

2016-7-29

公司报告(点评报告)

 评级 **买入** **维持**

分析师 邬博华

 (8621)68751072

 wubh1@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490514040001

联系人 张韦华

 (8621)68751219

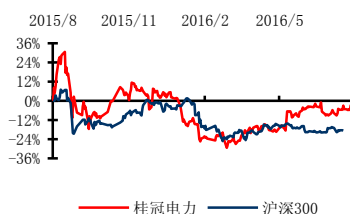
 zhangwh1@cjsc.com.cn

联系人 杨靖凤

 (8621) 68751636

 yangjf@cjsc.com.cn

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

《红水河流域春季检修期致水电产能无法完全释放, 来水偏丰二季度优良业绩值得期待》
2016-4-28

《来水改善带动业绩稳增, 整合西南水电未来优质资产注入可期》2016-3-31

《受益来水改善, 中报业绩靓丽, 公司拥优质水电资源尽享“电改+国改”红利》2015-8-31

桂冠电力 (600236)

合山火电厂发电量下滑影响公司营收, 优质水电资产保障全年业绩, 高比例分红值得期待

报告要点

■ 事件描述

桂冠电力披露 2016 年度半年报: 报告期内, 公司实现营业收入 49.69 亿元, 同比降低 3.65%; 实现归母净利润 18.23 亿元, 同比增长 32.68%。

■ 事件评论

➤ **合山火电厂发电量下滑影响公司营收, 龙滩业绩 100%并表助力公司业绩增长。**报告期内, 公司完成发电量 208.13 亿千瓦时, 同比增长 0.5%。其中, 水电 194.8 亿千瓦时, 同比增长 7.05%; 火电 10.98 亿千瓦时, 同比减少 51.67%; 风电 2.35 亿千瓦时, 同比减少 2.08%。受广西水电挤压影响, 公司下属合山火电厂发电量同比大幅减少, 致使报告期内合山公司营业收入同比下降 58.55%, 降幅达到 4.91 亿元; 净利润同比下降 609.07%, 降幅达到 2.07 亿元。虽然 2016 年上半年水电毛利率同比上升 4.56 个百分点以及财务费用同比下降 3.13 亿元拉升公司业绩, 然而受火电亏损拖累以及增值税退税等营业外收入同比下降(降幅为 1.4 亿元)影响, 公司实现净利润 20.76 亿元, 同比增长 1.27%。由于公司本年度按照当前公司对龙滩公司的股权比例(100%)合并报表, 较去年同期追溯报表中大唐集团对龙滩公司的并表比例(65%)有所增加, 致使更多利润归属于上市公司股东, 实现归母净利润同比增长 32.68%。

➤ **2015 年度利润分配落地, 未来可期待持续高分红。**2016 年 6 月 23 日, 公司 2015 年度利润分配正式落地, 每股派发现金红利(含税) 0.3 元, 共派发股利 18.19 亿元, 约占公司可分配利润的 51.5%, 股息率(按预案公告日股价计算)达到 5%。桂冠电力大股东大唐集团旗下大唐发电 6 月 30 日晚公告称将其严重亏损的煤化工业务以 1 元的价格转让给集团公司, 由于集团公司下属发电上市平台中仅桂冠电力业绩保持同比高速增长, 我们预计集团对于公司会有更高的业绩及分红需求, 未来持续高股息回报率值得期待。

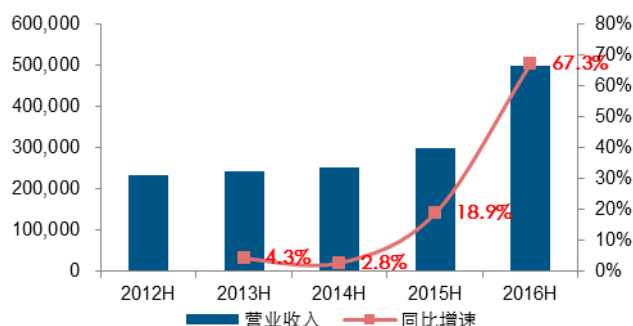
➤ **公司有望成为大唐集团西南水电整合平台, 集团优质资产注入可期。**整合西南水电是大唐集团发展趋势, 公司作为集团在西南唯一一家上市水电公司平台, 优势较为明显。目前大唐广西分公司旗下共 12 家发电企业, 其中尚有深圳博达、香格里拉、大唐广源的水电资产不在桂冠电力管辖之内。此外, 大唐集团西南地区的松塔水电站以及桂黔水电项目(筹建中)目前均独立于桂冠电力, 在集团做出的避免同业竞争的承诺推动下, 公司外延式扩张可期。

三因素驱动未来增长，看好公司水电发展。1) 受益于电改：广西已于5月26日由国家发改委及能源局批复为第四个电改综合试点，公司也于6月18日公告投资成立售电公司，售电业务有望年内开展，拓展新的利润增长点；2) 受益于降息：公司上半年实现财务费用下降3.13亿元，下半年有望持续下降，提振公司业绩；3) 一带一路战略：公司积极参与“一带一路”项目开发建设，计划适时拓展东南亚市场，目前已与大唐海外公司签署合作开发柬埔寨、老挝框架协议，未来有望享受一带一路政策红利。

投资建议及估值：预计公司2016-2018年实现EPS0.452元、0.497元和0.544元，对应PE15.94倍、14.49倍和13.23倍。考虑到1) 龙滩水电站注入及2016年来水持续偏丰，预计2016年发电量将持续增长；2) 财务费用进入下降通道，进一步促进2016年业绩增长；3) 桂冠电力大股东大唐集团旗下大唐发电6月30日晚公告称将其严重亏损的煤化工业务以1元的价格转让给集团公司，由于集团公司下属发电上市平台中仅桂冠电力业绩保持同比高速增长，我们预计集团对于公司会有更高的业绩及分红需求，高股息回报率值得期待，维持“买入”评级。

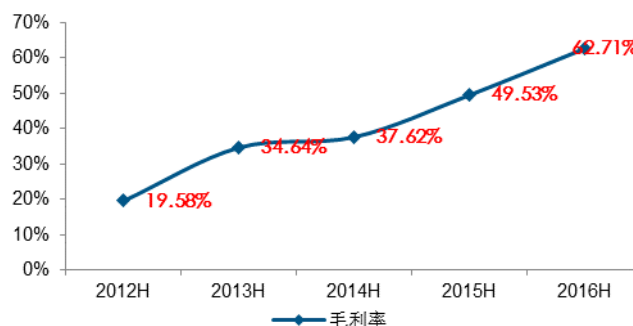
风险提示：系统性风险，来水不及预期风险，资产注入不及预期风险

图 1：公司历史半年度营业收入情况



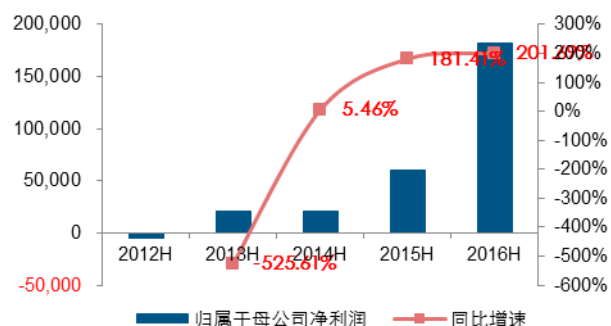
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：公司历史半年度毛利率情况



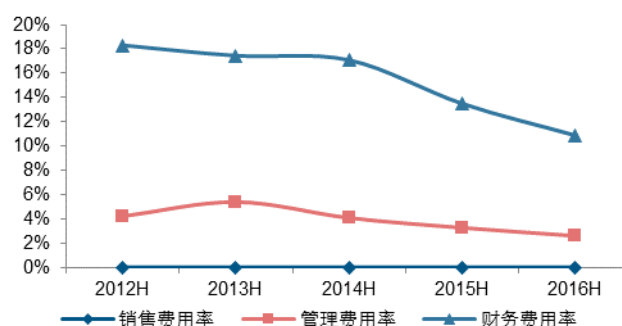
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：公司历史半年度业绩情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：公司历史半年度“三费”情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

主要财务指标

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	10311	10696	10961	11238
增长率(%)	11%	4%	2%	3%
归属母公司所有者净利润 (百万元)	2569.2	2738.3	3011.9	3299.8
增长率(%)	77%	7%	10%	10%
每股收益(元)	0.424	0.452	0.497	0.544
净资产收益率 (%)	20.5%	19.7%	19.5%	19.3%

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	10311	10696	10961	11238	货币资金	4254	3312	7662	12770
营业成本	4261	4434	4530	4619	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	6049	6263	6431	6619	应收账款	759	787	807	827
%营业收入	58.7%	58.6%	58.7%	58.9%	存货	146	152	155	158
营业税金及附加	168	174	179	183	预付账款	22	23	23	23
%营业收入	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	其他流动资产	2	2	2	2
销售费用	0	0	0	0	流动资产合计	5201	4295	8668	13801
%营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	可供出售金融资产	115	115	115	115
管理费用	324	336	344	353	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	长期股权投资	1088	1088	1088	1088
财务费用	1579	1289	1083	1028	投资性房地产	28	28	28	28
%营业收入	15.3%	12.0%	9.9%	9.1%	固定资产合计	36350	34367	32361	30344
资产减值损失	66	0	0	0	无形资产	455	432	411	390
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	158	158	158	158
投资收益	62	0	0	0	递延所得税资产	14	0	0	0
营业利润	3974	4464	4825	5055	其他非流动资产	-5	-5	-5	-5
%营业收入	38.5%	41.7%	44.0%	45.0%	资产总计	43404	40479	42825	45919
营业外收支	803	602	602	500	短期贷款	3916	0	0	0
利润总额	4777	5066	5427	5555	应付款项	1262	1313	1342	1368
%营业收入	46.3%	47.4%	49.5%	49.4%	预收账款	4	5	5	5
所得税费用	771	803	841	867	应付职工薪酬	19	20	20	20
净利润	4006	4262	4586	4689	应交税费	568	592	617	635
归属于母公司所有者的净利润	2569.2	2738.3	3011.9	3299.8	其他流动负债	526	547	559	570
少数股东损益	1437	1524	1574	1389	流动负债合计	6295	2476	2543	2598
EPS (元/股)	0.42	0.45	0.50	0.54	长期借款	20734	20734	20734	20734
现金流量表 (百万元)					应付债券	3730	1730	930	930
	2015A	2016E	2017E	2018E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	7968	7738	7848	7898	其他非流动负债	-2004	-2004	-2004	-2004
取得投资收益	117	0	0	0	负债合计	28755	22936	22203	22258
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	12551	13921	15426	17076
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	2098	3622	5196	6584
固定资产投资	-636	-107	-110	-112	股东权益	14649	17542	20622	23661
其他	2821	0	0	0	负债及股东权益	43404	40479	42825	45919
投资活动现金流净额	2185	-107	-110	-112	基本指标				
债券融资	0	-2000	-800	0	EPS	0.424	0.452	0.497	0.544
股权融资	30	0	0	0	BVPS	2.07	2.30	2.54	2.82
银行贷款增加 (减少)	-5141	-3916	0	0	PE	16.99	15.94	14.49	13.23
筹资成本	3344	-2658	-2589	-2678	PEG	1.95	1.83	1.67	1.52
其他	-6692	0	0	0	PB	3.48	3.14	2.83	2.56
筹资活动现金流净额	-8459	-8573	-3389	-2678	EV/EBITDA	8.87	7.99	7.17	6.38
现金净流量	1694	-942	4350	5108	ROE	20.5%	19.7%	19.5%	19.3%

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼（200122）
电话：021-68751100 传真：021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼（430015）
传真：027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室（100032）
传真：021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼（518000）
传真：0755-82750808, 0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。