

云南能投 (002053.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

云南供需偏紧，风电资产占优

投资逻辑：

- 新能源入市背景下，供需紧张地区的风电资产占优。
- ✓ 考虑云南电解铝 200 万吨潜在扩产，基于 75%/100% 的开工率假设下，将分别拉动云南用电增长 9%/18.3%。23 年逐月市场交易数据看，枯/平/丰均实现了近 10% 的顶格上浮，反映供需关系较为紧张。
- ✓ 风电出力高点集中在冬春两季，云南风电在枯/平/丰季利用小时数占比分别为 61%/15%/24%。枯季市场交易价格接近于丰水季翻倍，且避免限电担忧。
- 体内开发+集团注入，双路径发展新能源。
- ✓ 存量 37 万千瓦风电项目占据优势资源，19~23 年利用小时数均值分别高于龙源云南电站与省内平均 1.9%/8.4%。
- ✓ 体内风电开发驱动 1Q24 公司扣非归母净利润同比高增 108.4%，1H24 预告归母净利 5.5~5.8 亿元。24/25 年风电装机增长确定性高。23 年末公司风光总装机容量达 158.1 万千瓦，较 22 年末增长 204%。预计金钟风电场一/二期合计 42 万千瓦、扩建项目合计 67 万千瓦陆续投运将继续带来 24/25 年末装机同比增长 26.6%/34.1%。
- ✓ 风电项目实际投资有望下降。IRR 对单位投资敏感性较大，若单千瓦实际投资降至 4000 元/KW，对应全投资 IRR 13%~14.5%。电价上升 5 厘/KWh 与年利用小时数上升 50 小时均会带来全投资 IRR 约 0.4pct 的上升。
- ✓ 集团光伏资产盼注入。公司目前代为管理集团旗下绿能下属光伏 120MW、榕耀新能源光伏 939.5MW，符合条件后优先注入。
- 盐硝业务稳健、天然气业务有望修复。23 年盐板块对归母净利润贡献约 1.7 亿元（全资子公司），近两年业绩稳定。23 年天然气板块对归母净利拖累约 0.7 亿元，需求滞后于管网建设使业绩短期承压，实际利用率不足 10%，改善空间大。

盈利预测、估值和评级

- 在不考虑集团光伏资产注入的情况下，我们预计公司 24~26 年分别实现归母净利润 7.4/8.6/10.1 亿元，给予公司 25 年 PE 15 倍，目标价 13.96 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 用电需求不及预期风险；云南省电价政策变动风险；丰水期市场化电价低于预期风险；集团光伏资产注入不及预期风险；盐业与天然气业务不及预期风险等。

公共事业与环保组

分析师：张君昊（执业 S1130524070001）

zhangjunhao1@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：10.96 元

目标价 (人民币)：13.96 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,612	2,904	3,939	4,580	5,307
营业收入增长率	15.64%	11.18%	35.63%	16.27%	15.87%
归母净利润(百万元)	292	482	737	857	1,013
归母净利润增长率	15.84%	-65.38%	52.84%	16.26%	18.20%
摊薄每股收益(元)	0.317	0.524	0.801	0.931	1.100
每股经营性现金流净额	0.87	1.01	2.90	1.98	2.27
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.45%	7.01%	9.87%	10.49%	11.23%
P/E	34.98	18.37	14.65	12.60	10.66
P/B	1.56	1.29	1.45	1.32	1.20

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1、新能源入市背景下，为何看好云南风电资产？	4
1.1 本地高耗能用需求旺盛，区域供需紧张	4
1.2 风电日内/年内出力负荷均与需求适配	6
2、体内开发+集团注入，双路径发展新能源	8
2.1 项目密集投运+并入，驱动业绩高增	9
2.2 风电资产优质，静待集团光伏资产注入	11
3、盐硝业务稳健、天然气业务有望修复	13
4、盈利预测与投资建议	16
4.1 盈利预测	16
4.2 投资建议及估值	18
5、风险提示	19

图表目录

图表 1： 22 年现货市场风/光/火电折溢价情况	4
图表 2： 23 年现货市场风/光电折溢价情况	4
图表 3： 1Q23~1Q24 新增电源以光伏为主（万千瓦）	4
图表 4： 2020 年以来云南电解铝产能大幅扩张、开工率被迫出现季节性波动	5
图表 5： 远期云南电解铝产能仍将提升 34.6%	5
图表 6： 电解铝扩产预计拉动云南远期用电增速 9%~18%（相较 23 年水平）	5
图表 7： 1M23 限价文件出台抑制了电价上涨动能	6
图表 8： 23 年枯/平/丰均实现了近 10%的顶格上浮	6
图表 9： 云南新能源电价机制前后衔接度较好	6
图表 10： 某商业园区典型负荷曲线	7
图表 11： 挂牌交易签订的风/光出力曲线	7
图表 12： 云南大风季与枯水期匹配，享受枯期高市场电价	7
图表 13： 云南风电规划量远低于光伏	8
图表 14： 公司全资控股盐业公司，控股天然气公司比例 52.5%	8
图表 15： 2019 年起进军新能源发电，23 年显著提速	9
图表 16： 风光齐发力，23 年新能源装机增长 204%	9
图表 17： 2020~1Q24 营业收入及增速情况	10
图表 18： 2020~1Q24 扣非归母净利润及增速情况	10
图表 19： 公司风电光伏业务合计营收占比达 25.2%	10



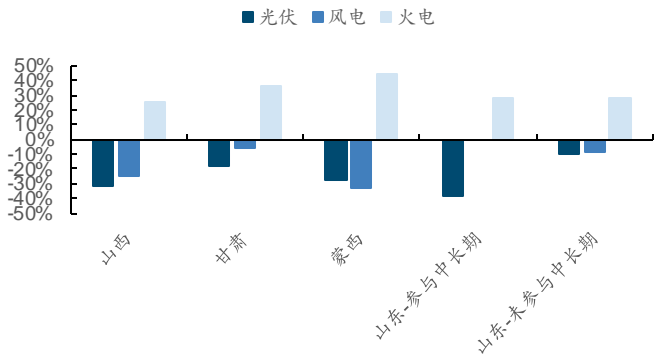
图表 20:	2023 年风电业务营收同比+65%.....	10
图表 21:	综合毛利率/净利率情况.....	11
图表 22:	分业务毛利率情况.....	11
图表 23:	公司在运风电项目风资源优于同行.....	11
图表 24:	体内开发的风电已投运项目单位投资低于概算.....	12
图表 25:	永宁项目可研数据.....	12
图表 26:	投资成本、综合电价对项目全投资收益率的敏感性分析.....	12
图表 27:	投资成本、利用小时数对项目全投资收益率的敏感性分析.....	13
图表 28:	榕耀新能源控股资产情况.....	13
图表 29:	云南盐业四大生态盐产地.....	14
图表 30:	工业盐业务营收受下游需求疲软拖累.....	14
图表 31:	盐产品销量稳定在 170 万吨+.....	14
图表 32:	食盐业务毛利率水平更高.....	15
图表 33:	近两年云南盐业净利润规模稳定在约 1.7 亿.....	15
图表 34:	天然气公司建成管道情况.....	15
图表 35:	建成管道设计输气量达 33.9 亿方/年.....	15
图表 36:	公司 23 年天然气销量 2.5 亿方.....	16
图表 37:	23 年单方毛利边际改善.....	16
图表 38:	业务扭亏仍有待下游需求开发.....	16
图表 39:	风电业务考虑并网节奏的装机容量预测.....	17
图表 40:	风电业务营收预测.....	17
图表 41:	金钟项目并网节奏对平均电价及营收的敏感性分析.....	17
图表 42:	公司分业务营收、毛利率预测（百万元，%）.....	18
图表 43:	可比公司估值情况（截至 24 年 7 月 30 日）.....	19



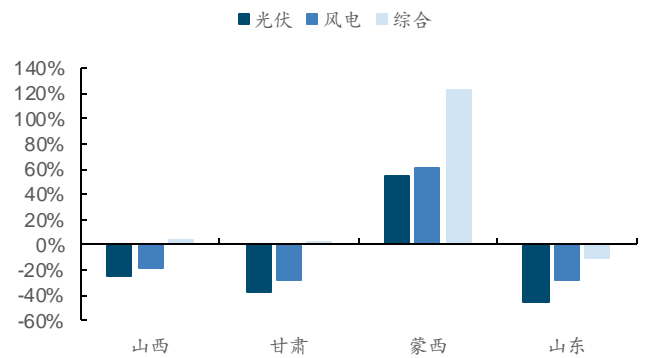
1、新能源入市背景下，为何看好云南风电资产？

- 现货市场交易结果表明地区供需、资产类型为出清电价的重要因子。以燃煤基准价作为比较对象，22年现货交易结果显示风光普遍折价、火电普遍溢价；23年现货交易结果显示供需紧张带来综合电价涨近123%的蒙西市场上，风光“搭便车”使均价扭转为溢价，且同一市场竞争下风电价格总体好于光伏。

图表1：22年现货市场风/光/火电折溢价情况



图表2：23年现货市场风/光电折溢价情况



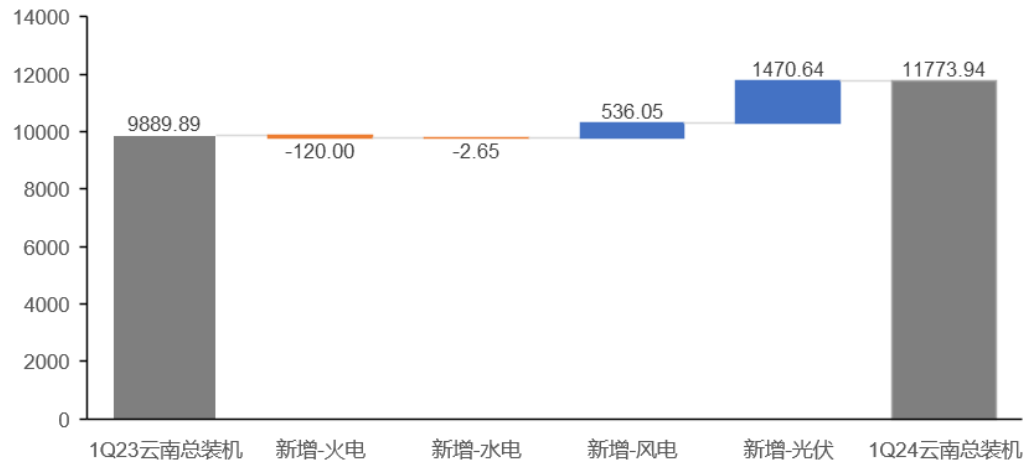
来源：智汇光伏、国金证券研究所

来源：兰木达电力现货、国金证券研究所

1.1 本地高耗能用电需求旺盛，区域供需紧张

- 云南供给端：新增电源以光伏为主，水电投运将进入空窗期。由于云南以水电为主体电源，火电利用小时数常年较低，加之省内高耗能项目众多（尤其是间接排放为主的电解铝），较低的电网排放因子是前期吸引投资的重要因素，新增火电核准和投资意愿均有限。24~25年澜沧江托巴水电站（4*35万千瓦）陆续投运后省内暂无新建大型水电站。由此，光伏项目快速上马，而光伏出力可靠性较差、有效容量打折。

图表3：1Q23~1Q24新增电源以光伏为主（万千瓦）



来源：中电联、国金证券研究所

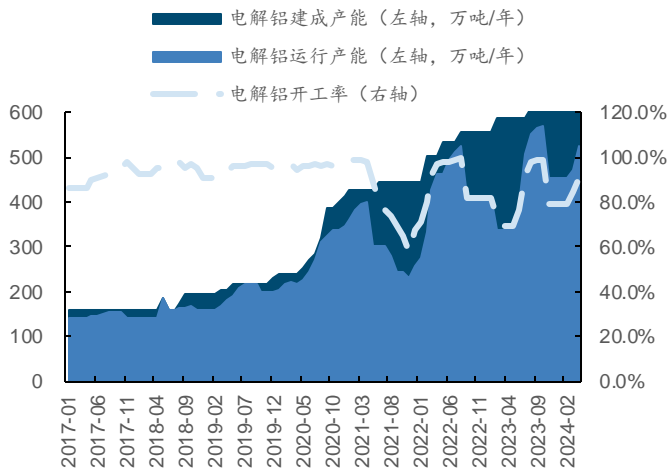
- 云南本地需求旺盛：高耗能产业大量引入，来水季节性波动不利于电解铝连续生产，叠加未来新产能释放，用电需求压力较大。
- ✓ 19年起云南省通过产能置换，大量引入电解铝产能，建成产能翻倍扩张，开工率出现季节性波动，枯期执行有序用电。
- ✓ 电解铝产能未来将继续提升34.6%。截至23年末云南电解铝建成产能共610万吨/年，根据云南省政府官网发布的相关文章提到分布在文山、红河等地的水电铝加工一体化重点产业园区项目全部建成后，全省建成产能将达800多万吨（产能提升34.6%）。



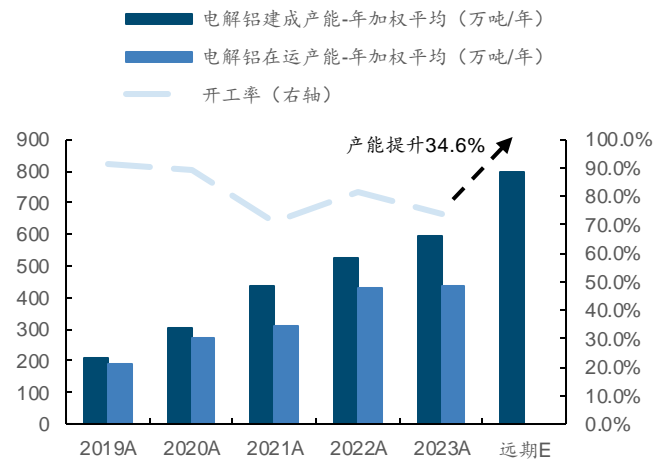
- ✓ 电解铝实现稳定高开工率+新增产能释放，将拉动云南电量增长 9%~18%。结合中电联用电数据及统计局披露的原铝（电解铝）产量，测算得 23 年电解铝生产的单吨耗电量约 13822 KWh/吨。在 75%/100%的开工率假设下，基于 23 年云南用电量数据，将分别拉动电量增长 9%/18.3%（意味着开工率提升 25%的单项电量贡献也在 9%左右）。

图表4：2020 年以来云南电解铝产能大幅扩张、开工率被迫出现季节性波动

图表5：远期云南电解铝产能仍将提升 34.6%

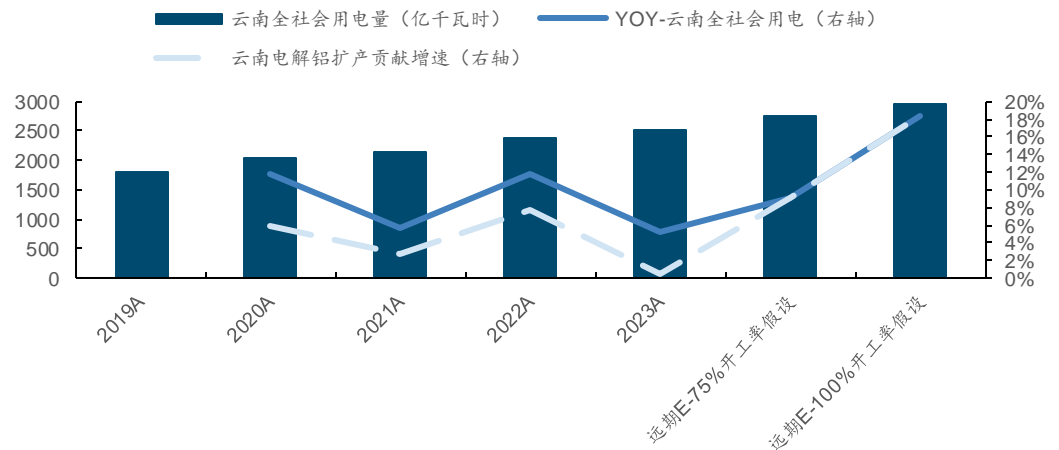


来源：云南省政府官网、iFind、国金证券研究所



来源：云南省政府官网、iFind、国金证券研究所

图表6：电解铝扩产预计拉动云南远期用电增速 9%~18%（相较 23 年水平）

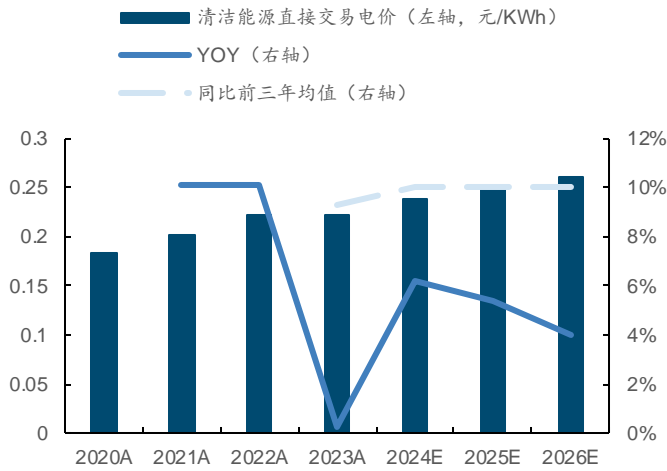


来源：中电联、Wind、国金证券研究所 注：远期云南用电量增速假设与电解铝贡献增速一致；电解铝贡献分为 75%开工率和 100%开工率两种情景，通过新增产能*开工率*单吨耗电算得两类情景下的新增电量需求。

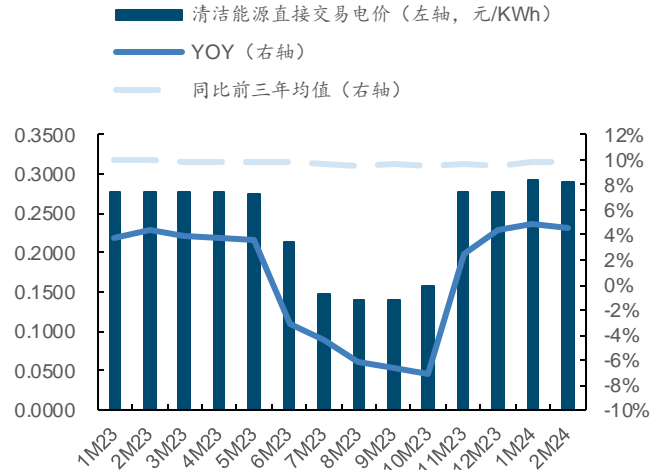
- 云南供需格局优秀，体现为市场电价顶格上行、新能源电价机制明确新老划断。
- 市场交易端反映：市场电价顶格上行。
- ✓ 根据 1M23 云南省发改委发布的《云南省燃煤发电市场化改革实施方案（试行）》，要求试行期内水电和新能源全年分月电量电价加权平均电价在前 3 年年度市场均价上下浮动 10%区间内形成。参考 20~22 年云南清洁能源直接交易均价 0.184/0.198/0.219 元/KWh，假设顶格上浮、对应 23~25 年交易均价将分别达 0.223/0.238/0.251 元/KWh。经加权计算，23 年实际均价为 0.222 元/KWh，实际上涨比例 9.3%。
- ✓ 根据昆明电力交易中心发布的云南电力交易月报数据，逐月比较来看，由水电/新能源参与的清洁能源交易市场上，枯/平/丰均实现了近 10%的顶格上浮，反映供需关系较为紧张。



图表7: 1M23 限价文件出台抑制了电价上涨动能



图表8: 23 年枯/平/丰均实现了近 10% 的顶格上浮



来源: 昆明电力交易中心、北极星售电网、Wind、国金证券研究所

来源: 昆明电力交易中心、北极星售电网、Wind、国金证券研究所

- 政策端反映: 新能源电价机制前后衔接度较好、且体现“新老划断”思路。目前来看, 云南新能源电价机制几次修订尚未出现“废旧立新”的情况, 政府信用仍较高。
- ✓ 9M20《关于在适宜地区适度开发利用新能源工作指导意见》中对 2023 年省内可能面临的电力供应短缺问题有准确预判, 加之当时风光装机成本仍较高, 因此直到 7M23 前全容量并网的机组均享受高比例以煤电基准价结算的电量。(我们以 23 年云南风电利用小时数测算, 枯平期未超发、汛期超发 74 小时, 全年市场化交易电价结算占比不足 5%)。
- ✓ 4M23《关于云南省光伏发电上网电价政策有关事项的通知》率先提高光伏市场化交易电价结算占比。9M20 政策表述中光伏全电量燃煤基准价出清, 而 23 年以来光伏成本已大幅下降, 因此对 8M23 以后新增机组实质上调低了综合电价。
- ✓ 12M23《关于进一步完善新能源上网电价政策有关事项的通知》继续调整 24 年新增机组的价格机制。

图表9: 云南新能源电价机制前后衔接度较好

全容量并网时点	2021/1/1~2023/7/31	2023/8/1~2023/12/31	2024/1/1~2024/6/30	2024/7/1~2024/12/31
风电-价格机制	枯平期/汛期分别有 2000/500 小时电量煤电基准价出清; 超发部分以市场化交易价格出清	月度电量 50%以燃煤基准价出清, 50%以市场化交易价格出清	月度电量 45%以燃煤基准价出清, 55%以市场化交易价格出清	月度电量 45%以燃煤基准价出清, 55%以市场化交易价格出清
风电-政策依据	9M20《关于在适宜地区适度开发利用新能源工作指导意见》		12M23《关于进一步完善新能源上网电价政策有关事项的通知》	
光伏-价格机制	全电量燃煤基准价出清	月度电量 80%以燃煤基准价出清, 20%以市场化交易价格出清	月度电量 65%以燃煤基准价出清, 35%以市场化交易价格出清	月度电量 55%以燃煤基准价出清, 45%以市场化交易价格出清
光伏-政策依据	9M20《关于在适宜地区适度开发利用新能源工作指导意见》	4M23《关于云南省光伏发电上网电价政策有关事项的通知》	12M23《关于进一步完善新能源上网电价政策有关事项的通知》	

来源: 云南省能源局、国金证券研究所

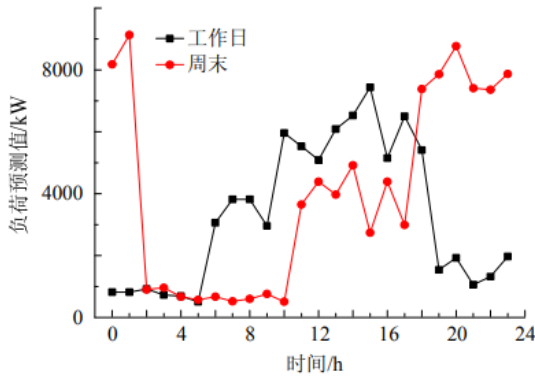
1.2 风电日内/年内出力负荷均与需求适配

- 风电较少出现谷段集中出力、价格踩踏问题。日内结合案例来看, (1) 发电侧: 风电日内出力高点出现在冷热气温变化的早/晚两个时段, 光伏出力集中在午间, 两者出力曲线相反。(2) 用电侧: 商业园区工作日最高负荷出现在下午 3 点, 周末最高负荷出现在晚 8 点。从该案例挂牌交易签订情况看, 工作日午间光伏出力负荷远高于用电

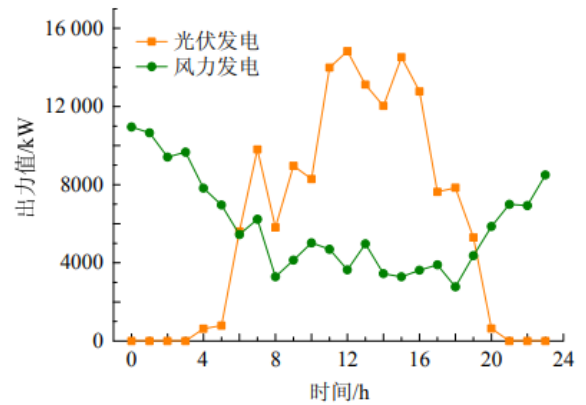


负荷、易出现价格踩踏；周末晚间风电出力负荷与用电负荷呈现紧平衡，价格预计有支撑。

图表10: 某商业园区典型负荷曲线



图表11: 挂牌交易签订的风/光出力曲线

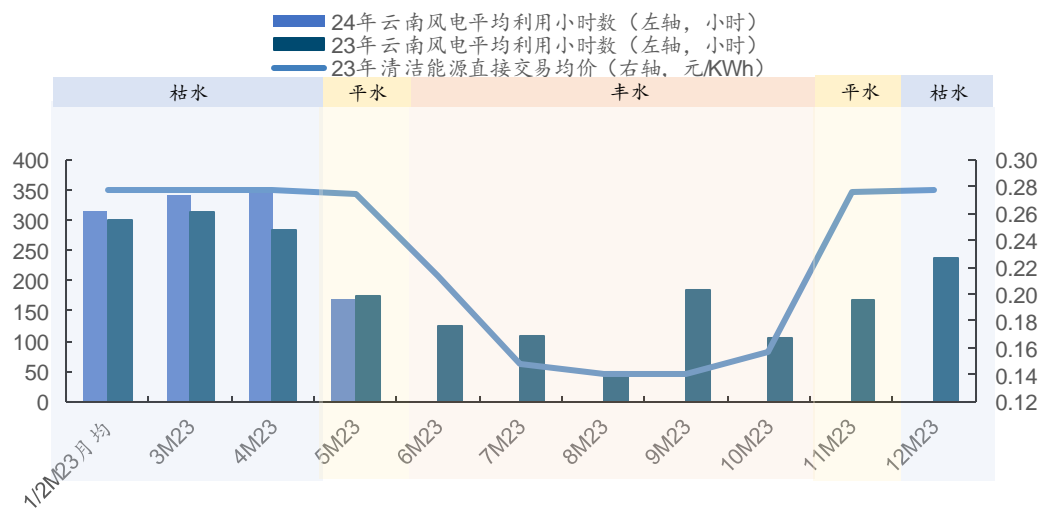


来源:《基于“共享储能-需求侧资源”联合跟踪可再生能源发电曲线的市场化消纳模式》、国金证券研究所

来源:《基于“共享储能-需求侧资源”联合跟踪可再生能源发电曲线的市场化消纳模式》、国金证券研究所

- 云南大风季与“枯期”匹配。拉长至全年尺度看，风电出力高点集中在冬春两季，枯/平/丰利用小时数占比分别为 61%/15%/24%。而云南以“水”为边际定价机组的电源结构特点使得枯水季价格接近于丰水季翻倍。根据最新上网电价机制，新能源实现全电量市场化交易，24 年全容量并网的风电将有 50%~55%电量以清洁能源直接交易电价结算，枯季价格有支撑至关重要。

图表12: 云南大风季与枯水期匹配，享受枯期高市场电价



来源: 中电联、Wind、国金证券研究所

- 云南有严格的生态红线要求，理性开发下，风电资源稀缺性会长期体现。根据 4M22 发布的《云南省“十四五”规划新能源项目清单》，21~24 年新能源总规划量 7308.9 万千瓦，其中风电建设项目 892.6 万千瓦均为 21 年项目，风电占比仅 12%。从后续各批次项目清单看，22~24 年风电新增规划 345.4 万千瓦、光伏实际规划 6492 万千瓦（超原“十四五”规划量）。云南以山地为主、存在较多生态红线，风电开发难度大、前期工作投入多，因此总体增量有限。长期看，有限开发空间的劣势或将转换为存量机组保持稳定收益率的优势。



图表13: 云南风电规划量远低于光伏

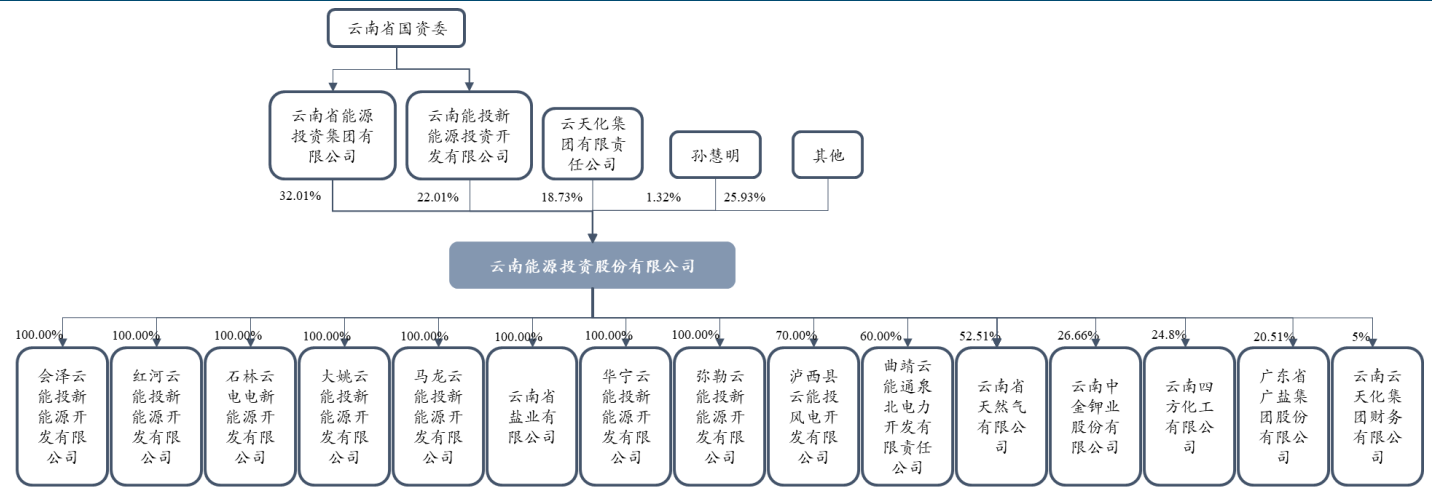
	合计项目量(万千瓦)	其中: 风电(万千瓦)	其中: 光伏(万千瓦)
2021~2024年总规划量			
《云南省“十四五”规划新能源项目清单》	7308.9	892.6 (规划均为21年项目)	966.3 (21年) +5450 (22-24年)
2022年			
《关于云南省2022年新能源建设方案的通知》	3200.5	35.5	3165.0
2023年			
《云南省2023年第一批新能源建设方案》	1579.2	/	1579.2
《云南省2023年第二批新能源项目建设清单》	1039.5	309.9	729.6
2024年			
《云南省2024年第一批新能源项目开发建设方案》	1018.3	/	1018.3

来源: 云南省能源局、昆明市生态环境局、电力网、国际风力发电网、国金证券研究所

2、体内开发+集团注入，双路径发展新能源

- 多轮整合下，公司形成当前新能源+盐+天然气三大业务板块格局。
- ✓ 2002年，公司前身云南盐化股份有限公司（云南盐化）成立。2003年，在云南省化工行业整合中，云南盐化被划入云天化集团。公司在2006年于深交所上市，原主业为食盐生产和销售，包括食盐、工业盐、芒硝和日化盐产品。
- ✓ 2010年，云南盐化更名为云南能源投资股份有限公司（云南能投），标志着公司业务的扩展和转型。2016年，公司完成重大资产重组，剥离了氯碱化工业务，并引入云南能源投资集团成为控股股东，从而获得了云南省天然气管道项目及城市燃气的特许经营权，同时扩充天然气和燃料油销售业务，形成了“盐+清洁能源”的双主业发展新格局。
- ✓ 2019年，云南能投正式进军新能源发电领域，通过向大股东定增购买其旗下风力发电公司的股权，包括马龙公司、大姚公司、会泽公司100%股权和泸西公司70%股权，获得带国家补贴的风电装机37万千瓦，作为公司进军新能源开发的基本盘。由此开始，新能源开发成为公司发展的核心方向。

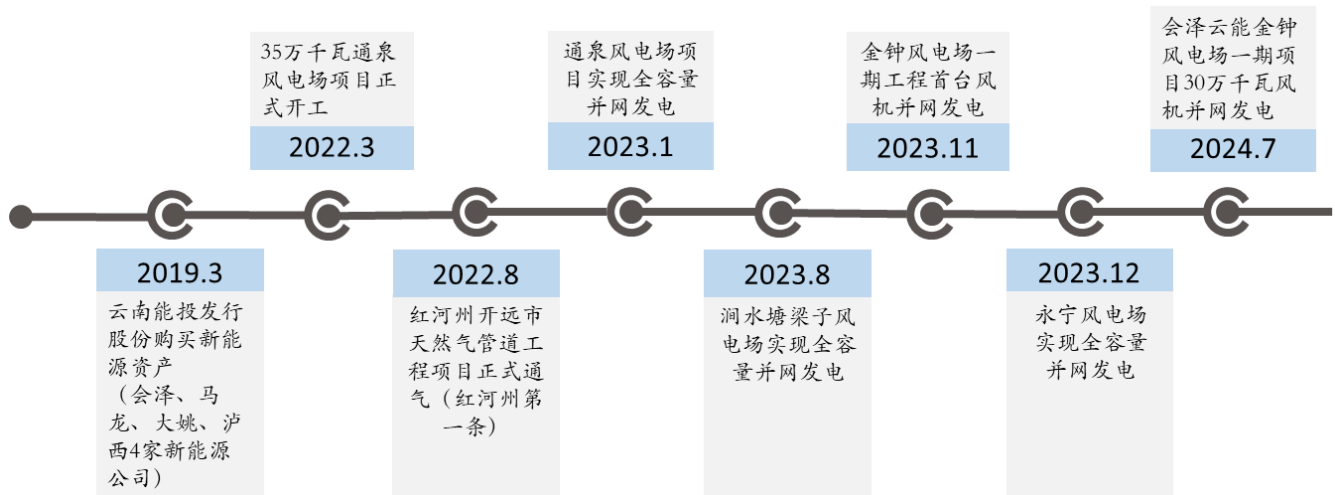
图表14: 公司全资控股盐业公司，控股天然气公司比例52.5%



来源: Wind、天眼查、国金证券研究所



图表15：2019年起进军新能源发电，23年显著提速



来源：公司招股说明书、公司官网、国金证券研究所

2.1 项目密集投运+并入，驱动业绩高增

■ 前期获核准的体内开发风电项目 23 年起投运，收购石新光伏资产。23 年末公司风光总装机容量达 158.1 万千瓦，较 22 年末增长 204%。

✓ 抓住云南新能源开发机遇：

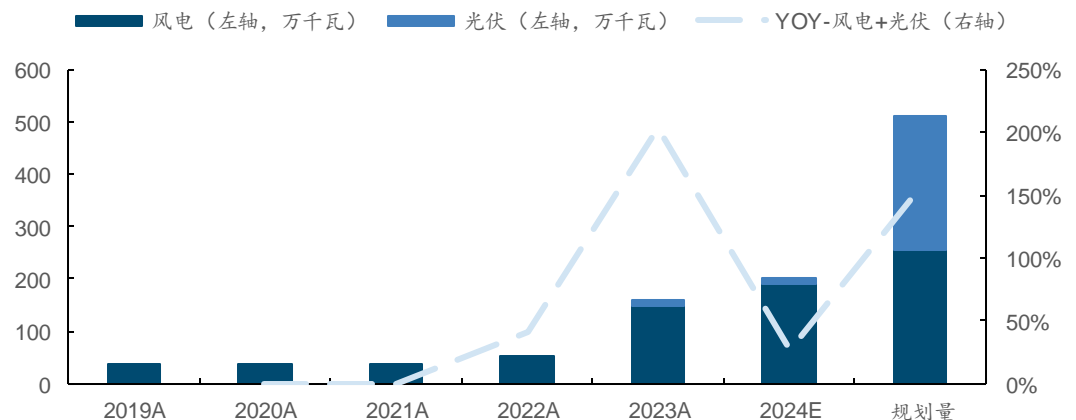
(1) 9M20 《云南省在适宜地区适度开发利用新能源规划及配套文件的通知》发布，在曲靖、红河、文山区域规划风电装机 800 万千瓦，在昆明、昭通、楚雄区域规划光伏装机 300 万千瓦，简称“8+3”新能源规划。其中，公司获得通泉风电场、永宁风电场、金钟风电场（含一、二期）项目（规划共 152 万千瓦，其中金钟一期 5 万千瓦因无几位点可用故实际未建）。

(2) 9M21 《“保供给促投资”新能源项目实施方案和计划的通知》组织实施 445 万千瓦新能源项目，简称“445”新能源规划。其中，公司获得涧水塘梁子风电项目（5 万千瓦）。

(3) 12M23 云南省 23 年第二批新能源项目开发建设方案发布。纳入实施的项目共 114 个，装机 1039.5 万千瓦，其中风电项目 23 个，装机 309.9 万千瓦；光伏项目 91 个，装机 729.6 万千瓦。其中，公司获得通泉风电场扩建、老尖山风电场扩建、永宁风电场扩建（弥勒片区）、永宁风电场扩建（泸西片区）项目（共 67 万千瓦）。

✓ 收购集团光伏资产：9M23 公司公告完成收购石林云电投新能源公司（简称石新公司）100% 股权，主要资产为石林县投资建设的两期光伏项目，总装机容量为 6.6 万千瓦。

图表16：风光齐发力，23年新能源装机增长204%



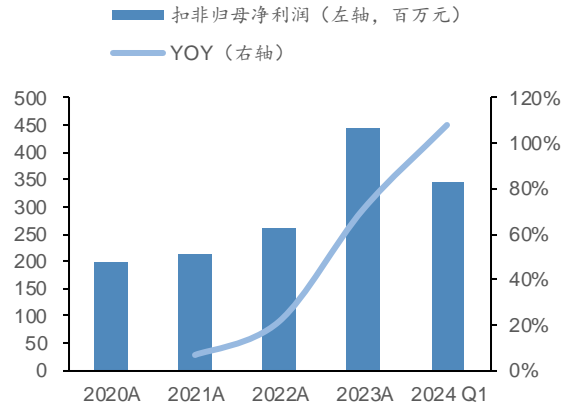
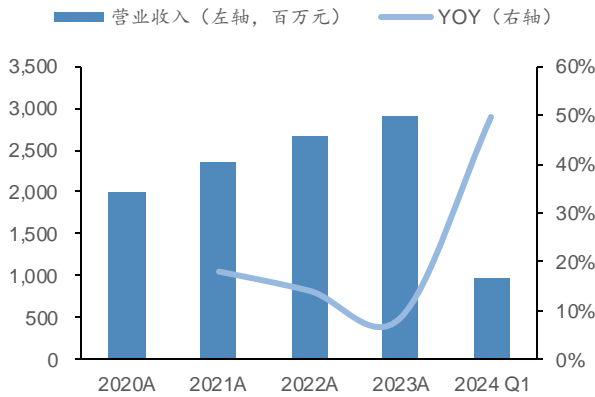
来源：公司公告、国金证券研究所 注：风电规划量采用截至 1H24 最新数据，光伏规划量采用“十四五”战略规划目标（实际落地进度取决于集团资产注入情况）



- 风光新机组投运，驱动发电业务高增。23 年公司实现营业收入 29 亿元，同比+8.5%；实现归母净利润 4.8 亿元，同比+76.1%；实现扣非归母净利润 4.5 亿元，同比+70.9%。23 年风光营收占比升至 25.2%，风电业务营收同比+65%。1Q24 公司营业收入 9.7 亿元，同比+49.6%，扣非归母净利润 3.5 亿元，同比+108.4%。1H24 预告归母净利 5.5~5.8 亿元。

图表 17: 2020~1Q24 营业收入及增速情况

图表 18: 2020~1Q24 扣非归母净利润及增速情况

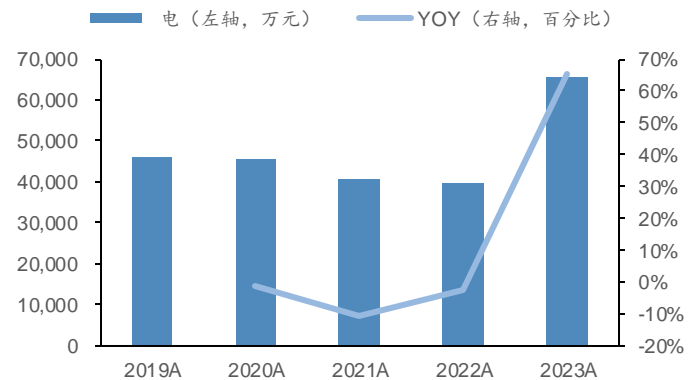
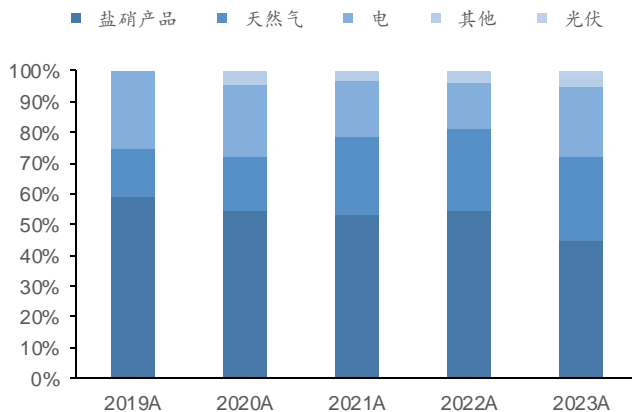


来源: Wind、国金证券研究所 注: 公司电业务即风电业务

来源: Wind、国金证券研究所 注: 公司电业务即风电业务

图表 19: 公司风电光伏业务合计营收占比达 25.2%

图表 20: 2023 年风电业务营收同比+65%



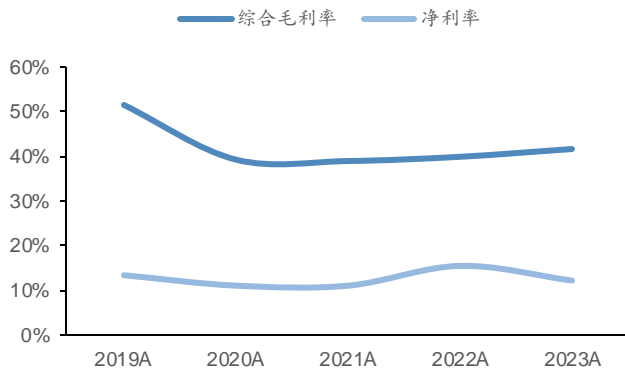
来源: Wind、国金证券研究所 注: 公司电业务即风电业务

来源: Wind、国金证券研究所 注: 公司电业务即风电业务

- 发电业务放量增长，盐硝业务维持稳健。盐硝业务作为公司传统业务，虽然受工业盐价格下降影响，2023 年毛利率降至 53.1%，同比下降 2pct，但盈利能力仍较为稳定。2023 年盐硝业务营收 13.1 亿元，同比下降 8.1%，总营收占比 45%，是公司业绩压舱石。公司发电业务营收占比逐年上升，2023 年达 22.6%，营收 6.6 亿元，同比增长 65%，且毛利率同比上升 8.2pct，达 61.8%。新能源业务成为公司新增长点，带动公司盈利能力提升。公司作为云南省投资集团下唯一新能源运营平台，新能源装机量有望维持高增，为公司带来持续性高增长。

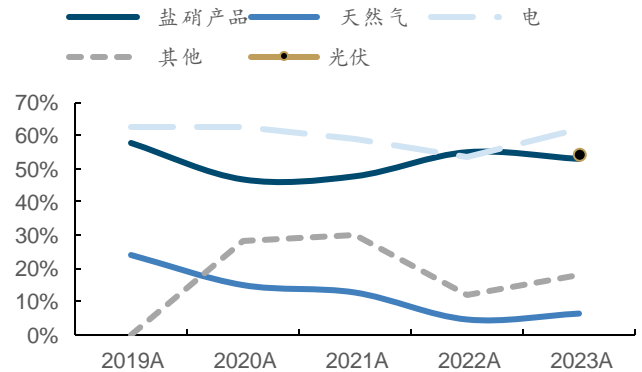


图表21: 综合毛利率/净利率情况



来源: Wind、国金证券研究所

图表22: 分业务毛利率情况

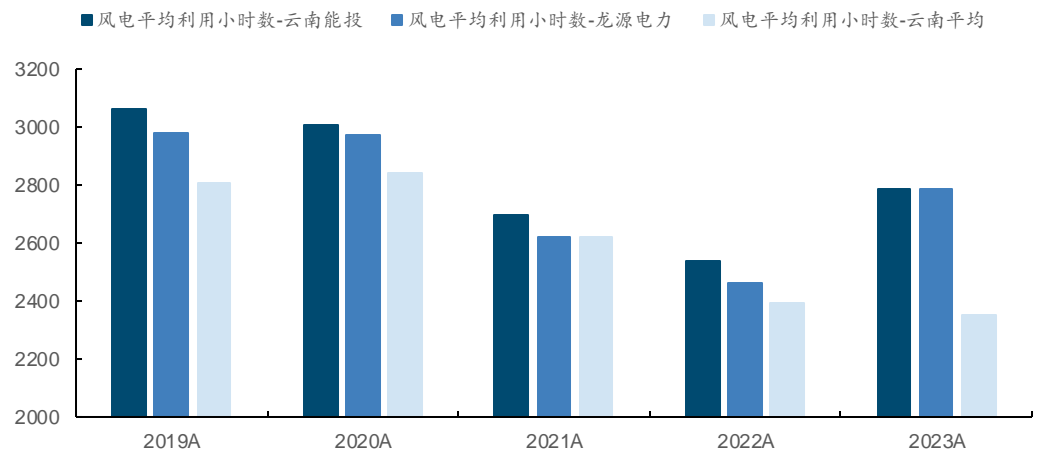


来源: Wind、国金证券研究所

2.2 风电资产优质，静待集团光伏资产注入

- 项目风资源较好，年利用小时数高于可比公司及省内平均。公司19年向集团定增获取的37万千瓦带国补风电项目开发较早，在点位选址上相比后进入者更有优势，因此体现出在相同年份里更高的利用小时数水平（19~23年平均高于龙源与省内平均1.9%/8.4%）。

图表23: 公司在运风电项目风资源优于同行



来源: 中电联、龙源电力公司公告、云南能投公司公告、Wind、国金证券研究所

- 实际投资成本低于概算。参考公司项目投资公告及23年报数据，可见公司体内开发的几个风电项目实际单位投资均低于概算（截至23年末，通泉/涧水塘梁子风电项目完成进度已达100%，永宁项目完成进度99%），一方面由于风机成本下降（以永宁项目为例，可研报告于21年制作完成，而项目全容量并网时点为12M23，期间风机价格曾一度下探至1000元/KW左右），另一方面由于云南多山地，考虑到工程投入的不确定性，前期项目投资概算较为保守。



图表24：体内开发的风电已投运项目单位投资低于概算

	全容量并网时点	持股比例	概算总投资 (亿元)	概算单位投资 (元/KW)	实际总投资-截至 23年末 (亿元)	实际单位投资-截 至23年末 (元/KW)
通泉风电场	2023年1月	100%	16.13	5378.08	11.71 (进度100%)	3902.88
涧水塘梁子风电场	2023年8月	100%	3.11	6218.44	1.76 (进度100%)	3518.97
永宁风电场	2023年12月	100%	47.30	6306.09	24.60 (进度99%)	3279.95
金钟一期风电场	11M23首台并网	100%	23.55	6728.26	/	/
金钟二期风电场	/	100%	7.68	6404.08	/	/

来源：公司公告、国金证券研究所 注：项目进度100%并非对应项目最终投资完成额

- 永宁项目为例，实际投资成本、综合电价、年利用小时数对项目全投资收益率的敏感性分析：
 - ✓ 假设：(1)风电项目20年运营期，结合可研披露数据算得运营成本费用约0.05元/KWh；(2)实际单千瓦投资范围在3500~5500元/KW；(3)综合电价波动范围在0.28~0.3元/KWh；(4)年利用小时数波动范围在2383~2583小时。
 - ✓ 结论：单位投资对项目收益率影响较大，若单千瓦实际投资降至4000元/KW，对应全投资IRR13%~14.5%。电价上升5厘/KWh与年利用小时数上升50小时均会带来全投资IRR约0.4pct的上升。

图表25：永宁项目可研数据

永宁项目可研数据		备注
概算动态总投资(万元)	472956.84	1M22公告
装机容量(MW)	750	1M22公告
年利用小时数(h)	2483.00	1M22公告
设计年上网电量(万千瓦时)	186199	1M22公告
综合电价(元/KWh)	0.290	1M22公告
项目全投资IRR(%)	7.01%	1M22公告
运营成本费用(元/KWh)	0.050	计算值

来源：公司公告、国金证券研究所

图表26：投资成本、综合电价对项目全投资收益率的敏感性分析

实际单千瓦投资(元/KW) / 综合电价(元/KWh)	0.28	0.285	0.29	0.295	0.3
3500	15.4%	15.77%	16.2%	16.6%	16.9%
4000	13.0%	13.4%	13.8%	14.1%	14.5%
4500	11.1%	11.5%	11.8%	12.1%	12.5%
5000	9.6%	9.9%	10.2%	10.5%	10.8%
5500	8.2%	8.5%	8.8%	9.1%	9.4%

来源：公司公告、国金证券研究所



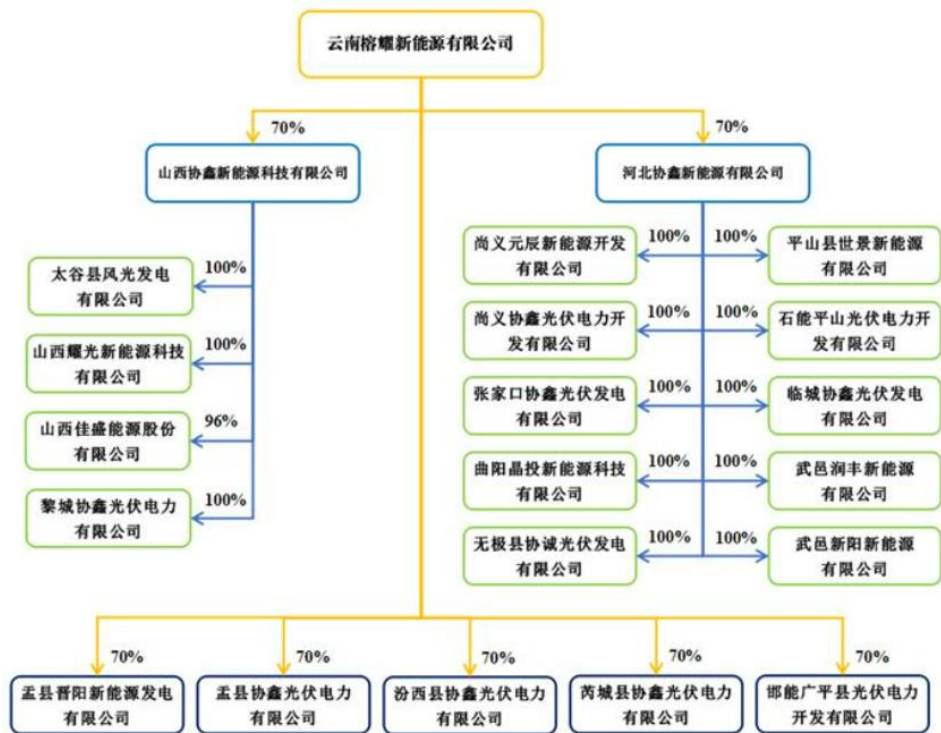
图表27: 投资成本、利用小时数对项目全投资收益率的敏感性分析

实际单千瓦投资 (元/KW) / 利用小时数 (h)	2383	2433	2483	2533	2583
3500	15.4%	15.80%	16.2%	16.6%	16.9%
4000	13.1%	13.4%	13.8%	14.1%	14.5%
4500	11.2%	11.5%	11.8%	12.1%	12.5%
5000	9.6%	9.9%	10.2%	10.5%	10.8%
5500	8.3%	8.6%	8.8%	9.1%	9.4%

来源: 公司公告、国金证券研究所

- 绿能、榕耀光伏资产暂代为培育, 符合条件后优先注入。根据 1M24 公司签署《代为培育协议》、《委托经营管理协议》的有关公告, 公司目前代为管理集团 100% 持股的绿能集团下属光伏资产, 以及集团 100% 持股的榕耀新能源光伏资产。前者涉及云南省内的光伏装机 120MW, 后者涉及河北、山西两省光伏装机 939.5MW。根据合同, 光伏发电项目符合注入上市公司条件的, 公司在同等条件下享有优先购买权或能投集团通过合规方式优先注入公司。

图表28: 榕耀新能源控股资产情况



来源: 公司公告、国金证券研究所

3、盐硝业务稳健、天然气业务有望修复

- 盐板块为公司三大业务板块之一, 由云南能投所属云南省盐业有限公司经营。盐业公司经营范围包括食盐、工业盐、日化盐、芒硝等系列产品的生产销售, 旗下现有“云盐”、“白象”、“白象家园”、“厨工夫”、“普洱茶”商标。根据公司官网简介, 公司制盐生产能力总计 180 万吨/年, 目前在省内食盐市场占有率 75%, 食盐年均供给规模超过 30 万吨, 其他盐产品年销量 130 余万吨。



图表29：云南盐业四大生态盐产地



昆明盐矿

位于安宁太平杨梅山，始建于1986年，是云南省盐业有限公司下属最大的制盐生产企业。主厂区占地面积502.19亩，设计产能为年产130万吨精制盐，是云南省最大的制盐生产基地，主要生产精制食用盐、畜牧盐、精制工业盐、饲料添加剂氯化钠、芒硝等产品。



普洱制盐分公司

位于普洱市宁洱县磨黑镇，被誉为“滇南盐都”，以历史悠久、食盐品质优良而闻名。于雍正三年（1725年）开采，迄今已有295年的历史，盐矿资源丰富，从清朝开始，逐渐成为滇西南重要的食盐生产基地，设计产能为年产10万吨精制盐。2021年，普洱制盐分公司取得国家级绿色工厂、省级绿色矿山认证，生产的“白象牌”磨黑钙盐成为云南省2021年度唯一入选全国省级消费品名单产品。



乔后盐矿

位于大理州洱源县境内黑惠江畔，自清朝初年由陈文秀发现上井岩盐矿体开采至今，已有590多年的采矿史，设计产能为年产10万吨精制盐，产品主要辐射滇西北地区的六个地州。



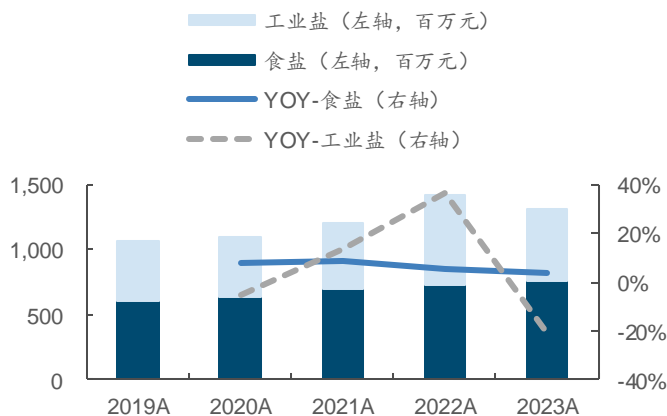
一平浪盐矿

位于楚雄州禄丰县一平浪镇，其元永井开采于明朝洪武年间，至今已有600多年的历史。它采用独特的开采工艺——“硐室水溶法”生产盐卤，为目前全国唯一一家使用地下矿山开采盐矿的食盐生产企业，并在新中国首创“食盐加碘”技术。设计产能为年产10万吨精制盐。

来源：公司官网、国金证券研究所

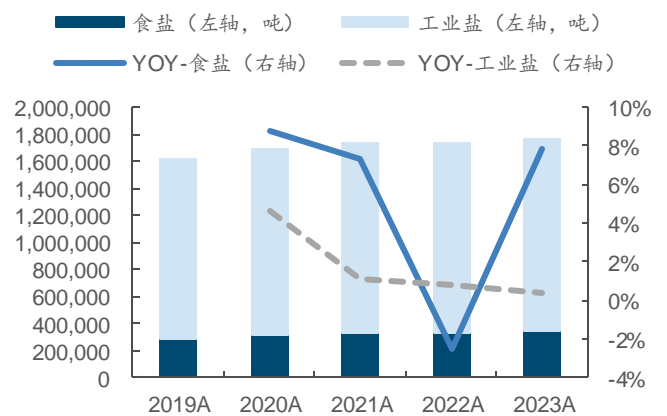
- 盐板块目前存在两大行业趋势：
 - ✓ 食盐产品高端化、功能化。随着人民群众生活需求多元化、多层次、健康化趋势和消费结构的升级，食盐品种日益丰富，食盐品牌逐步确立。中国中高端食盐消费刚刚起步，品牌溢价能力将成为企业核心竞争力。
 - ✓ 下游需求疲软，工业盐景气度周期性下降。在供强需弱的背景下，工业盐价格持续下行。2024年国内工业盐产能面临去库存压力，伴随天然碱新增产能释放，工业盐需求端预计将延续偏弱态势，短期内价格难以恢复高位。

图表30：工业盐业务营收受下游需求疲软拖累



来源：公司公告、国金证券研究所

图表31：盐产品销量稳定在 170 万吨+

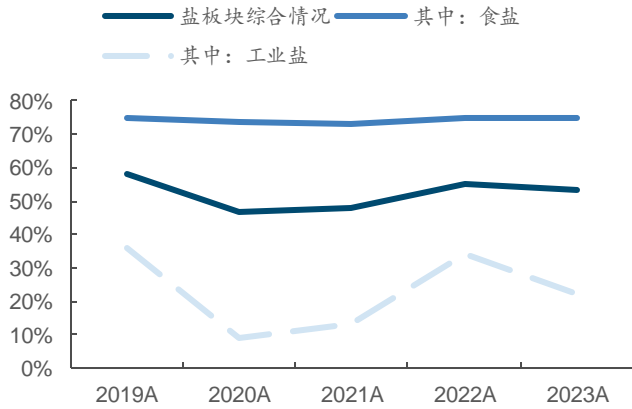


来源：公司公告、国金证券研究所

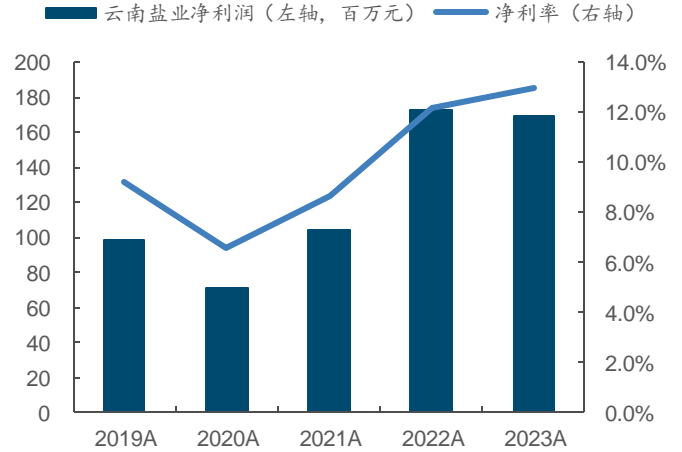
- 公司盐板块业绩稳健，食盐+工业盐合计年销量约在 170 万吨，利润贡献约在 1.7 亿元（全资子公司）。公司通过稳固食盐市场市占率、做大品牌，降本增效应对工业盐价格周期波动，实现了近两年净利润规模的稳定，净利率的持续增长。



图表32: 食盐业务毛利率水平更高



图表33: 近两年云南盐业净利润规模稳定在约 1.7 亿

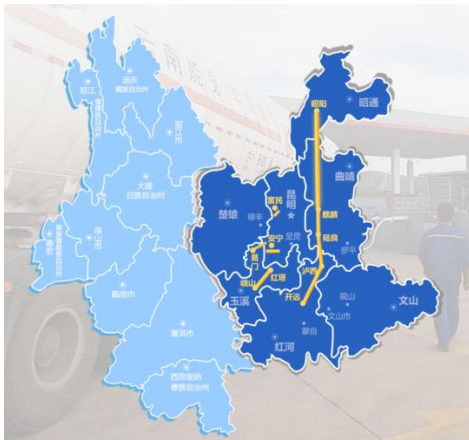


来源: 公司公告、国金证券研究所

来源: 公司公告、国金证券研究所

- 天然气板块深耕输气环节。天然气板块由云南省天然气有限公司经营, 负责天然气中下游支线管网开发建设及终端市场的整合拓展。天然气公司是集团为抢抓“缅气入滇”历史机遇, 积极响应省委、省政府“气化云南”号召, 于1M13发起成立的全资子公司。由公司官网公布的22年末数据看, 天然气公司建成支线管道总里程约732km, 其中通气总里程约699.18km, 占全省已通气支线管道约55%。建成公里数及设计输气指标稳居云南省第一。由公司年报披露的23年最新数据看, 建成里程已进一步升至901KM。

图表34: 天然气公司建成管道情况



图表35: 建成管道设计输气量达 33.9 亿方/年

	设计输气量 (亿方/年)
昭通支线	3.9
陆良支线	6.7
泸西-弥勒-开远支线	6.0
玉溪-普洱支线	4.2
富民-长水支线	4.8
禄脬-易门支线	4.5
昆明盐矿专线	3.8
总计	33.9

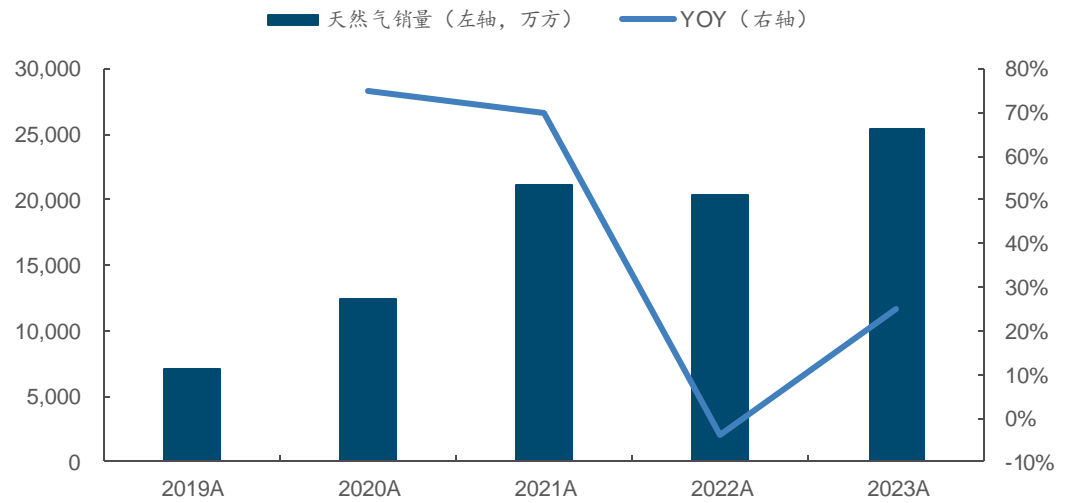
来源: 公司官网、国金证券研究所 注: 官网数据暂更新至22年

来源: 公司官网、国金证券研究所 注: 官网数据暂更新至22年, 最新输气规模预计高于表内所示

- 需求滞后使业绩短期承压, 23年天然气公司净利润亏损1.5亿元, 对归母净利拖累约0.74亿元。天然气公司已投运支线管道的设计输气量33.9亿方/年, 23年实际输气量为2.5亿方, 与设计输气量的差距仍较大(不足10%), 支线管道的输气收入暂时覆盖不了其转固后的成本费用, 导致天然气业务亏损增加。从未来发展看, 构建省内“一张网”并充分发挥天然气资产效益尚需一定的时间过程。

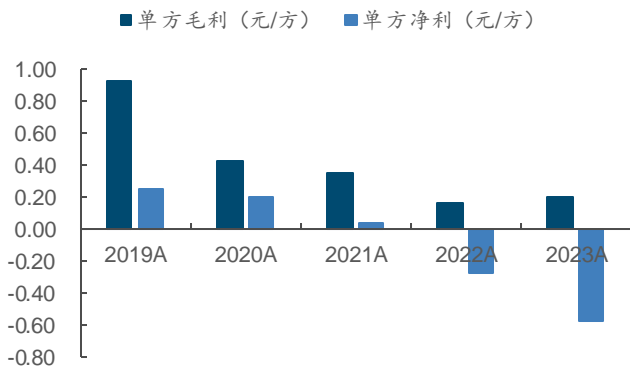


图表36: 公司 23 年天然气销量 2.5 亿方



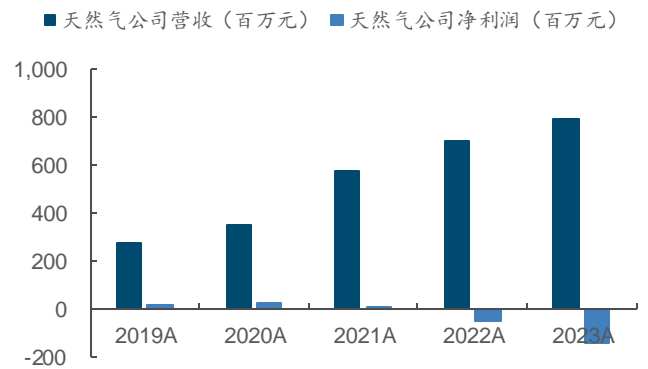
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表37: 23 年单方毛利边际改善



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表38: 业务扭亏仍有待下游需求开发



来源: 公司公告、国金证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

- 风电装机预测: 由于风场建成存在分批并网投运的情况, 因此考虑并网节奏后的当年装机容量低于年末装机容量, 预计 22~26 年末风电装机分别为 52/147/189/256.1/256.1 万千瓦, 预计考虑并网节奏的当年装机容量分别为 37/72/170.2/210.9/256.1 万千瓦。其中, 涧水塘梁子/永宁风电场合计 80 万千瓦分别于 23 年中/23 年末并网, 将分别贡献 24 年半年/一年的同比业绩增量; 金钟风电场一/二期项目合计 47 万千瓦并网将贡献 24 年业绩增量, 存量基地扩建项目合计 67 万千瓦将贡献 25、26 年业绩增量。进度上: 金钟风电场一期项目共 30 万千瓦已于 6M24 实现全容量并网, 二期项目共 12 万千瓦公司力争于 3Q24 全容量并网 (23 年度网上业绩说明会口径)。
- 风电业务营收预测: (1) 利用小时数: 新建点位风资源相较存量点位偏弱。(2) 上网电价: 一方面, 云南市场化交易价格有望继续上行; 另一方面, 平价机组电量占比提升、且市场化交易占比提升 (云南市场化交易定价以水电为锚, 低于燃煤基准价), 带来价格下行。由于风场建成存在分批并网投运的情况, 因此投运节奏会对汛/枯平期电量分布有影响, 从而影响平均电价预测的准确性。预计金钟一二期项目今年投运后汛/枯平期电量比在 2:3 和 1:4 两种情景下对风电业务的营收影响约为 400 万元, 敏感性较低。本文盈利预测采用情景 2, 基于 9M20《关于印发云南省在适宜地区适度开发利用新能源规划及配套文件的通知》一文中提及的“汛/枯平期保障收购小时



数分别为 500/2000 小时”。

- 综上所述，预计 24~26 年年末风电装机容量分别为 189/256.1/256.1 万千瓦，利用小时数分别为 2755.9/2742.6/2729.2 小时，上网电量分别为 45.3/55.8/67.5 亿千瓦时，平均上网电价分别为 0.35/0.34/0.33 元/KWh，收入分别为 13.9/16.6/19.5 亿元。

图表39：风电业务考虑并网节奏的装机容量预测

	全容量并网时间	年末装机容量 (万千瓦)					考虑并网节奏的当年装机容量 (万千瓦)				
		22A	23A	24E	25E	26E	22A	23A	24E	25E	26E
存量项目-国补	23 年前	37.0	37.0	37.0	37.0	37.0	37.0	37.0	37.0	37.0	37.0
通泉风电场	1M23	15.0	30.0	30.0	30.0	30.0		30.0	30.0	30.0	30.0
涧水塘梁子风电场	8M23		5.0	5.0	5.0	5.0		5.0	5.0	5.0	5.0
永宁风电场	12M23		75.0	75.0	75.0	75.0			75.0	75.0	75.0
金钟一期风电场	6M24			30.0	30.0	30.0			20.2	30.0	30.0
金钟二期风电场	24E			12.0	12.0	12.0			3.0	12.0	12.0
通泉扩建	25E				13.1	13.1				6.6	13.1
老尖山扩建	25E				7.5	7.5				3.8	7.5
永宁(弥勒)扩建	25E				23.0	23.0				5.8	23.0
永宁(泸西)扩建	25E				23.5	23.5				5.9	23.5
合计值		52.0	147.0	189.0	256.1	256.1	37.0	72.0	170.2	210.9	256.1

来源：公司公告、国金证券研究所

图表40：风电业务营收预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年末装机容量 (万千瓦)	52.0	147.0	189.0	256.1	256.1
考虑并网节奏的当年装机容量 (万千瓦)	37.0	72.4	170.2	210.9	256.1
平均利用小时数 (小时)	2533.35	2781.26	2755.88	2742.56	2729.23
上网电量 (万千瓦时)	89320.00	193687.53	452516.99	558261.09	674557.49
平均上网电价 (含税, 元/KWh)	0.52	0.38	0.35	0.34	0.33
风电业务收入 (百万元)	398.3	657.3	1385.2	1660.2	1953.7

来源：公司公告、国金证券研究所

图表41：金钟项目并网节奏对平均电价及营收的敏感性分析

	情景 1 汛：枯平=2:3	情景 2 汛：枯平=1:4
平均电价-金钟一期 (元/KWh)	0.297	0.305
平均电价-金钟二期 (元/KWh)	0.293	0.302
风电业务平均电价 (元/KWh)	0.345	0.346
风电业务营收 (百万元)	1381.1	1385.2

来源：公司公告、云南省能源局、国金证券研究所

- 其他业务营收预测：公司其他业务主要包括新能源板块的光伏、盐板块和天然气板块。



(1) 光伏板块：公司体内自开发的光伏项目主要为宁州葫芦地一/二期项目共 6 万千瓦，一期项目中的二期项目 1.1 万千瓦已于 6M24 发布投建公告，预计 25 年并网贡献增量。预计 24~26 年光伏业务营收分别为 0.78/0.82/0.82 亿元。(2) 盐板块：22/23 年公司盐业务营收增速分别为+18.2%/-8.1%，综合考虑食盐业务战略扩张和工业盐业务战略收缩，预计 24~26 年板块营收增速稳定在 7.9%/8%/8%。(3) 天然气板块：22/23 年公司天然气业务营收增速分别为+21.7%/+12.8%，考虑在运管线输气量提升空间仍较大，24~26 年下游开拓加速，预计营收增速维持 25%。

- 毛利率预测：(1) 风电板块：平价机组比例提升、平均利用小时数下降、市场化交易比例提升等综合因素影响下风电业务毛利率总体下行，预计 24~26 年分别为 62.4%/60.8%/60.2%；(2) 光伏板块：市场化交易比例提升因素影响下光伏业务毛利率小幅下行，预计 24~26 年分别为 45.3%/45.2%/45.2%；(3) 盐板块：高毛利的食盐业务占比提升，带来毛利率结构性上行，预计 24~26 年分别为 53.7%/54.3%/54.9%；(4) 天然气板块：输气量提升摊薄固定成本，带来毛利率上行，预计 24~26 年分别为 15%/20%/25%。

图表42：公司分业务营收、毛利率预测（百万元，%）

		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
盐硝产品	营收	1420.5	1306.0	1409.4	1521.7	1643.9
	YOY	18.2%	-8.1%	7.9%	8.0%	8.0%
	毛利率	55.1%	53.1%	53.7%	54.3%	54.9%
	毛利润	783.1	693.9	757.2	826.5	902.4
天然气	营收	696.9	785.8	982.3	1227.9	1534.8
	YOY	21.7%	12.8%	25.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	4.7%	6.5%	15.0%	20.0%	25.0%
	毛利润	32.8	51.1	147.3	245.6	383.7
风电	营收	398.3	657.3	1385.2	1660.2	1953.7
	YOY	-2.6%	65.0%	110.7%	19.9%	17.7%
	毛利率	53.6%	61.8%	62.4%	60.8%	60.2%
	毛利润	213.3	406.3	864.4	1010.2	1176.6
光伏	营收	65.2	74.9	78.0	81.6	81.6
	YOY	/	14.9%	4.1%	4.6%	0.0%
	毛利率	37.2%	54.2%	45.3%	45.2%	45.2%
	毛利润	24.2	40.6	35.3	36.8	36.8
其他	营收	96.4	80.1	84.1	88.3	92.7
	YOY	28.0%	-16.9%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	12.3%	17.7%	17.7%	17.7%	17.7%
	毛利润	11.8	14.1	14.9	15.6	16.4
合计	营收	2677.3	2904.1	3938.9	4579.6	5306.6
	YOY	18.5%	8.5%	35.6%	16.3%	12.4%
	毛利率	39.8%	41.5%	46.2%	46.6%	47.4%
	毛利润	1064.8	1206.0	1819.1	2134.7	2515.9

来源：公司公告、国金证券研究所

- 费用率预测：22/23 年公司销售费率分别为 10.3%/9.96%，管理费率分别为 12.1%/11.9%，预计随着发电业务占比提升，费率有望进一步下行，预计 24~26 年公司销售费率稳定在约 9.5%，管理费率稳定在约 11%。
- 盈利预测结果：在不考虑集团光伏资产注入的情况下，我们预计公司 24~26 年分别实现归母净利润 7.4/8.6/10.1 亿元，分别同比+52.8%/+16.3%/+18.2%。

4.2 投资建议及估值

- 给予公司 25 年 PE 15 倍，给予目标价 13.96 元。预计 24~26 年公司实现归母净利



润分别为 7.4/8.6/10.1 亿元。在可比公司选取上综合考虑业务范围和体量规模，选取主营河北风电+天然气业务的新天绿能，全国布局风电业务的节能风电、龙源电力，云南水电龙头华能水电、布局海风业务的三峡能源。可比公司 24 年 PE 一致预期均值为 17 倍、中位数为 16 倍，25 年 PE 一致预期均值为 14 倍、中位数为 14 倍。根据我们的盈利预测结果，公司当前股价对应 24/25 年 PE 分别为 14/12 倍。看好公司新机投运带来业绩成长性。因此给予公司 25 年 PE 15 倍估值。基于此，给予公司目标价 13.96 元。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图表 43：可比公司估值情况（截至 24 年 7 月 30 日）

代码	证券简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)					PE				
				7月30日	7月30日	22A	23A	24E	25E	26E	22A	23A	24E
600956.SH	新天绿能	227.4	7.2	0.53	0.51	0.62	0.75	0.92	14	14	12	10	8
601016.SH	节能风电	192.9	3.0	0.32	0.23	0.24	0.26	0.28	9	13	12	11	11
600025.SH	华能水电	2,082.6	11.6	0.35	0.40	0.47	0.58	0.67	33	29	25	20	17
001289.SZ	龙源电力	1,091.7	17.2	0.58	0.73	0.92	1.03	1.14	29	24	19	17	15
600905.SH	三峡能源	1,399.6	4.9	0.25	0.25	0.30	0.34	0.38	20	19	16	14	13
中位数				0.35	0.40	0.47	0.58	0.67	20	19	16	14	13
平均值				0.41	0.42	0.51	0.59	0.68	21	20	17	14	13
002053.SZ	云南能投	100.9	11.0	0.36	0.52	0.80	0.93	1.10	30	21	14	12	10

来源：公司公告，Wind，国金证券研究所 注 1：市盈率 PE 计算基于 7/30 日收盘价；注 2：云南能投 24-26 年 EPS 取值于本报告盈利预测结果，华能水电 24-26 年 EPS 取值于国金研究所已发布研究报告的预测，其余公司取值于 Wind 一致预期

5、风险提示

- 用电需求不及预期风险。电解铝、工业硅两大高耗能产业引入是云南省近年来电力供应紧张的主要原因。若受下游需求影响高耗能开工率下降，或使得电力需求不及预期，进而影响市场化电价交易结果。
- 云南省电价政策变动风险。电改持续推进，新能源入市比例持续提升。由云南省新能源电价政策安排可见全容量并网时点靠后的机组享受燃煤基准价的电量比例降低，市场化交易电价结算的电量比例提升。若市场占比进一步快速提升将带来电价波动性风险。
- 丰水期市场化电价低于预期风险。云南电力市场定价多数时间以水电为“锚”，丰水期通常为市场化电价全年低点。水电量受每年来水情况有较大波动，若丰水期来水偏丰将进一步对该期电价形成压力，或不利于公司在运风电市场化电量的电价。
- 集团光伏资产注入不及预期风险。公司新能源发展采取体内开发与集团资产注入双路径。当前云南省风电项目资源释放显著慢于光伏，若集团代为开发的光伏资产注入节奏不及预期、或不利于公司持续做大规模、业绩快速成长。
- 盐业与天然气业务不及预期风险。当前公司盐业收入利润占比仍较高，若行业需求发生变化或经营不及预期将对公司业绩造成不利影响。此外，公司天然气业务前期在管道工程方面已有大量投入，若售气量增长情况不及预期，同样将对公司业绩造成不利影响。


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	2,259	2,612	2,904	3,939	4,580	5,307
增长率	15.6%	11.2%	35.6%	16.3%	15.9%	
主营业务成本	-1,344	-1,572	-1,698	-2,120	-2,445	-2,791
%销售收入	59.5%	60.2%	58.5%	53.8%	53.4%	52.6%
毛利	915	1,041	1,206	1,819	2,135	2,516
%销售收入	40.5%	39.8%	41.5%	46.2%	46.6%	47.4%
营业税金及附加	-47	-48	-59	-79	-92	-106
%销售收入	2.1%	1.8%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
销售费用	-255	-269	-289	-374	-435	-504
%销售收入	11.3%	10.3%	10.0%	9.5%	9.5%	9.5%
管理费用	-243	-317	-344	-433	-504	-584
%销售收入	10.8%	12.1%	11.9%	11.0%	11.0%	11.0%
研发费用	-6	-4	-4	-5	-6	-7
%销售收入	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
息税前利润 (EBIT)	364	403	509	928	1,098	1,315
%销售收入	16.1%	15.4%	17.5%	23.6%	24.0%	24.8%
财务费用	-92	-83	-79	-129	-149	-171
%销售收入	4.1%	3.2%	2.7%	3.3%	3.3%	3.2%
资产减值损失	-24	-38	-23	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	32	33	39	40	41	42
%税前利润	9.8%	9.6%	7.9%	4.5%	4.0%	3.4%
营业利润	312	356	488	880	1,032	1,227
营业利润率	13.8%	13.6%	16.8%	22.3%	22.5%	23.1%
营业外收支	11	-14	-2	0	0	0
税前利润	323	342	486	880	1,032	1,227
利润率	14.3%	13.1%	16.7%	22.3%	22.5%	23.1%
所得税	-52	-67	-67	-123	-150	-184
所得税率	16.2%	19.7%	13.9%	14.0%	14.5%	15.0%
净利润	270	275	419	757	882	1,043
少数股东损益	19	-17	-64	20	25	30
归属于母公司的净利润	252	292	482	737	857	1,013
净利率	11.1%	11.2%	16.6%	18.7%	18.7%	19.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	270	275	419	757	882	1,043
少数股东损益	19	-17	-64	20	25	30
非现金支出	326	343	401	460	560	630
非经营收益	62	60	85	144	168	199
营运资金变动	-102	122	25	1,310	216	219
经营活动现金净流	557	800	929	2,672	1,827	2,090
资本开支	-612	-2,039	-3,539	-3,053	-2,353	-2,553
投资	-5	0	-182	0	0	0
其他	22	33	33	40	41	42
投资活动现金净流	-595	-2,007	-3,688	-3,013	-2,312	-2,511
股权募资	8	1,858	78	0	0	0
债权募资	-32	1,254	2,981	773	1,228	1,279
其他	-173	-183	-757	-332	-366	-406
筹资活动现金净流	-197	2,929	2,302	442	862	872
现金净流量	-235	1,723	-457	100	377	451

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,146	2,900	2,443	2,542	2,919	3,370
应收款项	1,186	1,215	1,568	1,768	2,056	2,382
存货	87	99	93	122	141	161
其他流动资产	191	144	249	289	309	332
流动资产	2,610	4,358	4,353	4,722	5,425	6,244
%总资产	26.6%	32.6%	24.8%	23.0%	23.5%	24.2%
长期投资	701	727	724	724	724	724
固定资产	6,025	7,148	11,483	14,033	15,784	17,665
%总资产	61.3%	53.5%	65.3%	68.3%	68.5%	68.5%
无形资产	257	345	377	422	466	509
非流动资产	7,221	9,006	13,230	15,823	17,616	19,539
%总资产	73.4%	67.4%	75.2%	77.0%	76.5%	75.8%
资产总计	9,831	13,363	17,584	20,544	23,041	25,783
短期借款	731	1,496	967	745	973	1,251
应付款项	688	813	1,621	3,103	3,580	4,087
其他流动负债	186	253	293	388	455	535
流动负债	1,606	2,562	2,880	4,237	5,008	5,873
长期贷款	2,472	2,948	6,557	7,557	8,557	9,557
其他长期负债	124	119	149	144	144	143
负债	4,202	5,629	9,586	11,938	13,708	15,574
普通股股东权益	4,415	6,548	6,879	7,469	8,170	9,017
其中：股本	761	921	921	921	921	921
未分配利润	1,377	1,637	1,961	2,551	3,251	4,098
少数股东权益	1,214	1,186	1,118	1,138	1,163	1,193
负债股东权益合计	9,831	13,363	17,584	20,544	23,041	25,783

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.331	0.317	0.524	0.801	0.931	1.100
每股净资产	5.802	7.111	7.472	8.112	8.873	9.793
每股经营现金净流	0.732	0.869	1.009	2.902	1.984	2.270
每股股利	0.020	0.050	0.160	0.160	0.170	0.180
回报率						
净资产收益率	5.70%	4.45%	7.01%	9.87%	10.49%	11.23%
总资产收益率	2.56%	2.18%	2.74%	3.59%	3.72%	3.93%
投入资本收益率	3.45%	2.66%	2.83%	4.72%	4.98%	5.32%
增长率						
主营业务收入增长率	13.49%	15.64%	11.18%	35.63%	16.27%	15.87%
EBIT增长率	5.88%	29.96%	-26.30%	82.09%	18.39%	19.73%
净利润增长率	8.71%	15.84%	-65.38%	52.84%	16.26%	18.20%
总资产增长率	2.92%	35.93%	31.58%	16.84%	12.15%	11.90%
资产管理能力						
应收账款周转天数	156.4	152.5	154.9	140.0	140.0	140.0
存货周转天数	23.9	21.6	20.7	21.0	21.0	21.0
应付账款周转天数	156.7	140.2	227.3	500.0	500.0	500.0
固定资产周转天数	678.9	599.3	817.5	746.3	701.7	631.8
偿债能力						
净负债/股东权益	36.55%	19.96%	63.54%	66.92%	70.84%	72.86%
EBIT利息保障倍数	3.9	4.9	6.5	7.2	7.4	7.7
资产负债率	42.74%	42.12%	54.52%	58.11%	59.50%	60.40%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	6	9	13	23
增持	0	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.14	1.10	1.07	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究