

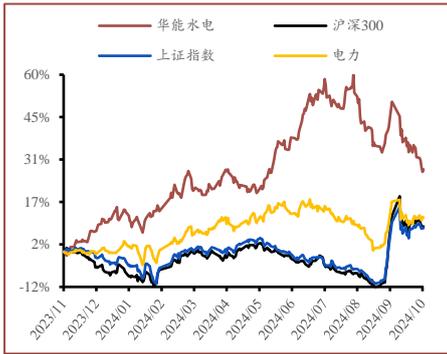
前三季度利润同比+8%，需求向好支撑电价水平

■ 证券研究报告

投资评级:增持(维持)

基本数据	2024-11-01
收盘价(元)	9.80
流通股本(亿股)	180.00
每股净资产(元)	3.22
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

1. 《新增装机投产在即，澜上基地大有可为》 2024-10-24

核心观点

- ❖ **前三季度利润同比+8%:** 2024 年前三季度，公司实现营业收入 194.18 亿元，同比+7.05%；实现归母净利润 72.26 亿元，同比+7.78%；实现扣非归母净利润 72.20 亿元，同比+7.07%。2024 年三季度，公司实现营业收入 75.37 亿元，同/环比-1.27%/+1.03%；实现归母净利润 30.56 亿元，同/环比-7.37%/-1.53%；实现扣非归母净利润 30.50 亿元，同/环比-8.27%/-1.71%。
- ❖ **Q3 来水回落带动收入略减，电力需求向好推升上网电价:** 公司 Q1/Q2/Q3 水电发电量分别同比-11.90%/+24.09%/-5.63%，三季度澜沧江流域丰枯急转叠加 3Q2023 电量基数较高，三季度水电发电量同比回落，带动三季度收入同比略减。考虑公司非发电业务占比较小，我们以营业收入除以上网电量测算上网电价，3Q2024 不含税上网电价 0.193 元/千瓦时，同比上涨 7 厘，同比增幅 3.72%。
- ❖ **参股雨汪二期项目，配套新能源实现火风光一体化:** 为缓解云南省电力电量双缺局面、承担能源保供任务，公司拟与华能国际共同出资成立华能云南雨汪二期能源有限公司，公司作为参股股东以现金出资认缴合资公司注册资本 14.504 亿元，持股比例 49%。合资公司拟投资建设 2 台 100 万千瓦超超临界煤电机组，并为雨汪煤电扩建项目配套一定规模的新能源资源，通过火风光一体化开发实现综合效益最大化。
- ❖ **投资建议:** 托巴水电站全部机组预计年内投产，硬梁包水电站预计 2025 年全面投产；公司 2024 年新能源新增装机目标 309 万千瓦，预计四季度将全力推进项目投产。四季度澜沧江流域预计来水同比偏枯，新机组投产及梯级电站蓄能有望在一定程度上对冲电量下滑。我们预计公司 2024/2025/2026 年实现营收 258.52/280.20/293.16 亿元，归母净利 81.47/91.08/97.97 亿元，以 2024 年 11 月 1 日收盘价为基准，对应 PE 分别为 21.50/19.23/17.88 倍，维持“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	25852	28020	29316
收入增长率(%)	16.73	-0.51	10.19	8.39	4.62
归母净利润(百万元)	7234	7638	8147	9108	9797
净利润增长率(%)	23.93	5.58	6.67	11.79	7.57
EPS(元)	0.37	0.40	0.45	0.51	0.54
PE	17.84	21.58	21.50	19.23	17.88
ROE(%)	10.08	11.34	10.86	11.34	11.40
PB	1.65	2.31	2.33	2.18	2.04

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 11 月 01 日收盘价计算)

内容目录

1	来水回落带动电量略减，需求向好支撑电价水平.....	3
2	盈利预测与投资建议.....	5
3	风险提示.....	5

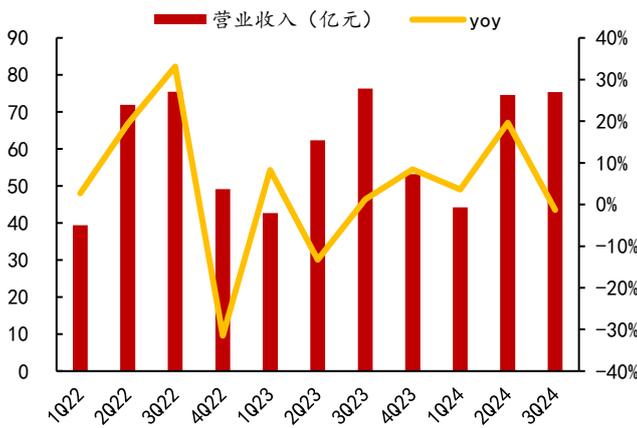
图表目录

图 1.	公司 1-3Q2024 营业收入同比+7.05%.....	3
图 2.	公司 1-3Q2024 归母净利润同比+7.78%.....	3
图 3.	1-3Q2024 公司发电量同比+3.82%.....	3
图 4.	截至 1Q2024 公司控股装机容量分电源情况.....	4

1 来水回落带动电量略减，需求向好支撑电价水平

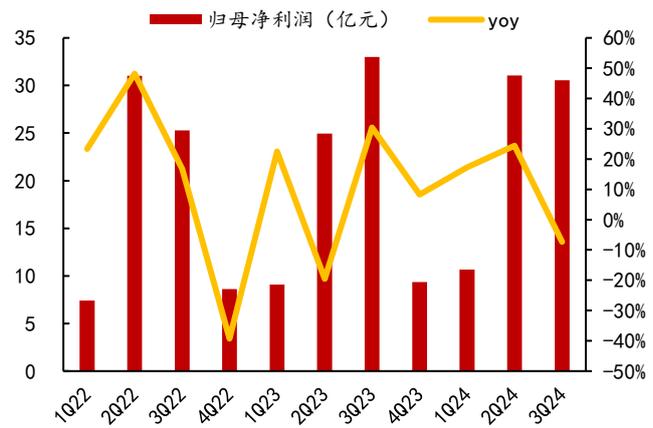
电量回落带动 Q3 收入略减，前三季度利润同比+7%。2024 年前三季度，公司实现营业收入 194.18 亿元，同比+7.05%；实现归母净利润 72.26 亿元，同比+7.78%；实现扣非归母净利润 72.20 亿元，同比+7.07%。2024 年三季度，公司实现营业收入 75.37 亿元，同/环比-1.27%/+1.03%；实现归母净利润 30.56 亿元，同/环比-7.37%/-1.53%；实现扣非归母净利润 30.50 亿元，同/环比-8.27%/-1.71%。

图1.公司 1-3Q2024 营业收入同比+7.05%



数据来源：iFind，财通证券研究所

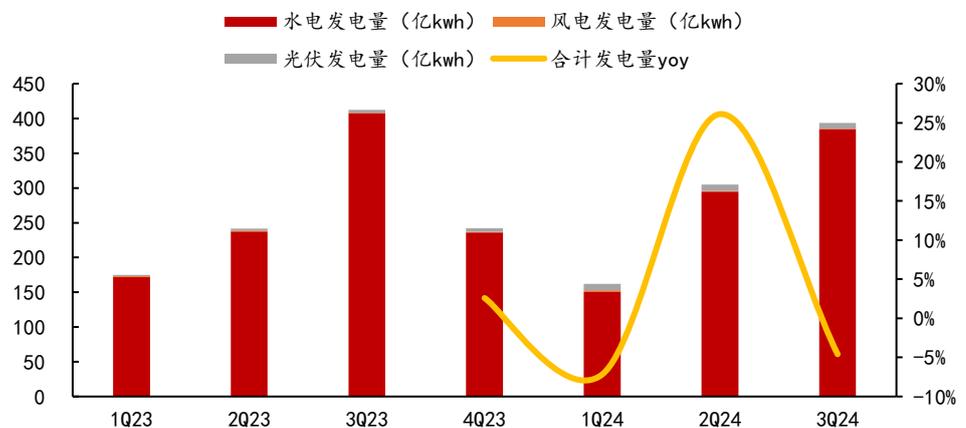
图2.公司 1-3Q2024 归母净利润同比+7.78%



数据来源：iFind，财通证券研究所

来水偏丰叠加新能源大规模投产，前三季度发电量同比+3.82%。截至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%，来水偏丰叠加新能源装机规模大幅提升，公司前三季度完成发电量 860.26 亿千瓦时，同比+3.82%。三季度来水回落，公司完成发电量 393.31 亿千瓦时，同/环比-4.59%/+29.09%；其中，水电发电量 384.68 亿千瓦时，同/环比-5.63%/+30.56%；风电发电量 0.48 亿千瓦时，同/环比+11.63%/-55.56%；光伏发电量 8.16 亿千瓦时，同/环比+98.54%/-9.13%。

图3.1-3Q2024 公司发电量同比+3.82%

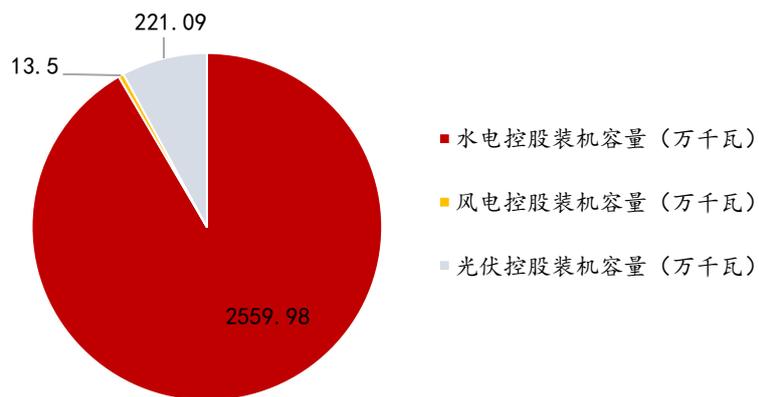


数据来源：公司公告，财通证券研究所

云南电力供需趋紧推升市场化交易电价，支撑公司上网电价上行。由于公司非发电业务占比较小，我们以营业收入除以上网电量粗略测算公司不含税上网电价，2024年三季度不含税上网电价 0.193 元/千瓦时，同比上涨 7 厘，同比增幅 3.72%。云南省内电力需求增长推升省内市场化交易电价，支撑公司综合上网电价上行。

托巴、硬梁包投产在即，新投产光伏装机贡献增量。截止 2024 年第一季度，公司已投产电站总装机容量为 2794.57 万千瓦；其中，水电装机容量 2559.98 万千瓦，风电装机容量 13.50 万千瓦，光伏装机容量 221.09 万千瓦。水电方面，托巴电站 1 号机组 2024 年 6 月投产，全部机组将于 2024 年内投产；硬梁包水电站总装机容量 111.6 万千瓦，预计全部机组将于 2025 年投产完毕。新能源方面，公司现储备项目多为光伏，预计将于四季度全力推进新项目投产，计划 2024 年新能源新增装机 309 万千瓦，十四五新增装机 1000 万千瓦。

图4. 截至 1Q2024 公司控股装机容量分电源情况



数据来源：公司公告，财通证券研究所

参股雨汪二期项目，火风光一体化保障收益。据公司近期公告，为缓解云南省电力电量双缺局面、承担能源保供任务，公司拟与华能国际共同出资成立华能云南雨汪二期能源有限公司，公司股比例 49%。合资公司拟投建云南雨汪电厂 2×100 万千瓦超超临界燃煤机组，并配套建设一定规模的新能源资源，通过火风光一体化开发实现综合效益最大化。该项目现已被列入 2024 年煤电开工项目清单。

2 盈利预测与投资建议

托巴水电站全部机组预计年内投产，硬梁包水电站预计 2025 年全面投产；公司 2024 年新能源新增装机目标 309 万千瓦，预计四季度将全力推进项目投产。预计四季度澜沧江流域来水同比偏枯，但新机组投产及梯级电站蓄能有望在一定程度上对冲电量下滑。我们预计公司 2024/2025/2026 年实现营收 258.52/280.20/293.16 亿元，归母净利 81.47/91.08/97.97 亿元，以 2024 年 11 月 1 日收盘价为基准，对应 PE 分别为 21.50/19.23/17.88 倍，维持“增持”评级。

3 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
营业收入	23581.00	23461.33	25851.51	28020.18	29315.74	成长性					
减:营业成本	10443.58	10237.65	11060.03	12086.16	12561.31	营业收入增长率	16.7%	-0.5%	10.2%	8.4%	4.6%
营业税费	437.51	436.46	480.84	521.18	545.27	营业利润增长率	26.7%	3.6%	6.2%	11.8%	7.6%
销售费用	53.56	60.07	67.21	64.45	67.43	净利润增长率	23.9%	5.6%	6.7%	11.8%	7.6%
管理费用	510.21	542.53	568.73	588.42	615.63	EBITDA 增长率	14.2%	-1.4%	14.4%	9.1%	5.8%
研发费用	184.77	187.18	206.81	224.16	234.53	EBIT 增长率	18.9%	-0.3%	17.0%	8.2%	5.2%
财务费用	3180.29	2730.46	3989.56	3955.87	3891.28	NOPLAT 增长率	18.0%	-0.1%	17.0%	8.2%	5.2%
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%	4.9%	1.3%	2.9%
加:公允价值变动收益	-8.06	-50.09	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	13.4%	-5.8%	11.8%	7.5%	7.5%
投资和汇兑收益	264.45	283.25	387.77	420.30	439.74	利润率					
营业利润	9094.33	9425.72	10013.45	11196.38	12045.24	毛利率	55.7%	56.4%	57.2%	56.9%	57.2%
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%	38.7%	40.0%	41.1%
利润总额	9113.13	9419.94	10033.45	11216.38	12065.24	净利率	33.8%	35.1%	34.0%	35.0%	36.0%
减:所得税	1150.59	1176.78	1254.18	1402.05	1508.15	EBITDA/营业收入	76.8%	76.0%	78.9%	79.4%	80.3%
净利润	7234.38	7638.07	8147.16	9107.70	9796.97	EBIT/营业收入	51.0%	51.1%	54.2%	54.1%	54.4%
资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	运营效率					
货币资金	2509.28	1760.31	944.76	975.26	4048.13	固定资产周转天数	2017	2082	1955	2064	2182
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动营业资本周转天数	-281	-275	-257	-244	-240
应收账款	1771.85	1967.36	2154.29	2335.01	2442.98	流动资产周转天数	64	70	60	54	72
应收票据	27.11	3.46	7.18	7.78	8.14	应收账款周转天数	28	29	29	29	29
预付账款	51.08	81.60	55.30	60.43	62.81	存货周转天数	2	2	2	2	2
存货	49.53	44.10	49.16	53.72	55.83	总资产周转天数	2613	2891	2784	2650	2590
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	2580	2454	2395
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	10.1%	11.3%	10.9%	11.3%	11.4%
长期股权投资	3115.74	3187.04	3187.04	3187.04	3187.04	ROA	4.0%	3.9%	4.0%	4.4%	4.6%
投资性房地产	111.46	104.21	130.16	165.44	183.44	ROIC	6.2%	5.8%	6.5%	6.9%	7.1%
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	1903.97	1903.97	1903.97	财务费用率	13.5%	11.6%	15.4%	14.1%	13.3%
资产总额	181631.02	195239.27	204606.70	207972.96	213926.83	三费/营业收入	15.9%	14.2%	17.9%	16.4%	15.6%
短期债务	4295.69	8137.26	6304.06	2858.36	2008.36	偿债能力					
应付账款	394.37	339.52	368.67	402.87	418.71	资产负债率	58.6%	63.8%	61.4%	59.1%	57.3%
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	负债权益比	141.8%	176.1%	158.7%	144.6%	134.0%
其他流动负债	5073.53	5027.20	5027.20	5027.20	5027.20	流动比率	0.20	0.15	0.15	0.17	0.30
长期借款	82061.25	91764.16	93624.45	93624.45	93624.45	速动比率	0.19	0.14	0.14	0.16	0.29
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	3.50	3.83	4.09
负债总额	106525.91	124515.92	125528.39	122943.72	122496.29	分红指标					
少数股东权益	3317.91	3394.28	4026.39	4733.02	5493.13	DPS(元)	0.18	0.18	0.19	0.21	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	27456.80	32701.10	38342.29	股息收益率	2.7%	2.1%	2.0%	2.2%	2.4%
股东权益	75105.11	70723.34	79078.31	85029.24	91430.54	业绩和估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	0.37	0.40	0.45	0.51	0.54
净利润	7234.38	7638.07	8147.16	9107.70	9796.97	BVPS(元)	3.99	3.74	4.17	4.46	4.77
加:折旧和摊销	6082.35	5854.06	6380.62	7081.75	7596.30	PE(X)	17.8	21.6	21.5	19.2	17.9
资产减值准备	-49.00	91.68	0.00	0.00	0.00	PB(X)	1.7	2.3	2.3	2.2	2.0
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	4007.16	3965.32	3901.04	P/S	5.0	6.6	6.8	6.3	6.0
投资收益	-264.45	-283.25	-387.77	-420.30	-439.74	EV/EBITDA	11.6	14.8	14.0	12.6	11.8
少数股东损益	728.17	605.08	632.11	706.63	760.11	CAGR(%)					
营运资金的变动	807.79	370.16	-257.39	820.20	248.77	PEG	0.7	3.9	3.2	1.6	2.4
经营活动产生现金流量	17760.02	17062.57	18375.39	21073.17	21667.56	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-9568.29	-26567.37	-15345.38	-9773.26	-9692.87	REP					
融资活动产生现金流量	-8073.00	8699.73	-3845.53	-11269.42	-8901.82						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 11 月 01 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。