

2015年1月30日

许柳惜

C0064@capital.com.tw

目标价(元)

RMB 6.00

公司基本资讯

产业别	公用事业
A 股价(2015/1/29)	4.70
上证综指(2015/1/29)	3262.31
股价 12 个月高/低	4.75/2.7
总发行股数(百万)	2280.45
A 股数(百万)	1128.53
A 市值(亿元)	107.18
主要股东	中国大唐集团 公司(50.51%)
每股净值(元)	1.69
股价/账面净值	2.78
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	0.0 -0.6 62.3

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

产品组合

水力发电	53.0%
火力发电	44.7%
风力发电	2.4%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	5.3%
一般法人	43.0%

股价相对大盘走势

桂冠电力(600236.SH)
BUY/买入
二次重组启动, 注入龙滩水电站
结论与建议:

公司今日公告, 拟以发行股份购买资产的方式收购龙滩水电站 100% 股权, 同时发行 1900 万股优先股募集不超过 19 亿资金用于桂冠电力及龙滩公司流动资金。

由于公司此次公告仅是预案, 我们尚未考虑收购资产的情况, 预计公司 2015 年实现净利润 6.34 亿元, YOY+6.2%, EPS0.28, 当前 A 股价对应 2014 年、2015 年 PE 为 18X、17X。未来龙滩水电站有望维持较佳的盈利能力, 公司盈利能力有望提升, 我们维持“买入”的投资建议。

■ **收购龙滩水电站 100% 股权:** 公司拟采用发行普通股购买资产的方式, 分别购买大唐集团持有的龙滩公司 65% 股权, 广西投资持有的龙滩公司 30% 股权和贵州产投持有的龙滩公司 5%, 交易价格总额为 168.8 亿元, 股份发行数量约为 36.78 亿股。同时拟向不超过 200 名合格投资者非公开发行 1900 万股优先股, 募集配套资金不超过 19 亿, 用于补充公司及龙滩公司的流动资金。交易完成后, 公司总股本将增加 162%, 龙滩水电站的注入将增厚公司 2014 年每股收益 0.06 元。

■ **装机容量增 86.4%, 市占率显著提高:** 本次交易完成后, 公司已投产的总装机容量将由交易前的 567.25 万千瓦 (其中水电 410.90 万千瓦) 增加至 1057.25 万千瓦 (其中水电 900.9 万千瓦), 增加了 86.4%; 权益装机容量将由 432.03 万千瓦增加至 922.03 万千瓦, 增加了 113.4%。交易完成后, 公司在华南地区尤其是广西电力市场的占有率将得到显著提高, 竞争优势更为明显。

■ **龙滩水电站盈利能力良好:** 龙滩水电站于 2008 年投产发电, 但自 2009 年下半年以来, 红水河流域部分省区遭遇历史罕见的旱情, 来水量持续偏枯, 造成龙滩水电站 2010-2013 年发电量大幅低于设计值。2014 年以来, 红水河流域来水恢复至常年平均水准, 龙滩水电站发电量大幅回升。短期来看, 受来水量等自然条件影响, 水电企业的发电量和盈利会有所波动, 但长期来看, 随着未来红水河来水的恢复, 龙滩公司的发电量和盈利能力将恢复正常水准。龙滩公司 2012-2014 年发电量分别为 110.52 亿千瓦时、77.23 亿千瓦时、138.54 亿千瓦时, 分别实现净利润 3.28 亿、-1.91 亿、13.19 亿。

■ **盈利预测:** 此前公司曾发布业绩快报, 由于红水河流域来水较往年颇丰, 发电量同比上升, 2014 年实现净利润 5.93 亿元, YOY+163.08%。由于公司此次公告仅是预案, 我们尚未考虑收购资产的情况, 预计公司 2015 年实现净利润 6.52 亿元, YOY+10.0%, EPS0.29, 当前 A 股价对应 2014 年、2015 年 PE 为 18X、16X。未来龙滩水电站有望维持较佳的盈利能力, 公司盈利能力有望提升, 我们维持“买入”的投资建议。

年度截止 12 月 31 日		2,011	2,012	2,013	2014E	2015E
纯利(Net profit)	RMB 百万元	193	287	225	593	652
同比增减	%	-70.91	48.61	-21.38	163.08	9.99
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.08	0.13	0.10	0.26	0.29
同比增减	%	-70.91	48.61	-21.38	163.08	9.99
A 股市盈率(P/E)	X	55.57	37.39	47.56	18.08	16.44
股利(DPS)	RMB 元	0.03	0.10	0.20	0.20	0.20
股息率(Yield)	%	0.64	2.13	4.26	4.26	4.26

表一：桂冠电力及龙滩公司近年经营情况

	2012		2013		2014	
	龙滩公司	桂冠电力	龙滩公司	桂冠电力	龙滩公司	桂冠电力
装机容量（万千瓦）	490	-	490	-	490	567
发电量（亿千瓦时）	110.52	214.00	77.23	190.99	138.54	232.01
营业收入（亿元）	28.78	51.99	20.13	49.44	36.11	57.03
净利润（亿元）	3.28	2.87	-1.91	2.25	13.19	5.93

资料来源：公司公告，群益证券

=预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表

百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E
营业收入	3838	5198	4944	5703	5855
经营成本	2722	3684	3440	3361	3547
营业税金及附加	45	51	53	69	69
销售费用				0	0
管理费用	229	246	289	273	238
财务费用	640	855	828	876	910
资产减值损失	17	9	-16	-1	2
投资收益	113	136	28	-10	0
营业利润	298	490	378	1094	1089
营业外收入	109	52	66	65	47
营业外支出	3	6	29	16	30
利润总额	404	536	415	1144	1106
所得税	94	104	70	180	166
少数股东损益	118	146	119	349	288
归属于母公司所有者的净利润	193	287	225	593	652

附二: 合并资产负债表

百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E
货币资金	1292	1029	1041	1406	1808
应收帐款	354	684	514	617	740
存货	160	248	237	261	287
流动资产合计	2245	2252	2091	2783	3334
长期投资净额	1132	1237	1245	1245	1245
固定资产合计	12948	14942	16654	19985	23982
在建工程	4219	2646	1173	1290	1419
无形资产	18713	19520	19836	23719	27845
资产总计	20959	21772	21927	26503	31180
流动负债合计	4780	5135	2777	3055	3360
长期负债合计	11586	11736	14054	16162	18586
负债合计	16366	16870	16831	19216	21946
少数股东权益	1478	1569	1629	1710	1796
股东权益合计	3115	3333	3467	5576	7438
负债和股东权益总计	20959	21772	21927	26503	31180

附三: 合并现金流量表

百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E
经营活动产生的现金流量净额	1534	2055	2391	3000	3250
投资活动产生的现金流量净额	-2172	-1636	-1277	-800	-900
筹资活动产生的现金流量净额	898	-682	-1102	-1200	-1200
现金及现金等价物净增加额	260	-263	12	1000	1150

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不在此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证①持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证②。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。