

**投资评级：强烈推荐（维持）**
**分析师**

杨洁 010-88366060-8865

Email: yangj@cgws.com

执业证书编号: S1070515020001

**市场数据**

目前股价	6.34
总市值(亿元)	384.42
流通市值(亿元)	71.55
总股本(万股)	606,337
流通股本(万股)	112,853
12个月最高/最低	13.66/4.54

**盈利预测**

	2014A	2015E	2016E
营业收入	5,703	11,406	12,406
(+/-%)	15.4	100	8.77
净利润	593	2565	3600
(+/-%)	164	333	40.35
摊薄 EPS	0.26	0.55	0.60
PE	24.4	11.5	10.6

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

&lt;&lt; 三季报业绩略低于预期 &gt;&gt; 2015-10-21

&lt;&lt; 优质水电公司，长期看好公司发展 &gt;&gt;

2015-09-18

&lt;&lt; 来水好转，业绩回升 &gt;&gt; 2015-03-03

# 发电量大幅增长，业绩符合预期

## ——桂冠电力（600236）2015年业绩预增公告点评

**投资建议**

业绩预增公告：经财务部门初步测算，预计 2015 年度实现归属于上市公司股东的净利润（重述后）与已披露的 2014 年度归属于上市公司股东的净利润（重述前）相比将增长 330% 左右；与上年同期的归属于上市公司股东的净利润（重述后）相比增长 80% 左右。

公司在 2015 年 12 月 31 日之前财务报表合并龙滩公司报表的股权比例，仅为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%。

公司电力资产盈利稳定，随着龙滩的注入后，公司的水电装机约占到整个广西水电装机的 60%，装机容量大幅提升，2015 年以来水情总体较好，龙滩发电量同比增长 32.86%，全年发电量为 184.06 亿千瓦时，公司主力水电厂发电量同比增长 3%，全年发电量为 238.99 亿千瓦时，预计 2015 年-2016 年公司净利润为 25.65 亿元，36 亿元，对应 EPS 为 0.55 元，0.60 元，当前股价对应 PE 11.5X, 10.6X，长期看好公司未来的发展，维持强烈推荐评级。

**投资要点**

- **全年业绩 0.55 元，符合预期：**预计 2015 年归属于上市公司净利润与 2014 年归属于上市公司股东的净利润相比将增长 330%，为 25.65 亿元，其中公司主力水电厂归属于上市公司股东的净利润为 8.1 亿元，同比增长 35%，归因于公司所处广西红水河水情正常，各水电厂发电量同比大幅增长，龙滩公司实现净利润约 27 亿元（实际归属于上市公司净利润龙滩按 65% 计算），同比增长 100%，主要是因为龙滩公司今年发电量同比大幅增长。
- **体外资产注入值得期待：**大股东旗下优质上市公司，唯一水电运作整合平台，具有稀缺性，广西分公司的其它资产有望未来注入公司，在广西贵州区域约 100 万千瓦的资产未来有望注入上市公司，公司外延式发展值得期待。
- **享受政策红利：**水电优先调度；增值税返还：装机容量超过 100 万千瓦的水电站自 2013 年 1 月 1 日至 2015 年 12 月 31 日，对其增值税实际税负超过 8% 的部分，实行即征即退政策。自 2016 年 1 月 1 日至 2017 年 12 月 31 日，对其增值税实际税负超过 12% 的部分实行即征即退政策。
- **风险提示：**来水情况不好影响公司业绩

截至 2015 年 12 月 31 日，广西桂冠电力股份有限公司直属及控股公司电厂(本年并表龙滩水电厂)累计完成发电量 423.05 亿千瓦时，同比增加 82.33%；其中：水电 384.74 亿千瓦时，同比增加 121.54%；火电 34.45 亿千瓦时，同比减少 36.93%；风电 3.86 亿千瓦时，同比增加 3.49%。

**表 1: 2015 年全年公司直属及控股公司各电厂发电量(亿千瓦时)**

序号	电厂名称	在役装机 (万千瓦)	持股比例 (%)	2015 年发电 量	2014 年发电量	同比增减 (%)
1	龙滩水电 厂	490	100	184.06	(138.54)	32.86
2	岩滩水电 厂	181	70	87.08	71.61	21.6
3	大化水电 厂	56.6	100	31.37	26.87	16.75
4	百龙滩水 电厂	19.2	100	9.26	8.46	9.46
5	乐滩水电 厂	60	52	34.92	30.24	15.48
6	平班水电 厂	40.5	35	17.19	14.16	21.4
7	天龙湖水 电厂	18	100	7.90	7.78	1.54
8	金龙潭水 电厂	18	100	7.52	7.41	1.48
9	仙女堡水 电厂	7.6	100	3.03	3.74	-18.98
10	湖北沿渡 河	10	65	2.411	3.40	-29.12
11	合山火电 厂	133	83.24	34.45	54.62	-36.93
12	山东风电	13.85	100	2.11	2.08	1.44
13	四格风电	9.5	100	1.75	1.65	6.06
	合计	1057.25		423.05	232.02(注)	82.33

资料来源：本表公司 2015 年发电量合计数含龙滩水电厂 2015 年发电量；本表 2014 年发电量合计数不含龙滩水电厂 2014 年发电量。公开资料，长城证券研究所

## 附：盈利预测表

利润表 ( 百万 )	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务指标	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	5,198	4,944	5,703	11,406	12,406	<b>成长性</b>					
营业成本	3,684	3,440	3,593	7,186	7,186	营业收入增长	35.45%	-4.89%	7.39%	100%	7.39%
销售费用	0	0	0	0	0	营业成本增长	35.34%	-6.63%	4.46%	7.39%	0.01%
管理费用	246	289	283	304	327	营业利润增长	64.17%	-22.91%	69.09%	181.84%	23.83%
财务费用	855	828	748	730	727	利润总额增长	32.59%	-22.70%	76.84%	172.84%	23.95%
投资净收益	136	28	668	753	608	净利润增长	48.61%	-21.38%	163.16%	333.47%	40.35%
营业利润	490	378	639	1,914	2,457	<b>盈利能力</b>					
营业外收支	46	37	94	200	250	毛利率	29.13%	30.43%	32.33%	32.33%	32.33%
利润总额	536	415	733	2,114	2,707	销售净利率	8.31%	6.96%	11.41%	12.36%	13.03%
所得税	104	70	127	148	167	ROE	8.60%	6.50%	10.84%	11.65%	12.15%
少数股东损益	146	119	201	598	1,126	ROIC	6.39%	5.49%	6.10%	6.88%	7.57%
净利润	287	225	593	2,565	3,600	<b>营运效率</b>					
<b>资产负债表 ( 百万 )</b>						销售费用/营业收入	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动资产	2,252	2,091	2,783	3,918	4,970	管理费用/营业收入	4.74%	5.85%	4.97%	3.98%	4.80%
货币资金	1,029	1,041	1,687	2,687	3,647	财务费用/营业收入	16.44%	16.76%	13.11%	9.54%	10.68%
应收账款	684	514	576	619	665	投资收益/营业利润	27.77%	7.31%	104.59%	18.61%	27.50%
应收票据	24	41	46	49	53	所得税/利润总额	19.42%	16.93%	17.33%	4.24%	4.90%
存货	248	237	219	236	253	应收账款周转率	7.34	8.91	8.54	8.54	8.54
非流动资产	19,520	19,836	19,291	18,879	18,635	存货周转率	14.86	14.52	16.38	16.38	16.38
固定资产	14,942	16,654	17,404	16,822	16,416	流动资产周转率	2.27	2.51	1.91	1.46	1.23
资产总计	21,772	21,927	22,075	22,797	23,605	总资产周转率	0.24	0.23	0.24	0.25	0.26
流动负债	5,135	2,777	2,460	2,642	2,837	<b>偿债能力</b>					
短期借款	2,920	600	0	0	0	资产负债率	77.52%	76.62%	74.81%	73.23%	71.55%
应付款项	679	746	871	935	1,005	流动比率	0.44	0.74	1.13	1.48	1.75
非流动负债	11,736	14,054	14,054	14,054	14,054	速动比率	0.39	0.64	1.03	1.38	1.65
长期借款	10,015	12,332	14,052	14,052	14,052	<b>每股指标 ( 元 )</b>					
负债合计	16,870	16,831	16,513	16,695	16,890	EPS	0.13	0.10	0.26	0.55	0.60
股东权益	4,902	5,096	5,561	6,102	6,715	每股净资产	2.15	2.23	2.44	2.68	2.95
股本	2,280	2,280	2,280	4,700	6,063	每股经营现金流	0.90	1.05	1.13	1.06	1.14
留存收益	1,087	1,350	1,350	1,657	2,005	每股经营现金/EPS	7.17	10.59	4.36	1.93	2.19
少数股东权益	1,569	1,629	1,830	2,065	2,330	<b>估值</b>	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
负债和权益总计	21,772	21,927	22,075	22,797	23,605	PE	50.5	65.6	24.4	11.5	10.6
<b>现金流量表 ( 百万 )</b>						PEG	1.34	-3.86	0.58	2.43	2.64
经营活动现金流	2,055	2,391	2,588	2,422	2,601	PB	5.58	5.37	4.99	4.61	4.24
其中营运资本减少	-214	-22	362	42	100	EV/EBITDA	14.48	15.35	16.95	18.66	20.43
投资活动现金流	-1,636	-1,277	-329	-529	-729	EV/SALES	6.51	6.88	7.72	8.49	9.13
其中资本支出	-1,666	-1,293	-400	-600	-800	EV/IC	1.82	1.80	2.28	2.76	3.25
融资活动现金流	-682	-1,102	-1,488	-894	-912	ROIC/WACC	0.93	0.80	0.89	1.00	1.11
净现金总变化	-263	12	771	999	961	REP	1.96	2.25	2.56	2.75	2.94

**研究员介绍及承诺**

**杨洁:** 清华大学经济管理学院 MBA, 2010 年 10 月加入长城证券, 2014 年 8 月起担任电力及公用事业行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

**免责声明**

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明**

**公司评级:** 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

**行业评级:** 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券销售交易部****深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com  
李 丹: 0755-83699629, 18665289977, ldan@cgws.com  
李嘉禾: 0755-83516287, 18201578698, lijiah@cgws.com  
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com  
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

**北京联系人**

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com  
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com  
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com  
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com  
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

**上海联系人**

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieww@cgws.com  
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com  
凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com  
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

**长城证券研究所**

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层  
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207  
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层  
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686  
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼  
邮编: 200135 传真: 021-61680357  
网址: <http://www.cgws.com>