



水火交替发力，进亦有为

—桂冠电力（600236）深度报告

所属部门：行业公司部

报告类别：公司深度报告

报告时间：2022 年 7 月 5 日

分析师：孙灿

执业证书：S1100517100001

联系方式：Suncan@cczq.com

北京：东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 6 层，100005

深圳：福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

上海：陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

成都：高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

❖ 2021 来水不足降低水电营收，火电接替发力稳定公司业绩

2021 年，公司完成发电量 348.07 亿千瓦时，同比减少 14.95%。水电完成发电量 292.81 亿千瓦时，同比减少 20.35%。主要因为大部分水电所在流域来水偏枯，导致水电发电量下降。火电完成发电量 42.71 亿千瓦时，同比增长 16.06%，发电空间增大。风电完成发电量 12.46 亿千瓦时，同比增长 159.04%；光伏完成发电量 0.09 亿千瓦时。

❖ 水火风光全方位布局，公司盈利有望快速提升

公司电源结构较为合理，以清洁能源为主，水电、风电等清洁能源占公司在役装机容量的 89.25%，其中水电装机容量达 1,022.76 万千瓦，火电装机 133.00 万千瓦；风电装机 76.60 万千瓦；光伏装机 5.00 万千瓦。重要盈利来源的水电站集中的红水河流域来水较稳定。风电从零开始逐渐形成规模。火电资产比重小且淘汰了落后产能。受益于节能环保，清洁能源优先上网的政策，水电利用小时数相对稳定，整体平均水电电价较低，在电力市场竞争中有较强的竞价优势。

❖ 予以“增持”评级

我们预计 2022-2024 年，公司发电量 402.50 亿千瓦时，公司可实现营业收入 98.45（同比增长 17.01%）、102.70 和 106.74 亿元；归属母公司净利润 24.91、26.67 和 27.76 亿元。总股本 78.82 亿，对应 EPS 0.32、0.34 和 0.35 元，对应 PE19.90、18.59 和 17.86。公司为坚持加快建设世界一流现代化绿色电力企业的战略目标，未来或将受益于国家“双碳”政策，具备长期成长性，我们首次覆盖给予“增持”评级。

❖ 风险提示：电力政策风险；气候影响风险；煤炭价格波动风险。

盈利预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	84.14	98.45	102.70	106.74
+/-%	-6.24%	17.02%	4.31%	3.93%
净利润(亿元)	15.95	28.64	30.66	31.92
+/-%	-36.05%	79.56%	7.05%	4.12%
EPS(元)	0.17	0.32	0.34	0.35
PE	36.67	19.90	18.59	17.86

资料来源：公司 2021 年报，预测截止日期 2022 年 07 月 05 日，川财证券研究所

正文目录

一、	公司发展历程、实际控制人和股权结构	5
1.1.	公司发展历程	5
1.1.1.	公司当前主营业务和服务	5
1.2.	控股股东和实际控制人基本情况及最新股权结构	5
1.2.1.	公司最新股权结构：公司第一大股东未发生变化	5
1.2.2.	控股股东和实际控制人：实际控制人是国务院国有资产监督管理委员会	6
二、	主营业务结构	6
2.1	主要业务	6
2.1.1.	主营业务情况	6
2.1.2.	主要产品	6
2.1.3.	收入、利润和盈利能力变化：	9
2.2	行业发展情况	11
2.3.1.	水电行业的现状和发展趋势	11
2.3.2.	公司行业地位	13
2.3.3.	同行业主要参与者及对比情况	13
2.3.4.	公司竞争优势	14
三、	公司近年重大资本运作	15
3.1	公司近年重大资本运作关键时间节点和状态	15
3.2	IPO 发行主要情况	15
四、	盈利预测与估值比较	15
4.1	近期关键财务数据	15
4.2	盈利预测假设	15
4.3	盈利预测结论	16
4.4	估值比较	16
	风险提示	16
	盈利预测	17



图表目录

图 1: 公司业务设备发展历程	5
图 2: 截澜沧江流域梯级电站开发概况图	7
图 3: 历年收入和毛利变化 (单位:亿元)	9
图 4: 营业利润和归母净利润 (单位:亿元)	9
图 5: 公司销售毛利率和净利率变化 (%)	9
图 6: 历年净资产和总资产收益率变化 (%)	9
图 7: 存货、应收票据和账款和研发费用率趋势 (%)	9
图 8: 管理费用率和同比增长趋势 (%)	9
图 9: 历年权益乘数和资产周转率变化趋势	10
图 10: 公司偿债能力强 (%)	10
图 11: 截至 2022 年 4 月水电发电量与同比增长情况	11
图 12: 截至 2022 年 4 月全社会用电量当月值 (第一、第二、第三产业)	11
表格 1. 公司 2022 年最新前十大股东情况	5
表格 2. 截至 2022 年公司在建工程情况	8
表格 3. 国内电力行业公司	12
表格 4. 2017 年 IPO 发行情况	14
表格 5. 2022 年度短期融资券发行统计	15
表格 6. 公司分产品收入和毛利率假设 (单位: 亿元/%)	16
表格 7. 可比公司估值	16

一、公司发展历程、实际控制人和股权结构

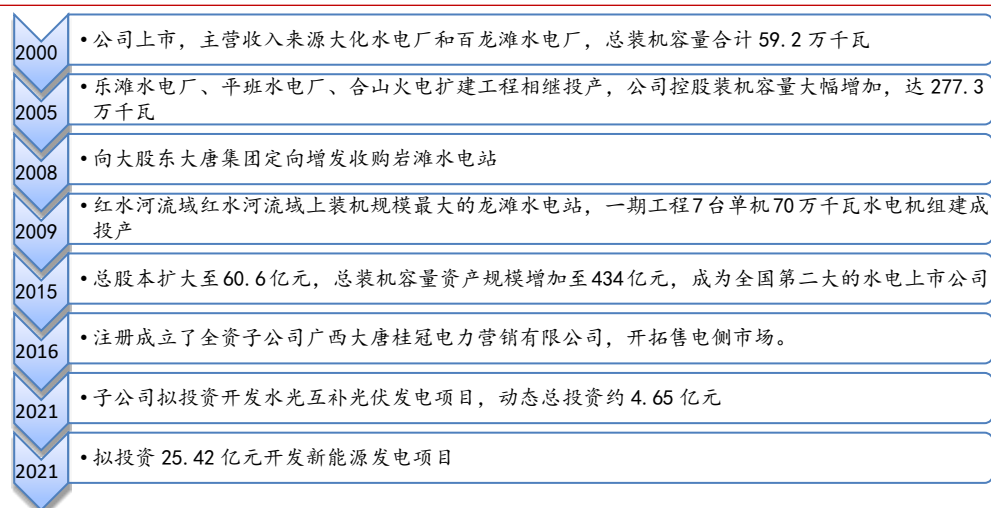
1.1. 公司发展历程

1.1.1. 公司当前主营业务和服务

广西桂冠电力有限公司始创于 1992 年 9 月，公司建设经营的广西红水河百龙滩水电站是全国第一家以股份制形式筹资进行大中型水电站建设的电站。1994 年 1 月，红水河大化水电厂入股桂冠电力，进一步增强公司经营能力。公司于 2000 年 3 月在上海证券交易所上市。

桂冠电力是中国大唐集团公司的控股子公司，拥有广西岩滩、平班、大化、百龙滩、乐滩和四川天龙湖、金龙潭、仙女堡、湖北沿渡河 10 座水电站；合山 1 座火电厂和山东烟台、贵州四格 3 个风电场，目前在役装机容量为 1,237.36 万千瓦，其中水电装机 1,022.76 万千瓦，火电装机 133.00 万千瓦，风电装机 76.60 万千瓦，光伏装机 5.00 万千瓦。

图 1：公司业务设备发展历程



资料来源：公司公告，IFind，川财证券研究所

1.2. 控股股东和实际控制人基本情况及最新股权结构

1.2.1. 公司最新股权结构：公司第一大股东未发生变化

2022 年一季报中，股东持股情况如下，中国大唐集团有限公司持有公司股份 54.08%，仍是公司第一大股东。

表格 1. 公司 2022 年最新前十大股东情况

排名	股东名称	方向	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	中国大唐集团有限公司	不变	4,063,487,233	54.08
2	广西投资集团有限公司	增持	1,757,679,435	23.39
3	中国长江电力股份有限公司	不变	788,237,721	10.49



4	国新博远投资 (北京)有限公司	不变	339,547,000	4.52
5	贵州乌江能源投 资有限公司	不变	245,889,671	3.27
6	北京诚通资本运 营有限公司	减持	167,411,830	2.23
7	长电投资管理有 限责任公司	增持	100,658,444	1.34
8	香港中央结算有 限公司	减持	25,506,624	0.34
9	广西大化金达实 业开发有限公司	减持	15,205,328	0.2
10	中国农业银行股 份有限公司—中 证 500 交易型开 放式指数证券投 资基金	减持	10,894,912	0.14

资料来源：公司公告，IFind，川财证券研究所

1.2.2. 控股股东和实际控制人：实际控制人是国务院国有资产监督管理委员会

公司的控股股东中国大唐集团有限公司，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会，持股比例为 54.08%。

二、主营业务结构

2.1 主要业务

2.1.1. 主营业务情况

公司主要投资建设、经营管理以电力生产为主的能源项目，包括水电、火电、风电等，主营产业位于广西。为适应电力体制改革需要，公司积极响应国家号召，参与电侧改革，开展以电为主的发售电业务拓展。2022 年 5 月 30 日，桂冠电力发布公告，计划投资 23.64 亿元，用于建设广西梧州西江机场林光互补光伏发电项目、广西桂平大湾镇画眉河(界岭)农光互补发电项目、广西桂平大湾镇画眉河(天堂)农光互补发电项目、广西来宾良江光伏项目、广西平果市果化镇和太平镇农光互补光伏发电项目。

2.1.2. 主要产品

发电是公司的核心业务。截至 2021 年公司直属及控股公司电厂完成发电量 348.07 亿千瓦时，同比减少 14.95%。发电量同比变化的主要原因是：1. 水电完成发电量 292.81 亿千瓦时，同比减少 20.35%。公司水电除四川水电所在流域来水正常，发电量有所增加外，大部分水电所在流域来水偏枯，导致水电发电量下降。尤其公司骨干红水河流域龙滩断面来水 344 亿立方米，同比下降约三成，导致公司红水河流域各水电厂发电量大幅减少。2. 火电完成发电量 42.71 亿千瓦时，同比增长 16.06%。火电发电量增加的主要原因是广西全社会用电量增长较快，用电形势偏紧，加之广西区域主要流域来水偏枯，火电发电空间增大。3. 风电完成发电量 12.46 亿千瓦时，同比增长 159.04%；光伏

完成发电量 0.09 亿千瓦时。风电和光伏发电量增加的主要原因是年内陆续有新增机组投产。

表格 2.截至 2021 主要产品装机情况（单位：万千瓦）

所在区域	总装机	水电装机	火电装机	风电装机	光伏装机
广西	1,085.24	918.04	133	29.2	5
四川	43.6	43.6	0	0	
湖北	10	10	0	0	
山东	18.6	0	0	18.6	
贵州	46.8	18	0	28.8	
云南	33.12	33.12			
合计	1,237.36	1,022.76	133	76.6	5

资料来源：公司公告，IFinD，川财证券研究所

公司目前的发电业务分布在广西、四川、贵州、山东、湖北、云南等多个省区。截至 2021 年底，公司在役装机容量 1,237.36 万千瓦，其中水电装机 1,022.76 万千瓦；火电装机 133.00 万千瓦；风电装机 76.60 万千瓦；光伏装机 5.00 万千瓦。公司主营以水电为主，在役水电装机占 82.66%。在当前电力市场竞争日趋加剧、国家大力提倡节能环保的情况下，水电作为低成本的清洁能源，经济效益和社会效益优势突出，保持较强的抗风险能力和市场竞争力。

表格 3.截至 2021 年公司在建工程情况

项目名称	预算数(亿元)	工程累计投入 占预算比例(%)	工程进度	资金来源
西藏怒江松塔水电站项目	400.00	1.56	1.56	自有资金、 借款
龙滩水电站通航设施工程项目	57.51	9.39	9.39	自有资金
合山灰场光伏电站项目	6.08	6.89	6.89	自有资金
烟台科研集控办公楼	1.50	50.1	50.1	自有资金
隆林县者保乡 110MW 林光互补光伏发电开发投资项目	3.59	17.01	17.01	自有资金、 借款
广西宾阳马王风电场三期项目	8.22	0.77	0.77	自有资金
龙湘电站工程项目	5.92	11.71	11.71	自有资金
四格风电场 6 台风机换型改造	0.62	79.12	79.12	自有资金
南盘江八渡项目	0.96	56	56	自有资金
合山公司 4 号机组基建项目	18.18	2.54	2.54	自有资金

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明



四格风电场 10 台风机换型改造	0.50	88.5	88.5	自有资金
岩滩水光互补光伏发电项目一期	4.65	56.29	56.29	自有资金
平班水电站工程（移民安置支出）	0.46	93.98	93.98	自有资金
乐滩水电站工程（移民安置）	0.48	72.69	72.69	自有资金
百龙滩 5 台机组水轮机技术改造	0.88	41.62	41.62	自有资金
合计	509.55	/	/	/

资料来源：公司公告，IFinD，川财证券研究所

公司于 2022 年 5 月 30 日发布《广西桂冠电力股份有限公司关于投资开发新能源发电项目公告》，该公告表明公司计划投资建设广西梧州西江机场林光互补光伏发电项目、广西桂平大湾镇画眉河（界岭）农光互补发电项目、广西桂平大湾镇画眉河（天堂）农光互补发电项目、广西来宾良江光伏项目、广西平果市果化镇和太平镇农光互补光伏发电项目，项目总投资额约 23.64 亿元，资金来源为资本金 30%，银行贷款 70%。各项目建设期均约 6 个月，电站建成后自持营运，所发电量由广西电网全额消纳，根据公司测算，各项目投资财务内部收益率（税前）均超 6%，具有较好盈利能力。

表格 4.公司 2022 年光伏项目工程情况

名称	容量 (MW)	总投资 (亿元)	年平均上网电量 (万 kwh)	上网电价 (元/kwh)	全投资内部收益率 (税前)
广西梧州西江机场林光互补光伏发电项目	37.5	2.08	5550	0.4207	6.85
广西桂平大湾镇画眉河（界岭）农光互补发电项目	100	5.19	13962	0.4207	8.01
广西桂平大湾镇画眉河（天堂）农光互补发电项目	100	5.22	13990	0.4207	7.97
广西来宾良江光伏项目	115	5.84	15236	0.4207	7.56
广西平果市果化镇和太平镇农光互补光伏发电项目	100	5.31	13371	0.4207	7.17
合计	452.5	23.64			

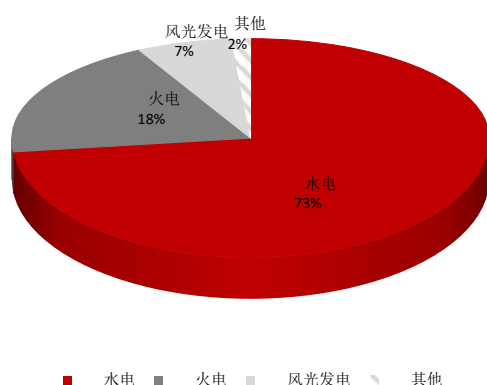
资料来源：公司公告，IFinD，川财证券研究所

2.1.3. 收入、利润和盈利能力变化:

2021 年末, 公司资产总额 4,444,721 万元, 比年初减少 0.77%; 负债总额 2,475,320 万元, 权益总额 1,969,401 万元, 资产负债率 55.69%, 比年初下降 1.09 个百分点; 其中归属于上市公司股东的净资产 1,678,943 万元, 比年初增加 0.53%。年末每股净资产 1.88 元; 每股收益 0.1622 元, 同比减少 41.72%; 经营活动产生现金净流量 405,646 万元, 较上年同期减少 27.19%。

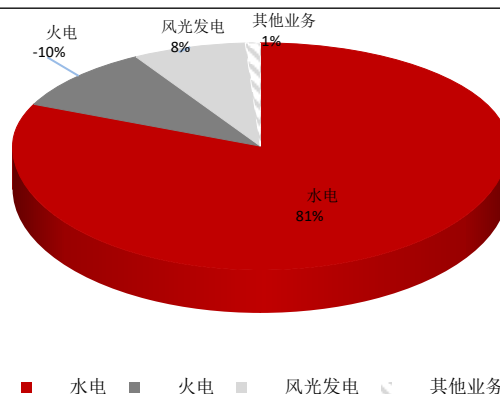
公司 2021 年实现营业收入 841,429 万元, 较上年同期减少 55,966 万元。其中火电营业收入 155,465 万元, 同比增加 23,706 万元, 主要原因是火电电量与电价同时增加。水电营业收入 616,559 万元, 同比减少 116,894 万元, 主要由于红水河流域来水偏枯, 水电发电量减少。风电营业收入 62,486 万元, 同比增加 38,028 万元, 主要原因是新增风电项目投产发电。光伏营业收入 326 万元, 同比增加 326 万元, 主要原因是新增光伏项目投产发电。其他 2021 年实现营业收入 6,593 万元, 同比减少 1,132 万元, 主要原因是非电板块收入减少。

图 2: 2021 年业务产品收入结构



资料来源: 公司公告, IFinD, 川财证券研究所

图 3: 2021 年业务产品毛利结构

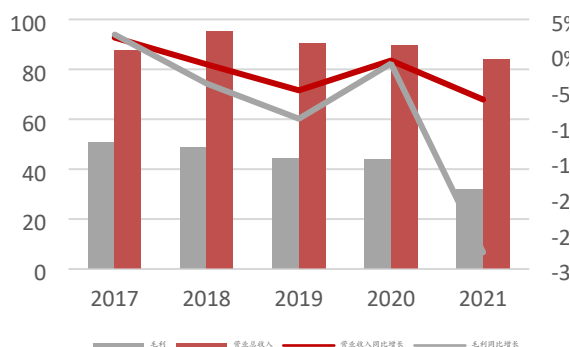


资料来源: 公司公告, IFinD, 川财证券研究所

公司 2021 年实现总营业收入 84.14 亿元, 其中水力发电、火力发电、风力发电、光伏发电和其他差额项目分别为 61.56、15.03、6.25、0.03 和 1.28 亿元, 水力发电、火力发电、风力发电和其他差额项目同比增速分别为 15.92%、-18.72%、-156.15%和 9.22%; 归属上市公司股东净利润 13.52 亿元, 同比减少 38.45%。

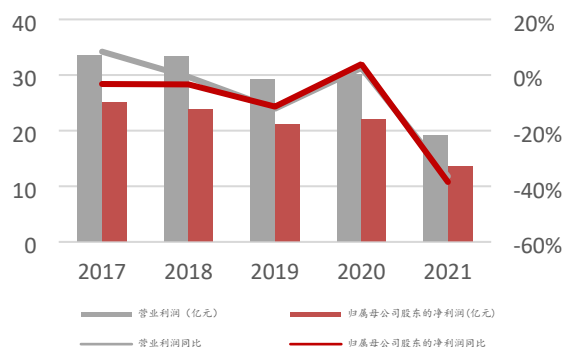
从收入和毛利结构来看, 水力发电在公司总营业收入和利润中占据绝大部分。公司 2021 年营业毛利分别为水力 31.79 亿元、风光 3.36 亿元、火电-3.82 亿元和其他差额项目 0.08 亿元。21 年公司综合毛利率 37.77%, 同比下降 22.86%。2021 年公司综合结算电价 276.64 元/兆瓦时, 销售毛利率和净利率分别为 37.33%和 18.96%, 相比 2020 年的 48.96%和 27.80%, 毛利率和净利率均有所下降。

图 4：历年收入和毛利变化（单位：亿元）



资料来源：公司公告，IFinD，川财证券研究所

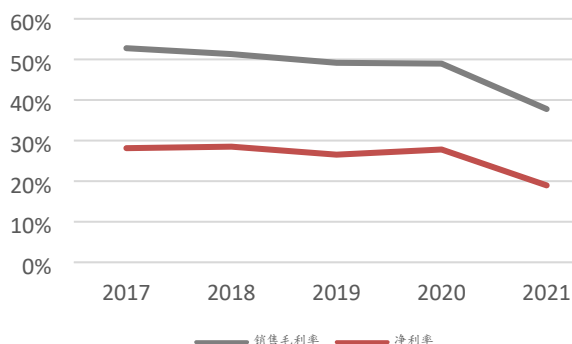
图 5：营业利润和归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告，IFinD，川财证券研究所

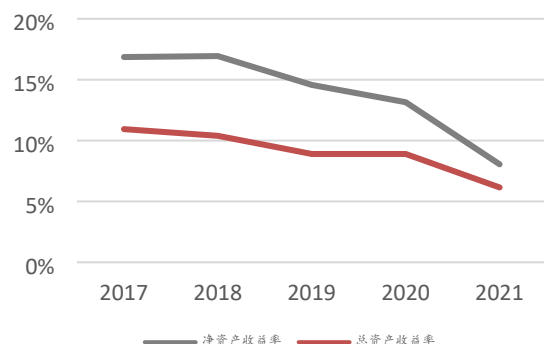
公司直属及控股公司电厂 2021 年完成发电量 348.07 亿千瓦时，同比减少 14.95%。其中水电 292.81 亿千瓦时，同比减少 20.35%；火电 42.71 亿千瓦时，同比增长 16.06%；风电 12.46 亿千瓦时，同比增长 159.04%；光伏 0.09 亿千瓦时。

图 6：公司销售毛利率和净利率变化 (%)



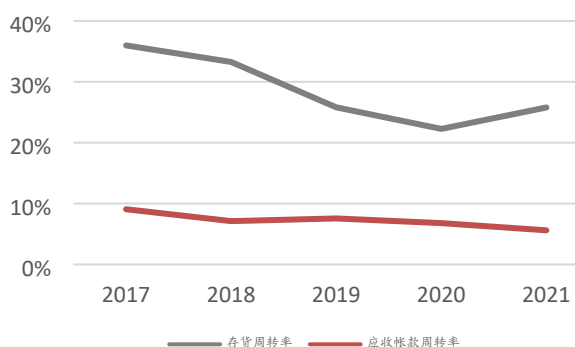
资料来源：公司公告，IFinD，川财证券研究所

图 7：历年净资产和总资产收益率变化 (%)



资料来源：公司公告，IFinD，川财证券研究所

2021 年公司存货和应收账款周转率分别为 25.79% 和 5.61%。公司本年累计发生管理费用 3.32 亿元，同比减少 4.51%，主要原因为公司通过精益管理，压降管理费用。

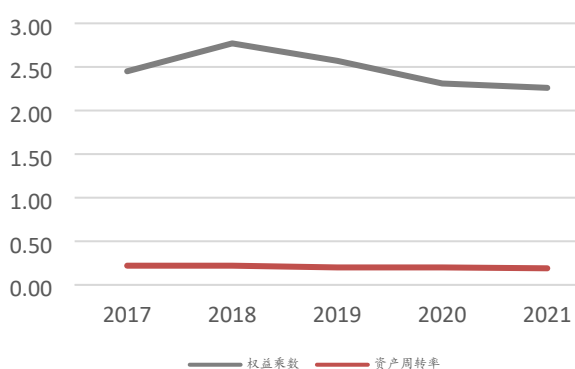
图 8：存货、应收票据和账款率趋势（%）


资料来源：公司公告，IFinD，川财证券研究所

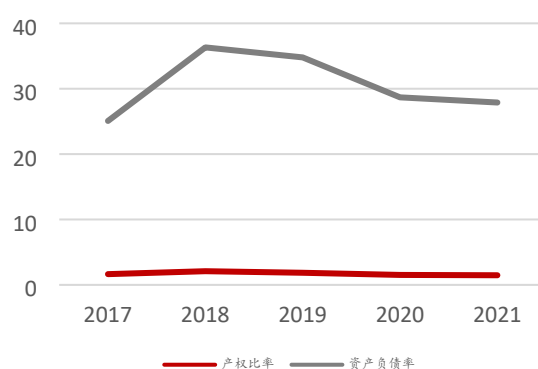
图 9：管理费用率和同比增长趋势（%）


资料来源：公司公告，IFinD，川财证券研究所

公司本年累计发生财务费用 8.49 亿元，同比减少 13.93%。主要是由于公司通过减少债务规模，置换高利率借款等方式，压降财务费用。

图 10：历年权益乘数和资产周转率变化趋势


资料来源：公司公告，IFinD，川财证券研究所

图 11：公司偿债能力强（%）


资料来源：公司公告，IFinD，川财证券研究所

2.2 行业发展情况

2.3.1. 水电行业的现状和发展趋势

公司主要水电资产集中在广西，2021 年广西发电量 2,005 亿千瓦时，同比增长 3.44%。其中水电 517.4 亿千瓦时，同比减少 15.86%；火电 1,118.1 亿千瓦时，同比增长 8.38%；核电 181.3 亿千瓦时，同比增长 7.65%；风电 160.6 亿千瓦时，同比增长 51.18%；光伏 28.1 亿千瓦时，同比增长 60.77%。广西 6,000 千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数为 3,861 小时，同比减少 267 小时。其中，水电 3,061 小时，同比减少 653 小时；火电 4,685 小时，同比增加 193 小时；核电 8,345 小时，同比增加 593 小时；风电 2,327 小时，同比减少 417 小时，光伏 1,169 小时，同比增加 83 小时。

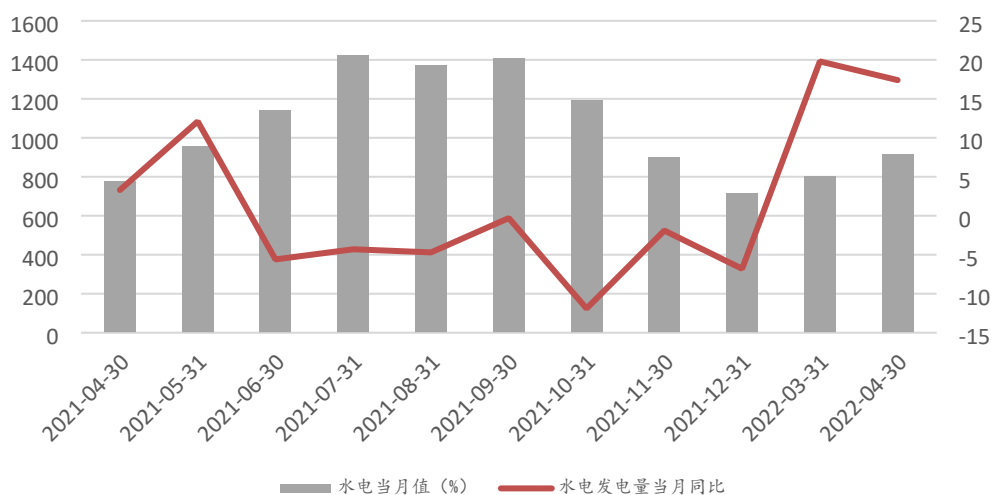
水力发电是国民经济的重要基础产业，与经济发展密切相关。根据中电联《2021-2022 年度全国电力供需形势分析预测报告》，2021 年国家电力消费增速实现两位数增长，并契合国家绿色低碳政策的发展趋势。

2021 年，全国全社会用电量 8.31 万亿千瓦时，同比增长 10.3%。一、二、三、四季度，全社会用电量同比分别增长 21.2%、11.8%、7.6%和 3.3%，由于同期基数由低走高等原因，同比增速有所下降。截至 2021 年底，全国全口径发电装机容量 23.8 亿千瓦，同比增长 7.9%；全国规模以上工业企业发电量 8.11 万亿千瓦时，同比增长 8.1%。

2021 年，全国电力供需形势总体偏紧，9、10 月份，受煤电燃料紧缺、水电发电量同比减少、电力消费需求较快增长以及部分地区加强“能耗双控”等多重因素叠加影响，全国电力供需总体偏紧。在一系列国家能源保供措施后，2021 年 11 月 7 日起至 2021 年底，全国有序用电规模基本清零。

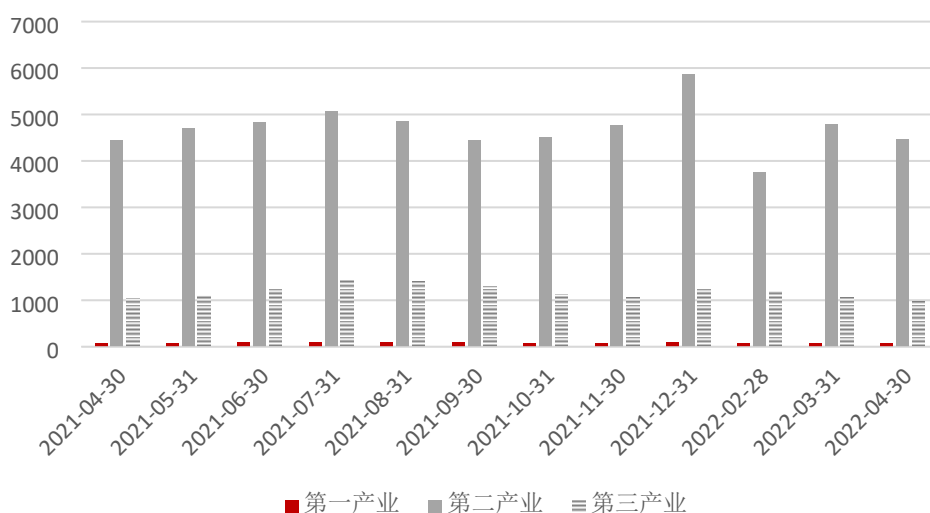
根据国内外经济形势与电能替代等带动电气化水平稳步提升等因素，预计 2022 年，全国全社会用电量达 8.7 万亿千瓦时-8.8 万亿千瓦时，同比增长 5%-6%。根据新装机容量和跨省电力输送等，预计 2022 年除冬夏高峰期外，全国电力供应总体平稳。

图 12：截至 2022 年 4 月水电发电量与同比增长情况



资料来源：国家统计局，川财证券研究所

图 13：截至 2022 年 4 月全社会用电量当月值（第一、第二、第三产业）



本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

资料来源：国家能源局，川财证券研究所

2.3.2. 公司行业地位

公司实际控制人是国务院国有资产监督管理委员会，总共控股占 54.08%，因此公司的运营基础稳定，没有控制人变更或分散带来的风险。公司目前的发电业务分布在广西、四川、贵州、山东、湖北、云南等多个省区。截至 2021 年底，公司在役装机容量 1,237.36 万千瓦，其中水电装机 1,022.76 万千瓦；火电装机 133.00 万千瓦；风电装机 76.60 万千瓦；光伏装机 5.00 万千瓦。公司主营以水电为主，在役水电装机占 82.66%。在当前电力市场竞争日趋加剧、国家大力提倡节能环保的情况下，水电作为低成本的清洁能源，经济效益和社会效益优势突出，保持较强的抗风险能力和市场竞争力。

2.3.3. 同行业主要参与者及对比情况

根据国家“十四五”规划，中国将顺应国际趋势，大力发展水电风电等清洁能源设备。以下几家是与桂冠电力相似的水电企业，均属于绿电产业。

表格 5.国内电力行业公司

公司名称	主要业务和发展情况
中国长江电力股份有限公司	长江电力是由中国长江三峡集团有限公司作为主发起人设立的股份有限公司。公司创立于 2002 年 9 月 29 日，现有股份 227.4 亿股。2020 年 9 月，长江电力所发行的“沪伦通”全球存托凭证在英国伦敦证券交易所上市交易。长江电力主要从事水力发电、清洁能源和智慧综合能源、配售电以及投融资业务，在中国、秘鲁、巴西、巴基斯坦等多个国家开展相关业务。长江电力现拥有长江干流三峡、葛洲坝、溪洛渡和向家坝四座电站的全部发电资产，水电装机 82 台，并代为管理乌东德和白鹤滩两座水电站。是中国最大的电力上市公司和全球最大的水电上市公司。2003 年 11 月在上交所 IPO 挂牌上市，简称：长江电力，证券代码：600900。
四川川投能源股份有限公司	四川川投能源股份有限公司（简称“川投能源”）是四川省投资集团有限责任公司控股的国有上市公司，前身为“四川峨铁”，成立于 1988 年 4 月 18 日。1998 年 8 月，川投集团整体兼并“四川峨铁”，成为控股股东，公司更名为“川投控股”。2005 年 4 月 1 日，公司正式更名为“川投能源”。截至目前，公司拥有 14 家投资企业，其中全资及控股企业 6 家，参股企业 8 家。2018 年，川投能源实现发电量 32.78 亿千瓦时，实现净利润 36.06 亿元。截至 2018 年末，川投能源总资产 320.44 亿元；净资产 252.78 亿元；参控股总装机容量 3888.68 万千瓦；权益装机容量 931.46 万千瓦；总股本 44.02 亿股，总市值 381.67 亿元。1993 年登陆上海证券交易所，简称：川投能源，证券代码：600674。
华能澜沧江水电股份有限公司	华能澜沧江水电股份有限公司是由中国华能集团有限公司控股和管理的大型流域水电企业，是培育云南水电支柱产业和实施“西电东送”、“云电外送”的核心企业，也是“藏电外送”的主要参与者。主要从事澜沧江流域及周边地区水电资源的开发与运营，实施太阳能光伏、风电等可再生能源建设运营，拥有大型水电工程建设和大规模水电站集群。公司总装机 2764.38 万千瓦，其中水电装机 2296.48 万千瓦、火电装机 360 万千瓦、新能源装机 107.9 万千瓦，年发电量超千亿千瓦时，资产规模突破 1800 亿元，保持



“运营一批、建设一批、储备一批”的发展态势，全面形成“跨流域、走出去、大中小并举、国内外协同”的发展格局，已成为云南省内装机规模第一、澜沧江—湄公河次区域最大的清洁电力运营商。澜沧江公司成立于1999年6月，作为华能集团水电业务最终整合的唯一平台，于2017年12月15日在上海证券交易所上市，证券代码：600025。

国投电力 国投电力成立于2002年，是国投旗下的沪市A股上市公司，连续5年荣获上交所上市公司信息披露工作评价A级，是国内领先的能源产业投资方与运营商。2020年度，公司营业收入近400亿元、利润总额约120亿元，资产负债率63.9%。2020年10月，国投电力发行全球存托凭证(GDR)，在伦敦证券交易所上市，成为第二家荣获伦敦证券交易所绿色经济标志的伦交所上市中国企业。截至目前，国投电力拥有投资企业90多家，员工约8600人，业务涉及水电、火电、光伏、风电、储能、售电及综合能源服务领域，经营范围主要包括投资建设、经营管理以电力生产为主的能源项目，业务覆盖中国18个省、市、自治区以及“一带一路”沿线及OECD沿线的5个国家。国投电力装机结构以清洁能源为主，水火并济、风光互补，电源结构优良。至2021年底，公司已投产控股装机容量3622万千瓦，其中，水电装机2077万千瓦，风电、光伏等新能源装机357万千瓦，清洁能源装机容量占比达到67.3%，火电装机1188万千瓦，以大容量、高参数及热电联产机组为主。公司有序推动抽水蓄能、电化学储能及综合能源服务领域业务布局，探索新兴产业协同发展。1998年1月18日在上海证券交易所上市，证券代码：600886。

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

2.3.4. 公司竞争优势

公司电源结构较为合理，以清洁能源为主，水电、风电等清洁能源占公司在役装机容量的89.25%，其中水电装机容量达1,022.76万千瓦，重要盈利来源的水电站集中的红水河流域来水较稳定。风电从零开始逐渐形成规模。火电资产比重小且淘汰了落后产能。受益于节能环保，清洁能源优先上网的政策，水电利用小时数相对稳定，整体平均水电电价较低，在电力市场竞争中有较强的竞价优势。

公司上市以来，随着红水河流域梯级电站的开发和多年来实施的“购建并举，跨区域发展”的战略，积累了丰富的清洁能源项目建设和运营管理经验；形成了多项施工、运营和检修管理的国际、国内领先的专业技术。目前水电站的生产管理处国内同行业先进水平，具有建设“投资省、质量优、工期短”的水电站精品工程的实力和经验；锻炼和造就了一大批水电建设、经营和管理人才，可以依托红水河流域各电厂，应急培训新建和收购项目需要的特殊专业人才，从而为公司的发展提供源源不断的智力支持和人才保障。

随着电力体制改革的不断深入，公司积极参与售电侧改革，成立了全资子公司广西大唐桂冠电力营销有限公司，与广西电网公司联合组建了全国首家厂网合资的售电公司，参股了广西区政府主导的电力交易中心并获董事席位，为公司延伸产业链、培育新的效益增长点搭建了平台。

公司通过银行和资本市场双通道筹集资金降低融资成本，并不断探索新的融资工具和渠道，优化债务结构；同时推进系统内部资产整合和外部并购，加快发展多元化清洁能源并实现权益装机容量的进一步增长。

公司利用在红水河流域的装机规模化优势，对生产要素实行集约化管理，成立集控中心、资金调度中心等专业化机构对生产、资金进行科学化管控。已投运的集控中心成为了国内最大的跨专业、跨流域的综合集控平台，优化调度后提高整体水能利用率，降低运营成本；资金中心发挥了资金统筹调度和降低资金安全风险的作用。

三、公司近年重大资本运作

3.1 公司近年重大资本运作关键时间节点和状态

公司 2021 年投资活动现金流入 17,752 万元，较上年同期增加 8,089 万元，增加的主要原因是机组试运行取得的现金收入增加。投资活动现金流出 153,045 万元，较上年同期减少 108,910 万元，减少的主要原因是今年基建项目付现支出较去年减少。投资活动产生现金净流量-135,293 万元，较上年同期增加 116,998 万元。

序号	重要资本运作	类别	开始时间
1	鹿寨西岸水电站有限公司 20%股权	收购购买	2021/09/30
2	大唐桂冠合山发电有限公司 16.7627%股权	收购购买	2021/07/08
3	9 台风机资产	收购购买	2021/07/08
4	广西大唐电力物资有限公司 49%股权	资产出售	2021/04/29
5	大唐集团广西聚源电力有限公司 100%股权	收购购买	2018/08/31
6	大唐香电得荣电力开发有限公司 100%股权	收购购买	2018/04/27

资料来源：公司公告，iFind，川财证券研究所

3.2 IPO 发行主要情况

表格 6.IPO 发行情况

关键项目	具体内容
发行股份总数	1.10 亿股
发行价格	6.41 元/股
募集资金	募集资金净额 6.897 亿

资料来源：公司公告，iFind，川财证券研究所

四、盈利预测与估值比较

4.1 近期关键财务数据

公司 2021 年实现总营业收入 84.14 亿元，其中火电、水电、风电、光伏和其他差额项目分别为 15.03、61.56、6.25、0.03 和 0.66 亿元，同比增速分别为 18.69%、-16.80%、155.59%、100%和-14.65%。；归属上市公司股东净利润 13.52 亿元，同比下降 38.45%。21 年公司综合毛利率 37.59%，同比减少 11.11%。

2022 年一季度，实现总营业收入 25.84 亿元，较上年同期增长 34.56%；实现营业利润 10.21 亿元，归属母公司净利润 7.60 亿元，较上年同期增长 94.29%。

4.2 盈利预测假设

公司 2021 年实现总营业收入 84.14 亿元,其中火电、水电、风电、光伏和其他差额项目分别为 15.03、61.56、6.25、0.03 和 0.66 亿元。公司未来将严格契合国家“十四五”规划,全力发展新能源产业,形成水火风光一体化的盈利模式,加快建设世界一流现代化绿色能源企业,可持续发展优势进一步增强。

4.3 盈利预测结论

我们预计 2022-2024 年,公司发电量 402.50 亿千瓦时,公司可实现营业收入 98.46 (同比增长 17.02%)、102.70 和 106.74 亿元;归属母公司净利润 24.91、26.67 和 27.76 亿元。总股本 78.82 亿,对应 EPS 0.32、0.34 和 0.35 元。

表格 7.公司分产品收入和毛利率假设 (单位:亿元/%)

指标	分产品	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	水力发电	73.22	61.56	80.02	81.62	83.26
	同比增长	-4.57%	-15.93%	30.00%	2.00%	2.00%
	火力发电	12.66	15.03	9.16	9.16	9.16
	同比增长	40.05%	18.69%	-40.00%	0.00%	0.00%
	太阳能光伏发电	—	0.03	18.5	45.00	69.10
	同比增长	—	—	47.33%	58.89%	34.88%
	风力发电	2.44	6.25	6.25	6.25	6.25
	同比增长	13.26%	155.59%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源:公司公告, IFinD, 川财证券研究所

4.4 估值比较

2022 年 7 月 5 日,股价 6.31 元,总股本 78.82 亿股,对应市值 497.38 亿元,2022-2024 年 PE 约为 19.90、18.59 和 17.86。公司为国家水电企业,坚持加快建设世界一流现代化绿色电力企业的战略目标,从而更加突出公司以水电为核心、大力发展新能源的特点。未来或将受益于国家“双碳”政策,具备长期成长性,我们首次覆盖给予“增持”评级。

表格 8.可比公司估值

序号	代码	公司	股 价 (元)	市值/亿元 总计	流通	EPS/元 2021 A	2022E	2023E	PE 2021A	2022E	2023E	PB 最新	ROE 2021
1	600900.SH	长江电力	24.24	5512.63	5512.63	1.16	1.26	1.33	19.65	19.35	18.35	3.00	14.51%
2	600674.SH	川投能源	12.44	548.13	548.13	0.70	0.81	0.90	17.84	15.38	13.91	1.77	9.88%
3	600025.SH	华能水电	7.08	1274.40	1274.40	0.32	0.38	20.32	0.42	18.91	17.28	2.49	9.07%
4	600886.SH	国投电力	10.90	812.51	759.28	0.33	0.80	0.90	35.09	13.58	12.16	1.74	4.74%

资料来源: IFinD, 川财证券研究所, 数据更新于 2022/07/05

风险提示

电力政策风险;

气候影响风险;

煤炭价格波动风险。

盈利预测

财务报表预测及比率分析

资产负债表							利润表						
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1863.24	1883.87	1561.90	4615.81	11568.97	19842.96	营业收入	9043.44	8973.95	8414.29	9844.89	10269.93	10674.18
应收票据及账款	1000.13	1312.16	1455.21	1410.30	1471.19	1529.10	营业成本	4597.30	4580.60	5236.41	5014.34	5127.69	5311.15
预付账款	313.71	25.75	40.15	138.91	144.91	150.61	税金及附加	159.67	151.38	141.38	168.44	175.71	182.63
其他应收款	39.22	33.21	52.92	47.02	49.05	50.98	销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	246.84	164.59	241.57	226.91	232.04	240.34	管理费用	385.06	347.62	331.94	396.30	413.41	429.69
其他流动资产	154.24	298.59	393.11	318.47	332.22	345.30	研发费用	0.00	0.00	4.84	1.89	1.97	2.05
流动资产总计	3617.38	3718.18	3744.86	6757.42	13798.38	22159.30	财务费用	1107.51	986.80	849.45	910.23	955.90	1003.81
长期股权投资	1012.24	1044.20	1073.08	1130.32	1187.57	1244.81	资产减值损失	0.00	-0.08	0.00	-0.03	-0.03	-0.03
固定资产	34775.32	33381.44	35647.00	#####	31307.44	24307.53	信用减值损失	55.25	-1.10	-37.38	5.07	5.29	5.49
在建工程	3260.52	4774.35	2501.28	0.00	0.00	0.00	其他经营损益	0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	707.29	701.22	687.98	573.32	458.65	343.99	投资收益	52.23	69.10	78.79	66.71	66.71	66.71
长期待摊费用	3.55	1.14	0.29	0.14	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.04	-0.59	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	580.71	1159.92	792.71	792.71	792.71	792.71	资产处置收益	7.77	2.68	0.03	3.49	3.49	3.49
非流动资产合计	40339.64	41062.28	40702.35	#####	33746.37	26689.04	其他收益	20.58	26.42	18.82	21.94	21.94	21.94
资产总计	43957.01	44780.45	44447.21	#####	47544.75	48848.34	营业利润	2929.76	3003.98	1910.54	3450.86	3692.65	3842.46
短期借款	4870.00	1944.33	1871.66	0.00	0.00	0.00	营业外收入	15.38	15.21	33.75	21.45	21.45	21.45
应付票据及账款	1292.48	1591.23	1983.79	1683.76	1721.82	1783.43	营业外支出	48.68	57.68	47.01	51.12	51.12	51.12
其他流动负债	3760.22	2892.55	4761.90	3960.22	4054.70	4200.68	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	9922.70	6428.10	8617.35	5643.98	5776.52	5984.11	利润总额	2896.47	2961.51	1897.28	3421.19	3662.97	3812.79
长期借款	16766.32	18452.69	15981.12	#####	19883.12	19883.12	所得税	497.70	466.93	301.99	557.27	596.65	621.06
其他非流动负债	141.69	539.83	154.73	154.73	154.73	154.73	净利润	2398.77	2494.59	1595.29	2863.92	3066.32	3191.73
非流动负债合计	16908.01	18992.51	16135.85	#####	20037.85	20037.85	少数股东损益	284.84	298.01	243.25	372.97	399.32	415.66
负债合计	26830.71	25420.61	24753.20	#####	25814.37	26021.95	归属母公司股东净利润	2113.93	2196.58	1352.04	2490.95	2666.99	2776.08
股本	7882.38	7882.38	7882.38	7882.38	7882.38	7882.38	EBITDA	6380.89	6209.23	4799.34	#####	11733.59	11931.17
资本公积	1284.20	1301.34	984.05	984.05	984.05	984.05	NOPLAT	3341.47	3366.18	2322.76	3652.07	3892.70	4058.21
留存收益	5346.81	7517.58	7923.01	8533.47	9187.09	9867.43	EPS(元)	0.27	0.28	0.17	0.32	0.34	0.35
归属母公司权益	14513.39	16701.29	16789.43	#####	18053.51	18733.85	主要财务比率						
少数股东权益	2612.92	2658.55	2904.58	3277.55	3676.87	4092.53							
股东权益合计	17126.31	19359.84	19694.01	#####	21730.38	22826.38	会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债和股东权益合计	43957.01	44780.45	44447.21	#####	47544.75	48848.34	成长能力						
现金流量表							营收增长率	-4.95%	-0.77%	-6.24%	17.00%	4.32%	3.94%
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营业利润增长率	-12.12%	2.53%	-36.40%	80.62%	7.01%	4.06%
税后经营利润	2398.77	2494.59	1595.29	2811.62	3014.02	3139.44	EBIT增长率	-11.60%	-1.39%	-30.43%	57.69%	6.64%	4.28%
折旧与摊销	2376.91	2260.92	2052.62	6487.74	7114.72	7114.57	EBITDA增长率	-8.83%	-2.69%	-22.71%	125.43%	8.45%	1.68%
财务费用	1107.51	986.80	849.45	910.23	955.90	1003.81	归母净利润增长率	-11.36%	3.91%	-38.45%	84.24%	7.07%	4.09%
投资损失	-52.23	-69.10	-78.79	-66.71	-66.71	-66.71	经营现金流增长率	-16.78%	2.81%	-27.19%	125.36%	21.66%	2.24%
营运资金变动	-416.28	-127.67	-447.27	#####	44.75	120.66	盈利能力						
其他经营现金流	4.78	26.11	85.17	58.98	58.98	58.98	毛利率	49.16%	48.96%	37.77%	49.07%	50.07%	50.24%
经营性现金净流量	5419.46	5571.64	4056.46	9141.50	11121.66	11370.75	净利率	26.52%	27.80%	18.96%	29.09%	29.86%	29.90%
资本支出	945.93	2211.83	1915.55	2530.00	4002.00	0.00	营业利润率	32.40%	33.47%	22.71%	35.05%	35.96%	36.00%
长期投资	0.00	-9.58	8.84	0.00	0.00	0.00	ROE	14.57%	13.15%	8.05%	14.32%	14.77%	14.82%
其他投资现金流	-1686.76	-4725.15	-3277.32	#####	-8001.22	2.78	ROA	4.81%	4.91%	3.04%	5.72%	5.61%	5.68%
投资性现金净流量	-740.83	-2522.91	-1352.93	#####	-3999.22	2.78	ROIIC	8.64%	8.93%	6.03%	9.98%	11.49%	13.16%
短期借款	875.00	-2925.67	-72.67	#####	0.00	0.00	估值倍数						
长期借款	-2630.49	1686.36	-2471.57	1102.00	2800.00	0.00	P/E	23.45	22.57	36.67	19.90	18.59	17.86
普通股增加	1819.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/S	5.48	5.52	5.89	5.04	4.83	4.64
资本公积增加	-211.73	17.14	-317.29	0.00	0.00	0.00	P/B	3.42	3.24	3.35	3.22	3.09	2.96
其他筹资现金流	-4816.14	-1833.19	-193.77	#####	-2969.29	-3099.54	股息率	3.02%	3.02%	2.38%	3.79%	4.06%	4.23%
筹资性现金净流量	-4964.35	-3055.36	-3055.30	#####	-169.29	-3099.54	EV/EBIT	15.41	14.44	25.63	15.25	13.50	11.32
现金流量净额	-285.71	-6.63	-351.77	3053.91	6953.16	8273.99	EV/EBITDA	9.67	9.18	14.67	6.11	5.31	4.57
							EV/NOPLAT	18.47	16.93	30.31	18.09	16.02	13.44

数据来源：同花顺iFinD

川财证券

川财证券有限责任公司成立于 1988 年 7 月,前身为经四川省人民政府批准、由四川省财政出资兴办的证券公司,是全国首家由财政国债中介机构整体转制而成的专业证券公司。经过三十余载的变革与成长,现今公司已发展成为由中国华电集团资本控股有限公司、四川省国有资产经营投资管理有限责任公司、四川省水电投资经营集团有限公司等资本和实力雄厚的大型企业共同持股的证券公司。公司一贯秉承诚实守信、专业运作、健康发展的经营理念,矢志服务客户、服务社会,创造了良好的经济效益和社会效益;目前,公司是中国证券业协会、中国国债协会、上海证券交易所、深圳证券交易所、中国银行间市场交易商协会会员。

研究所

川财证券研究所目前下设北京、上海、深圳、成都四个办公区域。团队成员主要来自国内一流学府。致力于为金融机构、企业集团和政府部门提供专业的研究、咨询和调研服务,以及投资综合解决方案。



分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399