

2018年7月11日

宋秋忆

H70445@capital.com.tw

目标价(元)

RMB 6.9

桂冠电力(600236.SH)

BUY/买入

来水持续向好，高分红高股息率价值突显

结论与建议：

公司公布上半年发电情况，公司 H1 累计发电 205.76 亿千瓦时，同比增长 38.06%，其中，水电 192.42 亿千瓦时，同比增长 45.21%；火电 10.51 亿千瓦时，同比减少 23.56%；风电 2.83 亿千瓦时，同比增长 1.80%。分季度来看，Q2 累计发电量 114.97 亿千瓦时，同比增长 60.80%。

今年以来广西流域来水充裕，业绩有望稳定增长，最新股息率达 6.10%，预计公司 18、19 年分别实现净利润 27.95 亿元(YOY+11.31%)、28.33 亿元(YOY+1.37%)，EPS 分别为 0.46、0.47 元，当前股价对应 2018、2019 年 PE 分别为 12X、12X，估值较低，给予 2018 年 15 倍 PE，对应目标价 6.9 元，给予“买入”建议。

■ **大唐集团水电上市平台，水电资产优质：**公司是大唐集团唯一的水电上市平台，目前公司拥有水电装机 925.5 万千瓦，火电装机 133 万千瓦，风电装机 28.15 万千瓦。公司拥有广西红水河流域的水电开发权，旗下龙滩电站装机量 490 万千瓦，是国内第四大水电站，公司拥有的水电装机占广西水电装机容量的比例超过五成，是优质的地方水电龙头。

■ **来水持续向好，发电量增长弹性大：**今年以来广西的水势良好，公司发电量实现高增长，H1 累计实现发电 205.76 亿千瓦时(YOY+38.06%)，其中，水电 192.42 亿千瓦时(YOY+45.21%)，火电 10.51 亿千瓦时(YOY-23.56%)，风电 2.83 亿千瓦时(YOY+1.80%)。分季度来看，Q1 发电量 90.79 亿千瓦时(YOY+26.98%)，Q2 发电量 114.97 亿千瓦时(YOY+60.80%)，各流域雨水充沛发电量逐季提升，预计 7-9 月达到来水巅峰，加之公司流域梯级综合调度能力增强，今年发电总量料稳定增长。

■ **高分红高股息率：**公司 2017 年每 10 股派现金红利 3.3 元，股利总额为 20.01 亿元，分红率高达 80%，公司 3 年平均分红率为 60%，分红稳定，若按今日收盘价计算，最新股息率已达 6.08%，显著高于同类水电上市公司，公司已进入平稳运营阶段，资本开支少，未来料维持高分红。

■ **盈利预测：**今年以来广西流域来水充裕，业绩有望稳定增长，最新股息率达 6.10%，预计公司 18、19 年分别实现净利润 27.95 亿元(YOY+11.31%)、28.33 亿元(YOY+1.37%)，EPS 分别为 0.46、0.47 元，当前股价对应 2018、2019 年 PE 为 12X，估值较低，给予 2018 年 15 倍 PE，对应目标价 6.9 元，给予“买入”建议。

公司基本信息

产业别	公用事业
A 股价(2018/7/11)	5.43
上证指数(2018/7/11)	2777.77
股价 12 个月高/低	6.1/4.97
总发行股数(百万)	6063.37
A 股数(百万)	3604.47
A 市值(亿元)	195.72
主要股东	中国大唐集团有限公司 (51.55%)
每股净值(元)	2.23
股价/账面净值	2.43
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-6.3 5.8 6.8

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

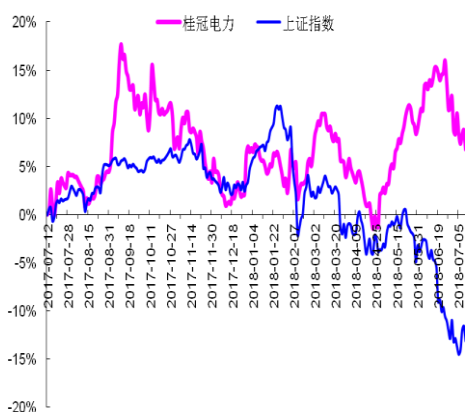
产品组合

水力发电	90.71%
火力发电	6.70%
风力发电	2.27%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	1.4%
一般人	82.0%

股价相对大盘走势



年度截止 12 月 31 日		2015	2016	2017	2018E	2019E
纯利(Net profit)	RMB 百万元	2569.19	2594.55	2510.75	2794.67	2832.84
同比增减	%	333.39%	0.99%	-3.23%	11.31%	1.37%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.424	0.428	0.414	0.461	0.467
同比增减	%	333.39%	0.99%	-3.23%	11.31%	1.37%
A 股市盈率(P/E)	X	12.74	12.62	13.04	11.72	11.56
股利(DPS)	RMB 元	0.021	0.130	0.331	0.369	0.374
股息率(Yield)	%	0.39%	2.41%	6.13%	6.83%	6.92%

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	2015	2016	2017	2018E	2019E
营业收入	10,311	8,565	8,775	9,384	9,619
经营成本	4,261	3,870	3,945	3,809	3,944
营业税金及附加	168	170	182	188	188
销售费用				0	0
管理费用	324	318	335	361	372
财务费用	1,579	1,051	986	1,107	1,130
资产减值损失	66	(12)	180	180	181
投资收益	62	10	54	56	60
营业利润	3,974	3,178	3,446	3,795	3,864
营业外收入	813	302	8	10	15
营业外支出	11	2	17	18	19
利润总额	4,777	3,478	3,437	3,787	3,860
所得税	771	572	632	682	695
少数股东损益	1,437	312	294	311	332
归属于母公司所有者的净利润	2,569	2,595	2,511	2,795	2,833

附二：合并资产负债表

百万元	2015	2016	2017	2018E	2019E
货币资金	4,254	1,704	2,068	2,275	2,616
应收帐款	777	838	1,107	1,185	1,292
存货	146	84	161	177	203
流动资产合计	5,201	2,853	3,617	3,742	4,230
长期投资净额	1,088	960	969	1,018	1,069
固定资产合计	34,677	33,191	33,669	37,036	42,592
在建工程	1,668	1,758	2,240	2,464	2,834
无形资产	770	789	782	1,145	1,492
资产总计	43,404	39,551	41,277	45,405	52,215
流动负债合计	6,295	5,427	5,737	6,426	7,326
长期负债合计	22,460	18,989	18,724	19,099	19,863
负债合计	28,755	24,416	24,462	25,525	27,188
少数股东权益	2,098	1,961	1,928	1,935	1,938
股东权益合计	12,551	13,175	14,888	17,945	23,089
负债和股东权益总计	43,404	39,551	41,277	45,405	52,215

附三：合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017	2018E	2019E
经营活动产生的现金流量净额	7,968	5,687	5,945	6,115	6,329
投资活动产生的现金流量净额	2,185	-835	-1,640	-1,893	-1,763
筹资活动产生的现金流量净额	-8,459	-7,407	-3,946	-4,015	-4,225
现金及现金等价物净增加额	1,694	-2,555	359	207	341

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。此份报告内容之数据和意见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。