

2024年7月2日

天富能源 (600509.SH)

——新疆兵团最大电网 电改国改迎新机遇

买入 (首次覆盖)

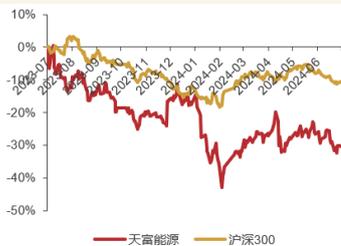
投资要点:

证券分析师

查浩
S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

联系人

市场表现:



相关研究

- 新疆资源、区位、政策三要素加持，兵团最大电网迎来新机遇。天富能源当前控股股东为中新建电力集团，实控人为新疆兵团国资委，拥有覆盖新疆八师石河子地区 220kv 环网，为八师石河子唯一能源供应商。截至 2023 年底控股装机 356 万千瓦，火电、水电、光伏分别为 289、23、44 万千瓦，年供电量 200 亿千瓦时量级，为新疆兵团管辖范围内最大的地方电网，独立于两网。公司通过持有电网将自身发展与下游经济深度绑定，一方面，新疆自然资源优势决定其在新旧替代过程中能源保障战略地位凸显，同时新疆地理区位决定其作为一带一路战略交通枢纽地带，而国企改革下新疆重视国有资产战略重组与专业化整合，在资源、区位、政策三重加持下，石河子作为新疆兵团工业发展排头兵或将迎来新机遇。
- 电改下新电价机制明确电网权责，公司发展进入新周期。虽然公司拥有电厂、电网资产，但过去电价仅有售电价一个指标，且受地方政府调控，公司承担部分招商引资优惠电价压力，造成常年业绩不稳或亏损。在双碳战略及电力体制市场化改革推进下，兵团发改委于 2022 年发布八师输配电价试行文件，首次单独核定输配电价；并于 2024 年 1 月发布正式文件，新电价机制与全国上网端、输配端接轨，其中上网电价参考新疆月度火电交易均价，输配电价与国网新疆相似，但仍低于国网新疆 1-4 分/千瓦时，为新疆电价洼地。在新电价机制下，公司 2023 年与 2024 年一季度分别实现归母净利润 4.3 亿元、1.47 亿元，均创历史新高。此次电价核定理顺公司商业模式，公司公用事业属性凸显，有望伴随石河子地区经济发展共同成长。
- 千亿产业园或保障需求增量，兵团国有资产产业整合打开成长空间。作为新疆兵团工业发展排头兵，石河子市于 2022 年底提出建设兵团千亿产业园区规划，天富能源作为石河子唯一能源供应商，经营规模有望随产业园区共同增长。根据新疆发改委对新能源产业发展面临的就近就地消纳不足、源网不匹配等难点，源网荷储一体化模式或为低碳工业园区利器，天富能源电网支持保障项目效率。另一方面，在国企改革推动下，新疆兵团国资委要求国有企业向高质量聚焦聚力，加大力度推进重点国有企业跨师市、跨区域、跨所有制开展战略性重组和专业化整合。2023 年 8 月，天富集团、兵团国资委、七师国资委共同组建中新建电力集团，兵团国资委拥有控制权。2024 年 3 月中新建电力集团已成为天富能源控股股东，同时天富集团拥有中新建电力集团实际经营管理权。中新建电力集团被定位为兵团电力产业链链主，同时承诺解决天富能源同业竞争事宜。
- 盈利预测与估值：低估值标的，电改国改双受益。公司作为兵团最大地方电网，过去电网价值未得到公允评判，当前公司电价机制逐步市场化、合理化，在国企改革提质增效下，公司发展或迎来新周期。预计 2024-2026 年归母净利润分别实现 5.4、6.7、8.3 亿元，对应 PE 分别为 14、11、9 倍，当前 PB 仅 1.00 倍。公司持有的国内碳化硅龙头天科合达 9.09% 股权，天科合达目前正积极申请上市。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：用电需求不及预期、电价政策波动、煤价上涨超预期、应收账款回款不及预期。

股票数据: 2024年7月2日

收盘价(元)	5.50
一年内最高/最低(元)	4.26/8.88
总市值(百万元)	7585
市净率PB	1.00

基础数据: 2024年3月31日

总股本(百万股)	1379
总资产(百万元)	23156
净资产(百万元)	7673
每股净资产(元)	5.49

盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	8143	9508	9884	10555	12461
同比增长率(%)		16.8%	4.0%	6.8%	18.1%
归母净利润(百万元)	-199	431	540	668	828
同比增长率(%)			25.4%	23.6%	23.9%
每股收益(元/股)	-0.14	0.31	0.39	0.48	0.60
毛利率(%)	9.21%	16.65%	19.42%	22.28%	26.74%
ROE(%)	-3.5%	5.8%	7.0%	8.3%	9.8%
市盈率			14	11	9

资料来源:公司公告, ifind

请务必仔细阅读正文之后的免责声明

投资案件

投资评级与估值

公司作为兵团最大地方电网，过去电网价值未得到公允评判，当前公司电价机制逐步市场化、合理化，在国企改革提质增效下，公司发展或迎来新周期。预计 2024-2026 年归母净利润分别实现 5.4、6.7、8.3 亿元，对应 PE 分别为 14、11、9 倍，当前 PB 仅 1.00 倍。公司持有的国内碳化硅龙头天科合达 9.09% 股权，天科合达目前正积极申请上市。首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

假设公司 2024-2026 年网内分别新增光伏控股装机 0、400、400 万千瓦，网内非控股光伏装机分别新增 50、100、200 万千瓦。假设 2025 年拿到容量电价，2024-2026 年销售电价同比增减-0.021、0.004、0 元/千瓦时。假设 2024-2026 年公司单位燃料成本分别同比变动-6%、0%、0%。

投资逻辑要点

公司电网价值尚未被市场充分认可，新电价机制下公用属性凸显。公司虽持有电站及电网资产，但过去电价仅有售电价，并长期承担政府招商引资优惠电价压力，电价受到政府调控，并未充分体现其公用事业属性。2021 年在国家电力体制改革深化下，公司电价机制逐步明晰并与全国接轨，走向市场化、合理化，在 2022、2023 年业绩上得到逐步体现。伴随着供电区域经济增长，天富能源电网资产价值有望得以体现。同时，公司当前 PB 处于历史低位，向下空间较小。

国企改革下兵团产业整合值得重视。国企改革下新疆兵团要求国有企业向高质量发展聚焦聚力，加大力度推进重点国有企业跨师市、跨区域、跨所有制开展战略性重组和专业化整合，打造一批特色优势产业集团。天富能源拥有兵团最大的电网电站资产，也是唯一一家电力上市企业，在电力产业链整合中占据核心地位。2023 年以来，兵团国资委持续推进中新建电力集团组建事宜，已于 2024 年 1 月完成兵团国资委、七师国资委注资，其执行力可窥一二。值得注意的是，中新建电力集团明确承诺解决集团内控股公司与天富能源的同业竞争事宜。

核心风险提示

用电需求不及预期、电价政策波动风险、煤价上涨风险、应收账款回款不及预期

目录

1. 新疆资源区位政策三支撑 兵团最大电网新机遇	5
1.1 新疆兵团旗下最大电网 石河子唯一能源供应商	5
1.2 新疆地理区位天然优势 国企改革下重视产业整合	6
2. 新一轮电改明确电网权责 公司发展进入新周期	8
3. 千亿产业园保障需求增量 产业整合打开空间	10
4. 盈利预测与估值：低估值标的 电改国改双受益	14

图表目录

图 1: 公司 2017-2023 年装机结构 (万千瓦)	6
图 2: 公司 2017-2023 年供电 (亿 kwh) 及增速	6
图 3: 新疆自治区 2001-2023 年分产业 GDP 及增速 (亿元, %)	7
图 4: 八师石河子 2004-2022 年分产业 GDP 及增速 (亿元, %)	8
图 5: 公司 2017-2023 年营收结构 (百万元)	8
图 6: 公司 2017-2024Q1 归母净利润 (百万元)	8
图 7: 兵团北疆示意图	12
图 8: 中新建电力集团股权结构.....	12
图 9: 公司历史 PB-Band.....	14
图 10: 公司历史业绩及现金分红情况 (百万元, %)	15
表 1: 截至 2023 年底公司电厂情况 (万千瓦)	5
表 2: 公司 2017-2023 年分板块净利润 (百万元)	9
表 3: 公司 2017-2023Q1 供电业务经营数据.....	9
表 4: 八师电网及国网新疆电网输配电价表比较	10
表 5: 兵团部分源网荷储项目情况.....	11
表 6: 千亿产业园区实施内容.....	11
表 7: 中新建电力集团发展定位.....	13
表 8: 中新建电力集团部分新能源储备项目情况	13
表 9: 公司 2024-2026 年关键假设表.....	15
表 10: 可比公司估值表	16
表 11: 公司利润表预测 (百万元)	17
表 12: 公司资产负债表预测 (百万元)	17
表 13: 公司现金流量表预测 (百万元)	19

1. 新疆资源区位政策三支撑 兵团最大电网新机遇

1.1 新疆兵团旗下最大电网 石河子唯一能源供应商

新疆兵团旗下最大电网，供电区域贡献兵团 1/4 GDP。天富能源为新疆兵团第八师石河子地区唯一合法能源供应商¹，拥有覆盖石河子全境的 220kv 环网，年供电量 200 亿千瓦时，**为新疆兵团管辖区域内最大的地方电网，独立于国家电网。**公司通过电网资产享受输配电损益，其业绩增长与供电区域内用能需求高度相关，而八师为新疆兵团工业排头兵，拥有国家级经济开发区，2022 年 GDP 占全兵团约 1/4，工业增加值占全兵团约 1/2。

股权结构方面，今年 3 月，**公司控股股东由天富集团变更为中新建电力集团²（目前持股 33.49%），实控人由八师国资委变更为兵团国资委，战略地位类比为由“市级国资委”控制提升至由“省级国资委”控制。**值得注意的是，为推动兵团国企改革和高质量发展，兵团国资委旗下全资子公司新疆生产建设兵团投资有限责任公司在 2023 年下半年通过二级市场持续增持天富能源股份，截至 2024 年一季度，持有 1.32% 股权。

作为石河子地区唯一能源供应商，公司经营数据为石河子地区经济发展晴雨表。公司经营电、热、水、气等业务，其中供电长期为核心主业，占据营收比重 70% 以上，为经营业绩核心影响因素。电力供给方面，公司电源结构长期以火电、水电为主，双碳战略下积极推动光伏建设，截至 2023 年底，公司合计控股装机 356 万千瓦，其中火电 289 万千瓦，水电 23 万千瓦，光伏 44 万千瓦。

表 1：截至 2023 年底公司电厂情况（万千瓦）

电源	电站名称	股权比例	装机结构	装机容量	投运时间
火电	南热电厂*	75%	2*12.5	25	2009 年
	南电厂（天富售电）	100%	2*33	66	2014 年
	天河电厂	100%	2*33	66	2015 年 6 月收购*
	天富发电厂	100%	2*66	132	2017 年
水电	红山嘴电厂	100%	-	8.1	1965 年
	一级电站	-	1*5	5	2007 年
	肯斯瓦特	100%	-	10	2019 年资产置换**
光伏	金阳新能源	100%	-	4	2015 年
	天富绿能	100%	-	40	2023 年
合计				356.1	

资料来源：公司公告，华源证券研究。注：*天河电厂 2011 年投产；**肯斯瓦特 2015 年投产

网内以大工业用户为主，用电需求十分紧张。根据天富集团债券评级报告，2022 年公司供电量 204 亿千瓦时，其中大工业、农业、一般工商业及其他、居民分别为 182、

¹注：本文“兵团”均为“新疆生产建设兵团”；兵团实施师市一体化管理，八师几乎等同于石河子

²注：“天富集团”全称“新疆天富集团有限责任公司”，“中新建电力集团”全称“中新建电力集团有限责任公司”

11、7、4 亿千瓦时，一般工商业及大工业用户用电量占天富能源供电量的 92%，前三大工业用电用户分别为大全能源、天山铝业、合盛硅业。

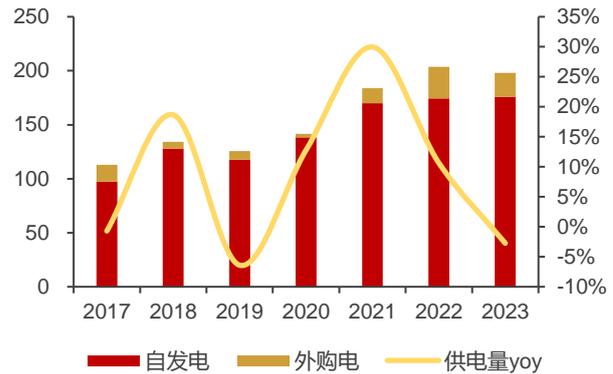
2017-2023 年，在公司电源装机几乎保持不变的情况下，公司售电量从 100 亿千瓦时量级增长至 200 亿千瓦时量级，2023 年火电等效利用小时约 6500 小时，较新疆地区其他火电机组利用小时高出 1000 小时，当前八师网内用电需求极为紧张。

图 1：公司 2017-2023 年装机结构（万千瓦）



资料来源：公司公告，华源证券研究

图 2：公司 2017-2023 年供电（亿 kwh）及增速



资料来源：公司公告，华源证券研究。注：公司供电量=自发电+外购电，外购电主要来自于国能投资、国网新疆等

从发展潜力看，公司自身拥有电网资产优势，享受石河子地区经济发展；而所属区位石河子作为新疆地区国家级经济开发区，享受新疆政策优待；更大层面上，新疆作为我国能源战略储备基地，拥有自然资源优势。在新疆国有资产产业调整战略中，石河子与天富能源或将再次站在舞台中央。

1.2 新疆地理区位优势 国企改革下重视产业整合

地理位置决定资源属性与交通枢纽地位，新疆在新时代下战略地位凸显。 受益于独特的地形地貌与自然环境，新疆传统能源（煤、油、气）以及新能源（风、光）资源储量及开采量均位于全国前列。根据自然资源部统计，新疆远景煤炭储量预计占全国总储量的 40%，**居全国之首**，2023 年煤炭产量 4.57 亿吨，**居全国第四**；新疆原油预测储量占全国陆上石油资源 30%，总储量位**居全国第三**；天然气预测资源量占全国陆上天然气资源量 34%。得益于优渥的资源条件，新疆燃煤标杆电价处于**全国最低水平**，0.25 元/千瓦时，仅为广东燃煤标杆电价（0.463 元/千瓦时）的 54%。

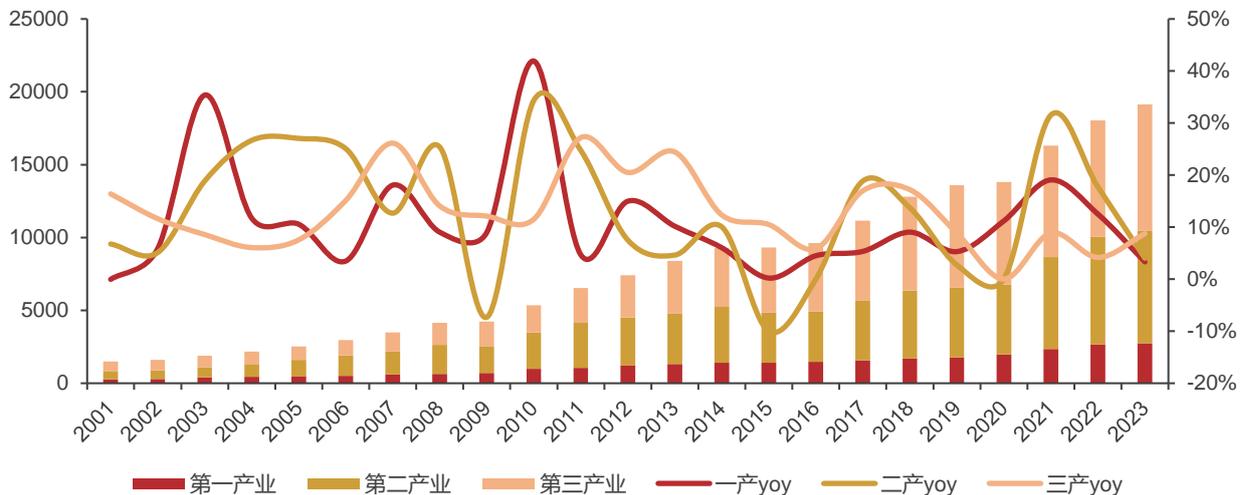
新能源方面，新疆年均日照小时数 2500~3500 小时，大部分属于 I 类太阳能资源区；全区风能资源总储量约 9.57 亿千瓦，占陆上风能资源 25%。新疆为我国规划范围最大、

规格最高的综合性清洁能源基地，唯一同时包含水火风光四种电源类型，多种能源互补的优势难以比拟。考虑到能源作为核心生产要素，将持续为新疆发展赋能。

不管是过去传统能源时代，还是当前新能源时代，新疆都是我国当之无愧的能源保障基地，其地理资源属性未曾改变，过去受益于传统能源优势，未来或将继续受益于新能源资源优势，并在新旧能源替换中保持高速发展。

地理区位方面，新疆作为连接中亚五国的重要口岸，“连接东西、沟通南北”的交通枢纽优势明显。2022年7月，习总书记在新疆考察时指出，“随着共建‘一带一路’深入推进，新疆不再是边远地带，而是一个核心区、一个枢纽地带”。新疆作为一带一路交通枢纽、商贸物流和文化科教中心以及丝绸之路经济带核心区，有望在一带一路战略支持下建设境外经贸合作区、跨境经济合作区等各类产业园区。

图3：新疆维吾尔自治区 2001-2023 年分产业 GDP 及增速（亿元，%）



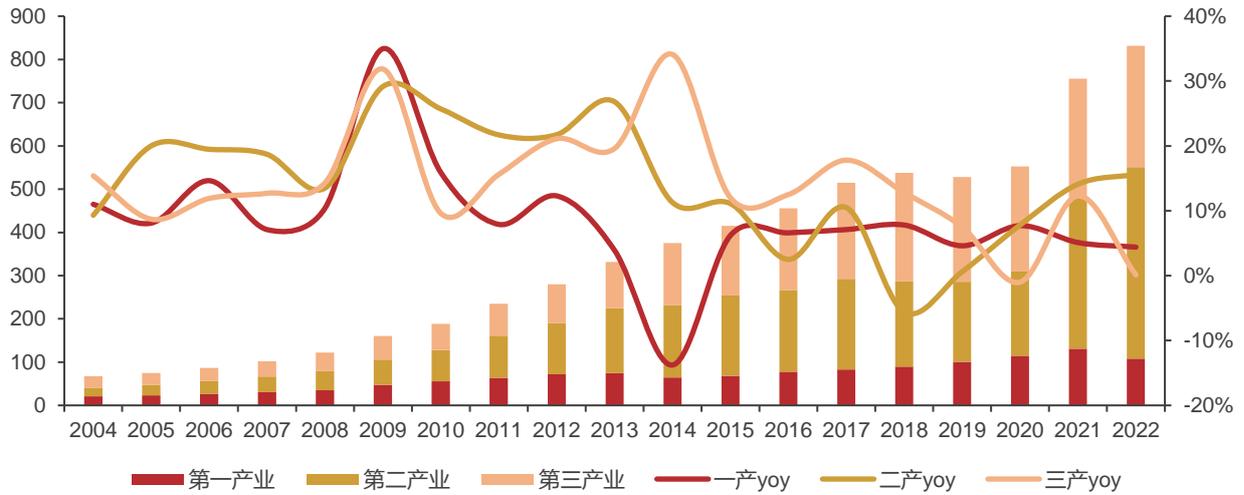
资料来源：国家统计局、新疆维吾尔自治区统计局、新疆维吾尔自治区发改委，华源证券研究

国企改革下新疆重视国有资产战略重组与专业化整合，石河子工业排头兵地位奠定未来增长潜力。国企改革背景下，新疆维吾尔自治区围绕“八大产业集群³”建设，加快推进国有资产战略性重组和专业化整合力度，在更大范围推动优势资源资本向优势企业集中、向链长企业集中、向企业主业集中。根据兵团发改委，持续做强做优做大兵团国资国企，进一步巩固提升兵团国企发展势头，打好国资国企改革和高质量发展攻坚战。

值得注意的是，石河子作为兵团工业发展排头兵，或将再次受益于新能源新材料等战略性新兴产业集群的战略发展。

³ 新疆八大产业集群分别为：油气生产加工产业集群、煤炭煤电煤化工产业集群、绿色矿业产业集群、粮油产业集群、棉花和纺织服装产业集群、绿色有机果蔬产业集群、优质畜产品产业集群、新能源新材料等战略性新兴产业集群

图 4：八师石河子 2004-2022 年分产业 GDP 及增速（亿元，%）

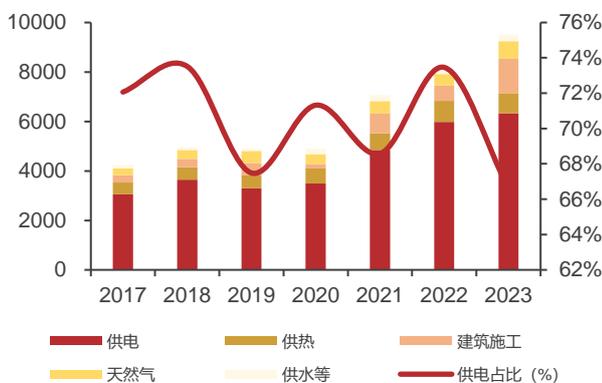


资料来源：八师石河子市国民经济和社会发展统计公报，华源证券研究

2. 新一轮电改明确电网权责 公司发展进入新周期

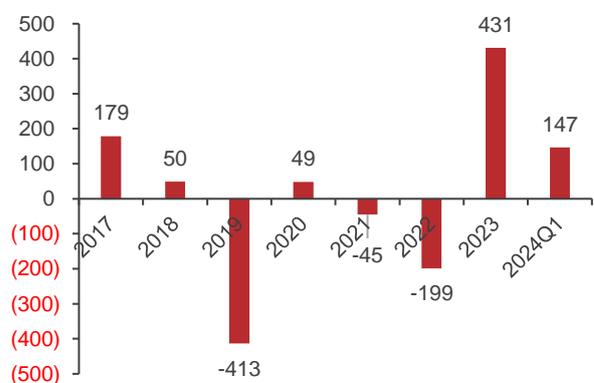
公司业绩受电价机制及煤价影响，电价市场化改革下进入新的发展周期。由于公司电源装机以火电为主（1.1 节介绍），公司利润不免受到煤价波动影响。同时，公司在 2022 年前执行单一售电价机制，且售电价格受到政府调节，承担部分招商引资优惠电价压力，造成常年业绩不稳或亏损情况。2021-2022 年，在深化燃煤电价改革以及全国多地取消高耗能用户优惠电价背景下，兵团国资委于 2022 年 7 月在八师试行 2022-2025 年输配电价，下游用户度电电价上涨约 7 分钱；在市场煤价进一步下跌下，公司 2023 年实现归母净利润 4.31 亿元，2024 年一季度实现归母净利润 1.47 亿元，均创历史新高。

图 5：公司 2017-2023 年营收结构（百万元）



资料来源：公司公告，华源证券研究

图 6：公司 2017-2024Q1 归母净利润（百万元）



资料来源：公司公告，华源证券研究

用电需求为公司业绩核心保障。公司 2017 年以来披露分板块净利润情况（表 2），由于存在较多不可分配项目以及内部抵消，无法精确计算各板块业绩，但结合公司供电经营数据（表 3），仍能判断出趋势。2019 年，在煤价上升，电价下调，供电量下滑以及高成本外购电增加下，公司供电业务出现大幅亏损，而在供电量较多的年份盈利较为可观。

表 2：公司 2017-2023 年分板块净利润（百万元）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
电力、热力及水供应	568.12	461.18	-615.27	534.31	301.73	-297.69	403.40
天然气销售	2.50	18.24	36.12	0.08	43.39	17.16	34.01
工程施工	-12.05	45.40	-38.86	59.80	19.53	0.80	5.53
其他*	-391.31	-487.53	169.66	-494.65	-458.27	3.93	37.03
合计	167.25	37.30	-448.36	99.54	-93.61	-275.80	479.97

资料来源：公司公告，华源证券。注：*其他包括其他业务、不可分配项目以及内部抵消

表 3：公司 2017-2023Q1 供电业务经营数据

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q1
外购电量（亿千瓦时）	15.84	6.2	7.94	3.19	14.14	29.03	4.74
供电量（亿千瓦时）	113.03	134.12	125.53	141.58	184.01	203.58	45.84
平均外购电价（元/千瓦时）	0.1860	0.2317	0.2596				
平均发电成本（元/千瓦时）		0.1918	0.2102	0.1805	0.2218	0.2781	0.2991
用户平均售价（元/千瓦时）		0.2778	0.2688	0.2518	0.2679	0.2550	0.3442
标煤采购单价（元/吨，含税）	257.61	368.97	383.74	374.43	543.41	669.59	662.35

资料来源：天富集团债券评级报告，华源证券研究。注：电价或为不含税电价

2024 年执行新输配电价机制，逐步与全国电力体制市场化改革接轨。公司 2024 年 1 月 5 日发布公告，收到新疆生产建设兵团第八师发展和改革委员会《关于转发第八师电网输配电价及有关事宜的通知》（师市发改价〔2023〕19 号），明确新电价机制在 2024 年 1 月 1 日起执行，八师网内燃煤发电上网电价参照每月《新疆电力交易中心月度电力市场信息披露报告》中公布的双边直接交易火电成交均价执行，与试行文件一致。

其中几个变化值得注意：1、用户电价中，农业生产用电目录销售电价按照 0.224 元/千瓦时执行，根据公司公告，**或影响 2024 年供电营收约 1.72 亿元。**

2、工商业用户用电价格由上网电价、上网环节线损费用、输配电价、系统运行费用、政府性基金及附加组成。新电价机制下，**或影响 2024 年供电营收 1.04 亿元。**

值得注意的是，**八师暂未执行燃煤容量电价机制**，参考新疆国网代理购电价中燃煤容量电价，2024 年 1 月、2 月平均费用为 0.01619 元/千瓦时，由工商业用户分摊，若工商业全年用电量按照 180 亿千瓦时（200 亿度供电量，90%工商业用户）考虑，则**全年供电营收增加 2.58 亿元。**大工业用户两部制电价下，35kv、110kv 以及 220kv 分别差异 0.0421、0.0269、0.0119 元/千瓦时，**八师区域电价仍然为新疆地区洼地。**

表 4：八师电网及国网新疆电网输配电价表比较

区域	执行时间	用户分类	细分	电量电价 (元/千瓦时)				
				<1kv	1~10kv	35kv	110kv	220kv
八师电网	2022年7月	农业	生产电价	0.4149	0.4129	0.4099		
			排灌电价	0.3889				
		工商业	一般工商业及其他	0.1737	0.1707			
			大工业	0.1305				
	2024年1月	农业	生产电价	0.2240				
			排灌电价	0.3889				
	工商业	单一制	0.1636	0.1606	0.1566			
		两部制	0.1204					
2024年1月	工商业	单一制	0.1636	0.1606	0.1566			
		两部制	0.1204					

资料来源：公司公告、国网新疆、新疆兵团发改委，华源证券研究。注：由于篇幅限制，未列示容（需）量电价，2024年1月输配电价机制中，八师与新疆国网容（需）量一致

多个师市推广第一监管周期输配电价，发改委等部门配合监督指导。根据兵团发改委，此次电价并非仅面向八师石河子地区，而是同时在兵团四师、七师推广，其中七师电价与八师完全一致，并将其命名为“第一监管周期输配电价”。同时明确，发展改革部门积极配合市场监管等部门对电力市场化改革工作进行检查指导，及时对信息公开不规范、**电费结算不及时**、运用垄断地位影响市场交易以及滥用行政权力排除、限制市场竞争和不执行政府定价等违法违规行为进行查处。

我们认为，此次输配电价政策文件或为兵团正式的第一监管周期内输配电价文件，短期内或不再更改；明确发改委与市场监管等部门对电费结算不及时等问题监督指导，或有利于八师电网应收账款结算。

3. 千亿产业园或保障需求增量 产业整合打开空间

手握电网资产，背靠能源基地，能源转型下石河子源网荷储优越性得以体现。新疆发改委等部门于2023年5月发布《关于加快推进新能源及关联产业协同发展的通知》，指出“聚焦解决新能源产业发展中面临的**就近就地消纳不足、源网不匹配等难点**”。“以新增负荷为支撑、就地就近消纳为重点，……体系化、系统化推进新能源、电网、负荷和储能建设”，源网荷储很好地解决了新能源就近就地消纳问题，打造低碳工业园区。

源网荷储盈利能力在于负荷端，运行效率在于电网端。以新能源为主要电源的源网荷储模式下，发电端边际成本为0，电源与电网均具备规模效应，相同投资成本下，项目盈利能力取决于用户侧负荷质量。天富电网输配电价低于国网新疆，保障项目高效运营。

表 5：兵团部分源网荷储项目情况

项目	内容
三师图木舒克市源网荷储一体化项目	2023 年 4 月，由中国能源投资、建设、运营的三师图木舒克市源网荷储一体化项目，在五十一团四连开工。该项目装机容量总体规划为 400 兆瓦，建成投产后预计每年发电 3.64 亿千瓦时。
八师石河子市十户滩 200 兆瓦源网荷储一体化项目	2023 年 11 月并网，为兵团实施的天山北坡经济带“绿电替换”首个项目。由新疆天业和国家电投联合投资建设，计划总投资 11.7 亿元。项目全部建成后，预计每年可提供 3.47 亿千瓦时清洁能源。
一师阿拉尔市纺织产业园源网荷储项目	2023 年 8 月，一期 10 万千瓦光伏发电项目开工。项目总体规划 60 万千瓦，投资 5.6 亿元。其中，项目一期建设规模 10 万千瓦，计划 2024 年 7 月实现并网发电。项目建成后，预计在寿命期内完成总发电量约 4.45 亿千瓦时。
四师可克达拉市中电农创源网荷储一体化项目	2023 年 11 月并网。建设总装机容量 300MWp 的光伏发电及配套装置，该项目整体投运后，预计每年可为第四师可克达拉市提供清洁电能约 5.38 亿千瓦时。
六师五家渠市 88 万千瓦光伏源网荷储一体化项目	该项目预计 2024 年实现全容量并网发电，每年绿电可替代燃煤发电 14.5 亿千瓦时。
七师胡杨河市源网荷储一体化示范项目	新疆晶诺 1GW 电力“源网荷储”一体化项目（一期 100MW）。项目计划总投资 50 亿元，用地面积 30000 亩，预计 2023 - 2024 年完成建设任务并并网运行。预计年发电量 148264 万 kwh。

资料来源：各师发改委等，华源证券研究

兵团千亿级产业园区，保障石河子用电需求快速增长。八师在兵团率先实施园区改革、推行产业链长制招商，聚焦招商引资，目前已初步形成铝、硅、碳新材料产业链和创新链。围绕党的二十大精神，石河子市于 2022 年底提出建设兵团千亿产业园区，打造兵团科技创新高地，计划在 2025 年规上工业总产值达到 1200 亿元，较 2021 年新增约 875 亿元；加快发展绿色转型，到 2025 年非化石能源消费占比 20%目标。

根据大全能源 2023 年 12 月公告，大全能源拟投资 150 亿元建设两期合计 10 万吨多晶硅，项目地点为石河子经开区（即千亿产业园区），明确天富能源为该项目的电、水、汽、天然气供应商。

表 6：千亿产业园区实施内容

类别	具体内容（节选）
定位	石河子高新区兵团唯一的国家级高新技术产业开发区、新疆丝绸之路经济带创新驱动发展试验区
锚定目标	建设兵团首个千亿产业园区，推动优势产业向战略新兴产业转型升级。培育农业资源转化产业、新材料产业、战略新兴产业等升级。到 2025 年，力争高新区规上工业总产值达 1200 亿元
紧扣定位	打造兵团科技创新高地，构建协同化科技创新体系。到 2025 年，力争使高新技术企业和科技型中小企业达到 100 个
降碳减污	协同推进降碳减污工作，加快发展方式绿色转型。对标国家 2025 年非化石能源消费占比 20%的目标

资料来源：科技日报，华源证券研究

国企改革下，兵团产业整合值得重视。为进一步优化国有经济布局结构，加快构建兵团现代化产业体系，2023 年，兵团国资国企向高质量发展聚焦聚力，大力推进战略性重组和专业化整合。2024 年，兵团国资委将持续打造一批特色优势产业集团，**加大力度推进重点国有企业跨师市、跨区域、跨所有制开展战略性重组和专业化整合**，着力打造一批

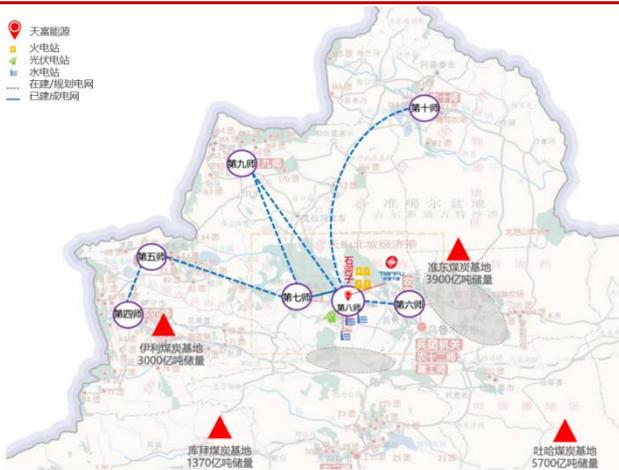
具有竞争力和辐射带动力的千亿级、百亿级优势产业集团，坚定不移推动国有资本和国有企业做强做优做大，支撑带动兵团加快构建现代化产业体系。

2023年8月13日，新疆兵团办公厅出具《兵团办公厅关于成立中新建电力集团有限责任公司的批复》，明确**中新建电力集团定位兵团电力产业链链主**；同时在天富集团、兵团国资委、七师国资公司签订的《关于资产重组暨出资设立新公司之框架协议》中，明确中新建电力集团承诺**本次重组完成后将解决集团内控股公司于天富能源的同业竞争事宜**。

股权结构方面，根据公司发布的关于控股股东签订资产重组暨出资设立新公司框架协议的提示性公告，兵团国资委将对中新建电力集团的全部表决权委托给天富集团，天富集团将其持有的33.49%天富能源股份以出资的方式转让给了中新建电力集团。

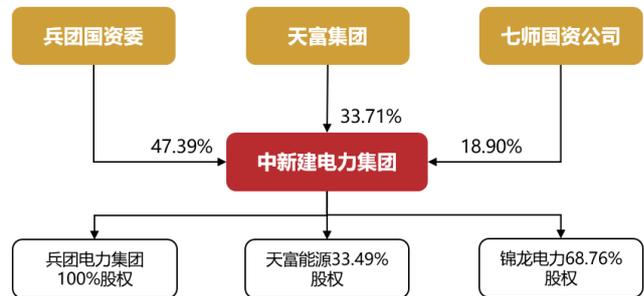
截至目前，兵团电力100%股权已经划转至中新建电力集团，七师国资委将其持有的锦龙电力68.76%股权以出资的方式转让至中新建电力集团，天富集团已将其持有的天富能源33.49%股权过户至中新建电力集团。根据企查查，天富集团持有中新建电力集团33.71%股权，并拥有实际经营管理权。

图 7：兵团北疆示意图



资料来源：新疆生产建设兵团自然资源局、天富能源、华源证券研究。注：此图仅为示意图，与实际比例并非完全一致

图 8：中新建电力集团股权结构



资料来源：公司公告、企查查，华源证券研究

以八师天富能源为核心，兵团电网实质性整合进行时。2024年4月27日，公司发布供电公告，预计2024年与锦龙电力供电量不超过16亿千瓦时，结算金额不超过6亿元，对应电价0.375元/kwh（不含税）。锦龙电力为兵团七师（七师毗邻八师）电力资产经营主体，2024年一季度营收9.5亿元，净利润330万元。本次供电合同为兵团电力资产整合又一实质性进展，以八师天富能源为核心，向周边电网以及兵团其他区域供电。

根据中新建电力集团官方公众号，在国家双碳战略下，师市制定了《八师石河子市贯彻“双碳”战略实现能源和产业“双线”绿色发展实施方案（2023—2030年）》，出台了《师市新能源产业链招商引资普惠性政策》《师市推进氢能源产业高质量发展“一链一

策”若干措施（试行）》系列政策，明确了“围绕产业发展优化调整能源结构，以能源绿色转型带动支持产业绿色发展”的总体思路，系统谋划了涉及新能源产业发展和传统产业转型升级等 5 个方面、涵盖 43 个方向，总投资达 2100 亿元的一系列引领支撑型项目。

表 7：中新建电力集团发展定位

类别	内容
源网荷储	将七师胡杨河市、八师石河子市打造成极具示范意义的城市级源网荷储一体化示范区，依托区域电网优势，打造“绿电高地”，吸引新质生产力落地
新能源产业链	打造新能源产业链“链主”企业，培育新能源装备生产制造基地
资产整合	兵团电力资产的整合者，加快产业集链成群，服务兵团各师经济高质量发展
量化目标	力争成为兵团第一家资产过千亿、资信 AAA、中国 500 强企业

资料来源：中新建电力集团公众号，华源证券研究

电源方面，中新建电力集团谋划推进装机规模 18.34GW 新能源项目，力争 3 到 5 年，新能源装机比例由 2023 年的 17.14% 增长到 69.56%，清洁能源发电量约 200 亿千瓦时。除以上新能源项目以外，为考虑电力系统的稳定性，兵团另有规划 6 台 66 万千瓦超临界燃煤热电联产机组，其中七师的 2 台 66 万千瓦已于近日完成招标。

表 8：中新建电力集团部分新能源储备项目情况

项目	规模 (万千瓦)	区域	进展
新疆天富集团 3GW 光伏项目	300	八师	部分开工
中新建石玛兵地融合 2GW 光伏基地项目	200	昌吉	招标结束
天富国华兵地融合玛纳斯 3GW 光伏项目	300	昌吉	招标结束
兵准园区低碳转型新增负荷配套 15 万千瓦光伏项目	15	六师	招标结束
36 团新增负荷配套 2 万千瓦光伏项目	2	二师	招标结束
第三师图木舒克市源网荷储一体化项目（二期）	40	三师	招标结束
石和兵地融合中新建电力集团 4.6GW 光伏项目	460	伊犁	开工

资料来源：中新建电力集团公众号，华源证券研究。注：以上项目并非均由中新建电力集团经营

展望更遥远的未来，**天富能源在电改下面临的重大机遇值得重视**。新型电力系统为双碳战略下的产物，也是核心手段，而当前新型电力系统的建设面临着新能源大比例接入的消纳问题，对此在机制上，国家积极推进新能源进入市场化交易。而由于新能源自身出力不稳定等问题，市场化交易带来电价尤其是光伏电价大比例受挫，项目回报率大幅受损的问题。不管是政策性引导还是市场化手段，目前解决新能源消纳可大致分为两个途径，一方面在属性上凸显绿电绿证价值，另一方面以源网荷储全方位解决新能源消纳问题。

任何的改革，都将出现引路人与受益者，而**作为新疆兵团旗下最大的电力上市平台，我们认为天富能源将成为新疆兵团绿色转型受益者**。

战略上，根据公司 2023 年年报，天富能源将聚焦七师、八师，打造国内领先的城市级“源网荷储”一体化示范区，将原有的“电价洼地”优势逐步转变为“绿电洼地”优势。

我们在第二章明确表达，天富电网输配电价机制逐步向新疆国网靠拢，更加市场化，但仍具备“洼地”优势。也是基于其电价洼地的优势，八师能够持续吸引工商业用户落地，形成当前绝对工业用户高比例的用户结构，叠加独立于国家电网的地方电网，为源网荷储打造良好的环境。同时，考虑到兵团煤矿资源贫瘠，绿色转型一方面符合国家战略，另一方面有助于新疆兵团实现“煤炭自由”。

4. 盈利预测与估值：低估值标的 电改国改双受益

PB 处于历史较低位，电改与国改背景下，向上修复空间较大。公司当前 PB 1.00x，处于历史较低位置，复盘公司上市以来估值表现，仅在 2018-2020 年出现较长周期的 PB<1 的情况，当时正值公司盈利低谷期，面临电价下调以及外购煤炭双重压力。

而我们强调，**新型电力系统下的新一轮电力体制改革提速，公司电价机制逐步市场化、合理化，公司发展迎来新周期。同时国企改革背景下，兵团国资委加强国有资产高质量发展、专业化整合，多种途径增持天富能源。**

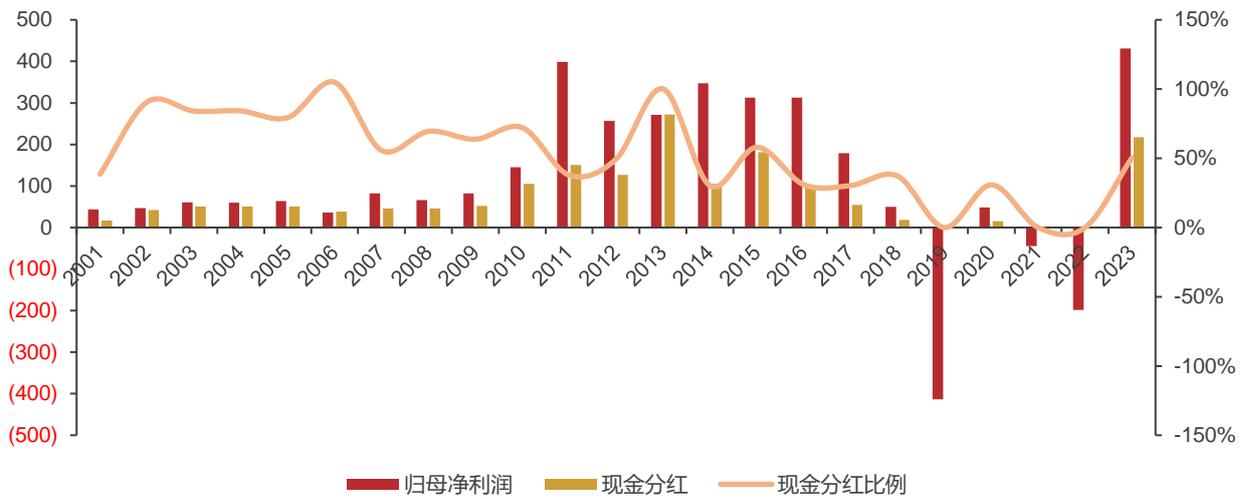
分红回购方面，公司于 2024 年 1 月 8 日发布回购公告，拟使用自有资金 2000-3000 万元人民币回购公司股票，回购价格不超过 9 元/股。截至 2024 年 5 月 31 日，公司通过集中竞价交易累计回购股份约 207 万股，占公司总股本的 0.15%，回购的最高价为 5.72 元/股，最低价为 4.86 元/股，累计支付约 1104 万元（不含交易费用）。公司历史分红比例不低于 30%（业绩为正周期），2023 年分红比例达到 50%，预计在国企改革背景下，现金分红金额以及比例或迎来双升。

图 9：公司历史 PB-Band



资料来源：ifind，华源证券研究

图 10：公司历史业绩及现金分红情况（百万元，%）



资料来源：ifind，华源证券研究

结合公司当前在手项目以及八师石河子千亿产业园区规划、新疆煤炭供需情况，我们假设公司 2024-2026 年网内分别新增光伏控股装机 0、400、400 万千瓦，网内非控股光伏装机分别新增 50、100、200 万千瓦。假设 2025 年拿到容量电价，假设 2024-2026 年销售电价同比增减-0.021、0.004、0 元/千瓦时。假设 2024-2026 年公司单位燃料成本分别同比变动-6%、0%、0%。

表 9：公司 2024-2026 年关键假设表

项目	2024	2025	2026
光伏控股装机当年新增 (万千瓦)	0	400	400
光伏单位千瓦投资额 (元/千瓦)	3300	3300	3300
网内非控股光伏装机当年新增 (万千瓦)	50	100	200
销售电价同比增减 (元/千瓦时，不含税)	-0.021	0.004	0
单位燃料成本同比变动 (%)	-6%	0%	0%

资料来源：华源证券研究

结合上述假设，我们预测公司 2024-2026 年分别实现归母净利润 5.4、6.7、8.3 亿元，当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 14、11、9 倍。我们选取同样拥有地方电网的三峡水利、广西能源，以及从事综合能源业务的南网能源作为可比公司，上述三家可比公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 27、18、14 倍，远高于公司当前估值水平。

考虑到公司拥有天科合达 9.09% 股权，根据中金公司出具的天科合达最新辅导情况报告，中金公司认为当前天科合达已具备上市条件。根据中国产权网，天科合达 2023 年 5 月投后估值 190 亿元，对应天富能源股权价值约 17 亿元。

首次覆盖，给予“买入”评级。

表 10：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价			EPS			PE			PB
		2024/7/2	24E	25E	26E	24E	25E	26E			
600116.SH	三峡水利	7.05	0.36	0.42	0.49	20	17	14	1.21		
600310.SH	广西能源	3.71	0.13	0.27	0.43	29	14	9	1.86		
003035.SZ	南网能源	4.50	0.13	0.18	0.23	34	24	20	2.50		
平均						27	18	14	1.85		
600509.SH	天富能源	5.50	0.39	0.48	0.60	14	11	9	1.00		

资料来源：ifind，华源证券研究。注：广西能源盈利预测来自华源证券研究，其余均来自 ifind 一致预期

风险提示：

用电需求不及预期。公司作为石河子地区唯一的供电经营商，其销售电量与石河子地区用能用户需求高度相关。考虑到石河子地区现存用电需求以及未来电量增量均以高耗能大用户相关，若大用户产能投建不及预期，将影响公司利润。

电价政策波动风险。公司电价受到新疆兵团发改委监管，存在政府干预可能；并且公司容量电价暂未施行，若施行或将影响公司经营利润。

煤价上涨风险。考虑到公司目前煤电电量仍然占据较大比例，若煤价大幅上涨将带来公司短期业绩较强波动。

应收账款回款不及预期。尽管最新电价政策文件要求兵团发改委及市场监管等部门对电费结算不及时等问题进行监督指导，但若应收账款回款不及预期，仍将影响公司现金流。

表 11：公司利润表预测（百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	8143	9508	9884	10555	12461
营业收入	8143	9508	9884	10555	12461
营业总成本	8362	8908	9090	9575	11007
营业成本	7393	7924	7964	8203	9129
税金及附加	56	83	86	92	109
销售费用	96	140	146	156	184
管理费用	330	300	465	496	561
研发费用	1	3	3	3	3
财务费用	486	458	426	624	1020
其中：利息费用	487	445	445	644	1040
减：利息收入	13	19	19	19	19
加：其他收益	56	58			
投资净收益	-34	7			
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-19	9			
资产减值损失	-11	5			
信用减值损失	-47	-194	-83	-79	-75
资产处置收益	-7	1			
营业利润	-262	476	711	901	1379
加：营业外收入	2	7			
减：营业外支出	3	8			
利润总额	-264	475	711	901	1379
减：所得税	12	-5	142	198	345
净利润	-276	480	569	703	1034
持续经营净利润	-276	480	569	703	1034
减：少数股东损益	-77	49	28	35	207
归属于母公司所有者的净利润	-199	431	540	668	828

资料来源：ifind，华源证券研究

表 12：公司资产负债表预测（百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产：					
货币资金	1745	1624	3126	898	897
应收票据及应收账款	1800	1707	1624	1545	1470
应收票据	112	48	48	48	48
应收账款	1688	1659	1576	1497	1422
应收款项融资	175	408	408	408	408
预付款项	171	63	63	63	63
其他应收款(合计)	162	106	106	106	106
应收股利	1				
其他应收款	161				

存货	286	466	466	466	466
合同资产	675	727	727	727	727
其他流动资产	60	198	198	198	198
流动资产合计	5075	5299	6718	4411	4336
非流动资产:					
长期股权投资	641	640	640	640	640
投资性房地产	134	125	125	125	125
固定资产(合计)	14803	16247	15124	27036	38288
固定资产	14803	16247	15124	27036	38288
在建工程(合计)	409	370	370	370	370
在建工程	379				
工程物资	30				
使用权资产	174	315	315	315	315
无形资产	176	199	199	199	199
开发支出					
商誉	46	46	46	46	46
长期待摊费用	25	19	19	19	19
递延所得税资产	106	193	193	193	193
其他非流动资产	220	33	33	33	33
非流动资产合计	16734	18187	17064	28976	40228
资产总计	21810	23486	23782	33387	44563
流动负债:					
短期借款	3189	2848	2848	2848	2848
应付票据及应付账款	1655	2204	2204	2204	2204
应付票据	409	113			
应付账款	1246	2091			
预收款项	0	0	0	0	0
合同负债	973	1085	1085	1085	1085
应付职工薪酬	119	102	102	102	102
应交税费	20	28	28	28	28
其他应付款(合计)	568	512	512	512	512
应付股利	4	4			
其他应付款	563				
一年内到期的非流动负债	2023	1802	1802	1802	1802
其他流动负债	34	365	365	365	365
流动负债合计	8582	8945	8945	8945	8945
非流动负债:					
长期借款	5082	5129	5129	14369	24929
租赁负债	144	275	275	275	275
长期应付款(合计)	1016	791	791	791	791
长期应付款	864				
专项应付款	152				
递延所得税负债	5	52	52	52	52
递延收益-非流动负债	798	774	774	774	774
非流动负债合计	7045	7022	7022	16262	26822

负债合计	15628	15967	15967	25207	35767
所有者权益(或股东权益):					
实收资本(或股本)	1151	1379	1379	1379	1379
资本公积金	3897	4946	4946	4946	4946
减: 库存股					
专项储备	18	27	27	27	27
盈余公积金	338	367	367	367	367
未分配利润	295	699	966	1296	1706
归属于母公司所有者权益合计	5699	7417	7684	8015	8424
少数股东权益	483	102	131	166	373
所有者权益合计	6182	7519	7815	8180	8797

资料来源: ifind, 华源证券研究

表 13: 公司现金流量表预测 (百万元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动产生的现金流量:					
经营活动现金流入小计	6498	8312	9884	10555	12461
经营活动现金流出小计	5577	6085	7684	7861	8383
经营活动产生的现金流量净额	921	2227	2200	2694	4078
投资活动产生的现金流量:					
投资活动现金流入小计	44	89	0	0	0
投资活动现金流出小计	507	1945	0	13200	13200
投资活动产生的现金流量净额	-463	-1856	0	-13200	-13200
筹资活动产生的现金流量:					
筹资活动现金流入小计	4504	7770	0	9240	10560
筹资活动现金流出小计	5044	8285	699	962	1439
筹资活动产生的现金流量净额	-540	-516	-699	8278	9121
现金及现金等价物净增加额	-81	-144	1502	-2228	-1
期初现金及现金等价物余额	1588	1507	1363	2864	637
期末现金及现金等价物余额	1507	1363	2864	637	636

资料来源: ifind, 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 liruixue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziquiao@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