

2018年07月16日

证券研究报告·动态跟踪报告

桂冠电力 (600236) 公用事业

增持 (首次)

当前价: 5.51 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

上半年发电量高增 38%，股息率优势明显

投资要点

- **事件:** 公司公告 2018 年上半年发电量完成情况。
- **水电发力推动 2018 年上半年发电总量大幅提升 38%。**桂冠电力是以水电为主的清洁能源发电企业，截至 2018 年 6 月 30 日，广西桂冠电力股份有限公司直属及控股公司电厂累计完成发电量 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%。
- **2017 年营业收入有所好转，利润额略低于预期，目前股息率近 6%。**公司 2017 年营业总收入 87.75 亿元，同比增长了 2.45%。但由于公司计提资产减值损失达到 1.8 亿元，导致公司利润同比减少 4164 万元：归母净利润 25.11 亿元，同比减少 8387 万元。公司 2017 年支付分红每股 0.33 元，分红率高达 80%，近 3 年平均分红率为 60%，分红稳定，按 7 月 16 日收盘价 5.51 元/股计算，最新股息率近 6%，显著高于同类水电上市公司，公司运营平稳，资本开支较少，公司价值凸显。
- **马王风电项目投产发电，项目二期获得核准。**2018 年 4 月，宾阳马王风电场一期工程（装机容量 100MW）首台机组（单机容量 2MW）顺利通过试运行，于 2018 年 4 月 19 日正式投入商业运营。该风电场位于广西南宁市宾阳县，是公司在广西区内首个投产发电的风电场，设计多年平均发电量 25,645 万 kW·h，批复电价 0.61 元/kW·h（含税），接网费 0.01 元/kW·h。所发电量送广西电网，执行广西壮族自治区电价政策。2018 年 5 月，广西宾阳马王风电场二期项目获得广西壮族自治区发展和改革委员会的核准。马王二期项目位于广西壮族自治区宾阳县武陵镇、中华镇、宾州镇、思陇镇、陈平乡等一带山地，建设容量为 100MW，总投资为 8.26 亿元。
- **收购合并聚源公司、遵义公司、博达公司等多个公司，持续提升装机规模。**2018 年 4 月，公司拟以 13.33 亿元购买大唐集团、广西投资、贵州投资持有的聚源电力 100% 股权。广西聚源主要经营业务为水电，这项收购将增加公司装机规模约 10%，扩大电源区域分布，提升公司在水电行业的竞争力。并在 2018 年 6 月，实施吸收合并遵义公司与博达公司，这些吸收合并将会有利于公司整合资源，优化管理结构，降低管理成本，提高运营效率。
- **盈利预测与投资建议:** 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.45 元、0.48 元、0.51 元；公司股息率优势明显，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 来水情况或低于预期，并购事项进度或不及预期，并购企业业绩实现或不及承诺风险，在建项目进度或对未来业绩造成波动性影响等。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	8775.10	9474.30	9757.48	10049.16
增长率	2.45%	7.97%	2.99%	2.99%
归属母公司净利润 (百万元)	2510.75	2703.88	2890.67	3086.36
增长率	-3.23%	7.69%	6.91%	6.77%
每股收益 EPS (元)	0.41	0.45	0.48	0.51
净资产收益率 ROE	16.68%	15.84%	15.04%	14.34%
PE	13	12	12	11
PB	1.99	1.75	1.56	1.39

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷

执业证号: S1250515090004

电话: 023-67610701

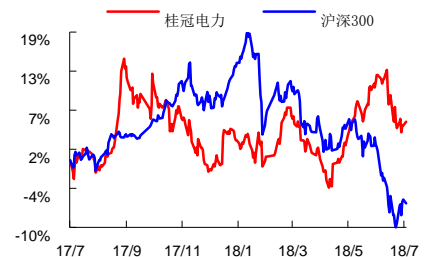
邮箱: wyting@swsc.com.cn

分析师: 濮阳

执业证号: S1250517090001

邮箱: py@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	60.63
流通 A 股(亿股)	36.04
52 周内股价区间(元)	5.29-6.32
总市值(亿元)	334.09
总资产(亿元)	399.26
每股净资产(元)	2.56

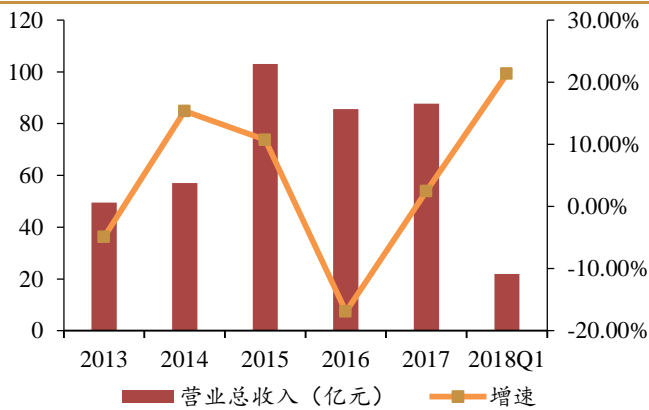
相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

1 公司简介：专注水电发展，成为地方水电龙头

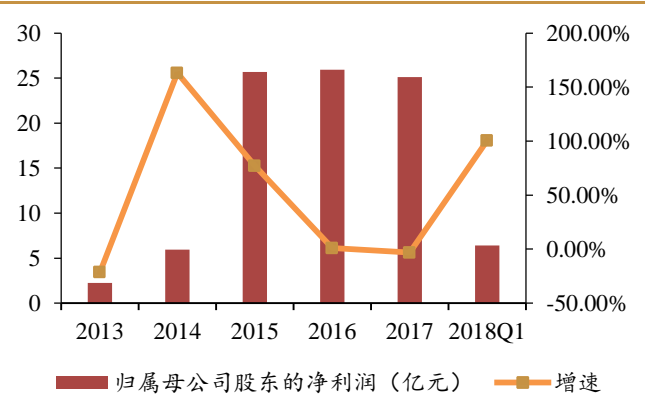
专注水电发展，成为地方水电龙头。广西桂冠电力股份有限公司创立于 1992 年 9 月，由广西电力工业局、广西建设投资开发公司(现广西开发投资有限责任公司)、中国工商银行广西分行信托投资公司、交通银行南宁分行作为发起人，以定向募集方式设立的股份有限公司，公司总股本为 5.2 亿股，是全国第一家以股份制形式筹集资金建设的大中型水电站建设的企业。目前，公司是中国大唐集团公司的控股子公司，也是大唐集团唯一的水电上市平台，拥有龙滩、岩滩、平班、大化、百龙滩、乐滩、天龙湖、金龙潭、仙女堡、沿渡河和去学共 11 座水电站；合山 1 座火电厂；贵州、山东烟台 3 个风电场以及最新并购的聚源电力，可控装机容量为 1183.81 万千瓦，其中水电 1022.66 万千瓦、火电 133 万千瓦、风电 28.15 万千瓦。公司坚持以红水河流域开发为主线，旗下龙滩电站是国内第四大水电站，公司以水电开发与运营为主导产业，适当发展其他清洁能源，实现可持续发展，是广西地区的水电龙头企业。

图 1：公司 2013 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

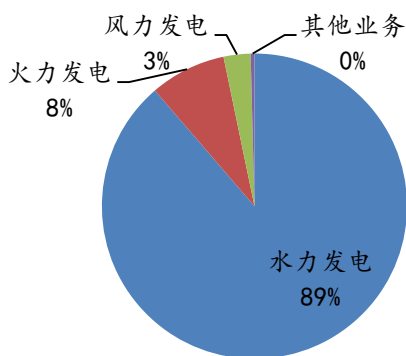
图 2：公司 2013 年以来归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

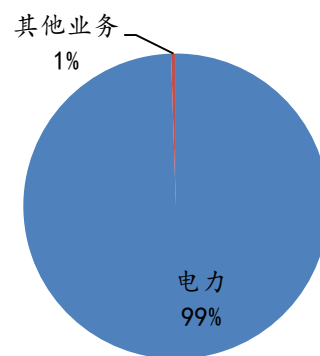
公司主营业务结构：2017 年公司主要收入来源于水力发电、火力发电、风力发电、其他业务，收入占比为 88.68%、8.06%、2.86%和 0.40%。2017 年公司毛利主要来源于电力与其他业务，毛利占比分别和 99.49%和 0.51%。

图 3：公司 2017 年主营业务结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2017 年主营业务毛利情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 收购合并不断，风电项目推进顺利

2018 年上半年公司出资 13.33 亿元收购聚源电力，公司装机总量大幅提升。公司公告显示，公司于 2018 年 4 月出资 13.33 亿元购买大唐集团、广西投资、贵州投资持有的聚源电力 100% 股权。广西聚源主要经营业务为水电，其名下资产分布于广西、贵州、云南等多个地区，这项收购将增加公司装机规模约 10%，全面扩大电源区域分布，提升公司在水电行业的竞争力。

顺应国资委政策，合并多家企业，管理结构得到提升。为了完成国资委的相关要求，公司对全资子公司大唐桂冠盘州市四格风力发电有限公司吸收合，合并完成后四格公司法人实体注销，四格公司所持有的遵义桂冠风力发电有限公司 100% 股权由公司承继，因此，公司会进一步吸收合并遵义公司。此外，公司于 2018 年 6 月发出公告，拟吸收合并聚源公司所持有的深圳市博达煤电开发有限公司 100% 股权，吸收合并博达公司完成后，博达公司的独立法人资格将被注销。这些吸收合并将会有利于公司整合资源，优化管理结构，降低管理成本，提高运营效率。

表 1：2018 年上半年公司装机总量

序号	电厂名称	在役装机 (万千瓦)	持股比例 (%)
1	龙滩水电厂	490	100
2	岩滩水电厂	181	70
3	大化水电厂	56.6	100
4	百龙滩水电厂	19.2	100
5	乐滩水电厂	60	52
6	平班水电厂	40.5	35
7	天龙湖水电厂	18	100
8	金龙潭水电厂	18	100
9	仙女堡水电厂	7.6	100
10	湖北沿渡河	10	65
11	去学水电	24.6	
12	合山火电厂	133	83.24
13	山东风电	13.85	100
14	四格风电	14.3	100
15	聚源电力	97.16	100
	合计	1183.81	-

数据来源：Wind，西南证券整理

马王风电项目一期工程投产发电。2018 年 4 月，宾阳马王风电场一期工程（装机容量 100MW）首台机组（单机容量 2MW）顺利通过试运行，于 2018 年 4 月 19 日正式投入商业运营，其他机组预计年内陆续投产。该风电场位于广西南宁市宾阳县，设计多年平均发电量 2.56 亿千瓦时，批复电价 0.61 元/千瓦时（含税），接网费 0.01 元/千瓦时。所发电量送广西电网，执行广西壮族自治区电价政策。宾阳马王风电场是公司在广西区内首个投产发电的风电场，该项目的投产扩大了公司风力发电的规模，预计提升公司风力发电产能约 50%，进一步优化了公司的电源结构和资产布局。

马王风电项目二期获得核准。2018年5月，广西宾阳马王风电场二期项目获得广西壮族自治区发展和改革委员会的核准。马王二期项目位于广西壮族自治区宾阳县武陵镇、中华镇、宾州镇、思陇镇、陈平乡等一带山地，建设容量为100MW，总投资为8.26亿元。但是，马王二期项目开工建设前，仍然需按照相关规定办理规划许可、土地使用、资源利用、安全生产、环评等相关报建手续，因此，开工及建设时间表具有不确定性。

合并与新项目的投产使得公司2018年上半年发电总量大幅提升。桂冠电力是以水电为主的清洁能源发电企业，截至2018年6月30日，广西桂冠电力股份有限公司直属及控股公司电厂累计完成发电量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%。

3 盈利预测与投资建议

关键假设：

根据目前来水情况和后续机组投产情况推测，预计2018-2020年公司发电量增速分别为8%、3%、3%。

基于以上假设，我们预测公司2018-2020年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2017A	2018E	2019E	2020E
电力	收入	8,740.05	9,439.25	9,722.43	10,014.10
	增速	2.49%	8.00%	3.00%	3.00%
	毛利率	54.99%	54.99%	54.99%	54.99%
其他业务	收入	35.05	35.05	35.05	35.05
	增速	-6.91%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	69.87%	69.87%	69.87%	69.87%
合计	收入	8,775.10	9,474.30	9,757.48	10,049.15
	增速	2.45%	7.97%	2.99%	2.99%
	毛利率	55.05%	55.04%	55.04%	55.04%

数据来源：公司公告，西南证券

表 3：可比公司估值对比表

公司名称	股价 (元)	股本 (亿股)	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			股息率
				TTM	2018E	2019E	TTM	2018E	2019E	
桂冠电力	5.51	60.63	334.09	28.33	27.78	29.04	11.8	12.0	11.5	6.0%
韶能股份	4.42	10.81	47.76	4.23	NA	NA	11.3	NA	NA	5.0%
长江电力	16.11	220.00	3544.20	223.85	215.85	216.42	15.8	16.4	16.4	4.2%
川投能源	8.50	44.02	374.18	31.98	33.21	34.48	11.7	11.3	10.9	3.2%
湖北能源	4.13	65.07	268.76	24.46	25.90	28.85	11.0	10.4	9.3	2.4%
国投电力	7.41	67.86	502.84	32.92	38.65	42.13	15.3	13.0	11.9	2.2%

公司名称	股价 (元)	股本 (亿股)	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			股息率
				TTM	2018E	2019E	TTM	2018E	2019E	
黔源电力	14.51	3.05	44.31	3.44	3.86	4.16	12.9	11.5	10.7	2.1%
三峡水利	6.21	9.93	61.67	3.22	2.85	3.17	19.2	21.6	19.4	1.8%
甘肃电投	4.91	9.71	47.68	2.90	NA	NA	16.5	NA	NA	1.6%
文山电力	7.39	4.79	35.36	2.49	2.16	2.36	14.2	16.4	15.0	1.4%

数据来源：公司公告，西南证券整理。采用 Wind 一致预期

预计 2018-2020 年 EPS 分别 0.45 元、0.48 元、0.51 元；公司股息率优势明显，首次覆盖给予“增持”评级。

4 风险提示

来水情况或低于预期，并购事项进度或不及预期，并购企业业绩实现或不及承诺风险，在建项目进度或对未来业绩造成波动性影响等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	8775.10	9474.30	9757.48	10049.16	净利润	2805.16	3020.93	3229.64	3448.27
营业成本	3944.83	4259.57	4387.04	4518.34	折旧与摊销	2084.79	5728.58	5782.97	5866.37
营业税金及附加	182.40	199.77	205.75	213.91	财务费用	986.01	1009.88	881.74	757.87
销售费用	0.00	2.84	2.93	5.02	资产减值损失	180.02	22.00	25.00	25.00
管理费用	335.27	362.93	373.78	384.95	经营营运资本变动	-125.96	55.23	22.37	23.04
财务费用	986.01	1009.88	881.74	757.87	其他	14.90	-77.00	-80.00	-80.00
资产减值损失	180.02	22.00	25.00	25.00	经营活动现金流净额	5944.91	9759.62	9861.71	10040.55
投资收益	54.13	55.00	55.00	55.00	资本支出	-965.91	-5.51	-32.27	-61.10
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-673.67	55.00	55.00	55.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1639.58	49.49	22.73	-6.10
营业利润	3445.60	3672.30	3936.25	4199.07	短期借款	1150.00	-1330.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-8.75	0.00	0.00	0.00	长期借款	-263.82	10.00	10.00	10.00
利润总额	3436.85	3672.30	3936.25	4199.07	股权融资	-2.29	0.00	0.00	0.00
所得税	631.69	651.37	706.62	750.80	支付股利	-788.24	-762.78	-821.45	-878.20
净利润	2805.16	3020.93	3229.64	3448.27	其他	-4041.98	-3180.80	-881.74	-757.87
少数股东损益	294.41	317.06	338.96	361.91	筹资活动现金流净额	-3946.32	-5263.58	-1693.19	-1626.07
归属母公司股东净利润	2510.75	2703.88	2890.67	3086.36	现金流量净额	357.08	4545.53	8191.25	8408.38
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2067.74	6613.27	14804.52	23212.90	成长能力				
应收和预付款项	1208.47	1304.77	1343.77	1383.95	销售收入增长率	2.45%	7.97%	2.99%	2.99%
存货	160.67	173.83	179.16	184.66	营业利润增长率	8.41%	6.58%	7.19%	6.68%
其他流动资产	179.86	194.19	200.00	205.98	净利润增长率	-3.47%	7.69%	6.91%	6.77%
长期股权投资	969.20	969.20	969.20	969.20	EBITDA 增长率	3.53%	59.76%	1.83%	2.10%
投资性房地产	24.78	24.78	24.78	24.78	获利能力				
固定资产和在建工程	35909.50	30239.79	24537.53	18773.78	毛利率	55.05%	55.04%	55.04%	55.04%
无形资产和开发支出	593.03	539.89	491.67	450.36	三费率	15.06%	14.52%	12.90%	11.42%
其他非流动资产	163.76	163.55	163.33	163.11	净利率	31.97%	31.89%	33.10%	34.31%
资产总计	41277.01	40223.27	42713.96	45368.71	ROE	16.68%	15.84%	15.04%	14.34%
短期借款	1330.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.80%	7.51%	7.56%	7.60%
应付和预收款项	1565.11	1689.93	1740.48	1792.55	ROIC	10.01%	11.38%	14.07%	18.23%
长期借款	17796.53	17806.53	17816.53	17826.53	EBITDA/销售收入	74.26%	109.88%	108.64%	107.70%
其他负债	3769.91	1661.17	1683.13	1705.74	营运能力				
负债合计	24461.55	21157.63	21240.13	21324.82	总资产周转率	0.22	0.23	0.24	0.23
股本	6063.37	6063.37	6063.37	6063.37	固定资产周转率	0.26	0.31	0.38	0.48
资本公积	2131.55	2131.55	2131.55	2131.55	应收账款周转率	9.39	8.49	8.29	8.29
留存收益	6684.83	8625.93	10695.15	12903.31	存货周转率	31.13	24.82	24.26	24.26
归属母公司股东权益	14887.72	16820.85	18890.07	21098.23	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.38%	—	—	—
少数股东权益	1927.74	2244.80	2583.76	2945.67	资本结构				
股东权益合计	16815.46	19065.64	21473.83	24043.90	资产负债率	59.26%	52.60%	49.73%	47.00%
负债和股东权益合计	41277.01	40223.27	42713.96	45368.71	带息债务/总负债	81.98%	88.54%	88.24%	87.94%
					流动比率	0.63	3.42	6.62	9.72
					速动比率	0.60	3.35	6.55	9.65
					股利支付率	31.39%	28.21%	28.42%	28.45%
业绩和估值指标					每股指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	6516.40	10410.76	10600.96	10823.31	每股收益	0.41	0.45	0.48	0.51
PE	13.31	12.36	11.56	10.82	每股净资产	2.77	3.14	3.54	3.97
PB	1.99	1.75	1.56	1.39	每股经营现金	0.98	1.61	1.63	1.66
PS	3.81	3.53	3.42	3.32	每股股利	0.13	0.13	0.14	0.14
EV/EBITDA	8.18	4.35	3.50	2.65					
股息率	2.36%	2.28%	2.46%	2.63%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn