体业绩。预计到 2013 年受电价上调、煤价及煤耗下降影响, 火电业务有望扭亏为盈。短期看 2012 年仍以减亏为主。近三年公司红水河流域电站受气候异常影响发电量显著小于设计值, 2012 年 5 月以后, 公司来水情况明显好转, 全年来看水电发电量将有所恢复。

期待龙滩注入带来公司全新发展机遇。“十二五”国内能源结构调整压力加大, 带给水电新的发展机遇期。随着龙滩资产注入时点的移近, 公司即将成为西部区域龙头, 水电业绩将大幅提升且未来发展潜力巨大。

#### 五、盈利预测和投资评级

预计 2012 年实现营业收入 48.00、52.00、57.00 亿元，实现归属母公司净利润 2.83、5.82、7.21 亿元，实现每股收益 0.12、0.26、0.32 元，对应 PE27、13、11 倍，维持增持评级。

**财务报表及财务比率**

资产负债表	2011A	2012E	2013E	2014E	利润表	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	1421.18	248.05	2839.99	5091.74	营业收入	3837.63	4800.00	5200.00	5700.00
应收和预付款项	758.20	873.36	868.22	1038.86	减: 营业成本	2721.93	3360.00	3290.00	3580.00
存货	160.00	265.93	151.12	302.69	营业税金及附加	44.61	55.79	60.44	66.25
其他流动资产	34.75	34.75	34.75	34.75	营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1132.47	1252.47	1402.47	1582.47	管理费用	229.48	287.02	310.94	340.84
投资性房地产	23.14	19.47	15.80	12.13	财务费用	639.57	720.86	632.47	577.98
固定资产和在建工程	17167.21	15544.74	13822.26	12099.79	资产减值损失	17.07	-19.11	-19.11	-19.11
无形资产和开发支出	384.87	356.72	328.56	300.41	加: 投资收益	113.46	120.00	150.00	180.00
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	21081.82	18595.48	19463.17	20462.84	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	2728.10	0.00	0.00	0.00	营业利润	298.43	515.43	1075.26	1334.04
应付和预收款项	1363.65	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	加: 其他非经营损益	106.03	0.00	0.00	0.00
长期借款	11583.48	11583.48	11583.48	11583.48	利润总额	404.46	515.43	1075.26	1334.04
其他负债	814.00	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	减: 所得税	93.93	59.32	138.79	173.11
负债合计	16489.23	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	净利润	310.54	456.12	936.47	1160.93
股本	2280.45	2280.45	2280.45	2280.45	减: 少数股东损益	117.66	172.83	354.83	439.88
资本公积	100.06	100.06	100.06	100.06	归属母公司股东净利润	192.87	283.29	581.64	721.05
留存收益	734.24	936.18	1350.80	1864.80	毛利率	29.07%	30.00%	36.73%	37.19%
归属母公司股东权益	3114.75	3316.69	3731.31	4245.31	三费/销售收入	22.65%	21.00%	18.14%	16.12%
少数股东权益	1477.84	1650.67	2005.50	2445.39	EBIT/销售收入	26.93%	25.76%	32.84%	33.54%
股东权益合计	4592.59	4967.36	5736.81	6690.69	EBITDA/销售收入	47.44%	81.45%	86.18%	82.20%
负债和股东权益合计	21081.82	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	销售净利率	8.09%	9.50%	18.01%	20.37%
<b>现金流量表</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	ROE	6.19%	8.54%	15.59%	16.98%
经营性现金净流量	1544.88	3357.18	4391.43	4036.79	ROA	4.90%	6.65%	8.77%	9.34%
投资性现金净流量	-2172.15	-1000.00	-1000.00	-1000.00	ROIC	4.95%	6.10%	9.02%	11.37%
筹资性现金净流量	897.74	-3530.31	-799.49	-785.03	销售收入增长率	-9.03%	25.08%	8.33%	9.62%
现金流量净额	270.46	-1173.13	2591.94	2251.76	净利润增长率	-65.72%	46.88%	105.31%	23.97%

**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**

华北 区域	<b>牟晓凤</b>	<b>李倩</b>	<b>王燕妮</b>	<b>张瑶</b>	
	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88083561 liqian@hysec.com	010-88085993 wangyanni@hysec.com	010-88013560 zhangyao@hysec.com	
华东 区域	<b>张璐</b>	<b>赵佳</b>	<b>奚曦</b>	<b>孙利群</b>	<b>李岚</b>
	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	02151782236 lilan@hysec.com
华南 区域	<b>夏苏云</b>	<b>贾浩森</b>	<b>罗云</b>	<b>赵越</b>	<b>孙婉莹</b>
	13631505872 xiasuyun@hysec.com	010-88085279 jiahaosen@hysec.com	010-88085760 luoyun@hysec.com	18930809316 zhaoyue@hysec.com	0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	<b>覃汉</b>	<b>胡玉峰</b>			
	010-88085842 qinhan@hysec.com	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。