

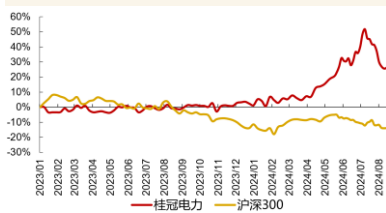
2024年08月27日

买入（维持）

证券分析师

查浩
S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com邹佩轩
S1350524070004
zoupeixuan01@huayuanstock.com邓思平
S1350524070003
dengsiping@huayuanstock.com

市场表现：



桂冠电力 (600236.SH)

——来水改善提升业绩 继续实行年中分红

投资要点：

- 事件：公司发布2024年中报，上半年实现营业收入48.3亿元，同比增长16.25%，实现归母净利润14.37亿元，同比增长57.4%，符合预期。
- 二季度来水大幅改善，新能源发电量实现高增。受拉尼娜现象影响，红水河流域2023年降雨持续偏少，公司2023年水电发电量同比减少41.50%，为今年提供低基数，2024年一季度继续偏枯，水电发电量同比减少7.38%。进入二季度后，我国南方地区降雨普遍改善，公司上半年累计实现水电发电量143.97亿千瓦时，同比增长27.05%。与此同时，受益于新能源装机增长，公司上半年实现风电发电量11.59亿千瓦时，同比增长14.87%；实现光伏发电量3.96亿千瓦时，同比增长97.75%。
- 实行中期分红，近年来持续保持高分红比例。对于水电公司而言，降雨丰枯对业绩的影响难以避免，但是自然的降雨波动不影响水电长期价值。水电的核心价值在于与宏观经济相关程度极低的现金流创造能力，公司2023年开始实行年中+年度分红策略，全年总分红比例达到128.59%。公司2020-2022年分红比例分别为68.18%、78.36%和49.13%。公司2023年年报提出2024年继续实行年中分红，此次中报提出每股10股派现金红利0.85元（含税），占半年度合并报表归母净利润的46.61%。
- 继续看好以水电为代表的低协方差资产。我们认为低协方差资产重估是市场均衡的必然结果，折现率下降带动估值提升。根据马科维茨的投资组合理论，个股的定价是由其在组合中的地位决定的，组合均衡结果影响个股定价。威廉·夏普在此基础上进行了进一步拓展，在均衡状态下，任何一只股票，给组合带来的贡献（风险溢价）应该与组合为其付出的成本（协方差）成正比，即著名的CAPM模型。简单来说，协方差越低的资产估值理应越高，该结论可由纯粹的公式推导得出。水电是最典型的低协方差资产，而且当折现率下降时，久期越长的资产越受益，低协方差+长周期，水电由恰恰是两条路径的交汇点。
- 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，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”。当前背景下有望持续重估，公司乃至整个水电板块具备长期配置价值。
- 盈利预测与评级：结合公司2024年中报数据，我们维持公司2024-2026年归母净利润预测分别为28.07、29.74、31.02亿元，当前股价对应PE分别为19、18、17倍，我们认为水电板块具备长期配置价值，维持“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8月23日

收盘价(元)	6.72
一年内最高/最低(元)	8.28/5.11
总市值(亿元)	530
基础数据：2024年6月30日	
总股本(亿股)	78.82
总资产(亿元)	484.46
净资产(亿元)	226.18
每股净资产(元)	2.18
市净率PB	3.47

盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	10625	8091	10724	11041	11144
同比增长率(%)	26.3%	-23.8%	32.5%	3.0%	0.9%
归母净利润(百万元)	3209	1226	2807	2974	3102
同比增长率(%)	137.4%	-61.8%	129.0%	5.9%	4.3%
每股收益(元/股)	0.41	0.16	0.36	0.38	0.39
毛利率(%)	50.4%	30.1%	45.8%	46.9%	46.8%
ROE(%)	17.0%	6.7%	15.3%	16.2%	16.9%
市盈率			19	18	17

表 1：公司利润表预测（百万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	8414	10625	8091	10724	11041	11144
营业收入	8414	10625	8091	10724	11041	11144
营业总成本	6564	6488	6703	6953	6980	6955
营业成本	5236	5273	5657	5807	5865	5924
税金及附加	141	170	119	158	162	169
管理费用	332	331	354	472	486	446
研发费用	5		3	3	3	3
财务费用	849	714	570	513	463	413
其中：利息费用	866	727	577	527	477	427
减：利息收入	17	15	10	15	15	15
加：其他收益	19	15	18	18	18	18
投资净收益	79	117	143	125	125	145
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	66	93	118	100	100	120
资产减值损失		-17				
信用减值损失	-37	2	8			
资产处置收益	0	0	0			
营业利润	1911	4254	1557	3914	4204	4352
加：营业外收入	34	44	71	0	0	0
减：营业外支出	47	92	49	49	49	49
利润总额	1897	4205	1580	3865	4156	4303
减：所得税	302	562	179	602	649	669
净利润	1595	3643	1400	3263	3507	3634
持续经营净利润	1595	3643	1400	3263	3507	3634
减：少数股东损益	243	434	174	456	533	532
归属于母公司所有者的净利润	1352	3209	1226	2807	2974	3102

资料来源：ifind，华源证券研究

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