

2016年5月26日

华巍  
C0066@capital.com.tw  
目标价(元)

RMB 8.0

## 桂冠电力(600236.SH)

BUY/买入

拟与广西电网合作成立售电公司，推进售电侧改革

### 公司基本资讯

产业别	公用事业
A 股价(2016/5/25)	6.62
上证综指(2016/5/25)	2815.09
股价 12 个月高/低	13.19/5.2
总发行股数(百万)	6063.37
A 股数(百万)	1128.53
A 市值(亿元)	74.71
主要股东	中国大唐集团 公司(59.55%)
每股净值(元)	2.17
股价/账面净值	3.05
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	10.3 20.6 -26.9

### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2015-7-14	8.87	买入
2016-1-15	6.40	买入

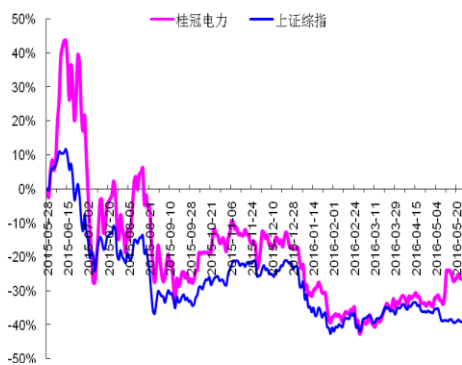
### 产品组合

电力	100.0%
----	--------

### 机构投资者占流通 A 股比例

基金	0.4%
一般法人	41.7%

### 股价相对大盘走势



### 结论与建议:

公司今日发布公告，与广西电网公司签订合作框架协议拟组建售电公司，共同推进传统电力行业的售电侧改革，公司具有成本较低的水电资源，广西电网在终端售电环节具有营销、计量、结算方面的优势，在电改大潮即将到来之际，双方合作可以优势互补，共同实现利益最大化。

预计公司 2016、2017 年实现净利润 30.87 亿元、31.53 亿元，YOY+20.17%、2.13%，EPS0.51、0.52，当前 A 股价对应 2016、2017 年 PE 为 13X、13X，维持“买入”的建议，目标价 8 元（对应 17 年 PE15X）。

■ **拟组建售电公司，发挥水电资源优势**：拟出资 2.2 亿元组建售电公司，其中桂冠电力出资 1.08 亿元占比 49%，广西电网出资 1.12 亿元占比 51%。新成立公司拟开展市场化的购售电业务、投资建设和运营增量配电网、为客户提供增值服务。此次合作顺应中央加强电改的大背景，有利于公司售电一体化体系的建设，能够提高公司的资源配置能力。公司具有较火电有成本优势的水电资源，在将来的售电环节能够获得更高的竞争优势，按照国内现在既有的售电公司数据来看，购电侧比上网电价低 0.12 元每千瓦时，售电价格平均仅比上网电价调低 1 至 2 分钱每千瓦时，售电公司可获得超额收益。电力改革是当前我国电力行业必行之事，公司此番布局有望抓住历史机遇，获得新的利润增长点。

■ **1-4 月份用电量增长 2.9%，水电发电增长 15.5%**：根据国家能源局公布的 1-4 月的用电数据表明：1-4 月，全国全社会用电量累计 18093 亿千瓦时，同比增长 2.9%，4 月当月，全社会用电量约 4569 亿千瓦时，同比增长 1.9%。水电发电表现抢眼，1-4 月全国水电发电 2816 亿千瓦时，同比增长 15.5%。受厄尔尼诺现象影响，今年我国南方地区，雨水充沛，利好水利发电，公司今年业绩增长有保障。

■ **一季度业绩回顾**：公司 16Q1 实现净利润 7.29 亿元（YOY+26.86%），实现发电量 92.82 亿千瓦时（YOY-2.97%），其中水电完成发电量 88.17 亿千瓦时（YOY+0.67%），火电完成发电量 8.47 亿千瓦时（YOY-27.73%），风电完成发电量 1.18 亿千瓦时（YOY-10.61%）。水电增速较低主要因为红水河流域水电站进入春季轮流检修，二季度水电有望获得良好表现。净利润增速高于营收主要受益融资环境宽松，财务费用大幅减少所致。

■ **盈利预测**：随着龙滩公司的注入，公司的水电装机已占到整个广西水电装机的 60%，作为大唐集团旗下唯一的水电上市平台，未来有望继续注入大股东水电资产。龙滩注入后公司分红占净利润比例由往年的 50% 上升至 70%，以当前股价对应的股息率为 4.5%，未来有望维持此水平。预计公司 2016、2017 年实现净利润 30.87 亿元、31.53 亿元，YOY+20.17%、2.13%，EPS0.51、0.52，当前 A 股价对应 2016、2017 年 PE 为 13X、13X，维持“买入”的建议，目标价 8 元（对应 17 年 PE15X）。

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	2569.19	3087.34	3153.19
同比增减	%	-21.38%	163.07%	333.39%	20.17%	2.13%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.037	0.098	0.424	0.509	0.520
同比增减	%	-21.38%	163.07%	333.39%	20.17%	2.13%
A 股市盈率(P/E)	X	179.19	68.12	15.72	13.08	12.81
股利(DPS)	RMB 元	0.019	0.049	0.148	0.178	0.182
股息率(Yield)	%	0.28%	0.73%	2.23%	2.68%	2.73%

=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	10,311	10,865	11,191
经营成本	3,440	3,382	4,261	4,563	4,700
营业税金及附加	53	71	168	174	168
销售费用	-	-	-	0	0
管理费用	289	249	324	598	560
财务费用	829	858	1,579	1,304	1,343
资产减值损失	-16	9	66	20	20
投资收益	28	-38	62	50	50
营业利润	378	1,094	3,974	4,257	4,450
营业外收入	66	117	813	20	20
营业外支出	29	0	0	1	1
利润总额	415	1,211	4,788	4,276	4,469
所得税	70	194	771	727	760
少数股东损益	119	358	1,437	461	556
归属于母公司所有者的净利润	225	593	2,569	3,087	3,153

## 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	4,254	4,467	4,690
应收帐款	696	714	777	847	923
存货	237	180	146	168	193
流动资产合计	2,091	2,707	5,201	5,691	6,029
长期投资净额	1,245	1,116	1,088	1,186	1,292
固定资产合计	16,654	17,040	34,677	35,371	36,078
在建工程	1,173	788	1,668	1,701	1,735
无形资产	230	222	455	464	473
资产总计	21,927	22,142	43,404	43,228	44,316
流动负债合计	2,777	3,307	6,295	6,547	6,809
长期负债合计	14,054	13,018	22,460	23,358	24,293
负债合计	16,831	16,325	28,755	29,905	31,102
少数股东权益	1,629	1,904	2,098	2,182	2,269
股东权益合计	3,467	3,913	12,551	11,141	10,945
负债和股东权益总计	21,927	22,142	43,404	43,228	44,316

## 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	7,968	6,000	5,000
投资活动产生的现金流量净额	-1,277	-569	2,185	1,500	2,000
筹资活动产生的现金流量净额	-1,102	-1,978	-8,459	-5,000	-3,000
现金及现金等价物净增加额	12	671	1,694	2,500	4,000

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;@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。