

## 水电减发拖累业绩，重视分红吸引力

### ——桂冠电力(600236.SH)2019年年报点评

公司动态

#### ◆事件：

桂冠电力发布2019年年报。2019年公司营业收入90.4亿元，同比减少4.9%；归母净利润21.1亿元，同比下滑11.4%。

#### ◆流域来水偏枯，水电减发影响业绩：

公司核心业务为水电业务。2019年公司红水河流域来水偏枯，6个电厂总来水量同比偏枯7.6%，水电发电量同比减少5.9%。我们测算2019Q4公司发电量81.7亿千瓦时，同比减少14.7%；其中水电发电量76.9亿千瓦时，同比减少8.7%。2019年公司水电板块营业收入77亿元，同比减少约7%；利润总额31亿元，同比下滑约15%。受水电减发等因素影响，2019年营业收入及归母净利润均同比下滑。其中2019Q4公司营业收入18.7亿元，同比下滑20.3%；归母净利润1.5亿元，同比下滑60.6%。

#### ◆分红比例提升，股息回报可观：

公司近年来致力于股东回报，2011-2019年公司平均分红比例约53.7%。2019年公司拟每股派息0.19元，对应分红比例约71%，同比提升约7个百分点。以当前股价测算，公司静态股息率约4.3%。我们判断公司暂无大型机组投产，资本开支压力减弱，充沛的自由现金流有效支撑公司分红水平，股息回报可观。

#### ◆盈利预测与投资评级：

预计公司2020-2022年的归母净利润分别为23.6、25.2、26.3亿元，EPS分别为0.30、0.32、0.33元。当前股价对应公司2020-2022年的PE分别为15、14、13倍，对应PB分别为2.3、2.1、2.0倍。我们看好公司优质的现金流及分红水平，给予公司2020年2.5倍PB水平，对应目标价4.88元，首次覆盖给予“增持”评级。

#### ◆风险提示：

水电来水不及预期，用电需求低于预期，上网电价超预期下行，煤价超预期上涨，融资成本大幅上行等。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,514	9,043	9,200	9,366	9,475
营业收入增长率	8.4%	-4.9%	1.7%	1.8%	1.2%
净利润(百万元)	2,385	2,114	2,365	2,520	2,630
净利润增长率	-5.0%	-11.4%	11.9%	6.6%	4.3%
EPS(元)	0.39	0.27	0.30	0.32	0.33
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.9%	14.6%	15.4%	15.5%	15.4%
P/E	11	16	15	14	13
P/B	1.9	2.4	2.3	2.1	2.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年4月17日

## 增持(首次)

当前价/目标价：4.42/4.88元

#### 分析师

王威(执业证书编号：S0930517030001)

021-52523818

[wangwei2016@ebsec.com](mailto:wangwei2016@ebsec.com)

于鸿光(执业证书编号：S0930519060001)

021-52523819

[yuhongguang@ebsec.com](mailto:yuhongguang@ebsec.com)

#### 市场数据

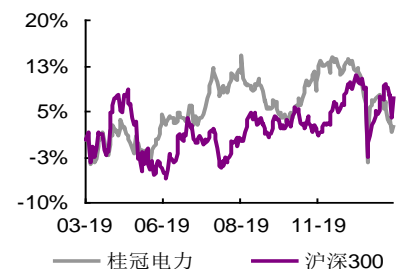
总股本(亿股)：78.82

总市值(亿元)：348.40

一年最低/最高(元)：4.12/5.15

近3月换手率：3.30%

#### 股价表现(一年)



#### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-5.15	0.45	6.55
绝对	0.44	-7.14	0.84

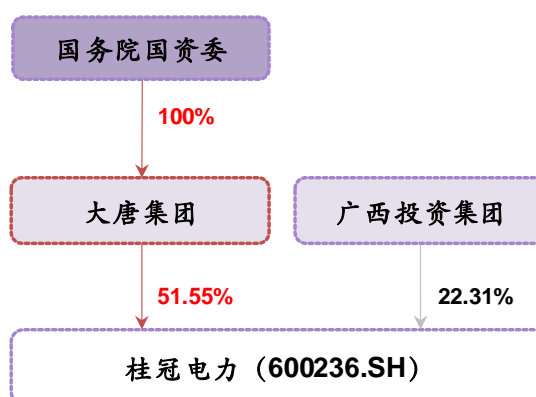
资料来源：Wind

## 1、大唐集团旗下水电上市平台

广西桂冠电力股份有限公司是大唐发电集团旗下电力上市平台,于1992年成立,2000年登陆A股。公司大股东为大唐集团(持股比例51.55%),实际控制人为国资委。

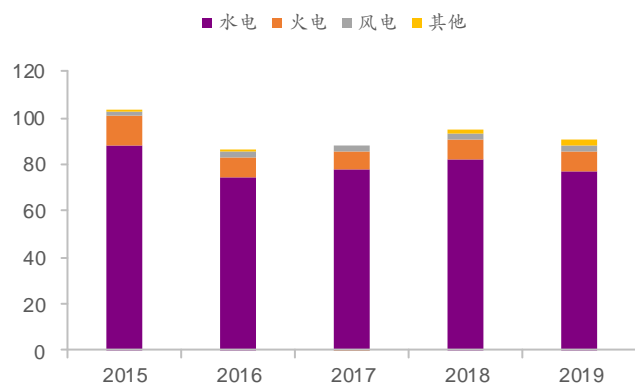
公司以发电业务为主,按电源类型划分包括水电、火电、风电,其中核心业务为水电业务。2019年水电占营业收入和毛利的比例分别为85%、98%。高盈利水平的水电业务有效支撑了公司综合毛利率。

图1: 公司股权结构图



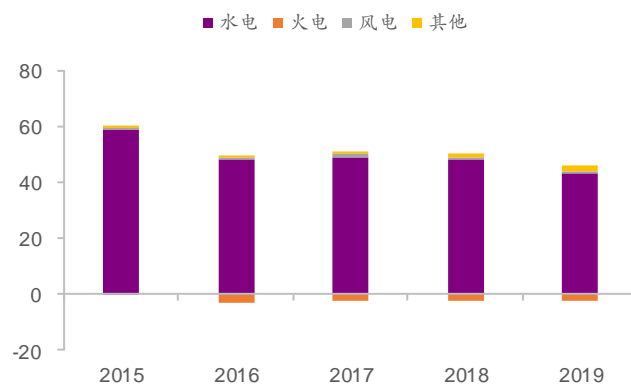
资料来源:公司公告,光大证券研究所(注:截至2019年底)

图2: 公司营业收入(亿元)



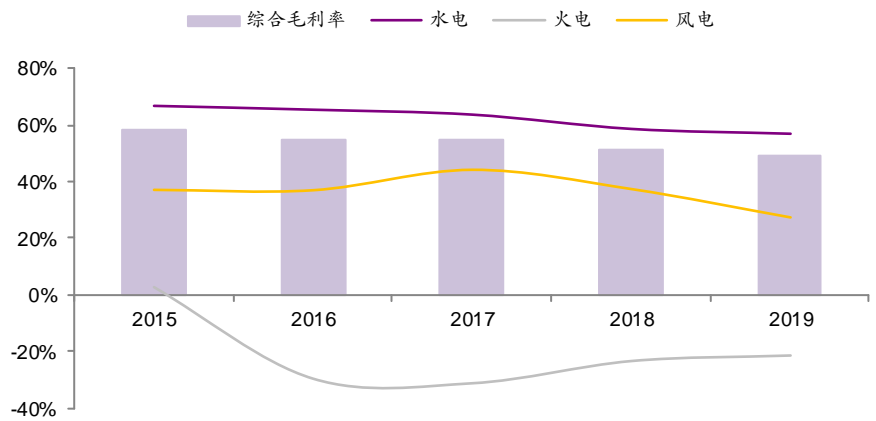
资料来源:Wind,光大证券研究所

图3: 公司毛利(亿元)



资料来源:Wind,光大证券研究所

图 4：公司毛利率（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

根据大股东承诺，大唐集团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，以桂冠电力为运作平台整合大唐集团在广西境内的水电资源。近年大唐集团持续将优质水电资产注入公司，其中核心资产包括：2010 年注入的岩滩电站（181 万千瓦）、2015 年注入的龙滩水电站（490 万千瓦）。截至 2019 年底，公司控股装机容量 1184 万千瓦，其中水电、火电、风电装机分别为 1023、133、28 万千瓦。

表 1：公司控股发电资产

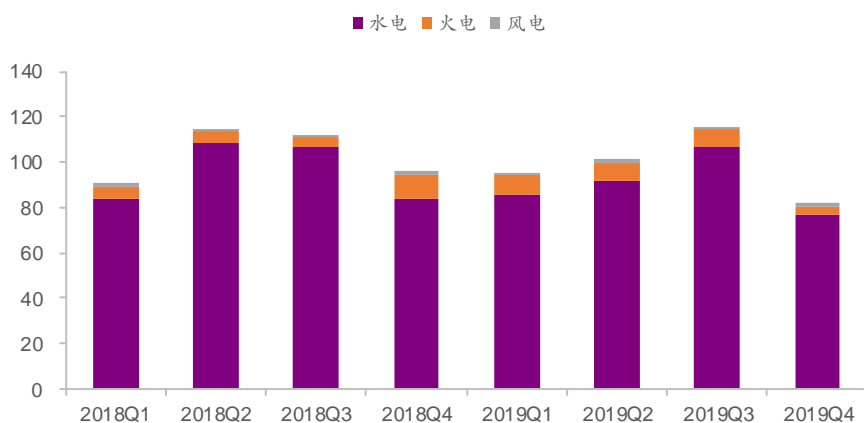
电厂名称	电源类型	装机容量 (万千瓦)
龙滩公司水电厂	水电	490
岩滩公司水电厂	水电	181
大化水电厂	水电	57
百龙滩水电厂	水电	19
桂开公司水电厂	水电	60
平班公司水电厂	水电	41
川汇公司水电厂	水电	44
沿渡河公司水电厂	水电	10
得荣公司水电厂	水电	25
桂冠电力深圳分公司水电厂（原博达公司）	水电	18
广源分公司水电厂	水电	71
香电公司水电厂	水电	9
合山公司火电厂	火电	133
山东分公司风电场	风电	14
盘州市分公司风电场	风电	14
<b>合计</b>		<b>1,184</b>

资料来源：公司公告，光大证券研究所（注：统计时点为 2019 年底）

## 2、流域来水偏枯，水电减发影响业绩

2019年公司红水河流域来水偏枯，6个电厂总来水量同比偏枯7.6%，水电发电量同比减少5.9%。我们测算2019Q4公司发电量81.7亿千瓦时，同比减少14.7%；其中水电发电量76.9亿千瓦时，同比减少8.7%。2019年公司水电板块营业收入77亿元，同比减少约7%；利润总额31亿元，同比下滑约15%。受水电减发等因素影响，2019年公司营业收入90.4亿元，同比减少4.9%；归母净利润21.1亿元，同比下滑11.4%。其中2019Q4公司营业收入18.7亿元，同比下滑20.3%；归母净利润1.5亿元，同比下滑60.6%。

图5：公司季度发电量情况（亿千瓦时）

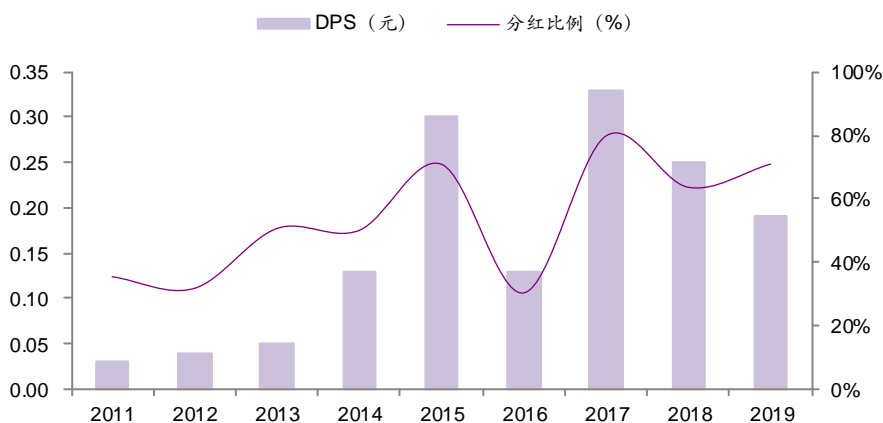


资料来源：公司公告，光大证券研究所

## 3、分红比例提升，股息回报可观

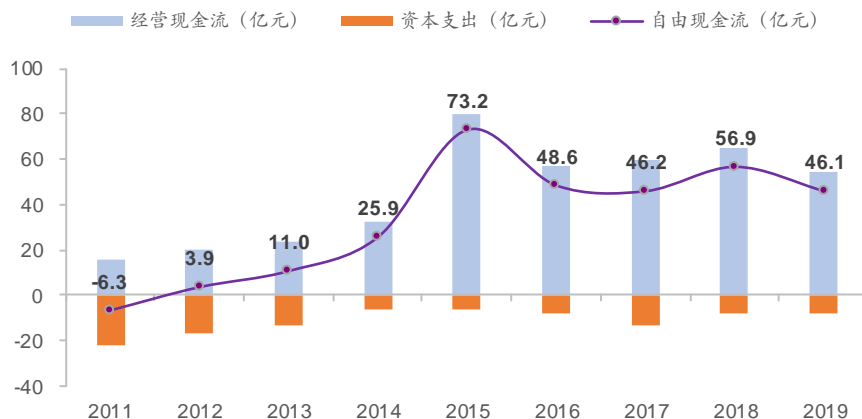
公司近年来致力于股东回报，2011-2019年公司平均分红比例约53.7%。2019年公司拟每股派息0.19元，对应分红比例约71%，同比提升约7个百分点。以当前股价测算，公司静态股息率约4.3%。我们判断公司暂无大型机组投产，资本开支压力减弱，充沛的自由现金流有效支撑公司分红水平，股息回报可观。

图6：公司历年分红情况



资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所

图 7：公司现金流情况



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：自由现金流=经营现金流-资本支出）

## 4、盈利预测与投资评级

### 4.1、关键假设及盈利预测

公司主营业务为电力业务，盈利与发电量相关度较高。我们假设水电站所在流域来水稳定，公司 2020-2022 年的发电量分别为 400、407、412 亿千瓦时，同比增速分别为 1.7%、1.7%、1.3%。

我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 92、94、95 亿元，同比增长 1.7%、1.8%、1.2%；综合毛利率分别为 50.4%、50.8%、51.2%。预计公司 2020-2022 年的归母净利润分别为 23.6、25.2、26.3 亿元，同比增速分别为 11.9%、6.6%、4.3%；EPS 分别为 0.30、0.32、0.33 元。

表 2：公司主营业务预测

项目	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (亿元)	90.43	92.00	93.66	94.75
YoY%	-4.9%	1.7%	1.8%	1.2%
电力	87.93	89.49	91.15	92.24
其他	2.51	2.51	2.51	2.51
毛利率 (%)	49.2%	50.4%	50.8%	51.2%
电力	47.8%	49.1%	49.6%	50.0%
其他	96.1%	96.1%	96.1%	96.1%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

### 4.2、估值与投资评级

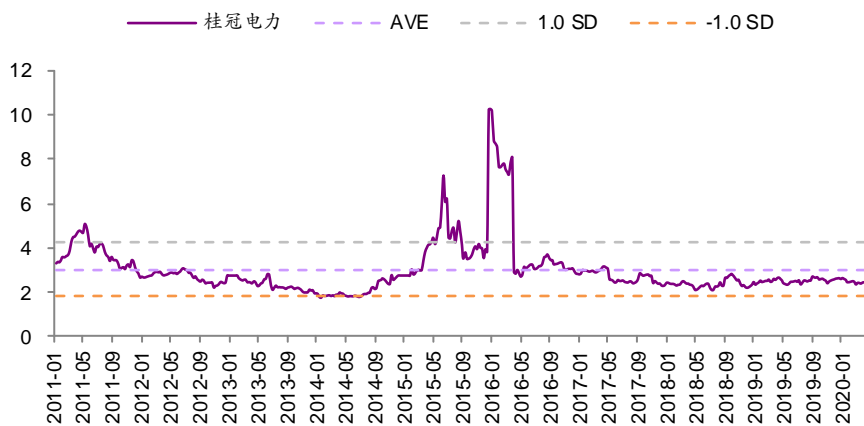
公司作为综合发电商，核心业务为水电。我们选取水电公司长江电力、华能水电、国投电力、川投能源、黔源电力为可比公司。可比公司 2020 年 PE 均值 12 倍，PB 均值 1.5 倍，ROE 均值 11.9%。公司 PE、PB 均高于可比公司，但从 PB-ROE 视角判断，公司高于行业水平的 ROE 有效支撑较高的 PB 估值。

表 3：可比公司估值表

代码	公司	股价 (元)	市值 (亿元)	PE (x)		PB (x)		ROE (%)	
				20E	21E	20E	21E	20E	21E
600900.SH	长江电力	17.12	3,766	16.6	16.3	2.4	2.2	14.4%	13.9%
600025.SH	华能水电	3.53	635	12.0	11.8	1.3	1.2	10.6%	10.2%
600886.SH	国投电力	7.69	522	9.9	9.5	1.2	1.1	12.2%	11.5%
600674.SH	川投能源	8.85	390	12.0	11.4	1.4	1.3	11.3%	11.0%
002039.SZ	黔源电力	13.97	43	11.2	10.4	1.2	1.1	11.2%	11.0%
平均值				12.4	11.9	1.5	1.4	11.9%	11.5%
600236.SH	桂冠电力	4.42	348	14.7	13.8	2.3	2.1	15.4%	15.5%

资料来源：Wind，光大证券研究所（注：股价和市值对应日期为 2020 年 4 月 17 日，除桂冠电力外其余公司盈利预测为 Wind 一致预期）

图 8：桂冠电力历史 PB



资料来源：Wind，光大证券研究所

从历史 PB 来看，2011 年以来公司 PB 中枢约 3.0 倍。公司当前 PB 水平低于历史均值。结合历史估值与可比公司估值，给予公司 2020 年 2.5 倍 PB 水平，对应目标价 4.88 元。我们看好公司优质的现金流及分红水平，首次覆盖给予“增持”评级。

## 5、风险分析

水电来水不及预期，用电需求低于预期，上网电价超预期下行，煤价超预期上涨，融资成本大幅上行等。

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	9,514	9,043	9,200	9,366	9,475
营业成本	4,632	4,597	4,566	4,608	4,626
折旧和摊销	2,469	2,374	2,519	2,551	2,575
税金及附加	190	160	162	165	167
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	332	385	392	399	403
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	1,183	1,108	907	807	742
投资收益	156	52	52	52	52
营业利润	3,334	2,930	3,245	3,458	3,608
利润总额	3,346	2,896	3,245	3,458	3,608
所得税	635	498	558	594	620
净利润	2,711	2,399	2,687	2,864	2,988
少数股东损益	327	285	322	344	359
归属母公司净利润	2,385	2,114	2,365	2,520	2,630
EPS(按最新股本计)	0.39	0.27	0.30	0.32	0.33

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	6,512	5,419	6,045	6,166	6,249
净利润	2,385	2,114	2,365	2,520	2,630
折旧摊销	2,469	2,374	2,519	2,551	2,575
净营运资金增加	-39	446	52	42	29
其他	1,697	486	1,110	1,053	1,015
投资活动产生现金流	-2,109	-741	-466	-466	34
净资本支出	-823	-778	-500	-500	0
长期投资变化	1,196	1,012	-18	-18	-18
其他资产变化	-2,483	-975	53	52	52
融资活动现金流	-4,772	-4,964	-5,327	-4,811	-2,706
股本变化	0	1,819	0	0	0
债务净变化	4,420	-2,051	-2,922	-2,348	-200
无息负债变化	471	-470	-1	20	10
净现金流	-367	-286	253	889	3,576

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	51.3%	49.2%	50.4%	50.8%	51.2%
EBITDA 率	71.7%	69.7%	72.0%	72.2%	72.6%
EBIT 率	45.7%	43.4%	44.6%	45.0%	45.4%
税前净利润率	35.2%	32.0%	35.3%	36.9%	38.1%
归母净利润率	25.1%	23.4%	25.7%	26.9%	27.8%
ROA	5.9%	5.5%	6.4%	7.0%	7.1%
ROE (摊薄)	16.9%	14.6%	15.4%	15.5%	15.4%
经营性 ROIC	8.4%	8.0%	8.8%	9.5%	10.4%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	64%	61%	57%	52%	51%
流动比率	0.38	0.36	0.54	0.95	1.65
速动比率	0.37	0.34	0.51	0.90	1.60
归母权益/有息债务	0.53	0.59	0.71	0.84	0.90
有形资产/有息债务	1.68	1.75	1.90	2.08	2.16

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	45,952	43,957	42,223	41,104	42,139
货币资金	2,153	1,863	2,116	3,005	6,581
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	1,028	972	989	1,006	1,018
应收票据	38	28	29	29	30
其他应收款 (合计)	35	39	40	41	41
存货	109	247	245	247	248
其他流动资产	143	154	154	154	154
流动资产合计	3,683	3,617	3,884	4,797	8,388
其他权益工具	0	116	116	116	116
长期股权投资	1,196	1,012	1,031	1,049	1,067
固定资产	36,897	34,775	33,320	31,667	29,697
在建工程	2,888	3,261	2,708	2,293	1,720
无形资产	725	707	672	638	606
商誉	289	289	289	289	289
其他非流动资产	14	-	-	-	-
非流动资产合计	42,269	40,340	38,339	36,307	33,750
总负债	29,352	26,831	23,908	21,579	21,390
短期借款	3,995	4,870	2,148	0	0
应付账款	1,319	1,292	1,284	1,295	1,301
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	6	1	1	1	1
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	9,673	9,923	7,200	5,071	5,082
长期借款	18,470	15,838	15,638	15,438	15,238
应付债券	927	927	928	928	928
其他非流动负债	127	57	57	57	57
非流动负债合计	19,679	16,908	16,708	16,508	16,308
股东权益	16,600	17,126	18,316	19,524	20,749
股本	6,063	7,882	7,882	7,882	7,882
公积金	3,020	3,039	3,275	3,527	3,790
未分配利润	4,988	3,580	4,211	4,824	5,427
归属母公司权益	14,077	14,513	15,381	16,245	17,111
少数股东权益	2,523	2,613	2,935	3,279	3,638

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	0%	0%	0%	0%	0%
管理费用率	3%	4%	4%	4%	4%
财务费用率	12%	12%	10%	9%	8%
研发费用率	0%	0%	0%	0%	0%
所得税率	19%	17%	17%	17%	17%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.25	0.19	0.21	0.22	0.23
每股经营现金流	1.07	0.69	0.77	0.78	0.79
每股净资产	2.32	1.84	1.95	2.06	2.17
每股销售收入	1.57	1.15	1.17	1.19	1.20

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	11	16	15	14	13
PB	1.9	2.4	2.3	2.1	2.0
EV/EBITDA	8.4	10.1	9.2	8.7	8.1
股息率	5.7%	4.3%	4.8%	5.1%	5.3%

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因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, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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, 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, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼