证券研究报告·A股公司简评　　电力

水电业绩高速增长，新能源强化战略布局

桂冠电力(600236)

事件

桂冠电力发布 2022 年半年报

桂冠电力发布 2022 年半年报，公司 2022 年上半年实现营业收入 56.20 亿元，同比上升 29.78%；实现归母净利润 19.04 亿元，同比增长 53.98%；实现扣非归母净利润 19.36 亿元，同比提升 57.53%；加权平均 ROE 为 11.84%，同比增加 4.88 个百分点。

简评

水电、风光协同发展，电量结构持续优化

截至 2022 年上半年，公司在役装机容量 1248.36 万千瓦。公司电源结构较为合理，水电、风电等清洁能源占公司在役装机容量的 89.3%，其中水电装机容量达 1022.76 万千瓦，在役水电装机占 81.9%，是公司营收及利润的主要来源。2022 年上半年，水电业务实现发电量 208.89 亿千瓦时，同比增加 29.65%，其中二季度发电量为 127.17 亿千瓦时，同比增长 39.03%，原因是主要水电所在的红水河流域来水大幅增长。上半年红水河流域龙滩断面来水 299 亿立方米，同比增长 75%， 6 月份龙滩水电站出库流量同比增长 467%，带动二季度发电量大幅增长。新能源方面，风电实现发电量 9.78 亿千瓦时，同比增长 108.97%，光伏发电 0.35 亿千瓦时，风电、光伏发电量增加的主要原因是去年和今年上半年内陆续有新增机组投产。火电业务实现发电量 11 亿千瓦时，同比减少 39.92%，主要系水电、风电发电量大幅增加挤压火电发电空间，以及上半年广西全社会用电需求疲软所致。水电和风电是驱动公司业绩增长的核心因素，其中龙滩/岩滩/桂开净利润分别由 7.17/2.68/1.43 亿元增至 10.04/4.06/2.26 亿元，贡献公司本期大部分利润增量；风电从零开始逐渐形成规模，增量增效明显。

期间费用管控得当，现金流情况持续向好

上半年公司期间费用管控得当，经营状况稳步改善。财务费率为 6.95%，同比减少 2.97pct，原因系公司全力压降融资成本，全力争取“桂惠贷”优惠贷款；管理费率为 2.74%，同比减少 0.54pct。2022 年上半年公司经营性现金流净额为 40.33 亿元，同比增长 42.27%，主要系收入增加导致收到电费金额增加。公司经营性现金流持续向好，对水电业务的持续拓展以及风电和光伏业务的战略布局提供有力支撑。

维持　　买入

高兴
gaoxing@csc.com.cn
021-68821600
SAC 执证编号：S1440519060004

发布日期： 2022 年 08 月 28 日

当前股价： 6.35 元
目标价格 6 个月： 7 .2 元

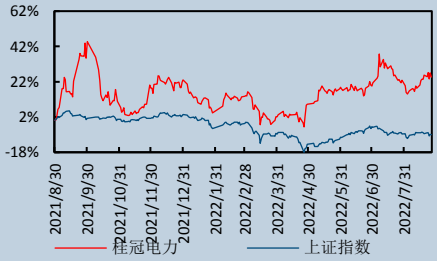
主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
2.09/3.3	6.86/3.48	24.91/33.03

12 月最高/最低价（元）	7.68/4.98
总股本（万股）	788,237.78
流通 A 股（万股）	788,237.78
总市值（亿元）	500.53
流通市值（亿元）	500.53
近 3 月日均成交量（万股）	1,406.21
主要股东	
中国大唐集团有限公司	51.55%

股价表现



相关研究报告

22.07.08	【中信建投电力】桂冠电力(600236): 红水河上璀璨明珠，二季度来水有望超预期（更新）
22.07.06	【中信建投电力】桂冠电力(600236): 红水河上璀璨明珠，二季度来水有望超预期
21.08.31	【中信建投电力】桂冠电力(600236): 水电、风电并驾齐驱，驱动公司业绩稳健提升

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供，在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦有可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请参阅最后一页的重要声明。

Q3 电量有望维持增长，维持桂冠电力“买入”评级

受益于 Q2 蓄水充足及来水较好，截至 8 月 24 日，龙滩电站 8 月平均出库流量为 602 立方米/秒，同比增加 25%；三季度平均出库流量为 866 立方米/秒，同比增加 68%，Q3 公司水电电量有望维持增长态势。公司坚持推进高质量发展战略，打造核心竞争力，清洁能源优势凸显，电源结构日趋合理。公司整体平均水电电价较低，在电力市场竞争中有较强的竞价优势，同时积极参与售电侧改革，为公司延伸产业链、培育新的效益增长点搭建平台。我们认为公司水电资产优质，风、光发电有望稳步发展，预计 2022~2024 年归母净利润分别为 31.82 亿元、30.13 亿元、31.9 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：煤价大幅上涨风险；公允价值波动风险

表 1：桂冠电力盈利预测（单位：百万元，元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	**8973.9**	**8414.3**	**11186.3**	**11222.6**	**11897.0**
营业成本	**4580.6**	**5236.4**	**5286.4**	**5448.6**	**5742.2**
营业税金及附加	151.4	141.4	188.0	188.6	199.9
销售费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
管理费用	347.6	331.9	348.5	366.0	384.3
财务费用	986.8	849.4	934.4	1027.8	1130.6
资产减值损失	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动净收益	-0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	69.1	50.0	50.0	50.0	50.0
其他收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	3004.0	1910.5	4479.0	4241.7	4490.0
营业外收入	15.2	33.8	33.8	33.8	33.8
营业外支出	57.7	47.0	47.0	47.0	47.0
利润总额	2961.5	1897.3	4465.8	4228.4	4476.7
所得税	466.9	302.0	710.8	673.0	712.6
净利润	2494.6	1595.3	3754.9	3555.4	3764.1
少数股东损益	298.0	243.3	572.6	542.1	574.0
归属母公司净利润	**2196.6**	**1352.0**	**3182.4**	**3013.2**	**3190.2**
EPS	**0.28**	**0.17**	**0.40**	**0.38**	**0.40**

资料来源：公司公告，中信建投

分析师介绍

高兴：华中科技大学工学学士，清华大学热能工程系硕士，三年电力设备行业工作经验，2017 年开始从事卖方研究工作。2018 年加入中信建投证券，现任电力公用事业首席分析师，曾作为团队核心成员，获得 2019-2020 年新财富电力公用事业入围、2018-2020 年金牛奖电力公用最佳行业分析师、2019-2020 年 WIND 最佳电力公用分析师第一、水晶球前五等奖项。

研究助理

罗焱曦 13813379531 luoyanxi@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层
电话：（8610） 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2106 室
电话：（8621） 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk