

投资评级：推荐（维持）
分析师

杨洁 010-88366060-8865

Email: yangj@cgws.com

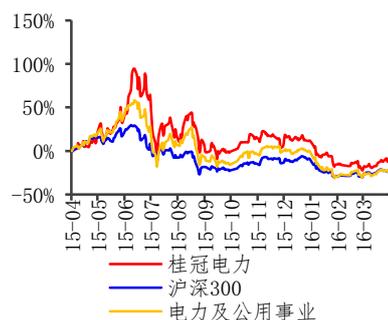
执业证书编号: S1070515020001

市场数据

目前股价	6.04
总市值(亿元)	366.23
流通市值(亿元)	68.16
总股本(万股)	606,337
流通股本(万股)	112,853
12个月最高/最低	13.66/5.16

盈利预测

	2015A	2016E	2017E
营业收入	10311	10620	10939
(+/-%)	-64.5%	3.0%	3.0%
净利润	2569	2568	2601
(+/-%)	333.4%	0.0%	1.3%
摊薄 EPS	0.54	0.42	0.43
PE	11.2	14.3	14.1

股价表现


数据来源: 贝格数据

相关报告

<<发电量大幅增长, 业绩符合预期>>

2016-01-14

<<三季报业绩略低于预期>> 2015-10-21

<<优质水电公司, 长期看好公司发展>>

2015-09-18

龙滩并表业绩靓丽, 公司发展稳健

——桂冠电力(600236)公司2015年年报点评

投资建议

公司2015年实现营业收入103.11亿元, 同比增长10.71%, 归属于上市公司股东净利润为25.69亿元, 同比增长77.18%。每股收益0.54元, 同比增长77.16%。

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, 公司水电实现大丰收, 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2016年-2017年公司净利润为25.68亿元, 26.01亿元, 对应EPS为0.42元, 0.43元, 当前股价对应PE为14.4X, 14.0X 长期看好公司未来的发展, 维持推荐评级。

投资要点

- 全年业绩0.54元, 基本符合预期:** 公司全年实现营业收入103.11亿元, 同比增长10.71%, 其中主营业务收入102.5亿元, 同比增长10.38%。归属于上市公司股东净利润为25.69亿元, 同比增长77.18%, 实现每股收益0.54元, 同比增长77.16%, 主要归因于公司水力发电大幅增加, 盈利水平大幅提升。
- 业绩靓丽, 推高比例分红:** 龙滩水电厂并表显著增厚了公司业绩, 公司推出高比例分红方案, 公司总股本60.63亿, 每10股派现金红利3元, 预计现金分红18.19亿元, 股息率达5% (3月30日收盘价6.04元)
- 龙滩注入装机实现飞跃:** 2015年收购龙滩公司, 总装机由567.25万千瓦(其中水电410.90万千瓦)增加至1057.25万千瓦(其中水电900.9万千瓦), 增加86.4%; 权益装机由432.03万千瓦(水电297.98%)增加至922.03万千瓦(其中水电787.98万千瓦), 增加113.4%
- 全年来水充沛, 发电量同比增加82.33%:** 公司全年完成发电量423.05亿千瓦时(其中龙滩公司年度完成发电量184.06亿千瓦时), 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3.43%), 归因于2015年广西红水河来水步入新的上升周期, 全年来水充沛而且稳定, 且公司充分发挥了龙滩的蓄水调节优势, 做好上下游的联合调度, 充分利用了水能资源。
- 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。

- **风险提示：**来水情况不好影响公司业绩

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)	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	主要财务指标	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	4,944	5,703	10,311	10,620	10,939	成长性					
营业成本	3,440	3,385	4,261	6,628	6,827	营业收入增长	-4.89%	15.36%	80.78%	3.00%	3.00%
销售费用	0	0	0	58	58	营业成本增长	-6.63%	-1.59%	25.90%	55.53%	3.00%
管理费用	289	249	324	511	526	营业利润增长	-22.91%	189.60%	423.44%	-40.22%	3.05%
财务费用	828	858	1,579	1,053	1,043	利润总额增长	-22.70%	176.09%	470.46%	-44.08%	2.86%
投资净收益	28	-38	-29	0	0	净利润增长	-21.38%	163.08%	333.36%	-0.04%	1.29%
营业利润	378	1,094	5,725	3,423	3,527	盈利能力					
营业外收支	37	51	803	228	228	毛利率	30.43%	40.65%	58.67%	37.59%	37.59%
利润总额	415	1,144	6,529	3,651	3,755	销售净利率	6.96%	16.67%	7.30%	7.67%	8.04%
所得税	70	194	56	75	89	ROE	6.50%	15.15%	11.96%	13.86%	15.76%
少数股东损益	119	358	1,437	0		ROIC	5.49%	8.67%	9.31%	10.99%	12.67%
净利润	225	593	2,569	2,568	2,601	营运效率					
资产负债表						销售费用/营业收入	0.00%	0.00%	0.00%	0.55%	0.53%
					(百万)	管理费用/营业收入	5.85%	4.36%	3.14%	4.81%	4.81%
流动资产	2,091	2,707	183.00	226.00	226.00	财务费用/营业收入	16.76%	15.05%	15.32%	9.91%	9.54%
货币资金	1,041	1,712	137.00	183.00	226.00	投资收益/营业利润	7.31%	-3.51%	-0.51%	0.00%	0.00%
应收账款	514	674	19.00	23.00	1,211	所得税/利润总额	16.93%	16.93%	0.86%	2.05%	2.36%
应收票据	41	0	66.00	82.00	83	应收账款周转率	8.91	8.46	30.79	30.79	30.79
存货	237	180	5.00	6.00	192	存货周转率	14.52	18.78	394.38	394.38	394.38
非流动资产	19,836	19,435	2929.00	3069.00	3069.00	流动资产周转率	2.51	2.34	15.85	14.28	14.28
固定资产	16,654	17,040	2363.00	2430.00	2430.00	总资产周转率	0.23	0.26	0.75	0.84	0.84
资产总计	21,927	22,142	3112.00	3295.00	3295.00	偿债能力					
流动负债	2,777	3,307	785.00	776.00	776.00	资产负债率	76.62%	73.40%	50.22%	48.71%	47.20%
短期借款	600	800	305.00	183.00	183.00	流动比率	0.74	0.80	0.19	0.23	0.27
应付款项	746	718	26.00	32.00	32.00	速动比率	0.64	0.74	0.13	0.17	0.21
非流动负债	14,054	13,018	731.00	731.00	731.00	每股指标 (元)					
长期借款	12,332	11,295	611.00	611.00	611.00	EPS	0.10	0.26	0.54	0.42	0.43
负债合计	16,831	16,325	1516.00	1507.00	1507.00	每股净资产	2.23	2.55	0.26	0.29	0.29
股东权益	5,096	5,817	1596.00	1788.00	1788.00	每股经营现金流	1.05	1.41	0.08	0.10	0.10
股本	2,280	2,280	6063.00	6063.00	6063.00	每股经营现金/EPS	10.61	5.43	0.20	0.24	0.24
留存收益	1,575	4,216	962.00	1154.00	1154.00	估值	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
少数股东权益	1,629	1,904	0.00	0.00	0.00	PE	61.13	23.23	11.2	14.26	14.08
负债和权益总计	21,927	22,142	3112.00	3295.00	3295.00	PEG	-7.60	0.38	0.71	0.49	0.49
现金流量表					(百万)	PB	10.56	9.36	2.28	2.03	2.03
经营活动现金流	2,391	3,218	512.00	620.00	620.00	EV/EBITDA	13.16	9.02	8.70	7.33	7.33
其中营运资本减少	-22	234	34.00	70.00	70.00	EV/SALES	5.90	4.91	1.74	1.37	1.37
投资活动现金流	-1,277	-569	(385.00)	(385.00)	(385.00)	EV/IC	1.55	1.54	1.81	1.72	1.72
其中资本支出	-1,293	-628	(400.00)	(400.00)	(400.00)	ROIC/WACC	0.79	1.25	1.29	1.52	1.52
融资活动现金流	-1,102	-1,978	(123.00)	(229.00)	(229.00)	REP	1.96	1.24	1.69	1.40	1.40
净现金总变化	12	671	4.00	6.00	6.00						

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
李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com
李 丹: 0755-83699629, 18665289977, ldan@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>