

公司内生增长结构改变，未来成长可期

——甘肃能源 (000791.SZ) 深度研究报告

华龙证券研究所

投资评级: 增持 (维持)

最近一年走势



市场数据 2023年11月20日

当前价: 5.67 元

总股本: 16 亿股

流通股本: 16 股

总市值: 90.75 亿元

52周内高: 5.90 元

52周内低: 4.91 元

研究员: 占运明

执业证书编号: S0230521030010

邮箱: zhanym@hlzq.com

相关阅读

摘要:

- 2023年前三季度营收净利润双增。公司主营业务为水风光发电，截至2023年前三季度公司已发电权益装机容量为342.24万千瓦，其中水电、风电、光伏装机容量分别为163.43万千瓦、111.81万千瓦、67万千瓦。随着新建项目陆续并网与原项目结算电价提升，公司前三季度营收与净利润分别为19.12亿元、5.59亿元，同比增长22.62%、52.69%。
- 受益于新能源装机成本下行与行业政策的助力，风光新增装机量快速提升，行业景气度仍有望延续。风电整机价格从2019年的4842元/千瓦，跌至2022年的1822元/千瓦，降幅为62.3%。2023年前三季度仍小幅下跌；光伏组件主流品种价格从年初的1.84元/瓦快速回落，当前价格约为1.14元/瓦，下降幅度接近四成，风光装机成本的下行，有利于提高风光项目收益率。面对行业发展的良好机遇，集团公司积极开拓，获得腾格里沙漠基地自用600万千瓦新能源项目，公司作为集团子公司，或将受益。
- 开启与央企电力公司协同发展的新局面。长江电力通过定增与增持成为公司的第二大股东，持有公司约2.89亿股，持股比例为18.03%。长江电力入股，开启央企公司与地方国企协同发展新局面，有利改进公司的治理结构，提升公司的综合实力。
- 盈利预测与评级。我们预测公司2023-2025年归母净利润分别为5.68亿元、6.03亿元、6.61亿元，同比增长88.30%、6.10%、9.52%，以2023年11月20日收盘价计算，对应的PE分别为15.8X、14.9X、13.8X。鉴于公司所处优越的地理位置、在甘肃省电力行业中的领先地位，以及控股股东在新能源项目上的强力支持，我们对公司维持“增持”评级。

➤ 盈利预测简表

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万)	2046.42	2636.41	2999.97	3115.47
增长率 (%)	1.66%	28.83%	13.79%	3.85%
归母净利润 (百万)	301.86	568.39	603.07	660.51
增长率 (%)	15.77%	88.30%	6.10%	9.52%
每股收益 EPS (元)	0.22	0.36	0.38	0.41
市盈率 (PE)	25.8	15.8	14.9	13.8

资料来源: 公司公告、华龙证券研究所

➤ 风险提示

行业竞争加剧风险、行业政策调整风险、因自然因素导致发电量不及预期、售电价格下降风险、相关假设不成立导致结论偏差。

内容目录

1. 装机量增加助力业绩提升，管控有效财务健康	3
1.1 新能源装机量提升，风光装机量超过水电	3
1.2 股东户数下降，持股集中度上升.....	4
1.3 风光营收发力，财务指标健康.....	5
1.3.1 营收增幅同比超两成，风光产品收入占比超过水电	5
1.3.2 现金流稳定，净现比健康.....	6
1.3.3 费用管控有效，资产负债率趋势性下降.....	7
2. 装机成本下行与政策加持助力风光装机量提升	8
2.1 碳中和促进风光装机需求的提升	8
2.2 装机成本下降带动项目收益率提升.....	9
2.3 绿电绿证有望带动电价提升，提高新能源项目收益.....	11
3. 利用自然资源禀赋与协同发展，确立增长新模式	12
3.1 甘肃自然资源禀赋好，公司积极布局新能源项目	12
3.2 长江电力增持，促进产业协同发展.....	15
3.3 装机结构改变驱动内生增长模式变化.....	16
4. 盈利预测与估值	18
4.1 盈利预测假设	18
4.2 盈利预测	19
4.3 相对估值法.....	19
5. 风险提示	20

图表目录

图 1: 甘肃能源装机量 (截至 2023.9.30)	4
图 2: 公司大股东 (截至 2023.9.30)	5
图 3: 2020 年-2023 年前三季度公司营收及结构占比	6
图 4: 2020 年-2023 年前三季度现金流与净现比	6
图 5: 2020 年-2023 年前三季度财务费用及同比下降率	7
图 6: 2020 年-2023 年前三季度负债情况与资产负债率	7
图 7: 十四五光伏装机预测	8
图 8: 十四五风电装机预测	9
图 9: 陆上风电中标均价	10
图 10: 光伏组件主流品种平均价	10
图 11: 各省 (区、市) 2022 年 100 米高度层风能资源平均值排名	13
图 12: 各省 (区、市) 2022 年水平面总辐照量平均值排名	14
图 13: 长江电力持股名单 (截止 2023.9.30)	15
图 14: 公司装机结构占比	16
图 15: 公司产品毛利率	17
表 1: 公司发电量与营收预测	19
表 2: 可比公司估值表	20
表 3: 利润表、资产负债表、现金流量表预测	22

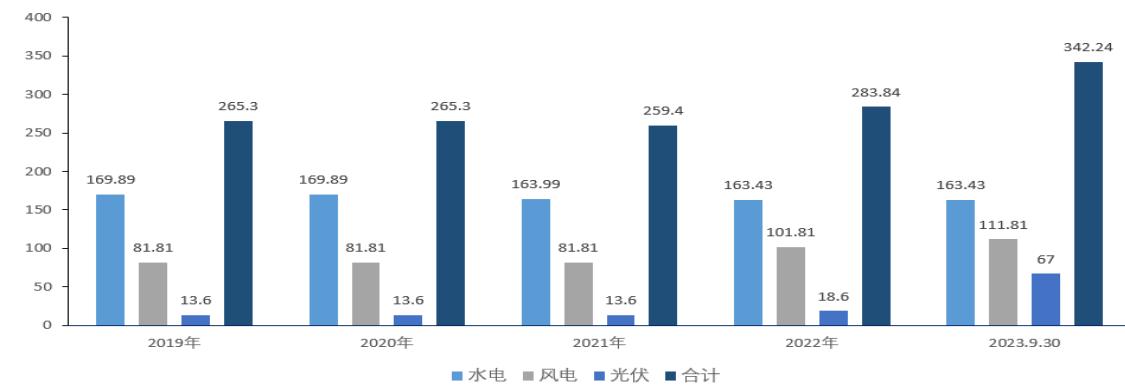
1. 装机量增加助力业绩提升，管控有效财务健康

1.1 新能源装机量提升，风光装机量超过水电

公司从事的主要业务包括水力发电、风力发电和光伏发电，水电主要分布在甘肃省内黄河、洮河、白龙江、大通河、黑河等流域，风电和光伏主要集中在甘肃省内的河西地区。2023年1月-9月水电、风电、光伏发电量分别为42.88亿千瓦时、15.47亿千瓦时、4.84亿千瓦时，水电发电量同比下降0.9%、风、光发电量同比增长41.54%、134.95%。

截至2023年9月30日，公司已发电权益装机容量为342.24万千瓦，其中已发电水电权益装机容量163.43万千瓦；已发电风力权益装机容量111.81万千瓦；已发电光伏权益装机容量67万千瓦。从公司历年年报与半年报数据来看，2019年-2021年公司的风光装机量没有变化，2022年风光装机量较2021年增加25万千瓦，其中风电装机增加20万千瓦，同比增长24.45%，光伏装机增加5万千瓦，同比增长36.76%。随着风光项目的持续并网，截至2023年9月30日，风光装机量合计178.81万千瓦，较2022年底增长48.5%，且风光装机量首次超过公司水电装机量，装机量结构性改变，使得公司发电属性从清洁能源发电转化成新能源发电。

图 1：甘肃能源装机量（万千瓦）（截至 2023.9.30）



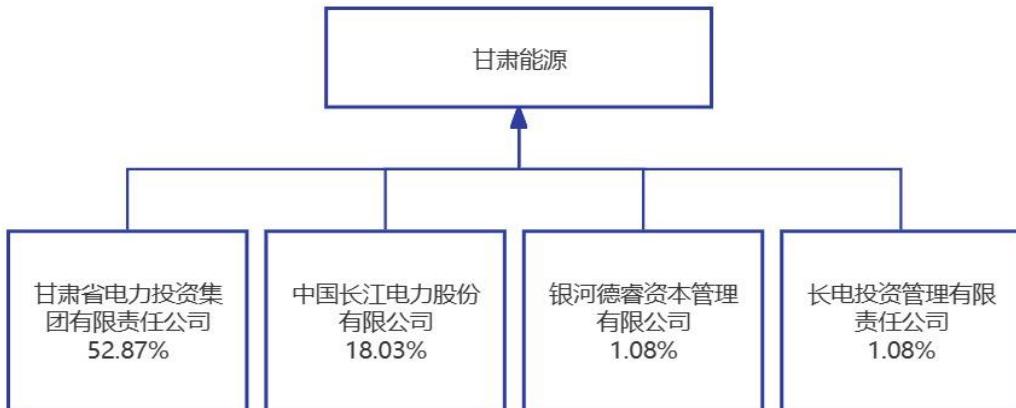
资料来源：历年公司公告、华龙证券研究所

装机量的结构改变，有利于平滑公司季度间业绩差异，改善一季度、四季度枯水期对公司业绩的影响。当前风光产品的平均售电价格高于水电，且其平均毛利率高于水电，后续风光装机并网后，这一趋势仍有望延续。

1.2 股东户数下降，持股集中度上升

截至 2023 年 9 月 30 日，公司股东户数约为 4.74 万户，较上年同期 6.30 万户，减少 1.56 万户，降幅为 24.71%，前十大股东持股集中度上升，较中报提升 1.05 个百分点，为 75.10%。2023 年三季报显示，公司第一大股东为甘肃省电力投资集团有限责任公司，其持股比例为 52.87%，公司的实际控制人为甘肃省国有资产监督管理委员会，控股比例 44.41%。第二大股东为长江电力股份有限公司，其持股比例约 18.03%，长江电力股份有限公司所持公司股份主要是通用定增与二级市场增持两种方式取得，其中通过定增取得公司约 2.24 亿股，约占总股本的 13.99%，通过二级市场增持取得公司股份 4.05%。公司第三、第四股东为银河德睿资本管理有限公司、长电投资管理有限责任公司，持股比例均为 1.08%，后者为长江电力股份有限公司的一致行动人。

图 2：公司股东（截至 2023. 9. 30）



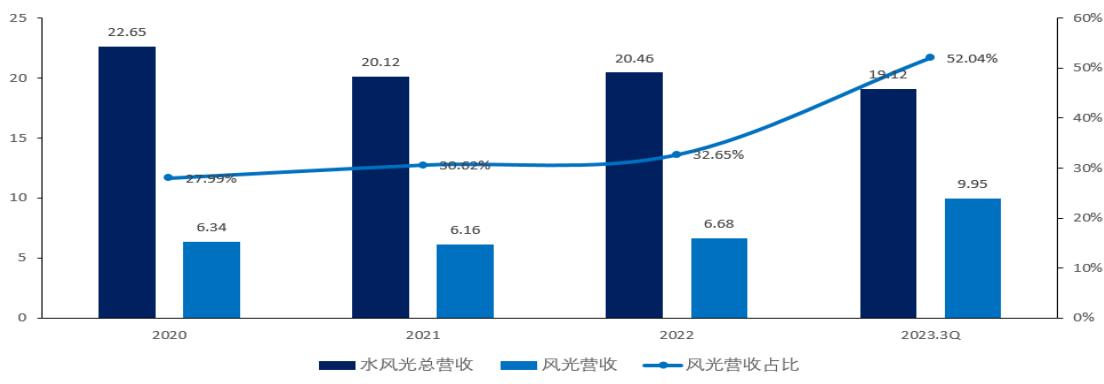
资料来源：公司公告、华龙证券研究所

1.3 风光营收发力，财务指标健康

1.3.1 营收增幅同比超两成，风光产品收入占比超过水电

随着公司风光项目的陆续并网，风光产品收入明显增长。2020 年-2023 年前三季度公司营业收入分别为 22.65 亿元、20.12 亿元、20.46 亿元、19.12 亿元，2023 年 1 月-9 月营收同比增长 22.62%，其中水电营收约为 9.17 亿元，而风电与光伏产品营收合计为 9.95 亿元，较 2022 年全年增长 3.27 亿元。风光收入在总营收中占比快速提升，达到 52.04%，较 2022 年全年提升 19.39 个百分点。随着新增风光项目的并网，风光收入的占比仍将持续提升。

图 3: 2020 年-2023 年前三季度公司营收及结构占比 (亿元)



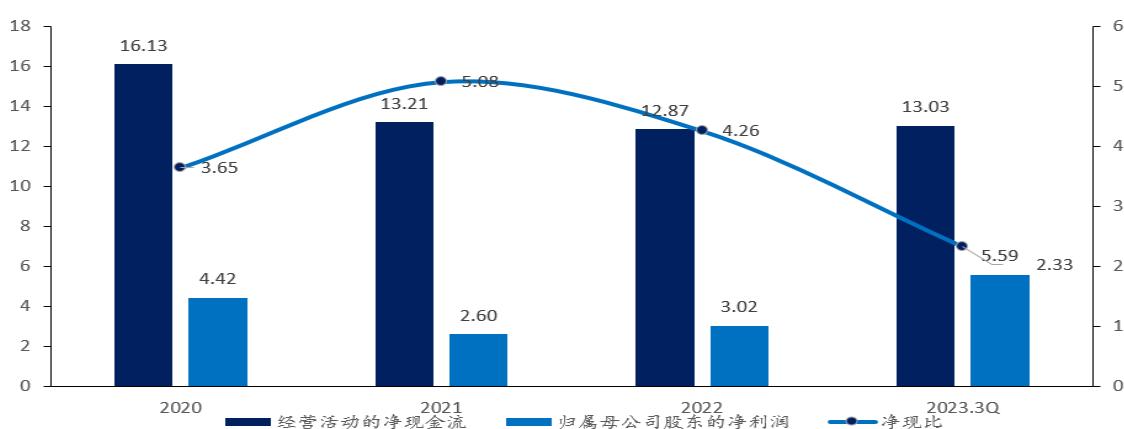
资料来源：上市公司公告、华龙证券研究所

1.3.2 现金流稳定，净现比健康

2020 年-2022 年及 2023 年前三季度公司经营活动的净现金流分别为 16.13 亿元、13.21 亿元、12.87 亿元、13.03 亿元，同期归母净利润为 4.42 亿元、2.60 亿元、3.02 亿元、5.59 亿元。净现比为 3.65、5.08、4.26、2.33。净现比大于 1，反映了公司良好的运营状况和持续的经营能力。

从归母净利润来看，2021 年是公司利润的低点，2022 年同比增长 16.15%，2023 前三季度年同比增长 52.69%，我们预计未来公司净现比将维持较高的水平。

图 4: 2020 年-2023 年前三季度现金流与净现比 (亿元)

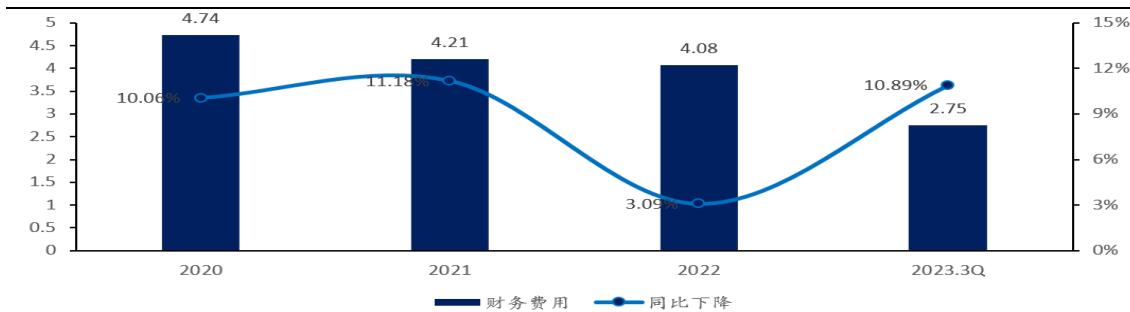


资料来源：上市公司公告、华龙证券研究所

1.3.3 费用管控有效，资产负债率趋势性下降

2020 年-2022 年及 2023 年前三季度公司财务费用分别为 4.74 亿元、4.21 亿元、4.08 亿元、2.75 亿元，同比分别下降 10.06%、11.18%、3.09%、10.89%。有效的费用管控，有利于进一步提升公司业绩，提高对股东的回报。

图 5：2020 年-2023 年前三季度财务费用及同比下降率（亿元）



资料来源：上市公司公告、华龙证券研究所

2020 年年报、2021 年年报、2022 年年报以及 2023 年中报数据显示公司负债分别为 115.43 亿元、96.75 亿元、124.67 亿元、117.4 亿元，资产负债率分别为 60.63%、54.47%、57.07%、54.33%。除 2022 年外，公司的负债同比都是下降的，2022 年负债及负债率上升，主要是由于公司进行了风光新项目开发。总体上，公司的负债率呈现下降趋势。鉴于公司较好的还款能力与财务结构优化能力，我们预计公司的资产负债率将呈趋势性下降态势。

图 6：2020 年-2023 年前三季度负债情况与资产负债率（亿元）



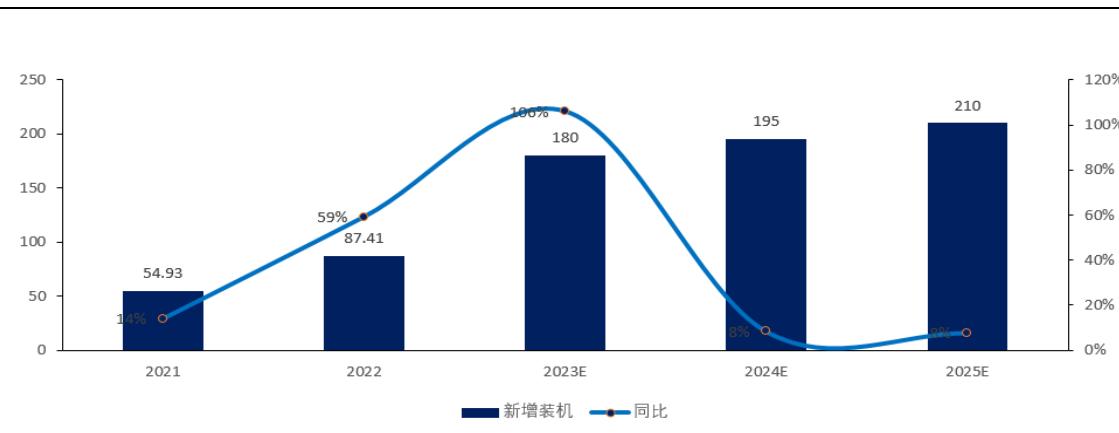
资料来源：上市公司公告、华龙证券研究所

2. 装机成本下行与政策加持助力风光装机量提升

2.1 碳中和促进风光装机需求的提升

2023年1-9月我国光伏新增装机128.94GW，同比增长145%，行业装机景气度持续上行。中国光伏行业协会名誉理事长王勃华在由滁州市人民政府、中国光伏行业协会联合主办的光伏（储能）产业供需论坛上表示，我国光伏行业发展已进入快车道。鉴于下半年为光伏装机高峰期，特别是12月份，装机量往往会出现大幅增长，且2023年组件价格大幅下跌，明显有利于下游电站建设，我们预计2023年国内装机总量在170-190GW，我们取中间值180GW。2022-2031年，全球光伏并网装机容量将以年均8%的速度增长，我们预计国内光伏装机增速也将遵循这一趋势，我们预测2024年-2025年国内光伏新增装机量约为195GW、210GW。

图7：十四五光伏装机预测（GW）



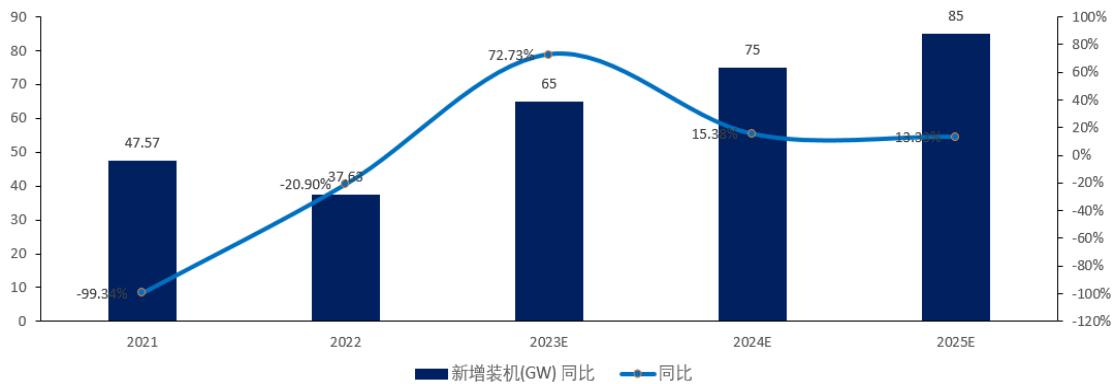
资料来源：iFinD、华龙证券研究所

根据国家能源局最新发布的数据，2023年1-9月新增风电装机33.48GW，同比增长74%。考虑到2022年四季度

装机进展缓慢，同比下滑较多，基数较低，2023年四季度有望实现快速增长，全年预计装机量在60-70GW。

据国际能源网与光伏头条不完全统计，30省/市发布“十四五”期间风、光机规划目标，新增874.037GW，其中风电装机规划有望超过300GW。2021年-2022年风电装机量分别为47.57GW、37.63GW，十四五前两年装机量合计约为86GW，十四五后三年期装机空间将超210GW，我们预测2023年-2025年的装机量有望达到65GW、75GW、85GW。

图8：十四五风电装机预测(GW)



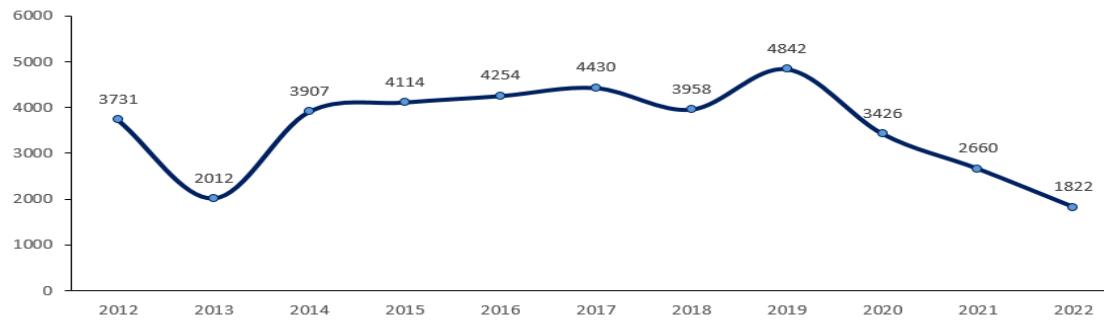
资料来源：iFinD、华龙证券研究所

2.2 装机成本下降带动项目收益率提升

风机大型化叠加行业竞争加剧，近几年风电整机中标均价持续下降。价格从2019年的4842元/千瓦，跌至2022年的1822元/千瓦，降幅为62.4%。2023年8月12日，华润电力阜新新德200MW风电项目风机（含塔筒）采购开标，该项目中标风机单位千瓦报价1750元左右，从风机历史价格趋势来看，风机价格仍有下行的可能。风机在风电场总投资规模中的占比大概在40%左右，风机

价格的下降，不仅会带来项目收益率的提升，而且会缩短投资回收周期，提升下游风电场的开工建设的积极性。

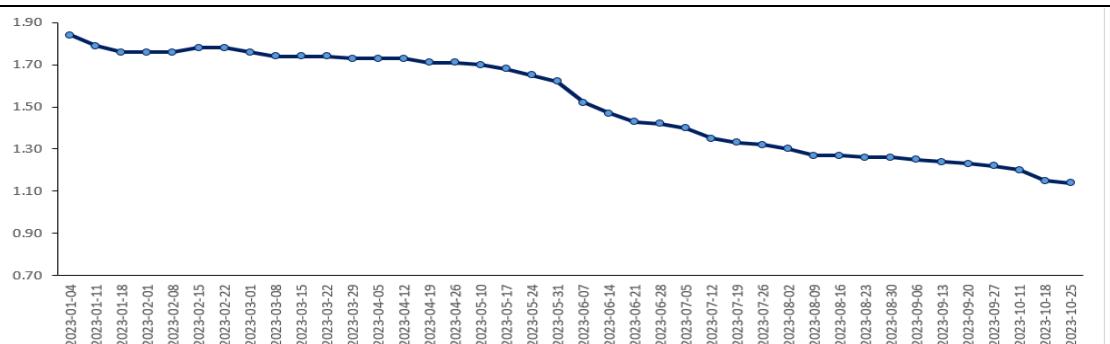
图 9：陆上风电中标均价（元）



资料来源：CWEA、华龙证券研究所

根据市场数据统计，主流品种的光伏组件价格从年初的 1.84 元/瓦高点快速回落，目前组件的价格约为 1.14 元/瓦，2023 年组件的价格下降接近四成。根据历史经验，在其他成本不变的情况下(如土地租赁价格、配储成本、安装成本)，光伏组件成本通常占据光伏电站建设成本的约 40%-50%。组件成本的下降将直接降低光伏发电电站的整体建设成本。以一个 100 兆瓦的光伏发电电站为例，假设总装机容量为 100 兆瓦的电站，每瓦的组件成本降低了 0.7 元，则整个电站的组件成本降低额度将达到 7000 万元。

图 10：光伏组件主流品种平均价（元/瓦）



资料来源：iFinD、华龙证券研究所

2.3 绿电绿证有望带动电价提升，提高新能源项目收益

2023年8月3日，由国家发展改革委、财政部、国家能源局三部门联合发布《关于做好可再生能源绿色电力证书全覆盖工作促进可再生能源电力消费的通知》（以下简称《通知》），进一步健全完善可再生能源绿色电力证书制度。《通知》明确了绿证的适用范围，绿证是我国可再生能源电量环境属性的唯一证明，是认定可再生能源电力生产、消费的唯一凭证。对全国风电（含分散式风电和海上风电）、太阳能发电（含分布式光伏发电和光热发电）、常规水电、生物质发电、地热能发电、海洋能发电等已建档立卡的可再生能源发电项目所生产的全部电量核发绿证，实现绿证核发全覆盖。

《通知》明确绿证用途。1个绿证单位对应1000千瓦时可再生能源电量，绿证作为可再生能源电力消费凭证，用于可再生能源电力消费量核算、可再生能源电力消费认证等，其中：可交易绿证除用作可再生能源电力消费凭证外，还可通过参与绿证绿电交易等方式在发电企业和用户间有偿转让。国家发展改革委、国家能源局负责确定核发可交易绿证的范围，并根据可再生能源电力生产消费情况动态调整。

《通知》鼓励绿色电力消费。深入开展绿证宣传和推广工作，在全社会营造可再生能源电力消费氛围，鼓励社会各用能单位主动承担可再生能源电力消费社会责任。鼓励跨国公司及其产业链企业、外向型企业、行业龙头企业购买绿证、使用绿电，发挥示范带动作用。推动中央企业、地方国有企业、机关和事业单位发挥先行带头作用，稳步提升绿电消费比例。强化高耗能企业绿

电消费责任，按要求提升绿电消费水平。支持重点企业、园区、城市等高比例消费绿色电力，打造绿色电力企业、园区、绿色电力城市。

绿证有望提升风光项目收益。根据“中国绿色电力证书认购交易平台”的数据，2023年1-8月风电、光伏绿证平均销售价格42.2元/张，交易价格集中在30-50元/个，个别光伏成交价格高达190元/个。按照1个绿证单位对应1000千瓦时可再生能源电量，绿证可给风电、光伏项目带来0.03-0.05元/千瓦时的绿色电力收益。

3. 利用自然资源禀赋与协同发展，确立增长新模式

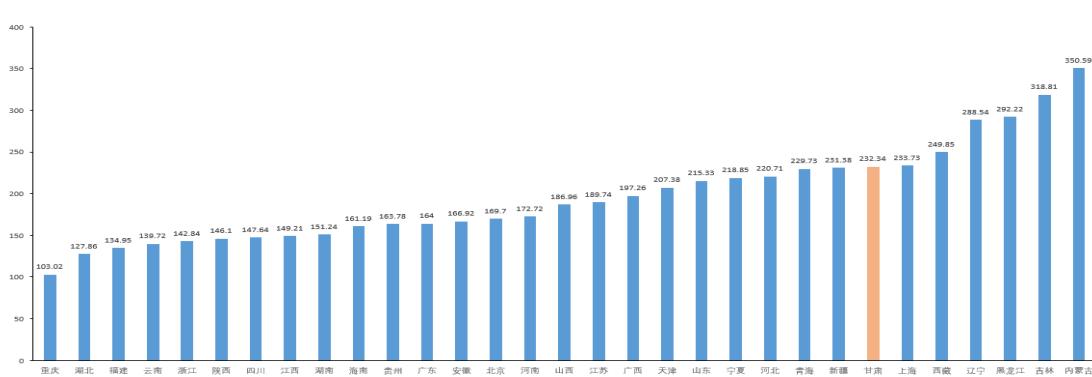
3.1 甘肃自然资源禀赋好，公司积极布局新能源项目

甘肃省拥有大量的风光资源，公司开发新能源项目具有地域优势。2022年，我国100米高度年平均风速约为5.7m/s。从空间分布来看，东北大部、内蒙古、华北北部、华东北部、宁夏中南部、陕西北部、甘肃西部、新疆东部和北部的部分地区、青藏高原、云贵高原和广等地的山区、中东部地区沿海等地年平均风速大于6.0m/s，其中，东北西部和东北部、内蒙古中部和东部、新疆北部和东部的部分地区、甘肃西部、青藏高原大部等地年平均风速达到7.0m/s，部分地区达到8.0m/s以上。

甘肃省风能资源理论储量为2.37亿千瓦，占全国总储量的7.3%，风力资源居全国第5位，技术可开发量在4,000万千瓦左右，占全国的10.6%。可利用区域面积5万平方公里，占全省面积的10.6%。2022年各省（区、市）100米高度层风能资源平均值排名，甘肃排名位居第

七位。甘肃风能资源丰富区为河西北部区域，年平均有效风功率密度在 150 瓦/平方米以上，有效风速时数在 6,000 小时以上，可利用地区为河西南部和省内其他北纬 40° 以北的鸟鞘岭、华家岭等高山地区，约占全省面积的 24%，年内有效风能储量 400—800kwh/m²，年平均有效风能密度 80—150w/m²，年有效风时数 4500—6000 小时。其中河西地区酒泉市瓜州县被誉为“世界风库”，玉门市、阿克塞县、金塔县和肃北县马鬃山镇等地区风能资源也十分丰富。

图 11：各省（区、市）2022 年 100 米高度层风能资源平均值排名 (W/m²)



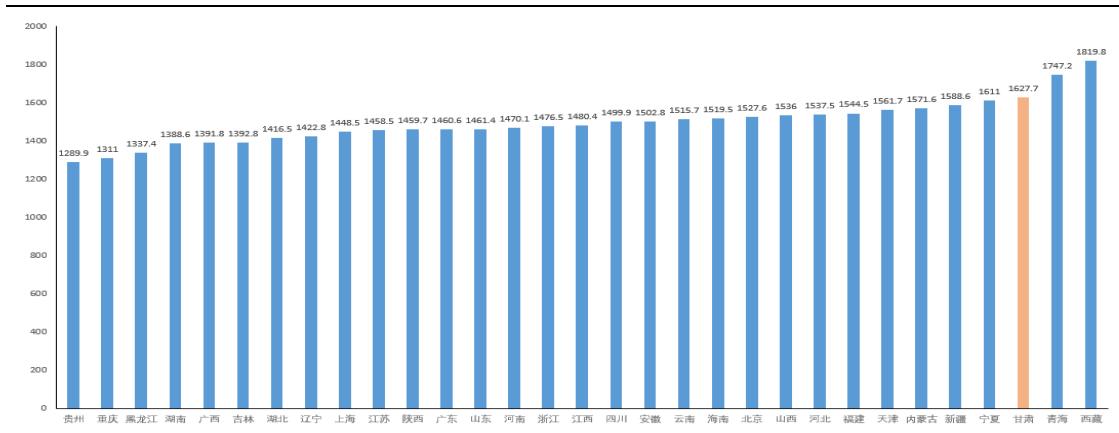
资料来源：中国气象局风能太阳能中心、华龙证券研究所

甘肃北部太阳能辐射量每年 6680—8400MJ/m²，年日照时数达到 3200—3300 小时，标准光照下年平均日照时间达到 5.08—6.3 小时；甘肃中部太阳能辐射量每年 5852—6680MJ/m²，年日照时数达到 3000—3200 小时，标准光照下年平均日照时间达到 4.45—5.08 小时。根据中国气象局 2022 年光照资源评估成果，全国光伏发电技术开发量 1,287 亿千瓦，其中甘肃省 95 亿千瓦，全国排名第 5。河西走廊为甘肃省太阳辐射丰富区，降水稀少，空

气干燥，晴天多，开发利用前景广阔，非常适宜光伏电站的建设。

甘肃能源的风电场、光伏电场分布于酒泉、张掖、武威等地区。受益于优越的自然条件，强大的电网配送能力，甘肃能源风电与光伏发电有巨大的优势。

图 12：各省（区、市）2022 年水平面总辐照量平均值排名 (kWh/m²)



资料来源：中国气象局风能太阳能中心、华龙证券研究所

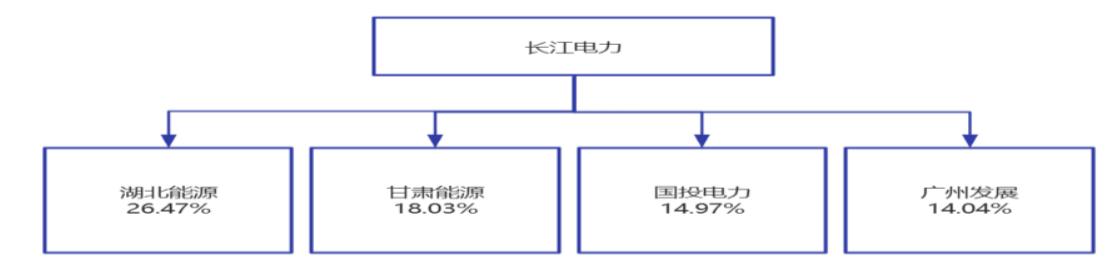
公司积极建设、开拓新能源项目。年初公司非公开发行募集资 12 亿元，扣除发行费用后的净额，大部分用风光项目建设。如玉门市麻黄滩第一风电场 C 区 200MW 项目、瓜州干河口 200MW 光伏项目、永昌河清滩 300MW 光伏发电项目、高台县盐池滩 100MW 风电场项目。2023 年 10 月 9 日，公司收到控股股东甘肃省电力投资集团有限责任公司转来的文件——《关于腾格里沙漠基地自用 600 万千瓦新能源项目有关事项的通知》。通知表示，由电投集团牵头开发建设腾格里沙漠基地自用 600 万千瓦新能源项目，并要求电投集团加快开展腾格里沙漠基地自用 600 万千瓦新能源项目现场勘察，进一步优化项目规划选址，加快开展电力消纳、建设方案等前期研究论证工作。

3.2 长江电力增持，促进产业协同发展

基于对公司内在价值的认可和未来持续稳定发展的坚定信心，长江电力在增持计划实施期限内完成对公司股份的增持。2023年3月31日至2023年9月30日，长江电力通过深圳证券交易所交易系统集中竞价交易方式增持公司股份约6475万股，占公司总股本的比例为4.05%，增持均价为5.25元/股。截至2023年9月30日，长江电力及其一致行动人长电投资合计持有公司股份约3.06亿股，占公司总股本的19.11%。

从历史数据来看，长江电力参股的电力公司，主要包括火电、大水电与新能源电力公司，如国投电力、川投能源和桂冠电力、三峡水利。从三季报情况来看，长江电力投资已拓展到新能源相关公司。甘肃能源位于西北，众所周知，甘肃素有陆上三峡之称，风电资源丰富，但一直以来受困于窝电和弃风困扰，无法让风电得到充分利用。三峡集团在甘肃拥有蓄能电站投资——张掖盘道山项目。未来，抽水蓄能项目能参与调峰，将大大改善调峰问题，使得甘肃的风电竞争力将会变强，随着酒韶特高压建成投产，外送通道基本得到解决。未来甘肃能源的风光电如能配合抽水蓄能调峰与特高压的外送，前景将值得期待。

图 13: 长江电力持股名单（截止 2023.9.30）



资料来源：Wind、华龙证券研究所

长江电力的大股东为中国长江三峡集团有限公司，是全球最大的水电上市公司，在水电站建设、运营、投融资业务等方面具备先进经验。长江电力入股甘肃能源，标志着双方战略合作实质落地。

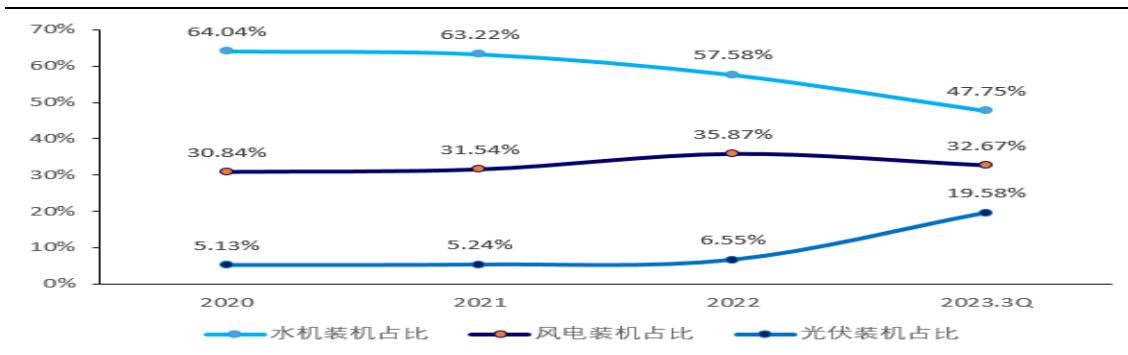
公司与长江电力的合作有望推进资源共建共享和产业链上下游业务优势互补，促进甘肃电投集团与大型能源央企在股权、项目、技术、资金领域的深度合作，共同助力新能源产业及经济高质量发展。

长江电力新董事加入，也将进一步优化上市公司治理结构，建立高质量的董事会，充分发挥长江电力在水电项目建设、运营、投融资业务等方面的先进经验，助力企业提升治理能力，提高运行效率效能。

3.3 装机结构改变驱动内生增长模式变化

风光装机量结构占比的提升，有利于平滑公司季业绩差异，改善一季度、四季度枯水期对公司业绩的影响。2020年-2023年前三季度，公司的水电装机占比逐步降低，从64.04%降至47.75%。光伏装机占比从5.13%提升至19.58%，风电装机占比从30.84%提升至32.67%。随着后续新能源项目的并网，水电装机占比仍将继续下降，而新能源发电装机占比仍有较大的提升空间。

图 14：公司装机结构占比

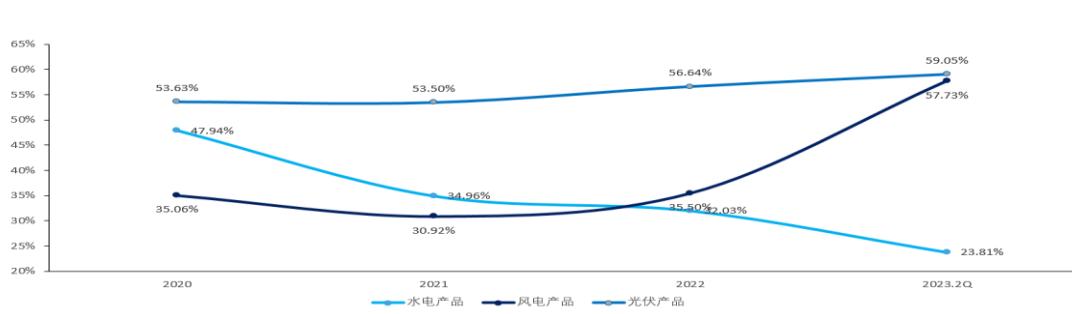


资料来源：上市公司公告、华龙证券研究所

由于新增并网的风光项目的售电价格高于水电，且其毛利率高于水电，风光装机发力后，将进一步提升公司的盈利水平。从 2020 年-2023 年上半年水电、风电、光伏产品的毛利率来看，水电产品的毛利率受到来水量、发电量减少的影响，毛利率呈现逐步下滑的趋势，从 47.94% 下降至 23.81%。

在风光发电量大幅增长与风光装机成本下降的双重影响下，风电、光伏产品的毛利率呈现上行趋势，2020-2023Q3 风电毛利率从 35.06% 攀升至 57.73%，光伏产品的毛利率从 53.63% 上升至 59.05%。

图 15：公司产品毛利率



资料来源：上市公司公告、华龙证券研究所

风光发电量的大幅增长以及较高的毛利率，使得公司营收规模与质量大幅提升。2023 年前三季度公司营业收入、净利润分别为 19.12 亿元、5.59 亿元，营业收入约为 2022 年全年营业收入的 93.45%、净利润超 2022 年全年。在公司风光项目逐步并网后，公司新能源发电营收占比将进一步提升，随着主营增长方式的改变，公司的营业收入与净利润仍有望继续提升。

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测假设

水电产品，水电价量稳中有升。2020 年-2023 年前三季度的价格分别为 0.2361 元/千瓦时、0.2528 元/千瓦时、0.2737 元/千瓦时、0.2772 元/千瓦时。公司 2019 年-2022 年水电发电量分比为 73.57 亿千瓦时、77.99 亿千瓦时、61.92 亿千瓦时、56.59 亿千瓦时，近 4 年平均水电发电量为 67.5 亿千瓦时，2022 年发电量处于低谷水平且低于近 4 年平均水平。我们假设公司水电发电量从 2022 年低点逐步恢复到近四年平均水平，2023 年-2025 年复合增速为 6.2%，2023-2025 年水电价格我们参考最新电价 0.2806 元/千瓦时。

风电产品，2023 年发电量大幅增长。随着风电新增项目的陆续并网，我们以风电新增并网装机量作为参考来预测风电增量，我们预测 2023 年风电发电量较 2022 年提升约 50%-60%，2024-2025 年风电发电量相对稳定，风电新增并网售电采用标杆电价。

光伏产品，2023 年-2024 年发电量持续高增长。我们以光伏新增并网装机量作为参考依据，预测 2023-2024 年发电量同比增长 137.32%、70.92%，2025 光伏发电量保持相对稳定状态，新增光伏并网售电采用标杆电价。

表1：公司发电量与营收预测

产品	2023年发电量预测 (亿千瓦时)	2024年发电量		2024年发电同比	2025年发电量预测 (亿千瓦时)	2025年发电同比
		2023年发电同比	预测(亿千瓦时)			
水电	60.10	6.20%	63.82	6.20%	67.78	6.20%
风电	21.12	56.20%	24.77	17.28%	24.77	不变
光伏	6.74	137.32%	11.52	70.92%	11.52	不变
合计	87.96	20.54%	100.11	13.82%	104.07	4.11%

产品	2023年发电收入预测 (亿元)	2024年发电收入		2024年营收同比	2025年发电收入预测 (亿元)	2025年营收同比
		2023年营收同比	入预测(亿元)			
水电	16.86	24.05%	17.90	6.20%	19.01	6.20%
风电	6.51	36.47%	7.60	17.20%	7.64	不变
光伏	3.03	63.14%	4.50	48.51%	4.50	不变
合计	26.40	28.83%	30.00	13.79%	31.15	3.83%

资料来源：上市公司公告、华龙证券研究所

4.2 盈利预测

基于上述对水风光发电量及营收的假设，我们预测公司2023年-2025年营业收入分别为26.40亿、30.00亿、31.15亿元，同比增长28.83%、13.79%、3.83%，2023年-2025年归母净利润分别为5.68亿元、6.03亿元、6.61亿元，同比增长88.30%、6.10%、9.52%，2023年-2025年每股收益分别为0.36元、0.38元、0.41元，以2023年11月20日收盘价计算，对应2023年-2025年的PE分别为15.8X、14.9X、13.8X。

4.3 相对估值法

由于公司具有水电、风电、光伏三类发电业务收入，我们选取了两种类型的公司作为可比公司，其中华能水电与长江电力为水电公司，其他四家为新能源发电公司。

表2：可比公司估值表（单位：元，截至2023.11.20）

证券简称	收盘价	每股收益				市盈率			
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
三峡能源	4.74	0.25	0.28	0.34	0.4	19.0	16.9	13.9	11.9
龙源电力	19.81	0.61	0.94	1.11	1.26	32.5	21.1	17.8	15.7
立新能源	8.1	0.21	0.23	0.27	0.43	38.6	35.2	30.0	18.8
江苏新能	11.58	0.53	0.62	0.87	1.15	21.8	18.7	13.3	10.1
华能水电	8.07	0.38	0.42	0.47	0.5	21.2	18.8	17.0	15.6
长江电力	22.65	0.94	1.24	1.41	1.49	24.1	18.0	15.9	15.0
平均值	12.49	0.49	0.62	0.75	0.87	26.2	21.4	18.0	14.5
甘肃能源	5.67	0.22	0.36	0.38	0.41	25.8	15.8	14.9	13.8

数据来源：Wind、华龙证券研究所

与上述可比公司比较，公司市盈率低于可比公司平均值水平，公司具有一定的估值优势。

鉴于公司强大的股东背景、公司在甘肃省电力行业中的领先地位、以及后续风光大基地政策的助力，结合公司当期的估值，我们对公司维持“增持”评级。

5. 风险提示

5.1 因自然因素导致发电量不及预期

因自然环境变化，上游来水量减少，导致水电发电量下降；因气候变化，风力较弱、光照减少，导致风电与光伏发电量不及预期。

5.2 新能源行业政策调整风险

新能源行业政策的变化可能包括补贴减少或取消、能源政策调整、法规法律变动等。这些变化可能对新能源发电公司的市场前景和盈利能力产生不利影响。

5.3 相关假设不成立导致结论偏差的风险

估值模型测算的股权价值，其相关数据都是建立在合理的假设基础之上，如实际数据与预测之间存在较大

偏差，则存在结论不准确的风险。

5.4 售电价格下降风险

随着新能源政策推进，电力供给端加大，可能拉低平均上网电价。

5.5 行业竞争加剧风险

新能源电力市场竞争激烈，行业内存在大量的竞争对手。公司开拓新项目需要面对来自国内大型央企的竞争，增加了公司获取优质项目的难度。

表 3：利润表、资产负债表、现金流量表预测

会计年度	2022A	2023B	2024B	2025B	利润表 (万元)	会计年度	2022A	2023B	2024B	2025B
营业收入 (百万)	2046.42	2636.41	2999.97	3115.47	营业收入	204642.24	263640.60	299996.64	311546.51	
增长率 (%)	1.66%	28.83%	13.79%	3.85%	营业成本 (含金融类)	131736.55	159533.23	191577.85	198953.60	
归属母公司股东净利润	301.86	568.39	603.07	660.51	税金及附加	3310.22	4264.56	6749.92	7009.80	
增长率 (%)	15.77%	88.30%	6.10%	9.52%	销售费用					
每股收益EPS(元)	0.22	0.36	0.38	0.41	管理费用	3504.27	4514.55	5137.11	5334.89	
市盈率 (PE)	25.80	15.8	14.9	13.8	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	
资产负债表 (万元)					财务费用	40779.13	37036.69	35036.69	33036.69	
会计年度	2022A	2023B	2024B	2025B	其中：利息费用	41420.73	37736.69	35736.69	33736.69	
流动资产					加：其他收益	987.45	1298.83	1708.40	2247.12	
货币资金及交易性金融资产	173341.85	152160.79	188576.29	230675.18	投资净收益	13432.45	15447.32	15447.32	16683.10	
经营性应收款项	171110.42	218901.56	241229.52	247092.95	公允价值变动净收益					
存货	1172.76	1500.31	1640.14	1680.01	减值损失	11.06				
合同资产					资产处置收益	56.54				
其他流动资产	38796.08	49631.83	54694.27	56023.69	营业利润	39777.45	75037.72	78650.78	86141.76	
流动资产合计	384421.11	422194.49	486140.23	535471.83	营业外净收支	72.67	0.00	0.00	0.00	
非流动资产					利润总额	39850.12	75037.72	78650.78	86141.76	
长期股权投资	78490.31	100412.65	110654.74	113344.37	减：所得税	5136.15	9671.36	9296.52	10181.96	
固定资产及使用权资产	1455499.11	1764020.01	1814020.01	1866020.01	净利润	34713.97	65366.36	69354.26	75959.80	
在建工程	235423.80	135423.80	85423.80	35511.26	归属于母公司的净利润	30185.53	56839.31	60306.99	66050.84	
无形资产	20244.58	20263.03	20263.03	20263.03	减：少数股东损益	4528.44	8527.05	9047.27	9908.96	
商誉	1812.16	1812.16	1812.16	1812.16	归属于母公司净利润	2.22	0.36	0.38	0.41	
长期待摊费用	74.93	66.61	58.29	49.97	每股收益-最新股本摊薄	81270.85	112774.41	114387.47	119878.45	
其他非流动资产项	8337.17	10665.74	11916.51	12375.30	EBIT	156917.93	188421.49	190034.55	195525.53	
非流动资产合计	1799882.06	2032664.01	2044148.55	2049376.10	EBITDA					
资产总计	2184303.17	2454858.49	2530288.78	2584847.93	毛利率 (%)	35.63	39.49	36.14	36.14	
流动负债					归母净利率 (%)	14.75	21.56	20.10	21.20	
短期借款及一年内到期的非流动负债	247960.88	317216.35	354416.36	368061.39	营收增长率 (%)	1.69	28.83	13.79	3.85	
经营性应付款项	156560.46	200287.80	220717.15	229214.76	归母净利润增长率 (%)	15.94	88.30	6.10	9.52	
合同负债					股本 (万)	136000	160000	160000	160000	
其他流动负债项	217.91	278.77	308.98	320.87	流动负债合计	404739.25	517782.92	575442.49	597597.02	
非流动负债					现金流量表 (万元)					
长期借款	769278.03	819278.03	769278.03	729278.03	会计年度	2022A	2023B	2024B	2025B	
应付债券	50129.45	102091.68	102091.68	102091.68	净利润	30185.53	56839.31	60306.99	66050.84	
租赁负债	2304.05	217.73	217.73	217.73	加：固定资产折旧、油气资产折耗、无形资产摊销	77164.85	93521.42	96172.22	98929.06	
其他非流动负债项	20238.18	25890.70	28695.91	29800.70	使用权资产折旧	617.67	295.43	141.30	67.59	
非流动负债合计	841949.71	947478.14	900283.35	861388.14	长期待摊费用摊销	209.63	116.97	65.27	36.42	
负债总计	1246688.96	1465261.07	1475725.83	1458985.16	非经营性项目	8.33	4.17	2.08	1.04	
归属母公司的股东权益	825721.03	870923.04	927413.80	989412.56	经营性项目净额	27860.78	35647.87	39283.95	40796.38	
少数股东权益	111893.17	118674.39	127149.14	136450.21	经营活动产生的现金流量净额	11924.51	15257.41	16813.67	17460.99	
所有者权益合计	937614.20	989597.43	1054562.94	1125862.77	投资活动现金流量净额	128661.76	164622.72	181414.24	188398.69	
负债和股东权益	2184303.17	2454858.49	2530288.78	2584847.93	筹资活动现金流量净额	224202.18	286866.69	316127.09	328297.98	
					间接法-现金及现金等价物净增加额	217631.39	278459.36	306862.22	318676.41	
						122090.97	156215.40	172149.37	178777.12	

数据来源：Wind、华龙证券研究所

免责及评级说明部分

分析师声明：

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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

公司声明：

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。编制及撰写本报告的所有分析师或研究人员在此保证，本研究报告中任何关于宏观经济、产业行业、上市公司投资价值等研究对象的观点均如实反映研究分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的价格的建议或询价。我公司及分析研究人员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失及其他影响概不负责。

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。引用本报告必须注明出处“华龙证券”，且不能对本报告作出有悖本意的删除或修改。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12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。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面差，行业指数落后沪深300指数

兰州

北京

上海

地址：兰州市城关区东岗西路638号甘肃

地址：北京市东城区安定门外大街

地址：上海市浦东新区浦东大道

文化大厦21楼

189号天鸿宝景大厦

720号楼11楼

邮编：730030

邮编：100033

邮编：200000

电话：0931-4635761

邮箱：hlzqyjs2021@163.com