

2024 年 05 月 20 日

# 广西能源 (600310.SH)

## ——从区域厂网一体 到广西地方能源平台

买入 (首次覆盖)

### 投资要点:

- **广西能源集团旗下唯一上市平台, 拥有厂网一体稀缺资产。**公司原名桂东电力, 经过一系列股权转让后, 公司实控人由贺州市国资委变更为广西国资委, 大股东为广西能源集团。广西能源集团明确提出将聚焦主责主业, 做大做强做优广西能源股份 (即本上市公司)。公司实质性成为广西自治区核心能源上市平台, 承载做大做强广西自治区能源产业的集团使命。
- **根据前期公告和避免同业竞争承诺, 广投集团未来有望将能源资产、能源指标都注入上市公司。**在 2018 年股权划转之初, 广投集团就签署合作协议, 提出将把旗下能源资产、能源指标注入上市公司。2020 年集团践行承诺将桥巩水电站注入上市公司, 2023 年再次践行承诺将所获得的海风指标注入上市公司。梳理下来, 当前广西能源集团未上市发电资产包括: 96.2 万千瓦参股核电; 24 万千瓦参股水电、196 万千瓦控股火电、244.1 万千瓦参股火电, 以及 59 万千瓦在建风电。另外广投集团体内还拥有未上市参股水电权益装机 162 万千瓦。
- **传统厂网资产铸造稳定利润和现金流护城河。1) 电源资产:**公司拥有水电 85.86 万千瓦, 火电 70 万千瓦, 光伏 2 万千瓦, 其中 31 万千瓦水电上自有电网, 其余电源上广西电网。公司水电发电量波动较大, 2018-2023 年均贡献归母净利润 0.9-2.3 亿元, 2023 年来水偏枯仅实现归母净利润 0.9 亿元, 2024 年来水若好转将带来盈利大幅增长。火电由于远离产煤区煤价成本较高, 且折旧成本和财务费用偏高, 导致过去三年火电机组亏损严重, 2023 年高价库存煤消耗导致公司再次亏损接近 1 亿 (基本位于上半年), 预计 2024 年煤价整体较为平稳, 且广西地区 2024 年火电长协价格加容量电价后与 2023 年基本持平, 预计 2024 年公司火电盈利改善显著。**2) 电网资产:**公司拥有桂东电网, 主要供电营业区为贺州市, 年均供电量约 40 亿千瓦时, 其中自供电比例接近 1/3, 盈利能力整体稳定, 未来新能源上自有电网有望进一步发挥电网放大盈利作用, 实现更高的供电利润。
- **受益于广西自治区新能源发展趋势, 未来公司新能源将有望加速增长。**十四五期间广西规划海上风电并网 3GW, 核准 7.5GW, 2022 年首批海风 2.7GW 竞配已经完成, 广西能源集团获得 1.8GW (已经注入上市公司), 并参股剩下的 0.9GW。北部湾风资源良好, 且平价上网, 测算下来资本金收益率超 12%。2024-2026 年首批海风项目有望陆续投产, 为公司带来较高利润增量。在陆上风光方面, 自治区规划十四五新增陆上风电不低于 15GW, 光伏不低于 13GW, 广西能源集团获得风电指标 130 万千瓦, 其中上市公司体内 55 万千瓦, 非上市公司体内 75 万千瓦, 当前广西地区市场化方案整体较为温和, 区域内项目电价下降风险可控, 预计陆上风光项目收益率也好于其余内陆省份。
- **盈利预测与估值:**我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入分别为 46.1、58.1、70.9 亿元, 同比增长率分别为-72.5%、26.1%、22.1%, 实现归母净利润分别为 1.94、3.95、6.34 亿元, 同比增长率分别为 11290%、104%、60.4%。当前股价对应的 PE 分别为 26 倍、13 倍和 8 倍, 我们选取桂冠电力、三峡水利、中闽能源、浙江新能作为可比公司进行估值, 2025-2026 年公司 PE 低于可比公司 PE, 首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示: 新能源新增装机不及预期、来水波动、煤价上涨超预期

#### 盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	17435	16716	4606	5805	7086
同比增长率 (%)	2.08%	-4.13%	-72.45%	26.05%	22.05%
归母净利润 (百万元)	-223	2	194	395	634
同比增长率 (%)	-382.28%		11289.53%	103.98%	60.42%
每股收益 (元/股)	-0.15	0.00	0.13	0.27	0.43
毛利率 (%)	7.4%	5.5%	28.1%	35.0%	39.2%
ROE (%)	-7.2%	0.1%	6.1%	11.1%	15.1%
市盈率		2974.7	26.1	12.8	8.0

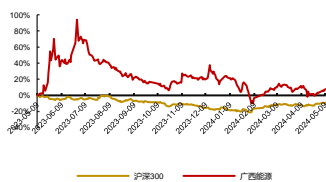
#### 证券分析师

刘晓宁  
S1350523120003  
liuxiaoning@huayuanstock.com

#### 联系人

刘晓宁  
S1350523120003  
liuxiaoning@huayuanstock.com

#### 市场表现:



#### 相关研究

#### 股票数据: 2024 年 5 月 17 日

收盘价 (元)	3.45
一年内最高/最低 (元)	6.48/2.65
总市值 (亿元)	51

#### 基础数据: 2023 年 12 月 31 日

总资产 (亿元)	184
资产负债率%	75.38%
净资产 (亿元)	45
每股净资产 (元)	2.03
市净率 PB	1.7

资料来源: 公司公告, wind

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入分别为 46.1、58.1、70.9 亿元，同比增长率分别为-72.5%、26.1%、22.1%，实现归母净利润分别为 1.94、3.95、6.34 亿元，同比增长率分别为 11290%、104%、60.4%。当前股价对应的 PE 分别为 26 倍、13 倍和 8 倍，我们选取桂冠电力、三峡水利、中闽能源、浙江新能作为可比公司进行估值，2025-2026 年公司 PE 低于可比公司 PE，首次覆盖给予“买入”评级。

### 关键假设

1) 公司 2024-2026 年每年新增陆上风电装机 55、50、50 万千瓦，新增海上风电装机 50、75、55 万千瓦，新增光伏装机 21、50、50 万千瓦。

2) 陆上风电电价 0.3942 元/千瓦时（含税），光伏电价 0.397 元/千瓦时（含税），海风平价上网。

3) 2024 火电电价为年度长协+容量电价，约 0.49 元/千瓦时（含税），2025-2026 年电价保持不变，2024-2026 年煤价变化幅度分别为-13%、0%、0%。

### 投资逻辑要点

2023 年 5 月广投集团优化整合内部能源板块资源组建成立广西能源集团，广西能源集团明确提出将聚焦主责主业，做大做强做优广西能源股份（即本上市公司）。公司实质性成为广西自治区核心能源上市平台，承载做大做强广西自治区能源产业的集团使命。

公司作为广西能源集团旗下唯一上市平台，将有望充分受益于自治区内能源资产整合趋势。2018 年广投集团曾签署合作协议，提出注入旗下能源资产、能源指标，随后集团践行承诺，在 2020 年注入桥巩水电、2023 年注入海风指标，预计未来集团旗下其余优质资产也有望注入上市公司。另一方面，公司所拥有的厂网一体稀缺资产和海上风电 1.8GW 指标将逐步兑现盈利，而且在未来广西自治区海上风电持续审批的背景下，公司将有望获得持续增长。

### 核心风险提示

新能源新增装机不及预期、来水波动、煤价上涨超预期

## 目录

---

1. 厂网一体稀缺资产 承载广西能源产业使命 .....	5
1.1 借地方资源整合东风 成为广西核心能源上市平台 .....	5
1.2 集团拥有未上市优质资产 有望择机注入上市公司 .....	6
2. 传统资产：电网盈利稳定 2024 年水火有望反转 .....	8
3. 定位零碳上市公司 重点发展海上风电 .....	10
4. 盈利预测及估值 .....	11

## 图表目录

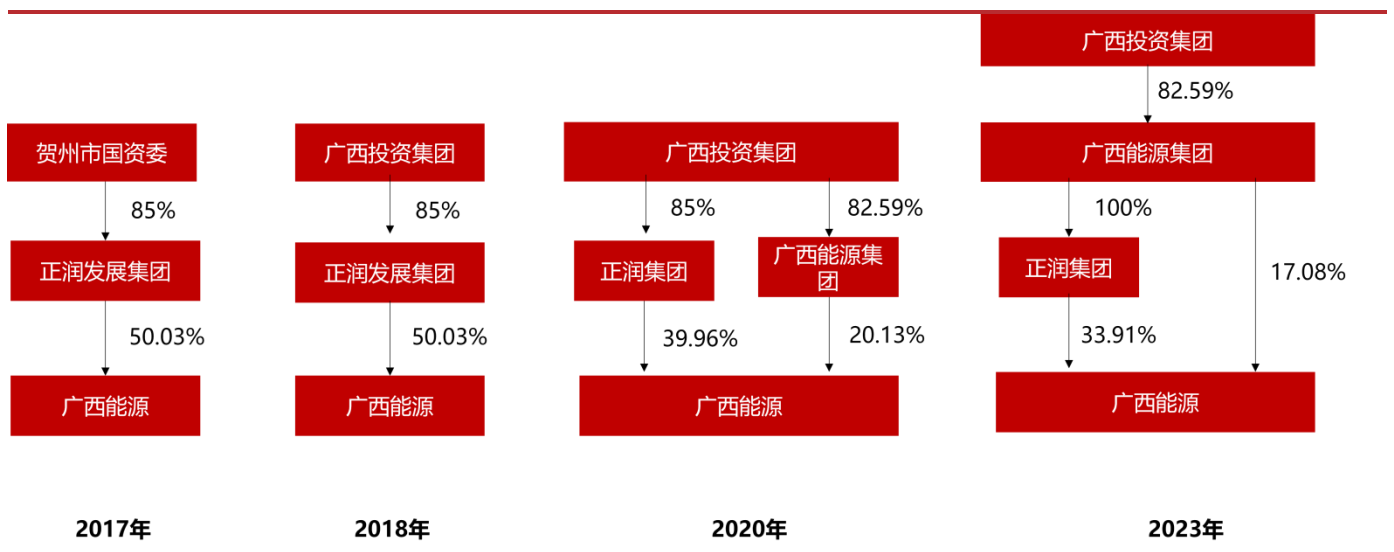
图 1：公司股权结构变化历程 .....	5
图 2：2017-2023 年公司水电装机和发电量 .....	8
图 3：2017-2023 年公司水电利用小时数 .....	8
图 4：2021-2023 年公司火电净利润（单位：亿元） .....	9
图 5：广西能源和华能国际度电净利对比（单位：元/千瓦时） .....	9
图 6：2012-2022 年贺州市用电量规模和公司售电规模 .....	9
图 7：2017-2023 年外购电比例维持在 65%-70% .....	9
图 8：2017-2023 年公司单位购电成本和售电价格 .....	10
表 1：公司控股电厂+电网情况梳理（装机容量：万千瓦；利润：亿元） .....	6
表 2：正润集团重组时广投集团与贺州市人民政府签署合作协议内容 .....	6
表 3：广投集团体内未上市电力资产（单位：万千瓦、亿元） .....	7
表 4：可比公司估值表 .....	12
表 5：公司预测利润表（单位：亿元） .....	12
表 6：公司预测资产负债表（单位：亿元） .....	13
表 7：公司预测现金流量表（单位：亿元） .....	15

# 1. 厂网一体稀缺资产 承载广西地方能源发展使命

## 1.1 借地方资源整合东风 成为广西地区核心能源上市平台

广西能源原名桂东电力，1998年由广西广投正润发展集团作为主要发起人，将8万千瓦合面狮水电厂和桂东电网投入设立，成立之初公司就形成了发供电一体化发展的经营形式。2001年公司在A股上市，2005-2015年公司陆续投产、购买水电，持续提高自有电源装机规模。2018-2023年经过一系列资产整合后，广西能源集团<sup>1</sup>成为公司第一大股东，拥有公司50.99%的股权，公司实控人为广西国资委。

图 1：公司股权结构变化历程



资料来源：公司公告，wind，华源证券研究

注：正润集团原有15%的股权在广西北龙投资中心（有限合伙）旗下，2021年后者退出投资，且股权由广西能源集团受让；2021年公司完成非公开发行股份导致股权比例有所变动

2023年，广投集团在自治区国资委指导下，提出“主责主业，一企一业”，**优化整合内部能源板块资源组建成立广西能源集团**，力求将后者打造为国内一流、具有一定国际影响力的综合清洁能源集团。**广西能源集团明确提出将聚焦主责主业，做大做强做优广西能源股份（即本上市公司）**，也正是在这一年，公司正式更名为“广西能源”。至此，**公司作为广西能源集团旗下唯一上市平台，实质性成为广西自治区核心能源上市平台。**

2024年广西能源集团董事长出任上市公司董事长，也充分展现出自治区和集团对做大做强上市公司的决心。

<sup>1</sup> 广西能源集团，原名广西广投能源集团有限公司，2023年5月更名为广西能源集团有限公司

在此集团定位下，公司在 2023 年迅速剥离油品业务<sup>2</sup>，当前业务为发供电一体化。公司当前集发电、供电为一体，拥有 157.86 万千瓦的控股装机和桂东电网资产，其中一部分自有水电和外购电通过自有电网向下游供电，另有部分电源为网外机组，通过上广西电网获取发电收入。

1) **装机**：截至 2023 年底，公司拥有在运控股装机 157.86 万千瓦，其中水电 85.86 万千瓦（除桥巩水电和京南水电上广西电网外其余水电上桂东电网），火电 70 万千瓦，上广西电网；光伏 2 万千瓦，位于陕西地区；

2) **电网**：公司自有电网为桂东电网，主要供电营业区包括贺州市下辖的市、县、区和有关的厂矿等，同时与广西电网、湖南电网互为网间电力交换。

**表 1：公司控股电厂+电网情况梳理（装机容量：万千瓦；利润：亿元）**

电厂名称	运营公司	装机容量	连接电网	持股比例	流域/地域	2023 年净利润
合面狮电厂	广西能源	8	桂东电网	100%	贺江下游	
巴江口电厂	平江桂江电力	9	桂东电网	76%	桂江	0.33
昭平电厂	广西桂能电力	6.3	桂东电网	93%	桂江	0.21
下福电厂	昭平桂海电力	4.95	桂东电网	85.12%	桂江	0.21
梧州京南水电厂	梧州桂江电力	6.9	广西电网	100%	桂江	0.24
桥巩水电站	广西广投桥巩能源	48	广西电网	66.28%	红水河	0.65
火电	贺州燃煤发电项目	70 (2*35)	广西电网	100%	贺州	-1
光伏	光伏项目	2	陕西电网	90%	陕西	-0.08
电网	桂东电网			100%	广西贺州	2.5 (预估)

资料来源：公司公告，华源证券研究

注：还有部分小水电没有列上：小古源水电厂 0.4 万千瓦（持股 67%）、森聪水电厂 0.375 万千瓦（持股 100%）、云滕渡水电厂 0.32 万千瓦（持股 81.74%）、流车源水电厂 0.5 万千瓦（持股 100%）

## 1.2 集团拥有未上市优质资产 有望择机注入上市公司

**集团层面的能源整合是第一步，根据前期公告和同业竞争承诺，广投集团所持有的能源资产、能源指标都将有望注入上市公司。**

2018 年，广投集团在划转获得正润集团的股权时与贺州市人民政府签署合作协议，提出划转完成后，1) 广西投资集团将择机将旗下优质能源资产逐步注入桂东电力；2) 广西投资集团承诺将所属企业电容量指标注入桂东电力，推进其发电机组顺利启动、运营。

**表 2：正润集团重组时广投集团与贺州市人民政府签署合作协议内容**

序号	事项
----	----

<sup>2</sup> 公司过去业务包括发电和油品贸易，2023 年陆续出售永盛石化 2% 股权、恒润筑邦 51% 的股权、恒润石化 51% 的股权，至此公司已不再将油品贸易业务并表。

- 1 广西投资集团将择机将旗下优质能源资产逐步注入桂东电力
- 2 广西投资集团承诺将所属企业电容量指标注入桂东电力，推进其发电机组顺利启动、运营
- 3 全力推进广西投资集团的来宾片区局域网与桂东电力局域网的融合

资料来源：公司公告，华源证券研究

2019年，广投集团在获得正润集团的控制权时为避免同业竞争，同样承诺将优先把电力业务机会（以及其他构成同业竞争的业务）让与上市公司，并且承诺五年内注入与上市公司存在重合的业务。

根据此合作协议和同业竞争承诺，**2020年集团注入大水电桥巩水电站，2023年集团将所获取的海风指标注入上市公司。**梳理下来，截至2023年9月底，当前广投集团和广西能源集团未上市发电资产如下：

表 3：截至 2023 年 9 月底广投集团体内未上市电力资产（单位：万千瓦、亿元）

	类型	持股比例	电厂控股装机	集团权益装机	净利润	
核电	防城港核电	参股	28.7%	335.2	96.2	25.4
	冷却水发电	控股	100%	0.97	0.97	
水电	天生桥一级水电站	参股	20%+20% <sup>3</sup>	120		5.54
	乐滩水电站	参股	48.00%	60	28.8	3.3
	岩滩水电站	参股	30.00%	181	54.3	6
	大藤峡水利枢纽工程	参股	34.00%	160	54.4	
	来宾 A、B 厂	控股	100%	132	132	-2.45
	北海电厂	控股	83.66%	64	53.54	0.63
	国投钦州电厂	参股	39%	326	127.1	9.49
火电	国能广投北海发电有限公司	参股	48%	400 万千瓦，其中在运 200 万千瓦，在建 200 万千瓦	192 万千瓦，其中 96 万千瓦在运，96 万千瓦在建	-0.42
	国能广投柳州发电有限公司	参股	30%	70	21	-1.87
新能源	光伏装机	控股		5.47 (在运)		
	桂中新能源	控股	100%	39 (在建风电)	39	
	武宣新能源	控股	100%	20 (在建风电)	20	

资料来源：广西能源发债公告，企查查，华源证券研究

注：1) 天生桥一级水电站由广投集团持股 20%，广西能源集团持股 20%；2) 除乐滩水电站、岩滩水电站、大藤峡水利枢纽工程处于广投集团体内以外，其余资产均处于广西能源集团体内，因此此三个水电站持股比例为广投集团持股比例，其余电站为广西能源集团持股比例；3) 北海电厂二期 2024 年 2 月投产，未体现在表中；4) 防城港核电、国投钦州电厂净利润为 2023 年数据，其余电厂为 2022 年净利润数据

<sup>3</sup> 天生桥一级由广投集团持股 20%，广西能源集团持股 20%

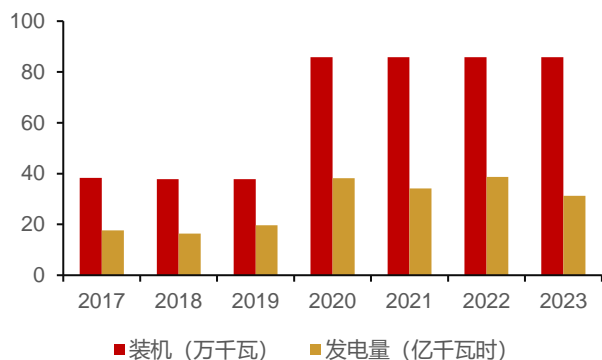
## 2. 传统资产：电网盈利稳定 2024 年水火有望反转

公司集发电、供电为一体，当前拥有 157.86 万千瓦的控股装机和桂东电网资产。以桂东电网为核心，公司一部分自有水电（约 31 万千瓦）上桂东电网，提供约 1/3 的供电量，剩余 2/3 的供电需求通过向广西电网、湖南电网购电满足；剩余所拥有的水电、火电资产均上广西电网获取发电收益，与一般电力公司无异。

**水电：**公司水电主要位于贺江、桂江、红水河流域，控股水电装机共 85.86 万千瓦，其中，1) 桥巩水电站 48 万千瓦，位于红水河流域，为日调节及径流式电站；2) 合面狮水电厂 8 万千瓦，位于贺江流域，其余水电站位于桂江流域。桂江流域规划开发 6 个梯级电站，已全部建成（公司控股 4 个），分别为巴江口、昭平、下福、金牛坪（桂冠电力控股）、京南、旺村电站（广西国能公司持股），桂江流域库容有限，调节能力较弱。

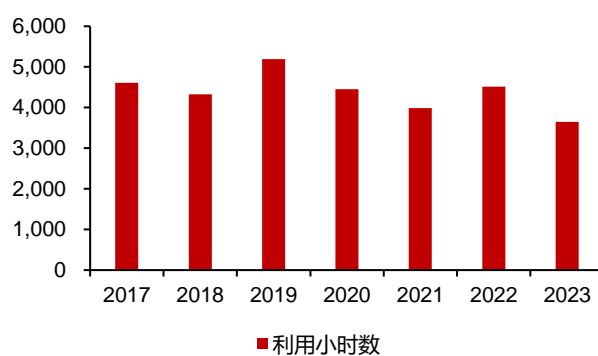
2023 年公司各流域内来水同比减少 1-3 成，全年完成水电发电量 31.3 亿千瓦时，同比减少 19%，根据桂冠电力公告，2023 年红水河流域来水较多年平均偏枯 5-6 成，公司装机占比较高的桥巩电站发电量同比减少接近 30%。

图 2：2017-2023 年公司水电装机和发电量



资料来源：公司公告，华源证券研究

图 3：2017-2023 年公司水电利用小时数



资料来源：公司公告，华源证券研究

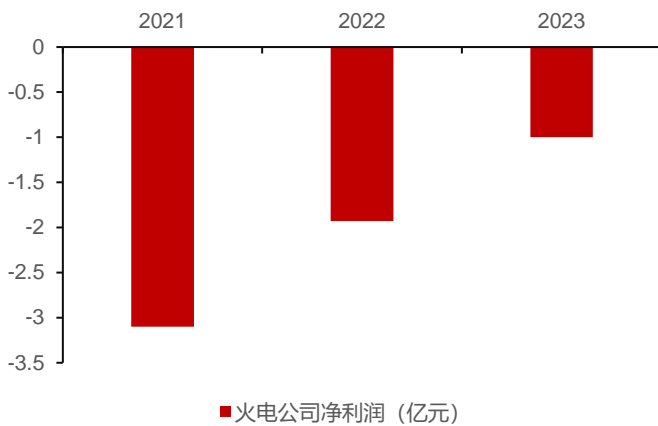
**火电：**机组自投产以来持续亏损，2023 年亏损幅度虽有所收窄但仍大于行业平均水平。公司现有火电装机 70 万千瓦（2 台 35 万千瓦燃煤机组），地处贺州市八步区，该项目于 2016 年开工，2021 年正式投产，投产以来受煤价高企影响，该项目持续亏损，根据公司公告，2021-2023 年公司火电实现净利润分别为 -3.14/-1.93/-1 亿元，对应度电亏损分别为 -0.153/-0.074/-0.037 元/千瓦时，亏损幅度大于一般火电公司。

2023 年存在一定煤价滞后，预计 2024 年公司火电盈利改善幅度好于其余火电公司。2023 年上半年公司火电业务亏损 0.96 亿元，下半年接近盈亏平衡，考虑到一季度政府补助较高，实际上公司火电 2023 年上半年，尤其是 Q1 亏损更为严重，我们分析主要原因在于 2022 年底公司购买了高价库存煤，燃煤成本远高于当期煤炭现货价，而 2023 年下半年



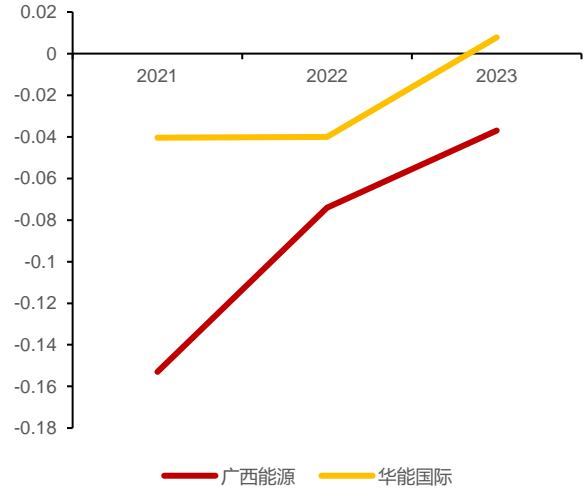
煤价较低，公司火电基本盈亏平衡。预计 2024 年煤价整体较为平稳，公司火电盈利预计改善明显。

图 4：2021-2023 年公司火电净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究

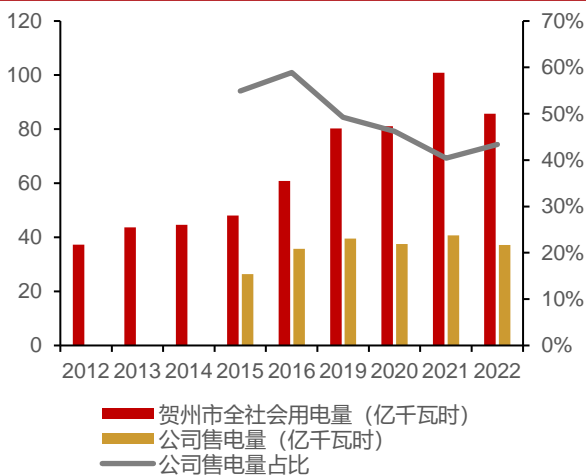
图 5：广西能源和华能国际度电净利对比（单位：元/千瓦时）



资料来源：公司公告，华源证券研究。注：华能国际煤机利润=煤机利润+固定资产减值

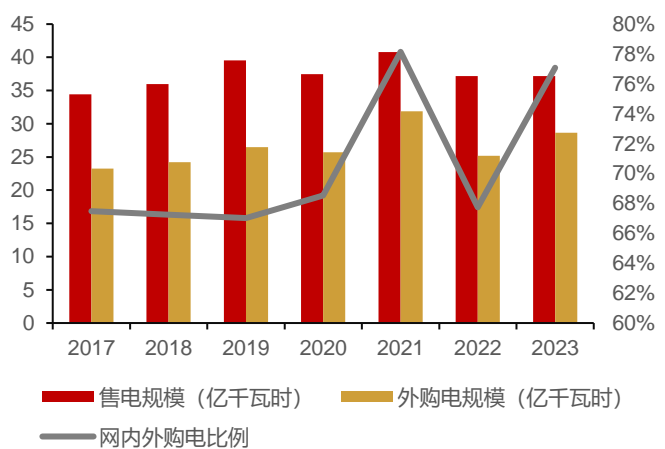
**电网：购销价差基本稳定 自供电增长带来盈利弹性。**当前公司售电规模占贺州市用电规模约 40%，但是由于公司自有电源有限，公司网内外购电比例较高，且会受到来水影响，近几年公司外购电比例维持在 65%-70%左右。2023 年由于来水偏枯，网内自发电规模较小，外购电比例提升至 77%。

图 6：2012-2022 年贺州市用电量规模和公司售电规模



资料来源：公司公告，华源证券研究  
注：因数据缺失，本图未展示 2017 和 2018 年年

图 7：2017-2023 年外购电比例维持在 65%-70%

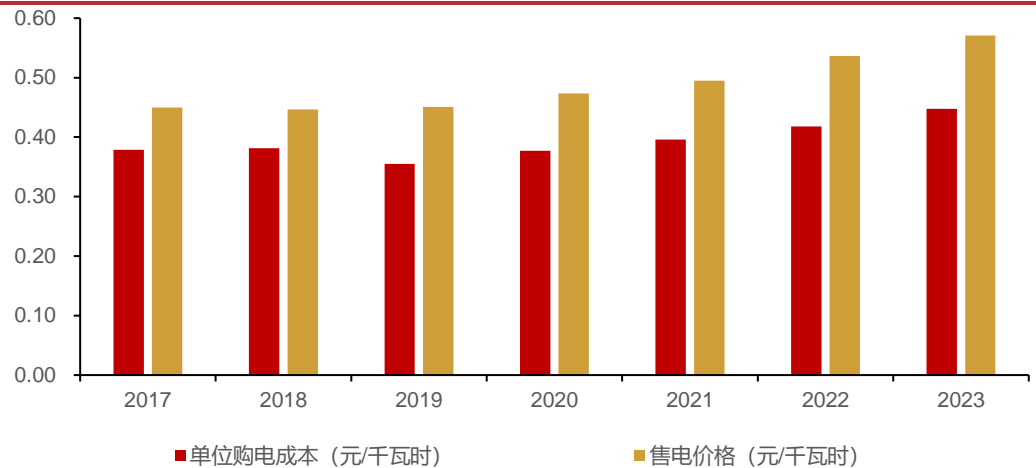


资料来源：公司公告，华源证券研究

贺州市全社会用电量;公司售电量指的是网内售电量

**售电价格受外购电成本影响,自有电源充分享受电价弹性。**从公司历史购电价格和售电价格来看,2017-2020年公司购电成本和售电价格基本保持稳定,2021年以来随着区域内煤电成本价格上涨,公司购电价格和售电价格均有明显提升,但**外购电价差(售电价格-外购电单位购电成本)始终维持在0.1元/千瓦时附近**,保证稳定收益。

**图 8: 2017-2023 年公司单位购电成本和售电价格**



资料来源:公司公告,华源证券研究

注:单位购电成本=外购电成本/外购电量,售电价格=供电收入/售电规模

### 3. 定位零碳上市公司 重点发展海上风电

**广西区位优势显著,发展海风是将资源优势转化为产业优势的核心方式。**广西是中国唯一与东盟既有陆地接壤又有海上通道的省份,广西依托海上风电资源,发展“向海经济”,有望强化沿海经济带,带动广西自治区经济形成新一轮增长。2023年组建广西能源集团时,广投集团就明确广西能源集团的发展目标是开发广西海上风电。

**在自治区和广投集团的助力下,2022年广西自治区首次竞配2个海风项目共2.7GW,广西能源集团获得一控一参,意味着其主导推进广西首批海上风电示范项目。**

根据2022年8月竞配结果公告,广西能源集团所属企业广西广投海上风电开发有限责任公司牵头的联合体成功竞得防城港海上风电示范项目180万千瓦开发权,国家电投集团广西电力有限公司成功竞得钦州90万千瓦海上风电示范项目(广西能源集团参股),广西能源集团一控一参获得广西自治区首批海上风电项目。

**根据实际造价和平价上网规则,广西海风项目收益率水平较高。**广西北部湾附近海域130米高度平均风速在6.7~7.8米/秒之间,水深为10~56米间,离岸距离在15~160千米

之间，年满负荷利用小时数接近 3000 小时，且广西目前海上风电均平价上网（燃煤标杆电价 0.4207 元/千瓦时），在当前风机价格持续下降背景下，北部湾海风项目收益率较高。据我们测算，北部湾海风项目单位投资约 10000 元/千瓦，资本金收益率可达 13%左右。

**2023 年集团将所获取的海风指标注入上市公司。**2023 年公司成功收购广西能源集团持有的广西广投海上风电开发有限责任公司 60% 股权，收购对价 1.65 亿元，**收购 PB 1 倍。****广西广投海上风电开发有限责任公司主要拥有子公司广西广投北部湾海上风力发电有限公司（简称“北部湾海风”）51% 的股权，实际获得北部湾海风公司 30.6% 权益。**北部湾海风已获得前述防城港海上风电示范项目 180 万千瓦，其中项目 A 场址（70 万千瓦）已获得核准，现处于施工招标建设阶段，计划 2024 年部分机组并网投产，2025 年全容量并网投产，剩余 110 万千瓦项目有望在 2024 年开工，也预计将在 2025-2026 年陆续投产。

**除大力发展海上风电外，根据广西壮族自治区十四五能源规划，广西十四五期间预计新增陆上风电并网装机不低于 1500 万千瓦，光伏发电并网装机不低于 1300 万千瓦。**

2023 年 5 月，广西发改委印发 2023 年第一批新能源项目建设方案，装机容量合计 400.5 万千瓦，其中，陆上风电 360.5 万千瓦，集中式光伏 40 万千瓦。广西能源集团共获得此次方案的 1/4，是获取总项目第二多，获取风电项目最多的主体，具体来看，广西能源集团旗下桂中新能源公司获得 59 万千瓦，广西能源股份（本上市公司）获得 40 万千瓦。2023 年 8 月广西发布第二批新能源项目建设方案，广西能源集团获取 31 万千瓦，其中广西能源集团旗下桂中新能源获取 16 万千瓦，广西能源股份（本上市公司）获得 15 万千瓦。

**除集团持续获取项目之外，广西能源自身已签订 200 万千瓦风光火储项目投资框架协议，其中 76 万千瓦项目已经核准。**2021 年公司与地方人民政府签订总投资额约 110 亿元、电源装机容量约 200 万千瓦的风光火储项目投资框架协议，同年 3 个水面光伏发电项目（共 21 万千瓦）已列入广西能源局 2021 年保障性并网光伏发电项目；2023 年公司新增获得 55 万千瓦的陆上风电项目，21 万千瓦的水面光伏转为陆上光伏，这些项目均已经获得核准，有望在 2024 年陆续投产。

## 4、盈利预测及估值

**不考虑资产注入，我们对公司 2024-2026 年经营情况核心假设如下：**

1) 公司 2024-2026 年每年新增陆上风电装机 55、50、50 万千瓦，新增海上风电装机 50、75、55 万千瓦，新增光伏装机 21、50、50 万千瓦

2) 陆上风电电价 0.3942 元/千瓦时（含税），光伏电价 0.397 元/千瓦时（含税），海风平价上网

3) 2024 火电电价为年度长协+容量电价，约 0.49 元/千瓦时（含税），2025-2026 年电价保持不变，2024-2026 年煤价变化幅度分别为-13%、0%、0%。

在此核心假设下，我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入分别为 46.1、58.1、70.9 亿元，同比增长率分别为-72.5%、26.1%、22.1%，实现归母净利润分别为 1.94、3.95、6.34 亿元，同比增长率分别为 11290%、104%、60.4%。当前股价对应的 PE 分别为 26 倍、13 倍和 8 倍，我们选取桂冠电力、三峡水利、中闽能源、浙江新能作为可比公司进行估值，2025-2026 年公司 PE 低于可比公司 PE，首次覆盖给予“买入”评级。

**表 4：可比公司估值表**

公司代码	公司简称	市值	归母净利润 (亿元)			PE			PB (lf)
		2024/5/17	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
600236.SH	桂冠电力	520.2	28.1	29.7	31.0	18.5	17.5	16.8	3.3
600116.SH	三峡水利	143.4	6.6	8.0	9.4	21.9	17.9	15.3	1.3
600163.SH	中闽能源	95.0	6.9	7.0	7.7	13.7	13.5	12.3	1.5
600032.SH	浙江新能	190.9	10.8	13.3	14.5	17.6	14.4	13.2	1.6
	<b>平均值</b>					<b>17.9</b>	<b>15.8</b>	<b>14.8</b>	
600310.SH	广西能源	50.6	1.94	3.95	6.34	26.1	12.8	8.0	1.7

资料来源：ifind，华源证券研究

注：桂冠电力、中闽能源盈利预测来源于华源证券，其余公司盈利预测来源于 ifind 一致预期

风险提示：

- 1) 新能源新增装机不及预期，尤其是海上风电项目投产时间不及预期。
- 2) 来水波动。公司水电多为小水电，流域内来水波动较大。
- 3) 煤价上涨超预期。

**表 5：公司预测利润表 (单位：亿元)**

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	187.5	170.8	174.4	167.2	46.1	58.1	70.9
营业收入	187.5	170.8	174.4	167.2	46.1	58.1	70.9
营业总成本	185.3	168.8	173.0	168.5	44.2	50.0	57.1
营业成本	177.7	157.2	161.5	157.9	33.1	37.7	43.1
税金及附加	0.4	0.8	0.8	0.5	0.5	0.5	0.5
销售费用	1.8	2.5	2.3	1.9	1.9	1.9	1.9
管理费用	2.1	2.8	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
研发费用		0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
财务费用	3.3	5.5	5.9	5.5	6.0	7.3	8.9
其中：利息费用	3.7	5.5	5.9	5.4	5.4	5.4	5.4
减：利息收入	0.5	0.4	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
加：其他收益	0.2	0.2	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
投资净收益	-0.7	0.1	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	0.0	0.0	0.0
公允价值变动净收益	2.3	1.2	-4.5	0.5	0.5	0.5	0.5

资产减值损失	-1.2	-1.1	-0.5	-0.2	0.0	0.0	0.0
信用减值损失	0.7	-1.5	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0
资产处置收益	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	3.4	0.9	-2.2	-0.1	3.3	9.4	15.2
加：营业外收入	0.2	0.5	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
减：营业外支出	0.1	0.1	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1
其中：非流动资产处置净损失							
利润总额	3.6	1.4	-2.0	0.1	3.4	9.6	15.4
减：所得税	0.7	0.4	-0.5	-0.2	0.9	2.4	3.8
净利润	2.9	1.0	-1.5	0.3	2.6	7.2	11.5
持续经营净利润	2.9	1.0	-1.5	0.3	2.6	7.2	11.5
终止经营净利润	0.0	0.0		0.0			
减：少数股东损益	0.3	0.2	0.7	0.3	0.6	3.2	5.2
归属于母公司所有者的净利润	2.6	0.8	-2.2	0.02	1.9	3.9	6.3

资料来源：wind，华源证券研究

**表 6：公司预测资产负债表（单位：亿元）**

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产：</b>							
货币资金	20.3	27.1	26.5	16.6	3.2	1.4	8.4
交易性金融资产	1.8	0.2	0.0	0.0	0.5	1.0	1.5
应收票据及应收账款	6.3	7.0	7.7	6.9	6.9	6.9	6.9
应收票据	0.5	0.4	0.4	1.0			
应收账款	5.9	6.6	7.4	6.0			
应收款项融资		1.4	0.7	0.1	0.1	0.1	0.1
预付款项	5.5	6.6	5.7	0.1	0.1	0.1	0.1
其他应收款(合计)	1.9	1.3	4.6	1.0	1.0	1.0	1.0
应收股利			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收利息			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他应收款	1.9	1.3	4.6	1.0	1.0	1.0	1.0
存货	17.6	15.2	17.4	2.2	2.2	2.2	2.2
合同资产		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
一年内到期的非流动资产	0.2		0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流动资产	6.7	5.2	2.6	1.7	1.7	1.7	1.7
流动资产合计	60.2	64.0	65.4	28.6	15.6	14.3	21.8
<b>非流动资产：</b>							
可供出售金融资产							
其他非流动金融资产	16.2	17.3	11.6	11.3	11.3	11.3	11.3
长期应收款			0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	4.5	3.9	3.8	6.5	6.5	6.5	6.5
投资性房地产	1.5	1.4	5.5	1.3	1.3	1.3	1.3
固定资产(合计)	50.3	99.5	96.4	99.4	173.9	275.2	351.1
固定资产	50.3	99.5	96.4	99.4			
固定资产清理	0.0	0.0		0.0			

在建工程(合计)	55.3	15.9	13.9	19.0	19.0	19.0	19.0
在建工程	54.4	15.5	13.8	18.8			
工程物资	1.0	0.4	0.2	0.1			
使用权资产		3.6	5.2	1.0	1.0	1.0	1.0
无形资产	4.6	4.9	4.7	4.6	4.6	4.6	4.6
商誉	4.0	3.5	3.2	3.0	3.0	3.0	3.0
长期待摊费用	2.0	0.1	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
递延所得税资产	0.7	2.2	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
其他非流动资产	2.6	1.6	2.0	6.2	6.2	6.2	6.2
非流动资产合计	141.7	153.9	149.5	155.6	230.1	331.3	407.3
资产总计	201.9	217.9	214.8	184.1	245.7	345.6	429.2
流动负债:							
短期借款	25.9	29.5	30.1	30.6	30.6	30.6	30.6
应付票据及应付账款	28.3	21.6	22.6	10.8	10.8	10.8	10.8
应付票据	23.0	14.9	15.3	3.4			
应付账款	5.3	6.8	7.3	7.4			
预收款项	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
合同负债	9.2	5.8	9.7	0.1	0.1	0.1	0.1
应付职工薪酬	0.1	0.5	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
应交税费	0.5	3.1	2.2	0.8	0.8	0.8	0.8
其他应付款(合计)	25.8	6.4	6.3	4.9	4.9	4.9	4.9
应付利息	0.6	0.7	0.6	0.5			
应付股利	0.0	0.0	0.0	0.0			
其他应付款	25.2	5.7	5.7	4.4			
一年内到期的非流动负债	21.5	16.1	21.0	19.2	19.2	19.2	19.2
其他流动负债	6.2	6.2	1.3	0.0	0.0	0.0	0.0
流动负债合计	117.4	89.2	93.5	66.6	66.6	66.6	66.6
非流动负债:							
长期借款	28.3	52.1	45.7	60.6	119.6	212.4	284.4
应付债券	15.4	16.5	13.0	0.0	0.0	0.0	0.0
租赁负债		1.3	3.3	0.9	0.9	0.9	0.9
长期应付款(合计)	11.4	12.5	13.0	9.3	9.3	9.3	9.3
长期应付款	9.9	11.0	12.9	9.2			
专项应付款	1.6	1.6	0.1	0.1			
长期应付职工薪酬				0.0	0.0	0.0	0.0
递延所得税负债	1.5	1.8	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
递延收益-非流动负债	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
其他非流动负债							
非流动负债合计	56.8	84.3	76.2	72.2	131.1	223.9	295.9
负债合计	174.3	173.5	169.7	138.8	197.7	290.5	362.5
所有者权益(或股东权益):							
实收资本(或股本)	10.4	12.2	14.7	14.7	14.7	14.7	14.7
资本公积金	1.1	8.0	7.6	6.4	6.4	6.4	6.4
其它综合收益	0.0		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

专项储备	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
盈余公积金	2.5	2.5	2.5	2.6	2.6	2.6	2.6
未分配利润	8.7	8.7	6.2	6.1	8.0	12.0	18.3
归属于母公司所有者权益合计	22.7	31.4	31.0	29.8	31.8	35.7	42.0
少数股东权益	5.0	13.0	14.1	15.5	16.2	19.4	24.6
所有者权益合计	27.7	44.4	45.2	45.3	47.9	55.1	66.6

资料来源: wind, 华源证券研究

**表 7: 公司预测现金流量表 (单位: 亿元)**

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动产生的现金流量:</b>							
销售商品、提供劳务收到的现金	315.3	163.1	202.4	210.0	46.1	58.1	70.9
收到的税费返还	0.3	3.9	4.2	0.1			
收到其他与经营活动有关的现金	2.5	6.4	5.4	3.9	0.7	0.7	0.7
经营活动现金流入小计	318.1	173.5	212.0	214.1	46.8	58.8	71.6
购买商品、接受劳务支付的现金	288.5	150.6	183.0	193.5	23.4	23.0	23.1
支付给职工以及为职工支付的现金	3.4	4.2	4.5	4.1	4.5	4.5	4.5
支付的各项税费	5.2	3.2	7.4	3.5	1.4	2.9	4.4
支付其他与经营活动有关的现金	5.5	5.2	4.2	6.8	0.1	0.1	0.1
经营活动现金流出小计	302.5	163.0	199.1	208.0	29.4	30.5	32.0
经营活动产生的现金流量净额	15.6	10.5	12.9	6.1	17.4	28.3	39.6
<b>投资活动产生的现金流量:</b>							
收回投资收到的现金	0.0	2.3	1.4	0.0	0.5	0.5	0.5
取得投资收益收到的现金	0.1	0.4	2.5	0.1	-0.1	-0.1	-0.1
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额		0.1	0.0	0.0			
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.7	1.3	1.2	0.3			
收到其他与投资活动有关的现金	0.1		0.0	0.5			
投资活动现金流入小计	0.9	4.2	5.1	0.9	0.4	0.4	0.4
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	11.3	9.2	3.8	19.1	84.2	116.0	96.0
投资支付的现金	4.6	0.7	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	7.6	7.5		1.8			
支付其他与投资活动有关的现金	0.0	0.1	0.3	3.7			
投资活动现金流出小计	23.5	17.4	4.1	24.7	84.2	116.0	96.0
投资活动产生的现金流量净额	-22.6	-13.3	1.0	-23.8	-83.8	-115.6	-95.6
<b>筹资活动产生的现金流量:</b>							
吸收投资收到的现金	7.6	15.4	2.5	2.1	0.0	0.0	0.0
其中: 子公司吸收少数股东投资收到的现金	0.0	8.0	2.5	2.1			
取得借款收到的现金	55.5	73.0	42.4	59.8	59.0	92.8	72.0
收到其他与筹资活动有关的现金	7.7	7.2	8.4	10.5			
筹资活动现金流入小计	70.7	95.5	53.3	72.4	59.0	92.8	72.0
偿还债务支付的现金	48.0	47.8	54.2	50.2			
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	4.2	6.1	4.2	5.5	6.0	7.3	8.9
其中: 子公司支付给少数股东的股利、利润	0.1	0.2	0.5	0.7			
支付其他与筹资活动有关的现金	11.3	28.8	8.4	7.2			

筹资活动现金流出小计	63.6	82.7	66.9	62.9	6.0	7.3	8.9
筹资活动产生的现金流量净额	7.1	12.9	-13.6	9.5	52.9	85.5	63.1

资料来源：wind，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