

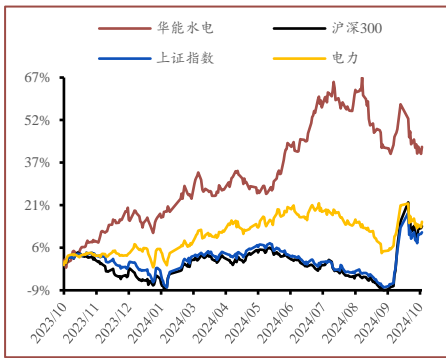
## 新增装机投产在即，澜上基地大有可为

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(首次)

<b>基本数据</b>	<b>2024-10-22</b>
收盘价(元)	10.43
流通股本(亿股)	180.00
每股净资产(元)	3.06
总股本(亿股)	180.00

最近 12 月市场表现



分析师 张一弛  
SAC 证书编号: S0160522110002  
zhangyc02@ctsec.com

联系人 任子悦  
renzy01@ctsec.com

相关报告

### 核心观点

- ❖ **国内第二大水电运营商，坐拥澜沧江全流域开发权：**作为华能集团水电业务最终整合的唯一平台，公司拥有澜沧江干流全部水能资源开发权，是国内第二大水电装机规模的上市公司。截至 1H2024，公司已投产装机容量达 2920.32 万千瓦，其中水电装机 2594.98 万千瓦，新能源装机 325.34 万千瓦，分别占比 89%、11%。
- ❖ **2024-2025 年水电装机有待释放，澜上基地未来可期：**TB 水电站总装机容量 140 万千瓦，预计将于 2025 年投产完毕；硬梁包水电站总装机容量 111.6 万千瓦，预计将于 2024-2025 年间陆续投产；两座电站合计新增投产容量约占公司已投产控股水电装机容量的 10%。此外，公司积极推进西藏澜沧江清洁能源基地建设，水光互补助力系统调峰，电价具备较强市场竞争力，预计基地 2030 年开始投产送电粤港澳大湾区，2035 年全部建成投产。
- ❖ **供需偏紧推升省内电价，澜上外送支撑综合上网电价。**云南省为水电大省与外送电省份，2023 年水电发电量占比超 7 成，外送电占全部发电量比例为 35%。外送部分需求较为刚性，高耗能产业进一步推升本地用电需求后，省内市场化交易电价存在上行空间。公司澜沧江上游电站保量保价送广东电量电价为 0.3 元/kwh，澜上外送电量占比提升有望进一步推升公司平均电价。
- ❖ **存量资产折旧陆续到期，财务费用下降释放利润。**功果桥、糯扎渡、龙开口水电站机组自 2024 年起陆续折旧到期，存量资产折旧减少有望增厚利润。此外，公司持续优化债务融资结构，通过低利率资金提前置换存量债务等方式进行成本管控，综合融资成本由 2019 年的 4.33% 下降至 1H2024 的 2.96%。
- ❖ **投资建议：**我们预计公司 2024/2025/2026 年实现营收 255.47/286.96/296.44 亿元，实现归母净利 82.91/93.37/99.22 亿元。对应 PE 分别为 22.64/20.11/18.92 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**来水不及预期；电价政策变动；电量需求不及预期。

### 盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	23581	23461	25547	28696	29644
收入增长率(%)	16.73	-0.51	8.89	12.32	3.30
归母净利润(百万元)	7234	7638	8291	9337	9922
净利润增长率(%)	23.93	5.58	8.55	12.62	6.27
EPS(元)	0.37	0.40	0.46	0.52	0.55
PE	17.84	21.58	22.64	20.11	18.92
ROE(%)	10.08	11.34	11.49	12.04	11.92
PB	1.65	2.31	2.60	2.42	2.25

数据来源：wind 数据，财通证券研究所（以 2024 年 10 月 22 日收盘价计算）

## 内容目录

1	坐拥澜沧江水电开发权，国内第二大水电运营商.....	4
1.1	华能集团水电业务唯一平台，坐拥澜沧江全流域开发权.....	4
1.2	盈利能力持续提升，稳定分红回报股东.....	6
2	澜上基地大有可为，电价仍有上行空间.....	9
2.1	水电装机稳步扩容，剩余装机空间充沛.....	9
2.2	省内市场化电价仍有上行空间，省外电价消纳有保障.....	11
2.3	存量资产折旧陆续到期，财务费用下降释放利润.....	13
3	盈利预测与投资建议.....	14
3.1	盈利预测.....	14
3.2	投资建议.....	16
4	风险提示.....	17

## 图表目录

图 1.	公司发展历程.....	4
图 2.	公司装机结构以水电为主体.....	4
图 3.	公司为国内第二大水电运营商.....	4
图 4.	公司股权结构图.....	5
图 5.	2023 年收购华能四川公司带动装机增长.....	5
图 6.	2024Q1-3 来水偏丰带动公司发电量同比+3.82%.....	5
图 7.	发电量增长带动公司 1H2024 营收同比+13.10%.....	6
图 8.	公司 1H2024 归母净利润实现同比增速 22.47%.....	6
图 9.	公司近年来平均上网电价波动上升.....	7
图 10.	公司毛利率水平位于水电行业前列.....	7
图 11.	澜上电站上网电量占比逐渐提升.....	7
图 12.	公司分季度盈利水平在 Q2-Q3 丰水期相对较高.....	7
图 13.	公司资产负债结构显著改善.....	8
图 14.	2019-1H2024 期间公司综合融资成本显著下降.....	8
图 15.	公司累计分红金额位居水电行业前列.....	8
图 16.	近年来公司每股股利稳步提升.....	8

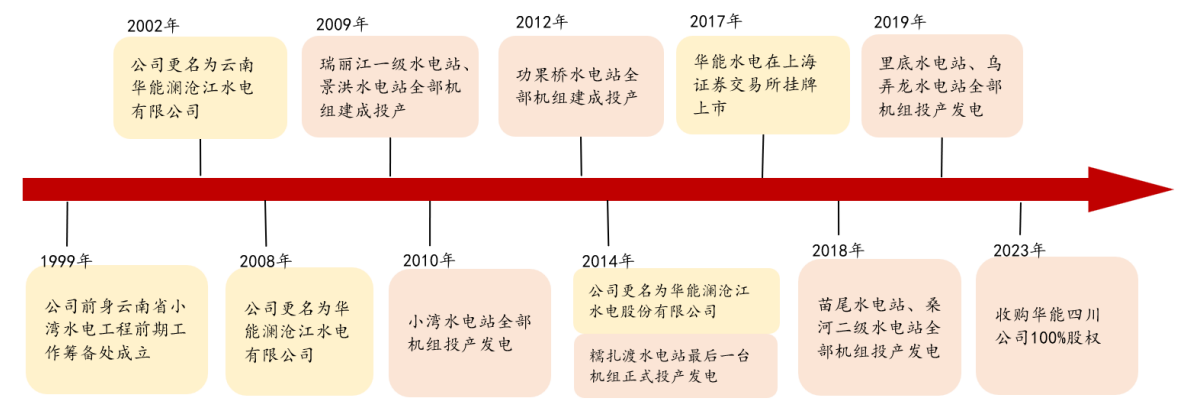
图 17. 澜上基地送大湾区电量落地电价低于广东省代理购电价格与燃煤基准价.....	10
图 18. 水电补偿光伏发电示意图.....	10
图 19. 2022 年公司电量消纳情况.....	11
图 20. 云南省 2023 年发电量结构中水电占比超 7 成.....	12
图 21. 2023 年云南送广东电量占广东总受电量 78%.....	12
图 22. 云南省有色金属行业用电量占比较高且逐年提升.....	12
图 23. 云南省清洁能源交易均价逐年提高.....	12
图 24. 公司固定资产折旧费用占营业总成本比例较高.....	14
图 25. 公司财务费用占营业总成本比例逐年下降.....	14
表 1. 公司定增预案拟投资项目情况.....	6
表 2. 公司参控股已投产水电站情况.....	9
表 3. 公司参控股在建大型水电站情况.....	9
表 4. 公司澜沧江流域电站送电消纳地区及电价机制.....	11
表 5. 2021-2023 年公司澜上电站外送电量电价机制.....	13
表 6. 功果桥、糯扎渡、龙开口水电站部分机组预计于 2024 年起陆续折旧到期.....	13
表 7. 公司盈利预测表.....	15
表 8. 可比公司估值表.....	16

## 1 坐拥澜沧江水电开发权，国内第二大水电运营商

### 1.1 华能集团水电业务唯一平台，坐拥澜沧江全流域开发权

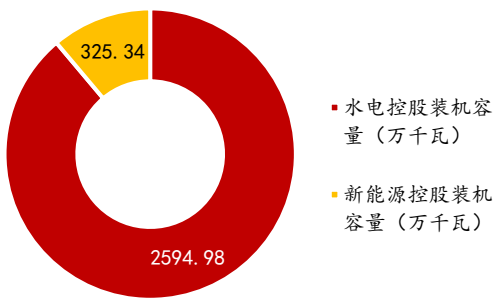
国内第二大水电运营商，坐拥澜沧江全流域开发权。公司初建于1999年，2017年登陆上交所主板。作为华能集团水电业务最终整合的唯一平台，公司拥有澜沧江干流全部水能资源开发权。截至1H2024，公司已投产装机容量达2920.32万千瓦，其中水电装机2594.98万千瓦，新能源装机325.34万千瓦，分别占比89%、11%，是国内第二大水电上市公司。

图1.公司发展历程



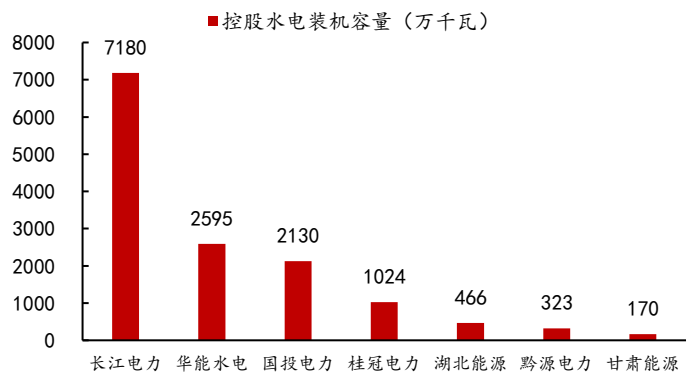
数据来源：公司官网，公司公告，财通证券研究所

图2.公司装机结构以水电为主体



数据来源：公司公告，财通证券研究所  
注：数据截至1H2024

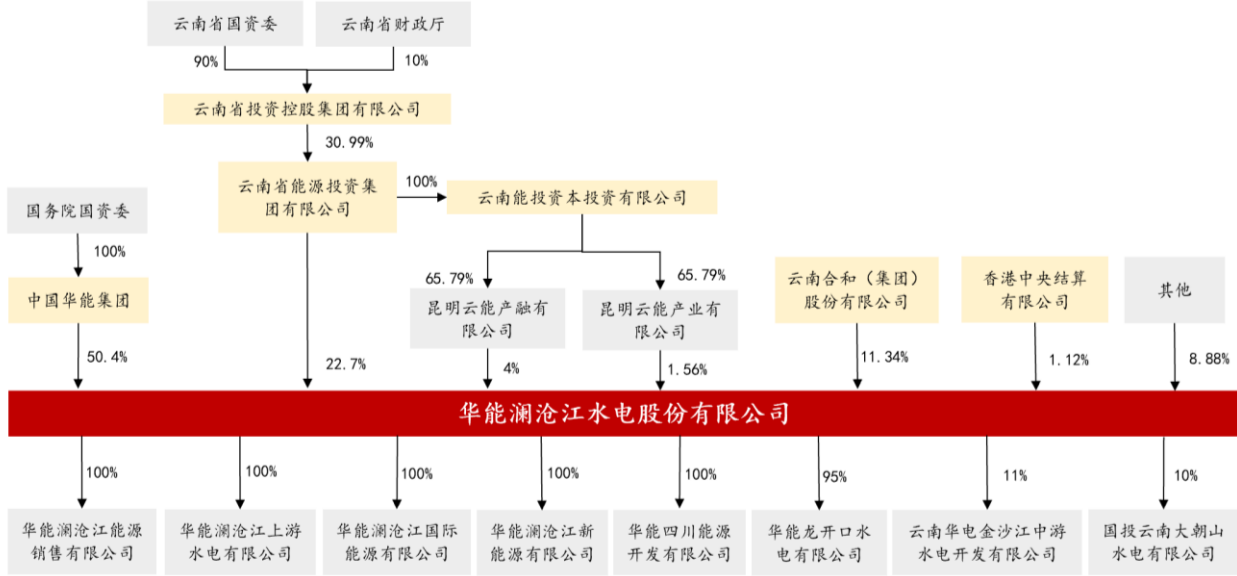
图3.公司为国内第二大水电运营商



数据来源：各公司公告，财通证券研究

华能集团水电整合唯一平台，国务院国资委为实控人。公司前三大股东为中国华能集团有限公司、云南省能源投资集团有限公司、云南合和（集团）股份有限公司。其中，中国华能集团为公司控股股东，持有50.4%的股份，公司实控人为国务院国资委。

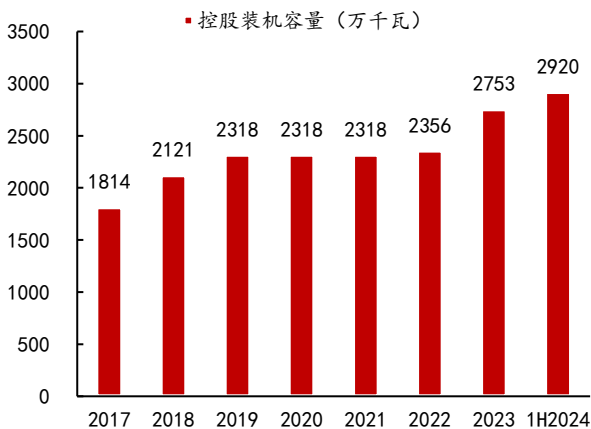
图4.公司股权结构图



数据来源：公司公告，财通证券研究所  
注：数据截至2024年10月14日

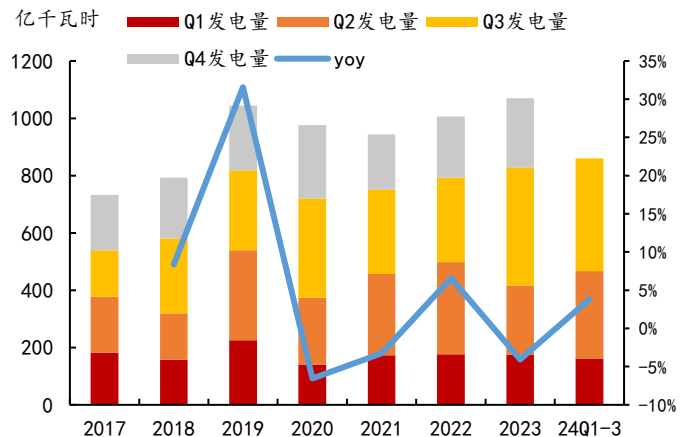
**TB、硬梁包电站机组陆续投产，来水偏丰带动电量增长。**2023年公司收购华能四川公司，新增控股已投产水电资产265.1万千瓦、在建水电项目111.6万千瓦。2024年6月，公司所属TB水电站首台1号35万千瓦机组顺利投入商业运营，电站总装机容量140万千瓦，预计2025年全部投产发电；华能四川公司旗下硬梁包电站预计2024年底首批机组投产，预计2025年全部机组投产发电；两座电站合计新增投产容量约占公司已投产控股水电装机容量的10%。2024年前三季度，澜沧江流域乌弄龙、小湾和糯扎渡断面来水同比分别偏丰5%、3.6%和8.5%，带动公司前三季度发电量同比增加3.82%。

图5.2023年收购华能四川公司带动装机增长



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图6.2024Q1-3来水偏丰带动公司发电量同比+3.82%



数据来源：公司公告，财通证券研究所

注：2023年起发电量数据包含华能四川公司；2023年同比增速考虑2022年华能四川电量；2017-2023年yoy为全年发电量同比增速；2024年为Q1-3累计发电量同比增速

为避免同业竞争，集团曾承诺将境内所有非上市水电业务资产注入上市公司。截至 2023 年 9 月，除四川华能外，集团仍有非上市水电资产合计装机规模 161.69 万千瓦，但由于盈利能力不佳不满足注入上市公司条件。作为集团水电业务最终整合的唯一平台，集团在境内新开发、收购水电项目业务机会仍将优先提供给公司。

**拟定增募集 60 亿元，投建电站送电华南地区。**2024 年 2 月公司发布定增预案，3 月定增预案获控股股东批复。公司拟定增不超过 18 亿股，募集资金总额不超过 60 亿元，用于投资 RM 水电站、TB 水电站项目，两个项目各投入募集资金 45 亿元、15 亿元，内部收益率分别为 8%、8.54%。RM 水电站预计送电粤港澳大湾区，TB 水电站作为“西电东送”战略实施南通道的重要电源之一，预计将送电广东，两座电站的投建将进一步完善公司西南水电领域的业务布局，增强核心竞争力。

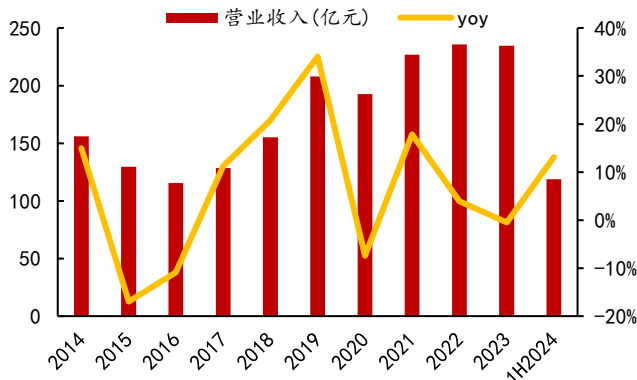
**表1.公司定增预案拟投资项目情况**

	装机容量 (万千瓦)	投资总额 (亿元)	拟投入募集资金 (亿元)	内部收益率	投资回收期 (年)	备注
<b>RM 水电站</b>	260	583.81	45	8%	24.45	RM 水电站为澜沧江上游控制性龙头水电站，未来将主要送电粤港澳大湾区
<b>TB 水电站</b>	140	200.29	15	8.54%	16.42	TB 水电站为“西电东送”战略实施南通道的 重要电源之一

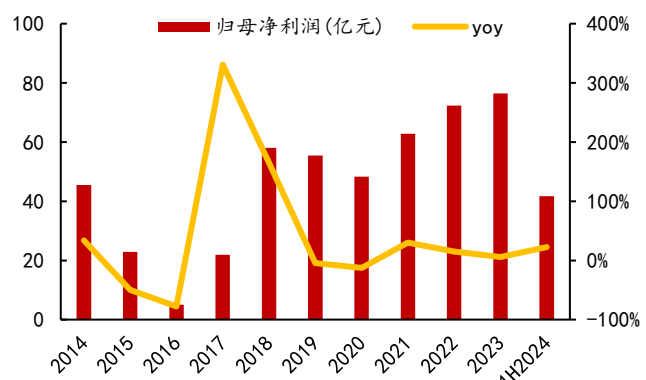
数据来源：公司公告，财通证券研究所

## 1.2 盈利能力持续提升，稳定分红回报股东

**电力市场改革放开电量，市场化低价拉低业绩。**2015-2016 年间云南省电力体制改革实施市场化竞价上网，市场交易电价大幅下滑的同时公司参与市场化交易电量比例提升，叠加省内用电需求不足，公司业绩受到较大负面影响。2017-2019 年间，省内用电需求复苏，公司机组投产同时电价水平优化，业绩持续改善。

**图7.发电量增长带动公司 1H2024 营收同比+13.10%**


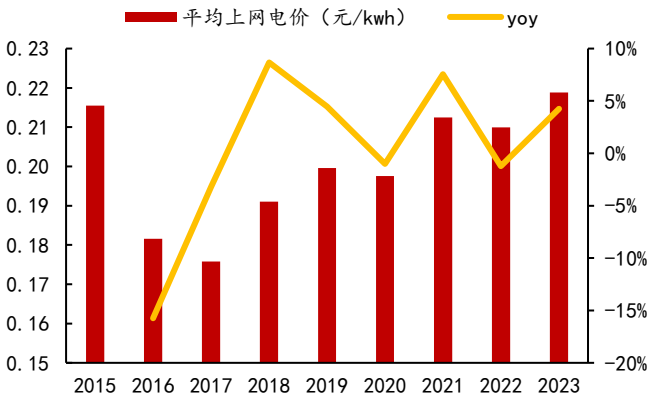
数据来源：iFind，财通证券研究所

**图8.公司 1H2024 归母净利润实现同比增速 22.47%**


数据来源：iFind，财通证券研究所

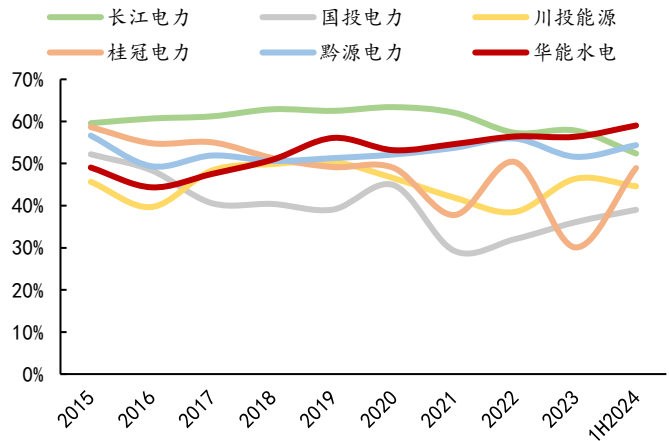
上网电价主导盈利变化，澜上外送电量支撑综合电价。2018-2019 年间，澜沧江上游云南段电站陆续投产，外送通道滇西北工程于 2018 年投运，澜上外送保价部分电价较高，外送电部分有效支撑公司综合上网电价。2021 年以来，云南省内供需格局持续改善，省内清洁能源交易均价逐年提升，公司积极调整市场化交易策略，电价水平改善推动盈利能力不断提升，公司毛利率水平位于行业前列。由于水电业务固定成本占比较高，丰水期发电量高摊薄单位成本，叠加澜上电量比例变化，公司盈利水平呈现季度性变化。

图9.公司近年来平均上网电价波动上升



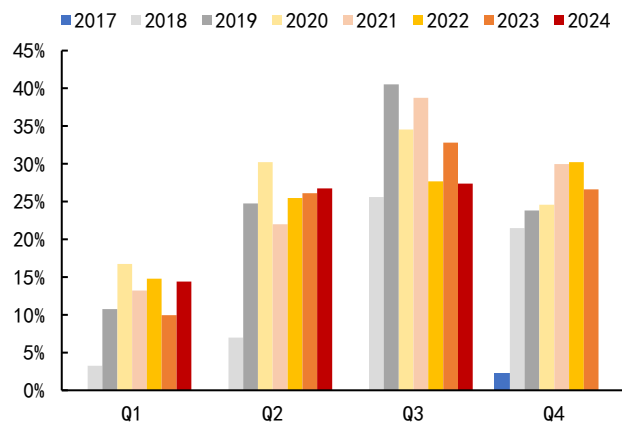
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图10.公司毛利率水平位于水电行业前列



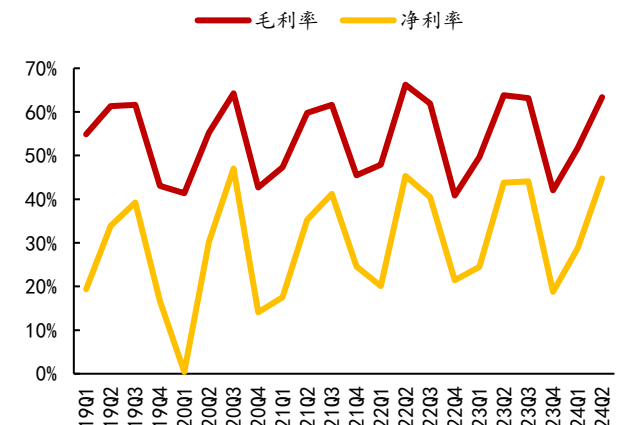
数据来源：iFind，财通证券研究所

图11.澜上电站上网电量占比逐渐提升



数据来源：公司公告，财通证券研究所

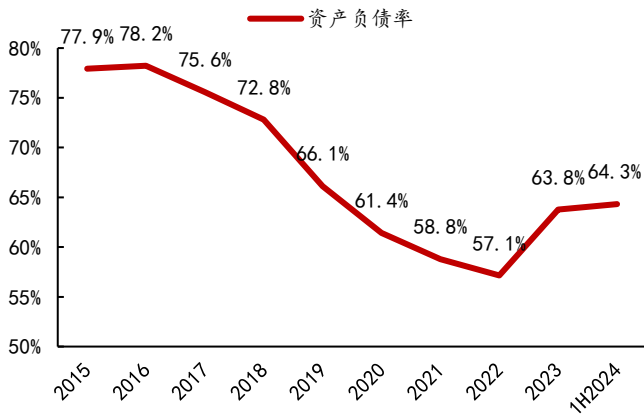
图12.公司分季度盈利水平在 Q2-Q3 丰水期相对较高



数据来源：iFind，财通证券研究所

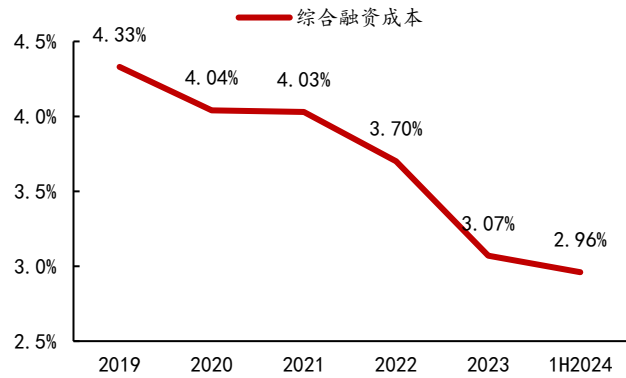
资产结构不断改善，融资成本显著下降。公司自 2017 年上市至 2022 年，资产负债率由 75.59%降至 57.15%，2023 年由于收购四川公司、水电及新能源项目建设外部融资增加，资产负债率有较大回升。公司充分运用降息周期的政策窗口开展债务置换，进一步压降贷款利率，综合融资成本由 2019 年的 4.33%下降至 1H2024 的 2.96%。

图13.公司资产负债结构显著改善



数据来源: iFind, 财通证券研究所

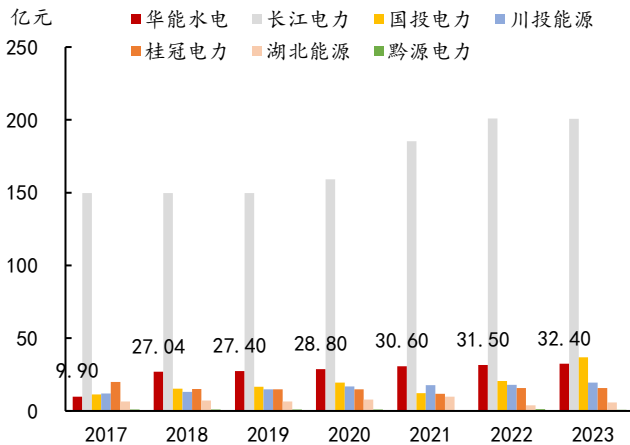
图14.2019-1H2024 期间公司综合融资成本显著下降



数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

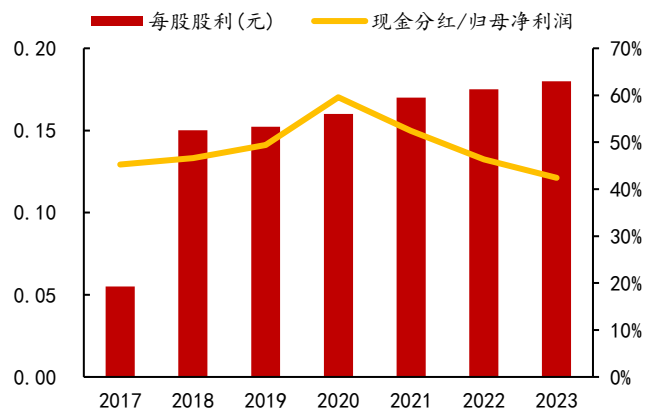
**股东回报规划明确分红比例, 保障股东稳定回报。**据公司 2024-2026 年股东回报规划, 公司在当年盈利、且无未弥补亏损的条件下, 如无重大投资计划或重大现金支出事项发生、资产负债率未超过 75%, 应当采取现金方式分配股利。公司每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的可供分配利润的 50%。公司始终高度重视股东回报, 累计分红金额位居行业前列。2020 年公司归母净利润短暂下滑, 但分红比例的提高使得每股股利不降反增, 充分保障股东收益。

图15.公司累计分红金额位居水电行业前列



数据来源: iFind, 财通证券研究所

图16.近年来公司每股股利稳步提升



数据来源: iFind, 财通证券研究所

注: 按照现金分红数额/当年可供分配利润进行计算, 2020 年至 2022 年, 公司现金分红比例分别为 65.66%、57.71%、59.96%



## 2 澜上基地大有可为，电价仍有上行空间

### 2.1 水电装机稳步扩容，剩余装机空间充沛

澜沧江自下而上阶梯式开发，2024-2025 年装机有待释放。澜沧江干流分为澜上西藏段、澜上云南段、澜沧江中下游段，公司水电站采取自下而上阶梯式开发策略。在澜沧江中下游段，除大朝山水电站为参股 10% 外，其他投产水电站均由公司控股管理；澜沧江上游云南段水电站均由公司全资控股，其中 TB 水电站（140 万千瓦）全部机组预计将于 2025 年投产完毕；澜上西藏段水电站目前多处于前期规划中。此外，华能四川控股的硬梁包水电站为大渡河干流 28 级梯级规划的第 14 级电站，全部机组（111.6 万千瓦）预计将于 2024-2025 年间陆续投产。

表2.公司参控股已投产水电站情况

河段	电站	总装机容量（万千瓦）	持股比例
澜沧江上游云南段	乌弄龙水电站	99	100%
	里底水电站	42	100%
	TB 水电站	35	100%
	黄登水电站	190	100%
	大华桥水电站	92	100%
	苗尾水电站	140	100%
澜沧江中下游段	功果桥水电站	90	100%
	小湾水电站	420	100%
	漫湾水电站	167	100%
	大朝山水电站	135	10%
	糯扎渡水电站	585	100%
	景洪水电站	175	100%
云南省金沙江中游	龙开口水电站	180	95%
岷江上游干流	太平驿水电站	28	100%
缅甸	瑞丽江一级水电站	60	40%
柬埔寨	桑河二级水电站	40	51%
/	中小型水电站	251.98	/
合计控股装机		2594.98	/

数据来源：公司公告，财通证券研究所

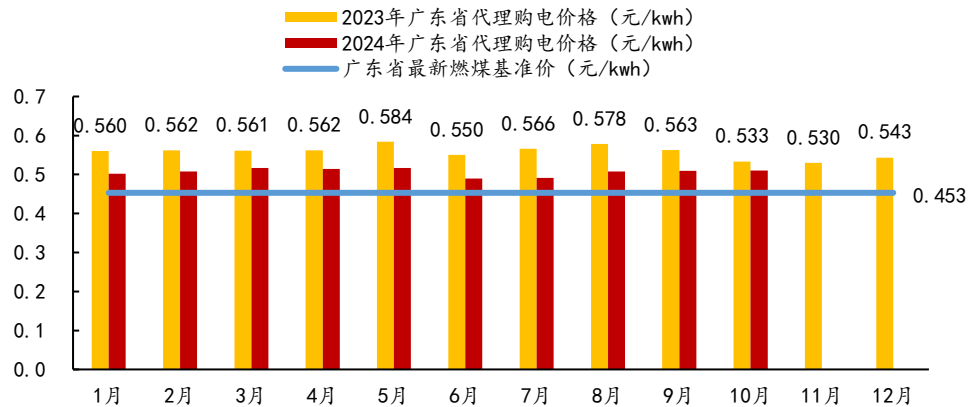
表3.公司参控股在建大型水电站情况

河段	电站	总装机容量（万千瓦）	持股比例	建设进度
澜沧江上游云南段	TB 水电站	140	100%	2024.6 首台机组投产，预计 2025 年全部投产
大渡河干流	硬梁包水电站	111.6	100%	预计 2024 年底首台机组投产发电，2025 年全部机组投产
澜沧江上游西藏段	RM 水电站	260	100%	前期工程阶段，预计 2035 年投产

数据来源：公司公告，中国水利水电第十四工程局有限公司官网，中国新闻网，财通证券研究所

澜上西藏段规划水电近千万千瓦，水光互补送电粤港澳大湾区。澜沧江上游西藏段干流规划水电装机容量合计 961.8 万千瓦，公司依托流域周边较好的太阳能资源，积极打造西藏澜沧江清洁能源基地。预计基地 2030 年开始送电粤港澳大湾区，2035 年全部建成。据公司 2021 年公告，基地综合上网电价 0.367 元/千瓦时，相应落地电价 0.442 元/千瓦时，相比广东省煤电市场价格具有较大市场竞争力，有望进一步推升公司综合上网电价。

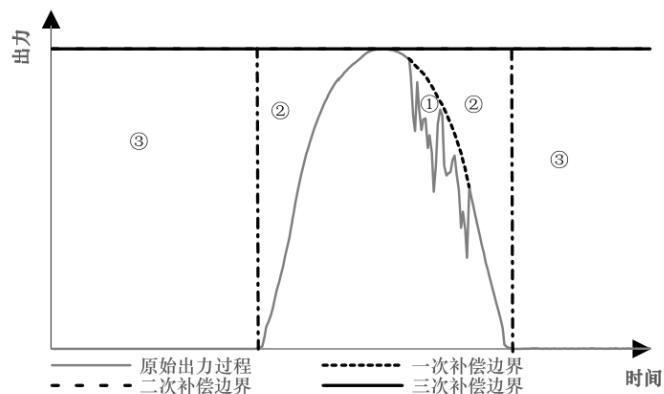
图17.澜上基地送大湾区电量落地电价低于广东省代理购电价格与燃煤基准价



数据来源：北极星售电网，广东省能源局，财通证券研究所

水光互补提高综合效益，清洁能源基地建设积极推进。2021 年，公司将发展战略从“专注水电发展”调整为“水电与新能源并重，风光水储一体化发展”，积极推进澜沧江（西藏段、云南段）水风光一体化清洁能源基地。梯级电站的联合调度和水库蓄能能够平抑风光发电出力的波动性和间歇性，光伏则可以对水电枯水期电量进行补充；此外，新能源项目可接入水电基地现有的输电通道，提高通道利用效率的同时增强系统整体调峰能力。

图18.水电补偿光伏发电示意图



注：①为一次补偿范围，一次补偿消除光伏出力曲线的锯齿状随机波动；②为二次补偿范围，二次补偿进一步调节光伏可发电时段的固有波动；③为三次补偿范围，三次补偿在前两个层次的基础上填充夜间的间歇波动，即曲线上出力为 0 的部分，从而使得光伏发电在一日之内的发电出力平稳。

数据来源：《计及发电量和出力波动的水光互补短期调度》朱燕梅、陈仕军等，财通证券研究所

## 2.2 省内市场化电价仍有上行空间，省外电价消纳有保障

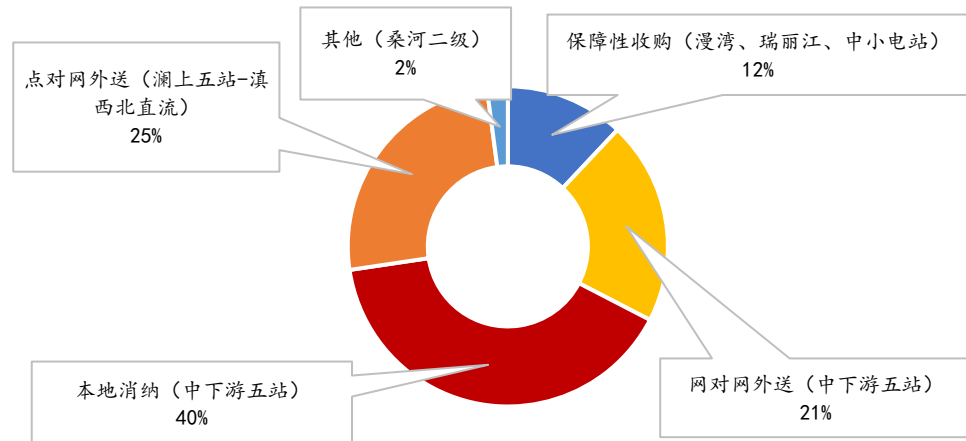
近六成电量省内市场化消纳，澜上保量保价直送大湾区。从电价消纳地区来看，公司约 5-6 成电量留存云南，其余电量外送广东广西。从电价机制来看：（1）留存云南电量：参与保障性收购或市场化交易；（2）外送电量：①点对网外送：由澜上电站基于点对网方式通过滇西北直流工程送至广东，电价采取保量保价、保量竞价、市场化交易三种机制；②网对网外送：由澜沧江中下游电站基于网对网方式送至广东、广西，电价采取落地倒推机制。

表4.公司澜沧江流域电站送电消纳地区及电价机制

送电消纳地区	参与水电站	点对网/网对网		电价机制
留存云南	漫湾、瑞丽江、中小水电站	/		保障性收购
	小湾、糯扎渡、景洪、功果桥、龙开口	/		市场化交易电价
外送	乌弄龙、里底、黄登、大华桥、苗尾	点对网	滇西北直流送广东（深圳）	年度优先发电计划（保量保价、保量竞价）、市场化交易电量电价
			送广东	落地倒推
	小湾、糯扎渡、景洪、功果桥、龙开口	网对网	送广西	落地倒推

数据来源：公司公告，云南工业和信息化委《2017年云南电力市场化交易实施方案》，云南省能源局，财通证券研究所

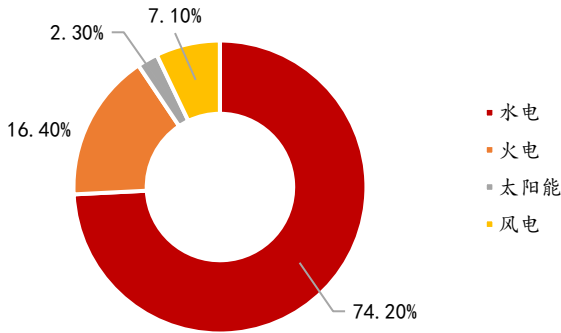
图19.2022年公司电量消纳情况



数据来源：公司公告，云南省能源局，昆明电力交易中心，财通证券研究所

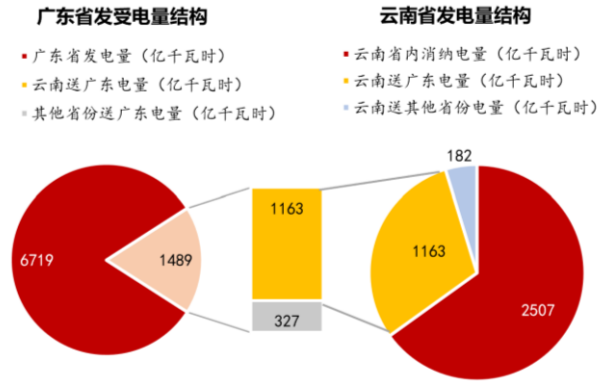
云南省以水力发电为主体，西电东送需求较为刚性。从云南省电力供应结构来看，电力供应以水电为主，2023年水力发电量占比74.2%。从消纳情况来看，云南为外送电大省，2023年外送电量占全省发电量比例约为35%，且多外送需求较好的华南地区，2023年外送广东电量占全部外送电量比例86%，占广东总受电量比例78%。外送电对应电站西电东送重点工程，需求较为刚性，在来水偏枯的年份存在电力自保能力不足导致省内供需偏紧的风险。

图20.云南省 2023 年发电量结构中水电占比超 7 成



数据来源: wind, 财通证券研究所

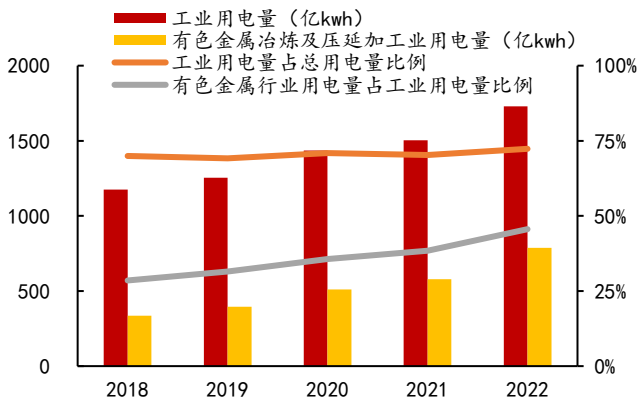
图21.2023 年云南送广东电量占广东总受电量 78%



数据来源: 昆明电力交易中心, 广东电力交易中心, 财通证券研究所

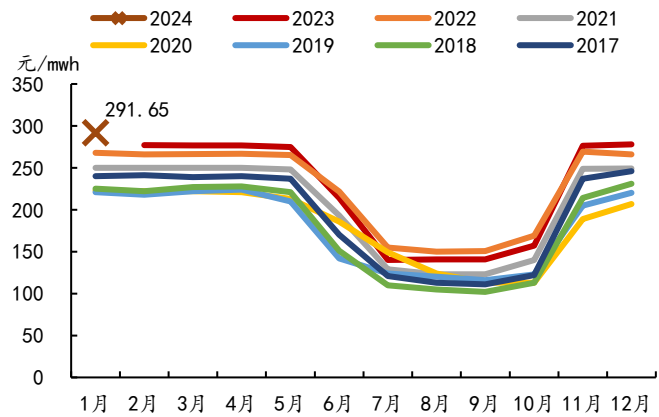
高耗能产业推升用电需求, 供需偏紧省内电价仍有上行空间。早期为解决电力过剩出现的“弃水”问题, 云南省凭借绿电优势大举引入电解铝、电解硅等高耗能企业, 2019-2022 年云南电解铝耗电量从占工业用电比重 20%增至 33%。据云南省能源主管部门测算, 在高耗能产业的推动下, 未来三年云南每年用电量增长均在 200 亿千瓦时以上。据昆明电力交易中心, 预计云南省 2024 年全年电量缺口约 270 亿千瓦时, 最大电力缺口达 750 万千瓦。供需偏紧情况下虽有清洁能源电力前 3 年市场均价±10%的限价区间, 但公司积极调整市场化交易策略顶格保价, 公司综合上网电价仍有上行空间。

图22.云南省有色金属行业用电量占比较高且逐年提升



数据来源: 《2023 云南统计年鉴》, wind, 财通证券研究所

图23.云南省清洁能源交易均价逐年提高



数据来源: 昆明电力交易中心, 财通证券研究所

澜上电量点对网送广东, 保量保价部分电价较高。依据公司购售电合同, 澜上五座电站外送广东电量通过点对网方式进行, 主要分为年度优先发电计划与市场化交易两部分, 其中优先发电计划分为保量保价、保量竞价两部分。以 2022 年为例, 澜上外送部分占公司全部上网电量比例 25%, 其中保量保价部分占比较高, 含税上网电价 0.3 元/kwh 高于其他部分电量。在华南地区电力市场需求较好的情况下, 市场电价有望进一步提升, 澜上外送电量占比的提升有望进一步推升公司综合电价水平。

**表5.2021-2023 年公司澜上电站外送电量电价机制**

		上网电价	电量
优先发电计划	保量保价	0.3 元/kwh	200 亿千瓦时（上网侧）
	保量竞价	上网电价 = 0.3 元/kwh - 当月广东省内市场化交易电量（包括年度长协和月度竞价）的加权平均降幅	36 亿千瓦时（上网侧）
市场化交易部分		采用“基准+浮动”价格机制，落地电价由顺加形成。市场化交易电量落地电价=市场化交易电量上网电价+输电方一输电价+输电方二输电价+输电方二线损电价	超过年度优先发电计划电量（236 亿千瓦时）的上网电量全部认定为市场化交易电量

数据来源：公司公告，财通证券研究所

### 2.3 存量资产折旧陆续到期，财务费用下降释放利润

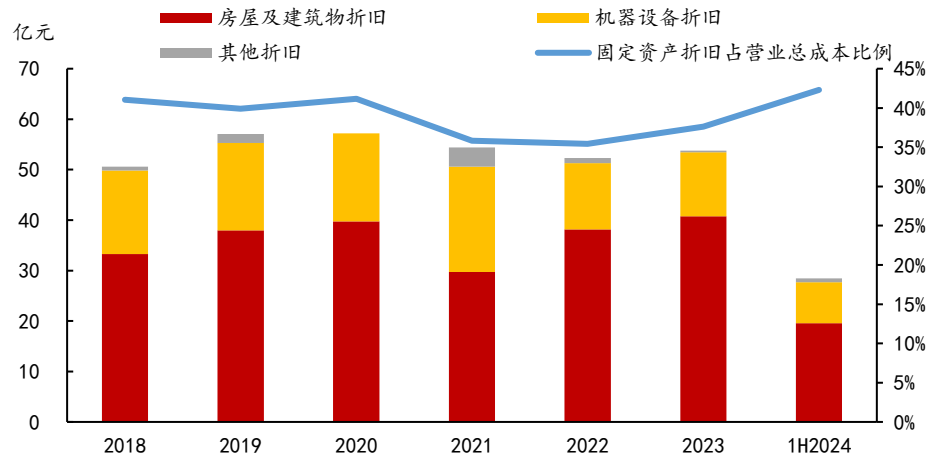
水电机组集中折旧到期，进一步打开利润空间。公司营业成本中大坝与发电机组折旧占比较大，固定资产以年限平均法计提折旧，大坝折旧年限为 45 年，发电机组折旧年限约为 12-16 年。功果桥、糯扎渡、龙开口水电站部分机组在 2012-2014 年间集中投产，预计将于 2024-2030 年期间陆续计提完毕，2024 年存量资产折旧到期有望减少费用 2-3 亿元。

**表6.功果桥、糯扎渡、龙开口水电站部分机组预计于 2024 年起陆续折旧到期**

电站	机组	装机容量(万千瓦)	投产日期
功果桥水电站	#1 机	22.5	2012/6/21
	#2 机	22.5	2012/5/23
糯扎渡水电站	#1 机	65	2012/9/6
	#2 机	65	2014/3/30
	#3 机	65	2013/12/22
	#4 机	65	2013/9/21
	#5 机	65	2014/6/26
	#6 机	65	2013/3/18
	#7 机	65	2012/12/3
	#8 机	65	2012/9/28
	#9 机	65	2012/8/23
龙开口水电站	#1 机	36	2013/6/2
	#2 机	36	2013/5/21
	#3 机	36	2014/1/26
	#4 机	36	2013/8/6
	#5 机	36	2013/11/29

数据来源：中国水力发电工程学会，北极星水力发电网，云南网，华能集团，中国能建，国际能源网，财通证券研究所

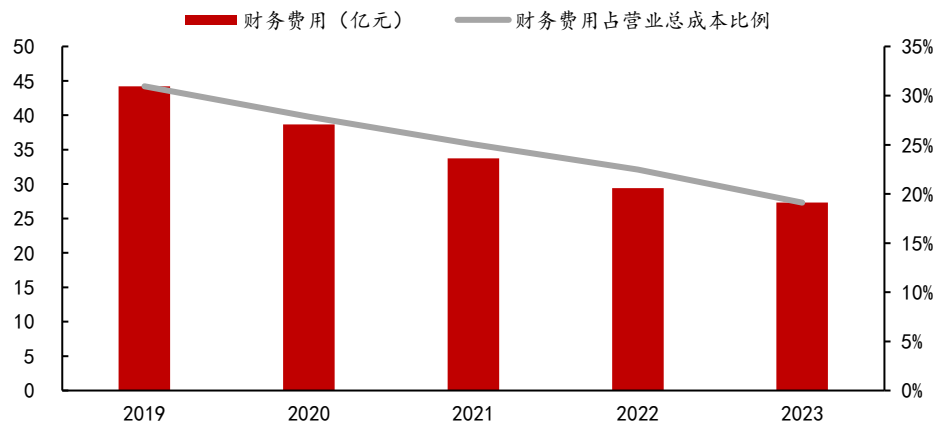
图24.公司固定资产折旧费用占营业总成本比例较高



数据来源：iFind，财通证券研究所

财务费用逐年下降，债务成本管控效果显著。公司持续优化债务融资结构，通过低利率资金提前置换存量债务等方式进行成本管控，2023年财务费用同比减少14.14%，财务费用占营业总成本比例由2019年的30.95%下降至2023年的19.11%，财务成本管控效果显著。

图25.公司财务费用占营业总成本比例逐年下降



数据来源：wind，财通证券研究所

### 3 盈利预测与投资建议

#### 3.1 盈利预测

我们预计公司2024/2025/2026年实现营业收入255.47/286.96/296.44亿元，同比增长+8.89%/+12.32%/+3.30%；预计实现归母净利润82.91/93.37/99.22亿元。

**水电业务：**截至 2024 年 9 月末，澜沧江流域乌弄龙、小湾和糯扎渡断面来水同比分别偏丰 5%、3.6%和 8.5%，考虑来水偏丰，我们假设 2024/2025/2026 年公司水电机组平均发电利用小时数为 4129/4164/4172 小时。云南省内及广东电力需求趋紧，有望助推公司电价上行，我们假设 2024/2025/2026 年公司水电平均不含税上网电价为 0.224/0.225/0.225 元/kwh。预计公司水电业务 2024/2025/2026 年实现收入 241.07/259.63/260.09 亿元，水电业务毛利率为 58.48%/56.00%/56.00%。

**新能源业务：**公司规划新增新能源装机主要为光伏发电项目，我们假设 2024/2025/2026 年新增光伏装机 271/450/300 万 kw；新能源发电入市后光伏折价较为明显，假设 2024/2025/2026 年间光伏平均上网电价为 0.324/0.300/0.300 元/kwh，风电平均上网电价为 0.454/0.450/0.450 元/kwh。预计 2024/2025/2026 年间公司风电业务实现收入 1.77/1.78/1.78 亿元，光伏发电业务实现收入 12.11/24.06/32.08 亿元。

**费用率与所得税率：**公司新增电站投产带动发电量、收入增长，叠加经营管理效益提升，预计销售费用率与管理费用率略有下降，研发费用率、所得税率基本与往年持平。

表7.公司盈利预测表

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入(亿元)</b>	235.81	234.61	255.47	286.96	296.44
yoy	3.92%	-0.51%	8.89%	12.32%	3.30%
<b>营业成本(亿元)</b>	104.44	102.38	105.45	123.83	127.05
<b>毛利润(亿元)</b>	131.37	132.24	150.02	163.13	169.40
<b>毛利率</b>	55.71%	56.36%	58.72%	56.85%	57.14%
销售费用率	0.23%	0.26%	0.26%	0.23%	0.23%
研发费用率	0.78%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%
管理费用率	2.16%	2.31%	2.20%	2.10%	2.10%
所得税率	12.63%	12.49%	12.50%	12.50%	12.50%
<b>归母净利(亿元)</b>	72.34	76.38	82.91	93.37	99.22
yoy	15.15%	5.58%	8.55%	12.62%	6.27%
<b>净利率</b>	30.68%	32.56%	32.45%	32.54%	33.47%
<b>水电业务</b>					
收入占比	98.40%	97.04%	94.36%	90.47%	87.74%
收入(亿元)	232.03	227.67	241.07	259.63	260.09
yoy	16.66%	-1.88%	5.88%	7.70%	0.18%
毛利(亿元)	129.29	128.44	140.97	145.39	145.65
毛利率	55.72%	56.41%	58.48%	56.00%	56.00%

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>风电业务</b>					
收入占比	0.68%	0.74%	0.69%	0.62%	0.60%
收入 (亿元)	1.61	1.73	1.77	1.78	1.78
yoy	-9.39%	7.38%	2.44%	0.29%	0.00%
毛利 (亿元)	0.58	0.66	0.69	0.70	0.70
毛利率	36.17%	37.88%	39.04%	39.22%	39.22%
<b>光伏发电业务</b>					
收入占比	0.45%	1.92%	4.74%	8.38%	10.82%
收入 (亿元)	1.07	4.52	12.11	24.06	32.08
yoy	2.07%	321.62%	168.08%	98.74%	33.33%
毛利 (亿元)	0.66	2.88	8.06	15.96	21.28
毛利率	61.47%	63.69%	66.54%	66.33%	66.33%
<b>其他</b>					
收入占比	0.46%	0.30%	0.21%	0.52%	0.84%
收入 (亿元)	1.09	0.69	0.53	1.50	2.50
yoy	40.14%	-88.12%	4004.54%	-71.87%	66.67%
毛利 (亿元)	0.84	0.57	0.31	1.09	1.77
毛利率	76.76%	81.41%	58.96%	72.38%	70.91%

数据来源: iFind, 公司公告, 财通证券研究所

### 3.2 投资建议

我们选取同样以水力发电为主营业务的长江电力、国投电力、川投能源、桂冠电力为可比公司, 以 2024 年 10 月 22 日收盘价与股本为基准, 公司 2024/2025/2026 年 PE 分别为 22.64/20.11/18.92 倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

表8.可比公司估值表

股票代码	可比公司	收盘价 (元)	EPS (元)					PE					PB MRQ
			2022	2023	2024E	2025E	2026E	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
600900.SH	长江电力	28.08	0.94	1.11	1.41	1.46	1.51	18.18	26.80	19.91	19.26	18.58	3.53
600886.SH	国投电力	15.80	0.52	0.88	1.05	1.15	1.25	33.13	24.08	15.01	13.69	12.67	2.18
600674.SH	川投能源	17.25	0.80	0.99	1.05	1.11	1.19	17.62	19.19	16.41	15.47	14.49	2.00
600236.SH	桂冠电力	6.24	0.40	0.14	0.37	0.40	0.43	33.58	13.61	16.69	15.51	14.49	2.83
<b>平均值</b>								25.63	20.92	17.00	15.98	15.06	2.64
600025.SH	华能水电	10.43	0.35	0.40	0.46	0.52	0.55	20.35	22.84	22.64	20.11	18.92	3.34

数据来源: wind, 财通证券研究所

注: 除长江电力, 可比公司 EPS 预测取自 wind 一致预测; 收盘价日期截取 2024 年 10 月 22 日



## 4 风险提示

**来水不及预期：**公司电站发电量与相关流域来水量强相关，若未来降雨量、来水低于预期，则会对公司发电业务产生影响。

**电价政策变动：**公司盈利能力受上网电价影响较大，若电力市场化改革或电价政策变动导致电价下行，则会对公司业务产生负面影响。

**电量需求不及预期：**若未来云南或广东地区经济发展速度减缓，电力需求疲软，则可能对公司业绩产生负面影响。

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>23581.00</b>	<b>23461.33</b>	<b>25547.38</b>	<b>28696.02</b>	<b>29644.12</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	10443.58	10237.65	10544.98	12382.99	12704.60	营业收入增长率	16.7%	-0.5%	8.9%	12.3%	3.3%
营业税费	437.51	436.46	475.18	533.75	551.38	营业利润增长率	26.7%	3.6%	8.1%	12.6%	6.3%
销售费用	53.56	60.07	66.42	66.00	68.18	净利润增长率	23.9%	5.6%	8.5%	12.6%	6.3%
管理费用	510.21	542.53	562.04	602.62	622.53	EBITDA 增长率	14.2%	-1.4%	15.6%	9.7%	4.9%
研发费用	184.77	187.18	204.38	229.57	237.15	EBIT 增长率	18.9%	-0.3%	18.9%	9.1%	3.9%
财务费用	3180.29	2730.46	4032.77	4033.61	3912.87	NOPLAT 增长率	18.0%	-0.1%	18.8%	9.1%	3.9%
资产减值损失	0.00	-63.46	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	14.2%	7.3%	5.0%	1.1%	1.3%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>-8.06</b>	<b>-50.09</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	净资产增长率	13.4%	-5.8%	7.7%	8.0%	7.9%
投资和汇兑收益	264.45	283.25	383.21	430.44	444.66	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>9094.33</b>	<b>9425.72</b>	<b>10190.43</b>	<b>11478.80</b>	<b>12199.58</b>	毛利率	55.7%	56.4%	58.7%	56.8%	57.1%
加:营业外净收支	18.80	-5.78	20.00	20.00	20.00	营业利润率	38.6%	40.2%	39.9%	40.0%	41.2%
<b>利润总额</b>	<b>9113.13</b>	<b>9419.94</b>	<b>10210.43</b>	<b>11498.80</b>	<b>12219.58</b>	净利率	33.8%	35.1%	35.0%	35.1%	36.1%
减:所得税	1150.59	1176.78	1276.30	1437.35	1527.45	EBITDA/营业收入	76.8%	76.0%	80.7%	78.8%	80.0%
<b>净利润</b>	<b>7234.38</b>	<b>7638.07</b>	<b>8290.87</b>	<b>9337.02</b>	<b>9922.30</b>	EBIT/营业收入	51.0%	51.1%	55.8%	54.1%	54.4%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	2509.28	1760.31	904.14	1009.28	987.08	固定资产周转天数	2017	2082	1978	2015	2158
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>-281</b>	<b>-275</b>	<b>-257</b>	<b>-236</b>	<b>-237</b>
应收账款	1771.85	1967.36	2128.95	2391.33	2470.34	流动资产周转天数	64	70	60	53	54
应收票据	27.11	3.46	7.10	7.97	8.23	应收账款周转天数	28	29	29	28	30
预付账款	51.08	81.60	52.72	61.91	63.52	存货周转天数	2	2	2	1	2
存货	49.53	44.10	46.87	55.04	56.46	总资产周转天数	2613	2891	2816	2587	2543
其他流动资产	71.19	64.03	64.03	64.03	64.03	投资资本周转天数	2413	2681	2612	2396	2347
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	10.1%	11.3%	11.5%	12.0%	11.9%
长期股权投资	3115.74	3187.04	3187.04	3187.04	3187.04	ROA	4.0%	3.9%	4.1%	4.5%	4.7%
投资性房地产	111.46	104.21	130.16	165.44	183.44	ROIC	6.2%	5.8%	6.6%	7.1%	7.3%
固定资产	135347.22	135970.91	144757.84	176482.31	178919.06	费用率					
在建工程	28807.48	40960.49	41161.04	12767.05	13168.55	销售费用率	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
无形资产	6374.68	6335.08	6165.36	6026.12	5883.97	管理费用率	2.2%	2.3%	2.2%	2.1%	2.1%
其他非流动资产	894.84	1450.87	1778.26	1778.26	1778.26	财务费用率	13.5%	11.6%	15.8%	14.1%	13.2%
<b>资产总额</b>	<b>181631.02</b>	<b>195239.27</b>	<b>204395.10</b>	<b>207955.36</b>	<b>210774.00</b>	三费/营业收入	15.9%	14.2%	18.2%	16.4%	15.5%
短期债务	4295.69	8137.26	10405.87	6354.16	2416.64	<b>偿债能力</b>					
应付账款	394.37	339.52	351.50	412.77	423.49	资产负债率	58.6%	63.8%	62.7%	60.4%	57.9%
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	负债权益比	141.8%	176.1%	168.2%	152.7%	137.4%
其他流动负债	5073.53	5027.20	5027.20	5027.20	5027.20	流动比率	0.20	0.15	0.13	0.15	0.18
长期借款	82061.25	91764.16	92708.62	92708.62	92708.62	速动比率	0.19	0.14	0.12	0.14	0.17
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	3.68	4.31	3.52	3.84	4.11
<b>负债总额</b>	<b>106525.91</b>	<b>124515.92</b>	<b>128191.45</b>	<b>125650.93</b>	<b>121986.39</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	3317.91	3394.28	4037.54	4761.96	5531.80	DPS(元)	0.18	0.18	0.20	0.22	0.23
股本	18000.00	18000.00	18000.00	18000.00	18000.00	分红比率	0.44	0.42	0.42	0.42	0.42
留存收益	18766.91	22765.62	27526.20	32902.55	38615.90	股息收益率	2.7%	2.1%	1.9%	2.1%	2.2%
<b>股东权益</b>	<b>75105.11</b>	<b>70723.34</b>	<b>76203.65</b>	<b>82304.42</b>	<b>88787.61</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	EPS(元)	0.37	0.40	0.46	0.52	0.55
净利润	7234.38	7638.07	8290.87	9337.02	9922.30	BVPS(元)	3.99	3.74	4.01	4.31	4.63
加:折旧和摊销	6082.35	5854.06	6380.62	7081.75	7596.30	PE(X)	17.8	21.6	22.6	20.1	18.9
资产减值准备	-49.00	91.68	0.00	0.00	0.00	PB(X)	1.7	2.3	2.6	2.4	2.3
公允价值变动损失	8.06	50.09	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	3215.58	2771.19	4050.37	4042.65	3922.96	P/S	5.0	6.6	7.3	6.5	6.3
投资收益	-264.45	-283.25	-383.21	-430.44	-444.66	EV/EBITDA	11.6	14.8	14.6	13.1	12.3
少数股东损益	728.17	605.08	643.26	724.42	769.83	CAGR(%)					
营运资金的变动	807.79	370.16	-615.85	1351.01	159.33	PEG	0.7	3.9	2.6	1.6	3.0
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>17760.02</b>	<b>17062.57</b>	<b>18220.21</b>	<b>21914.24</b>	<b>21728.20</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-9568.29</b>	<b>-26567.37</b>	<b>-15220.59</b>	<b>-9759.06</b>	<b>-9685.97</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-8073.00</b>	<b>8699.73</b>	<b>-3842.40</b>	<b>-12050.04</b>	<b>-12064.43</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 10 月 22 日收盘价计算)

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。