

2015年3月4日

群益香港研究部

hk_research@e-capital.com.hk

該股為合資格滬股通股票

目標價(元)

RMB 6.50

桂冠電力(600236.SH)

BUY/買入

2014年報：來水改善，業績大幅增長

結論與建議：

公司今日發佈年度報告，2014年實現營業收入 57.03 億元，同比增長 15.36%，實現淨利潤 5.93 億元，同比增長 163.08%。業績大幅增長的主要原因是報告期內水電發電量大幅增長。單季度來看，公司 4Q 扭虧為盈，實現淨利潤 0.65 億元，2013 年 4Q 則是虧損了 1.34 億元。

我們預計公司 2015 年、2016 年實現淨利潤 20.86 億元、21.36 億元，YOY+9.13%、+2.38%，EPS0.35、0.36，當前 A 股價對應 2015 年、2016 年 PE 為 15X、14X，我們維持“買入”的投資建議。

公司基本資訊

產業別	公用事業
A 股價(2015/3/3)	5.15
上證綜指(2015/3/3)	3263.05
股價 12 個月高/低	5.31/2.7
總發行股數(百萬)	2280.45
A 股數(百萬)	1128.53
A 市值(億元)	117.44
主要股東	中國大唐集團公司(50.51%)
每股淨值(元)	1.72
股價/賬面淨值	3.00
股價漲跌(%)	一個月 三個月 一年
	9.6 9.6 76.6

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
------	------	----

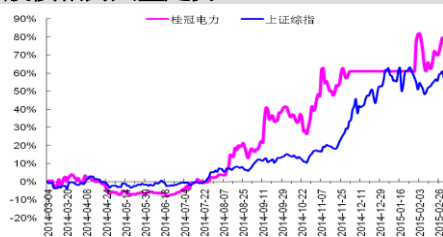
產品組合

電力	100.0%
----	--------

機構投資者占流通 A 股比例

基金	0.2%
一般法人	42.8%

股價相對大盤走勢



■ **發電量回升，業績大幅增長**：2014 年實現營業收入 57.03 億元，YOY+15.36%，實現淨利潤 5.93 億元，YOY+163.08%。公司業績大幅增長，主要是由於發電量比去年大為好轉，同比增長了 21.48%，主要是水電增長所致。報告期內紅水河流域來水情況優於去年同期，水電同比增長 43.14%。而火電由於用電需求不足且受水電擠壓，發電量同比減少 17.62%。

■ **來水改善，毛利率提升**：公司 2014 年電力業務毛利率為 40.41%，同比增加 10.2 個 pct。一方面是由於來水改善，機組利用小時數提升，另一方面是由於岩灘公司自 2013 年 11 月 26 日電價調增 0.0556 元/千瓦時，岩灘公司發電量占了公司總發電量的 31%。而電煤價格降低，也拉動了毛利率提升。此外，公司費用率有所改善，同比減少了 3.2 個 pct，為 19.41%。

■ **市占率及盈利能力有望提升**：公司年初公佈龍灘公司的收購預案，預計交易完成後，公司已投產的總裝機容量將增加了 86.4%，至 1057.25 萬千瓦（其中水電 900.9 萬千瓦）。龍灘公司 2014 年的淨利潤率為 36.5%，遠高於公司的 10.4%，交易完成後公司的盈利能力將有所提升，且公司在華南地區尤其是廣西電力市場的佔有率將得到顯著提高，競爭優勢更為明顯。

■ **盈利預測**：短期來看，受來水量等自然條件影響，水電企業的發電量和盈利會有所波動，若今年來水正常，公司將保持較好的盈利能力。我們預計公司 2015 年、2016 年實現淨利潤 20.86 億元、21.36 億元，YOY+9.13%、+2.38%，EPS0.35、0.36，當前 A 股價對應 2015 年、2016 年 PE 為 15X、14X，我們維持“買入”的投資建議。

年度截止 12 月 31 日		2,012	2,013	2,014	2015E	2016E
純利(Net profit)	RMB 百萬元	287	225	593	2086	2136
同比增減	%	48.61	-21.38	163.08	9.13	2.38
每股盈餘(EPS)	RMB 元	0.05	0.04	0.26	0.35	0.36
同比增減	%	48.61	-21.38	163.08	9.13	2.38
A 股市盈率(P/E)	X	107.35	136.55	19.81	14.75	14.41
股利(DPS)	RMB 元	0.10	0.20	0.13	0.20	0.20
股息率(Yield)	%	1.94	3.88	2.52	3.88	3.88

=預期報酬(Expected Return; ER)為准，說明如下：

強力買入 Strong Buy (ER \geq 30%)；買入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

賣出 Sell (-30% < ER \leq -10%)；強力賣出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并損益表

百萬元	2012	2013	2014	2015E	2016E
營業收入	5198	4944	5703	9614	9906
經營成本	3684	3440	3385	4658	4820
營業稅金及附加	51	53	71	109	113
銷售費用				0	0
管理費用	246	289	249	338	346
財務費用	855	828	858	1491	1536
資產減值損失	9	-16	9	2	2
投資收益	136	28	-38	0	0
營業利潤	490	378	1094	3016	3089
營業外收入	52	66	117	82	82
營業外支出	6	29	66	30	30
利潤總額	536	415	1144	3068	3141
所得稅	104	70	194	460	471
少數股東損益	146	119	358	522	534
歸屬於母公司所有者的淨利潤	287	225	593	2086	2136

附二：合并資產負債表

百萬元	2012	2013	2014	2015E	2016E
貨幣資金	1029	1041	1712	4612	7712
應收帳款	684	514	674	809	971
存貨	248	237	180	198	218
流動資產合計	2252	2091	2707	6119	9401
長期投資淨額	1237	1245	1116	1116	1116
固定資產合計	14942	16654	17040	17551	18078
在建工程	2646	1173	788	867	954
無形資產	19520	19836	19435	20734	21347
資產總計	21772	21927	22142	26853	30748
流動負債合計	5135	2777	3307	3638	4002
長期負債合計	11736	14054	13018	14320	15752
負債合計	16870	16831	16325	17958	19754
少數股東權益	1569	1629	1904	1999	2099
股東權益合計	3333	3467	3913	6896	8895
負債和股東權益總計	21772	21927	22142	26853	30748

附三：合并現金流量表

百萬元	2012	2013	2014	2015E	2016E
經營活動產生的現金流量淨額	2055	2391	3218	5000	5200
投資活動產生的現金流量淨額	-1636	-1277	-569	-900	-900
籌資活動產生的現金流量淨額	-682	-1102	-1978	-1200	-1200
現金及現金等價物淨增加額	-263	12	671	2900	3100

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。