

# 桂冠电力 (600236. SH)

——拟收购集团西藏公司 “十五五” 开启成长模式

## 投资要点:

- **事件:** 公司发布 2026 年第一次临时股东会会议议程，预计在 2026 年 1 月 14 日召开：1) 拟收购大唐西藏能源开发有限公司（简称“大唐西藏公司”）及中国大唐集团 ZDN 清洁能源开发有限公司（简称“大唐 ZDN 公司”）；2) 赵大斌先生因工作变动将不再担任公司第十届董事会董事，同时中国大唐集团有限公司推荐周克文先生为公司第十届董事会董事（非独立董事）候选人。
- **20.25 亿元现金收购集团西藏资产，资产包括怒江支流等清洁能源资产。** 根据公告，本次交易作价合计 20.25 亿元，其中标的股权评估价值合计 13.54 亿元（大唐西藏公司 13.50 亿元，大唐 ZDN 公司 0.04 亿元；**合计 PB 对价 1.1 倍**），基准日 2025 年 6 月 30 日；另有大唐集团新增实缴出资 6.71 亿元（基准日至 2025 年 11 月 30 日）。根据企查查，大唐西藏公司旗下拥有大唐玉曲河水电开发有限公司（持股 100%，简称“玉曲河公司”）、西藏大唐扎拉水电开发有限公司（持股 100%，简称“扎拉公司”）以及西藏 ZDN 清洁能源开发有限公司（51%，简称“ZDN 公司”）。
- **承接集团在藏使命，“十五五”开启成长模式。** 本次交易溢价或主要系大唐西藏公司在西藏的定位与潜在成长性，根据大唐西藏公司官网，其主要负责中国大唐在藏发展战略，开发、投资、建设和运营在藏能源电力项目。根据大唐西藏公司官网 2025 年年中工作会议信息，大唐西藏公司或与 ZDN 国家级清洁能源示范基地有关。
- **获得怒江支流 2GW 水电开发权，水电主体地位稳固。** 收购资产中，玉曲河公司与扎拉公司合署管理怒江左岸一级支流两库七级 198.4 万千瓦水电站的开发，年发电量 94.42 亿千瓦时；其中扎拉水电站 101.5 万千瓦预计在 2026 年底-2027 年投产，年发电量可达 39.46 亿千瓦时，中国西藏新闻网显示其预计每年上缴利税约 0.74 亿。我们认为，**本次资产收购预计将稳固公司在大唐集团体内水电定位以及怒江流域的开发权。** 公司拥有怒江中下游龙头水库松塔水电站（360 万千瓦，地处西藏）的开发权，预计本次西藏资产的收购有利于怒江流域未来开发。
- **盈利预测与评级：** 预计公司 2025-2027 年的归母净利润为 28、30、32 亿元（暂不考虑收购资产），当前股价对应的 PE 分别为 20、19、18 倍，假设 2025 年分红 70%，对应股息率为 3.5%，**我们认为水电板块具备长期投资价值，同时公司承接集团在藏电力能源项目，“十五五”开启成长模式，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。

## 盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	8,091	9,598	9,784	10,396	11,049
同比增长率（%）	-23.85%	18.63%	1.93%	6.26%	6.28%
归母净利润（百万元）	1,226	2,283	2,793	2,994	3,159
同比增长率（%）	-61.80%	86.26%	22.33%	7.18%	5.51%
每股收益（元/股）	0.16	0.29	0.35	0.38	0.40
ROE（%）	6.70%	12.08%	14.15%	14.51%	14.64%
市盈率（P/E）	46.04	24.72	20.20	18.85	17.87

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

**附录：财务预测摘要**
**资产负债表（百万元）**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	966	679	971	829
应收票据及账款	2,078	1,796	1,909	2,029
预付账款	111	162	173	183
其他应收款	75	66	71	75
存货	475	268	286	303
其他流动资产	669	610	648	689
<b>流动资产总计</b>	<b>4,374</b>	<b>3,582</b>	<b>4,057</b>	<b>4,108</b>
长期股权投资	1,292	1,422	1,572	1,772
固定资产	37,322	38,565	41,034	42,687
在建工程	3,841	5,154	4,337	3,793
无形资产	685	654	623	591
长期待摊费用	11	0	0	0
其他非流动资产	2,683	2,681	2,680	2,679
<b>非流动资产合计</b>	<b>45,834</b>	<b>48,475</b>	<b>50,245</b>	<b>51,522</b>
<b>资产总计</b>	<b>50,208</b>	<b>52,058</b>	<b>54,303</b>	<b>55,630</b>
短期借款	9,907	10,507	10,807	11,107
应付票据及账款	2,368	1,767	1,880	1,995
其他流动负债	4,615	4,136	4,400	4,670
<b>流动负债合计</b>	<b>16,891</b>	<b>16,410</b>	<b>17,087</b>	<b>17,773</b>
长期借款	10,825	11,825	11,925	10,925
其他非流动负债	551	551	551	551
<b>非流动负债合计</b>	<b>11,376</b>	<b>12,376</b>	<b>12,476</b>	<b>11,476</b>
<b>负债合计</b>	<b>28,267</b>	<b>28,787</b>	<b>29,563</b>	<b>29,249</b>
股本	7,882	7,882	7,882	7,882
资本公积	950	950	950	950
留存收益	10,064	10,902	11,800	12,748
归属母公司权益	18,896	19,734	20,632	21,580
少数股东权益	3,044	3,537	4,107	4,800
<b>股东权益合计</b>	<b>21,940</b>	<b>23,271</b>	<b>24,739</b>	<b>26,381</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>50,208</b>	<b>52,058</b>	<b>54,303</b>	<b>55,630</b>

**现金流量表（百万元）**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	2,636	3,286	3,504	3,767
折旧与摊销	2,291	2,338	2,460	2,574
财务费用	536	561	576	569
投资损失	-133	-150	-170	-220
营运资金变动	-11	-576	194	192
其他经营现金流	287	0	70	100
<b>经营性现金净流量</b>	<b>5,607</b>	<b>5,459</b>	<b>6,635</b>	<b>6,983</b>
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-3,949</b>	<b>-4,830</b>	<b>-4,070</b>	<b>-3,645</b>
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>-1,379</b>	<b>-917</b>	<b>-2,272</b>	<b>-3,480</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>279</b>	<b>-287</b>	<b>293</b>	<b>-143</b>

**利润表（百万元）**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>9,598</b>	<b>9,784</b>	<b>10,396</b>	<b>11,049</b>
<b>营业成本</b>	<b>5,308</b>	<b>4,772</b>	<b>5,077</b>	<b>5,389</b>
税金及附加	150	153	162	172
销售费用	0	0	0	0
管理费用	362	369	392	416
研发费用	4	4	4	5
财务费用	536	561	576	569
资产减值损失	-82	-49	-52	-55
信用减值损失	-9	-9	-10	-11
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	133	150	170	220
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	33	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>3,314</b>	<b>4,016</b>	<b>4,293</b>	<b>4,652</b>
营业外收入	52	50	70	80
营业外支出	277	200	170	200
其他非经营损益	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>3,088</b>	<b>3,866</b>	<b>4,193</b>	<b>4,532</b>
所得税	452	580	629	680
<b>净利润</b>	<b>2,636</b>	<b>3,286</b>	<b>3,564</b>	<b>3,852</b>
少数股东损益	352	493	570	693
归属母公司股东净利润	2,283	2,793	2,994	3,159
EPS(元)	0.29	0.35	0.38	0.40

**主要财务比率**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营收增长率	18.63%	1.93%	6.26%	6.28%
营业利润增长率	112.81%	21.20%	6.89%	8.36%
归母净利润增长率	86.26%	22.33%	7.18%	5.51%
经营现金流增长率	37.45%	-2.62%	21.53%	5.24%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	44.70%	51.22%	51.16%	51.23%
净利率	27.46%	33.59%	34.28%	34.86%
ROE	12.08%	14.15%	14.51%	14.64%
ROA	4.55%	5.37%	5.51%	5.68%
P/E	24.72	20.20	18.85	17.87
P/S	5.88	5.77	5.43	5.11
P/B	3.45	3.28	3.12	2.96
股息率	2.86%	3.46%	3.71%	3.92%
EV/EBITDA	13	12	11	11

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 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

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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。该等信息、意见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任何人的个人推荐。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他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。

## 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。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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：**A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。