

红水河上璀璨明珠，二季度来水有望超预期（更新）

扎根广西的区域水电龙头，近年业绩较为稳定

桂冠电力电源结构以水电为主，风电、火电为辅。截至 2021 年底，公司在役装机容量 1237.36 万千瓦，其中水电装机 1022.76 万千瓦，占总装机比例为 82.66%。火电装机 133 万千瓦，全部属于位于广西省的合山火电。2021 年公司积极布局风电及光伏业务，风电年内投产 44.45 万千瓦，累计装机达 76.6 万千瓦。截至 2021 年底公司清洁能源装机占比达 89.3%，在双碳政策的支持下，我们判断公司清洁能源装机占比未来有望进一步提升。

公司深耕红水河，电量及业绩与水文数据高度相关

桂冠电力拥有南盘江红水河十级电站中的六座，分别为平班、龙滩、岩滩、大化、百龙滩、乐滩，合计装机容量占红水河流域总装机的 74%，占广西自治区水电装机总量的 56%，为广西水电龙头企业。近年来龙滩电站的发电量与出库流量的正相关性为 0.76，我们认为高频的日均出库流量将成为预测大型水电站发电量情况的前瞻指标。公司发电增速与利润总额增速的正相关性高达 0.93。以发电量为纽带，可以验证出龙滩电站出库流量是影响公司盈利的关键因素。2022 年二季度，公司龙滩电站出库流量大幅上升，我们预计公司二季度水电发电量有望大幅增长。

火电盈利修复，风光项目投产加速进行

2021 年火电收入 15 亿元，同比增长 18.7%；2021 年公司火电完成发电量 42.71 亿千瓦时，同比增长 16.06%；毛利率为-25.5%，燃料成本的提升是公司火电板块亏损的主要原因。在国家推动煤炭长协限价与履约率提升的背景下，公司火电盈利有望得到修复。另一方面公司新能源项目建设稳步推进，公司公告投资多个新能源项目合计 126.3 万千瓦，预计 2023 年前陆续投产。

同业比较：桂冠电力资产较优，高分红凸显配置价值

近年来在公司流域来水波动的背景下，公司业绩及盈利能力仍保持相对稳健，ROE 有所下滑，但仍保持行业中等水平；公司资产负债率略有下降，总体保持在 60%左右。2019、2020 和 2021 年度公司的分红比例均高于 60%，在 2021 年达到 87.5%。

维持桂冠电力“买入”评级

考虑到今年公司水电来水较好，且继续享受丰水期电价不下调优惠，未来风电、光伏等新能源装机也将持续贡献业绩增量，我们预计 2022-2024 年公司将分别实现营业收入 129.43 亿元、114.42 亿元、121.17 亿元，归母净利润分别为 42.77 亿元、31.49 亿元、33.26 亿元，维持桂冠电力“买入”评级。

风险提示：红水河流域来水波动的风险；煤价大幅上涨的风险；电价下降的风险。

桂冠电力(600236)

维持

买入

高兴

gaoxing@csc.com.cn

021-68821600

SAC 执业编号：S1440519060004

发布日期：2022 年 7 月 8 日

当前股价：7.02 元

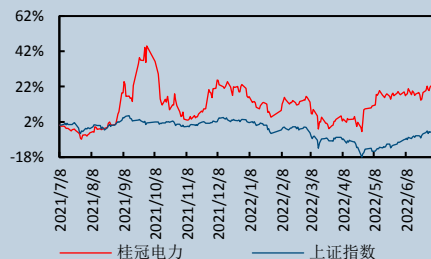
目标价格 6 个月：8.5 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	18.14/14.36	34.73/30.79	38.45/43.78
12 月最高/最低价 (元)			7.68/4.74
总股本 (万股)			788,237.78
流通 A 股 (万股)			788,237.78
总市值 (亿元)			553.34
流通市值 (亿元)			553.34
近 3 月日均成交量 (万股)			1,026.64
主要股东			
中国大唐集团有限公司			51.55%

股价表现



相关研究报告

- 22.07.06 【中信建投电力】桂冠电力(600236): 红水河上璀璨明珠，二季度来水有望超预期
- 21.08.31 【中信建投电力】桂冠电力(600236): 水电、风电并驾齐驱，驱动公司业绩稳健提升
- 21.04.29 【中信建投公用事业】桂冠电力(600236): 全年来水稳定保障业绩稳定，一季度电量有所改善

目录

桂冠电力：红水河流域的璀璨明珠	1
主营水电业务，广西区域电力龙头	1
深耕红水河，发电量与水文数据高度相关	5
十三大水电基地之一，十级梯度电站星罗棋布	5
二季度来水充裕，水电盈利预期可观	6
火电盈利修复，风光项目投产加速进行	9
同业比较：桂冠电力资产较优，高分红凸显配置价值	11
盈利预测及投资建议	12
风险分析	14

图目录

图 1：桂冠电力股权结构	1
图 2：近十年桂冠电力装机组成及水电占比（单位：万千瓦，%）	2
图 3：桂冠电力装机近四年利用小时（单位：小时）	3
图 4：桂冠电力近四年发电量及增速（单位：亿千瓦时）	3
图 5：桂冠电力近四年电力营业收入及增长（单位：亿元，%）	3
图 6：桂冠电力近四年归母净利润及增长（单位：亿元）	3
图 7：桂冠电力近四年分业务毛利润及增长（单位：亿元）	4
图 8：桂冠电力近四年分业务毛利率变化（单位：%）	4
图 9：桂冠电力近四年加权净资产收益率	4
图 10：桂冠电力近四年期间费用率变化	4
图 11：广西主要流域水电站分布情况（下标红线为桂冠电力电站）	5
图 12：全国降水量与水电设备平均利用小时数（单位：毫米，小时）	7
图 13：龙滩全年水位变化（单位：米）	7
图 14：龙滩出库流量变化（单位：立方米/秒）	8
图 15：龙滩发电量与出库流量（单位：亿千瓦时，立方米/秒）	8
图 16：龙滩出库流量与发电量相关性分析	8
图 17：桂冠电力分季度水电发电增速与利润总额增速	9
图 18：桂冠电力分季度水电发电增速与利润总额增速相关性	9
图 19：桂冠电力火电营业收入及毛利率（单位：亿元，%）	10
图 20：桂冠电力风电营业收入及毛利率（单位：亿元，%）	10
图 21：近三年主要水电上市公司 ROE（单位：%）	11
图 22：近三年主要水电公司资产负债率（单位：%）	11
图 23：近三年主要水电上市公司股利支付率	11
图 24：近三年主要水电上市公司股息率	11
图 25：主要水电公司近年不含税电价（单位：元/千瓦时）	12
图 26：主要水电公司水电度电毛利润（单位：元/千瓦时）	12

表目录

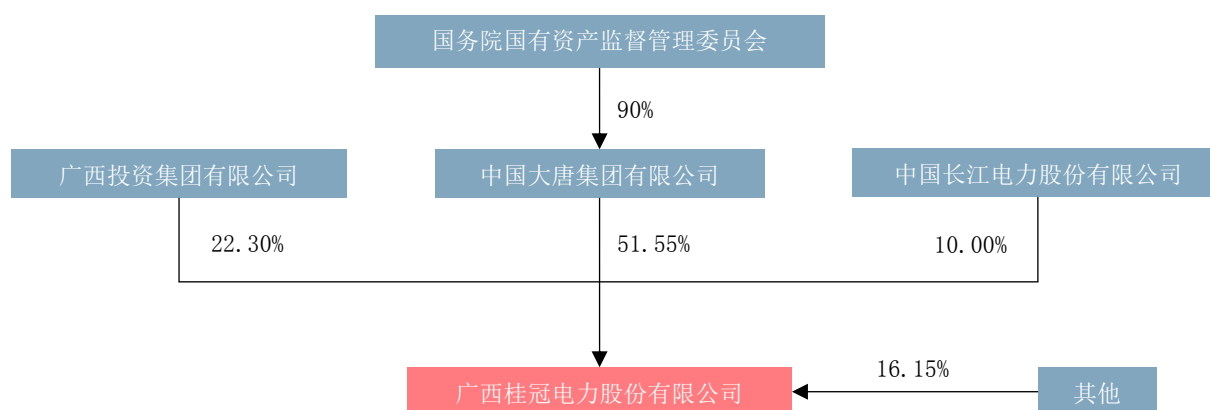
表 1: 截止 2021 年底桂冠电力在运发电资产汇总.....	1
表 2: 南盘江红水河水电基地梯级建设详情.....	6
表 3: 桂冠电力新能源项目投资情况	10
表 4: 桂冠电力盈利预测（单位：百万元，元）	13

桂冠电力：红水河流域的璀璨明珠

主营水电业务，广西区域电力龙头

公司成立于 1992 年 9 月，是经广西壮族自治区体改委批准，以定向募集方式设立的股份有限公司。2000 年公司正式在上海证券交易所挂牌上市，2006 年公司控股股东变更为中国大唐集团。截止 2021 年底，大唐集团共持有公司 51.55% 的股份，为第一大股东。公司是大唐集团旗下唯一的专业化水电上市运营平台。

图 1：桂冠电力股权结构



资料来源：公司公告，中信建投

装机方面，公司电源结构以水电为主，风电、火电为辅。截至 2021 年底，公司在役装机容量 1237.36 万千瓦，其中水电装机 1022.76 万千瓦，占总装机比例为 82.66%。火电装机 133 万千瓦，全部属于位于广西的合山火电；风电装机容量增至 76.6 万千瓦，主要为广西风电项目和贵州风电项目。

表 1：截止 2021 年底桂冠电力在运发电资产汇总

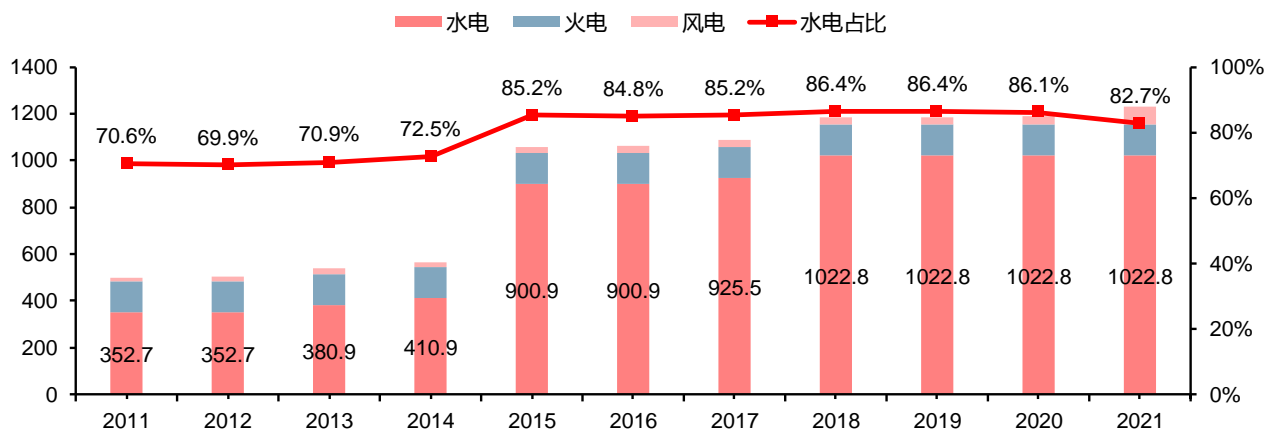
电厂名称	地点	装机容量（万千瓦）	持股比例	权益装机（万千瓦）	项目状态
龙滩公司水电站	广西	490	100%	490	在运
岩滩公司水电站	广西	181	70%	126.7	在运
大化水电站	广西	56.6	100%	56.6	在运
百龙滩水电站	广西	19.2	100%	19.2	在运
桂开公司水电站	广西	60	52%	31.2	在运
平班公司水电站	广西	40.5	63%	25.5	在运
川汇公司水电站	四川	43.6	100%	43.6	在运
沿渡河公司水电站	湖北	10	65%	6.5	在运
得荣公司水电站	云南	24.6	51%	12.5	在运
深圳分公司水电站	贵州	18	100%	18.0	在运
广源分公司水电站	广西	70.74	100%	70.7	在运

香电公司水电厂	云南	8.52	74%	6.3	在运
水电合计		1022.76		906.9	
合山火电厂	广西	133	100%	133	在运
火电合计		133		133	
山东分公司风电场	山东	18.6	100%	18.6	在运
新能源公司风电场	广西	29.2	100%	29.2	在运
盘州分公司风电场	贵州	28.8	100%	28.8	在运
风电合计		76.6		76.6	
岩滩光伏	广西	5	70%	3.5	在运
光电合计		5		3.5	
发电总资产合计		1237.36		1120	

资料来源：公司公告，中信建投

从桂冠电力装机结构来看，水电是公司主要装机类型。2018 年公司收购聚源电力 100% 股权后，水电装机跃升至 1023 万千瓦，近年来水电装机规模未有变化。2021 年公司积极布局风电及光伏业务，风电年内投产 44.45 万千瓦，累计装机达 76.6 万千瓦。截至 2021 年底公司清洁能源装机占比达 89.3%，在双碳政策的支持下，我们判断公司清洁能源装机占比未来有望进一步提升。

图 2：近十年桂冠电力装机组成及水电占比（单位：万千瓦，%）

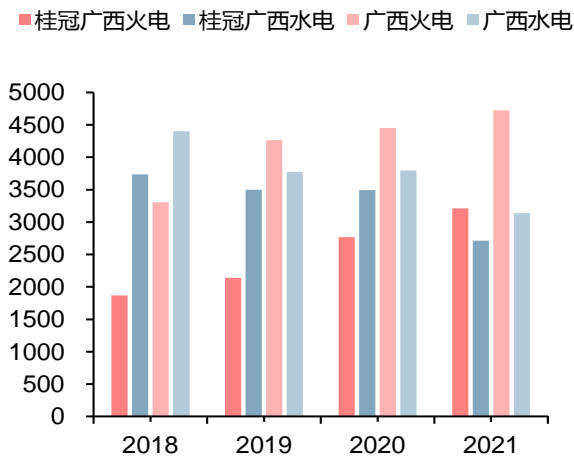


资料来源：公司公告，中信建投

公司水电及火电装机均集中于广西，受区域电力供需及流域来水情况影响较大。公司水电装机主要是以龙滩电站为首的红水河流域梯级电站，其利用小时主要受来水情况影响，每年发电量有所波动。2021 年公司广西火电利用小时数为 3211 小时，水电利用小时数为 2712 小时。对比公司利用小时与广西平均利用小时可以发现公司火电、水电利用小时略低于广西平均水平，变化趋势一致。

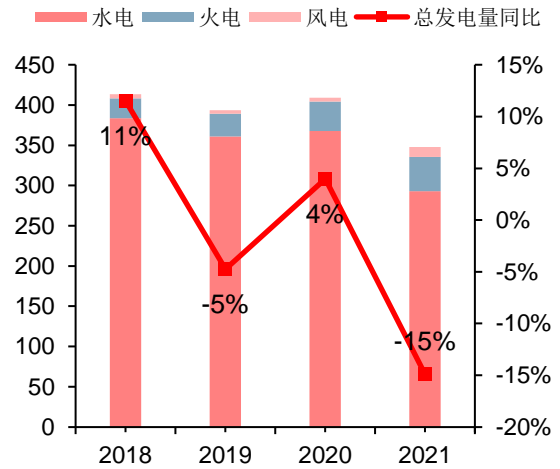
2021 年公司流域来水偏枯，红水河流域龙滩断面来水同比下降约三成，导致此区域各水电厂发电量有所下降，水电发电量为 292.8 亿千瓦时，同比下降 20.3%。另一方面由于广西全社会用电量需求增长较快，用电形势偏紧，近年来公司火电利用小时持续增加，2021 年火电完成发电量 42.71 亿千瓦时，同比增长 16.1%。

图 3：桂冠电力装机近四年利用小时（单位：小时）



资料来源：公司公告，中信建投

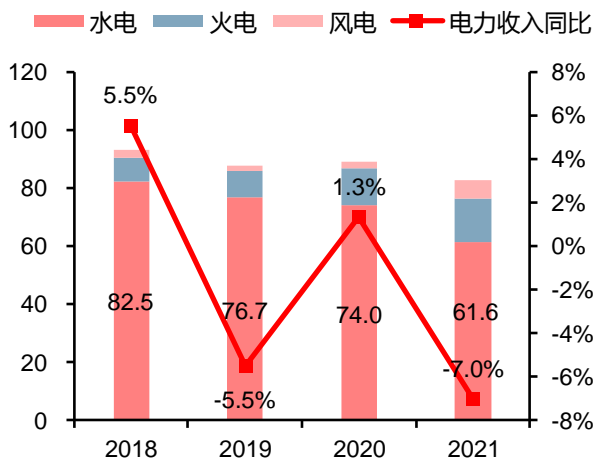
图 4：桂冠电力近四年发电量及增速（单位：亿千瓦时）



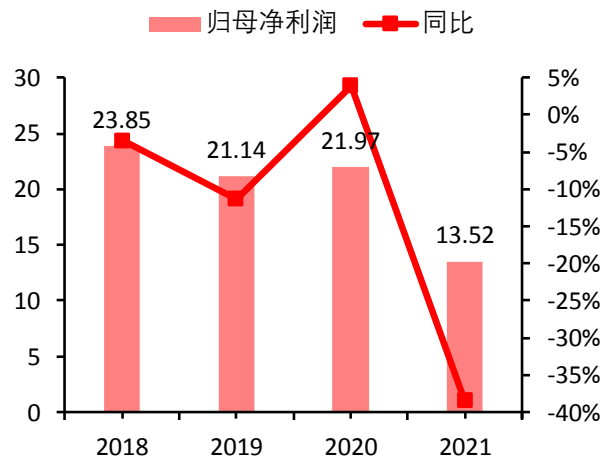
资料来源：公司公告，中信建投

电力营业收入方面，水电营业收入占比最大。2021 年，公司水电实现收入 61.56 亿元，同比下降 16.8%，主要系红水河流域来水偏枯因素影响；火电实现收入 15.03 亿元，同比增长 18.7%；风电实现收入 6.25 亿元，同比增长 156.1%。2021 年公司实现了归母净利润 13.52 亿元，同比下降了 38.45%。这主要因为 2021 年来水偏枯导致的水电发电量减少以及火电成本大幅上涨的影响。

图 5：桂冠电力近四年电力营业收入及增长（单位：亿元，%）图 6：桂冠电力近四年归母净利润及增长（单位：亿元）



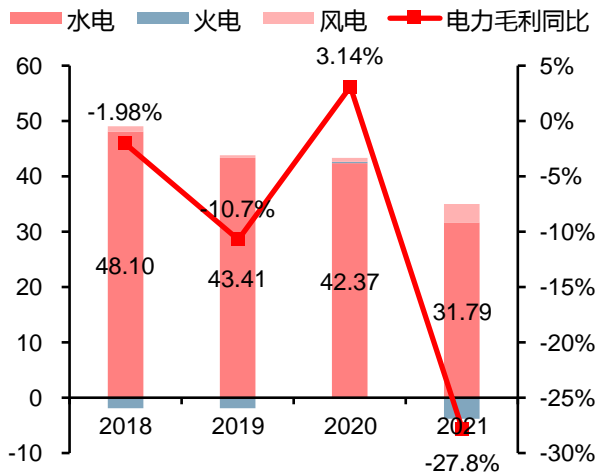
资料来源：公司公告，中信建投



资料来源：公司公告，中信建投

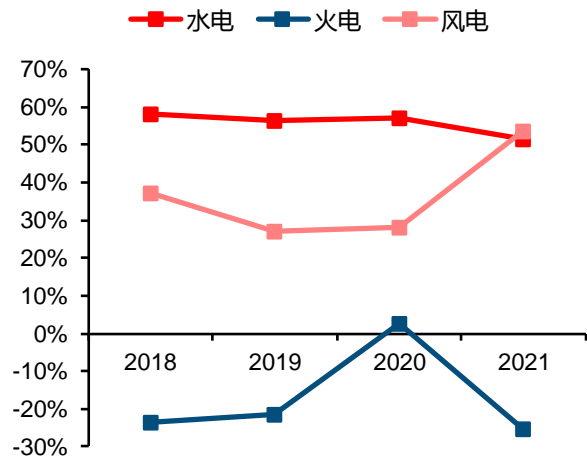
毛利润方面，2021 年水电实现毛利润 31.79 亿元，同比下降 24.79%；火电实现毛利润-3.82 亿元，同比下降 1294%；风电实现毛利润 3.35 亿元，同比上涨 385.51%。毛利率方面，水电毛利率为 51.6%，同比下降 5.6pct；火电毛利率为-25.5%，同比下降 28pct；风电毛利率 53.6%，同比提升 25.3pct。综合来看，在火电、水电装机规模难以大规模增长的背景下，风电、光伏有望成为公司未来利润持续增长的重要引擎。

图 7：桂冠电力近四年分业务毛利润及增长（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中信建投

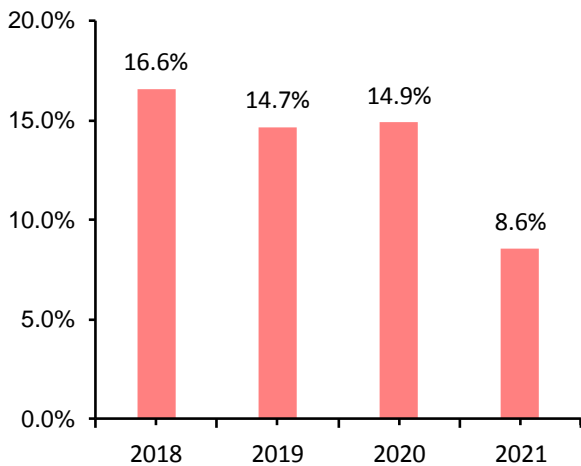
图 8：桂冠电力近四年分业务毛利率变化（单位：%）



资料来源：公司公告，中信建投

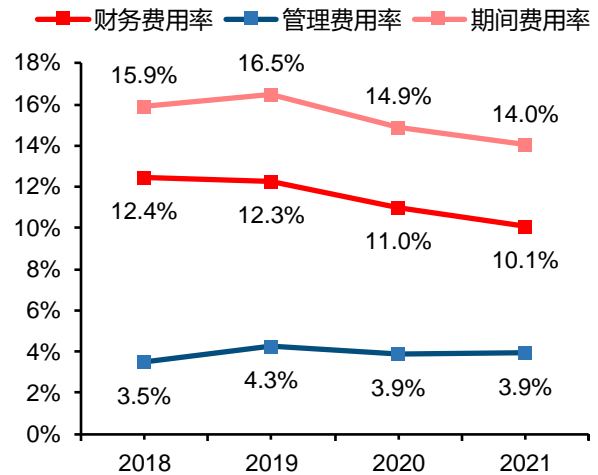
桂冠电力近三年净资产收益率相对稳定，2021 年公司净资产收益率为 8.6%。从公司费用率情况来看，近年公司期间费用率持续优化，反映出公司精细化管理卓有成效。2021 年公司期间费用率为 14%，同比下降 0.9 个百分点；其中财务费率为 10.1%，同比下降 0.9 个百分点，管理费率为 3.9%，同比持平。从公司费用率情况来看，公司近年来财务费用率有所下降，管理费用率稳中略增而销售费用率基本为零。

图 9：桂冠电力近四年加权净资产收益率



资料来源：公司公告，中信建投

图 10：桂冠电力近四年期间费用率变化



资料来源：公司公告，中信建投

深耕红水河，发电量与水文数据高度相关

十三大水电基地之一，十级梯度电站星罗棋布

红水河为珠江水系西江上游干流，上游称南盘江，全长 927 公里，总落差 1854 米，流域面积 54900 平方公里，其中天生桥至纳贡段河长仅 18.4 公里，集中落差达 184 米。红水河干流在广西石龙三江口与柳江汇合后称黔江，黔江长 123 公里。黔江出口处多年平均流量 4100 立方米/秒，多年平均径流量 1360 亿立方米，占珠江流域年径流量的 39%。

南盘江红水河水电规划重点开发在南盘江天生桥至黔江大藤峡段，共有天生桥一级、天生桥二级、平班、龙滩、岩滩、大化、百龙滩、乐滩、桥巩、大藤峡 10 个梯度开发河段，其中天生桥一级、天生桥二级以及平班水电站在南盘江流域；龙滩、岩滩、大化、百龙滩、乐滩以及桥巩水电站位于红水河流域；大藤峡水电站则位于黔江流域。流域全长 1050 公里，总落差 756.6 米，具有极高的水电资源开发价值。

图 11：广西主要流域水电站分布情况（下标红线为桂冠电力电站）



资料来源：南方电网，中信建投

南盘江红水河流域规划装机容量合计 1448.3 万千瓦，送电范围跨滇、黔、桂、粤四省。第四梯级龙滩水电站规划装机容量最大，为 630 万千瓦（在运 490 万千瓦，另外两台 70 万千瓦拟建机组受移民及环保等因素影响，暂无安装计划）。流域内除龙滩、岩滩水电站具有季调能力外，其余水电站均为日调节及径流式电站，因此龙滩水电站对下游各级电站具有重要的蓄能补偿调节作用。

表 2：南盘江红水河水电基地梯级建设详情

梯级	水电站	规划装机容量（万千瓦）	在役装机容量（万千瓦）	权益归属	项目投资（亿元）
1	天生桥一级	120	120	广东粤电集团 50% 大唐集团 20% 广西投资集团 20% 贵州投资集团 10%	103.42
2	天生桥二级	132	132	南方电网调频调峰有限公司 75% 中国安能建设总公司 25% 桂冠电力 35%	103.74
3	平班	40.5	40.5	广东能发集团有限公司 28% 贵州黔西南州工业投资公司 27% 广西隆林县电业公司 10%	20.73
4	龙滩	630	490	桂冠电力 100%	343
5	岩滩	181	181	桂冠电力 70% 广西投资集团 30%	—
6	大化	60	56.6	桂冠电力 100%	—
7	百龙滩	19.2	19.2	桂冠电力 100%	16.44
8	乐滩	60	60	桂冠电力 52% 广西投资集团 48%	40.24
9	桥巩	45.6	45.6	广西投资集团 71.8% 广西银海实业有限公司 28.2% 广州华南投资有限公司 46% 广西投资集团 34%	57.6
10	大藤峡	160	-	广西水利电业集团 10% 广东水电二局股份有限公司 7% 广东水利电力勘测设计研究院 3%	303.48
	合计	1448.3	1144.9		

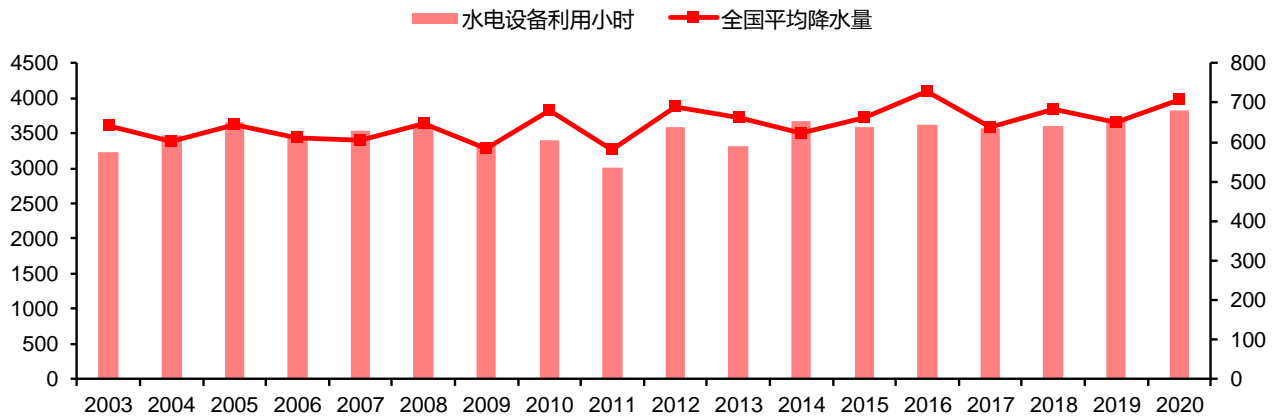
资料来源：公司公告，中信建投

二季度来水充裕，水电盈利预期可观

桂冠电力拥有南盘江红水河十级电站中的六座，分别为平班、龙滩、岩滩、大化、百龙滩、乐滩，合计装机容量占红水河流域总装机的 74%，占广西壮族自治区水电装机总量的 56%，为广西水电龙头企业。水电运营不含燃料成本，固定成本的比例较高。水电成本中折旧成本相对稳定，占比一般达到 60% 以上。公司折旧方法采用年限折旧法，在来水充沛的年份，利用小时的提升可以推动发电量增长并摊薄度电折旧成本，提高度电毛利润。

从全国水利历史经数据来看，水电的装机利用小时与全年的降水量具有很强的正相关性，降水量比较大的年份，水电的全年装机利用小时也比较高。2021 年，公司水电来水偏枯，发电量利用小时 3137 小时，同比降低 661 小时。2021 年红水河流域龙滩断面来水 344 亿立方米，同比下降约三成，反映到发电量上，水电完成发电量 292.81 亿千瓦时，同比减少 20.35%。

图 12：全国降水量与水电设备平均利用小时数（单位：毫米，小时）

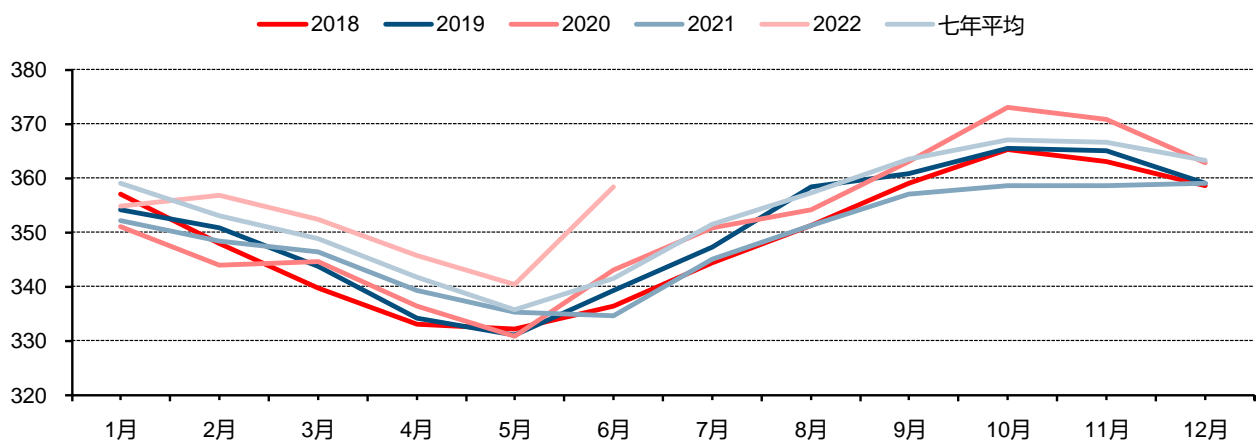


资料来源：中国水利部，Wind 资讯，中信建投

就红水河而言，其流域降水一般集中在 5 月~9 月，汛期来水对流域内机组发电量情况有着决定性作用。水位可以作为水电站“发电潜力”的一个标志，如果汛期后水位持续高于去年同期，那么大概率电站在枯水期出库流量将有所提升，发电的表现将有所改善。而对于决定全年发电量的汛期发电情况来说，由于机组普遍在高水位运行，水位些许波动对整体出力影响较小；在弃水情况逐步好转的大前提下，汛期水电出力主要受当期出库流量影响，我们完全可以通过更为高频的出库流量数据对重点水电站发电情况进行判断。

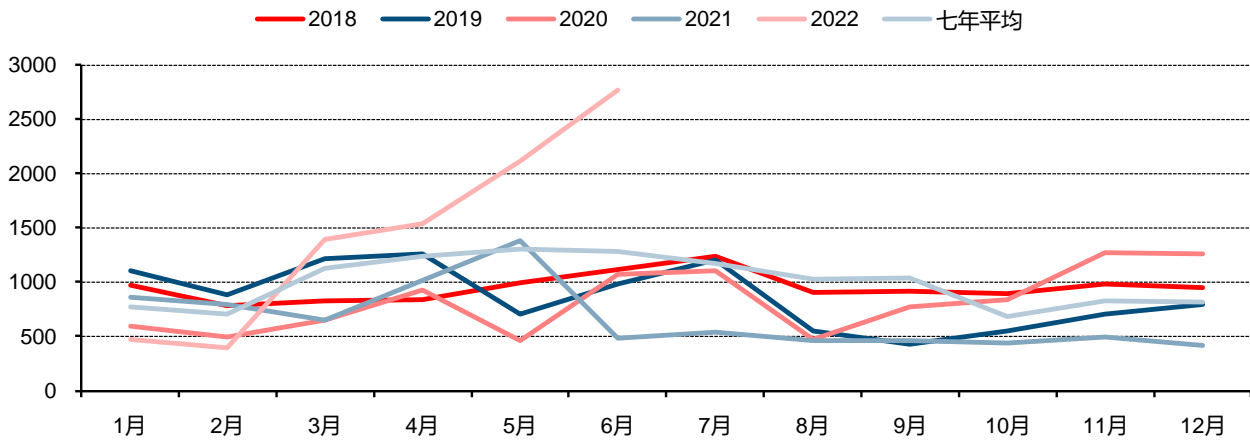
从龙滩电站全年水位的变化情况可以很好验证我们的判断。由图可知，龙滩电站水位变化周期性明显：1-5 月份枯水季节呈逐渐下降趋势，为汛期来水腾空库容；之后水位随着汛期来水波动调整，在 10 月份左右最终达到高位。同时我们观察到，2022 年龙滩电站来水情况远好于去年，6 月份龙滩水电站出库流量同比增长 467%，有望带动公司发电量大幅增长。

图 13：龙滩全年水位变化（单位：米）



资料来源：珠江水文委，中信建投

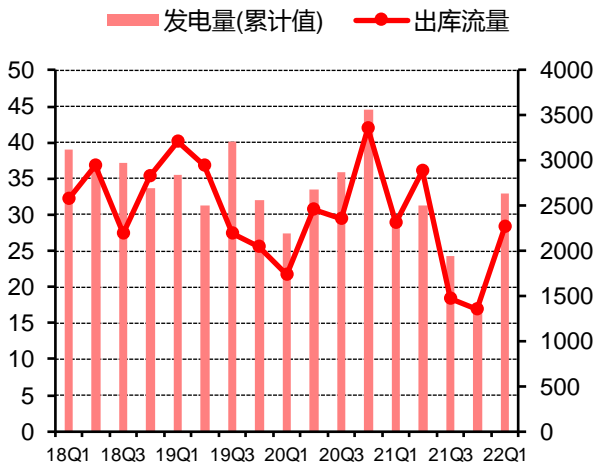
图 14: 龙滩出库流量变化 (单位: 立方米/秒)



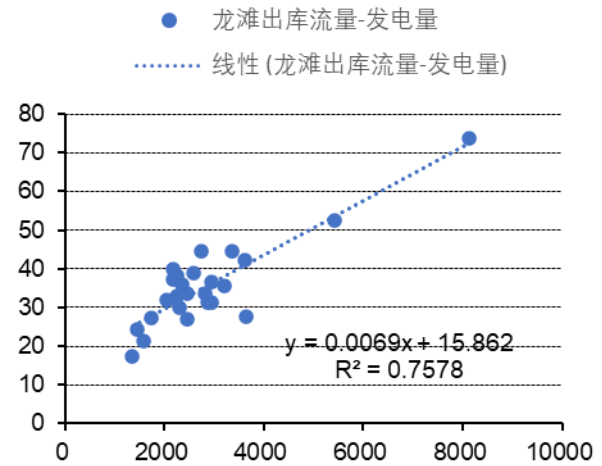
资料来源: 珠江水文委, 中信建投

从近年来龙滩电站的发电量与出库流量的数据来看, 两者正相关性为 0.76, 因此我们认为高频的日均出库流量可以成为预测大型水电站发电量情况的前瞻指标。桂冠电力的水电装机占比较高, 公司利润很大程度上取决于水电发电增速。公司水电发电增速与净利润增速正相关性为 0.74, 且由于经营杠杆导致斜率为 4.47, 体现发电量带来利润高弹性。

图 15: 龙滩发电量与出库流量 (单位: 亿千瓦时, 立方米/秒) 图 16: 龙滩出库流量与发电量相关性分析

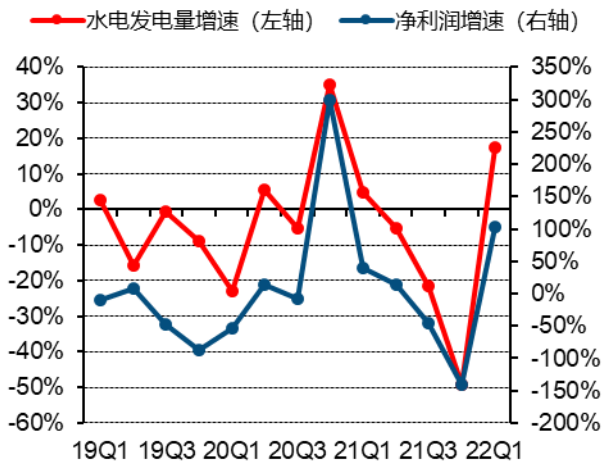


资料来源: 公司公告, 珠江水文委, 中信建投



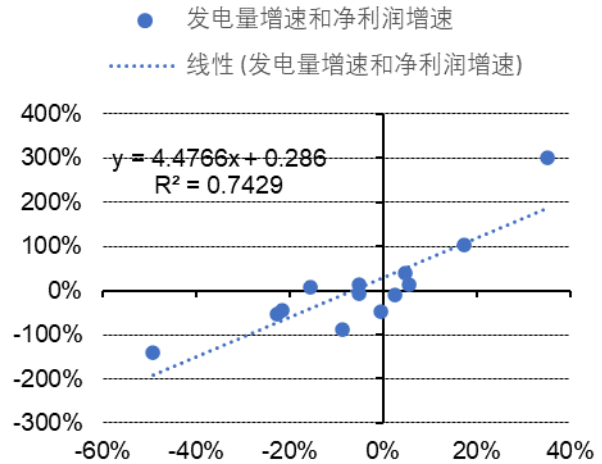
资料来源: 公司公告, 珠江水文委, 中信建投

图 17: 桂冠电力分季度水电发电增速与净利润增速 (%)



资料来源: 公司公告, 珠江水文委, 中信建投

图 18: 桂冠电力分季度水电发电增速与净利润增速相关性



资料来源: 公司公告, 珠江水文委, 中信建投

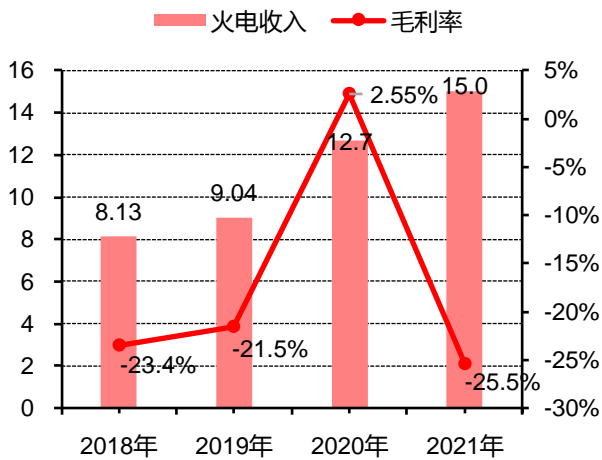
2021 年, 水电电价取消了丰水期降价 10%、高能耗补贴、10 千伏用户补贴等多项水电减利政策, 上网电价有所回升。2022 年二季度, 公司龙滩电站出库流量大幅上升, 预计公司二季度发电量会有大幅增长, 叠加水电延续取消丰水期降价政策, 2022 年公司水电盈利值得期待。

火电盈利修复, 风光项目投产加速进行

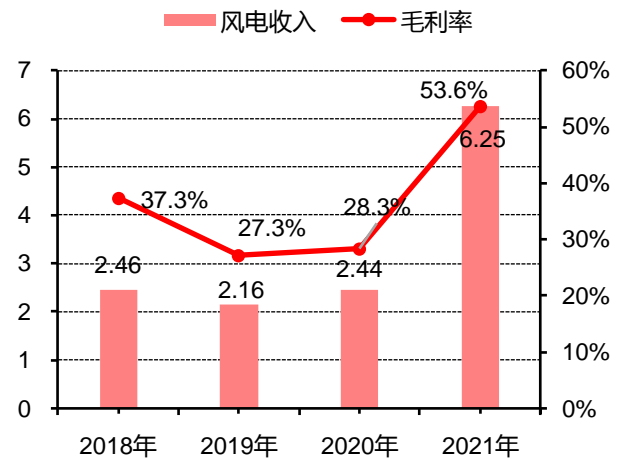
公司目前水电以外发电业务占比较小, 截至 2021 年底, 火电装机 133 万千瓦; 风电装机 76.6 万千瓦; 光伏装机 5 万千瓦; 三者合计占比 17.34%。去年广西全社会用电量增长较快, 加之水电来水偏枯, 电力供需处于紧平衡状态, 因此公司火电收入和发电量都有所增长。2021 年火电收入 15 亿元, 同比增长 18.7%; 2021 年公司火电完成发电量 42.71 亿千瓦时, 同比增长 16.06%; 同时 2021 年公司火电毛利率为-25.5%, 燃料成本的提升是公司火电板块亏损的主要原因。

2022 年 1~5 月, 我国原煤总产量达 18.13 亿吨, 同比增长 12.8%。我们预计 2022 年全年原煤产量将持续保持较高水平, 原煤产量的快速增长有望逐步缓解煤炭供需缺口。煤炭库存方面, 截至 2021 年 7 月 1 日, 秦港库存 580 万吨, 同比增加 112 万吨, 增幅 23.93%; 广州港库存为 327.1 万吨, 同比增加 58.20 万吨, 增幅 21.64%; 曹妃甸港库存 527 万吨, 同比增加 172 万吨, 增幅 48.45%。今年煤炭库存水位较往年有较大增长, 煤价大幅攀升的可能性不大。2022 年 5 月 6 日发改委专题会议中明确自 5 月 1 日起, 秦皇岛港下水煤(5500 大卡)中长期、现货价格不得超过 770/1155 元/吨。在国家推动煤炭长协限价与履约率提升的背景下, 公司火电盈利有望得到修复。

风电方面, 2021 年公司实现风电收入 6.25 亿元, 同比增长 156.1%。风电毛利率同样增加明显, 2021 年风电毛利率 53.6%, 同比上涨 25.3pct。2021 年风电收入、风电毛利率大幅增加的主要原因系 2021 年陆续有新增机组投产所致。

图 19：桂冠电力火电营业收入及毛利率（单位：亿元，%）


资料来源：公司公告，中信建投

图 20：桂冠电力风电营业收入及毛利率（单位：亿元，%）


资料来源：公司公告，中信建投

新增装机方面，根据广西发改委关于 2021~2023 年新能源的规划，2022 年光伏、风电等新能源装机约 1000 万千瓦，核电投产 100 万千瓦，水电投产 50 万千瓦。2021 年公司新能源新增装机约 50 万千瓦。2021 年 9 月，公司公告提出投资 25.42 亿元建设广西隆安振东光伏发电项目等 5 个项目共计 51.12 万千瓦。2022 年 4 月份，公司再次公告计划投资建设广西田东农光互补光伏等三个项目共计 29.9 万千瓦。2022 年 5 月，公司公告计划投资建设广西梧州西江机场林光互补光伏发电等项目合计 45.25 万千瓦。公司新能源项目建设稳步推进，上述项目投产后，公司新能源装机增加约 126.3 万千瓦。

表 3：桂冠电力新能源项目投资情况

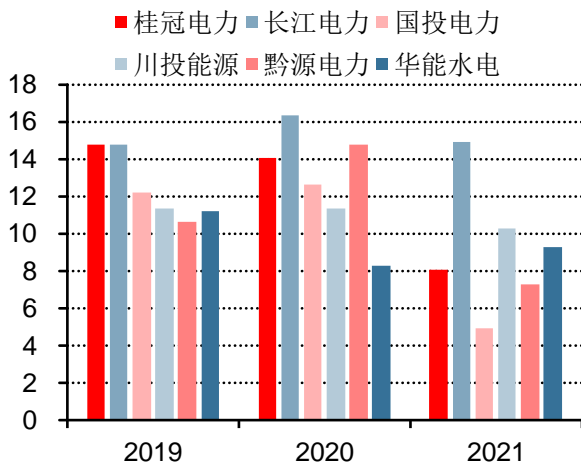
名称	容量 (MW)	总投资 (亿元)	单位投资 (元/kwh)	上网电价 (元/kwh)
隆安振东光伏发电项目	48.1	2.1	4376	0.4207
隆林者保乡光伏项目	83.6	3.6	4300	0.4207
合山灰场光伏项目	140.2	6.1	4336	0.4207
武宣雅村光伏项目	139.4	5.7	4094	0.4207
宾阳马王风电三期项目	100.0	8.0	7951	0.4207
广西田东农光互补光伏项目（一期）	100.2	4.2	4213	0.4207
山西祁县光储一体化项目	96.9	4.1	4278	0.332
广西博白射广嶂风电场三期项目	102.0	8.0	7858	0.4207
广西梧州西江机场林光互补光伏发电项目	37.5	2.1	4140	0.4207
广西桂平大湾镇画眉河（界岭）农光互补发电项目	100.0	5.2	3940	0.4207
广西桂平大湾镇画眉河（天堂）农光互补发电项目	100.0	5.2	3959	0.4207
广西来宾良江光伏项目	115.0	5.8	3919	0.4207
广西平果市果化镇和太平镇农光互补光伏发电项目	100.0	5.3	4037	0.4207
合计	1262.8	65.4		

资料来源：公司公告，中信建投

同业比较：桂冠电力资产较优，高分红凸显配置价值

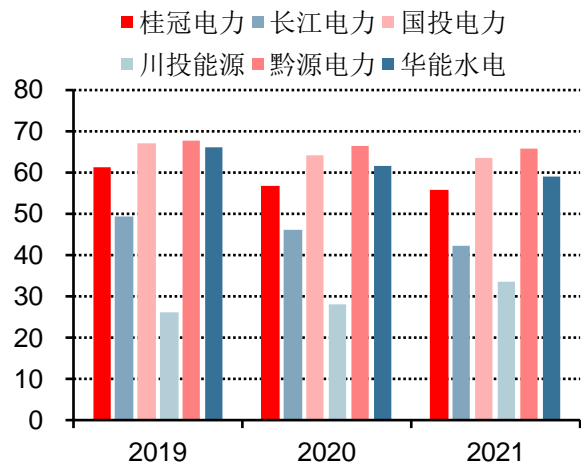
公司目前的发电业务分布在广西、四川、贵州、山东、湖北、云南等多个省区，主要开发经营红水河流域，流域内水量丰富，发电资源优质。近年来在公司流域来水波动的背景下，公司业绩及盈利能力仍保持相对稳健，ROE 有所下滑，但仍保持行业中等水平。近三年公司资产负债率略有下降，总体保持在 60% 左右，低于黔源电力、国投电力等公司，处于行业中等水平。

图 21：近三年主要水电上市公司 ROE（单位：%）



资料来源：公司公告，中信建投

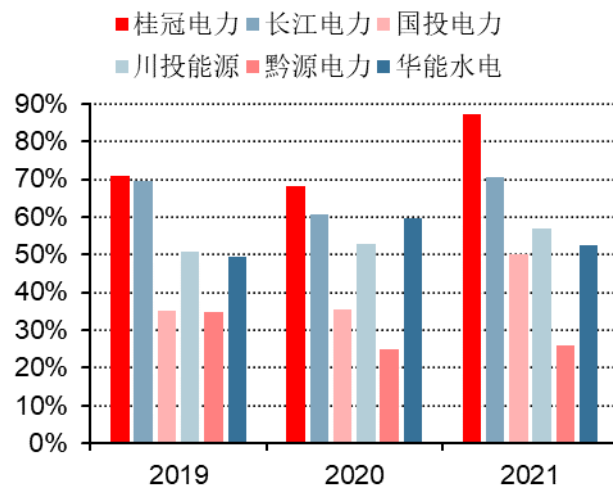
图 22：近三年主要水电公司资产负债率（单位：%）



资料来源：公司公告，中信建投

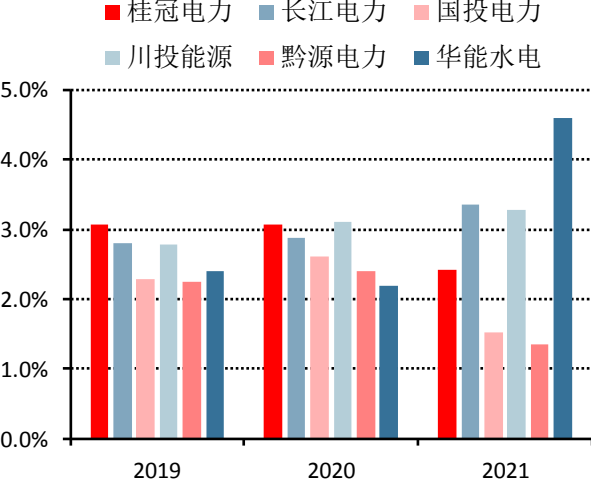
稳定的盈利能力保证了公司较好的现金流，为高分红比例和高股息率提供了基础。2019、2020 和 2021 年度公司的分红比例均高于 60%，在 2021 年达到 87.5%，领先可比上市公司。公司 2021 年股息率为 2.4%，近年来波动较小，在同业竞争者中较为领先。

图 23：近三年主要水电上市公司股利支付率



资料来源：公司公告，中信建投

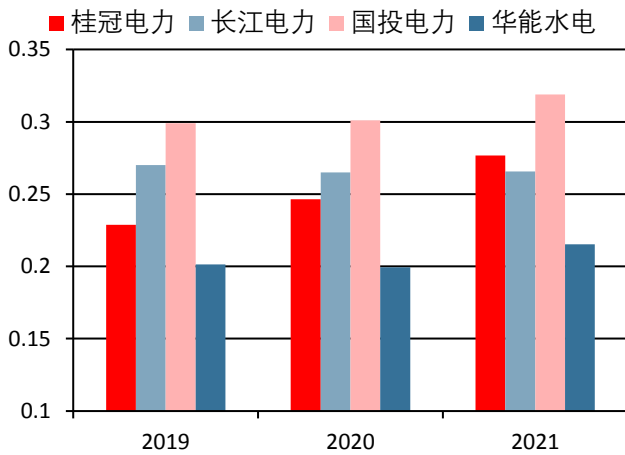
图 24：近三年主要水电上市公司股息率



资料来源：公司公告，中信建投

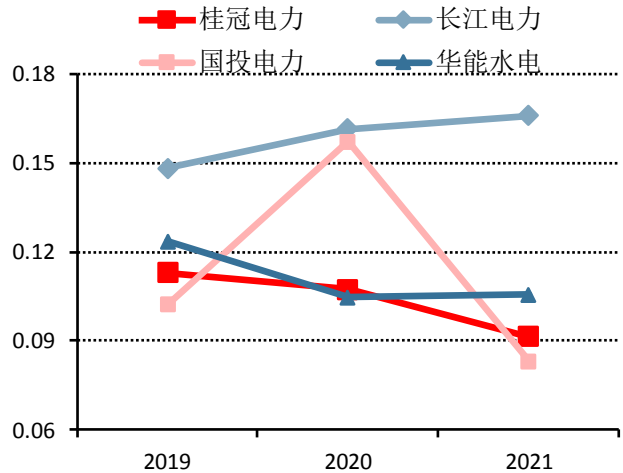
公司近三年来上网电价连年提升，2021 年水电电价取消了丰水期降价 10%、高能耗补贴、10 千伏用户补贴等多项水电减利政策，平均上网电价为 0.276 元/千瓦时，处于行业中游水平。公司 2021 年度电毛利润 0.0919 元/千瓦时，同比下降 14.7%，主要系来水较枯导致水电收入不佳所致。

图 25：主要水电公司近年不含税电价（单位：元/千瓦时）



资料来源：公司公告，中信建投

图 26：主要水电公司水电度电毛利润（单位：元/千瓦时）



资料来源：公司公告，中信建投

盈利预测及投资建议

我们采用如下关键假设预测公司 2022~2024 年业绩：

水电方面，假设 2022~2024 年装机容量均为 1023 万千瓦，折算利用小时数分别为 4700 小时、3700 小时、3700 小时，上网电价（含税）分别为 0.245 元/千瓦时、0.245 元/千瓦时、0.245 元/千瓦时。

火电方面，假设 2022~2024 年装机容量均为 133 万千瓦，折算利用小时数分别为 2800 小时、3000 小时、3000 小时，上网电价（含税）分别为 0.485 元/千瓦时、0.456 元/千瓦时、0.456 元/千瓦时。

风电方面，假设 2022~2024 年装机容量分别为 127 万千瓦、177 万千瓦、227 万千瓦，折算利用小时分别为 1766 小时、1889 小时、1957 小时，上网电价（含税）分别为 0.564 元/千瓦时、0.544 元/千瓦时、0.524 元/千瓦时。

光伏发电方面，假设 2022~2024 年装机容量分别为 55 万千瓦、115 万千瓦、185 万千瓦，折算利用小时数分别为 500 小时、739 小时、811 小时，上网电价（含税）均为 0.421 元/千瓦时。

考虑到今年公司水电来水较好，且有望享受丰水期电价不下调优惠，未来风电、光伏等新能源装机也将持续贡献业绩增量，我们预计 2022-2024 年公司将分别实现营业收入 129.43 亿元、114.42 亿元、121.17 亿元，归母净利润分别为 42.77 亿元、31.49 亿元、33.26 亿元，对应 EPS 分别为 0.54 元、0.4 元、0.42 元，维持桂冠电力“买入”评级。

表 4：桂冠电力盈利预测（单位：百万元，元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	8973.9	8414.3	12942.9	11442.2	12116.5
营业成本	4580.6	5236.4	5477.6	5472.5	5766.2
营业税金及附加	151.4	141.4	217.5	192.3	203.6
销售费用	0.0	0.0	0.0	1.0	1.0
管理费用	347.6	331.9	348.5	366.0	384.3
财务费用	986.8	849.4	934.4	1027.8	1130.6
资产减值损失	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动收益	-0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	69.1	50.0	50.0	50.0	50.0
其他收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	3004.0	1910.5	6014.9	4432.6	4680.9
营业外收入	15.2	33.8	33.8	33.8	33.8
营业外支出	57.7	47.0	47.0	47.0	47.0
利润总额	2961.5	1897.3	6001.6	4419.4	4667.6
所得税	466.9	302.0	955.3	703.4	743.0
净利润	2494.6	1595.3	5046.3	3715.9	3924.7
少数股东损益	298.0	243.3	769.5	566.6	598.4
归属母公司净利润	2196.6	1352.0	4276.9	3149.3	3326.2
EPS（摊薄）	0.28	0.17	0.54	0.40	0.42

资料来源：公司公告，中信建投

风险分析

红水河流域来水波动的风险

公司在役水电装机容量占公司在役装机容量 82.65%，红水河流域的龙滩电站出库流量是影响公司盈利的关键因素。流域来水受气候变化影响较大，来水不稳定将对公司水电发电量产生影响。

煤价大幅上涨的风险

公司在广西有火电机组 133 万千瓦，由于目前火电长协煤履约率不达 100%（排除进口煤）的政策目标，火电燃料成本仍然受市场煤价波动较大。市场煤价受供需变化、政策变化、运输条件等各种不确定因素影响。煤价大幅上涨会提高火电燃料成本。

电价下降的风险

2021 年，水电电价取消了丰水期降价 10% 等多项水电减利政策，上网电价有所回升。2022 年该政策获得延续，但如果未来丰水期重新施行水电减利政策将会导致公司水电上网电价下降。

分析师介绍

高兴：华中科技大学工学学士，清华大学热能工程系硕士，三年电力设备行业工作经验，2017年开始从事卖方研究工作。2018年加入中信建投证券，现任电力公用事业首席分析师，曾作为团队核心成员，获得 2019-2020 年新财富电力公用事业入围、2018-2020 年金牛奖电力公用最佳行业分析师、2019-2020 年 WIND 最佳电力公用分析师第一、水晶球前五等奖项。

研究助理

罗焱曦 13813379531 luoyanxi@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk