



大唐集团旗下水电平台，业绩弹性与分红提升可期

2025年12月29日

核心观点

- 大唐旗下水电平台，盈利&分红优势兼具。**公司控股股东为中国大唐集团，实控人为国务院国资委。公司定位于大唐集团以广西区域为主的境内水电资源整合平台。截至24年末，累计装机1390.13万千瓦，其中水电、火电、风电、光伏分别为1024.04、133、87.25、145.84万千瓦。公司水电核心资产为位于红水河流域的6座梯级电站，占水电整体装机的83%。水电作为公司第一大收入和利润来源，正常年份收入贡献度超70%、毛利贡献度超85%。尽管公司盈利能力随来水波动（20-24年ROE在6.59%-17.98%），但横向对比来看多数年份仍处于可比公司中枢偏上位置；与此同时，公司现金流较为充裕，支撑领先同行的分红比例，20-24年均值高达81%，盈利&分红优势兼具。
- 水电：量增价稳与成本下行共振。**1) 电量：短期来看，25年龙滩建库以来首次蓄满，而24年水位分位数最高仅达到84%左右，我们预计公司利用小时数仍有提升空间，25Q4、26Q1电量展望积极。长期来看，红水河流域水电站已基本开发完毕，未来增量或主要来自龙滩扩建，以及南盘江八渡、怒江松塔水电站，但上述项目目前均处于前期阶段，若未来全部投产，对应装机弹性52%。2) 电价：公司水电市场化程度较低，上网电价自2021年广西取消水电让利政策以来呈现稳中有升态势。3) 成本：折旧端，我们预计龙滩、大化扩建机组机器设备折旧将于25-27年到期，岩滩扩建机组将于31-32年到期，届时有望分别释放利润总额约1.5、0.7亿元。利息费用方面，我们测算公司综合融资成本已于20年的4.28%降至24年的2.28%，较可比公司存在明显优势，若未来带息负债规模不出现大幅收缩，利息费用进一步下降的空间或较为有限。
- 现金流充裕，分红提升可期。**我们从FCFE出发探讨公司的分红提升潜力。资本开支方面，1) 我们假设25-27年公司分别新增新能源装机100、100、75万千瓦；2) 由于水电项目当前仍处于前期阶段，暂不考虑相关的资本开支；3) 考虑每年约6亿元的技改工程等其他资本开支；债务方面，我们假设基于折旧还款法进行债务偿还，且新增债务假设为资本开支的70%。基于此，我们测算公司2025-2027年理论分红比例分别为67%、74%、86%；若还款节奏更加温和、新能源资本开支有所放缓，公司理论分红比例有望进一步提升。由于公司业绩受来水波动影响，即便在分红比例较为确定的情况下，市场或仍对公司绝对分红可持续性存在一定顾虑。但复盘历史来看，在来水极度偏枯的2023年，公司通过大幅提升分红比例至129%使得每股分红金额维持在0.2元，因此，我们判断公司或亦有一定意愿维持每股分红金额的相对稳定。
- 投资建议：**预计25-27年公司分别实现归母净利润29.3、31.0、33.7亿元，yoy+28.5%、+5.7%、+8.5%。可比公司2026年wind一致预期PE、PB分别为16.09x、1.87x，低于公司的18.19x和2.73x，但考虑到公司盈利能力与分红比例均较为突出，估值或仍有提升空间。绝对估值法下，我们预计公司合理每股价值区间为7.45-10.76元，中枢值8.87元。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 风险提示：**来水波动的风险，电价超预期变化的风险，在建&拟建项目推进不及预期的风险等。

桂冠电力 (股票代码: 600236)

推荐 首次评级

分析师

陶贻功

☎: 010-80927673

✉: taoyigong-yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030001

梁悠南

☎: 010-80927656

✉: liangyounan-yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523070002

研究助理: 马敏

✉: mamin-yj@chinastock.com.cn

市场数据

2025年12月29日

股票代码	600236
A股收盘价(元)	7.16
上证指数	3,965.28
总股本(万股)	788,238
实际流通A股(万股)	788,238
流通A股市值(亿元)	564

相对沪深300表现图

2025年12月29日



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	9,598	10,117	10,707	11,317
收入增长率%	18.63	5.40	5.84	5.69
归母净利润(百万元)	2,283	2,934	3,102	3,367
利润增长率%	86.26	28.51	5.71	8.53
分红率%	70.77	70.77	70.77	70.77
毛利率%	44.70	49.70	49.40	50.39
摊薄 EPS(元)	0.29	0.37	0.39	0.43
PE	24.72	19.23	18.19	16.76
PB	2.99	2.86	2.73	2.61
PS	5.88	5.58	5.27	4.99

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

目录

Catalog

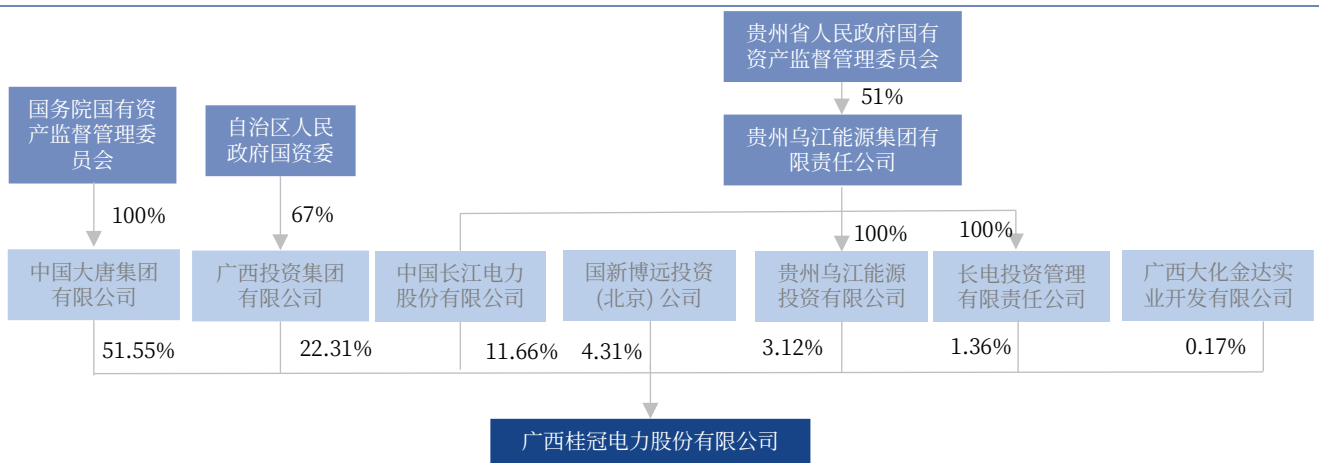
一、大唐集团旗下水电平台，盈利&分红优势兼具.....	4
(一) 大唐集团旗下水电平台，坐拥红水河流域优质资产.....	4
(二) 水电主业盈利能力优异，分红比例同行业领先.....	6
二、水电：量增价稳与成本下行共振.....	9
(一) 电量：短期看利用小时修复，长期在建项目贡献可观弹性.....	9
(二) 电价：市场化程度低，电价稳中有升.....	13
(三) 成本：折旧到期释放利润增量，利息费用压降的贡献或边际放缓.....	14
三、新能源：存量项目盈利保障程度较高，装机成长性可期.....	17
四、火电：关注容量电价和辅助服务收益的持续兑现.....	20
五、现金流充裕，分红提升可期.....	22
六、投资建议与估值.....	24
(一) 盈利预测.....	24
(二) 相对估值.....	25
(三) 绝对估值.....	26
七、风险提示.....	28

一、大唐集团旗下水电平台，盈利&分红优势兼具

(一) 大唐集团旗下水电平台，坐拥红水河流域优质资产

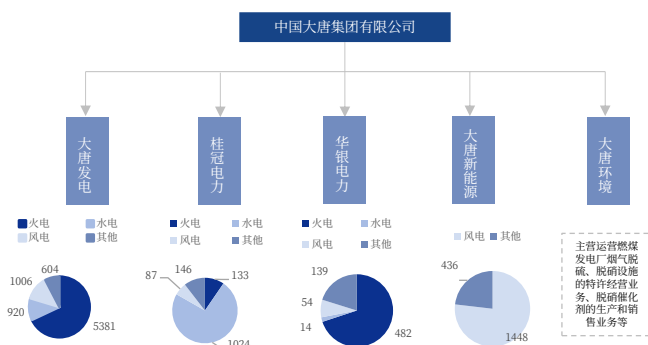
大唐集团旗下水电平台，深耕广西区域。公司控股股东为中国大唐集团，实控人为国务院国有资产监督管理委员会。截至 25Q3 末，大唐集团持有公司 51.55% 的股份，广西投资集团、长江电力分别为公司第二、第三大股东，持股比例 22.31%、13.02%。大唐集团旗下共有 5 家上市公司，分别为大唐发电、桂冠电力、华银电力、大唐新能源、大唐环境，我们对各家公司的装机结构进行梳理，其中大唐发电、华银电力以火电为主，桂冠电力以水电为主，大唐新能源以风电为主，大唐环境主营环保业务。从各上市平台的水电资产区域分布来看，大唐发电聚焦四川、重庆、云南等地，桂冠电力着重布局广西省，华银电力以湖南省为主，各家之间不存在直接竞争，结合大唐集团所做承诺，我们认为公司作为集团以广西区域为主的境内水电资源整合平台的地位较为稳固。

图1：公司股权结构（截至 25Q3 末）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图2：大唐集团上市公司梳理（单位：万千瓦）



资料来源：大唐集团官网、大唐集团公告、下属各上市平台公告、中国银河证券研究院

注：其他主要指光伏发电等。

图3：各上市平台水电资产区域分布（单位：万千瓦）

地区	桂冠电力	华银电力	大唐发电
河北			3.85
内蒙古			9.00
重庆			291.49
四川	43.6		380.12
青海			19.00
安徽			18.40
黑龙江			3.30
广西	919.32		
湖北	10		
贵州	18		
云南	33.12		195.30
湖南		14	
合计	1024.04	14	920.45

资料来源：桂冠电力、华银电力、大唐发电公告，中国银河证券研究院
注：大唐发电数据为基于发电量和利用小时数计算值。

公司发电业务区域布局以广西为主，红水河流域优质水电为公司核心资产。截至 2024 年末，公司装机规模为 1390.13 万千瓦，其中水电 1024.04 万千瓦、火电 133 万千瓦、风电 87.25 万千瓦，

光伏 145.84 万千瓦。

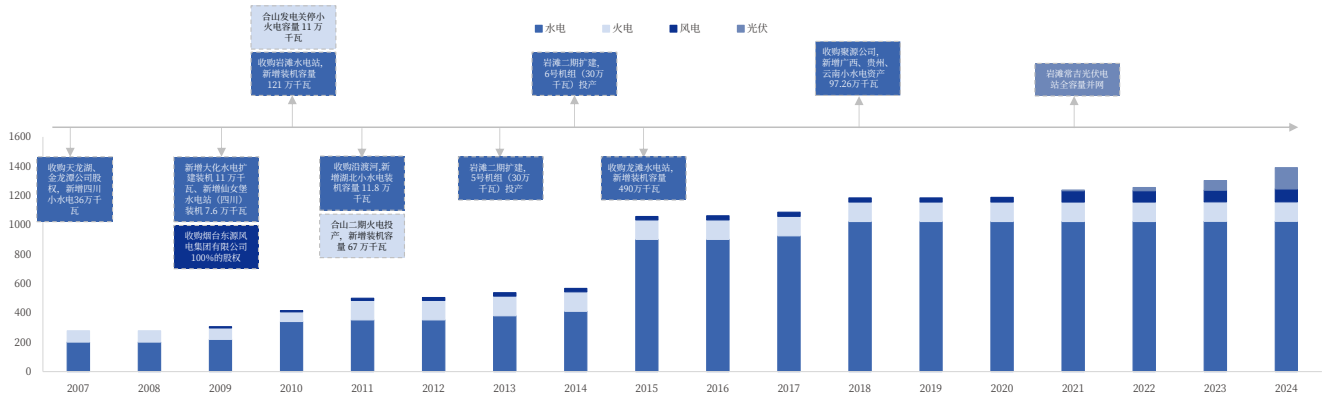
水电：主要分布在广西、四川、湖北、贵州、云南 5 省，其中广西占比约 90%，核心资产为红水河流域 6 座梯级电站（平班、龙滩、岩滩、大化、百龙滩、恶滩/乐滩），装机占比 83%。回顾公司水电装机变化历程，收购和自建双线并行，核心资产岩滩、龙滩以及四川、湖北、贵州、广西、云南小水电均通过收购获得。

火电：全部位于广西省，近年来装机维持在 133 万千瓦，包括 2004 年投产的 2 台 33 万千瓦机组和 2011 年投产的 1 台 67 万千瓦机组。

风电：布局始于 2009 年收购烟台东源风电集团有限公司 100% 股权。截至 2024 年末，公司风电累计装机 87.25 万千瓦，其中广西、山东、贵州分别为 39.85、18.6、28.8 万千瓦。

光伏发电：起步较晚，于 2021 年实现装机零的突破，但增长较快，截至 2024 年末累计装机 145.84 万千瓦，其中广西、四川、湖北、山西分别为 122.55、0.29、5、18 万千瓦。

图4：公司装机容量变化（单位：万千瓦）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

表1：公司水电装机梳理

电厂名称	持股比例	电站	所在区域	在役装机（万千瓦）
龙滩公司水电厂	100%	龙滩	广西	490
岩滩公司水电厂	70%	岩滩	广西	181
桂冠大化水电厂	-	大化	广西	56.6
桂冠百龙滩水电厂	-	百龙滩	广西	19.2
桂开公司水电厂	52%	乐滩	广西	60
平班公司水电厂	63%	平班	广西、贵州	40.5
川汇公司水电厂	100%	天龙湖	四川	18
		金龙潭	四川	18
		仙女堡	四川	7.6
沿渡河公司水电厂	65%	坪铎	湖北	3
		石柱河	湖北	4.5
		四方寨	湖北	2.5
得荣公司水电厂	51%	去学	云南	24.6
深圳分公司水电厂	-	大田河	贵州	10
		中山包	贵州	4
		白水河	贵州	4
广源分公司水电厂	-	西津等	广西	72.02

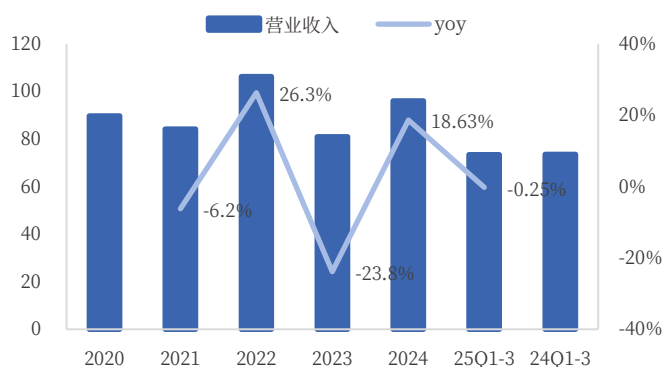
香电公司水电厂	73.93%	格登	云南	8.52
		岗一	云南	
		吉岔	云南	
合计				1024.04

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

(二) 水电主业盈利能力优异，分红比例同行业领先

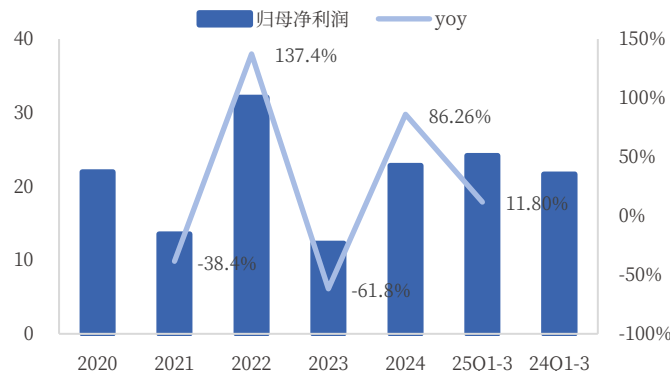
水电为公司主要收入来源，25Q1-3 来水改善驱动利润增长。水电为公司第一大收入来源，复盘来看，除来水极度偏枯的 2023 年外，水电业务对公司收入的贡献度均在 70% 以上。由于公司火电机组均位于广西境内，且水电在消纳顺序上优先于火电，因此公司火电和水电收入呈现出此消彼长的关系，受此影响，火电业务收入占比在 13%-25% 区间波动。新能源方面，随着近年装机持续增长，2024 年风电、光伏对公司收入的贡献分别达到 10%、4%。在 2023 年低基数背景下，2024、25Q1-3 来水改善使得公司同期水电发电量同比分别增长 44.94%、21.93%，但火电由于出力受到挤出，发电量同比分别减少 47.02%、55.46%，二者共同影响下，公司收入同比+18.63%、-0.25% 至 95.98、73.35 亿元，归母净利润同比+86.26%、+11.80% 至 22.83、24.19 亿元。

图5：公司营收&同比增速（亿元）



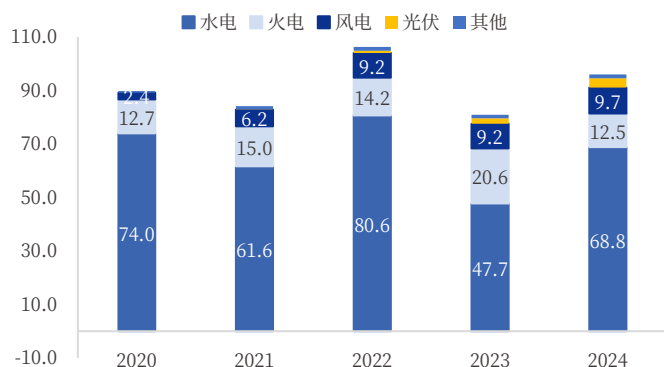
资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图6：公司归母净利润&同比增速（亿元）



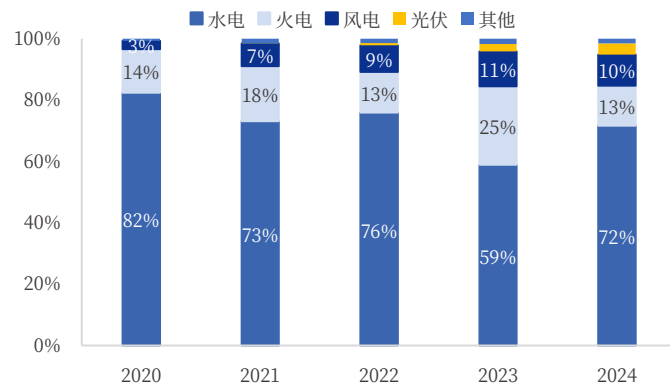
资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图7：公司营收构成（亿元）



资料来源：Wind、公司公告、中国银河证券研究院

图8：公司各业务营收占比



资料来源：Wind、公司公告、中国银河证券研究院

水电盈利能力优异，常规情境下毛利占比超过 85%。公司水电业务毛利率受来水丰枯影响在年

度间存在一定波动性，但极端条件下（如 2023 年），毛利率仍能维持在 40%左右的水平，其他年份均超过 50%，从而使得水电业务对公司毛利的贡献度较为可观，剔除 2023 年数据后占比均在 85%以上。公司火电业务自 2021 年以来在煤价和利用小时数的双重影响下，毛利率始终为负。风电方面，由于近年来新增装机相对克制，2021-2024 年毛利率基本维持在 50%左右，常规条件下毛利占比约 10%（剔除 2023 年）。光伏方面，装机扩张较快叠加电价下行，毛利率已由 2022 年的 62% 降至 24 年的 36%，对公司整体毛利的贡献有限。2024、25Q1-3 得益于水电收入和盈利改善，公司整体毛利率同比分别提升 14.6、0.5pct 至 44.7%、49.4%。

图9：公司分业务毛利率

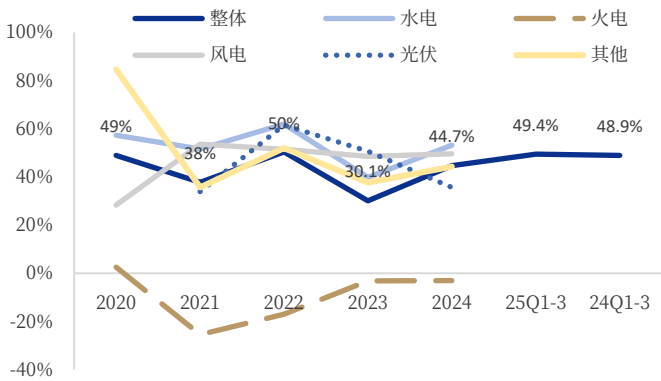
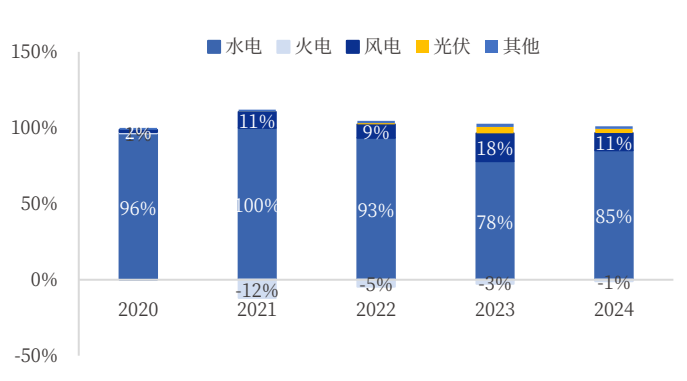


图10：公司各业务毛利占比



资料来源：Wind、公司公告、中国银河证券研究院

资料来源：Wind、公司公告、中国银河证券研究院

费用管控良好，期间费用率整体呈下行态势。公司期间费用以管理费用和财务费用为主，不考虑 2023 年因收入大幅下滑导致的暂时性攀升，公司期间费用率由 2020 年的 14.9% 持续下降至 2024 年的 9.4%，25Q1-3 进一步降至 8.6%，其中财务费用率的贡献尤为显著。进一步拆分来看，公司利息费用近年来持续压降，由 2020 年的 10.08 亿元下降至 2024 年的 5.39 亿元，复合增速-14.5%。

图11：公司期间费用率

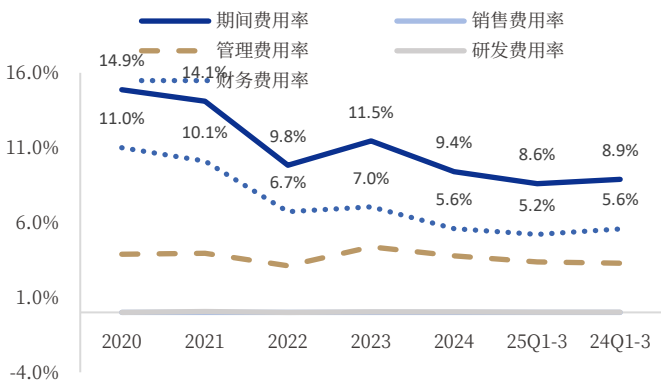
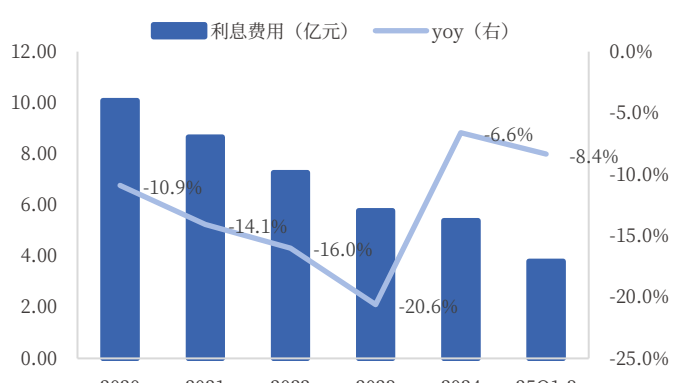


图12：公司利息费用及同比增速

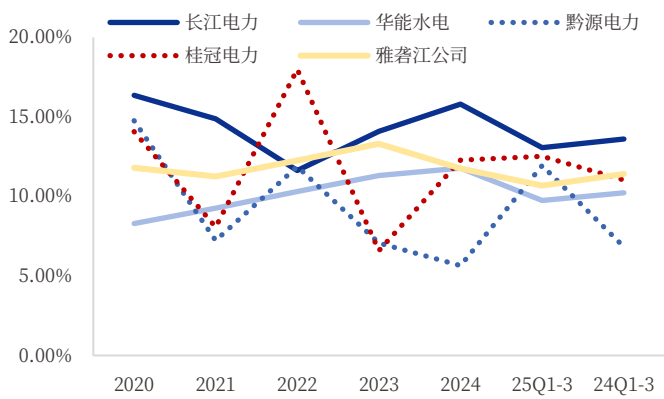


资料来源：Wind、中国银河证券研究院

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

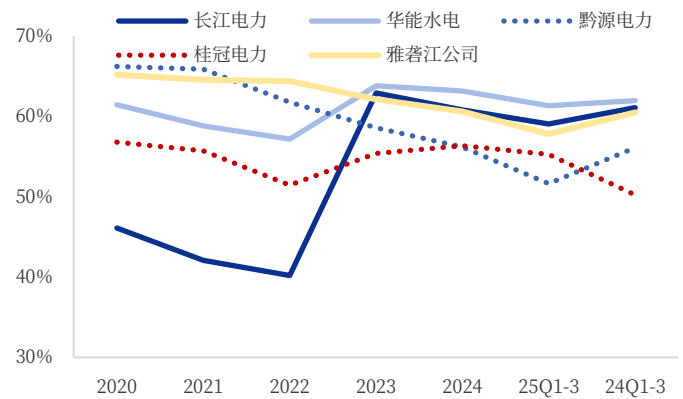
盈利能力有所波动，但多数年份处于可比公司中枢偏上水平。公司 ROE 随来水丰枯有所波动，2020-2024 年处于 6.59%-17.98% 区间内。横向对比来看，若剔除 2023 年数据，公司 ROE 在可比公司中处于中枢偏上位置；在此基础上，考虑到公司资产负债率低于多数可比公司，我们认为公司整体盈利能力较为强劲，而这在一定程度上得益于公司较高的总资产周转率，预计主要系电站投产时间较长，折旧计提比例较高所致。

图13: 公司及可比公司 ROE



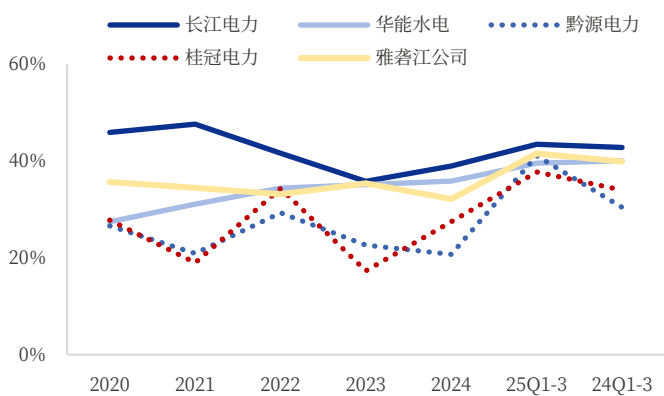
资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图14: 公司及可比公司资产负债率



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

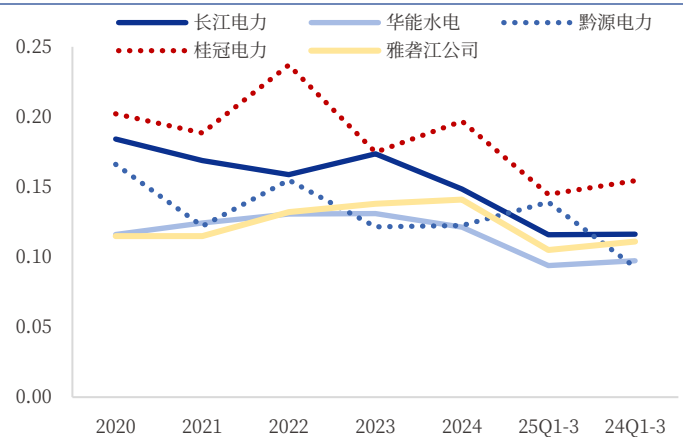
图15: 公司及可比公司净利润率



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

注: 川投能源利润主要来源于投资收益, 净利润率数值较大, 此处未展示。

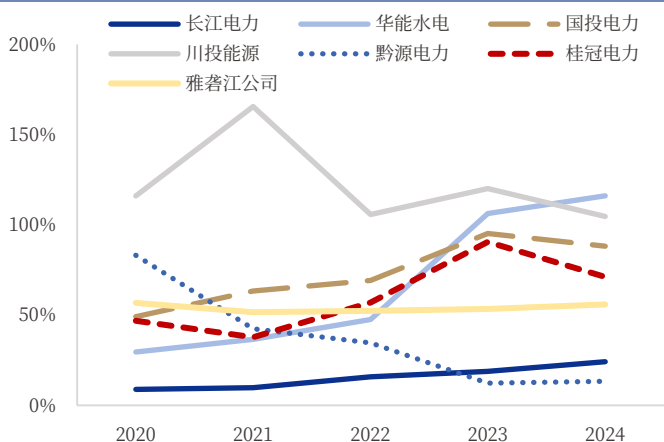
图16: 公司及可比公司总资产周转率



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

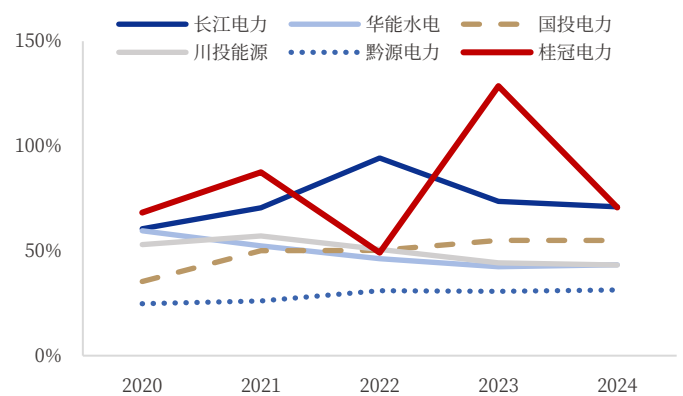
现金流充裕, 分红比例同行业领先。考虑经营性现金流主要用于资本开支、还本付息和分红, 公司资产负债率处于同行业较低水平, 叠加综合融资成本较低(见后文分析), 预计还本付息压力不大。在此基础上, 我们观察到公司资本开支处于同行业中枢水平, 亦较为可控。综上所述, 我们认为公司现金流较为充裕, 支撑其领先同行的分红比例, 2020-2024 年均值高达 81%。

图17: 公司及可比公司资本开支/经营性净现金流



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图18: 公司及可比公司分红比例



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

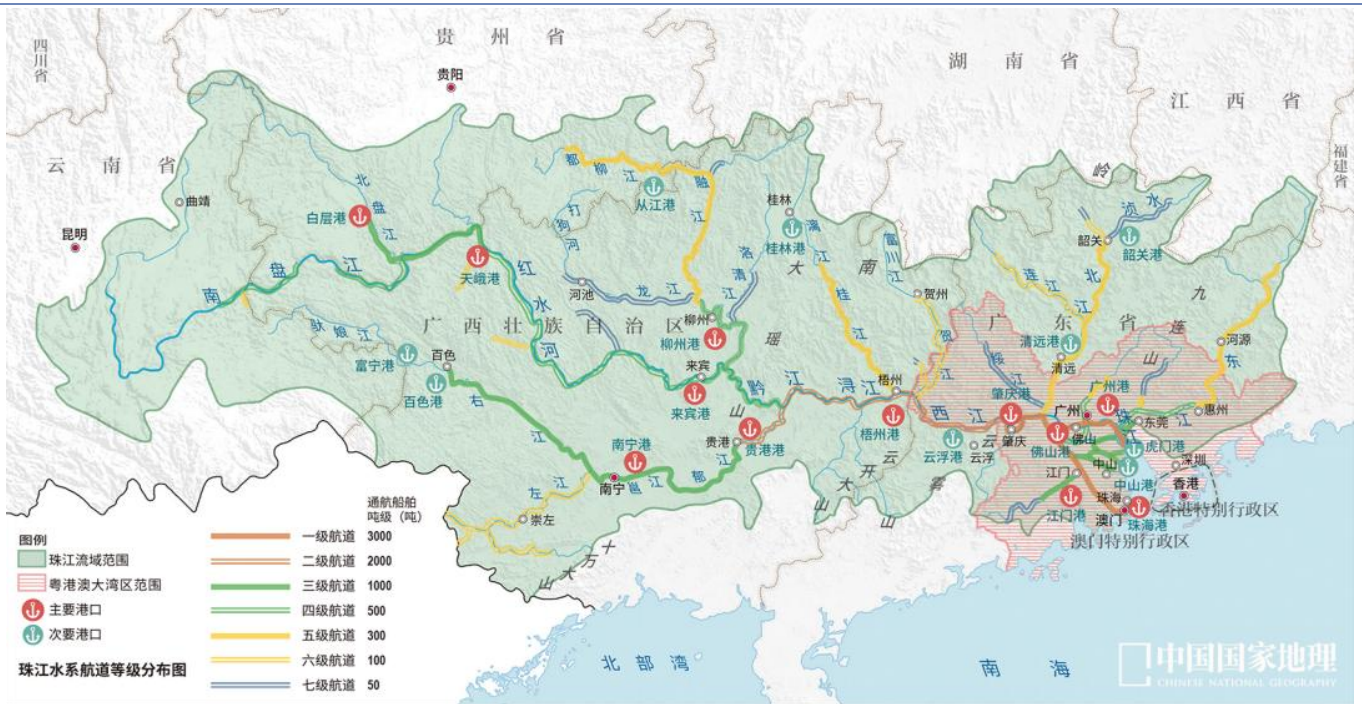
二、水电：量增价稳与成本下行共振

(一) 电量：短期看利用小时修复，长期在建项目贡献可观弹性

1. 装机：规划项目可贡献装机弹性 52%，但尚处于前期阶段

公司核心资产位于红水河流域，可开发水能资源 1300 万千瓦。如前所述，红水河 6 座电站占公司水电装机的 83%，为公司核心资产。红水河为我国十三大水电基地之一，为珠江流域西江干流的中游河段，其上游称南盘江，发源于云南省沾益县，流经黔、桂边界的蔗香村与北盘江汇合后即称红水河。红水河在天峨县进入广西境内，至象州县石龙三江口处与柳江汇合后以下称黔江。根据 1981 年国务院《关于加快开发红水河》的指示，红水河水量丰沛，落差集中，水能资源约占全广西水能资源蕴藏量的一半，可开发的水能资源达 1300 万千瓦，年发电量 500 亿 kwh 左右。

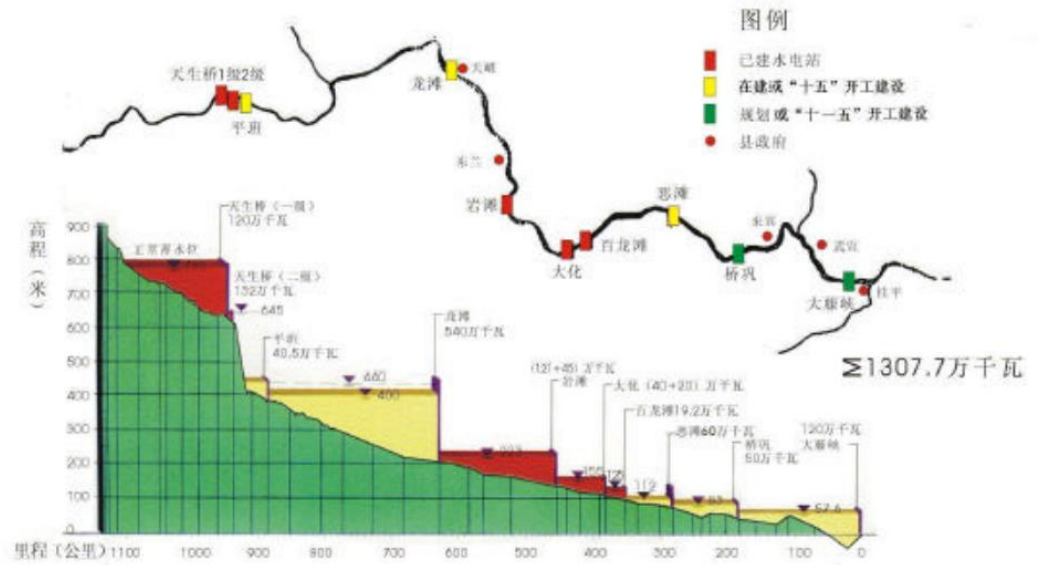
图19：珠江水系示意图



资料来源：中国国家地理、中国银河证券研究院

红水河流域共规划 10 座梯级电站，其中公司拥有 6 座。1980 年 3 月由广西水利电力规划小组办公室编制并上报《红水河综合利用规划报告》，1981 年经国家能委、国家计委联合审查，并经国务院批准，确定十级开发方案，建设天生桥一级、天生桥二级、平班、龙滩、岩滩、大化、百龙滩、恶滩、桥巩、大藤峡 10 座电站。其中，天生桥一级、二级、桥巩、大藤峡电站开发运营权分别归属广东省能源集团、南方电网调峰调频发电有限公司、广西能源集团、广州华南水资源投资公司等，剩余 6 座电站由公司开发运营。

图20: 红水河梯级开发示意图



资料来源: 公司公告、中国银河证券研究院

表2: 红水河流域十级电站梳理

电站	装机 (万千瓦)	业主 (数字为持股比例)	投产时间	
天生桥一级	120	天生桥一级水电开发有限责任公司 (广东省能源集团有限公司 50%)	1998 年 12 月 28 日首台机组发电	
天生桥二级	132	天生桥二级水力发电有限公司 (南方电网调峰调频发电有限公司 75%)	1992 年首台机组发电	
平班	40.5	桂冠电力	2004 年底第一台机组投产发电	
龙滩	490		2007 年 5 月 21 日首台机组投产发电, 2008 年 12 月 23 日 7 台机组全部投入发电运行	
岩滩	121		1992 年第一台机组投产, 1995 年 4 台机组全部投产发电	
岩滩二期	60		2014 年 6 月 20 日, 扩建工程两台机组全部投产发电	
大化	45.6		1983 年 12 月 1 日第一台机组并网发电, 1985 年 6 月第一期工程 4 台机组全部建成投产	
大化二期	11		2009 年 6 月 30 日, 扩建机组 5# 机投产发电	
百龙滩	19.2		分别于 1998 年 9 月、1999 年 2 月和 5 月投产发电	
恶滩 (乐滩)	60		2004 年 12 月 20 日首台机组正式并网发电, 第四台机组于 2005 年 12 月 24 日投产发电	
桥巩	50		广西广投能源有限公司桥巩水电站分公司 (广西能源集团有限公司)	2009 年, 8 台机组全部投产发电
大藤峡	120		广西大藤峡水利枢纽开发有限责任公司 (广州华南水资源投资有限公司 46%、广西投资集团有限公司 34%)	2023 年 9 月 2 日, 最后一台机组正式投产发电
合计	1269.3			

资料来源: 中国电力新闻网、国务院国资委、央视网、广西新闻网、天眼查等, 中国银河证券研究院

红水河流域水电站已基本开发完毕，未来增量或主要来自龙滩扩建。红水河流域水电站普遍开发较早，具体到公司所属的6座电站，分别于1983-2014年间投运。展望未来，公司所属龙滩电站在一期工程建设时已充分考虑了8号、9号机组建设要求，具备扩建条件。根据《广西红水河龙滩水电站8、9号机组建设工程环境影响报告书（征求意见稿）第二次信息公示》¹，8、9号机组投产后可增加电站装机容量140万千瓦；工程施工总工期18个月，筹建期21个月，工程静态投资15.66万元。

除红水河流域外，公司在南盘江、怒江流域亦有水电项目规划。

1) 南盘江-八渡水电站：八渡水电站坝址位于南盘江干流广西区田林县和贵州省册亨县的界河上，是《南盘江平班-红水河龙滩河段梯级补充规划报告》规划新增的梯级。电站装机容量34万千瓦，多年平均发电量12.75亿度，预计总投资44亿元。

2) 怒江-松塔水电站：是怒江中下游“两库十三级”梯级规划的龙头水库电站，位于滇藏省界上游7公里的西藏察隅县境内，电站总装机容量360万千瓦，预算数400亿元。

上述水电站目前均处于项目前期阶段，若未来全部投产，可贡献装机弹性52%。截至25H1末，公司龙滩水电站8#、9#调峰机组、南盘江八渡项目、西藏怒江松塔水电站项目在建工程余额分别为0.46、0.54、6.54亿元，占总投资额的3.0%、1.2%、1.6%，均处于项目前期阶段。若未来均能全容量投产，以公司24年末水电装机1024.04万千瓦为基数，对应弹性52%。

表3：公司在建水电项目

电站名称	所属流域	投资额（亿元）	截至25H1末在建工程余额（亿元）	装机容量（万千瓦）	单位投资（元/kw）
松塔水电站	怒江	400.00	6.54	360	11111
八渡水电站	南盘江	44.00	0.54	34	12941
龙滩水电站8#、9#调峰机组	红水河	15.66	0.46	140	1119
合计		459.66		534	

资料来源：公司公告、黔西南州人民政府网站、罗甸县人民政府网站、中国银河证券研究院

2.利用小时：2025年龙滩建库以来首次蓄满，利用小时仍存修复空间

公司所属红水河流域电站调节性能较好，有利于平抑来水波动。我们梳理了代表性水电公司下属电站的调节能力（仅统计具备季及以上调节能力的电站），公司所属红水河6座电站中，龙滩和岩滩均为年调节电站，调节库容共计127.1亿立方米，横向对比来看，远好于大渡河，次于雅砻江、澜沧江、长江电力（金沙江下游、长江中上游）。较强的调节能力有助于公司平抑来水的丰枯波动，提高水能利用率，增发电量。

表4：代表性水电公司所属电站调节性能

流域	对应上市公司	调节性水电站	装机容量/万千瓦	调节能力	调节库容/亿立方米
金沙江下游、长江中上游	长江电力	乌东德	1020	季调节	30
		白鹤滩	1600	年调节	104
		溪洛渡	1386	年调节	64.6
		向家坝	640	季调节	9
		三峡	2250	季调节	165

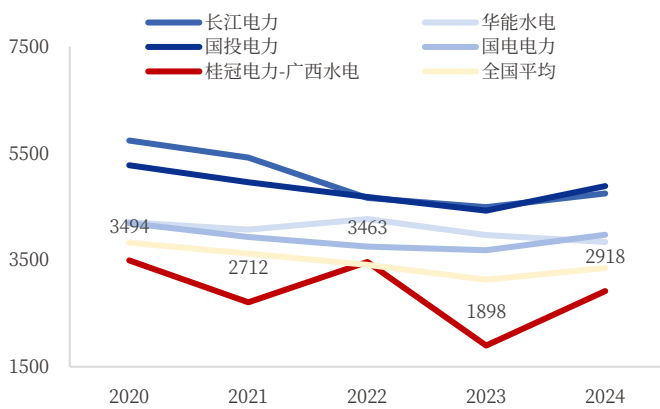
¹https://www.gzluodian.gov.cn/zfbm/qnzsthjjldfj_5757544/zfxgk_5756897/fdzdgnr_5756900/hjbh_5758871/202312/t20231201_83167839.html

		合计	6896		372.6
雅砻江	国投电力/川投能源	两河口	300	多年调节	65.6
		锦屏一级	360	年调节	49.11
		二滩	330	季调节	33.7
		合计	990		148.41
澜沧江	华能水电	小湾	420	多年调节	100
		糯扎渡	585	多年调节	113.35
		合计	1005		213.35
大渡河	国电电力	猴子岩	170	季调节	3.87
		瀑布沟	360	季调节	38.82
		合计	530		42.69
红水河	桂冠电力	龙滩	490	年调节	111.5
		岩滩	181	年调节	15.6
		合计	671		127.1

资料来源：长江电力价值手册、全国水雨情信息网、四川省国资委、中国能源网、中国银河证券研究院

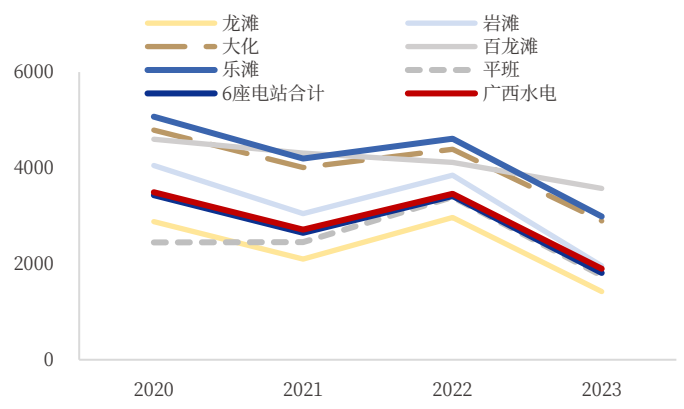
公司利用小时波动较大，且整体低于可比公司。公司利用小时数波动趋势和可比公司基本保持一致，但是年度间的波动性更大，我们预计或主要受河流补给特征影响，如雅砻江、澜沧江等均有一定比例的地下水/融雪补给，红水河则受降水的影响更大。2020-2024年，公司广西水电的利用小时数在 1898-3494h 间波动，但整体低于可比公司水平。考虑到 2023 年及以前，公司披露分电站的发电量数据，我们对公司广西水电的利用小时做进一步细化，可以发现：1) 红水河 6 座电站的利用小时和公司广西水电的利用小时接近；2) 红水河 6 座电站中，岩滩、大化、百龙滩、乐滩 4 座电站受益于龙滩强大的调节性能，利用小时数处于相对较高水平；平班电站处于龙滩上游，但近年利用小时接近公司广西水电平均值；基于此，我们判断公司广西水电利用小时较低主要受龙滩电站影响；而龙滩电站为了充分利用丰水期来水，设计利用小时数仅约 3000h（基于装机容量 630 万千瓦、年发电量 187 亿千瓦时测算²）。

图21：公司及可比公司利用小时数（h）



资料来源：各公司公告、Wind、中国银河证券研究院

图22：公司利用小时数拆分（h）

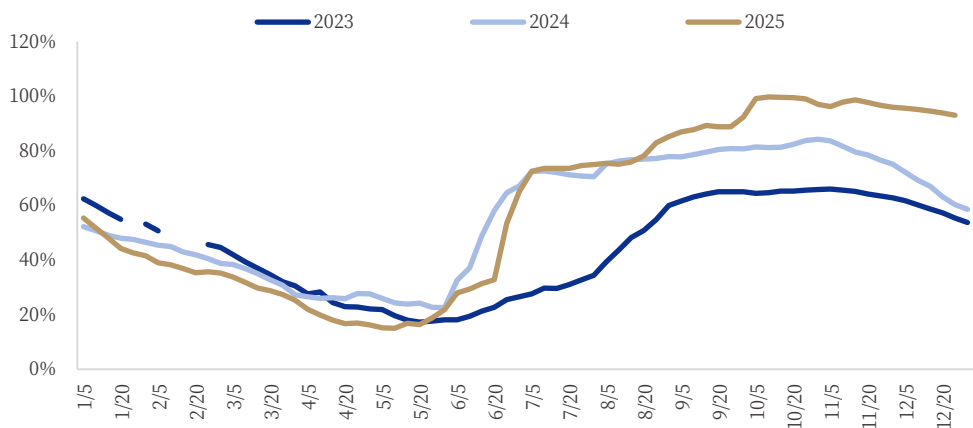


资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

²https://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MzU4NTA2MDYzMw==&mid=2247487431&idx=1&sn=24492c31436eee3c2b7128d540c55255&chksm=fd9117b1cae69ea745a58318ce2cb2ea9a93d5df7dfb6458c7f8a1d96174493df9cd9e012c05&scene=27

2025年龙滩建库以来首次蓄满，公司利用小时数仍有提升空间，25Q4、26Q1电量展望积极。
 根据公司官方微信公众号，2025年10月12日，公司所属龙滩水电站迎来历史性时刻：自电站投产以来首次拦蓄洪尾至375米正常蓄水位³，而2024年水位分位数最高仅达到84%左右。基于此，我们认为公司利用小时数仍存修复空间，对公司25Q4、26Q1水电发电量持乐观展望。

图23：龙滩水电站水位分位数

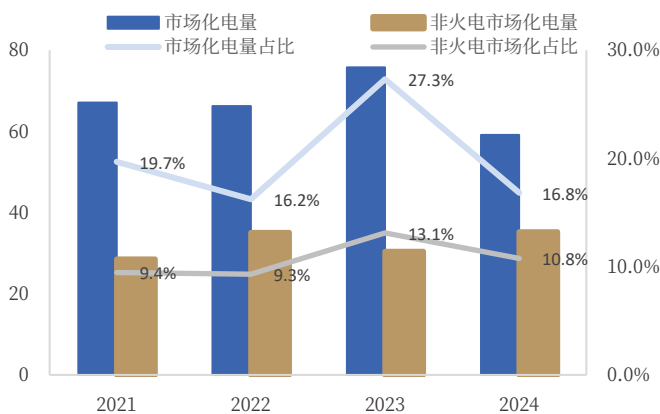


资料来源：贵州省南北盘江红水河航道管理局、中国银河证券研究院
 注：水位分位数 = (水位 - 死水位) / (正常蓄水位 - 死水位)。

(二) 电价：市场化程度低，电价稳中有升

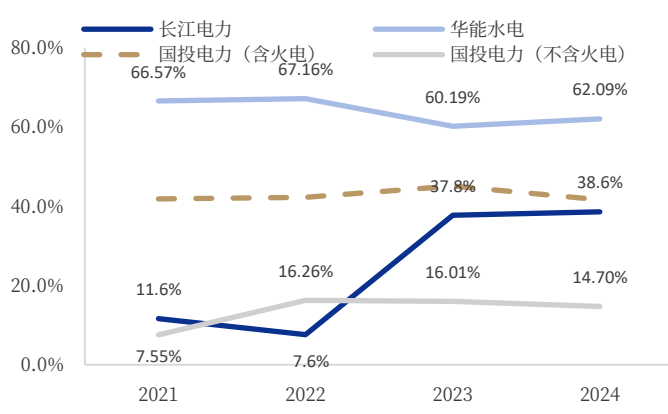
公司水电市场化程度较低。2021-2024年，公司市场化电量占比在16.2%-27.3%区间内波动。考虑发改价格〔2021〕1439号文提出“燃煤发电量原则上全部进入电力市场”，我们假设公司火电电量100%市场化，倒算水电+新能源市场化电量占比仅为9.3%-13.1%，相较可比公司华能水电、长江电力等而言处于较低水平；预计公司水电市场化电量或主要由云南、四川等水电市场化程度较高省份贡献。

图24：公司市场化电量占比（亿kwh）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

图25：可比公司市场化电量占比



资料来源：各公司公告、中国银河证券研究院

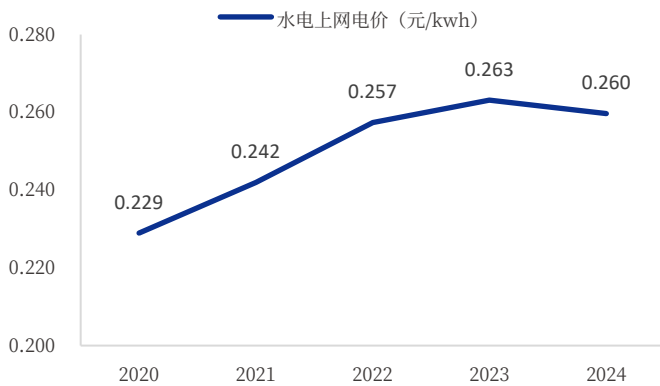
注：假设火电100%市场化从而得到国投电力（不含火电）的市场化电量占比。

上网电价稳中有升，横向对比来看处于可比公司中枢偏上位置。据公司披露，2020-2024年，公司上网电价处于0.229-0.263元/kwh区间，其中，2021、2022年提升幅度较大，主要系2021年广西取消了丰水期降价10%、高能耗补贴、10千伏用户补贴等多项水电减利政策；其余年份波动或

³ <https://mp.weixin.qq.com/s/oRZnRHsy34gX2ihr67qItQ>

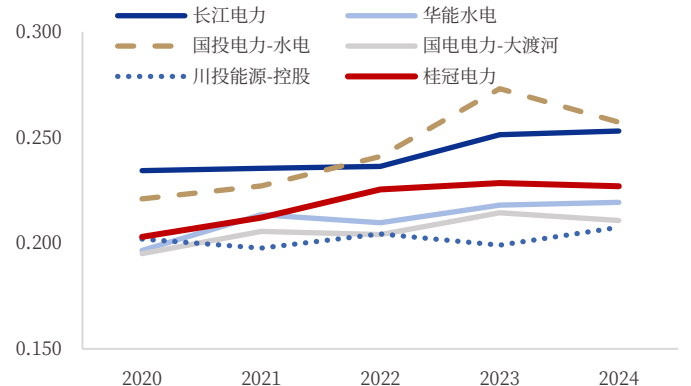
主要受电量结构影响。横向对比来看，公司水电度电收入处于可比公司中枢偏上位置，仅次于高外送占比的国投电力和长江电力，而公司除龙滩水电站所发电量的 50%外送至广东电网外，其他电站所发电量均就地消纳。

图26：公司水电上网电价



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

图27：公司&可比公司度电收入（元/kwh）

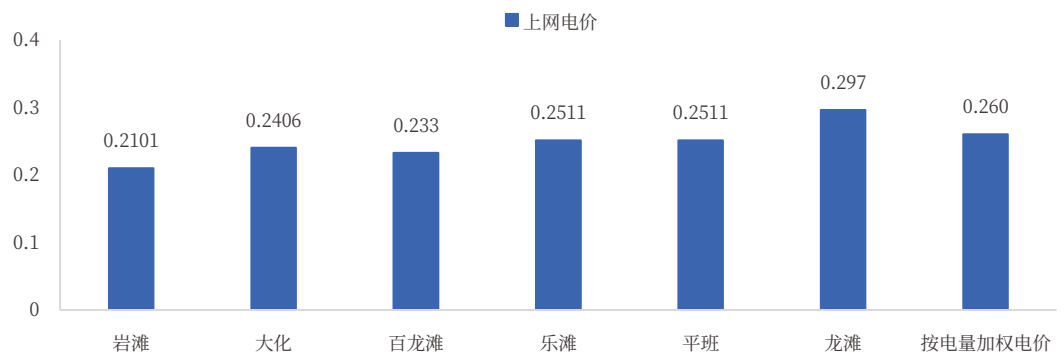


资料来源：各公司公告、中国银河证券研究院

核心资产红水河流域 6 座电站上网电价自 2019 年执行至今，与水电整体上网电价基本相当。

根据《广西壮族自治区发展和改革委员会关于降低一般工商业电价的通知》（桂发改价格〔2019〕524号），因增值税税率降低到 13%，相应调整广西区内水电企业上网电价，公司所属的岩滩、大化、百龙滩、乐滩、平班电站上网电价分别调整为 0.2101、0.2406、0.233、0.2511、0.2511 元/kwh。龙滩方面，根据发改价格（2009）2926 号文规定，考虑外送广东和本地消纳后，其综合上网电价为 0.307 元/kwh，在此基础上，考虑增值税率变化，我们测算现行电价约为 0.297 元/kwh。综上，我们测算公司所属红水河 6 座电站的综合上网电价（按 2023 年发电量加权）为 0.260 元/kwh，与 2023 年水电上网电价 0.263 元/kwh 相近。

图28：公司所属红水河 6 座电站上网电价（元/kwh）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

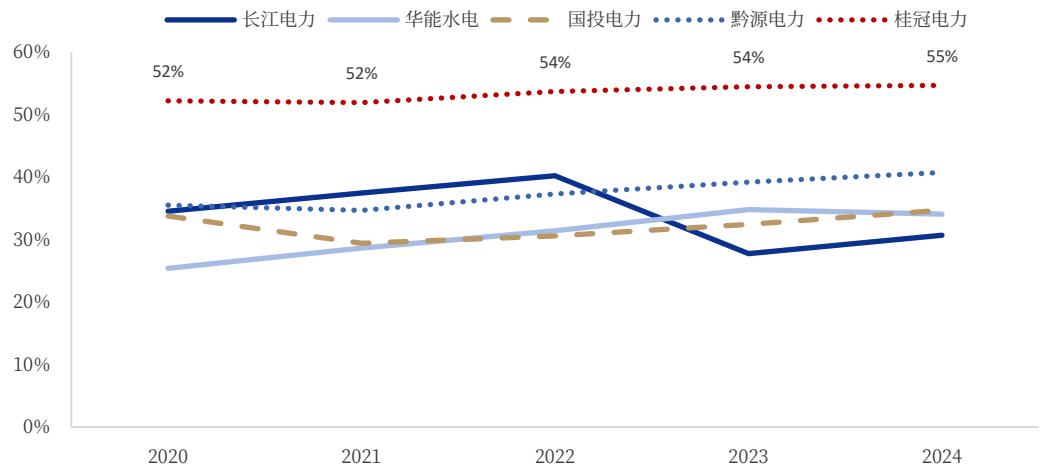
注：2024 年公司不再披露分电站发电量，所以采用 2023 年电量数据进行加权。

（三）成本：折旧到期释放利润增量，利息费用压降的贡献或边际放缓

1. 折旧：龙滩，大化、岩滩扩建机组机器设备折旧将陆续到期，贡献利润增量

公司水电站普遍投产较早，折旧计提比例高于可比公司。公司所属红水河 6 座电站，除岩滩扩建机组外，其余均在 2010 年以前投运。我们以固定资产累计折旧/固定资产原值衡量各家公司的折旧计提程度，可以发现，桂冠电力以 55% 领先其他水电公司。

图29：公司&可比公司固定资产累计折旧/固定资产原值



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

展望未来，龙滩，大化、岩滩扩建机组机器设备折旧将陆续到期，贡献利润增量。公司此前水电机组发电设备折旧年限为 15 年，水电大坝为 45 年；2021 年，公司将上述折旧年限分别调整为 18 年和 50 年，自 2021 年 4 月 1 日起执行。我们基于公司水电站的投产时间，推算折旧到期时间。红水河 6 座电站中，岩滩（不含扩建机组）、乐滩、百龙滩、平班、大化（不含扩建机组）机器设备折旧均已于 2021 年以前到期；龙滩、大化扩建机组预计将于 2025-2027 年到期；岩滩扩建机组预计将于 2031-2032 年到期。基于 2015 年龙滩注入前后固定资产原值变化，2009 年大化扩建机组投产、以及 2013&2014 年岩滩扩建机组投产时的转固金额，并假设 5% 的残值率，我们测算龙滩、大化扩建机组机器设备折旧到期将释放利润总额约 1.5 亿元，岩滩扩建机组折旧到期将释放利润总额约 0.7 亿元。

表5：公司所属红水河 6 座电站机器设备折旧到期时间推算

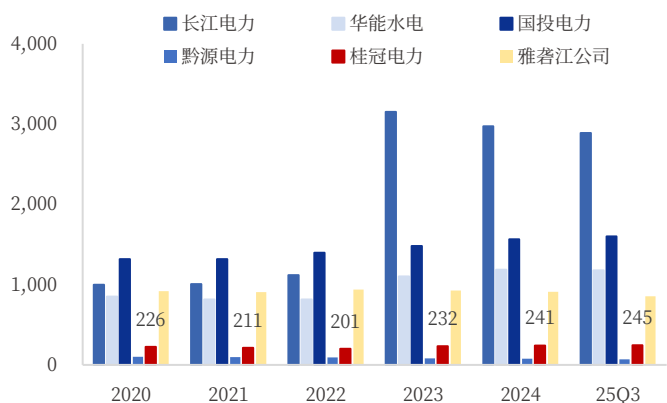
电站名称	投产时间			机器设备折旧到期时间-按原来 15 年折旧年限计算			机器设备折旧到期时间-按最新 18 年折旧年限计算		
	首台机组	最后一台机组	扩建机组	首台机组	最后一台机组	扩建机组	首台机组	最后一台机组	扩建机组
龙滩	2007/5/21	2008/12/23		2022/5	2023/12		2025/5	2026/12	
岩滩	1992	1995	2013/11/24; 2014/6/20	2007	2010	2028/11; 2029/6			2031/11; 2032/6
乐滩	2004/12/20	2005/12/24		2019/12	2020/12				
百龙滩	1998/9	1999/5		2013/8	2014/4				
平班	2004/12/3	2005/8/23		2019/11	2020/8				
大化	1983/12/1	1985/6	2009/6/30	1998/11	2000/5	2024/6			2027/6/26

资料来源：中国电力新闻网、国务院国资委、央视网、广西新闻网、公司公告等，中国银河证券研究院

2.利息费用：综合融资成本已处同业低位，进一步压降的空间或较为有限

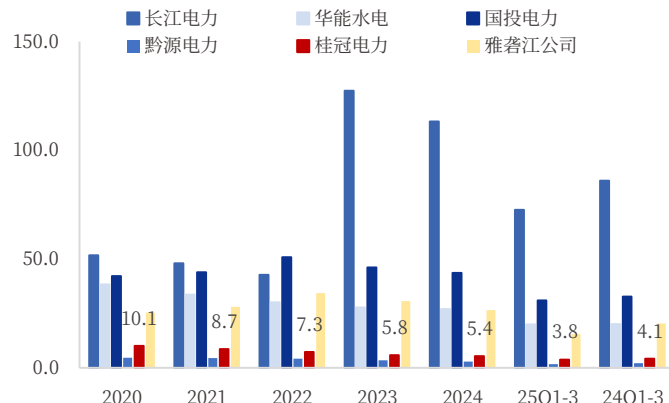
2020 年至 2025Q3，公司带息负债规模整体由 226 亿元攀升至 245 亿元，其中 2020-2022 年处于下降通道，2023 年至今处于上升通道；但同期公司利息费用持续下降，2020-2024 年复合增速-14%，2025Q1-3 进一步下降 8.4%，这得益于综合融资成本下降的加持。我们以利息费用/期初&期末带息负债均值衡量公司的综合融资成本，已由 2020 年的 4.28% 降至 2024 年的 2.28%，且横向对比来看，较可比公司已有明显优势。基于此，我们判断若公司未来带息负债规模不出现大幅收缩，单纯依靠融资成本的下降，利息费用进一步下降的空间或将较为有限。

图30: 公司&可比公司带息负债规模 (亿元)



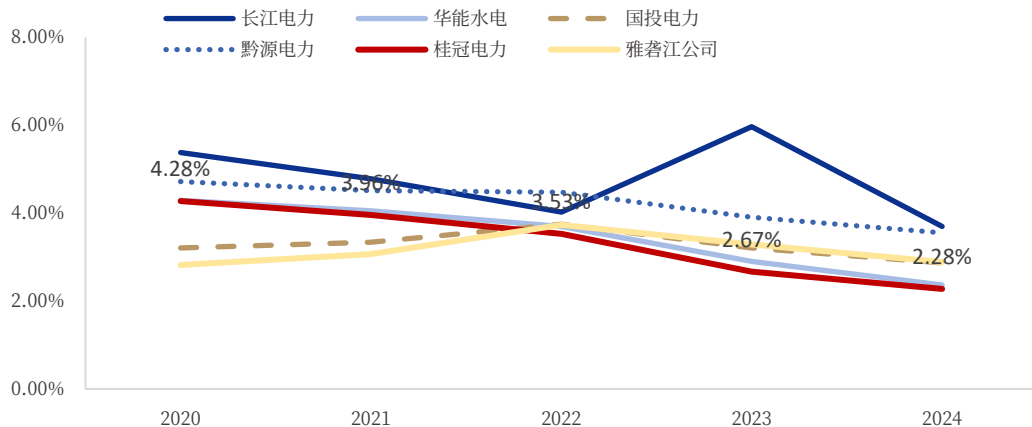
资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图31: 公司&可比公司利息费用 (亿元)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图32: 公司&可比公司综合融资成本



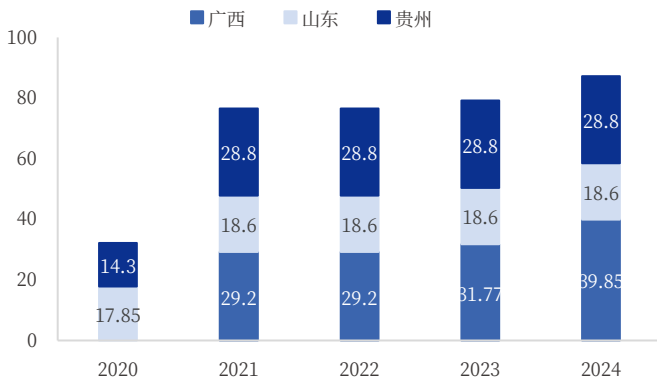
资料来源: Wind、中国银河证券研究院

注: 综合融资成本=利息费用/AVERAGE(期初有息负债, 期末有息负债); 有息负债=短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+租赁负债。

三、新能源：存量项目盈利保障程度较高，装机成长性可期

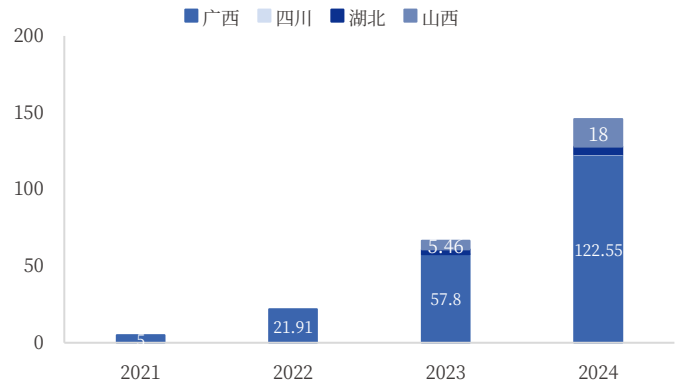
公司近年来新增装机主要分布在广西省。截至 2024 年末，公司风电累计装机 87.25 万千瓦，分布在广西、山东、贵州三地；近年来增量相对有限，且均来自广西地区。截至 2024 年末，公司光伏累计装机 145.84 万千瓦，分布在广西、四川、湖北、山西四地；近年来装机增长较快，以拓展广西市场为主。由于公司在广西省拥有优质的水电资产，我们认为公司在省内发展新能源可在一定程度上借力水风光一体化的协同效应。以大化水力发电总厂为例，其于 2023 年先后投产双荣光伏项目、都阳风电项目，成为公司系统内实现“水、风、光多能互补、一体化运营”的首家企业⁴。

图33：公司风电装机（万千瓦）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

图34：公司光伏装机（万千瓦）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

在建&拟建项目规模可观奠定装机成长性，且区域布局上仍主要分布在广西省。根据公司债券募集说明书披露，截至 2025 年 6 月末，公司在建&拟建新能源项目 18 个，其中光伏项目全部位于广西省，我们统计装机容量 107 万千瓦，占公司 2024 年末光伏累计装机的 73%；风电项目除金沙岩孔风电场外，其余均位于广西省，我们统计装机容量 100 万千瓦，占公司 24 年末风电累计装机的 115%。充足的在建&拟建项目为公司装机增长奠定坚实基础。

表6：截至 25 年 6 月末，公司在建&拟建的新能源项目

项目类型	项目名称	所属区域	装机容量（万千瓦）	计划并网时间	实际并网时间
光伏	来宾市兴宾区小平阳镇农光互补光伏发电项目	广西	11.5	2025 年 7 月	2025 年 4 月 23 日
	天峨县向阳镇全平 200MW 光伏项目	广西	20.0	2025 年 12 月	
	大化红旗光伏发电项目	广西	10.0	2025 年 11 月	
	武宣县东乡（风沿）光伏项目	广西	10.0	2025 年 9 月	2025 年 4 月全面建成
	钦北大直界排农光互补光伏项目	广西	10.0	2025 年 11 月	
	那坡县龙合镇农光互补光伏发电项目	广西	6.2	2025 年 11 月	2025 年 9 月
	南丹大平光伏项目	广西	15.0	2025 年 12 月	
	南丹八圩光伏项目	广西	13.8	2025 年 12 月	
	融安县泗顶马田光伏项目	广西	10.0	2025 年 12 月	2025 年 12 月 19 日
合计			106.5		
风电	广西天峨县更新风电场	广西	5.0	2025 年 11 月	
	田东印茶新风电场	广西	10.0	2025 年 11 月	2025 年 8 月 22 日
	金沙岩孔风电场	贵州	5.0	2025 年 6 月	2025 年 5 月 28 日
	宾阳马王风电场三期工程	广西	10.0	2025 年 12 月	

⁴ <https://www.dhsxw.cn/article-15644-1.html>

	宾阳黎塘风电场	广西	20.0	2025年12月	2025年10月16日
	博白射广嶂风电场三期工程	广西	10.2	2025年12月	
	田阳高德岭风电场	广西	20.0	2026年6月	
	凤山平乐风电场	广西	10.0	2026年1月	
	陆川横山风电场	广西	10.0	2025年12月	2025年12月13日首并
合计			100.2		

资料来源：公司公告、大唐电子商务平台、钦州市人民政府、那坡县人民政府、桂冠电力官方微信公众号等，中国银河证券研究院

136号文下，公司存量项目保障程度相对较高；增量项目方面，考虑到广西政策支持力度横向对比来看偏弱，仍需关注后续竞价结果。

存量项目：公司存量项目主要分布省份中：1) 广西：已进入电力市场的新能源项目机制电量比例为 50%，机制电价 0.34 元/kwh。2) 山东：多数集中式项目机制电量比例为 80%，机制电价为燃煤基准价。3) 贵州：110kV 以下、110kV 及以上项目机制电量比例分别为 100%、80%，机制电价为燃煤基准价。4) 山西：集中式平价项目、分布式项目机制电量比例分别为 85%、~100%，机制电价为燃煤基准价。需要额外说明的是，公司位于山东、贵州的风电项目均优先上网、不参与市场化交易，因此我们认为两地对参与中长期交易的存量项目机制电量比例的限制对公司影响不大。

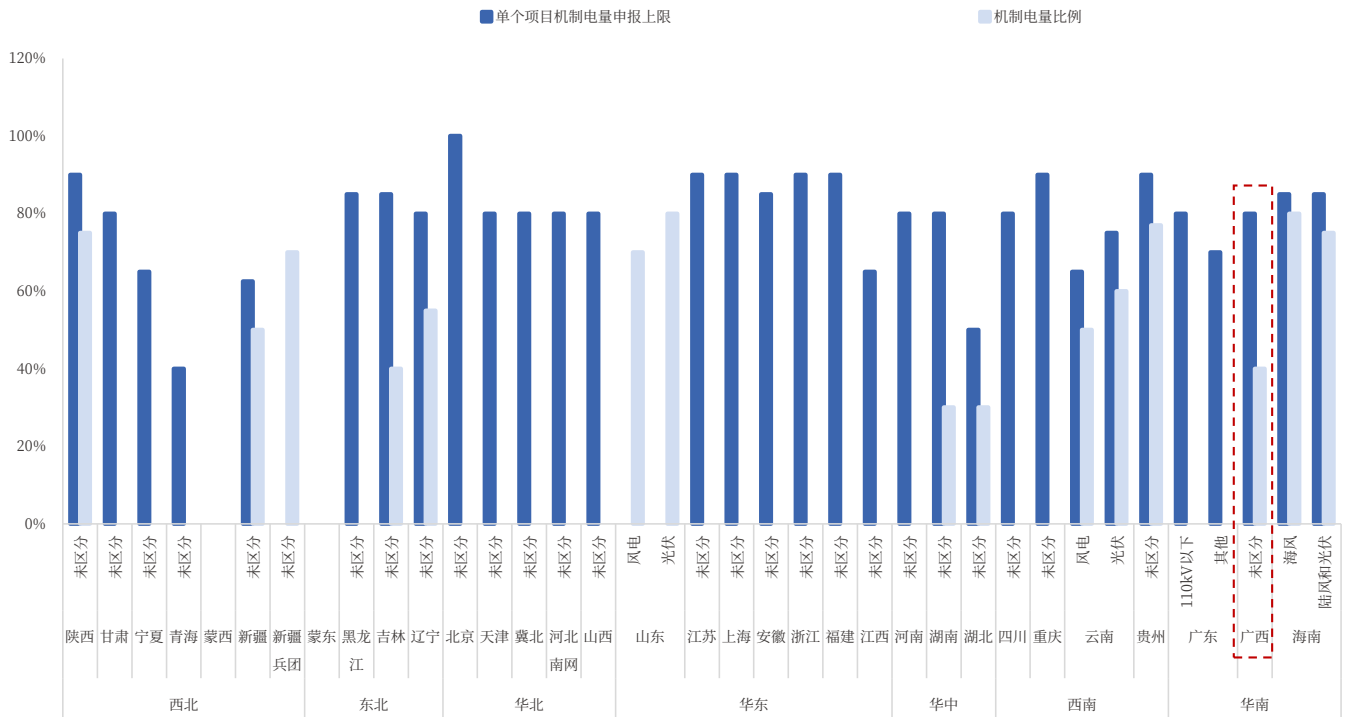
增量项目：公司可预期的增量项目主要集中在广西省。广西给予增量项目，单个项目的申报比例上限为 80%、总体机制电量比例为 40%，机制电价上下限为 0.15-0.36 元/kwh，横向对比来看保障力度偏弱，仍需关注后续实际出清结果。

表7：公司存量新能源项目所在省份的 136 号文具体内容

省份	机制电量	机制电价 (元/kwh)	执行期限
广西	分布式、扶贫光伏、2025年6月1日前已开展竞配的海风：100% 已进入电力市场的新能源项目：50%	分布式、扶贫光伏、2025年6月1日前已开展竞配的海风：燃煤基准价 0.4207 已进入市场的新能源项目：0.34	分布式、扶贫光伏、2025/6/1 前已开展竞配的海风：达到全生命周期合理利用小时数或项目投产满 20 年后；海风项目投产满 20 年 已进入市场的新能源项目：过渡期暂定为 3 年
山东	2025年531 以前投产的纳入国家扶贫目录的光伏扶贫项目：100% 2024年1231 前投产的并网电压为 220 伏（380 伏）自然人户用光伏：100% 2025年1月1日-5月31 日投产的并网电压为 220 伏（380 伏）自然人户用光伏：85% 按照集中式光伏实时市场加权均价结算的存量 6MW 及以上工商业光伏：0% 曾持有过渡期间或以后省内中长期合约的项目：0% 其他项目：80%	燃煤基准价 0.3949	全生命周期合理利用小时数剩余小时数
贵州	项目范围：2025年6月1日（不含）以前投产的且未参与中长期交易的新能源项目。 110kV 以下：100% 110kV 及以上：80%	燃煤基准价 0.3515	达到全生命周期合理利用小时数或项目投产满 20 年
山西	集中式平价项目：85% 自发自用、余电上网的分布式项目：机制电量按 2024 年实际上网电量确定	燃煤基准价 0.332	自 2026 年 1 月 1 日起执行，按项目剩余全生命周期合理利用小时数对应年份（具体到月）与投产满 20 年（具体到月）较早者确定。

资料来源：智汇光伏、光伏们、风芒能源等，中国银河证券研究院

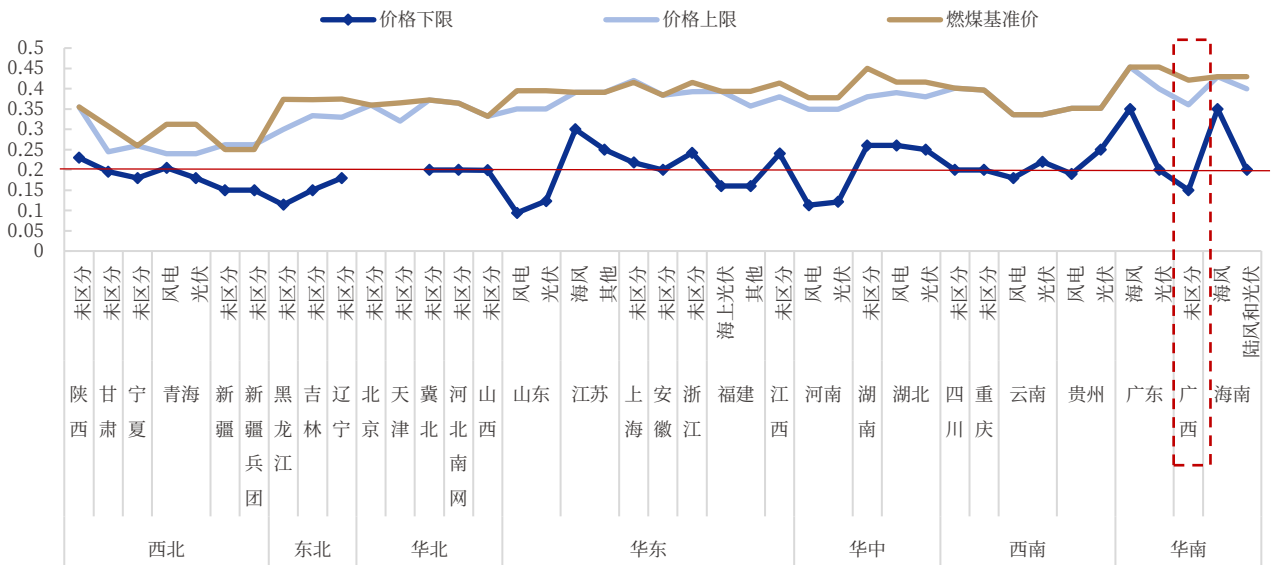
图35：不同省份 136 号文增量项目机制电量比例



资料来源：智汇光伏、光伏们、风芒能源等，中国银河证券研究院

注：内蒙不对增量项目给予机制电量，此处以 0 表示。

图36：不同省份 136 号文增量项目机制电价上下限 (元/kwh)



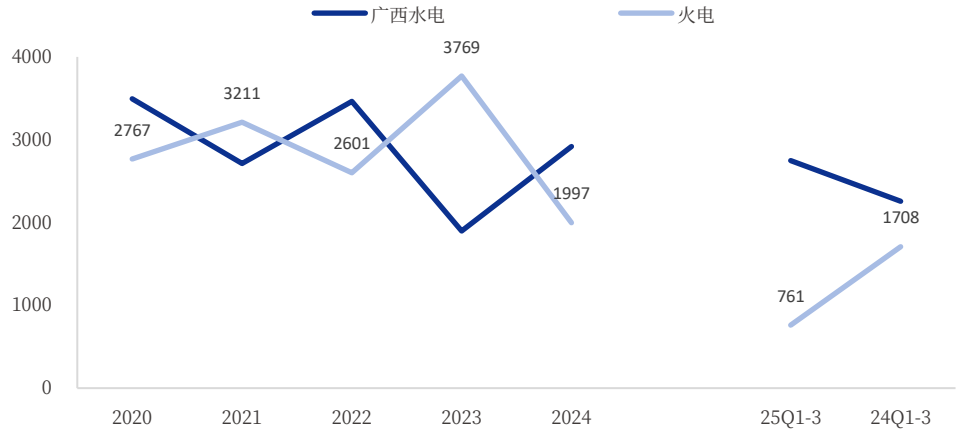
资料来源：智汇光伏、光伏们、风芒能源等，中国银河证券研究院

注：内蒙不开展增量项目竞价，所以此处不展示。

四、火电：关注容量电价和辅助服务收益的持续兑现

装机规模维持稳定，利用小时数波动走低。公司火电资产全部位于广西省，近年来装机维持在133万千瓦，包括2004年投产的2台33万千瓦机组和2011年投产的1台67万千瓦机组。考虑到火电在消纳顺序上落后于新能源、水电、核电等清洁能源，公司火电利用小时近年来呈现波动走低态势。2024、25Q1-3在来水好转的情况下，公司火电利用小时数分别下降47%、55%至1997、761h。

图37：公司火电、水电利用小时（h）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

注：1) 25Q1-3、24Q1-3数据为我们基于发电量和装机的测算值；2) 25Q1-3、24Q1-3的水电利用小时为公司水电整体值，2020-2024年为广西水电值。

电价端：现行政策机制下，广西电量电价已基本触底，关注未来容量电价和辅助服务收益的持续兑现。

综合上网电价可具体拆分为电能量电价、容量电价和辅助服务收益三部分。广西地区现行容量电价标准为165元/kw/年，基于2024年公司火电利用小时数，我们测算容量电价折合度电为0.083元/kwh（假设按100%收取）。公司2024年火电综合上网电价为0.590元/kwh，倒算电量电价+辅助服务收益为0.508元/kwh。2025年广西中长期交易电价同比下降约0.1元/kwh至0.34元/kwh左右，但考虑到辅助服务收益或存在提升趋势，叠加利用小时数下降导致度电容量电价大幅抬升，我们预计公司2025年综合上网电价有望持平或微降。

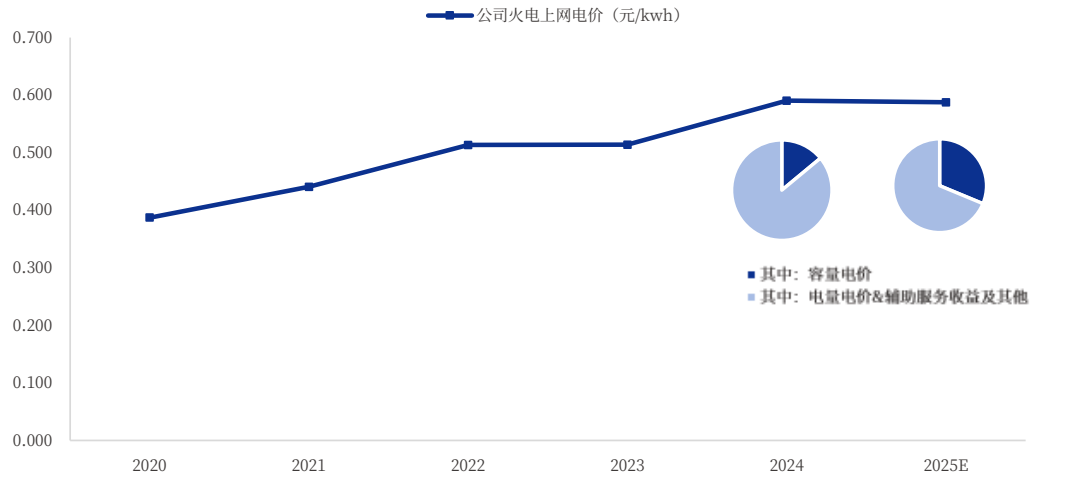
展望未来，1) 电量电价：若现行政策机制不改变，则长协电价下限为燃煤基准价下浮20%，对于广西而言为 $0.4207 \times (1-20\%) = 0.337$ 元/kwh，较2025年进一步下降的空间有限。2) 容量电价：根据发改价格〔2023〕1501号文⁵，2026年起将各地通过容量电价回收固定成本的比例提升至不低于50%。尽管广西目前已按50%进行补偿，但考虑到其火电出力受清洁能源挤压较为明显；同时参考甘肃省⁶、云南省⁷将煤电机组容量电价标准提升至330元/kw/年，我们认为未来广西容量电价存在进一步提升的预期。3) 辅助服务收益：随着新能源占比持续提升，电力系统对调节性资源的需求增加，火电有望通过提供调峰、备用等辅助服务赚取额外收益。

⁵https://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/202311/content_6914744.htm

⁶https://mp.weixin.qq.com/s/?__biz=MjM5MzUwNzk2Mg==&mid=2650044340&idx=1&sn=841343b824e099a32919b686d56d9713&chksm=bfc8b2917c809f6cccf6b6b7f861552e1417fe9b59100a04198fa5297d142ec99c4e7266ad6f&scene=27&poc_token=HKFBDGmjmdc5bhF3e6Vj-5wcFqwTLj_ZABSm0c8N

⁷ https://mp.weixin.qq.com/s/ez_xms0NpZKEgg7ICW2ogQ

图38: 公司火电上网电价

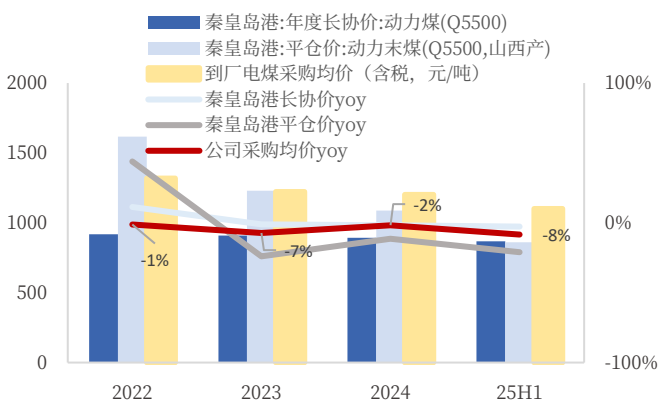


资料来源: 公司公告、北极星电力市场网、广西能弘配售电有限公司、中国银河证券研究院

注: 假设 2025 年全年利用小时同比降幅维持 25Q1-3 的水平, 即 55%。

成本端: 煤价下行周期内有所受益, 但整体弹性有限。 公司煤炭主要采购自晋能控股山西煤业股份有限公司、山西潞安环保能源开发股份有限公司、山东能源(海南)智慧国际科技有限公司、国能销售集团有限公司华南销售分公司、中国能源建设集团东北电力第三工程有限公司等。2022 年以来, 公司煤炭采购均价整体呈下降趋势, 但相较市场煤价而言波动幅度有限, 或主要系公司以长协煤采购为主。2025 年 7 月以来, 市场煤月度均价持续上行, 但同比下降的趋势仍未改变, 且近期重新进入下行通道; 而长期来看, 我们预计偏弱的需求端较难支撑煤价中枢大幅上涨; 基于此, 我们预计公司煤炭采购均价在未来或将延续稳中有降的走势。

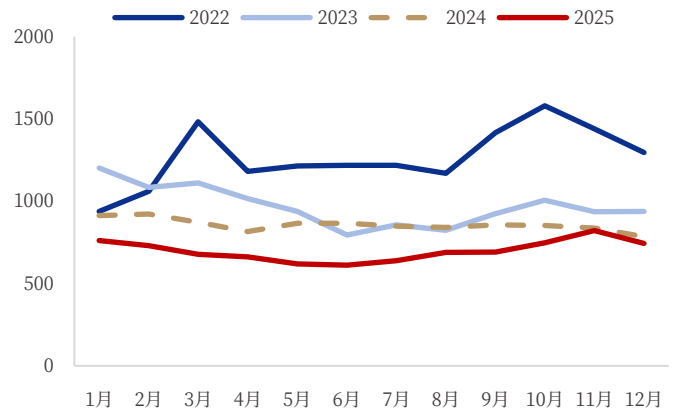
图39: 市场煤价 vs 公司煤炭采购均价 (元/吨)



资料来源: Wind、公司公告、中国银河证券研究院

注: 1) 25H1 增速为 25H1 数值相较 2024 年全年数值的变化。2) 市场煤价已折合成 7000 大卡。

图40: 秦皇岛港:平仓价:动力末煤(Q5500,山西产)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

五、现金流充裕，分红提升可期

本节我们尝试探讨公司的分红潜力。从 FCFE 的角度出发，其等于净利润+折旧摊销-资本开支-营运资金增加-偿还债务支付的现金+新增债务收到的现金。考虑到营运资金变动的影响较小，此处为简化计算，我们暂不考虑。假设公司每年按照“折旧还款法”进行债务偿还，而新增债务考虑新能源项目 30%的资本金比例，假设为资本开支的 70%，则上述计算公式简化为 FCFE=净利润-资本开支*30%。

资本开支方面，公司近年来以风电、光伏为主，2022-2024 年占整体资本开支的比例超过 80%。基于公司近年来新增风光装机规模，以及前述我们对公司在建&拟建风光项目的梳理，我们假设 2025-2027 年公司分别新增新能源装机 100、100、75 万千瓦。由于公司水电项目当前仍处于前期阶段，我们暂不考虑相关的资本开支。在此基础上，考虑每年约 6 亿元的技改工程等其他资本开支，从而得到公司 2025-2027 年的资本开支分别为 47.10、42.79、33.21 亿元。

基于上述假设，我们测算公司 2025-2027 年理论分红比例分别为 67%、74%、86%。在此基础上，若还款节奏更加温和，新能源资本开支有所放缓，公司理论分红比例有望进一步提升。

但由于公司业绩受来水波动的影响较大，即便在分红比例较为确定的情况下，市场或仍对公司绝对分红可持续性存在一定顾虑。但复盘历史来看，在来水极度偏枯的 2023 年，公司通过大幅提升分红比例至 129%使得每股分红维持在 0.2 元。**基于此，我们认为公司或亦有一定意愿维持每股分红金额的相对稳定。**

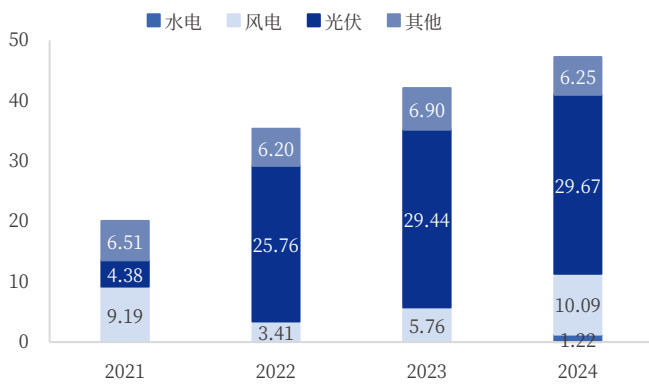
表8：公司理论分红比例测算（单位：亿元）

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	15.95	36.43	14.00	26.36	33.87	35.81	38.86
折旧&摊销	20.53	21.01	21.73	22.91	23.55	26.00	27.30
资本开支	20.09	35.37	42.10	47.23	47.10	42.79	33.21
带息债务净增加（理论值）	-6.47	3.75	7.74	10.15	9.42	3.95	-4.05
带息债务净增加（实际值）	-14.30	-10.79	31.85	8.68			
FCFE（理论值，简化版本）	9.93	25.82	1.37	12.19	19.74	22.97	28.90
归母净利润	13.52	32.09	12.26	22.83	29.34	31.02	33.67
理论分红比例	73%	80%	11%	53%	67%	74%	86%
实际分红比例	87%	49%	129%	71%			

资料来源：Wind、公司公告、中国银河证券研究院

注：1) 折旧还款假设下，带息债务净增加（理论值）=资本开支*70%-折旧&摊销；2) 历史资本开支为公司公告值。

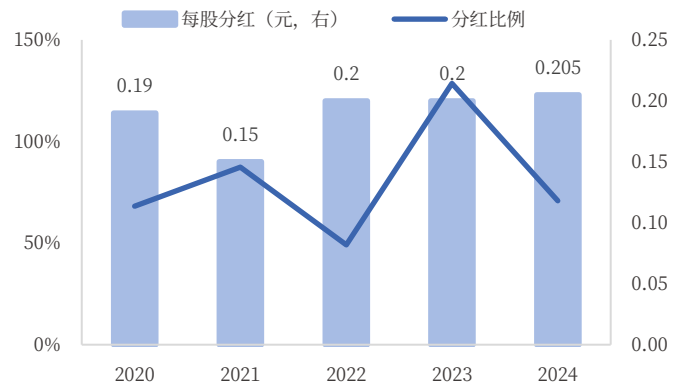
图41: 公司资本性支出情况 (亿元)



资料来源: 公司公告、中国银河证券研究院

注: 其他包括技改工程、信息化工程、科研项目、前期费等。

图42: 公司分红比例&每股分红



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

六、投资建议与估值

(一) 盈利预测

(1) 水电：基于前述对公司在建&拟建项目的梳理，我们假设短期维度公司装机规模保持不变。来水改善&龙滩首次蓄满情况下，我们假设公司 2025 年利用小时修复至 3629h, yoy+21%；由于来水较难预测，我们假设 2026-2027 年利用小时持平。公司上网电价稳定性较强，但考虑到公司所属广西壮族自治区内 10 家统调水电企业（均属于未参与广西电力现货市场的统调水电）三季度因分摊不平衡电费减少收入 4.59 亿元，我们预计公司 2025 年度电收入 yoy-4.7%至 0.216 元/kwh, 并在 2026-2027 年维持该水平。营业成本端，综合考虑水费及水资源费随电量增加，以及龙滩、大化扩建机组机器设备折旧陆续到期。综上，我们预计公司 2025-2027 年水电业务毛利率分别为 58.3%、58.9%、59.9%。

(2) 新能源：基于前述对公司在建&拟建项目的梳理，我们假设 2025-2027 年公司新增装机分别为 100、100、75 万千瓦。

➤ **风电：**假设 2025-2027 年新增装机分别为 50、50、50 万千瓦。考虑到今年以来公司布局省份（广西、山东、贵州）风电利用小时受风资源和限电影响均有不同程度的下滑，我们假设公司 2025 年利用小时 yoy-5%至 2350h, 26 年小幅下滑，27 年持平。新能源全面市场化后，电价仍存在下行压力，我们假设 2025-2027 年度电收入分别为 0.464、0.452、0.448 元/kwh。考虑成本端折旧和变动成本增加，我们预计 2025-2027 年公司风电业务毛利率分别为 42.7%、41.2%、44.4%。

➤ **光伏：**假设 2025-2027 年新增装机分别为 50、50、25 万千瓦。考虑到今年以来公司布局省份（广西）光伏利用小时下滑，我们假设公司 2025 年利用小时 yoy-7%至 1112h, 26 年小幅下滑，27 年持平。新能源全面市场化后，电价仍存在下行压力，我们假设 2025-2027 年度电收入分别为 0.277、0.269、0.266 元/kwh。考虑成本端折旧和变动成本增加，我们预计 2025-2027 年公司光伏发电业务毛利率分别为 25.6%、25.3%、31.3%。

(3) 火电：假设装机维持在 133 万千瓦，利用小时受清洁能源挤压而下滑，参考 2025Q1-3 表现假设 2025 年全年 yoy-55%至 899h, 并在 2026-2027 年维稳（基于水电利用小时数维稳的假设）。度电收入方面，综合考虑广西电量电价或已触底、度电容量电费随利用小时下降被动抬升（此处暂未考虑容量电价补偿标准在现行 50%的基础上进一步提升），预计 2025-2027 年分别为 0.520、0.515、0.516 元/kwh。成本端，基于 25Q1-3 数据，我们假设 2025 年入炉标单同比小幅上涨，主要是考虑到库存消化节奏的影响，并假设 2026 小幅下降 2%，2027 年持平。综上，我们预计公司火电业务 2025-2027 年毛利率分别为 -37.6%、-37.8%、-37.8%。

(4) 其他：假设 2025-2027 年营收维持 1.45 亿元，毛利率持平于 40%。

综上所述，我们预计 2025-2027 年公司分别实现营收 101.2、107.1、113.2 亿元，归母净利润 29.3、31.0、33.7 亿元。

表9：公司收入成本拆分和预测

业务板块	项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
水电	装机 (万千瓦)	1,023.54	1,024.04	1,024.04	1,024.04	1,024.04
	利用小时 (h)	2061	2986	3629	3629	3629
	度电收入 (元/kwh)	0.228	0.227	0.216	0.216	0.216
	营业收入 (亿元)	47.70	68.81	79.67	79.67	79.67
	营业成本 (亿元)	28.71	32.23	33.22	32.71	31.94
	毛利率	39.8%	53.2%	58.3%	58.9%	59.9%

风电	装机 (万千瓦)	79.17	87.25	137.25	187.25	237.25
	利用小时 (h)	2364	2473	2350	2326	2326
	度电收入 (元/kwh)	0.516	0.489	0.464	0.452	0.448
	营业收入 (亿元)	9.21	9.73	9.64	14.40	19.30
	营业成本 (亿元)	4.74	4.90	5.52	8.47	10.74
	毛利率	48.5%	49.7%	42.7%	41.2%	44.4%
光伏	装机 (万千瓦)	66.45	145.84	195.84	245.84	270.84
	利用小时 (h)	1,444	1,196	1,112	1,090	1,090
	度电收入 (元/kwh)	0.367	0.315	0.277	0.269	0.266
	营业收入 (亿元)	1.99	3.49	4.80	6.01	7.20
	营业成本 (亿元)	0.98	2.25	3.57	4.49	4.94
	毛利率	50.7%	35.7%	25.6%	25.3%	31.3%
火电	装机 (万千瓦)	133	133	133	133	133
	利用小时 (h)	3769	1997	899	899	899
	度电收入 (元/kwh)	0.455	0.522	0.520	0.515	0.516
	营业收入 (亿元)	20.62	12.50	5.60	5.54	5.55
	营业成本 (亿元)	21.27	12.89	7.71	7.64	7.65
	毛利率	-3.2%	-3.1%	-37.6%	-37.8%	-37.8%
其他	营业收入 (亿元)	1.38	1.45	1.45	1.45	1.45
	营业成本 (亿元)	0.86	0.81	0.87	0.87	0.87
	毛利率	37.7%	44.2%	40.0%	40.0%	40.0%
公司整体	营业收入 (亿元)	80.9	96.0	101.2	107.1	113.2
	营业成本 (亿元)	56.6	53.1	50.9	54.2	56.1
	毛利率	30.1%	44.7%	49.7%	49.4%	50.4%

资料来源: 公司公告、Wind、中国银河证券研究院

(二) 相对估值

我们选取主要水电公司长江电力、华能水电、国投电力、川投能源、黔源电力作为可比公司。可比公司 2026 年 wind 一致预期 PE、PB 分别为 16.09x、1.87x，低于公司的 18.19x 和 2.73x。但考虑到公司盈利能力与分红比例均较为突出，估值或仍有提升空间。

表10: 可比公司估值表 (截至 2025 年 12 月 29 日)

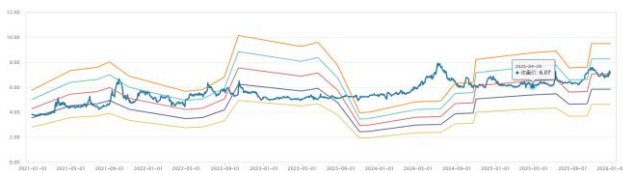
代码	公司	股价	总股本 (亿股)	PE 估值表							
				归母净利润 (亿元)				PE			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600900.SH	长江电力	27.52	244.68	324.96	340.81	358.30	371.91	20.72	19.76	18.79	18.11
600025.SH	华能水电	9.10	186.31	82.97	88.07	94.16	98.32	20.43	19.25	18.01	17.24
600886.SH	国投电力	13.20	80.04	66.43	70.54	74.77	78.84	15.91	14.98	14.13	13.40
600674.SH	川投能源	13.99	48.75	45.08	48.56	51.52	53.23	15.13	14.04	13.24	12.81
002039.SZ	黔源电力	17.98	4.28	2.18	4.52	4.73	5.14	35.23	17.01	16.26	14.96
可比公司平均								21.48	17.01	16.09	15.30

600236.SH	桂冠电力	7.16	78.82	22.83	29.34	31.02	33.67	24.72	19.23	18.19	16.76
PB 估值表											
代码	公司	股价	总股本 (亿股)	归母净资产 (亿元)				PB			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600900.SH	长江电力	27.52	244.68	2,102.88	2,224.75	2,338.53	2,458.71	3.20	3.03	2.88	2.74
600025.SH	华能水电	9.10	186.31	736.01	823.81	876.59	921.12	2.30	2.06	1.93	1.84
600886.SH	国投电力	13.20	80.04	619.87	696.37	732.39	771.61	1.70	1.52	1.44	1.37
600674.SH	川投能源	13.99	48.75	421.38	450.66	480.82	511.01	1.62	1.51	1.42	1.33
002039.SZ	黔源电力	17.98	4.28	39.10	42.95	46.33	50.09	1.97	1.79	1.66	1.53
可比公司平均								2.16	1.98	1.87	1.76
600236.SH	桂冠电力	7.16	78.82	188.96	197.54	206.61	216.45	2.99	2.86	2.73	2.61

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

公司估值处于历史偏高水平。截至 2025 年 12 月 29 日, 公司 PE 为 22.229x, 处于过去 5 年中枢水平; PB 为 3.447x, 处于过去 5 年中枢偏上水平。

图43: 公司 PE-Band



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图44: 公司 PB-Band



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

(三) 绝对估值

我们采用三阶段 DCF 法进行绝对估值。第一阶段为 2025-2027 年, 参照本节及附录中盈利预测; 第二阶段为 2028-2034 年, 我们假设过渡期增长率为 1%; 第三阶段为 2034 年以后, 我们假设永续增长率为 0.5%。我们对永续增长率和贴现率两个参数进行敏感性分析, 在二者分别正负波动 0.1%、0.5% 的情况下, 公司合理每股价值区间为 7.45-10.76 元, 中枢值 8.87 元。首次覆盖, 给予“推荐”评级。

表11: 基本假设及关键参数

估值假设	参数设置
预测期年数	3
过渡期年数	7
过渡期增长率	1.0%
永续增长率	0.5%
贝塔值 (β)	0.65
无风险利率 (Rf)	1.84%

市场预期收益率 (Rm)	8.00%
有效税率 (T)	14.65%
债务资本成本 (Kd)	2.51%
债务资本比重 (Wd)	30.75%
股权资本成本 (Ke)	5.84%
加权平均资本成本 (WACC)	4.71%

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

表12: 绝对估值敏感性分析

	折现率						
	3.21%	3.71%	4.21%	4.71%	5.21%	5.71%	6.21%
0.20%	13.99	11.55	9.72	8.30	7.16	6.23	5.45
0.30%	14.46	11.88	9.96	8.48	7.30	6.34	5.54
0.40%	14.95	12.23	10.21	8.67	7.45	6.46	5.63
永续增长率 0.50%	15.49	12.59	10.48	8.87	7.60	6.58	5.73
0.60%	16.07	12.99	10.76	9.08	7.76	6.70	5.83
0.70%	16.69	13.41	11.06	9.30	7.93	6.83	5.94
0.80%	17.36	13.85	11.37	9.53	8.11	6.97	6.05

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

七、风险提示

来水波动的风险。水电作为公司的主营业务，其发电量受来水的影响较大，若来水出现超预期波动，将对公司收入和利润产生较大影响。

电价超预期变化的风险。公司水电目前执行相对固定的上网电价政策，若未来政策变化导致公司上网电价出现超预期变化，将显著影响公司的收入和利润。

在建&拟建项目推进不及预期的风险等。公司水电、新能源目前均有较多在建&拟建项目，若上述项目建设节奏不及预期，将对公司未来的成长性产生一定影响。

图表目录

图 1: 公司股权结构 (截至 25Q3 末)	4
图 2: 大唐集团上市公司梳理 (单位: 万千瓦)	4
图 3: 各上市平台水电资产区域分布 (单位: 万千瓦)	4
图 4: 公司装机容量变化 (单位: 万千瓦)	5
图 5: 公司营收&同比增速 (亿元)	6
图 6: 公司归母净利润&同比增速 (亿元)	6
图 7: 公司营收构成 (亿元)	6
图 8: 公司各业务营收占比	6
图 9: 公司分业务毛利率	7
图 10: 公司各业务毛利占比	7
图 11: 公司期间费用率	7
图 12: 公司利息费用及同比增速	7
图 13: 公司及可比公司 ROE	8
图 14: 公司及可比公司资产负债率	8
图 15: 公司及可比公司净利润率	8
图 16: 公司及可比公司总资产周转率	8
图 17: 公司及可比公司资本开支/经营性净现金流	8
图 18: 公司及可比公司分红比例	8
图 19: 珠江水系示意图	9
图 20: 红水河梯级开发示意图	10
图 21: 公司及可比公司利用小时数 (h)	12
图 22: 公司利用小时数拆分 (h)	12
图 23: 龙滩水电站水位分位数	13
图 24: 公司市场化电量占比 (亿 kwh)	13
图 25: 可比公司市场化电量占比	13
图 26: 公司水电上网电价	14
图 27: 公司&可比公司度电收入 (元/kwh)	14
图 28: 公司所属红水河 6 座电站上网电价 (元/kwh)	14
图 29: 公司&可比公司固定资产累计折旧/固定资产原值	15
图 30: 公司&可比公司带息负债规模 (亿元)	16
图 31: 公司&可比公司利息费用 (亿元)	16
图 32: 公司&可比公司综合融资成本	16
图 33: 公司风电装机 (万千瓦)	17

图 34: 公司光伏装机 (万千瓦)	17
图 35: 不同省份 136 号文增量项目机制电量比例	19
图 36: 不同省份 136 号文增量项目机制电价上下限 (元/kwh)	19
图 37: 公司火电、水电利用小时 (h)	20
图 38: 公司火电上网电价	21
图 39: 市场煤价 vs 公司煤炭采购均价 (元/吨)	21
图 40: 秦皇岛港:平仓价:动力末煤(Q5500,山西产)	21
图 41: 公司资本性支出情况 (亿元)	23
图 42: 公司分红比例&每股分红	23
图 43: 公司 PE-Band	26
图 44: 公司 PB-Band	26
表 1: 公司水电装机梳理	5
表 2: 红水河流域十级电站梳理	10
表 3: 公司在建水电项目	11
表 4: 代表性水电公司所属电站调节性能	11
表 5: 公司所属红水河 6 座电站机器设备折旧到期时间推算	15
表 6: 截至 25 年 6 月末, 公司在建&拟建的新能源项目	17
表 7: 公司存量新能源项目所在省份的 136 号文具体内容	18
表 8: 公司理论分红比例测算 (单位: 亿元)	22
表 9: 公司收入成本拆分和预测	24
表 10: 可比公司估值表 (截至 2025 年 12 月 29 日)	25
表 11: 基本假设及关键参数	26
表 12: 绝对估值敏感性分析	27

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,374	4,173	4,592	5,385
现金	966	621	807	1,388
应收账款	2,072	2,184	2,312	2,443
其它应收款	75	69	83	84
预付账款	111	107	113	118
存货	475	456	485	503
其他	675	736	792	849
非流动资产	45,834	48,094	49,664	50,117
长期投资	1,532	1,605	1,679	1,760
固定资产	36,155	36,070	35,525	34,366
无形资产	685	697	707	714
其他	7,461	9,722	11,752	13,276
资产总计	50,208	52,267	54,256	55,502
流动负债	16,891	17,200	17,703	17,545
短期借款	9,907	10,407	10,702	10,402
应付账款	2,368	2,271	2,418	2,505
其他	4,615	4,521	4,583	4,638
非流动负债	11,376	11,816	11,916	11,816
长期借款	10,411	10,851	10,951	10,851
其他	965	965	965	965
负债总计	28,267	29,016	29,619	29,362
少数股东权益	3,044	3,497	3,976	4,495
归属母公司股东权益	18,896	19,754	20,661	21,645
负债和股东权益	50,208	52,267	54,256	55,502

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5,607	5,967	6,718	7,135
净利润	2,636	3,387	3,581	3,886
折旧摊销	2,291	2,355	2,600	2,730
财务费用	539	532	527	526
投资损失	-133	-140	-148	-157
营运资金变动	-11	-265	34	-29
其他	284	97	124	178
投资活动现金流	-3,949	-4,643	-4,205	-3,245
资本支出	-3,982	-4,710	-4,279	-3,321
长期投资	-12	-73	-75	-81
其他	45	140	148	157
筹资活动现金流	-1,379	-1,669	-2,327	-3,309
短期借款	1,449	500	295	-300
长期借款	-547	440	100	-100
其他	-2,281	-2,609	-2,722	-2,909
现金净增加额	279	-345	186	581

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	9,598	10,117	10,707	11,317
营业成本	5,308	5,089	5,418	5,614
税金及附加	150	158	167	177
销售费用	0	0	0	0
管理费用	362	381	404	427
研发费用	4	4	4	5
财务费用	536	522	521	518
资产减值损失	-82	-80	-80	-80
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益及其他	156	175	185	195
营业利润	3,314	4,056	4,299	4,692
营业外收入	52	52	52	52
营业外支出	277	139	155	190
利润总额	3,088	3,969	4,195	4,553
所得税	452	581	614	667
净利润	2,636	3,387	3,581	3,886
少数股东损益	352	453	479	520
归属母公司净利润	2,283	2,934	3,102	3,367
EBITDA	5,915	6,846	7,316	7,802
EPS (元)	0.29	0.37	0.39	0.43

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	18.6%	5.4%	5.8%	5.7%
营业利润增长率	112.8%	22.4%	6.0%	9.2%
归母净利润增长率	86.3%	28.5%	5.7%	8.5%
毛利率	44.7%	49.7%	49.4%	50.4%
净利率	27.5%	33.5%	33.4%	34.3%
ROE	12.1%	14.9%	15.0%	15.6%
ROIC	6.7%	7.9%	8.0%	8.5%
资产负债率	56.3%	55.5%	54.6%	52.9%
净资产负债率	128.8%	124.8%	120.2%	112.3%
流动比率	0.26	0.24	0.26	0.31
速动比率	0.18	0.17	0.18	0.22
总资产周转率	0.20	0.20	0.20	0.21
应收账款周转率	5.20	4.75	4.76	4.76
应付账款周转率	2.51	2.19	2.31	2.28
每股收益	0.29	0.37	0.39	0.43
每股经营现金流	0.71	0.76	0.85	0.91
每股净资产	2.40	2.51	2.62	2.75
P/E	24.72	19.23	18.19	16.76
P/B	2.99	2.86	2.73	2.61
EV/EBITDA	13.45	11.81	11.08	10.27
PS	5.88	5.58	5.27	4.99

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陶贻功，环保公用行业首席分析师，毕业于中国矿业大学(北京)，超过 10 年行业研究经验，长期从事环保公用及产业链上下游研究工作。曾就职于民生证券、太平洋证券，2022 年 1 月加入中国银河证券。

梁悠南，公用事业行业分析师，毕业于清华大学(本科)，加州大学洛杉矶分校(硕士)，纽约州立大学布法罗分校(硕士)。于 2021 年加入中国银河证券，从事公用事业行业研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：

林程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn