

2015年7月14日

许柳惜

C0064@capital.com.tw

目标价(元)

RMB 8.50

桂冠电力(600236.SH)

HOLD/持有

来水改善, 2015H1 业绩预增 180%

结论与建议:

公司公布 2015 年上半年业绩预告, 预计实现净利润 6.01 亿元左右, 同比增长 180%, 主要是受益于红水河水情正常, 水电厂发电量同比大幅增加。

展望下半年, 受厄尔尼诺现象影响, 南方流域来水正常为大概率事件, 公司发电量有望继续保持高增长。不考虑龙滩电站的注入, 我们预计公司 2015 年、2016 年实现净利润 10.91 亿元、11.93 亿元, YOY+83.80%、+9.35%, 当前 A 股价对应 2015 年、2016 年 PE 为 19X、17X。若完成收购, 公司 2015 年、2016 年预计可实现净利润 24.33 亿元、26.11 亿元, YOY+27.28%、+7.31%, EPS0.41、0.44, 当前 A 股价对应 2015 年、2016 年 PE 为 22X、20X, 我们维持“持有”的投资建议。

■ **业绩预增 180%:** 公司预计 2015 年半年度实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比将增加 180%, 预计达到 6.01 亿元。这主要是因为上半年公司主力水电厂所处的广西红水河水情正常, 各水电厂发电量同比大幅增加。

■ **来水改善, 发电量同比大增:** 截至 6 月 30 日, 公司累计完成发电量 123.03 亿千瓦时, 同比增加 24.73%, 其中: 水电 97.91 亿千瓦时, 同比增加 40.05%; 火电 22.72 亿千瓦时, 同比减少 14.33%; 风电 2.40 亿千瓦时, 同比增加 8.60%。

■ **收购标的龙滩水电站发电量同比大增:** 公司收购龙滩水电的重大资产重组事项现已接近尾声。根据公司的披露, 龙滩水电厂上年完成发电量 84.06 亿千瓦时, 同比增长 87.63%。龙滩水电厂当前装机容量 490 万千瓦(总规划 630 万千瓦), 相当于公司总装机容量的 86%, 经测算未来多年平均发电量为 148.22 亿千瓦时。龙滩公司 2014 年的净利润率为 36.5%, 远高于公司的 10.4%, 交易完成后, 公司的盈利能力将有所提升, 已投产的总装机容量将达到 1057.25 万千瓦(其中水电 900.9 万千瓦), 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。

■ **盈利预测:** 水电发电量主要受气候的影响, 从目前来看, 今年南方流域来水正常为大概率事件, 公司发电量有望继续保持高增长。不考虑龙滩电站的注入, 我们预计公司 2015 年、2016 年实现净利润 10.91 亿元、11.93 亿元, YOY+83.80%、+9.35%, 当前 A 股价对应 2015 年、2016 年 PE 为 19X、17X。若完成收购, 公司 2015 年、2016 年预计可实现净利润 24.33 亿元、26.11 亿元, YOY+27.28%、+7.31%, EPS0.41、0.44, 当前 A 股价对应 2015 年、2016 年 PE 为 22X、20X, 我们认为当前股价已充分反应资产注入预期, 维持“持有”的投资建议。

公司基本资讯

产业别	公用事业
A 股价(2015/7/13)	8.87
上证综指(2015/7/13)	3970.39
股价 12 个月高/低	13.19/2.9
总发行股数(百万)	2280.45
A 股数(百万)	1128.53
A 市值(亿元)	202.28
主要股东	中国大唐集团 公司(50.51%)
每股净值(元)	1.81
股价/账面净值	4.90
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-32.8 23.0 204.8

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2015-3-4	5.15	买入

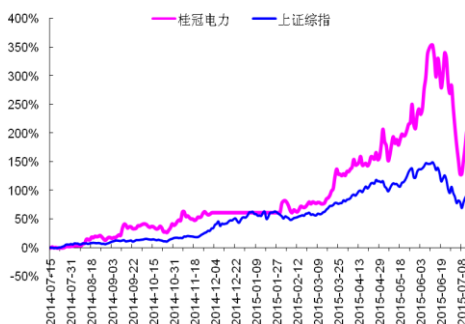
产品组合

电力	100.0%
----	--------

机构投资者占流通 A 股比例

基金	0.2%
一般法人	42.8%

股价相对大盘走势



年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014	2015E	2016E
纯利(Net profit)	RMB 百万元	287	225	593	2433	2611
同比增减	%	48.61	-21.38	163.08	27.28	7.31
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.05	0.04	0.26	0.41	0.44
同比增减	%	48.61	-21.38	163.08	27.28	7.31
A 股市盈率(P/E)	X	184.89	235.19	34.12	21.79	20.31
股利(DPS)	RMB 元	0.10	0.20	0.13	0.20	0.20
股息率(Yield)	%	1.13	2.25	1.47	2.25	2.25

=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	2012	2013	2014	2015E	2016E
营业收入	5198	4944	5703	9772	10339
经营成本	3684	3440	3385	4712	4889
营业税金及附加	51	53	71	126	117
销售费用				0	0
管理费用	246	289	249	304	333
财务费用	855	828	858	1328	1485
资产减值损失	9	-16	9	-1	2
投资收益	136	28	-38	-9	0
营业利润	490	378	1094	3169	3373
营业外收入	52	66	117	84	82
营业外支出	6	29	66	30	30
利润总额	536	415	1144	3223	3425
所得税	104	70	194	473	514
少数股东损益	146	119	358	580	582
归属于母公司所有者的净利润	287	225	593	2433	2611

附二: 合并资产负债表

百万元	2012	2013	2014	2015E	2016E
货币资金	1029	1041	1712	4612	7712
应收帐款	684	514	674	809	971
存货	248	237	180	198	218
流动资产合计	2252	2091	2707	6119	9401
长期投资净额	1237	1245	1116	1116	1116
固定资产合计	14942	16654	17040	17551	18078
在建工程	2646	1173	788	867	954
无形资产	19520	19836	19435	20734	21347
资产总计	21772	21927	22142	26853	30748
流动负债合计	5135	2777	3307	3638	4002
长期负债合计	11736	14054	13018	14320	15752
负债合计	16870	16831	16325	17958	19754
少数股东权益	1569	1629	1904	1999	2099
股东权益合计	3333	3467	3913	6896	8895
负债和股东权益总计	21772	21927	22142	26853	30748

附三: 合并现金流量表

百万元	2012	2013	2014	2015E	2016E
经营活动产生的现金流量净额	2055	2391	3218	5000	5200
投资活动产生的现金流量净额	-1636	-1277	-569	-900	-900
筹资活动产生的现金流量净额	-682	-1102	-1978	-1200	-1200
现金及现金等价物净增加额	-263	12	671	2900	3100

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)有限公司相信用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, 不对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j @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j @。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。