

2016年1月15日

华巍
C0066@capital.com.tw
目标价(元)

RMB 8.0

桂冠电力(600236.SH)

BUY/买入

发电量回升, 2015 业绩大幅预增

结论与建议:

公司今日发布 15 年业绩预告, 2015 年实现净利润 25 亿元(并表龙滩公司), 重述后同比增长 80%。业绩大幅增长的主要因为一、报告期内主力电厂所处红水河水情正常发电量同比大幅增长; 二、收购标的龙滩公司 15 年发电量大幅增长, 实现净利 27 亿元同比增长 100%。

预计公司 2015-2017 年实现净利润 25.01 亿元、31.64 亿元、33.92 亿元, YOY+322.03%、+26.48%、7.2%, EPS0.41、0.52、0.56, 当前 A 股价对应 2015-2017 年 PE 为 16X、12X、11X, 我们维持“买入”的投资建议, 目标价 8 元(对应 17 年 PE14X)。

公司基本资讯

产业别	公用事业
A 股价(2016/1/15)	6.40
上证综指(2016/1/15)	2900.97
股价 12 个月高/低	13.19/4.7
总发行股数(百万)	6063.37
A 股数(百万)	1128.53
A 市值(亿元)	72.23
主要股东	中国大唐集团公司(59.55%)
每股净值(元)	3.52
股价/账面净值	1.82
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-15.8 -18.7 38.1

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2015-7-14	8.87	买入
2015-3-14	5.15	买入

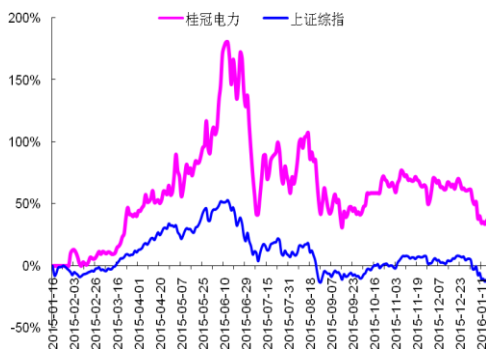
产品组合

电力	100.0%
----	--------

机构投资者占流通 A 股比例

基金	0.4%
一般人	41.7%

股价相对大盘走势



■ **来水改善, 发电量回升:** 考虑并表龙滩水电站, 15 年公司累计完成发电量 423.05 亿千瓦时, 同比增加 82.33%。受益于今年红河水势较好, 公司实现水电发电量 200.68 亿千瓦时(不考虑龙滩水电站)同比增长 15.52%。公司收购标的龙滩公司表现抢眼, 今年实现发电量 184.06 亿千瓦时同比大幅增长 32.86%。火电由于用电需求不足且受水电挤压, 发电量 34.45 亿千瓦时同比减少 36.93%。风电 3.86 亿千瓦时同比增长 3.49%。

■ **业绩大幅增长:** 公司已于 15 年 12 月份完成发行股份收购龙滩公司 100% 股权, 龙滩公司预计实现净利润 27 亿元, 按同一控制下的企业合并会计准则, 仅合并中向最终控制方中国大唐集团公司购买的股权比例, 即 65%。15 年公司预计实现净利润 25 亿元, 重述后同比增长 80%。不考虑合并龙滩公司, 实现净利润 8.1 亿元, 同比增长 35%。

■ **收购龙滩水电站, 市占率及盈利能力有望提升:** 公司以 4.46 元/股增发 37.82 亿股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% 股权, 目前交易已经完成。龙滩水电站当前装机容量 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达到 60%, 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, 15 年南方流域来水正常, 公司发电量保持了高增长。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, 若今年来水正常, 公司将保持较好的盈利能力。我们预计公司 2015-2017 年实现净利润 25.01 亿元、31.64 亿元、33.92 亿元, YOY+322.03%、+26.48%、7.2%, EPS0.41、0.52、0.56, 当前 A 股价对应 2015-2017 年 PE 为 16X、12X、11X, 我们维持“买入”的建议, 目标价 8 元(对应 17 年 PE14X)。

年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016E	2017E
纯利(Net profit)	RMB 百万元	225.34	592.81	2501.86	3164.28	3392.13
同比增减	%	-21.38%	163.07%	322.03%	26.48%	7.20%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.037	0.098	0.413	0.522	0.559
同比增减	%	-21.38%	163.07%	322.03%	26.48%	7.20%
A 股市盈率(P/E)	X	172.20	65.46	15.51	12.26	11.44
股利(DPS)	RMB 元	0.019	0.049	0.144	0.183	0.196
股息率(Yield)	%	0.29%	0.76%	2.26%	2.85%	3.06%

=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	2013	2014	2015	2016E	2017E
营业收入	4,944	5,676	9,933	11,125	12,237
经营成本	3,440	3,382	3,973	4,450	4,895
营业税金及附加	53	71	120	122	147
销售费用	-	-	-	0	0
管理费用	289	249	519	612	673
财务费用	829	858	1,372	1,557	1,713
资产减值损失	-16	9	9	20	20
投资收益	28	-38	-8	0	0
营业利润	378	1,094	3,933	4,363	4,789
营业外收入	66	117	128	20	20
营业外支出	29	0	0	1	1
利润总额	415	1,211	4,061	4,382	4,808
所得税	70	194	653	745	817
少数股东损益	119	358	903	473	599
归属于母公司所有者的净利润	225	593	2,502	3,164	3,392

附二：合并资产负债表

百万元	2013	2014	2015	2016E	2017E
货币资金	1,041	1,712	1,798	1,888	1,982
应收帐款	696	714	779	849	925
存货	237	180	207	238	274
流动资产合计	2,091	2,707	2,986	3,088	3,303
长期投资净额	1,245	1,116	53	53	53
固定资产合计	16,654	17,040	17,381	17,728	18,083
在建工程	1,173	788	133	133	133
无形资产	230	222	82	82	82
资产总计	21,927	22,142	20,582	21,032	21,601
流动负债合计	2,777	3,307	3,440	3,577	3,720
长期负债合计	14,054	13,018	303	303	303
负债合计	16,831	16,325	3,743	3,880	4,023
少数股东权益	1,629	1,904	511	511	511
股东权益合计	3,467	3,913	16,328	16,641	17,066
负债和股东权益总计	21,927	22,142	20,582	21,032	21,601

附三：合并现金流量表

百万元	2013	2014	2015	2016E	2017E
经营活动产生的现金流量净额	2,391	3,218	3,000	3,500	3,600
投资活动产生的现金流量净额	-1,277	-569	-600	-900	-800
筹资活动产生的现金流量净额	-1,102	-1,978	-1,500	-1,800	-1,500
现金及现金等价物净增加额	12	671	900	800	1,300

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;@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;@。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。