

# 桂冠电力 (600236.SH)

## 高股息水电龙头，来水偏丰推动业绩反转

### 核心观点：

- **广西区域水电龙头，高股息凸显价值典范。**大唐集团多次向公司注入水电资产，截至 2022 年末公司总装机 12.54GW，其中水电装机 10.23GW。公司水电站建设时间早单位投资低，ROE 水平居行业前列。2017 年以来公司保持 60%以上分红率，高分红配置价值突出。2022 年公司预计实现归母净利润 30.5~31.5 亿元（同比+126%~133%）。
- **来水偏丰+电价稳定推动业绩反转，长期水电规划装机 3.94GW。**龙滩水电站为公司核心，历年贡献约七成利润。历史数据来看，龙滩水电站发电量与来水相关性强。2022 年红水河来水同比偏丰，龙滩水电站出库流量同比提升 29.6%，公司水电发电量同比提升 23.2%。2021 年广西取消了水电丰水期降价 10%等多项水电减利政策，公司平均电价有所回升，同时，龙滩水电站纳入南方电网十四五保底电源，实现“全量保价”，电价稳定将有效降低公司业绩波动。长期来看，公司水电装机仍有成长空间，规划松塔+八渡电站合计装机达 3.94GW。
- **大力发展新能源，拟投资风光装机合计 2.06GW。**2021 年起公司发力新能源建设，依托红水河梯级电站推进水光一体化基地；并积极推进海上风电和屋顶光伏项目获取与建设。2022 年公司投产 4 个光伏项目合计装机 169.1MW，根据公司公告统计，公司在手 22 个风光项目尚未完全投产，装机合计 2.06GW（光伏 1.75GW、风电 0.31GW），项目盈利性较好，可研全投资 IRR 均在 6.5%以上。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2022~2024 年归母净利润分别为 30.9/29.1/31.5 亿元，按最新收盘价对应 PE 分别为 14.1/15.0/13.9 倍。高分红配置价值突出，新能源业务成长空间大。参考同业估值，给予公司 2023 年 20 倍 PE 估值，对应 7.38 元/股合理价值，给予桂冠电力“买入”评级。
- **风险提示。**来水波动；上网电价波动；项目建设不及预期等。

### 盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	8,974	8,414	10,523	10,571	10,925
增长率（%）	-0.8	-6.2	25.1	0.5	3.3
EBITDA（百万元）	6,179	4,734	6,771	6,532	6,964
归母净利润（百万元）	2,197	1,352	3,093	2,908	3,152
增长率（%）	3.9	-38.4	128.8	-6.0	8.4
EPS（元/股）	0.28	0.17	0.39	0.37	0.40
市盈率（x）	16.00	37.43	14.14	15.04	13.88
ROE（%）	13.2	8.1	17.4	16.0	17.2
EV/EBITDA（x）	9.04	14.83	9.19	9.60	9.09

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

公司评级	买入
当前价格	5.55 元
合理价值	7.38 元
报告日期	2023-01-16

### 基本数据

总股本/流通股本（百万股）	7882/7882
总市值/流通市值（百万元）	43747/43747
一年内最高/最低（元）	7.20/5.03
30 日日均成交量/成交额（百万）	9.3/52.6
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	-17.4/-16.9

### 相对市场表现



### 分析师：

郭鹏



SAC 执证号：S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

### 分析师：

姜涛



SAC 执证号：S0260521070002



021-38003624



shjiangtao@gf.com.cn

请注意，姜涛并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

#### 联系人：

郝兆升 021-38003800

haozhaosheng@gf.com.cn

## 目录索引

一、手握红水河优质资产，高分红配置价值突出 .....	5
（一）集团资产注入助力装机增长，2022 年末水电装机 10.23GW .....	5
（二）水电贡献主要利润，来水偏丰下 2022 年业绩同比高增 .....	8
（三）资本支出聚焦新能源，高分红下资产配置价值突出 .....	12
二、来水偏丰业绩弹性显著，新能源成长空间大 .....	14
（一）2022 年红水河来水偏丰，长期水电规划装机 3.94GW .....	14
（二）广西取消多项水电让利政策，龙滩纳入保底电源全量保价 .....	16
（三）大力发展新能源，已核准风光装机 2.06GW .....	19
三、盈利预测和投资建议 .....	21
四、风险提示 .....	24

## 图表索引

图 1: 截至 2022Q3, 控股股东大唐集团持股 51.55%	5
图 2: 截至 2022 年年末公司控股总装机 12.54GW	5
图 3: 2017-2021 年公司年均发电量 392 亿千瓦时	7
图 4: 公司历年水电发电量占比 90%左右	7
图 5: 2017 年以来公司各季度发电量情况	7
图 6: 2017-22 年公司水电平均利用小时数 3502 小时	8
图 7: 2022 年广西子公司水电利用小时数明显提升	8
图 8: 2022Q1-3 公司营业收入同比增长 34.8%	8
图 9: 2022Q1-3 公司归母净利润同比增长 105.9%	8
图 10: 公司历年水电业务收入占比超 70%	9
图 11: 公司历年水电业务毛利率占比超 95%	9
图 12: 龙滩水电站历年贡献发电量占比超 30%	9
图 13: 龙滩水电站历年贡献利润比例超 68%	9
图 14: 公司营业成本中折旧和燃料费占比超 60%	9
图 15: 公司水电毛利率超 50%	9
图 16: 公司水电站平均单位投资额 6.23 元/W	11
图 17: 2021 年公司水电单位装机成本为 0.29 元/W	11
图 18: 2021 年公司水电度电成本为 0.10 元/千瓦时	11
图 19: 水电公司毛利率对比	11
图 20: 水电公司 ROE 对比	11
图 21: 2017-2021 年公司经营现金流净额均值 56 亿元	12
图 22: 2016-2021 年公司投资现金流净额均值-16.2 亿元	12
图 23: 2021 年公司资本性支出 20.09 亿元	12
图 24: 2022 年公司预计资本性支出 44.50 亿元	12
图 25: 公司资产以固定资产为主	13
图 26: 2017-2022Q3 公司负债规模降低 87.52 亿元	13
图 27: 公司财务费用持续降低	13
图 28: 2022Q3 年公司资产负债率 49.8%	13
图 29: 2017 年以来公司分红率超 60%	13
图 30: 公司股息率在行业内处于较高水平	13
图 31: 广西境内主要水电站分布图	14
图 32: 2022 年龙滩水库平均入库流量同比+24.8%	15
图 33: 2022 年龙滩水库水位高于上年同期	15
图 34: 发电量与出库流量变化趋势高度一致	15
图 35: 2022 年龙滩水库平均出库流量同比+29.6%	15
图 36: 2022 年广西省水电发电量占比大幅提高	16
图 37: 广西电力结构水火互补	16
图 38: 2022Q1-3 公司在广西水电装机占比 52.4%	17
图 39: 2022Q1-3 公司在广西水电发电量占比 52.6%	17

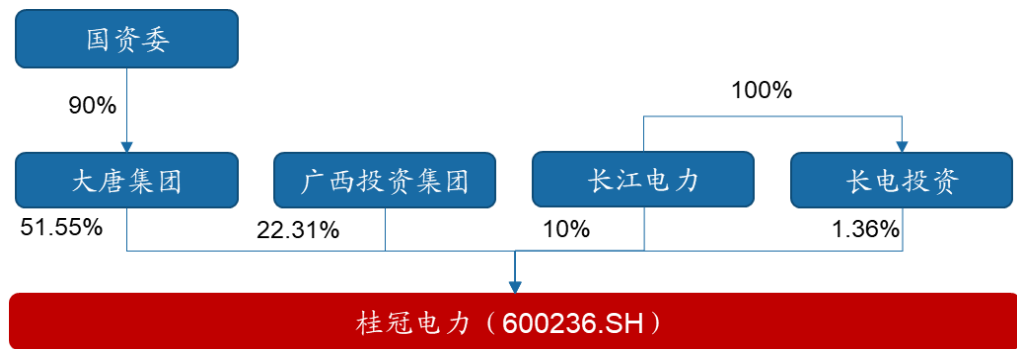
图 40: 2017 年起广西用电需求快速提升 .....	17
图 41: 广西电量缺口持续扩大 .....	17
图 42: 公司市场化交易电量占比低于 20% .....	19
图 43: 2021 年公司水电平均上网电价同比提升 5.7% .....	19
图 44: 广西提出到 2025 年可再生能源装机达 61GW .....	19
图 45: 在建+拟建项目装机是已投产装机的 2.09 倍 .....	21
表 1: 2010 年以来公司多次收购集团旗下水电资产 .....	6
表 2: 公司水电资产主要集中于广西红水河流域 .....	6
表 3: 水电公司主要水电站单位投资额对比 .....	10
表 4: 公司规划水电装机 3.94GW .....	16
表 5: 近几年广西区域电价政策梳理 .....	18
表 6: 公司拟投资光伏项目 1753MW、风电项目 306MW .....	20
表 7: 公司各电源经营数据预测 .....	21
表 8: 公司分部业务盈利预测 .....	22
表 9: 桂冠电力同业对比 (收盘价日期: 2023/01/16) .....	23

## 一、手握红水河优质资产，高分红配置价值突出

### （一）集团资产注入助力装机增长，2022 年末水电装机 10.23GW

大唐集团旗下专业水电上市平台，整合集团在广西境内水电资产。2006年广西电网公司将所持公司股份转让给大唐集团，大唐集团成为公司控股股东，同时做出承诺，将桂冠电力定位为大唐集团在广西红水河流域的唯一水电运作平台，整合大唐集团在广西境内的水电资源，并逐步向发行人注入大唐集团在红水河流域的水电资产。截至2022Q3，大唐集团持有公司51.55%股权。此外，公司优质资产获得长江电力增持，截至2022Q3长江电力及子公司合计持股11.36%。大唐集团、广西投资集团、长江电力及子公司合计持股比例达85.21%。

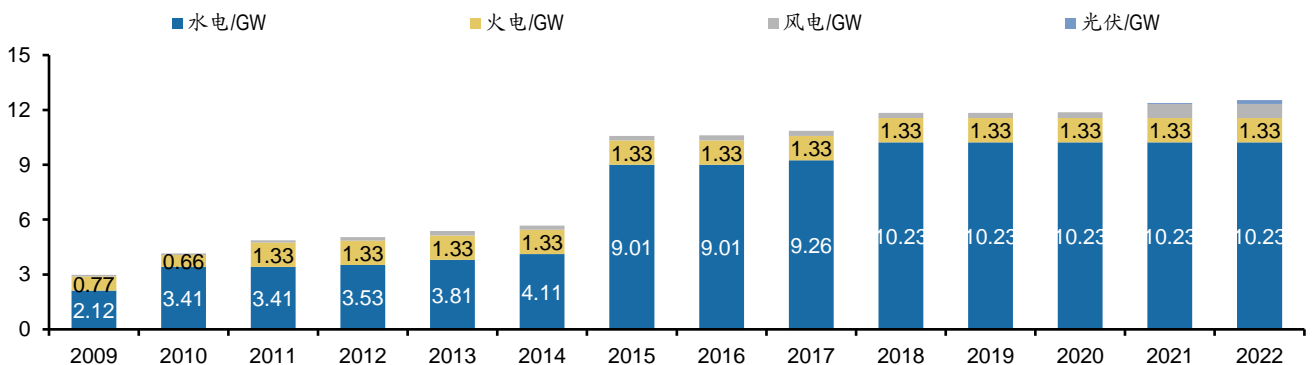
图 1：截至2022Q3，控股股东大唐集团持股51.55%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

集团资产注入+自建带动公司装机增长，截至2022年末公司总装机12.54GW。2010年以来，大唐集团先后向公司注入岩滩（一期装机1.21GW，二期扩建0.6GW）、龙滩（4.9GW）、去学水电站（246MW）和聚源电力公司（拥有位于广西、贵州、云南的水电装机合计0.97GW），带动公司装机跨越式增长。公司以水电为主，同时建设并运营火电、风电、光伏项目，截至2022年年末，公司控股总装机12.54GW，其中水电10.23GW、火电1.33GW、风电0.77GW，光伏0.22GW。

图 2：截至2022年年末公司控股总装机12.54GW



数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

**表 1: 2010年以来公司多次收购集团旗下水电资产**

时间	电站/公司	装机/GW	支付方式	持股比例/%	备注
2010/02	岩滩水电站	1.21	股权 12.19 亿元+现金 24.39 亿元	70%	二期扩建 0.6GW 已投产
2015/12	龙滩水电站	4.9	股权 168.72 亿元	100%	二期规划 1.4GW, 尚未开工
2016/12	去学水电站	0.246	现金 3.37 亿元	100%	
2018/06	聚源电力	0.97	现金 13.33 亿元	100%	2018 年注销独立法人资格

数据来源: 公司收购公告, 广发证券发展研究中心

公司水电资产主要集中于广西红水河流域, 同时收购其他省份中小水电。公司主要水电资产为红水河流域六座梯级电站, 合计装机8.5GW, 其中龙滩水电站已投产装机4.9GW, 是我国前十大水电站之一, 具备年调节能力, 是公司最重要的水电资产。除集团资产注入外, 公司收购四川和湖北中小水电站, 水电业务拓展至其他省份。此外, 公司拥有合山火电厂, 并在山东、贵州、广西拥有风光项目。

**表 2: 公司水电资产主要集中于广西红水河流域**

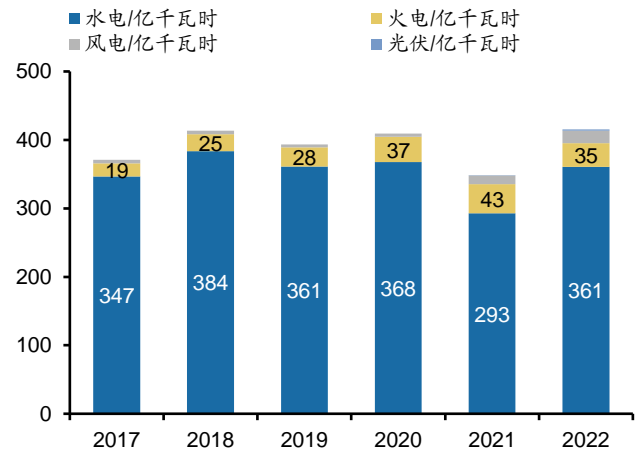
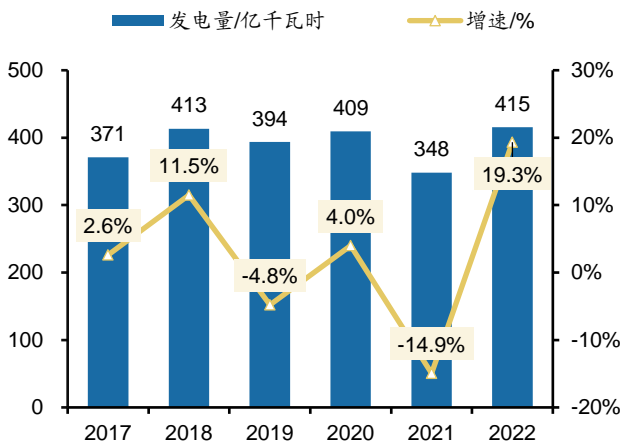
板块	序号	运营公司	电站名称	装机/MW	持股比例/%	所在地区	所在流域	
水电	1	龙滩公司	龙滩	4900	100%	广西、贵州	红水河	
	2	岩滩公司	岩滩	1810	70%	广西	红水河	
	3	大化水电厂	大化	566	100%	广西	红水河	
	4	百龙滩水电厂	百龙滩	192	100%	广西	红水河	
	5	桂开公司	乐滩	600	52%	广西	红水河	
	6	平班公司	平班	405	63%	广西、贵州	红水河	
				天龙湖	180	100%	四川	岷江
	7	川汇公司	金龙潭	180	100%	四川	岷江	
				仙女堡	76	100%	四川	涪江
	8	沿渡河公司	湖北沿渡河	100	65%	湖北	沿渡河	
	9	得荣公司	去学	246	51%	四川	四川金沙江二级支流硕曲河	
	10	深圳分公司	-	180	-	贵州	北盘江支流、云南白水河	
11	广源分公司	-	707	-	广西、贵州	北盘江支流、红水河、洛清江等		
12	香电公司	-	85	73.9%	云南	云南省金沙江一级支流		
<b>水电小计</b>			<b>10228</b>					
火电	13	合山火电厂	合山	1330	100%	广西		
<b>火电小计</b>			<b>1330</b>					
风电	14	山东分公司风电场	-	186		山东		
	15	新能源公司风电场	-	292	100%	贵州		
	16	盘州分公司风电场	-	288		贵州		
<b>风电小计</b>			<b>766</b>					
光伏	17	岩滩光伏	-	50	70%	广西		
	18	平班隆林者保光伏	-	47	63%	广西		
	19	合山灰场光伏	-	83	100%	广西		
	20	龙滩公司梧州西江机场光伏	-	38	100%	广西广西		
	21	广源隆安振东光伏	-	1	72%			
<b>光伏小计</b>			<b>219</b>					

数据来源：公司定期报告，公司债券募集说明书，广发证券发展研究中心

公司发电量以水电为主，2017-2022年年均发电量392亿千瓦时。公司历年水电发电量占比90%左右，发电量受来水情况影响较大。2022年公司完成发电量415.4亿千瓦时，同比提升19.3%，主要系红水河流域来水同比偏丰，公司完成水电发电量360.7亿千瓦时，同比提升23.2%，火电发电量34.6亿千瓦时（同比降低19.0%），风电光伏装机投产带动发电量大幅提升，分别完成发电量18.0/2.1亿千瓦时。

图 3：2017-2021年公司年均发电量392亿千瓦时

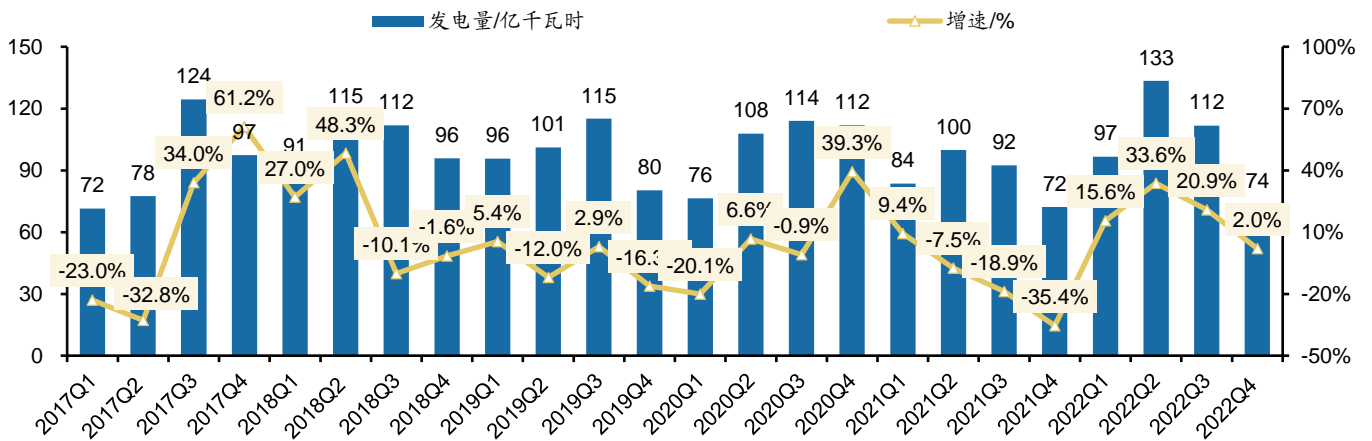
图 4：公司历年水电发电量占比90%左右



数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

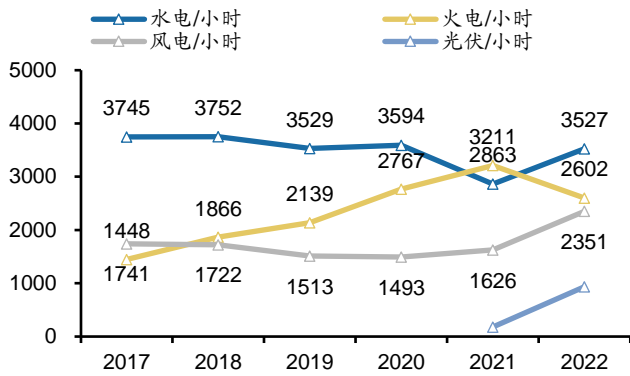
图 5：2017年以来公司各季度发电量情况



数据来源：公司发电量公告，广发证券发展研究中心

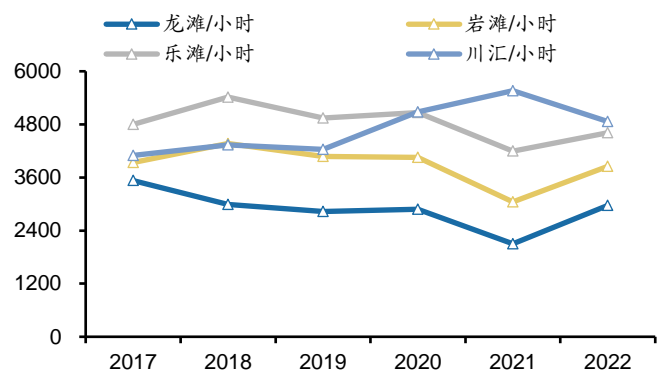
2022年公司水电利用小时数同比提升23.18%，绿电利用小时数大幅提升。2016-2020年，公司水电利用小时数在3500-3800小时左右，2021年红水河来水偏枯公司水电利用小时数大幅下滑，2022年红水河来水均值恢复，公司水电利用小时数3527小时（同比提升23.18%），风电/光伏项目陆续投产，平均利用小时数分别为2315/936小时。

图 6: 2017-22年公司水电平均利用小时数3502小时



数据来源: 公司发电量公告, 广发证券发展研究中心  
备注: 利用小时数=发电量/装机容量

图 7: 2022年广西子公司水电利用小时数明显提升

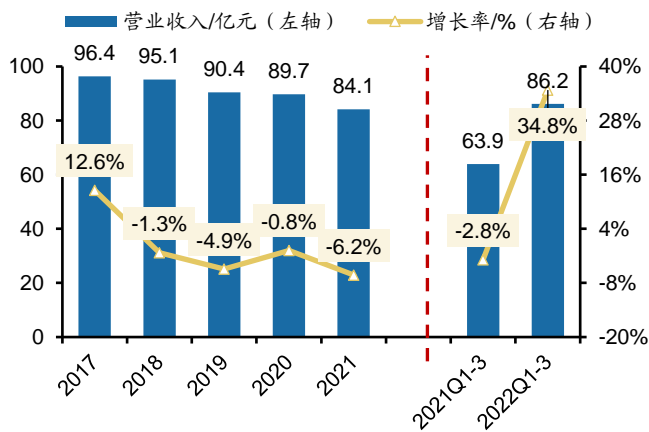


数据来源: 公司发电量公告, 广发证券发展研究中心  
备注: 利用小时数=发电量/装机容量; 川汇公司运营管理四川省内三座水电站

## (二) 水电贡献主要利润, 来水偏丰下 2022 年业绩同比高增

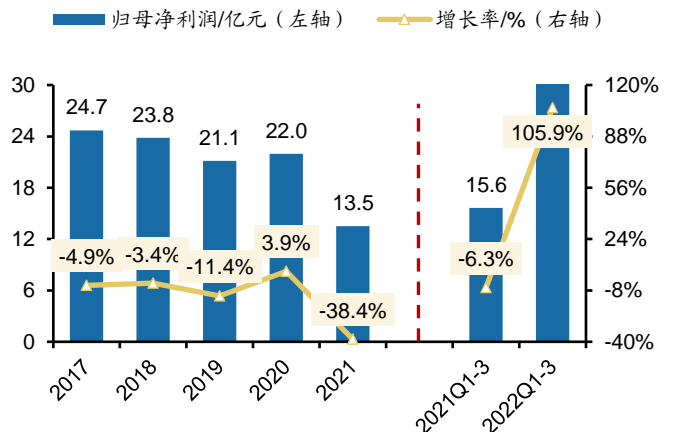
2022年红水河来水偏丰, 公司预计实现归母净利润30.5~31.5亿元, 同比提升125.6%~133.0%。公司水电业务贡献主要收入和利润, 2017年以来红水河来水逐渐转弱, 同时广西出台水电让利政策导致水电电价降低, 公司营收业绩均有所下滑。2021年红水河来水严重偏枯, 叠加煤价大涨火电亏损扩大, 公司业绩明显下滑。2022年红水河来水向均值恢复, 水电让利政策取消, 量价齐升下公司业绩大幅改善, 根据公司业绩预告, 2022年公司预计实现营业收入105~106亿元, 同比提升24.8%~26.0%, 实现归母净利润30.5~31.5亿元, 同比增长125.6%~133.0%。

图 8: 2022Q1-3公司营业收入同比增长34.8%



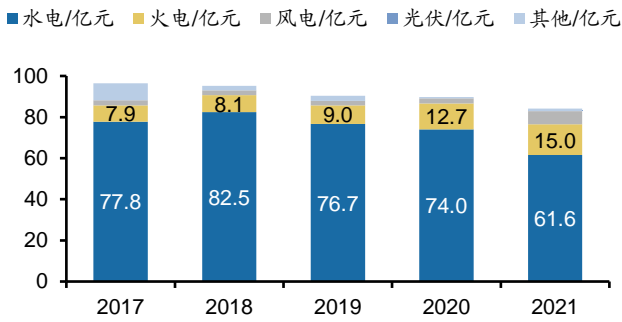
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 9: 2022Q1-3公司归母净利润同比增长105.9%



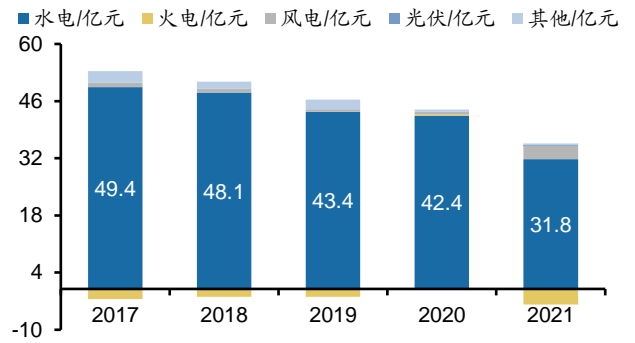
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 10: 公司历年水电业务收入占比超70%



数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

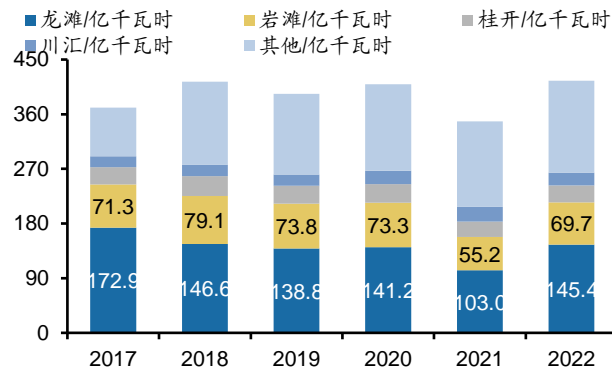
图 11: 公司历年水电业务毛利润占比超95%



数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

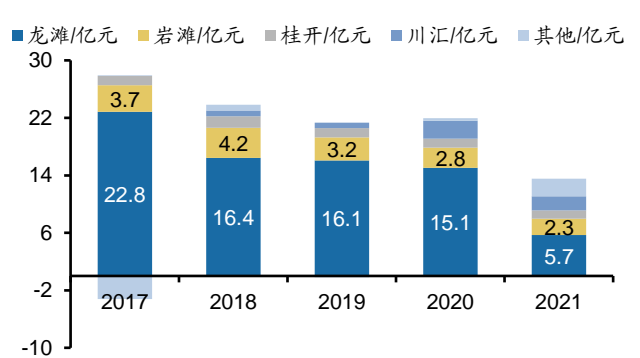
龙滩水电站是公司业绩支柱, 历年贡献利润比例超68%。龙滩水电站历年发电量占公司总发电量比例超30%, 经营效益优越, 历年贡献利润比例均在68%以上。2021年, 红水河流域来水偏枯三成, 同时龙滩公司吸收合并合山公司(公司火电业务运营主体), 导致当年净利润下滑, 当年龙滩公司净利润5.7亿元, 扣除火电业务利润总额-4.7亿元, 龙滩水电站净利润超10亿元。

图 12: 龙滩水电站历年贡献发电量占比超30%



数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

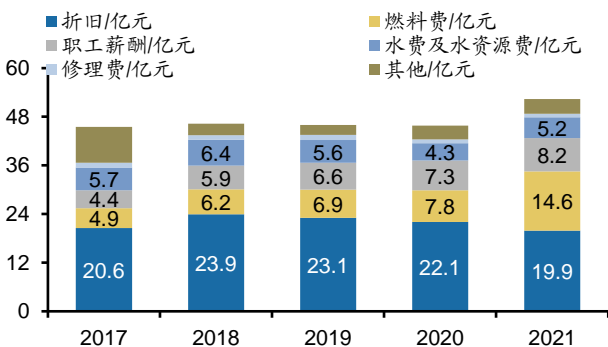
图 13: 龙滩水电站历年贡献利润比例超68%



数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

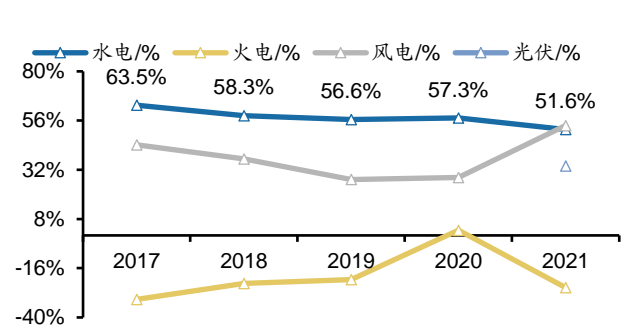
公司营业成本以折旧和燃料费为主, 合计占比超60%。2021年会计估计变更调整部分资产折旧年限导致折旧同比减少, 煤价大涨下燃料费用同比提升87.3%, 叠加来水偏枯公司火电、水电业务毛利率均有所下滑。

图 14: 公司营业成本中折旧和燃料费占比超60%



数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图 15: 公司水电毛利率超50%



数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

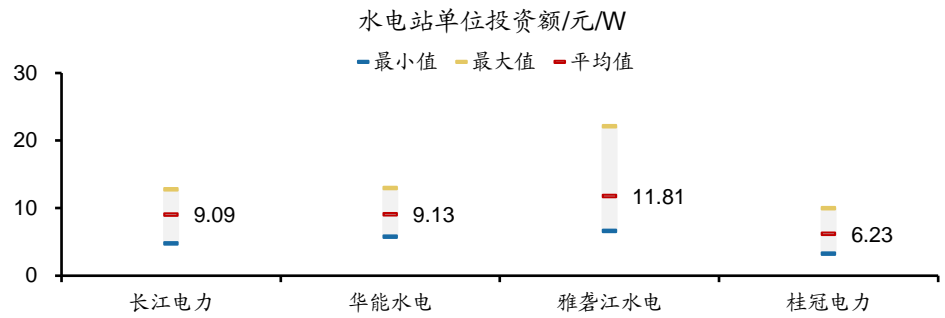
公司水电站平均单位投资额仅为**6.23元/W**，低于其他水电龙头公司。水电站开发成本决定固定资产规模，而各公司折旧政策区别不大，因此水电站开发成本直接影响年均折旧。水电站开发通常遵循先易后难的原则，同时建设越晚移民费用等成本越高，公司水电站建设时间较早，大部分水电站在2010之前投产，运营的主要水电站平均单位投资额仅为**6.23元/W**，明显低于其他水电龙头公司。

表 3: 水电公司主要水电站单位投资额对比

公司	水电站	装机容量 (MW)	投资额 (亿元)	单位投资额 (元/W)	首台机组投产时间	所在流域
长江电力	三峡	22500	1873.75	8.33	2003	长江上游
	葛洲坝	2735	131.22	4.80	1981	长江上游
	溪洛渡	13860	930.83	6.72	2013	金沙江下游
	向家坝	6400	819.98	12.81	2012	金沙江下游
	乌东德	10200	976.57	9.57	2021	金沙江下游
	白鹤滩	16000	1787.59	11.17	2022	金沙江下游
华能水电	功果桥	900	89.03	9.89	2012	澜沧江中下游
	小湾	4200	333.21	7.93	2010	澜沧江中下游
	糯扎渡	5850	450.06	7.69	2014	澜沧江中下游
	景洪	1750	101.87	5.82	2009	澜沧江中下游
	龙开口	1800	174.12	9.67	2014	金沙江中游
	乌弄龙	990	121.32	12.25	2019	澜沧江上游云南段
	里底	420	54.56	12.99	2018	澜沧江上游云南段
	黄登	1900	237.88	12.52	2018	澜沧江上游云南段
	大华桥	920	105.47	11.46	2018	澜沧江上游云南段
	苗尾	1400	177.94	12.71	2017	澜沧江上游云南段
雅砻江水电	锦屏一级	3600	407.11	11.31	2014	雅砻江下游
	锦屏二级	4800	380.56	7.93	2014	雅砻江下游
	官地	2400	159.93	6.66	2013	雅砻江下游
	桐子林	600	62.57	10.43	2016	雅砻江下游
	二滩	2770	330.00	11.91	2000	雅砻江下游
	两河口	3000	664.57	22.15	2021	雅砻江中游
	杨房沟	1500	200.02	13.33	2021	雅砻江中游
桂冠电力	大化	566	18.69	3.30	1985	红水河
	龙滩	4900	360.75	7.36	2008	红水河
	岩滩	1810	65.84	3.64	1992	红水河
	百龙滩	192	15.70	8.18	1996	红水河
	乐滩	600	40.24	6.71	2004	红水河
	平班	405	20.73	5.12	2004	红水河
	天龙湖	180	7.98	4.44	2004	岷江
	金龙潭	180	7.91	4.39	2006	岷江
	仙女堡	76	7.50	9.87	2009	涪江
	去学	246	24.69	10.04	2017	金沙江二级支流硕曲河

数据来源: 各公司定期报告, 广发证券发展研究中心

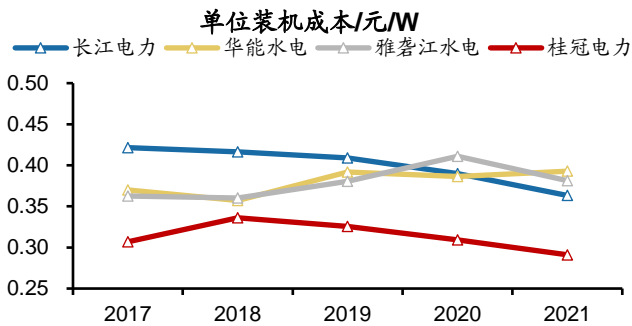
图 16: 公司水电站平均单位投资额6.23元/W



数据来源: 各公司定期报告, 广发证券发展研究中心

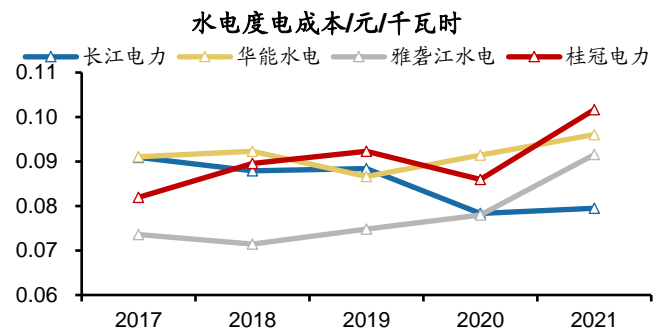
公司水电单位成本较低, 2021年公司水电单位装机成本和度电成本分别为0.29元/W、0.10元/千瓦时。较低的单位投资下, 公司单位装机成本低于其他水电公司, 且2018年之后逐年降低, 2021年单位装机成本为0.29元/W。2018年以来, 公司水电利用小时数有所下滑, 度电成本提高, 预计2022年来水恢复度电成本将大幅降低。

图 17: 2021年公司水电单位装机成本为0.29元/W



数据来源: 各公司定期报告, 广发证券发展研究中心

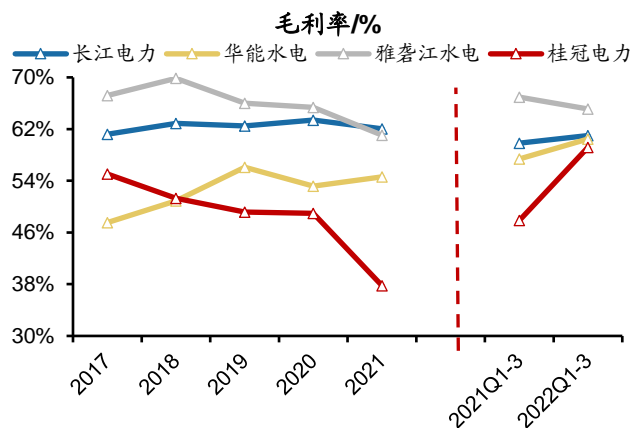
图 18: 2021年公司水电度电成本为0.10元/千瓦时



数据来源: 各公司定期报告, 广发证券发展研究中心

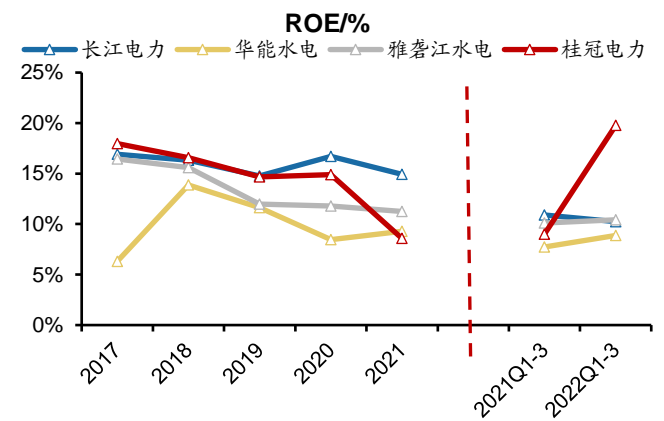
公司水电盈利能力强, 2022年前三季度公司ROE回升至19.8%。由于近几年水电利用小时数和电价降低, 公司水电业务毛利率有所下滑, 但仍超50%。同时在水电站较低的开发成本下, 2022Q1-3公司ROE高达19.8%, 位于水电公司第一梯队。

图 19: 水电公司毛利率对比



数据来源: 各公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图 20: 水电公司ROE对比

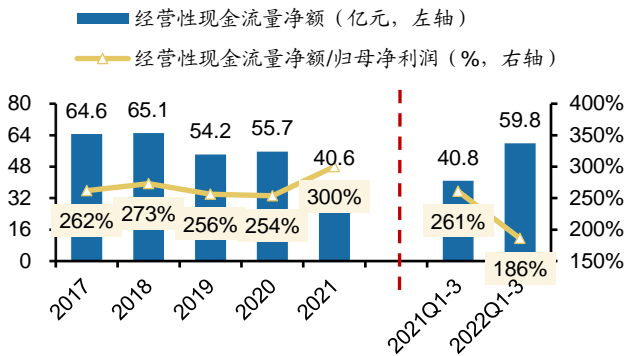


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### （三）资本支出聚焦新能源，高分红下资产配置价值突出

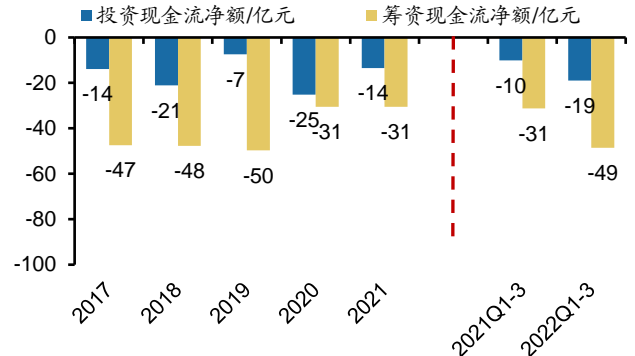
公司现金流充裕，净现比超2倍。由于折旧是主要成本，公司净现比达2倍以上，2017-2021年经营性现金流均值达56亿元，2021年净利润降低经营现金流仍有40.6亿元。同时公司投资支出保持低水平，2017-2021年平均投资现金流净额仅-16.2亿元，拥有充足现金用于股利分配。

图 21: 2017-2021年公司经营现金流净额均值56亿元



数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

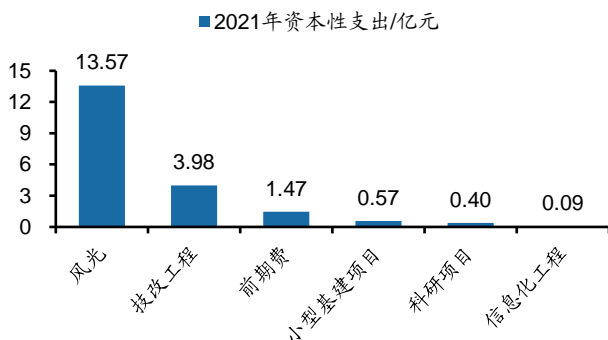
图 22: 2016-2021公司投资现金流净额均值-16.2亿元



数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

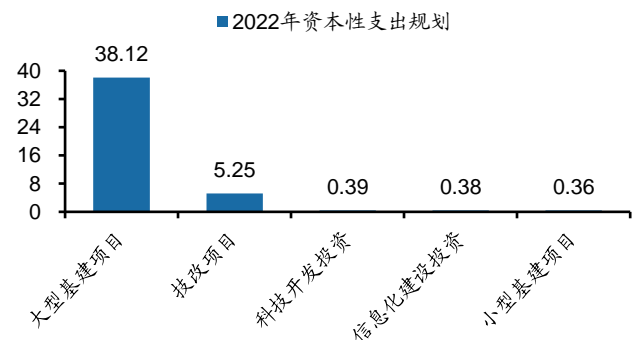
资本性支出扩大，2022年预计风光项目建设支出38.12亿元。公司资本性支出主要聚焦于新能源和技改项目，2021年公司资本性支出20.09亿元，其中风光项目建设支出13.57亿元、技改工程3.98亿元，占比分别为67.6%、19.8%。2022年，公司预计资本性支出44.50亿元，其中大型基建项目（风光）支出38.12亿元，技改项目支出5.25亿元。

图 23: 2021年公司资本性支出20.09亿元



数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

图 24: 2022年公司预计资本性支出44.50亿元

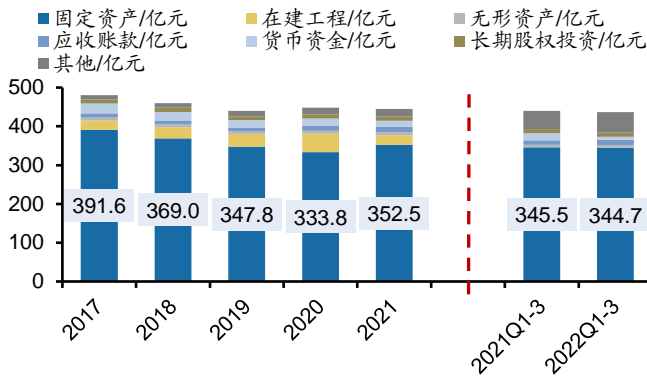


数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

备注：大型基建项目主要为风电光伏项目

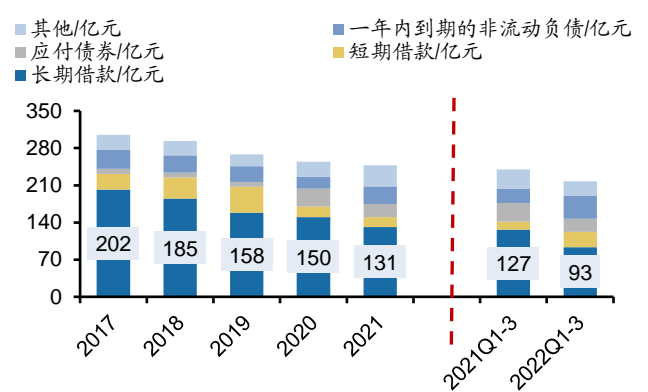
持续管控成本，负债规模、财务费用逐年降低。公司资产规模保持平稳，截至2022年9月末，公司总资产436.61亿元，其中固定资产344.69亿元，占比78.9%。公司负债规模逐年降低，2017-2022年9月末，公司总负债降低87.52亿元至217.38亿元。负债降低的同时，公司全力压降融资成本，财务费用逐年降低，2017-2021年财务费用降幅达32.0%，2022Q1-3公司财务费用同比降低12.6%。对比同行业公司，公司资产负债率较低，截至2022Q3已下降至49.8%，融资空间充足。

图 25: 公司资产以固定资产为主



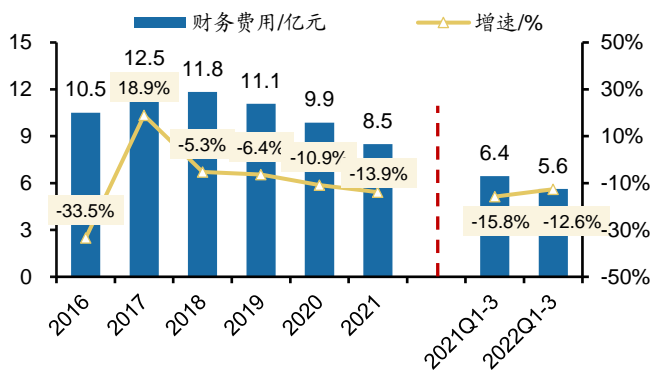
数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图 26: 2017-2022Q3公司负债规模降低87.52亿元



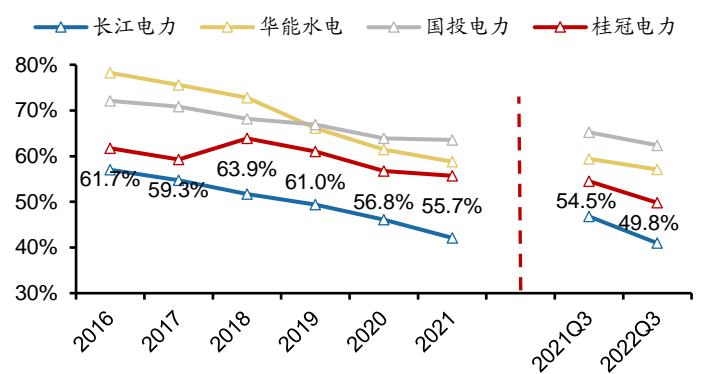
数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图 27: 公司财务费用持续降低



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

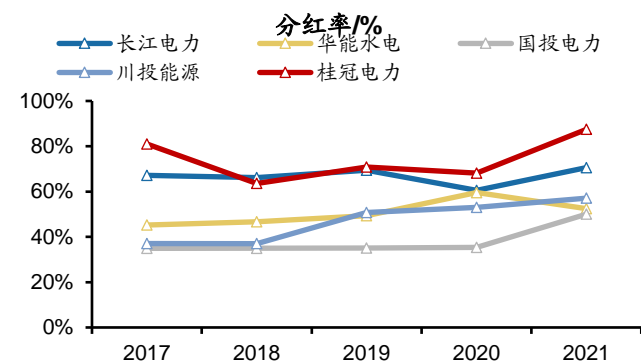
图 28: 2022Q3年公司资产负债率49.8%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

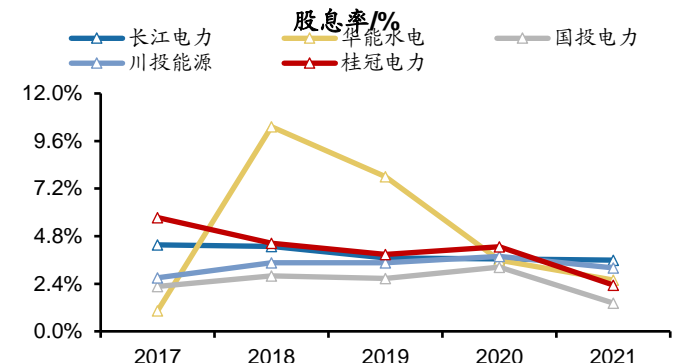
持续保持高分红比例, 高股息率配置价值突出。由于现金流稳定充裕, 资本开支小, 公司常年保持高比例分红, 2016年以来分红率保持在60%以上, 2021年由于利润降低分红率高达87.5%。从股息率来看, 公司在行业内处于较高水平, 2021年每股股利降低股息率有所下滑, 预计盈利恢复后公司股息率将恢复正常水平, 带来显著资产配置价值。

图 29: 2017年以来公司分红率超60%



数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图 30: 公司股息率在行业内处于较高水平



数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

备注: 股息率对应股价为年末收盘价

## 二、来水偏丰业绩弹性显著，新能源成长空间大

### （一）2022 年红水河来水偏丰，长期水电规划装机 3.94GW

我国水能蕴藏量丰富，根据国家发改委2005年发布的全国水利资源复查结果，我国水电资源理论蕴藏量装机6.94亿千瓦；技术可开发装机5.42亿千瓦；根据中电联数据截至2022年11月末，我国常规水电装机3.66亿千瓦（不包括抽水蓄能电站），占理论可开发量52.7%，技术可开发量67.5%，行业增长空间明确。

全国优质水能资源划分为十三大水电基地，南盘江、红水河流域是其中之一，共规划十座梯级电站，自南盘江天生桥一级水电站至黔江大藤峡水电站，公司控股平班至乐滩六座梯级电站，六座电站相互毗邻，且龙滩和岩滩电站均具备年调节能力，具备一定的流域调度能力。

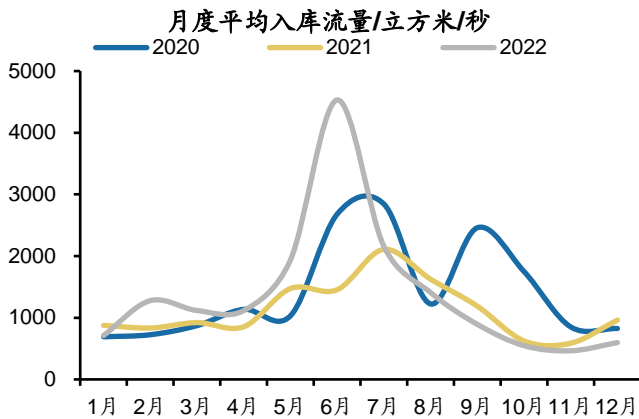
图31：广西境内主要水电站分布图



数据来源：南方电网，广发证券发展研究中心

**2022年来水偏丰，全年龙滩水库平均入库流量同比提升24.8%。**2022年上半年红水河来水偏丰约七成，其中二季度来水涨幅更加明显，三四季度有所回落，全年平均入库流量同比提升24.8%。水位的变化则呈现出一定的周期性，通常5-6月份降低水位为汛期腾出库容，随后来水量增长水位逐渐提高，并提高水电出力功率，水位的高低也能衡量来水情况和调度策略，2022年全年龙滩水库水位高于上年同期，年末水位约360米。

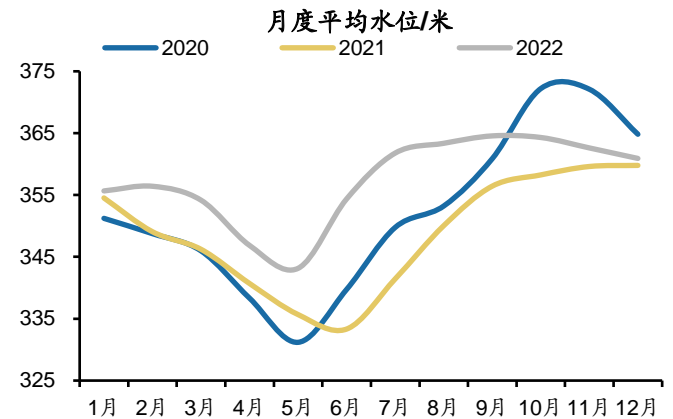
图 32: 2022年龙滩水库平均入库流量同比+24.8%



数据来源: 贵州省南北盘江红水河航道管理局, 广发证券发展研究中心

备注: 对日入库流量每月取均值

图 33: 2022年龙滩水库水位高于上年同期

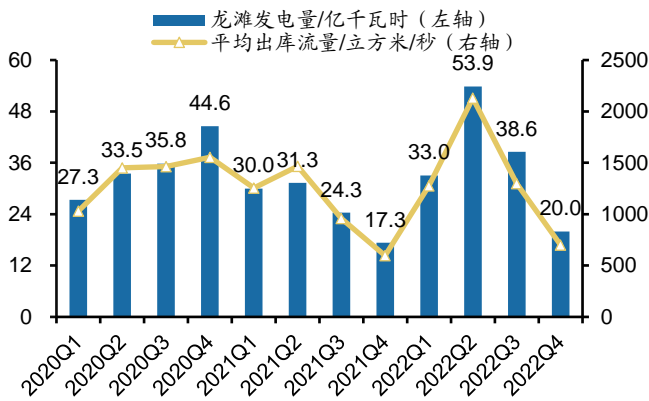


数据来源: 贵州省南北盘江红水河航道管理局, 广发证券发展研究中心

备注: 对水位每月取均值

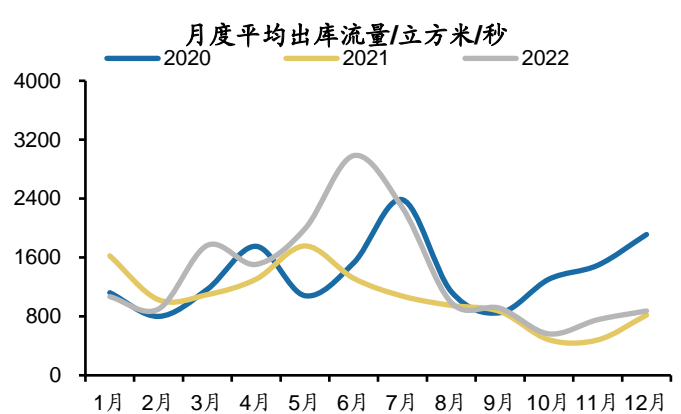
发电量与出库流量变化趋势高度一致, 2022年前三季度龙滩水库平均出库流量同比提升29.6%。水力发电原理是将水的势能转化为动能, 进而带动发电机发电, 因此影响水的势能的水头和来水流量是决定发电量的关键因素。短时间内水位的变化相对缓慢, 因此水电出力受来水流量的影响更加明显。对比公司龙滩水电站季度发电量和季度平均出库流量可以发现两者变化趋势高度一致, 2022年龙滩水库平均出库流量同比提升29.6%。

图 34: 发电量与出库流量变化趋势高度一致



数据来源: 公司发电量公告, 贵州省南北盘江红水河航道管理局, 广发证券发展研究中心

图 35: 2022年龙滩水库平均出库流量同比+29.6%



数据来源: 贵州省南北盘江红水河航道管理局, 广发证券发展研究中心

备注: 对日出库流量每月取均值

规划装机充裕, 松塔+八渡合计装机容量3.94GW。公司规划建设两个水电站, 松塔水电站是怒江中下游水电规划的第一个梯级电站, 设计装机容量3.6GW(6台600MW水机组), 截至2021年底该项目可研阶段勘察设计工作已完成近70%; 八渡水电站设计装机容量340MW, 已完成项目可行性研究报告。两个水电站合计装机3.94GW, 相比已投产装机增幅达38.5%。

表 4: 公司规划水电装机3.94GW

水电站	所在流域	装机容量/GW	总投资/亿元	进度
怒江松塔水电站	怒江中下游	3.6	400	筹建
八渡水电站	南盘江	0.34	33.6	筹建
合计		3.94	434	

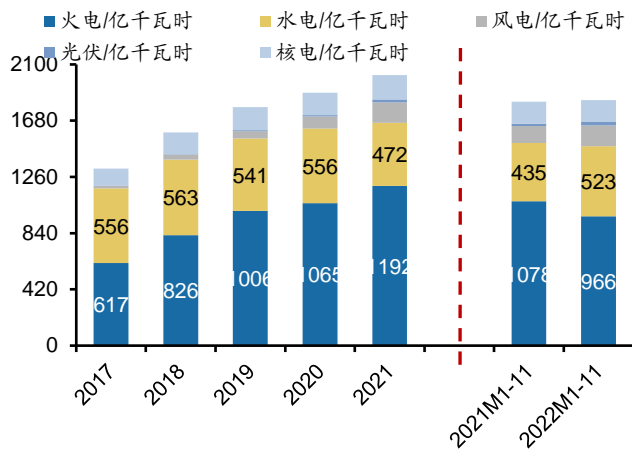
数据来源: 公司债券募集说明书, 广发证券发展研究中心

备注: 龙滩二期工程进展缓慢, 暂不考虑

## (二) 广西取消多项水电让利政策, 龙滩纳入保底电源全额保价

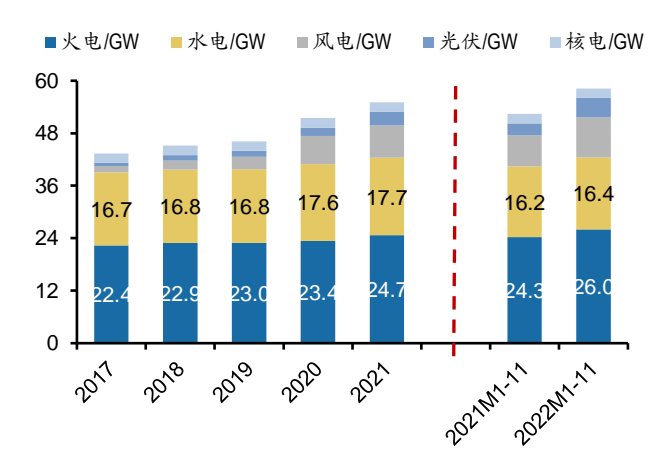
广西呈现水火互补的电力结构。截至2022年11月末, 广西水电、火电装机分别为16.4、26.0GW, 占比分别为28.2%、44.7%。近几年水电装机增长放缓, 发电量因来水影响存在一定波动, 火电利用小时数逐年提高, 占比持续扩大。2022年来水偏丰, 1-11月水电、火电发电量分别为523、966亿千瓦时, 占比分别为28.5%、52.6%。风光装机快速增长, 截至11月末, 风电/光伏装机分别达9.17/4.46GW, 占比为15.7%/7.7%。

图 36: 2022年广西省水电发电量占比大幅提高



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 37: 广西电力结构水火互补

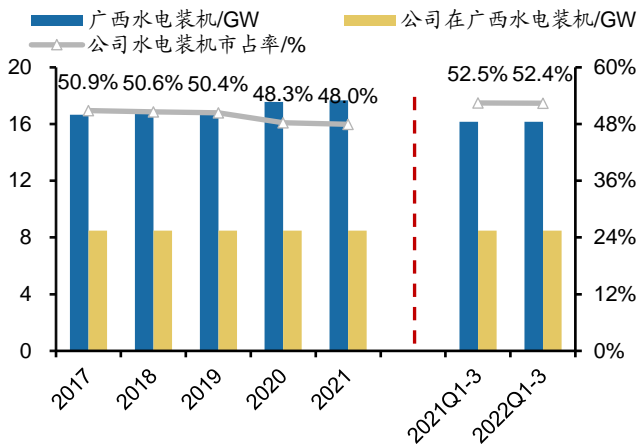


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 装机口径为 6000 千瓦以上装机; 月度末装机口径与年末略有差异

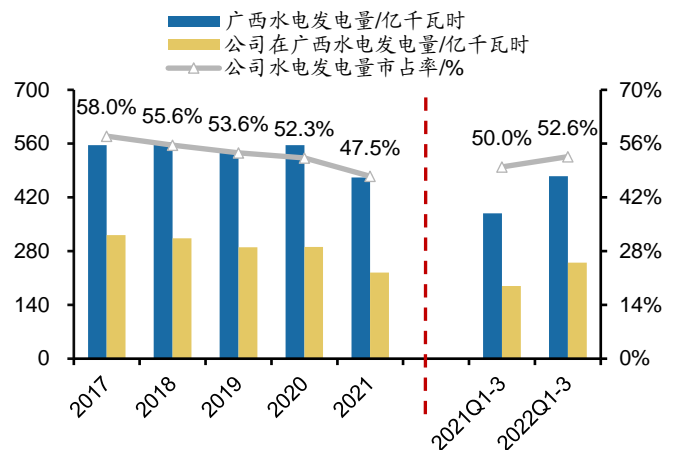
公司是广西最大的水电公司, 水电装机占比约50%。公司位于红水河的六座水电站发电量占广西水电发电量比例超50%, 除龙滩部分电量外送广东外, 其他电站均在广西消纳, 因此广西用电需求对公司电力消纳存在较大影响。

图 38: 2022Q1-3公司在广西水电装机占比52.4%



数据来源: Wind, 公司定期报告, 广发证券发展研究中心  
备注: 公司在广西水电装机为平班、龙滩、岩滩、大化、百龙滩、乐滩六座电站; 季度末装机口径与年末略有差异。

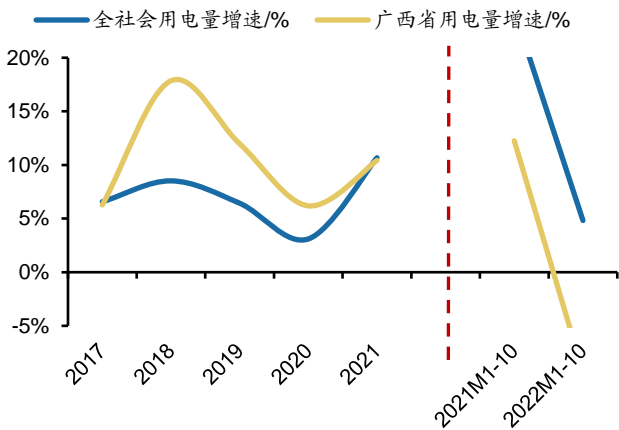
图 39: 2022Q1-3公司在广西水电发电量占比52.6%



数据来源: Wind, 公司定期报告, 广发证券发展研究中心  
备注: 公司在广西水电发电量为平班、龙滩、岩滩、大化、百龙滩、乐滩六座电站发电量。

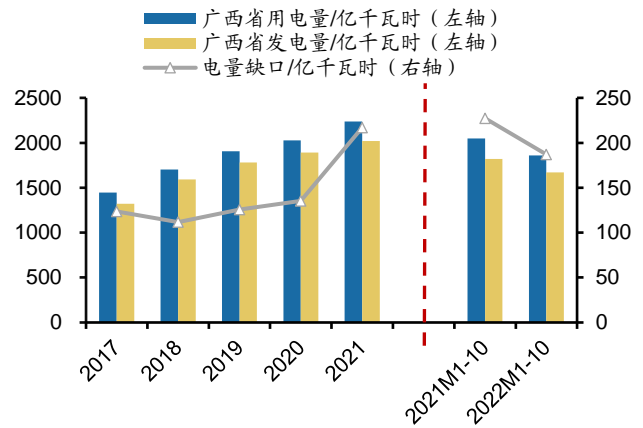
**广西用电需求旺盛, 2017年以来快速提升。**2017年以来, 广西用电量增速高于全社会用电量增速, 旺盛的用电需求下, 发电量则略有不足, 电量缺口逐年扩大。2019年起, 公司实现零弃水, 电量消纳无忧。2022年受疫情影响, 广西用电量略有下滑, 但电量供应仍处于偏紧状态。

图 40: 2017年起广西用电需求快速提升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 41: 广西电量缺口持续扩大



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

**广西取消多项水电让利政策, 水电电价回升。**2017年后, 广西区域多次降低一般工商业电价, 同时出台水电让利政策, 丰水期水电上网电价按批复电价的90%执行, 政策影响下, 公司水电、火电电价均常出现下滑。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, 煤电电价浮动范围扩大至20%, 公司电价有所回升。

表 5: 近几年广西区域电价政策梳理

时间	政策	部门	主要内容
2017年8月10日	《广西电网2017年丰水期弃水电量消纳方案》	广西物价局	<b>各水电上网电价按政府批复上网电价的96%执行</b> ; 广西电网公司挂牌交易电量平均上网电价为0.2865元/千瓦时
2018年3月26日	《广西壮族自治区人民政府关于印发进一步深化广西电力体制改革若干措施的通知》	广西人民政府	落实国家推进工商同价措施, <b>一般工商业用电平均降低10%</b> ; 实施水电与火(核)电发电权交易, 引入市场化替代交易机制, 由水电机组替代火(核)电机组发电。
2018年3月26日	《广西壮族自治区人民政府办公厅关于印发广西工业园区和现代服务业电力市场交易方案的通知》	广西人民政府	开展全区增量电量专场交易, <b>丰水期间, 水电上网电价按已批复的上网电价的90%执行</b> , 电网企业以0.2865元/千瓦时代理挂牌交易。
2018年12月6日	《广西壮族自治区工业和信息化厅关于暂缓降低部分水电丰水期上网电价有关事项的通知》	广西发改委	自治区主电网统调水电及龙滩水电站、天生桥一级、二级水电站继续执行“水电上网电价按已批复的上网电价96%调至90%”, 其余水电企业2018年暂缓执行。
2018年4月25日	《广西壮族自治区物价局关于降低一般工商业电价有关事项的通知》	广西物价局	<b>要求降低一般工商业电价以及落实一般工商业电价平均下降10%</b> 的目标要求
2018年7月19日	《广西壮族自治区物价局关于电力行业增值税税率调整相应降低一般工商业电价的通知》	广西物价局	对于区域内工商业及其他用电(单一制)销售电价平均降低每千瓦时5.15分
2019年5月7日	《广西壮族自治区发展和改革委员会关于电网企业增值税税率调整相应降低一般工商业电价的通知》	广西发改委	对于区域内工商业及其他用电(单一制)销售电价平均降低每千瓦时2.82分
2021年8月3日	《广西壮族自治区发展和改革委员会等4部门关于印发2021年降成本工作要点的通知》	广西发改委等4部门	制定实施全区低谷电价政策, 平稳执行新核定的2021年输配电价和目录销售电价, 继续推动降低一般工商业电价。持续推进电力市场化改革, 进一步放开经营性用户发用电计划, 允许所有制造业企业参与电力市场化交易, 扩大电力市场化交易规模, 争取交易量达到760亿千瓦时以上。
2021年10月25日	《广西壮族自治区发展和改革委员会关于取消我区工商业目录销售电价有关事项的通知》	广西发改委	取消广西目录销售电价表中工商业及其他用电目录销售电价, 居民用电(含执行居民电价的用电)、农业用电继续按现行目录销售电价政策执行。
2021年3月24日	《关于印发2021年深化电力体制改革降低用电成本的电力市场化交易措施的通知》 《2021年深化电力体制改革降低用电成本相关扶持资金平衡方案》	广西工信部、 发改委	<b>推动所有10千伏大工业用户(两部制用电)、现代服务业集聚区内的生产性服务业用户参与市场化交易; 对资源型优势产业取消丰水期电价按90%结算的规定。</b>

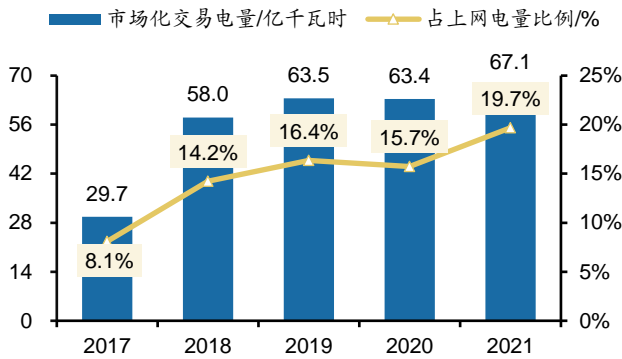
数据来源: 广西壮族自治区人民政府、发改委、物价局、工信部, 广发证券发展研究中心

市场化交易电量比例较低, 电价受政策影响大, 2021年公司水电平均上网电价同比提升5.7%。公司市场化交易比例较低, 整体不超过20%。其中公司位于广西的水电站执行一厂一价的电价机制, 不参与市场化交易, 位于四川的水电站参与四川省内市场化交易, 因此电价受政策影响较大。

2018年以来, 受广西区域水电丰水期降价、统调电厂水火电交易、分摊工业园区降价等因素影响, 公司水电上网电价持续降低。2021年广西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, 水电上网电价同比提

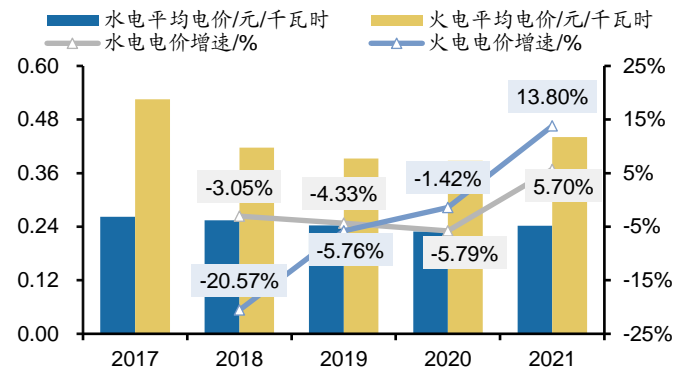
升5.7%。此外，龙滩纳入南方电网“十四五”“保底电源”，实现龙滩十四五“全量保价”，避免5年超14亿元的电费收益损失。

图 42: 公司市场化交易电量占比低于20%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 43: 2021年公司水电平均上网电价同比提升5.7%

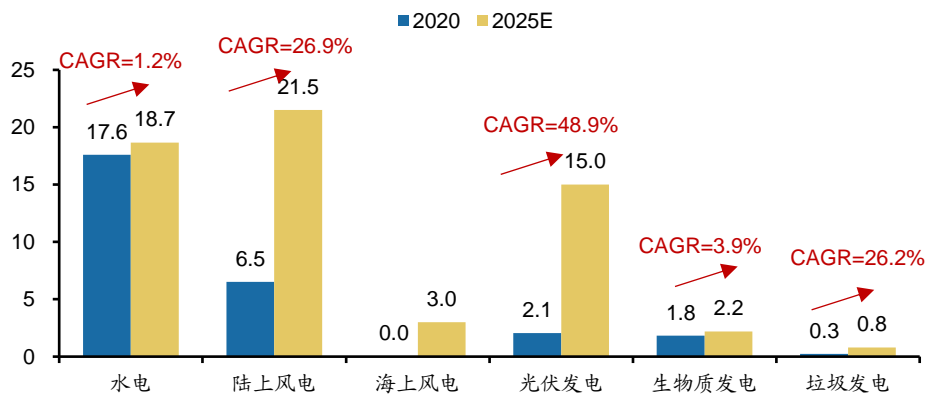


数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

### （三）大力发展新能源，已核准风光装机 2.06GW

广西积极发展可再生能源，预期2025年风电、光伏分别达到24.5、15GW。2022年6月6日，广西发改委发布《广西可再生能源发展“十四五”规划》，提出到2025年，可再生能源并网装机规模达到61GW，发电量达到1260亿千瓦时。其中，预期陆上风电装机达21.5GW、光伏装机达15GW，2020-2025年CAGR分别为26.9%、48.8%，海上风电装机达3GW。

图 44: 广西提出到2025年可再生能源装机达61GW



数据来源: 广西发改委《广西可再生能源发展“十四五”规划》，广发证券发展研究中心

在手已核准光伏装机1753MW、风电装机306MW。根据公司公告披露，2021年以来，公司在手已核准尚未投产的风光项目合计22个，光伏装机1753MW，总投资86.93亿元，风电总装机306MW，总投资23.79亿元，项目资本金30%约33.22亿元。新能源项目盈利能力较强，公司测算光伏项目全投资IRR均在6.5%以上，风电项目全投资IRR在8%以上。其中光伏项目建设期约6个月左右，风电项目建设期12个月左右，预计将于2022-2024年集中投产。

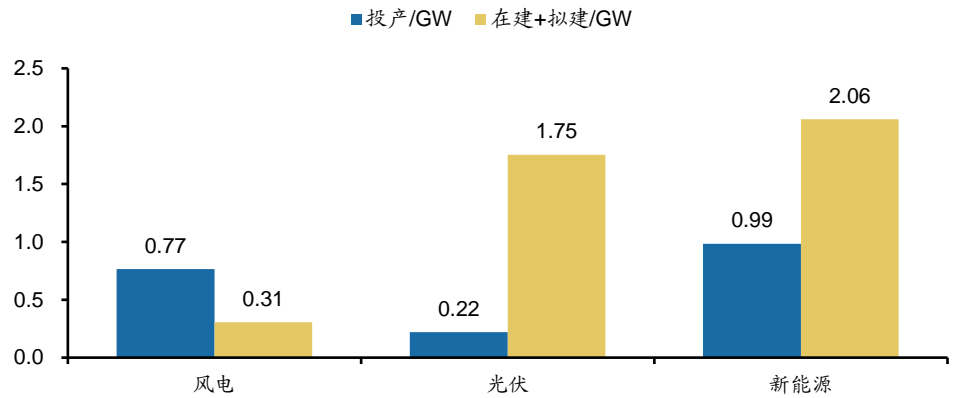
**表 6: 公司拟投资光伏项目1753MW、风电项目306MW**

	装机 (MW)	总投资 (亿元)	单位投资 (元/千瓦)	年平均利用小时数 (小时)	上网电价 (元/千瓦时)	全投资 IRR (税前) (%)
广西桂平大湾镇画眉河(界岭)农光互 补发电项目	100	5.19	5190	1061	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	5220	1061	0.4207	7.97%
广西来宾良江光伏项目	115	5.84	5078	1023	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	5310	1016	0.4207	7.17%
广西田东农光互补光伏项目(一期)	100	4.22	4214	1059	0.4207	6.50%
山西祁县光储一体化项目	97	4.14	4273	1509	0.3320	7.05%
广西隆安振东光伏发电项目	48	2.10	4368	1154	0.4207	7.11%
隆林者保乡光伏项目	84	3.59	4297	1116	0.4207	7.04%
合山灰场光伏项目	140	6.08	4335	1112	0.4207	7.02%
武宣雅村光伏项目	139	5.70	4090	1068.7	0.4207	7.02%
莱州沙河镇渔光互补光伏发电项目	172	7.10	4136	1342	0.3949	9.34%
广西港北庆丰光伏项目	41	2.37	5837	1042	0.4207	6.90%
平南县东华镇农光互补光伏项目	44	2.70	6122	1141	0.4207	6.64%
马山县林圩大塘农光互补光伏发电项目	110	6.48	5880	995	0.4207	6.59%
马山县林圩新华农光互补光伏发电项目	150	8.81	5869	1008	0.4207	6.94%
桂冠山西稷山光储一体化项目	91	5.78	6324	1387	0.332	6.94%
广西柳州市柳城古砦光伏发电项目	72	3.89	5398	975.69	0.4207	6.54%
建始县高坪镇(一期)农光互补光伏发 电项目	50	2.42	4821	1006	0.4161	6.63%
<b>光伏合计</b>	<b>1753</b>	<b>87</b>	<b>4958</b>			
广西博白射广嶂风电场三期项目	102	8.02	7863	2431	0.4207	8.03%
广西宾阳马王风电三期项目	100	7.95	7950	2609	0.4207	10.42%
广西大化都阳风电项目	54	4.09	7574	2212	0.4207	8.24%
广西天峨县更新风电项目	50	3.73	7416	2313	0.4207	9.16%
<b>风电合计</b>	<b>306.30</b>	<b>23.79</b>	<b>7767</b>			

数据来源: 公司投资公告, 广发证券发展研究中心

截至2023年1月, 已核准新能源项目装机合计2.06GW, 为在运新能源装机的2.09倍。2022年, 公司已投产平班公司隆林者保光伏、合山公司灰场光伏、龙滩公司梧州西江机场光伏和广源隆安振东光伏4个光伏项目, 合计装机168.5MW。截至2022年年末, 公司风电装机0.77GW、光伏装机0.22GW, 合计0.99GW, 在建+拟建新能源项目合计2.06GW, 为已投产装机的2.09倍, 新能源成长性突出。

图 45: 在建+拟建项目装机是已投产装机的2.09倍



数据来源: 公司投资公告, 广发证券发展研究中心

### 三、盈利预测和投资建议

**水电经营假设:** 公司短期内无新增水电站投产。2022年红水河来水偏丰, 全年水电发电量同比提升23.19%, 假设未来水电利用小时数取前三年均值水平。

**火电经营假设:** 公司运营合山火电厂, 2022年在水电发电量大幅增长及煤价维持高位的情况下, 全年火电发电量同比降低19.0%, 假设未来火电利用小时数取前三年均值水平。

**新能源经营假设:** 目前公司拟投资风电项目306MW, 光伏项目1753MW, 其中风电项目建设期约1年, 光伏项目建设期约6个月, 预计风电光伏项目将于2023-2024年集中投产。利用小时数、厂用电率参考公司存量项目。

表 7: 公司各电源经营数据预测

		合计					
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
装机/GW	11.84	11.88	12.37	12.55	14.47	14.87	
利用小时数/小时	3325	3445	2813	3311	2839	2813	
发电量/亿千瓦时	393.61	409.23	348.08	415.36	410.83	418.35	
上网电量/亿千瓦时	388.19	402.69	340.90	408.41	406.31	413.50	
		水电					
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
装机/GW	10.23	10.23	10.23	10.23	10.23	10.23	
利用小时数/小时	3529	3594	2863	3526	3328	3239	
发电量/亿千瓦时	360.90	367.62	292.82	360.70	340.38	331.30	
上网电量/亿千瓦时	358.02	364.48	290.17	357.44	339.62	330.56	
		火电					
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
装机/GW	1.33	1.33	1.33	1.33	1.33	1.33	
利用小时数/小时	2139	2767	3211	2601	2860	2891	

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
发电量/亿千瓦时	28.44	36.80	42.71	34.60	38.04	38.45
上网电量/亿千瓦时	25.98	33.53	38.53	31.45	34.51	34.84
风电						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
装机/GW	0.28	0.32	0.77	0.77	1.07	1.17
利用小时数/小时	1513	1496	1626	2351	1873	2251
发电量/亿千瓦时	4.26	4.80	12.46	18.01	20.09	26.40
上网电量/亿千瓦时	4.18	4.68	12.10	17.50	19.96	26.11
光伏						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
装机/GW			0.05	0.22	1.84	2.14
利用小时数/小时			180	936	670	1037
发电量/亿千瓦时			0.09	2.05	12.33	22.21
上网电量/亿千瓦时			0.09	2.03	12.21	21.99

数据来源: Wind, 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

**盈利预测:** 基于以上假设, 预计公司2022-2024年水电业务实现营业收入80.3、75.8、73.8亿元, 对应毛利率分别为63.3%、61.4%、60.5%; 新能源业务快速增长, 预计风电业务实现营业收入9.1、9.8、12.2亿元, 同比增速分别为46.1%、7.2%、24.1%; 预计光伏业务实现营业收入0.8、4.5、8.2亿元。

表 8: 公司分部业务盈利预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
合计						
营业收入/亿元	90.4	89.7	84.1	105.2	105.7	109.3
增速/%	-4.9%	-0.8%	-6.2%	25.1%	0.5%	3.3%
营业成本/亿元	46.0	45.8	52.4	51.9	55.8	56.0
毛利润/亿元	44.5	43.9	31.8	53.3	49.9	53.3
毛利率/%	49.2%	49.0%	37.8%	50.6%	47.2%	48.8%
水电						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入/亿元	76.7	74.0	61.6	80.3	75.8	73.8
增速/%	-7.0%	-3.6%	-16.8%	30.5%	-5.6%	-2.7%
营业成本/亿元	33.3	31.6	29.8	29.5	29.2	29.1
毛利润/亿元	43.4	42.4	31.8	50.8	46.6	44.7
毛利率/%	56.6%	57.3%	51.6%	63.3%	61.4%	60.5%
火电						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入/亿元	9.0	12.7	15.0	13.7	14.1	13.6
增速/%	11.2%	40.0%	18.7%	-9.0%	3.3%	-3.6%
营业成本/亿元	11.0	12.3	18.9	17.5	17.3	16.0
毛利润/亿元	-1.9	0.3	-3.8	-3.8	-3.2	-2.4
毛利率/%	-21.5%	2.6%	-25.5%	-27.9%	-22.5%	-17.5%
风电						

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入/亿元	2.2	2.4	6.2	9.1	9.8	12.2
增速/%	-12.1%	13.3%	155.6%	46.1%	7.2%	24.1%
营业成本/亿元	1.6	1.8	2.9	4.0	4.7	5.3
毛利润/亿元	0.6	0.7	3.3	5.2	5.1	6.8
毛利率/%	27.2%	28.3%	53.6%	56.6%	51.9%	56.2%
光伏						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入/亿元			0.03	0.8	4.5	8.2
增速/%				2207.3%	503.2%	80.2%
营业成本/亿元			0.02	0.2	3.7	4.6
毛利润/亿元			0.01	0.6	0.8	3.6
毛利率/%			33.9%	79.3%	18.3%	43.5%
其他						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入/亿元	2.5	0.6	1.3	1.3	1.4	1.5
增速/%	20.4%	-74.3%	98.5%	5.0%	5.0%	5.0%
营业成本/亿元	0.1	0.1	0.8	0.8	0.8	0.9
毛利润/亿元	2.4	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
毛利率/%	96.1%	84.6%	35.7%	40.0%	40.0%	40.0%

数据来源：Wind，公司定期报告，广发证券发展研究中心

预计公司2022~2024年归母净利润分别为30.93、29.08、31.52亿元，2022-2024年EPS分别为0.39、0.37和0.40元/股，按最新收盘价对应PE分别为14.14、15.04、13.88倍。水电龙头高分红配置价值突出，新能源业务成长空间大。参考同行业公司，给予公司2023年20倍PE估值，对应7.38元/股合理价值，给予桂冠电力“买入”评级。

表 9：桂冠电力同业对比（收盘价日期：2023/01/16）

公司代码	公司名称	市值/亿元	最新收盘价 元/股	PE/倍				归母净利润/亿元			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600236.SH	桂冠电力	437.47	5.55	37.43	14.14	15.04	13.88	13.52	30.9	29.1	31.5
600900.SH	长江电力	4768.97	20.97	19.65	17.66	16.01	15.31	262.73	270.02	297.87	311.42
600025.SH	华能水电	1204.20	6.69	20.32	17.32	15.37	13.92	58.38	69.53	78.35	86.53
600674.SH	川投能源	551.77	12.37	17.84	15.73	13.69	12.91	30.87	35.07	40.29	42.75
600886.SH	国投电力	804.31	10.79	35.09	14.62	12.31	11.27	24.37	55.01	65.37	71.34

数据来源：同业对比公司盈利预测来自 Wind 一致预测，广发证券发展研究中心

## 四、风险提示

**来水季节性波动的风险：**公司目前拥有的电站主要为水电站，发电生产与红水河流域来水密切相关，红水河流域来水的不确定性及其季节性波动和差异对公司电力生产及经营业绩均会产生重要影响。

**上网电价波动风险：**随着电力体制改革的深入，增量配电网改革试点、电价传导机制、电价政策落实、电能替代等措施都在推进中，这些电改新举措，将对目前的企业发电量模式和电价模式造成一定影响，对公司盈利水平造成波动。随着电力产业结构调整 and 电价形成机制改革的不断深化，市场化交易电价的波动可能对公司经营产生一定影响。

**项目建设进度不及预期风险：**目前公司规划两个水电站建设项目，尚未开始建设；同时大力发展新能源，拟投资多个新能源项目，若项目建设进度不及预期，可能会对公司业绩增长产生不利影响。

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>3,718</b>	<b>3,745</b>	<b>4,571</b>	<b>3,470</b>	<b>4,444</b>
货币资金	1,884	1,562	1,908	1,134	1,473
应收及预付	1,338	1,495	1,888	1,513	2,001
存货	165	242	249	216	281
其他流动资产	332	446	525	607	689
<b>非流动资产</b>	<b>41,062</b>	<b>40,702</b>	<b>41,088</b>	<b>42,593</b>	<b>44,013</b>
长期股权投资	1,044	1,073	1,073	1,073	1,073
固定资产	33,381	35,254	35,891	37,020	38,253
在建工程	4,774	2,501	2,251	2,625	2,813
无形资产	701	688	688	688	688
其他长期资产	1,161	1,186	1,186	1,186	1,186
<b>资产总计</b>	<b>44,780</b>	<b>44,447</b>	<b>45,659</b>	<b>46,063</b>	<b>48,457</b>
<b>流动负债</b>	<b>6,428</b>	<b>8,617</b>	<b>9,243</b>	<b>9,164</b>	<b>10,071</b>
短期借款	1,944	1,872	1,892	1,932	1,962
应付及预收	1,591	1,984	2,344	1,998	2,666
其他流动负债	2,893	4,762	5,007	5,234	5,444
<b>非流动负债</b>	<b>18,993</b>	<b>16,136</b>	<b>15,336</b>	<b>15,036</b>	<b>15,936</b>
长期借款	15,026	13,111	12,111	11,611	12,311
应付债券	3,427	2,498	2,698	2,898	3,098
其他非流动负债	540	526	526	526	526
<b>负债合计</b>	<b>25,421</b>	<b>24,753</b>	<b>24,579</b>	<b>24,200</b>	<b>26,007</b>
股本	7,882	7,882	7,882	7,882	7,882
资本公积	1,301	984	984	984	984
留存收益	6,018	5,798	6,763	7,148	7,305
归属母公司股东权益	16,701	16,789	17,754	18,140	18,297
少数股东权益	2,659	2,905	3,326	3,723	4,153
<b>负债和股东权益</b>	<b>44,780</b>	<b>44,447</b>	<b>45,659</b>	<b>46,063</b>	<b>48,457</b>

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>8,974</b>	<b>8,414</b>	<b>10,523</b>	<b>10,571</b>	<b>10,925</b>
营业成本	4,581	5,236	5,193	5,583	5,596
营业税金及附加	151	141	179	180	186
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	348	332	316	296	284
研发费用	0	5	0	0	0
财务费用	987	849	765	728	755
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0
投资净收益	69	79	95	95	98
<b>营业利润</b>	<b>3,004</b>	<b>1,911</b>	<b>4,185</b>	<b>3,900</b>	<b>4,222</b>
营业外收支	-42	-13	-50	-13	-8
<b>利润总额</b>	<b>2,962</b>	<b>1,897</b>	<b>4,135</b>	<b>3,887</b>	<b>4,214</b>
所得税	467	302	620	583	632
<b>净利润</b>	<b>2,495</b>	<b>1,595</b>	<b>3,515</b>	<b>3,304</b>	<b>3,582</b>
少数股东损益	298	243	422	397	430
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,197</b>	<b>1,352</b>	<b>3,093</b>	<b>2,908</b>	<b>3,152</b>
EBITDA	6,179	4,734	6,771	6,532	6,964
EPS (元)	0.28	0.17	0.39	0.37	0.40

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>5,572</b>	<b>4,056</b>	<b>6,306</b>	<b>6,191</b>	<b>6,591</b>
净利润	2,495	1,595	3,515	3,304	3,582
折旧摊销	2,260	2,053	1,914	1,996	2,080
营运资金变动	-126	-447	125	206	239
其它	944	856	752	685	689
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2,523</b>	<b>-1,353</b>	<b>-2,254</b>	<b>-3,417</b>	<b>-3,409</b>
资本支出	-2,606	-1,528	-2,349	-3,512	-3,507
投资变动	-1	9	0	0	0
其他	84	167	95	95	98
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-3,055</b>	<b>-3,055</b>	<b>-3,705</b>	<b>-3,548</b>	<b>-2,843</b>
银行借款	11,987	6,194	-980	-460	730
股权融资	1,545	599	0	0	0
其他	-16,587	-9,848	-2,725	-3,088	-3,573
<b>现金净增加额</b>	<b>-7</b>	<b>-352</b>	<b>347</b>	<b>-774</b>	<b>339</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>1,863</b>	<b>1,857</b>	<b>1,505</b>	<b>1,851</b>	<b>1,077</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>1,857</b>	<b>1,505</b>	<b>1,851</b>	<b>1,077</b>	<b>1,416</b>

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	-0.8%	-6.2%	25.1%	0.5%	3.3%
营业利润增长	2.5%	-36.4%	119.1%	-6.8%	8.2%
归母净利润增长	3.9%	-38.4%	128.8%	-6.0%	8.4%
<b>获利能力</b>					
毛利率	49.0%	37.8%	50.6%	47.2%	48.8%
净利率	27.8%	19.0%	33.4%	31.3%	32.8%
ROE	13.2%	8.1%	17.4%	16.0%	17.2%
ROIC	7.9%	5.5%	10.0%	9.2%	9.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	56.8%	55.7%	53.8%	52.5%	53.7%
净负债比率	131.3%	125.7%	116.6%	110.7%	115.8%
流动比率	0.58	0.43	0.49	0.38	0.44
速动比率	0.50	0.36	0.41	0.29	0.35
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.20	0.19	0.23	0.23	0.23
应收账款周转率	6.98	6.01	5.80	7.48	5.69
存货周转率	54.52	34.83	42.28	48.88	38.87
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.28	0.17	0.39	0.37	0.40
每股经营现金流	1	1	1	1	1
每股净资产	2.12	2.13	2.25	2.30	2.32
<b>估值比率</b>					
P/E	16.00	37.43	14.14	15.04	13.88
P/B	2.10	3.01	2.46	2.41	2.39
EV/EBITDA	9.04	14.83	9.19	9.60	9.09

## 广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。
- 许 洁：联席首席分析师，复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 姜 涛：资深分析师，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 龙：高级研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 荣 凌 琪：研究员，帝国理工学院金融科技硕士，同济大学金融学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 许 子 怡：研究员，硕士，毕业于香港城市大学，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 舒 心：研究员，新加坡国立大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 郝 兆 升：研究员，复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。