

2024年02月02日

桂冠电力 (600236.SH)

买入 (首次覆盖)

——红水河流域开发主体 现金奶牛高分红凸显

证券分析师

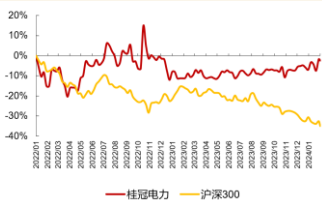
刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

研究支持

联系人

刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

市场表现:



相关研究

投资要点:

- **大唐集团唯一水电上市平台，红水河流域开发主体。** 公司为目前大唐集团唯一水电上市平台，截至 2023 年 9 月底，大唐集团持股 51.55%，广西投资集团有限公司持股 22.29%，中国长江电力股份有限公司持股 10.45%。
- **公司主营以水电为主，主要资产位于红水河流域（珠江的上游），大部分资产位于广西。** 其中，公司在广西水电装机 918.82 万千瓦，占广西统调水电装机的三分之二。核心电站是龙滩电站，装机容量为 490 万千瓦，具备年调节能力。公司同时推进风光板块发展，截至 2023 年 9 月底，公司拥有风电装机 76.60 万千瓦；光伏装机 38.32 万千瓦。大唐集团将桂冠电力定位为集团在广西红水河流域的唯一水电运作平台，2015 年年底，龙滩水电站注入后，公司权益装机从 298 万千瓦增加至 788 万千瓦。2018 年 6 月，聚源电力 97 万千瓦水电装机注入上市公司。此外，公司还收购了集团下属的得荣电力，获得去学水电，装机容量 24.6 万千瓦。
- **高分红高股息率，彰显投资价值。** 自 2000 年上市以来，公司每年保持现金分红，已实施现金分红 23 次，累计现金分红金额 142.86 亿元。2020-2022 年，公司分别实施现金分红 14.98、11.82、15.76 亿元，分红占归母净利润的比例分别为 68.18%、78.36%和 49.13%。公司 2023 年年度中期实施现金分红每 10 股派发现金 0.8 元（含税），分红总额 6.31 亿元（含税）。
- **现金流充裕，现金流的意义大于账面净利润，2022 年（经营性现金流量净额+取得投资收益收到的现金-财务费用）约为净利润的 1.6 倍。** 由于折旧占比较高（相比其他大水电，公司利用小时偏低，导致折旧占比更高），公司每年可自由支配的现金流约为归母净利润的 160%。2017-2021 年，公司净现比达 2 倍以上，经营性现金流均值达 56 亿元，2022 年公司经营性净现金流达到 65.96 亿元，充裕的现金流为后续提高分红比例提供支持。
- **资产负债率回落至低位，财务费用下降明显。** 公司近年来资产规模保持平稳，负债规模逐年降低，2018-2023 年 9 月末，公司总负债降低 52 亿元至 241.43 亿元。公司资产负债率较低，截至 2023 年 9 月底已下降至 52%。同时，财务费用也逐年降低，2018-2022 年财务费用降幅达 39.67%，财务费用下降成为公司业绩增长的重要动力。
- **盈利预测与评级：** 结合公司经营数据公告以及 2023 年业绩预告，我们预测公司 2023-2025 年水电平均利用小时分别达到 2063、3100、3200 小时（2022 年为 3527 小时），由此，我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 11.65、28.07、29.74 亿元，当前股价对应 PE 分别为 39、16、15 倍，我们认为水电板块具备长期配置价值，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：** 来水波动，电价不及预期，火电煤价上涨。

股票数据: 2024年2月01日

收盘价(元) 5.78
一年内最高/最低(元) 5.11/5.97
总市值(亿元) 456

基础数据: 2023年9月30日

总股本(亿股) 78.82
总资产(亿元) 460.20
净资产(亿元) 218.77
每股净资产(元) 2.09
市净率PB 2.8

盈利预测与估值

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	8414	10625	8154	10553	10870
同比增长率(%)	-6.24%	26.27%	-23.26%	29.42%	3.00%
归母净利润(百万元)	1352	3209	1165	2807	2974
同比增长率(%)	-38.45%	137.35%	-63.70%	140.98%	5.92%
每股收益(元/股)	0.172	0.407	0.148	0.356	0.377
毛利率(%)	38.5%	50.8%	30.3%	45.0%	46.0%
ROE(%)	8.05%	16.98%	6.05%	13.97%	14.37%
市盈率			39	16	15

投资案件

投资评级与估值

我们预测公司 2023-2026 年归母净利润分别为 11.65、28.07、29.74 亿元，当前股价对应 PE 分别为 39、16、15 倍，我们认为水电板块具备长期配置价值，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

结合公司经营数据公告以及 2023 年业绩预告，我们预测公司 2023-2025 年水电平均利用小时分别达到 2063、3100、3200 小时（2022 年为 3527 小时）

投资逻辑要点

我们认为在当前背景下，市场对水电资产的绝对低协方差属性并没有充分认知。首先，水电公司营业收入的驱动力非常特殊，降雨与宏观经济绝对脱钩；其次，从产品特性来看，水电是终端同质化商品中的少数低成本供给，决定了价格端的低风险；加之商业模式简单，财务报表质量极高，杜绝了大部分管理层风险，联合调度提高水资源利用效率，水电资产的特性就是“全方位的低协方差”。按照投资组合理论，低协方差资产有望持续重估，公司乃至整个水电板块具备长期配置价值。

核心风险提示

来水波动；电价政策调整。

目录

1. 大唐集团唯一水电上市平台 红水河开发主体.....	5
2. 高分红现金流 配置价值提升.....	5
3. 盈利预测与评级.....	7

图表目录

图 1：公司分红及归母净利润情况（亿元）	6
图 2：公司经营性现金流量净额与净利润情况（亿元）	6
图 3：公司资产负债情况（亿元）	7
图 4：公司财务费用情况（亿元）	7
表 1：公司旗下电力资产情况（万千瓦）	5
表 2：公用事业重点公司估值表（元，元/股，来自 wind 一致预期）	7
表 3：公司利润表预测（百万元）	8
表 4：公司资产负债表预测（百万元）	9
表 5：公司现金流量表预测（百万元）	11

1. 大唐集团唯一水电上市平台 红水河开发主体

大唐集团唯一水电上市平台，红水河流域开发主体。公司是目前大唐集团唯一水电上市平台，截至2023年9月底，大唐集团持股51.55%，广西投资集团有限公司持股22.29%，中国长江电力股份有限公司持股10.45%。

公司主营以水电为主，主要资产位于红水河流域（珠江的上游），大部分资产位于广西，其中在广西水电装机918.82万千瓦，占广西统调水电装机的三分之二。核心电站是龙滩电站，装机容量为490万千瓦，具备年调节能力。公司同时推进风光板块发展，截至2023年9月底，公司拥有风电装机76.60万千瓦；光伏装机38.32万千瓦。

大唐集团将桂冠电力定位为集团在广西红水河流域的唯一水电运作平台，2010年集团向公司注入岩滩水电，获得121万的控股装机；2015年年底，龙滩水电站注入后，公司权益装机从298万千瓦增加至788万千瓦。2018年6月，聚源电力97万千瓦装机注入上市公司。此外，公司还收购了集团下属的得荣电力，获得去学水电，装机容量24.6万千瓦。

除水电和新能源外，公司还拥有广西合山火电，两台机组合计装机133万千瓦。

表1：公司旗下水电火电资产情况（万千瓦）

电站名称	类型	流域	地点	持股比例	装机容量
龙滩	水电	红水河流域	广西	100%	490
岩滩	水电	红水河流域	广西	70%	181
大化	水电	红水河流域	广西	100%	56.6
百龙滩	水电	红水河流域	广西	100%	19.2
桂开公司	水电	红水河流域	广西	52%	60
平班	水电	红水河流域	广西	35%	40.5
川汇公司	水电	岷江上游	四川	100%	43.6
湖北沿渡河	水电	沿渡河流域	湖北	65%	10
得荣	水电	金沙江支流硕曲河	四川	100%	24.6
深圳分公司	水电				18
广源分公司	水电				70.74
香电公司	水电				8.52
水电控股合计					1022.76
合山火电厂	火电		广西	83%	133

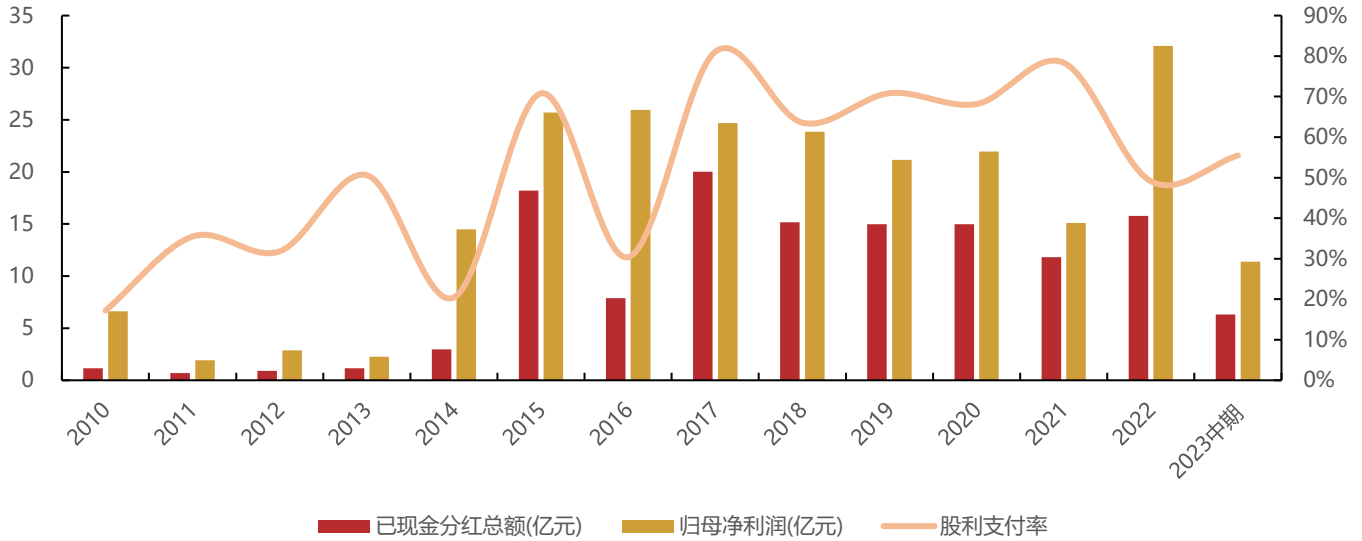
数据源：公司公告，华源证券研究

2. 高分红现金流 配置价值提升

高分红高股息率，彰显投资价值。自2000年上市以来，公司每年保持现金分红，已实施现金分红23次，累计现金分红金额142.86亿元。2020-2022年，公司分别实施现金分红14.98、11.82、15.76亿元，分红占归母净利润的比例分别为68.18%、78.36%和49.13%。

公司 2023 年年度中期实施现金分红每 10 股派发现金 0.8 元（含税），分红总额 6.31 亿元（含税）。

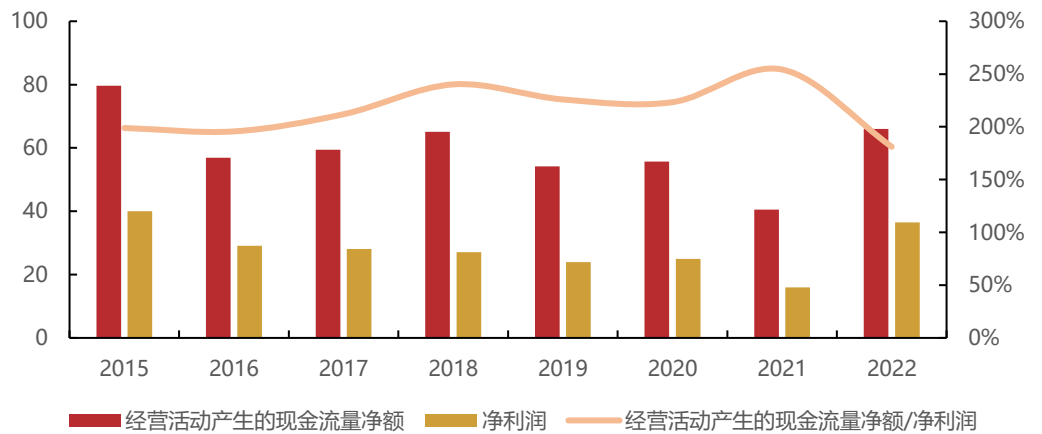
图 1：公司分红及归母净利润情况（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究

公司现金流充裕。现金流的意义大于账面净利润，2022 年（经营性现金流量净额+取得投资收益收到的现金-财务费用）约为净利润的 1.6 倍。由于折旧占比较高（相比其他大水电，公司利用小时偏低，导致折旧占比更高），公司每年可自由支配的现金流约为归母净利润的 160%。2017- 2021 年，公司净现比达 2 倍以上，经营性现金流均值达 56 亿元，2022 年公司经营性净现金流达到 65.96 亿元，充裕的现金流为后续提高分红比例提供支持。

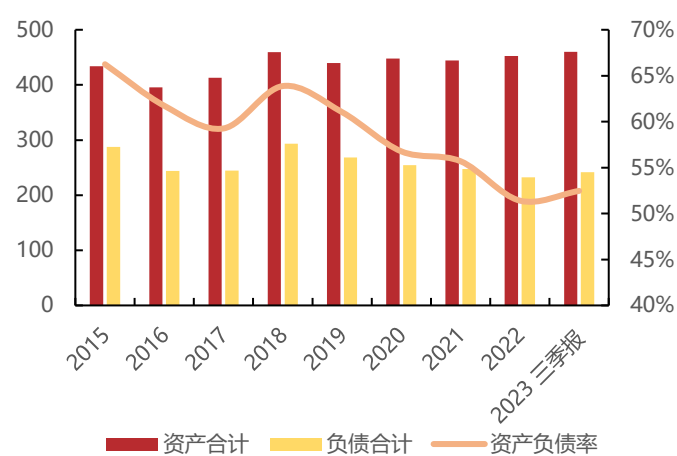
图 2：公司经营性现金流量净额与净利润情况（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究

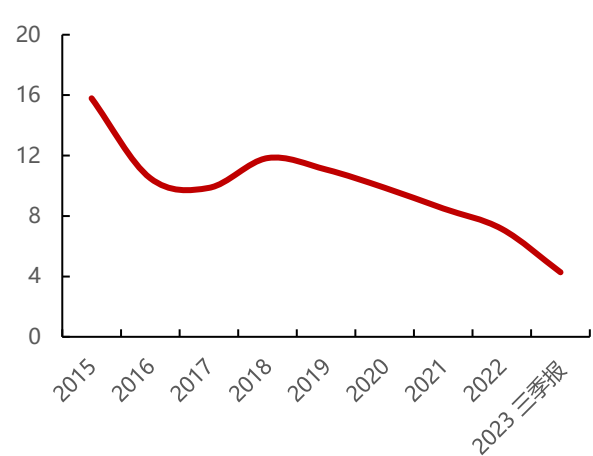
资产负债率回落至低位，财务费用下降明显。公司资产规模保持平稳，截至 2023 年 9 月末，公司总资产 460.20 亿元，公司负债规模逐年降低，2018-2023 年 9 月末，公司总负债降低 52 亿元至 241.43 亿元。公司资产负债率较低，截至 2023Q3 已下降至 52%。同时，财务费用也逐年降低，2018-2022 年财务费用 降幅达 39.67%，财务费用下降成为公司业绩增长的重要动力。

图 3：公司资产负债情况（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究

图 4：公司财务费用情况（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究

3. 盈利预测与评级

结合公司经营数据公告以及 2023 年业绩预告，我们预测公司 2023-2025 年水电平均利用小时分别达到 2063、3100、3200 小时（2022 年为 3527 小时），我们预测公司 2023-2026 年归母净利润分别为 11.65、28.07、29.74 亿元，当前股价对应 PE 分别为 39、16、15 倍。

我们认为在当前背景下，市场对水电资产的绝对低协方差属性并没有充分认知。首先，水电公司营业收入的驱动力非常特殊，降雨与宏观经济绝对脱钩；其次，从产品特性来看，水电是终端同质化商品中的少数低成本供给，决定了价格端的低风险；加之商业模式简单，财务报表质量极高，杜绝了大部分管理层风险，联合调度提高水资源利用效率，水电资产的特性就是“全方位的低协方差”。按照投资组合理论，低协方差资产有望持续重估，公司乃至整个水电板块具备长期配置价值，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：公用事业重点公司估值表（元，元/股，长江电力来自华源证券预测，其余来自 wind 一致预期）

板块	代码	简称	收盘价	EPS	PE	PB (lf)
----	----	----	-----	-----	----	---------

			2024/2/1	23E	24E	25E	23E	24E	25E	
水电	600900.SH	长江电力	24.15	1.12	1.39	1.46	22	17	17	2.91
	600025.SH	华能水电	8.74	0.43	0.48	0.48	20	18	18	2.94
	600886.SH	国投电力	13.90	0.90	1.04	1.14	15	13	12	1.96
	600674.SH	川投能源	15.47	0.96	1.11	1.18	16	14	13	1.96
	平均值						18	16	15	2.44
	600236.SH	桂冠电力	5.78	0.15	0.36	0.38	39	16	15	2.77

资料来源: Wind, 华源证券

表 3: 公司利润表预测 (百万元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
营业总收入	8414	10625	8154	10553	10870	10973
营业收入	8414	10625	8154	10553	10870	10973
其他类金融业务收入						
营业总成本	6564	6488	6580	6752	6775	6788
营业成本	5236	5273	5636	5807	5865	5924
税金及附加	141	170	130	168	173	175
销售费用			0	0	0	0
管理费用	332	331	304	317	326	329
研发费用	5		0	0	0	0
财务费用	849	714	510	460	410	360
其中: 利息费用	866	727	527	477	427	377
减: 利息收入	17	15	17	17	17	17
加: 其他收益	19	15	15	15	15	15
投资净收益	79	117	117	117	117	117
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	66	93	93	93	93	93
净敞口套期收益						
公允价值变动净收益			0	0	0	0
资产减值损失		-17	0	0	0	0
信用减值损失	-37	2	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0	0
营业利润	1911	4254	1705	3932	4227	4317
加: 营业外收入	34	44	0	0	0	0
减: 营业外支出	47	92	92	92	92	92
利润总额	1897	4205	1613	3840	4134	4224
减: 所得税	302	562	228	600	647	661
加: 未确认的投资损失						
净利润	1595	3643	1385	3240	3488	3563
持续经营净利润	1595	3643	1385	3240	3488	3563
终止经营净利润						

减：少数股东损益	243	434	220	433	514	532
归属于母公司所有者的净利润	1352	3209	1165	2807	2974	3031

资料来源：公司公告，华源证券研究

表 4：公司资产负债表预测（百万元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
流动资产：						
货币资金	1562	597	674	1457	2073	2719
应收票据及应收账款	1455	1413	1413	1413	1413	1413
应收票据	55	14				
应收账款	1401	1399				
应收款项融资		3	3	3	3	3
预付款项	40	274	274	274	274	274
其他应收款(合计)	53	43	43	43	43	43
应收股利						
应收利息						
其他应收款	53	43	43	43	43	43
买入返售金融资产						
存货	242	190	190	190	190	190
其他流动资产	393	442	442	442	442	442
流动资产合计	3745	2962	3039	3822	4438	5084
非流动资产：						
其他权益工具投资	242	242	242	242	242	242
长期股权投资	1073	1141	1187	1234	1280	1327
投资性房地产			0	0	0	0
固定资产(合计)	35254	34448	33394	32340	31286	30232
固定资产	35254	34448				
固定资产清理						
在建工程(合计)	2501	3539	3539	3539	3539	3539
在建工程	2411	3449				
工程物资	90	90				
使用权资产	393	550	550	550	550	550
无形资产	688	675	675	675	675	675
开发支出			0	0	0	0
商誉	289	289	289	289	289	289
长期待摊费用	0	0	0	0	0	0
递延所得税资产	29	24	24	24	24	24
其他非流动资产	234	1362	1362	1362	1362	1362
非流动资产合计	40702	42269	41262	40254	39247	38239

资产差额(特殊报表科目)						
资产差额(合计平衡项目)						
资产总计	44447	45231	44301	44076	43685	43323
流动负债:						
短期借款	1872	3449	3449	3449	3449	3449
应付票据及应付账款	1984	1774	1774	1774	1774	1774
应付票据						
应付账款	1984	1774				
预收款项						
合同负债	5	74	74	74	74	74
应付职工薪酬	29	32	32	32	32	32
应交税费	217	249	249	249	249	249
其他应付款(合计)	312	312	312	312	312	312
应付利息	0	0				
应付股利	18	14				
其他应付款	294	299				
一年内到期的非流动负债	3290	4895	4895	4895	4895	4895
其他流动负债	909	612	612	612	612	612
流动负债合计	8617	11398	11398	11398	11398	11398
非流动负债:						
长期借款	13111	10271	8771	7271	5771	4271
应付债券	2498	999	999	999	999	999
租赁负债	372	449	449	449	449	449
长期应付款(合计)	65	49	49	49	49	49
长期应付款	64	48				
专项应付款	1	1				
递延所得税负债	52	51	51	51	51	51
递延收益-非流动负债	38	34	34	34	34	34
非流动负债合计	16136	11854	10354	8854	7354	5854
负债合计	24753	23251	21751	20251	18751	17251
所有者权益(或股东权益):						
实收资本(或股本)	7882	7882	7882	7882	7882	7882
其它权益工具	2009	2009	2009	2009	2009	2009
其中: 优先股						
永续债	2009	2009				
资本公积金	984	980	980	980	980	980
减: 库存股						
其它综合收益	116	128	128	128	128	128
专项储备		7	7	7	7	7
盈余公积金	2198	2294	2294	2294	2294	2294
未分配利润	3600	5603	5952	6795	7389	7995

归属于母公司所有者权益合计	16789	18903	19253	20095	20690	21296
少数股东权益	2905	3077	3297	3730	4244	4776
所有者权益合计	19694	21980	22550	23825	24934	26072

资料来源：公司公告，华源证券研究

表 5：公司现金流量表预测（百万元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
经营活动产生的现金流量：						
销售商品、提供劳务收到的现金	9420	12020	8154	10553	10870	10973
收到的税费返还	6	5				
收到其他与经营活动有关的现金	48	92	15	15	15	15
经营活动现金流入(金融类)			17	17	17	17
经营活动现金流入小计	9474	12117	8186	10585	10902	11005
购买商品、接受劳务支付的现金	2199	1872	3632	3753	3811	3870
支付给职工以及为职工支付的现金	1084	1168	254	317	326	329
支付的各项税费	1945	2404	358	768	820	836
支付其他与经营活动有关的现金	188	76	92	92	92	92
经营活动现金流出小计	5417	5520	4337	4930	5050	5127
经营活动产生的现金流量净额	4056	6596	3849	5655	5852	5877
投资活动产生的现金流量：						
收回投资收到的现金	9	6				
取得投资收益收到的现金	42	53	71	71	71	71
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	2	0				
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额						
收到其他与投资活动有关的现金	125					
投资活动现金流入小计	178	60	71	71	71	71
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1530	3755	1000	1000	1000	1000
投资活动现金流出小计	1530	3755	1000	1000	1000	1000
投资活动产生的现金流量净额	-1353	-3695	-929	-929	-929	-929
筹资活动产生的现金流量：						
吸收投资收到的现金	599	1423				
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金		23				
取得借款收到的现金	6194	18633	-1500	-1500	-1500	-1500
收到其他与筹资活动有关的现金	2994	3100				
筹资活动现金流入小计	9787	23156	-1500	-1500	-1500	-1500
偿还债务支付的现金	8009	20419				
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	2797	2277	1343	2443	2806	2802

其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	307	294				
支付其他与筹资活动有关的现金	2037	4313				
筹资活动现金流出小计	12843	27009	1343	2443	2806	2802
筹资活动产生的现金流量净额	-3055	-3853	-2843	-3943	-4306	-4302

资料来源：公司公告，华源证券研究

风险提示：来水波动，电价不及预期，火电煤价上涨。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 ： 沪深 300 指数