

2026 年 01 月 14 日

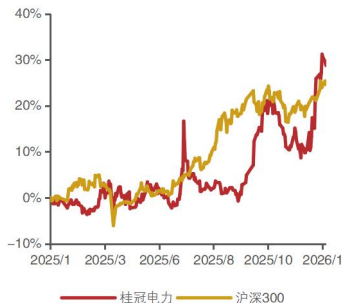
投资评级： 买入（维持）

证券分析师

查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
邹佩轩
SAC: S1350524070004
zoupeixuan01@huayuanstock.com
邓思平
SAC: S1350524070003
dengsiping@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2026 年 01 月 13 日
收盘价（元）	8.01
一年内最高/最低（元）	8.30/5.90
总市值（百万元）	63,137.85
流通市值（百万元）	63,137.85
总股本（百万股）	7,882.38
资产负债率（%）	55.24
每股净资产（元/股）	2.26

资料来源：聚源数据

桂冠电力 (600236. SH)

——承接大唐在藏类水资产 从广西走向世界开启成长

投资要点：

- **大唐集团核心水电平台，从广西走向世界。**桂冠电力实控人为五大电力央企集团之一的大唐集团，截至 2025 年 9 月底公司前六大股东持股 94.31%。2025 年大唐集团跨界换帅，目前资产证券化率与千亿市值目标进度落后，集团旗下五家上市公司，桂冠电力聚焦水电等清洁能源资产，目前市值位列集团第二。预计在新任董事长带领下，大唐集团将在资本运作、绿色转型与国际化发展等多方面深耕。

2025 年 12 月底，公司发布公告拟收购集团西藏公司，计划用 20 亿元现金收购大唐西藏能源开发有限公司等资产，对价 1.1 倍 PB。此次收购明确桂冠电力的区域扩圈，不再约束在广西当地，并且稳固其水电平台的地位，符合公司“立足广西、面向全国、辐射东盟”的目标。集团董事长重视水电资产，桂冠电力在“十五五”开局明确资产市值双千亿目标。截至 2024 年底，集团在运未上市水电尚有 8GW。

- **存量：水电电价稳定，火风光或筑底向上。**截至 2025 年 6 月底，公司在役控股装机 1418 万千瓦，其中水电 1024 万千瓦，火电 133 万千瓦，风电 94 万千瓦，光伏 166 万千瓦。公司在广西水电装机 919.32 万千瓦，占广西统调水电装机的三分之二。预计广西水电站维持原有核定电价上网，在固定的电价政策下，经营业绩基本脱离宏观经济，只与来水有关。龙滩 8、9 号调峰机组（140 万千瓦）扩建在即，八渡（34 万千瓦）与松塔（怒江）水电站有望贡献增量。火风光对利润影响较小，电力市场化深水区域筑底，容量电价贡献增量业绩。

- **增量：西藏水风光资源丰富，大基地外送或有保障。**西藏水风光资源丰富，为集团“十五五”发展的战略区域。此次收购集团西藏公司，桂冠电力锁定了藏东南大基地项目打开成长性，或进一步承接西藏公司在怒江流域的前期工作与开发资源，再次打开成长天花板。从地理位置与西藏公司官网判断，西藏公司或主导开发藏东南清洁能源基地，“水风光一体化”电源总投资预计超 1500 亿元，预计随着藏粤直流（2029 年全面投运）打捆外送广东，年送电量超 430 亿千瓦时。

量化测算广东电量供需格局，全国一盘棋考虑收益有保障。市场化角度考虑，广东“十五五”末期省内或迎电量供需反转，需要外送清洁能源。项目机制角度考虑，作为国家西电东送接续能源基地的藏东南清洁能源基地，其电价、消纳或与西电东送项目类似，以成本加成形式，根据造价、利用小时数（电量）核算上网电价。我们预计基地项目回报率在资本金 irr 7.5%（税后）与全投资 irr 6.5%（税前）之间。

- **水风光一体化基地在新型电力系统中地位凸显。**随着新型电力系统建设，新能源等不稳定电源占比提升，我们认为优质大水电将愈发稀缺，此次资产整合具备战略意义。水风光一体化基地可进一步发挥水电的出力灵活性，将“低协方差”优势扩大。在节约调峰储能成本的同时可以与大水电共用外送线路。年度维度来看，水风光三种电源发电量还可以进行季节性互补，提升外送线路的利用效率。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 33、38、40 亿元，

2026/1/13 股价对应 PE 分别为 19、17、16 倍，**70%分红比例下 2026 年业绩对应股息率 4.24%**。选取长江电力、华能水电、国投电力、川投能源为可比公司，可比公司 2025-2027 年平均 PE 为 17、16、16 倍。公司承接集团在藏使命，获得集团“十五五”最重要的发展资产之一，藏东南水风光大基地打捆外送或为“类水电”资产，公司或为当下确定性较高且具有较高成长性的水电股，**维持“买入”评级。**

➤ **风险提示：来水波动，电价政策不及预期，煤价上涨超预期。**

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	8,091	9,598	10,497	11,560	11,955
同比增长率（%）	-23.85%	18.63%	9.37%	10.12%	3.41%
归母净利润（百万元）	1,226	2,283	3,287	3,821	3,961
同比增长率（%）	-61.80%	86.26%	43.94%	16.25%	3.68%
每股收益（元/股）	0.16	0.29	0.42	0.48	0.50
ROE（%）	6.70%	12.08%	16.53%	18.17%	17.83%
市盈率（P/E）	51.50	27.65	19.21	16.53	15.94

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

结合公司 2025 年电量公告,我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 33、38、40 亿元,2026/1/13 股价对应 PE 分别为 19、17、16 倍,70%分红比例下 2026 年业绩对应股息率 4.24%。选取长江电力、华能水电、国投电力、川投能源为可比公司,可比公司 2025–2027 年平均 PE 为 17、16、16 倍。

公司承接集团在藏使命,获得集团“十五五”最重要的发展资产之一,藏东南水风光大基地打捆外送有望成为“类水电”资产,公司或成为当下确定性较高且具有较高成长性的水电股,维持“买入”评级。

关键假设

结合公司 2025 年电量公告以及当前龙滩电站较高的水位,我们预计公司 2025–2027 年水电平均利用小时分别达到 4050、4100、4000 小时(2024 年为 2989 小时);预计 2025–2027 年水电上网电价分别变动–8%、+7%、+1%。

公司将在 2026 年 1 月 14 日召开股东大会商议大唐西藏公司的收购方案,考虑到收购的不确定性,暂不考虑项目收购对于公司业绩的影响。

投资逻辑要点

存量资产低风险,历史分红慷慨。公司存量资产以红水河流域水电为核心,批复电价上网暂不存在入市担忧,为低风险资产。我们在此前多篇报告中强调水电的现金流价值以及其与宏观经济基本脱钩的优质商业模式。公司依靠其优质“现金奶牛”资产,历史上分红慷慨,过去十年(2015–2024 年)平均现金分红比例 72%,2023–2024 年分别现金分红 129%、71%。

“十五五”资产或翻倍以上增长,“类水电”优质商业模式值得重视。根据国家能源局,藏东南清洁能源基地电源总投资超过 1500 亿元,远超公司现有资产规模(2025 年 9 月底总资产 512 亿元)。我们认为,水风光大基地打捆外送有望成为“类水电”资产,公司或成为当下确定性较高且具有较高成长性的水电股。

核心风险提示

来水波动,电价政策不及预期,煤价上涨超预期。

内容目录

1. 大唐集团核心水电平台 从广西走向世界	6
1.1. 大唐集团换帅 五大电力央企集团新思路	6
1.2. 收购集团西藏公司 深耕广西走向世界	7
1.3. 国资委鼓励资产整合 集团在运未上市水电 8GW	7
2. 存量：水电电价稳定 火风光或筑底向上	8
3. 增量：西藏水风光资源丰富 大基地外送或有保障	10
3.1. 西藏水风光资源富饶 承接集团在藏使命开启成长	10
3.2. 量化测算广东电量供需 全国“一盘棋”考虑收益稳健	12
4. 水风光一体化基地在新型电力系统中地位凸显	13
5. 盈利预测与评级	15
6. 风险提示	16

图表目录

图表 1: 桂冠电力股权结构 (截至 2025 年 9 月底)	6
图表 2: 五大电力央企集团 2024 年底数据 (亿千瓦, 亿元, %)	6
图表 3: 大唐集团旗下上市平台 (亿元, %)	7
图表 4: 五大电力央企集团 2023 年底资产证券化率情况	8
图表 5: 截至 2024 年底集团水电装机明细 (万千瓦)	8
图表 6: 公司旗下水电火电资产情况 (万千瓦, 2022 年数据)	9
图表 7: 2024 年底公司装机分布 (万千瓦)	10
图表 8: 拟收购标的股权结构	11
图表 9: 大唐西藏公司目前主要装机情况 (万千瓦)	11
图表 10: 广东省 2022-2030 年电量供需平衡表 (黄底填充为核心假设值, 不考虑外来电 源增量)	12
图表 11: 大部分行业的供需曲线 (规模优势导致多数低成本供给)	14
图表 12: 电力行业的供需曲线 (资源禀赋导致少数低成本供给)	14
图表 13: 水风光互补系统电量实时互补示意	14
图表 14: 金沙江下游典型水电、风电、光伏独立运行时的各月出力情况	15
图表 15: 可比公司估值表 (元, 元/股)	15

1. 大唐集团核心水电平台 从广西走向世界

1.1. 大唐集团换帅 五大电力央企集团新思路

实控人为五大电力央企集团之一的大唐集团，前六大股东持股 94.31%。公司为目前大唐集团唯一水电上市平台，截至 2025 年 9 月底，大唐集团持股 51.55%，广西投资集团有限公司持股 22.31%，中国长江电力股份有限公司及其一致行动人持股 13.02%。相比 2021 年报，长江电力与广投集团有所增持，其余前五大股东持股份额保持不变。公司前六大股东持股占比 94.31%，其中长江电力与长电投资为一致行动人。

图表 1：桂冠电力股权结构（截至 2025 年 9 月底）

序号	股东名称	占总股本比例(%)
1	中国大唐集团有限公司	51.55
2	广西投资集团有限公司	22.31
3	中国长江电力股份有限公司*	11.66
4	国新博远投资(北京)有限公司	4.31
5	贵州乌江能源投资有限公司	3.12
6	长电投资管理有限责任公司*	1.36
合计		94.31

资料来源：wind，华源证券研究所。注：*第三大股东与第六大股东为一致行动人

2025 年大唐集团跨界换帅，目前资产证券化率与千亿市值目标进度落后。2025 年 2 月，中粮集团原董事长跨界平调接任大唐集团董事长，其毕业于中国农业大学，1967 年生，河北人，在中粮集团积累了数十年的管理经验，是发电集团中唯二的第二十届中央候补委员（另一位为中核集团董事长）。**预计在新任董事长带领下，大唐集团将在资本运作、绿色转型与国际化发展等多方面深耕。**

值得注意的是，在五大电力央企集团中，仅国家电投集团与大唐集团尚无千亿上市平台，而国家电投集团自 2025 年 9 月底以来启动多项资产整合，在做大做强央企上市平台的背景下，大唐集团后续资本运作或值得期待。

图表 2：五大电力央企集团 2024 年底数据（亿千瓦，亿元，%）

集团	控股装机	总资产	营业收入	利润总额	归母净利润	资产负债率	千亿市值公司
国家能源集团	3.55	22414	7748	1235	497	58.83%	中国神华，龙源电力
华能集团	2.69	17076	4012	512	196	68.75%	华能国际、华能水电
国家电投	2.65	18770	3955	497	153	68.60%	—
华电集团	2.40	12175	3238	423	171	68.38%	华电新能
大唐集团	1.98	9229	2583	204	64	70.50%	—

资料来源：wind，华源证券研究所

集团旗下五家上市公司，桂冠电力聚焦水电，目前市值排序第二。大唐集团旗下共有五家上市平台，分别为大唐国际发电股份有限公司（简称“大唐发电”，0991.HK、601991.SH）、中国大唐集团新能源股份有限公司（简称“大唐新能源”，1798.HK）、广西桂冠电力股份有限公司（简称“桂冠电力”，600236.SH）、大唐华银电力股份有限公司（简称“华银电力”，600744.SH）、大唐环境产业集团股份有限公司（简称“大唐环境”，1272.HK）。其中桂冠电力市值 631 亿元（2026 年 1 月 13 日数据），仅次于大唐发电（A）。

图表 3：大唐集团旗下上市平台（亿元，%）

公司	股票代码	市值	业务	总资产	营业收入	利润总额	归母净利润	资产负债率
大唐发电	601991.SH	683	电力	3226	1235	86.2	45.1	71.0
	0991.HK	391						
桂冠电力	600236.SH	631	电力	502	96	30.9	22.8	56.3
大唐新能源	1798.HK	135	电力	1155	126	31.2	19.2	67.5
华银电力	600744.SH	126	电力	281	83	-0.7	-1.1	93.7
大唐环境	1272.HK	28	环保	153	58	6.6	5.5	51.1
大唐集团				9229	2583	204	64	70.5

资料来源：wind，华源证券研究所。注：市值日期为 2026/1/13，其他数据为 2024/12/31；货币单位为人民币

1.2. 收购集团西藏公司 深耕广西走向世界

大唐集团核心水电上市平台，拟收购集团西藏公司实现扩圈。公司主营以水电为主，在役水电装机占比 72%，主要资产位于红水河流域（珠江的上游），大部分资产位于广西。公司在 2025 年 12 月 29 日发布公告称，拟通过 20 亿现金收购大唐西藏公司等资产，对价 1.1 倍 PB。我们认为，此次收购明确桂冠电力的区域扩圈，不再约束在广西当地，并且稳固其水电平台的地位，符合公司“立足广西、面向全国、辐射东盟”的目标。

集团董事长重视水电资产，公司明确资产市值双千亿目标。2025 年 11 月 19 日，集团公司党组书记、董事长深入到桂冠电力西津水电厂，提出桂冠电力作为“集团一张很亮的名片”、目标问鼎“千亿市值”。2025 年 12 月 31 日，桂冠电力在其官方微信公众号提出：“2026 年，是‘十五五’规划开局之年……向着资产、市值‘双千亿’的宏伟目标勇毅前行”。

1.3. 国资委鼓励资产整合 集团在运未上市水电 8GW

国资委鼓励通过资产整合等方式支持上市公司发展。2022 年 5 月国务院国资委印发《提高央企控股上市公司质量工作方案》（以下简称“工作方案”），指出部分中央企业内部上市平台定位不清、市场配置资源功能发挥不充分、价值实现与价值创造不匹配等问题仍较突出，并希望各央企集团，结合自身“十四五”规划，**从资产整合、股权置换等方式支持上市公司发展**。2024 年 9 月 24 日央行、金融监管总局和证监会三部门联合会议后，作为一揽子方案之一，证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，提出**建立重组简易审核程序，对符合条件的上市公司重组，大幅简化审核流程**。

作为对政策的回应，2024 年 8 月以来电力企业资产整合明显加速，国家电投集团、华电集团与国家能源集团纷纷响应。虽然华能集团尚未做出行动，但华能集团资产证券化率最高。**大唐集团作为五大电力央企集团中唯一一个资产证券化率较低，且尚未拥有千亿市值上市平台的集团，或在相关领域有所行动。**

图表 4：五大电力央企集团 2023 年底资产证券化率情况

集团	总装机	煤电	气电	水电	风电	光伏
国家能源集团	60.66%	60.89%		83.88%	61.39%	44.80%
华能集团	73.51%	83.01%		94.13%	44.95%	
国电投集团	37.40%	36.60%		23.30%	43.60%	
华电集团	49.68%	50.83%		18.40%	64.26%	
大唐集团	60.14%	60.36%		59.89%		

资料来源：各公司公告，各公司官网，华源证券研究所。注：资产证券化率=上市公司及拟上市公司控股装机容量/集团总控股装机容量，暂未考虑参股资产以及非电力资产

集团 8GW 在运未上市水电集中西南。截至 2024 年底，大唐集团在运水电装机 27.7GW，其中上市装机 19.6GW，桂冠电力 10.2GW（集中在广西红水河流域）、大唐发电 9.2GW（集中在云贵川三省）；未上市装机约 8GW，集中在云南、四川。**未上市水电站中观音岩水电站（300 万千瓦）与亭子口水电站（110 万千瓦）规模较大，其余主要为小水电。**

图表 5：截至 2024 年底集团水电装机明细（万千瓦）

类别	经营主体	公司	流域	区域	持股比例	装机容量
上市	桂冠电力	-	红水河	广西	-	1024
	大唐发电	-		云贵川	-	920
	华银电力	-	-	湖南	-	14
	上市合计	-		-	-	1958
省公司未上市	云南公司	观音岩水电站	金沙江中游	云南	70%	300
		其他	-	-	-	37
	四川公司	亭子口水电站	嘉陵江干流	四川	55%	110
		其他	-	-	-	146
	陕西公司	-	-	陕西	-	101
	其他	-	-	-	-	122
	未上市合计					815
	集团合计					2773

资料来源：各上市公司公告、集团公告、集团官网，华源证券研究

2. 存量：水电电价稳定 火风光或筑底向上

广西水电固定电价上网，利润基本盘稳健。截至 2025 年 6 月底，公司在役控股装机 1418 万千瓦，其中水电 1024 万千瓦，火电 133 万千瓦，风电 94 万千瓦，光伏 166 万千瓦。公司

在广西水电装机 919.32 万千瓦，占广西统调水电装机的三分之二。根据广西壮族自治区能源局关于 2026 年广西电力市场化交易工作有关事项的通知，2026 年进入电力市场交易的发电机组尚无水电主体，预计广西水电站维持原有核定电价上网。**在固定的电价政策下，经营业绩基本脱离宏观经济，只与来水有关。**

图表 6：公司旗下水电火电资产情况（万千瓦，2022 年数据）

电站名称	类型	流域	地点	持股比例	装机容量
龙滩	水电	红水河流域	广西	100%	490
岩滩	水电	红水河流域	广西	70%	181
大化	水电	红水河流域	广西	100%	56.6
百龙滩	水电	红水河流域	广西	100%	19.2
桂开公司	水电	红水河流域	广西	52%	60
平班	水电	红水河流域	广西	35%	40.5
川汇公司	水电	岷江上游	四川	100%	43.6
湖北沿渡河	水电	沿渡河流域	湖北	65%	10
得荣	水电	金沙江支流硕曲河	四川	100%	24.6
深圳分公司	水电				18
广源分公司	水电				70.74
香电公司	水电				8.52
水电控股合计					1022.76
合山火电厂	火电		广西	83%	133

资料来源：公司公告等，华源证券研究所。注：公司 2022-2024 年水电装机几乎没变

广西电力市场不平衡电费机制修订，预计 2026 年公司水电电价有所上涨。根据公司公告，在 2025 年三季度来水偏丰下，公司三季度水电发电量较为充沛，由于公司在广西的水电站未入市，超发的电量需要参与不平衡电费的分摊¹，影响公司单三季度归母净利润 3.27 亿元。考虑到公司单四季度水电电量同样较优，预计单四季度也将产生不平衡电费的分摊。**2025 年广西不平衡电费分摊或掩盖了公司实际经营业绩。**2025 年 12 月，广西电力交易中心第二版运行方案，预计对未入市的水电公司电量超发带来的不平衡费用分摊压力有所缓解。

龙滩 8、9 号调峰机组扩建在即，八渡与松塔有望贡献增量。根据公司公告，目前龙滩 8、9 号调峰机组（140 万千瓦）处于在建工程中，前期手续与工程持续推进中，投产后预计承担广西电网调峰、调频和备用功能。结合广西当前新能源的发展情况，预计龙滩扩建正式开工在即。根据广西壮族自治区交通运输厅，随着龙滩 1000 吨级通航建筑物工程有序复工，预计南盘江八渡水电站（34 万千瓦）的开工将有实质性进展。**需要重视的是，公司在建工程中包括西藏怒江松塔水电站项目，松塔水电站为怒江中下游第一级龙头水库电站。**

火风光对利润影响较小，电力市场化深水区筑底，容量电价贡献增量业绩。公司火风光装机规模较小，且主要位于广西，在 2025 年广西的加速入市下，利润或更显单薄，但风险出清较为彻底。展望 2026 年及未来，若广西容量电价提升，存量火电机组利润有望改善。

¹ 参考广西电力交易中心 2025 年 6 月印发的《南方区域电力现货市场广西连续结算试运行实施方案》

图表 7：2024 年底公司装机分布（万千瓦）

所在区域	总装机	水电装机	火电装机	风电装机	光伏装机
广西	1210	919	133	40	123
四川	44	44	0	0	0
湖北	15	10	0	0	5
山东	19	0	0	19	0
贵州	52	18	0	29	0
云南	33	33	0	0	0
山西	18	0	0	0	18
合计	1390	1024	133	87	146

资料来源：公司公告，华源证券研究所

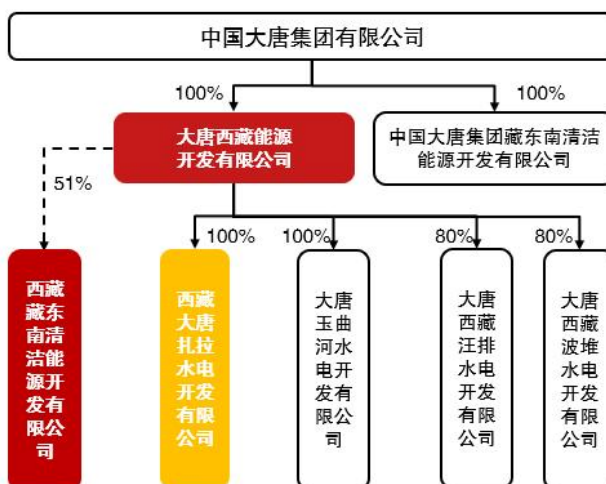
3. 增量：西藏水风光资源丰富 大基地外送或有保障

3.1. 西藏水风光资源富饶 承接集团在藏使命开启成长

西藏水风光资源富饶，清洁能源发展热土。根据西藏自治区政府，1）光照资源：西藏太阳年总辐射值达到 140–200 千卡/平方厘米，是我国东部沿海地区的近两倍；2）风力资源：全国大风(≥ 8 级或 17 米/秒)最多的地区之一，年平均大风日数多达 100–150 天，最多可达 200 天，比同纬度的我国东部地区多 4–30 倍。3）水资源：全区水资源总量 4394.65 亿立方米(不含地下水)，占全国河川径流总量的 16.21%，居全国第一位。

收购集团西藏公司，承接集团在藏业务。根据公司公告，此次交易作价合计 20.25 亿元，其中标的股权评估价值合计 13.54 亿元，其中大唐西藏能源开发有限公司（简称“大唐西藏公司”）13.50 亿元，中国大唐集团藏东南清洁能源开发有限公司 0.04 亿元；合计 PB 对价 1.1 倍，基准日 2025 年 6 月 30 日；另有大唐集团新增实缴出资 6.71 亿元（基准日至 2025 年 11 月 30 日）。公司股权结构上，根据企查查，大唐西藏公司旗下拥有大唐玉曲河水电开发有限公司（持股 100%）、西藏大唐扎拉水电开发有限公司（持股 100%）以及西藏藏东南清洁能源开发有限公司（持股 51%）。

图表 8：拟收购标的股权结构



资料来源：公司公告、企查查，华源证券研究所

锁定藏东南大基地项目打开成长性，怒江项目或进一步打开天花板。根据公告，大唐西藏公司是大唐集团在西藏自治区的投资主体，主要负责落实大唐集团在藏发展战略，开发、投资、建设和运营管理西藏自治区能源项目。截至 2025 年 6 月 30 日，大唐西藏公司在役清洁能源装机容量 9.15 万千瓦，在建水电项目 141.5 万千瓦，在建光伏项目 30 万千瓦。

根据大唐西藏公司官网 2025 年年中工作会议信息，大唐西藏公司或与藏东南国家级清洁能源示范基地有关。根据国聘网，大唐西藏能源开发有限公司目前主要负责怒江西藏段“十三级”电站（规划总装机容量约 1953 万千瓦），虽然数据可能存在调整，**但大唐西藏公司的地位不言而喻，或为桂冠电力未来发展奠定基础。**

图表 9：大唐西藏公司目前主要装机情况（万千瓦）

公司	股权比例	电站	状态	装机	投产时间
西藏大唐扎拉水电开发有限公司	100%	大唐扎拉水电站	在建	101.5	预计 2027
大唐玉曲河水电开发有限公司	100%	森格大唐储能电站	—	6	
		两库七级，扎拉为其中一级	—	约 100	
大唐西藏汪排水电开发有限公司	80%	大唐汪排水电站	在运	0.189	2014.12
		大唐波堆水电站	在运	0.96	2015.7
大唐西藏波堆水电开发有限公司	80%	大唐昌都江达青泥洞乡 2 万千瓦牧光互补（配储能）复合型保供光伏发电项目	在运	2	2022.12
—	—	大唐八宿风电场	在运	10	2024.11

资料来源：wind，企查查，集团官网等，华源证券研究所

四地交界，三江汇流，扎拉水电站建设点，藏粤直流起点。扎拉水电站位于西藏昌都市左贡县，左贡县也是藏粤直流的起点（终点位于广东深圳，途经藏、滇、桂、粤四省区）。昌都位于西藏东部，与青海、四川、云南交界，地处横断山脉和三江（金沙江、澜沧江、怒江）流域。根据国家能源局，藏粤直流工程于 2025 年 9 月启动，全长约 2681 公里，额定输

电容量 1000 万千瓦。2029 年全面投运后，藏东南清洁能源基地每年预计可向大湾区负荷中心输送超 430 亿千瓦时电能，配套“水风光一体化”电源基地投资预计将超过 1500 亿元。

3.2. 量化测算广东电量供需 全国“一盘棋”考虑收益稳健

市场化角度考虑，广东“十五五”末期省内或迎供需反转，需要外送清洁能源。根据广东省 2025 年重点建设项目计划表，目前广东省在建的特高压仅一条——藏粤直流，尽管在 2023-2025 年广东省大量新增火电项目后带来电量供给宽松，但若无新增外来电，在当前省内资源以及重点建设项目计划表约束下，预计广东省在 2028 年迎来电量供需拐点，考虑到新增电源存在大量调峰气电以及碳达峰约束，预计“十五五”末期广东省清洁能源需求紧张。

图表 10：广东省 2022-2030 年电量供需平衡表（黄底填充为核心假设值，不考虑外来电源增量）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
广东省装机容量（万千瓦）	17116	19333	22183	25782	28122	29902	31262	32512	34122
水电	1906	1912	1905	1905	2145	2385	2645	2645	2765
增量	170	6	-7	0	240	240	260	0	120
火电	10650	11629	12740	14010	14910	15210	15410	15610	15810
增量	431	979	1111	1270	900	300	200	200	200
核电	1614	1614	1614	1854	1854	2094	2094	2344	2834
增量	0	0	0	240	0	240	0	250	490
风电	1357	1657	1801	1901	2101	2301	2601	2901	3201
增量	162	300	144	100	200	200	300	300	300
光伏	1590	2522	4112	6112	7112	7912	8512	9012	9512
增量	570	932	1590	2000	1000	800	600	500	500
利用小时数（小时）									
水电	1330	1752	1997	1700	1700	1700	1700	1700	1700
火电	4163	4159	4019	3828	3665	3656	3774	3938	4011
核电	7118	7316	7772	7672	7572	7522	7472	7472	7472
风电	2180	2184	2250	2200	2200	2200	2200	2200	2200
光伏	930	956	1250	1188	1128	1100	1100	1100	1100
发电量（亿千瓦时）									
水电	344	370	430	324	344	385	427	450	460
火电	4332	4831	4785	4998	5217	5479	5759	6089	6281
核电	1149	1181	1255	1330	1404	1485	1564	1658	1934
风电	269	302	384	407	440	484	539	605	671
光伏	135	211	350	607	746	826	903	964	1019
发电量合计（亿千瓦时）	6229	6895	7205	7666	8151	8659	9194	9765	10365
yoy	1.2%	10.7%	4.5%	6.4%	6.3%	6.2%	6.2%	6.2%	6.1%
线损率	3.5%	3.5%	3.4%	3.3%	3.2%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%
省内用电量（亿千瓦时）	7870	8502	9121	9577	10056	10559	11087	11641	12223
yoy	0.0%	8.0%	7.3%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
调入调出净额（亿千瓦时）	-1925	-1914	-2236	-2236	-2236	-2236	-2236	-2236	-2236

增量	77	11	-322	0	0	0	0	0	0
----	----	----	------	---	---	---	---	---	---

资料来源: wind、中电联等, 华源证券研究所。注: 数据统计可能存在细微偏差, 本表旨在看供需趋势

项目制度角度考虑, 国家级战略性项目收益率或得保障。作为国家西电东送接续能源基地的藏东南清洁能源基地, 其电价、消纳或与西电东送项目类似, 以成本加成形式, 根据造价、利用小时数(电量)核算上网电价。考虑到大唐集团 2025 年发布的最新新能源项目收益率动态管理方案中提及, 西藏区域的新能源项目税前全投资内部收益率不低于 6.5%(主要), 税后资本金内部收益率不低于 7.5%(辅助)。

假设 80%负债率, 1.5%的借债成本, 15%的所得税率, 1500 亿全投资, 则测算可得藏东南清洁能源基地整体贡献桂冠电力归母净利润为(年均值):

1) 全投资口径: $(1500 \times 6.5\% - 1500 \times 80\% \times 1.5\%) \times (1 - 15\%) \times 51\% = 34.46$ 亿元

2) 资本金口径: $1500 \times 20\% \times 7.5\% \times 51\% = 11.48$ 亿元

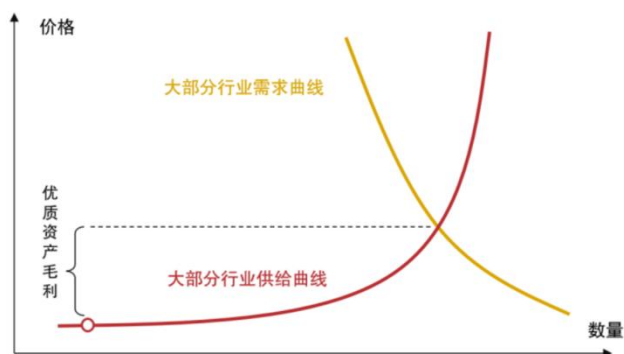
其中, 扎拉水电站预计在 2027 年投产后贡献业绩, 考虑到藏粤直流预计在 2029 年完全投产, 预计整个基地大额贡献业绩在 2030 年前后。**考虑到借债利率较低, 而项目投产初期存在较高负债, 预计投产后初期业绩位于两个口径之间, 或更靠近全投资口径测算的利润。**

4. 水风光一体化基地在新型电力系统中地位凸显

从商业模式来看, 行业成本曲线陡峭是低成本公司获得实体层面超额利润的必要条件, 但是对于大部分行业, 规模优势导致了低成本供给是多数, 高成本供给是少数, 即行业成本曲线向上弯曲(二阶导为正), 这种情况下, 一方面少数产能很难为多数产能提供稳定支撑, 另一方面出清价格受需求曲线影响大, 企业业绩很难长期稳定。

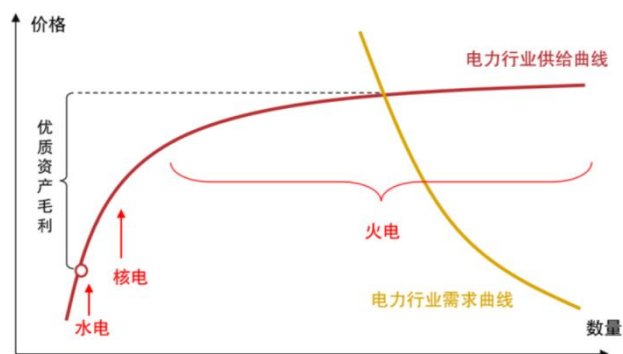
电力行业则不然, 决定成本高低的更多是电源类型本身的发电原理, 火电相当于制造业, 成本曲线平坦, 水电更多是资源品, 成本梯度陡峭, 由此导致了多数高成本供给(火电)与少数低成本供给(水电)的组合, 电力行业整体的成本曲线单调递增但向下弯曲(二阶导为负), 使得行业需求量以及出清价格, 对水电的发电量和毛利率影响都很小。

图表 11：大部分行业的供需曲线（规模优势导致多数低成本供给）



资料来源：华源证券研究所

图表 12：电力行业的供需曲线（资源禀赋导致少数低成本供给）

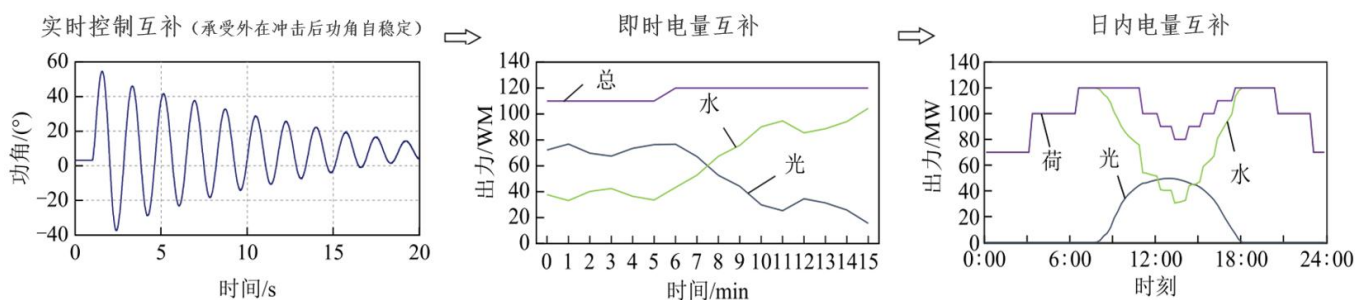


资料来源：华源证券研究所

因此，从长期来看，水电凭借“终端同质化商品中的少数低成本供给”优势，表现出了明显的“低协方差”属性，业绩与宏观经济的相关程度非常低。随着新型电力系统建设，新能源等不稳定电源占比提升，我们认为优质大水电将愈发稀缺，此次资产整合具备战略意义。

另一方面，水风光一体化基地可进一步发挥水电的出力灵活性，将“低协方差”优势扩大。从水风光多能互补基地架构上看，风电、光伏布局在具备流域调节能力的大水电周边，通过短距离输电线路将风光发电量送至水电站；水电利用其出力灵活性对风光电量进行实时互补，**一方面可以节约调峰储能成本，同时可以与大水电共用外送线路。**

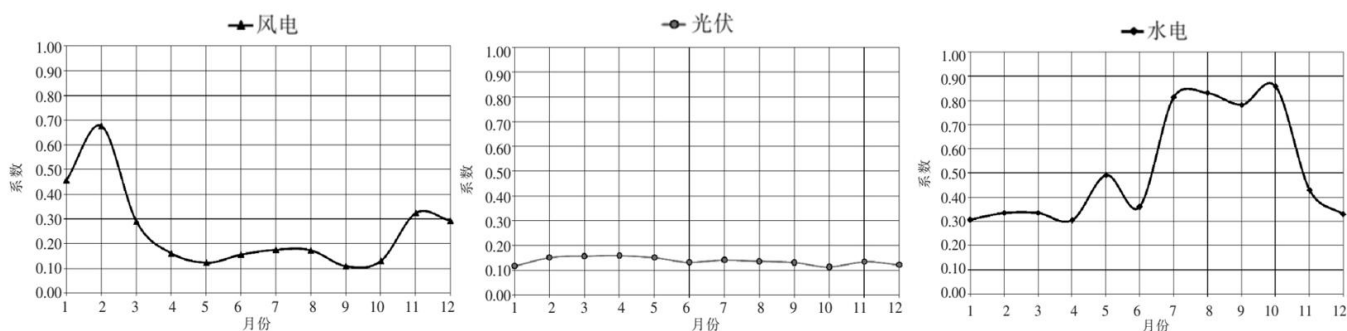
图表 13：水风光互补系统电量实时互补示意



资料来源：《梯级水光蓄互补联合发电关键技术与研究展望》韩晓言等，华源证券研究所

年度维度来看，水风光三种电源发电量还可以进行季节性互补，提升外送线路的利用效率。以同为“三江并流”区域的金沙江为例，水电汛期主要集中在三季度，风电出力高峰集中在一四季度，光伏出力全年分布整体均匀，水风光一体化布局可以有效提升线路效率。

图表 14：金沙江下游典型水电、风电、光伏独立运行时的各月出力情况



资料来源：《金沙江下游(四川侧)风光水互补开发研究初探》李良县等，华源证券研究所

5. 盈利预测与评级

结合公司 2025 年电量公告以及当前龙滩电站较高的水位，我们预计公司 2025-2027 年水电平均利用小时分别达到 4050、4100、4000 小时（2024 年为 2989 小时）；考虑到广西电力市场水电不平衡费用分摊机制变更，预计公司 2025-2027 年水电上网电价分别变动-8%、+7%、+1%。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 33、38、40 亿元，2026/1/13 股价对应 PE 分别为 19、17、16 倍。公司将在 2026 年 1 月 14 日召开股东大会商议大唐西藏公司的收购方案，考虑到收购的不确定性，暂不考虑项目收购对于公司业绩的影响。

存量资产低风险，历史分红慷慨。公司存量资产以红水河流域水电为核心，批复电价上网暂不存在入市担忧，可谓是低风险资产。我们在此前多篇报告中强调水电的现金流价值以及其与宏观经济基本脱钩的优质商业模式。公司依靠其优质“现金奶牛”资产，历史上分红慷慨，过去十年（2015-2024 年）平均现金分红比例 72%，2023-2024 年分别现金分红 129%、71%。预计公司未来将延续较好的较稳定的分红政策，按照 2025 年归母净利润，70%的分红比例考虑，**2026 年业绩对应股息率为 4.24%**（2026/1/13 交易数据）。

“十五五”资产或翻倍以上增长，“类水电”优质商业模式值得重视。根据国家能源局，藏东南清洁能源基地电源总投资超过 1500 亿元，远超公司现有资产规模（2025 年 9 月底总资产 512 亿元）。我们认为，水风光大基地打捆外送有望成为“类水电”资产，公司或成为当下确定性较高且具有较高成长性的水电股，**维持“买入”评级。**

图表 15：可比公司估值表（元，元/股）

代码	简称	收盘价	EPS			PE		
		2026/1/13	25E	26E	27E	25E	26E	27E
600900.SH	长江电力	27.36	1.39	1.46	1.52	20	19	18
600025.SH	华能水电	9.23	0.48	0.50	0.53	19	18	18
600886.SH	国投电力	13.38	0.88	0.93	0.99	15	14	14
600674.SH	川投能源	14.06	1.00	1.06	1.09	14	13	13
平均值						17	16	16

600236.SH	桂冠电力	8.01	0.42	0.48	0.50	19	17	16
-----------	------	------	------	------	------	----	----	----

资料来源：Wind，华源证券研究所。注：可比公司盈利预测均来自 wind 一致预期，桂冠电力盈利预测来自华源证券研究所

6. 风险提示

来水波动：公司存量业务以水电为核心，并且由水电贡献主要利润，在较为稳健的水电电价政策下，来水波动为公司经营现金流与利润的核心影响因素。

电价政策不及预期：目前正处于全国统一电力市场的改革深水区，广西、南方区域的电价政策的改变预计将直接影响公司电站项目的经营现金流与利润。

煤价上涨超预期：公司仍有 1.3GW 的火电机组，煤价的波动直接影响其现金流与利润。

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	966	891	768	1,026	营业收入	9,598	10,497	11,560	11,955
应收票据及账款	2,078	1,927	2,123	2,195	营业成本	5,308	4,772	5,025	5,336
预付账款	111	174	192	198	税金及附加	150	164	180	187
其他应收款	75	71	78	81	销售费用	0	0	0	0
存货	475	268	283	300	管理费用	362	396	436	451
其他流动资产	669	655	721	745	研发费用	4	4	5	5
流动资产总计	4,374	3,987	4,164	4,546	财务费用	536	550	564	546
长期股权投资	1,292	1,422	1,572	1,772	资产减值损失	-82	-52	-58	-36
固定资产	37,322	38,516	40,890	42,416	信用减值损失	-9	-10	-11	-11
在建工程	3,841	5,054	4,187	3,677	其他经营损益	0	0	0	0
无形资产	685	654	623	591	投资收益	133	150	170	220
长期待摊费用	11	0	0	0	公允价值变动损益	0	0	0	0
其他非流动资产	2,683	2,681	2,680	2,679	资产处置收益	0	0	0	0
非流动资产合计	45,834	48,327	49,951	51,135	其他收益	33	0	0	0
资产总计	50,208	52,313	54,115	55,681	营业利润	3,314	4,699	5,451	5,603
短期借款	9,907	10,507	10,807	11,107	营业外收入	52	50	70	80
应付票据及账款	2,368	1,767	1,860	1,976	营业外支出	277	200	170	200
其他流动负债	4,615	4,157	4,391	4,654	其他非经营损益	0	0	0	0
流动负债合计	16,891	16,431	17,059	17,737	利润总额	3,088	4,549	5,351	5,483
长期借款	10,825	11,825	11,125	10,125	所得税	452	682	803	822
其他非流动负债	551	551	551	551	净利润	2,636	3,867	4,548	4,660
非流动负债合计	11,376	12,376	11,676	10,676	少数股东损益	352	580	728	699
负债合计	28,267	28,807	28,735	28,413	归属母公司股东净利润	2,283	3,287	3,821	3,961
股本	7,882	7,882	7,882	7,882	EPS(元)	0.29	0.42	0.48	0.50
资本公积	950	950	950	950	主要财务比率				
留存收益	10,064	11,050	12,196	13,385	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
归属母公司权益	18,896	19,882	21,029	22,217	成长能力				
少数股东权益	3,044	3,624	4,352	5,051	营收增长率	18.63%	9.37%	10.12%	3.41%
股东权益合计	21,940	23,506	25,380	27,268	营业利润增长率	112.81%	41.81%	16.01%	2.78%
负债和股东权益合计	50,208	52,313	54,115	55,681	归母净利润增长率	86.26%	43.94%	16.25%	3.68%
现金流量表（百万元）					经营现金流增长率	37.45%	4.44%	27.01%	5.18%
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	盈利能力				
税后经营利润	2,636	3,867	4,489	4,575	毛利率	44.70%	54.54%	56.53%	55.36%
折旧与摊销	2,291	2,337	2,456	2,566	净利率	27.46%	36.83%	39.35%	38.98%
财务费用	536	550	564	546	ROE	12.08%	16.53%	18.17%	17.83%
投资损失	-133	-150	-170	-220	ROA	4.55%	6.28%	7.06%	7.11%
营运资金变动	-11	-748	28	255	估值倍数				
其他经营现金流	287	0	70	100	P/E	27.65	19.21	16.53	15.94
经营性现金净流量	5,607	5,855	7,437	7,822	P/S	6.58	6.01	5.46	5.28
投资性现金净流量	-3,949	-4,680	-3,920	-3,545	P/B	3.86	3.64	3.41	3.21
筹资性现金净流量	-1,379	-1,250	-3,639	-4,019	股息率	2.56%	3.64%	4.24%	4.39%
现金流量净额	279	-75	-123	258	EV/EBITDA	13	12	11	10

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。