

传统主业优势稳固，新能源打开新成长空间

核心观点：

- **“盐+清洁能源”双主业发展，风光装机增长带来成长动力。**公司是云南省能源投资集团旗下上市平台，“盐+清洁能源”双主业发展。其中盐类产品包括食盐、工业盐、日化盐等，清洁能源业务包括天然气和新能源运营。根据公司规划，十四五期间重点发力新能源，计划在十四五末新能源装机达到513万千瓦，是现有装机的14倍左右。公司拥有丰富的项目储备和充足的资金支持，风光装机增长确定性高。
- **云南风光资源优异，2022-2024年计划新增5000万千瓦。**云南省风光利用小时数位于全国前列，2019-2021年风电高于全国平均600-650小时，太阳能高于全国平均50-60小时。根据《云南省“十四五”规划新能源项目清单》，2021-2024年风光项目共计7308.9万千瓦。建设进度方面，规划2022-2024年每年开工2000万千瓦，2022-2024年新增投产5000万千瓦。云南省水电资源充沛，水光互补有利于提高新能源利用率。
- **十四五末规划新能源装机513万千瓦，是目前装机的14倍。**根据公司规划，十四五期间重点加快清洁能源转型，计划在十四五末风电装机达到259万千瓦，光伏装机254万千瓦，新能源累计装机达到513万千瓦，是目前装机的13.9倍。公司在项目资源和资金都具有优势：（1）项目资源方面，公司依托大股东资源优势，在获取项目方面具有较强竞争力。目前公司在建及拟建项目共180万千瓦；（2）资金方面，公司近期计划通过定增募资18.66亿元，补充3个风电场建设资金，目前已获得证监会核准。公司资产负债率在同行业中处于较低水平，未来有较大的债务融资空间。
- **传统主业优势稳固，预计十四五期间保持稳健增长。**盐业方面，公司拥有云南省优质盐矿资源，4个盐矿设计产能总共达到180万吨，2021年产能利用率达到95.5%。公司现有“白象”系列食盐产品和“艾肤妮”系列日化盐产品，近年来品牌影响力不断提升；天然气业务方面，公司作为云南省级天然气发展平台，承担全省天然气基础设施投资开发、市场推广、产业培育等工作。截至2021年末已建成支线管道合计727km，稳居省内第一。目前云南省天然气渗透率大幅低于全国水平，管网建设仍有较大空间。
- **估值的判断与评级说明。**我们预计公司2022、2023、2024年归母净利润分别为3.74亿、4.48亿、7.35亿，EPS为0.40元、0.47元、0.78元（考虑增发摊薄股本），当前股价对应PE为30.2x、25.3x、15.4x。考虑到公司营收和利润预期增速高，应当享受一定的估值溢价，给予“推荐”评级。
- **风险提示。**上网电价下调；新能源开发进度不及预期；存量补贴回收不及预期；天然气上游价格大幅上涨的风险。

云南能投(002053.SZ)

推荐 (首次)

分析师

陶贻功

☎：010-80927673

✉：taoyigong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030001

严明

☎：010-80927667

✉：yanming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520070002

研究助理

梁悠南

☎：010-80927656

✉：liangyounan_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2022-08-05

A股收盘价(元)	11.95
股票代码	002053.SZ
A股一年内最高价(元)	20.94
A股一年内最低价(元)	7.91
沪深300指数	4156.91
市盈率(TTM)	31.7
总股本(万股)	76,098
实际流通A股(万股)	76,098
流通A股市值(亿元)	90.9

相对沪深300表现图



资料来源：wind，中国银河证券研究院



主要财务指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2258.83	2533.38	2983.27	4179.65
增长率	13.49%	12.15%	17.76%	40.10%
归母净利润(百万元)	251.73	374.49	447.37	734.71
增长率	8.71%	48.77%	19.46%	64.23%
毛利率	40.51%	40.34%	41.64%	45.67%
摊薄 EPS (元)	0.33	0.40	0.47	0.78
PE	28.63	30.24	25.31	15.41

资料来源: wind, 中国银河证券研究院。收盘价为 2022 年 8 月 5 日。

投资概要：

驱动因素、关键假设及主要预测：

云南风光资源优异，2022-2024 年计划新增 5000 万千瓦。云南省风光利用小时数位于全国前列，2019-2021 年风电高于全国平均 600-650 小时，太阳能高于全国平均 50-60 小时。根据《云南省“十四五”规划新能源项目清单》，2021-2024 年风光项目共计 7308.9 万千瓦。建设进度方面，规划 2022-2024 年新增投产 5000 万千瓦。云南省水电资源充沛，水光互补有利于提高新能源利用率。

十四五末规划新能源装机 513 万千瓦，是目前装机的 14 倍。根据公司规划，十四五期间重点加快清洁能源转型，计划在十四五末风电装机达到 259 万千瓦，光伏装机 254 万千瓦，新能源累计装机达到 513 万千瓦，是目前装机的 13.9 倍。公司近期计划通过定增募资 18.66 亿元，补充 3 个风电场建设资金，目前已获得证监会核准；公司资产负债率在同行业中处于较低水平，未来有较大的债务融资空间。

传统主业优势稳固，预计十四五期间保持稳健增长。盐业方面，公司拥有云南省优质盐矿资源，4 个盐矿设计产能总共达到 180 万吨，2021 年产能利用率达到 95.5%。公司现有“白象”系列食盐产品和“艾肤妮”系列日化盐产品，近年来品牌影响力不断提升；天然气业务方面，公司作为云南省级天然气发展平台，承担全省天然气基础设施投资开发、市场推广、产业培育等工作。截至 2021 年末已建成支线管道合计 727km，稳居省内第一。目前云南省天然气渗透率大幅低于全国水平，管网建设仍有较大空间。

根据公司在手项目及十四五规划，我们预计 2023-2024 年风电新增装机分别为 75 万千瓦和 120 万千瓦，2022-2024 年末风电累计装机分别为 37 万千瓦、112 万千瓦、232 万千瓦；预计 2022-2024 年光伏新增装机分别为 10 万千瓦、50 万千瓦、100 万千瓦，2022-2024 年末光伏累计装机分别为 10 万千瓦、60 万千瓦、160 万千瓦；云南省风光禀赋优异，预计风电和光伏利用小时数分别为 3000 小时和 1300 小时；新建项目均为平价项目，预计平均上网电价（含税）为 0.33 元；预计新建风电和光伏项目的毛利率分别为 60%、55%。

估值与投资建议：

我们预计公司 2022、2023、2024 年归母净利润分别为 3.74 亿、4.48 亿、7.35 亿，EPS 为 0.40 元、0.47 元、0.78 元（考虑增发摊薄股本），当前股价对应 PE 为 30.2x、25.3x、15.4x。考虑到公司营收和利润预期增速高，应当享受一定的估值溢价，给予“推荐”评级。

股价表现的催化剂：

新能源开发进度超预期；新能源利用小时数超预期；天然气上游价格回落。

主要风险因素：

上网电价下调；新能源开发进度不及预期；存量补贴回收不及预期；天然气上游价格大幅上涨的风险。

目 录

一、云南省属能源投资平台，“盐+清洁能源”双主业发展.....	5
（一）新能源转型提供成长动力.....	5
（二）营收利润稳步增长，现金流整体较为充裕.....	6
二、双碳目标下新能源增量，云南 22-24 年新增 5000 万千瓦.....	9
三、新能源项目储备丰富，装机有望实现高增长.....	15
（一）2025 年末规划装机 513 万千瓦，是目前装机 14 倍.....	15
（二）传统主业优势稳固，十四五期间稳健增长.....	18
四、盈利预测及估值.....	21
五、风险提示.....	23
六、附录.....	24

一、云南省属能源投资平台，“盐+清洁能源”双主业发展

（一）新能源转型提供成长动力

云南能源投资股份有限公司前身为云南盐化股份有限公司。2002年7月，在云南省盐业总公司基础上，由云南轻纺集团有限公司作为主发起人设立了云南盐化股份有限公司；2003年云南省实施化工行业整合，云南盐化股份有限公司整体划入云天化集团；2006年云南盐化股份有限公司于深交所上市；2016年完成重大资产重组，重组完成后公司不再持有氯碱化工业务，并在原有盐业业务的基础上拓展天然气业务，形成了“盐+清洁能源”双主业发展的新格局；2019年公司向大股东定增购买其旗下的风力发电公司，进入新能源发电领域。

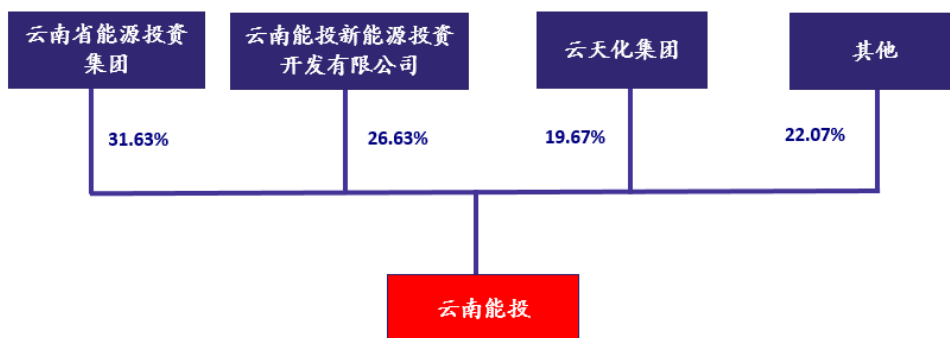
表 1：公司发展历程

年份	事件
2002	在云南省盐业总公司基础上，由云南轻纺集团有限公司作为主发起人，设立股份有限公司
2003	云南省实施化工行业整合，云南轻纺集团有限公司整体划入云天化集团有限责任公司，云天化集团成为公司控股股东
2006	公司首次公开发行上市，证券简称“云南盐化”
2015	公司向唯一特定对象云南省能源投资集团有限公司非公开发行股票后，云南省能源投资集团有限公司成为公司控股股东
2016	公司完成重大资产重组，以氯碱化工业务相关资产与云南能投集团的天然气资产进行等值置换，形成“盐+清洁能源”双主业发展的新格局
2016	公司名称由“云南盐化股份有限公司”变更为“云南能源投资股份有限公司”；公司证券简称变更为“云南能投”
2016	公司以涉盐资产出资成立全资子公司“云南省盐业有限公司”
2019	公司向能投集团发行股份购买其旗下风力发电公司，进入新能源发电领域

资料来源：公司官网，公司公告，中国银河证券研究院

云南省能源投资集团是公司控股股东，股权结构稳定。截至2022年一季度末，云南省能源投资集团直接持有公司31.63%的股份，并通过子公司云南能投新能源投资开发有限公司间接持有26.63%的股份，合计持股比例达到58.27%，是公司的控股股东。

图 1：公司股权结构（截至2022年3月31日）

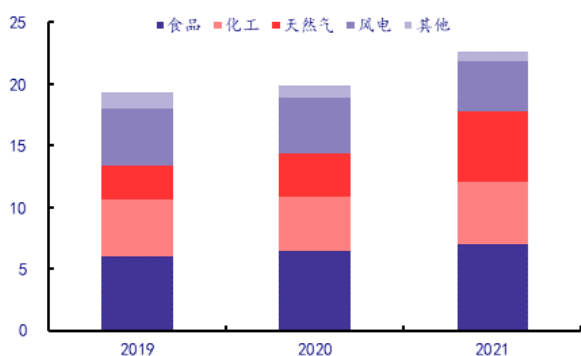


资料来源：wind，中国银河证券研究院

（二）营收利润稳步增长，现金流整体较为充裕

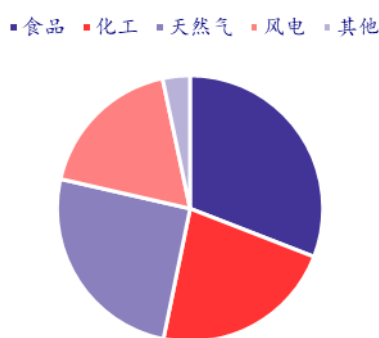
双主业协同发展，清洁能源业务有望实现高增长。食品和化工业务分别是食盐和工业盐，清洁能源业务包括天然气和风电。从2019-2021年公司营收构成来看，食品和化工业务营收相对稳定，天然气业务增长较快。2021年食品、化工、天然气、风电业务分别占营收的30.9%、22.3%、25.3%、18.1%。根据公司规划，十四五期间重点加快清洁能源转型，计划在十四五末风电装机达到259万千瓦，光伏装机254万千瓦，新能源累计装机达到513万千瓦，是目前装机的13.9倍。未来随着风电和光伏装机增加，预计清洁能源业务有望打开新成长空间。

图2：2019-2021 云南能投分板块营收/亿元



资料来源：wind，中国银河证券研究院

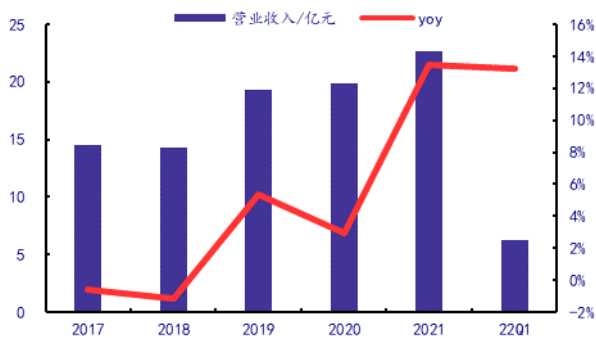
图3：2021 云南能投分板块营收比例



资料来源：wind，中国银河证券研究院

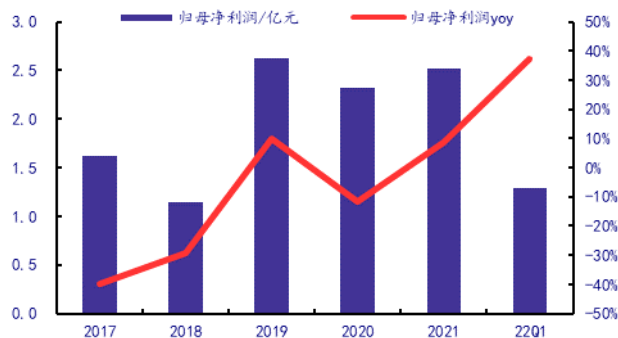
营收和归母净利润稳中有升，2022年上半年利润实现高增长。2021年公司实现营收22.59亿元（同比+13.49%），归母净利润2.52亿元（同比+8.71%），主要得益于化工业务毛利率同比增长4.5个百分点，利润贡献进一步增强。2022年上半年公司归母净利润1.68-1.85亿元（同比+31.28%-44.57%），扣非后归母净利润1.55-1.72亿元（同比+26.23%-40.07%）。上半年利润高增长主要得益于盐板块业绩大幅增长：一是公司营销业务管控模式优化调整后，管理效率得到进一步提升，加之公司上半年开展“盐”之有礼-盛夏钜惠答谢活动，从而助推食盐销售实现量价齐升；二是公司紧抓市场机遇，高效组织产品生产及调运，工业盐销售实现量价齐升。

图4：2017-2022Q1 云南能投营业收入及同比增速



资料来源：wind，中国银河证券研究院

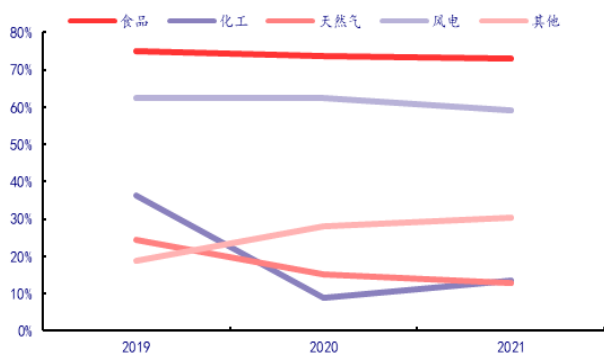
图5：2017-2022Q1 云南能投归母净利润及同比增速



资料来源：wind，中国银河证券研究院

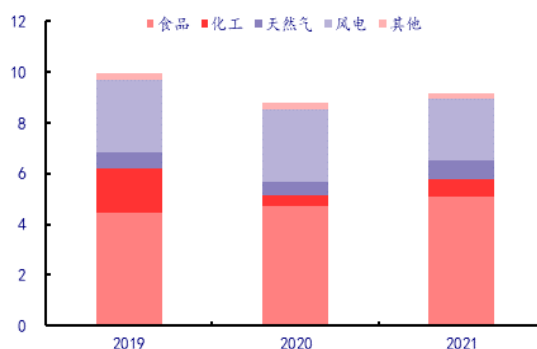
食品和天然气板块毛利率维持高位。公司各业务板块之间毛利率差别较大，其中食品和风电板块毛利率维持高位。从2019-2021三年的盈利能力来看，食品板块毛利率在73%-75%左右，风电板块毛利率在60%左右。化工和天然气板块毛利率低于食品和风电板块，且易受上游原料价格而波动。2021年公司总毛利达到9.16亿元，其中食品板块毛利5.10亿元，占比55.7%；风电板块毛利2.42亿元，占比26.4%。

图 6：2019-2021 云南能投分板块毛利率



资料来源：wind，中国银河证券研究院

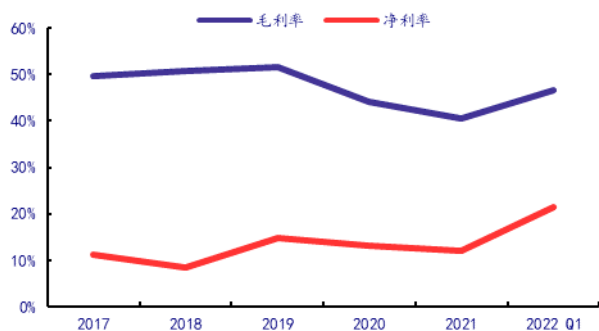
图 7：2019-2021 云南能投分板块毛利/亿元



资料来源：wind，中国银河证券研究院

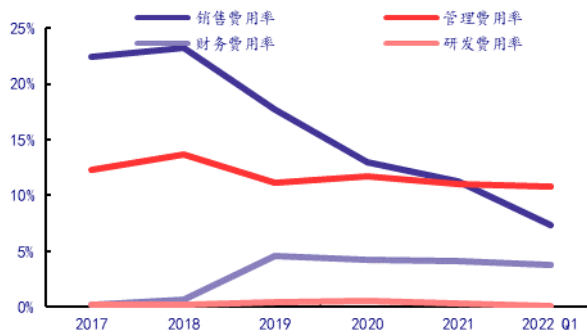
毛利率有提升空间，成本控制能力良好。2021年公司毛利率40.51%，同比减少3.54pct，主要是由于毛利率较低的天然气业务占比提升所致。2022年一季度公司毛利率46.49%，同比增加3.47pct；净利率21.44%，同比增加3.63pct。随着毛利率较高的风电、光伏业务占比提升，预计公司整体毛利率仍有一定提升空间。从费用率来看，2017-2022Q1期间费用率整体呈下行趋势，2022年一季度公司期间费用率21.83%，同比减少0.34pct，体现了较好的成本控制能力。

图 8：2017-2022Q1 云南能投毛利率与净利率



资料来源：wind，中国银河证券研究院

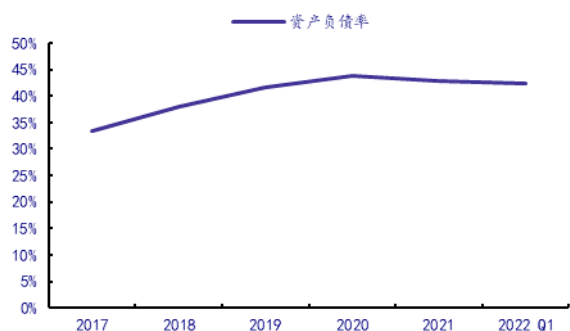
图 9：2017-2022Q1 云南能投费用率情况



资料来源：wind，中国银河证券研究院

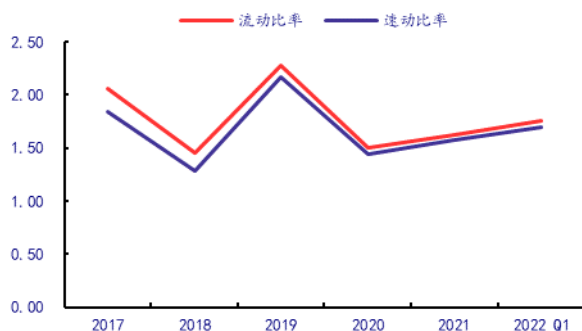
资产负债率处于低位，现金流整体较为充裕。2017-2022Q1，公司资产负债率虽然有小幅度提升，但和同业相比仍处于低位，2022Q1公司资产负债率仅为42.38%，未来有较大的债务融资空间。公司现金流整体较为充裕，2022Q1公司流动比率和速动比率分别为1.76和1.70，现金流可以满足日常经营需求。

图 10：2017-2022Q1 云南能投资资产负债率



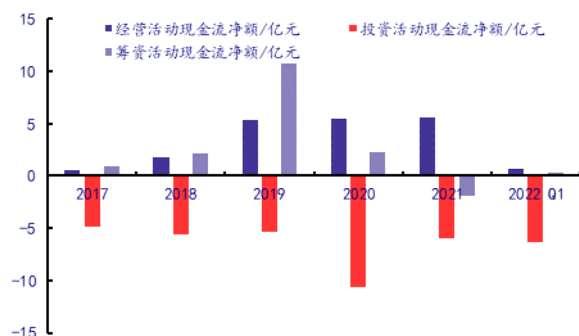
资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 11：2017-2022Q1 云南能投流动比率、速动比率



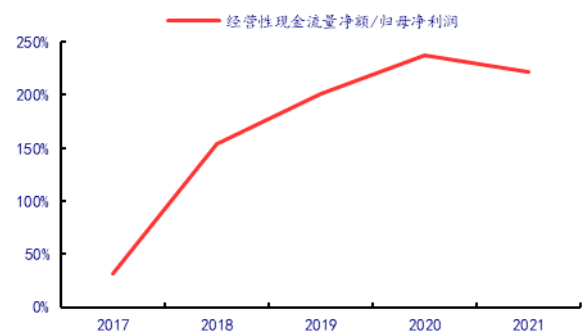
经营性现金流总体表现较好，收益质量近年来有所提升。近 5 年公司经营性净现金流稳中有升，2019-2021 年维持在 5-5.5 亿元左右。近 5 年来公司收益质量有所提升，经营性现金流量净额与归母净利润的比例持续上升，由 2017 年的 32% 提升至 2021 年的 221%。充裕的经营性净现金流为公司发展新能源提供了资金支持。

图 12：2017-2022Q1 云南能投现金流情况



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 13：2017-2021 云南能投经营净现/归母净利润



资料来源：wind，中国银河证券研究院

二、双碳目标下新能源增量，云南 22-24 年新增 5000 万千瓦

“十四五”能源规划发布，积极推动能源结构转型。2022 年 3 月，国家发改委与国家能源局联合印发了《“十四五”现代能源体系规划》，阐明了我国能源发展方针、主要目标和任务举措，对“十四五”时期我国构建现代能源体系、推动能源高质量发展等工作进行规划和部署。针对电力行业，在总装机量、非化石能源发电比重、人均年生活用电量、煤电机组灵活性改造等多个方面均发布了定量目标。

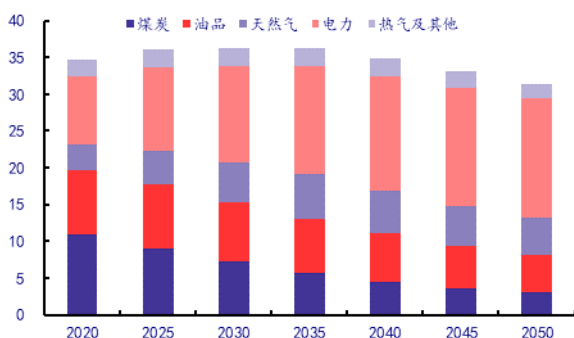
表 2：《“十四五”现代能源体系规划》主要定量目标及对比

分类	主要定量目标	过往政策对比
能源整体供应	到 2025 年，国内能源年综合生产能力达到 46 亿吨标准煤以上，原油年产量回升并稳定在 2 亿吨水平，天然气年产量达到 2300 亿立方米以上，发电装机总容量达到约 30 亿千瓦。	2020 年能源发展主要目标（能源供应能力相关）：保持能源供应稳步增长，国内一次能源生产量约 40 亿吨标准煤，其中煤炭 39 亿吨，原油 2 亿吨，天然气 2200 亿立方米，非化石能源 7.5 亿吨标准煤。发电装机 20 亿千瓦左右。
能源低碳转型	单位 GDP 二氧化碳排放五年累计下降 18%。到 2025 年，非化石能源消费比重提高到 20% 左右，非化石能源发电量比重达到 39% 左右，电气化水平持续提升，电能占终端用能比重达到 30% 左右。	到 2025 年，非化石能源消费比重达到 20% 左右，单位国内生产总值能源消耗比 2020 年下降 13.5%，单位国内生产总值二氧化碳排放比 2020 年下降 18%。
能源利用	展望 2035 年，非化石能源消费比重在 2030 年达到 25% 的基础上进一步大幅提高。	到 2030 年，非化石能源消费比重达到 25% 左右，单位国内生产总值二氧化碳排放比 2005 年下降 65% 以上。
能源利用	到 2025 年，灵活调节电源占比达到 24% 左右，电力需求侧响应能力达到最大用电负荷的 3%~5%。	-
能源利用	到 2025 年，人均年生活用电量达到 1000 千瓦时左右。	-
装机量	到 2025 年，常规水电装机容量达到 3.8 亿千瓦左右。	“十四五”、“十五五”期间分别新增水电装机容量 4000 万千瓦左右。
装机量	到 2025 年，核电运行装机容量达到 7000 万千瓦左右。	合理确定核电站布局和开发时序，在确保安全的前提下有序发展核电，保持平稳建设节奏。
装机量	有序淘汰煤电落后产能，“十四五”期间淘汰（含到期退役机组）3000 万千瓦。	加大淘汰煤电落后产能工作力度，倒逼煤电产业结构优化调整。
装机量	力争到 2025 年，煤电机组灵活性改造规模累计超过 2 亿千瓦。	存量煤电机组灵活性改造应改尽改，“十四五”期间完成 2 亿千瓦，增加系统调节能力 3000—4000 万千瓦。
装机量	力争到 2025 年，抽水蓄能装机容量达到 6200 万千瓦以上、在建装机容量达到 6000 万千瓦左右。	到 2025 年，抽水蓄能投产总规模 6200 万千瓦以上；到 2030 年，投产总规模 1.2 亿千瓦左右。

资料来源：《“十四五”现代能源体系规划》、中国银河证券研究院整理

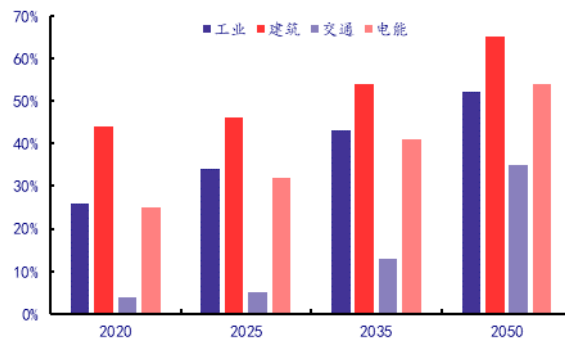
终端用能电气化水平持续提高。2020 年以来，我国不断强化经济社会绿色转型的顶层设计，为电气化发展营造了良好的政策环境，中国电气化发展进入以绿色低碳电力供应为牵引、以终端能源消费电气化为主线、以技术创新和体制改革为驱动的新阶段。从消费侧看，终端能源消费电气化水平稳步提升。根据规划，到 2025 年，全国电能占终端用能比重重要达到 30% 左右，我国未来用能端电气化转型潜力巨大。

图 14: 2020-2050E 年终端能源消费变化情况



资料来源: 国网电力研究院有限公司, 中国银河证券研究院

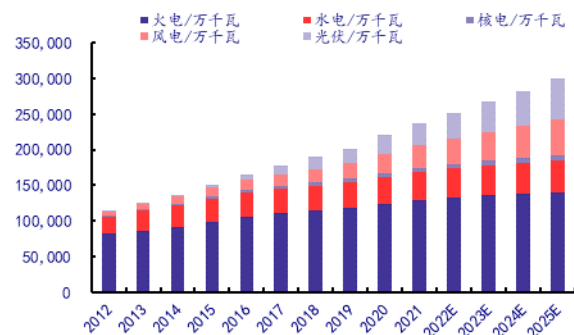
图 15: 我国各部门电能消费占能源终端消费比重



资料来源: 国网电力研究院有限公司, 中国银河证券研究院

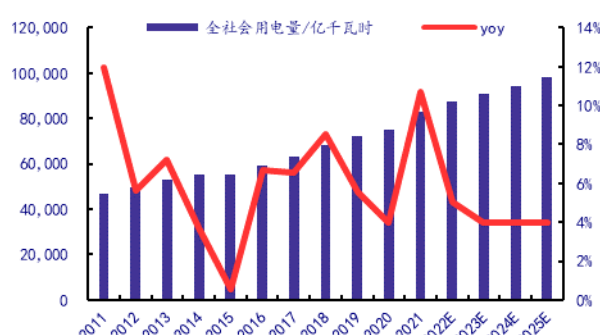
电源发展动力由传统煤电向清洁能源转变。截至 2021 年末, 全国发电装机容量 23.8 亿千瓦, 同比增长 7.9%。其中, 非化石能源装机容量 11.2 亿千瓦, 同比增长 13.4%, 占总装机容量的 47%, 同比提高 2.3 个百分点, 历史上首次超过煤电装机比重。根据《“十四五”现代能源体系规划》, 到 2025 年, 我国发电装机总容量达到约 30 亿千瓦, 其中明确常规水电装机量达到 3.8 亿千瓦, 抽水蓄能装机量达到 6200 万千瓦, 核电装机量达到 7000 万千瓦。根据以上数据测算, 预计 2025 年风电和光伏合计装机量达 11 亿千瓦左右, 非化石能源发电装机容量将超过总装机容量的 50%。在“双碳”目标催化下, 电源发展动力由传统煤电向新能源转变。

图 16: 2012-2025E 我国不同类型电源装机/万千瓦



资料来源: wind, 中电联, 中国银河证券研究院

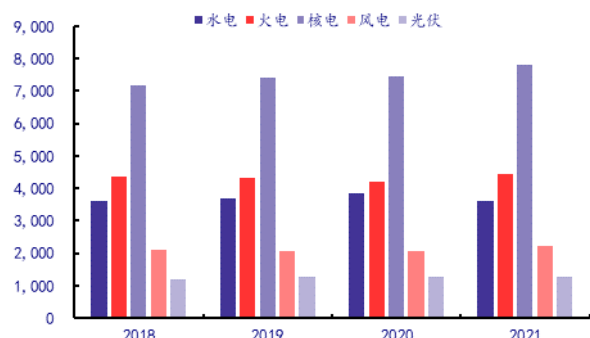
图 17: 2011-2025E 我国全社会用电量情况



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

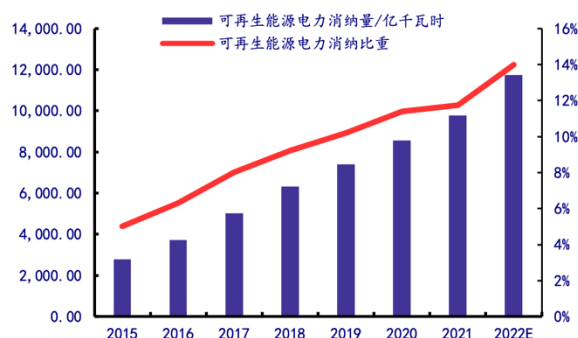
新能源利用小时数仍有提升空间。2021 年, 全国发电设备利用小时 3817 小时, 同比提高 60 小时。其中, 水电设备利用小时 3622 小时、核电 7802 小时、并网风电 2232 小时、并网太阳能发电 1281 小时、火电 4448 小时。预计“十四五”期间水电、核电利用小时数保持稳定, 风电和光伏利用小时数较 2021 年或有下降。风电方面, 由于 2021 年来风情况较好, 风电利用小时数较高, 后续年份未必能够延续 2021 年的来风情况, 但随着高利用小时数的海上风电装机规模增长, 预计 2025 年并网风电利用小时数在 2200 小时左右; 光伏方面, 随着分布式光伏发电装机规模的增加, 整体光伏发电平均利用小时数可能会小有波动, 预计 2025 年并网光伏发电利用小时数为 1300 小时左右。

图 18: 2018-2021 年我国分电源利用设备小时数/小时



资料来源: wind, 中电联, 中国银河证券研究院

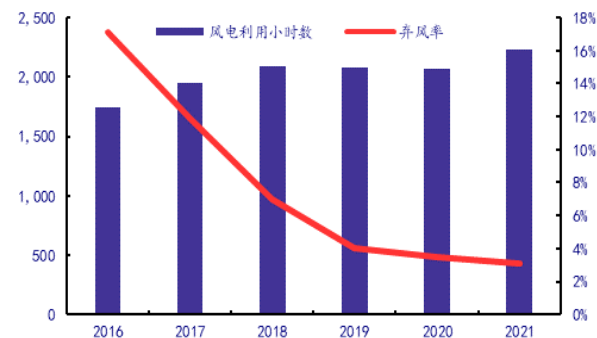
图 19: 非水可再生能源消纳比重变化



资料来源: 北极星电力网, 中国银河证券研究院

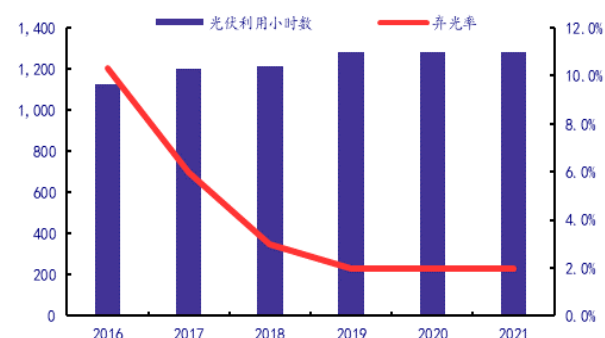
各地积极鼓励增加可再生能源建设和消费。2021 年 9 月, 国家发改委发布《完善能源消费强度和总量双控制度方案》, 其中明确提到, 对于达到该地区激励性可再生能源电力消纳责任权重的地区, 超出最低线以上的消纳量即不计入该地区年度与五年规划当期能源消费总量考核。而 21 年 12 月召开的中央经济工作会议则提出“新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制”。对于地方政府和工业企业而言, 新建可再生能源项目、增加可再生能源消纳都不会占用区域的能耗指标, 对新能源的接受程度也会大大提高。

图 20: 全国风电利用小时数与弃风率



资料来源: wind, 中电联, 中国银河证券研究院

图 21: 全国光伏利用小时数与弃光率

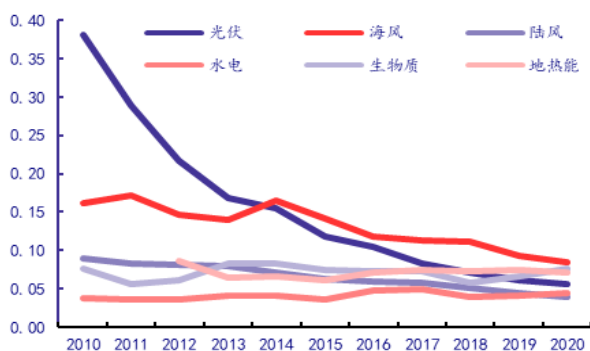


资料来源: wind, 中电联, 中国银河证券研究院

政策保障下, 新能源利用效率维持高位。我国出台多项政策保障可再生能源并网消纳, 国家能源局印发的文件中指出, 要建立保障性并网、市场化并网等并网多元保障机制, 各省(区、市)完成年度非水电最低消纳责任权重所必需的新增并网项目, 由电网企业实行保障性并网。2021 年, 全国并网风电利用小时数为 2232 小时, 同比提高 154 小时, 弃风率 3.1%; 光伏发电利用小时数为 1281 小时, 与上年总体持平, 弃光率为 2.0%。在政策保障下, 我国新能源发电利用效率维持高位。

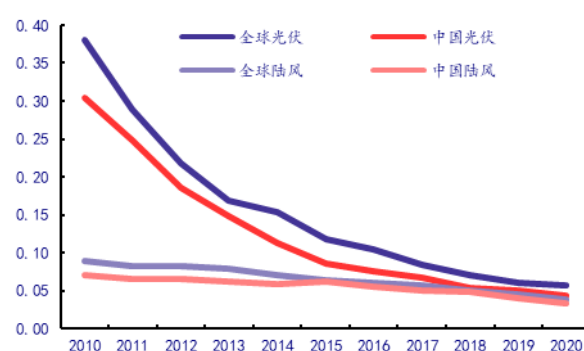
可再生能源 LCOE 持续下降, 新能源发电经济性显著提升。根据 IRENA 发布的数据, 2020 年中国光伏发电 LCOE 为 0.044 美元/千瓦时, 比全球光伏发电 LCOE 低 0.013 美元/千瓦时, 较 2010 年下降 85.6%; 2020 年中国陆上风电 LCOE 为 0.033 美元/千瓦时, 比全球陆上风电 LCOE 低 0.006 美元/千瓦时, 较 2010 年下降 54.8%。随着未来风电规模的增加, 技术的更新迭代, 我国新能源发电 LCOE 成本将更具优势, 逐渐成为电力供应的主力。

图 22: 全球不同电源类型的平准化度电成本(美元/千瓦时)



资料来源: IRENA, 中国银河证券研究院

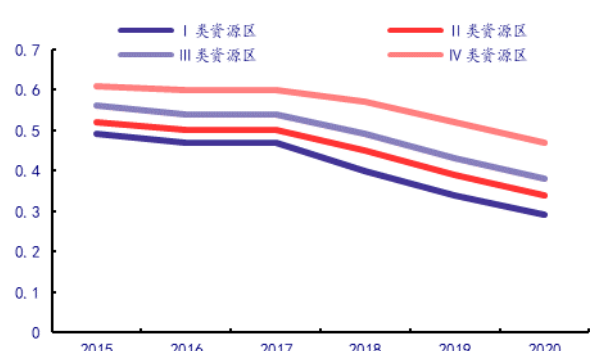
图 23: 中国与全球光伏和陆风 LCOE (美元/千瓦时)



资料来源: IRENA, 中国银河证券研究院

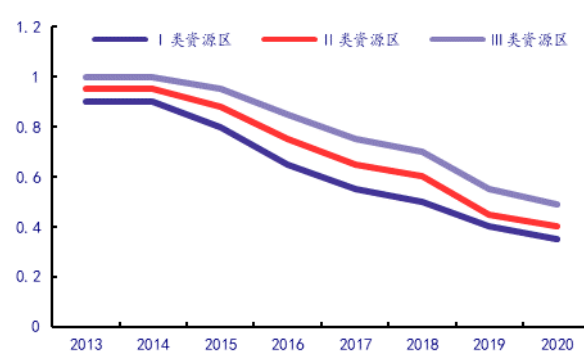
随着成本下降, 新能源发电逐步实现平价上网。2021 年 6 月, 国家发改委发布《关于 2021 年新能源上网电价政策有关事项的通知》, 其中提到从 2021 年起对新备案的集中式光伏、工商业分布式光伏项目和新核准陆上风电项目, 中央财政不再补贴。因此存量补贴风电及光伏项目在 2021 年完成并网后, 2022 年我国新能源将正式全面迈入平价时代。

图 24: 我国陆上风电电价变化情况



资料来源: IRENA, 中国银河证券研究院

图 25: 我国太阳能发电电价变化情况



资料来源: IRENA, 中国银河证券研究院

绿电交易赋予绿色电力环境价值。2021 年 9 月, 国家发改委、国家能源局共同推动在北京、广州两大电力交易中心开展绿色电力交易试点工作, 并在中长期电力交易框架下, 设立独立的绿电品种。从广东、江苏公布的 2022 年电力市场年度交易结果来看, 绿电交易价格全面高于当地煤电基准价, 广东省绿电交易价格高于火电。通过市场价格信号, 体现了绿色电力除电能价值以外的环境价值。随着政策支持和碳排放管控限制等因素, 绿电交易规模有望持续扩大, 有利于新能源运营商增厚收益。

表 3: 江苏、广东电力交易结果火电与绿电对比

	单位	江苏	广东
煤电基准价	元/千瓦时	0.391	0.453
火电 年度成交价	元/千瓦时	0.467	0.497
年度成交量	亿千瓦时	2529.4	2541.6
相对基准价溢价	元/千瓦时	0.076	0.044

浮动比例		19.4%	9.7%	
绿电	年度成交价	元/千瓦时	0.463	0.514
	年度成交量	亿千瓦时	9.24	6.79
	相对基准价溢价	元/千瓦时	0.072	0.061
	相对火电溢价	元/千瓦时	-0.004	0.017

资料来源：智汇光伏，中国银河证券研究院

碳排放管控支撑绿电溢价。2021 年欧洲议会通过了碳边境调节机制（CBAM）的决议，正式启动立法进程。2023 年至 2025 年为过渡期，CBAM 将配合欧盟排放交易体系政策于 2026 年起生效，覆盖行业为水泥、钢铁、铝、化肥、电力等。CBAM 的实施方式为欧盟各成员国主管部门向各国高排放商品的进口商按需出售 CBAM 凭证，这将会增加我国企业的出口成本，削弱在欧洲市场的竞争力。因此国内的出口企业更有意愿使用绿电去节约碳边境税带来的成本增长，绿电溢价将得到支撑。根据一般经验，如果采用绿电代替煤电，度电减排 700-800g 二氧化碳，我们测算，当碳价在 50 元/吨的时候，企业能够接受的绿电溢价大概在 0.035-0.04 元/度之间，随着未来碳价的进一步升高，不使用绿电的消费者承担的碳成本比例就越高，对绿电的需求和溢价的接受度也就越高。

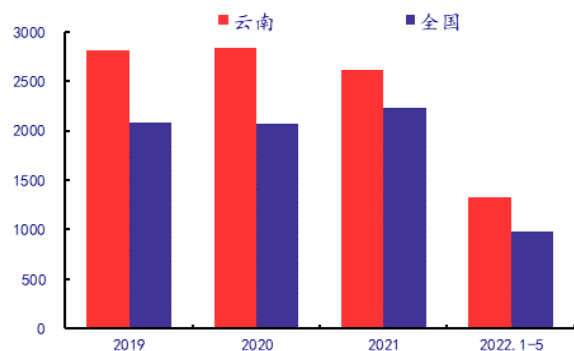
表 4：不同碳价下企业可接受的绿电溢价测算

燃煤发电度电碳排放（克/千瓦时）	800	800	800	800
绿电度电碳排放（克/千瓦时）	30	30	30	30
使用绿电的度电减排量（克/千瓦时）	770	770	770	770
碳价（元/吨）	30	50	70	100
可接受的绿电溢价（元/千瓦时）	0.0231	0.0385	0.0539	0.0770

资料来源：北极星电力网，中国银河证券研究院整理

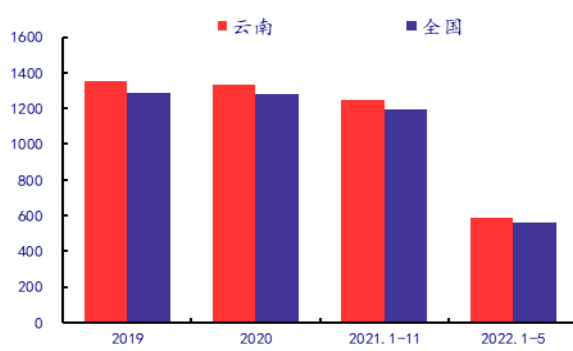
云南省新能源禀赋好，风光利用小时数高于全国平均。根据国家能源局统计数据，2019-2021 年云南省风电年平均利用小时数约为 2754 小时，排名全国第一；2019 年、2020 年、2021 年 1-11 月云南省太阳能利用小时数分别为 1350 小时、1332 小时、1247 小时，与全国同期平均水平相比高出 50-70 小时左右。云南省现有的新能源项目利用小时数在全国位于前列，体现出云南省优异的风光资源禀赋。

图 26：云南省与全国风电利用小时数对比



资料来源：wind，中国银河证券研究院

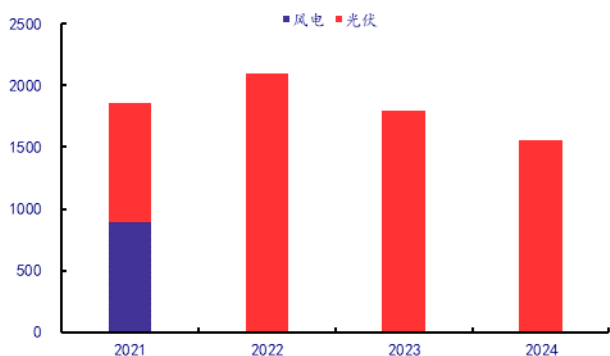
图 27：云南省与全国太阳能利用小时数对比



资料来源：wind，中国银河证券研究院

云南省十四五新能源建设以光伏为主，2022-2024 年每年开工 2000 万千瓦。根据 2022 年 4 月《云南省“十四五”规划新能源项目清单》，云南省 2021 年风光项目 1858.9 万千瓦，其中风电项目 892.6 万千瓦，光伏 966.3 万千瓦；2022 年光伏 2101.5 万千瓦；2023 年光伏 1792 万千瓦；2024 年光伏 1557 万千瓦。2021 年-2024 年风光项目共计 7308.9 万千瓦。建设进度方面，规划 2022-2024 年每年开工 2000 万千瓦，2022 年新增投产 1100 万千瓦，2022-2024 年新增投产 5000 万千瓦。同时提前修订电网建设规划，加快新能源配套接网工程前期工作和建设，确保未来三年新增 5000 万千瓦新能源项目全额消纳。

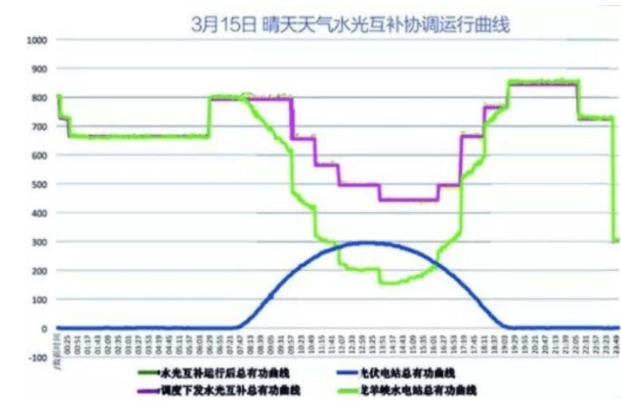
图 28：云南省“十四五”规划新能源项目/万千瓦



资料来源：云南省能源局，中国银河证券研究院

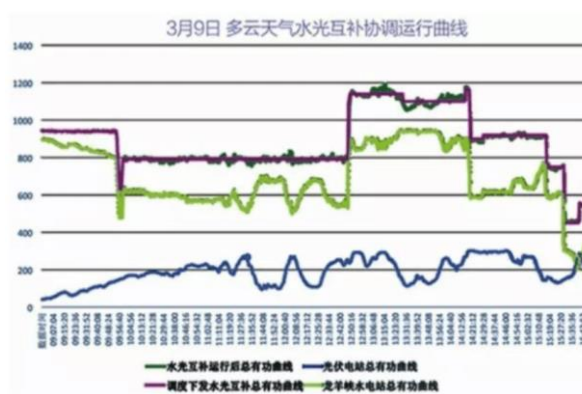
云南省水电资源充沛，水光互补提高新能源利用率。根据 2022 年 3 月云南省政府《关于加快光伏发电发展的若干政策措施》，其中指出充分发挥大型水电与光伏互补调节作用，重点支持金沙江下游、澜沧江中下游、红河流域、金沙江中游、澜沧江金沙江上游“风光水储”和曲靖“风光火储”等 6 个多能互补基地，争取 3 年时间全面开工并基本建成。

图 29：水光互补出力曲线示意图（晴天）



资料来源：北极星电力网，中国银河证券研究院

图 30：水光互补出力曲线示意图（多云）



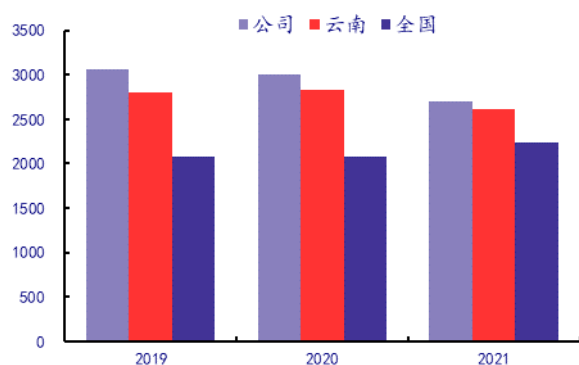
资料来源：北极星电力网，中国银河证券研究院

三、新能源项目储备丰富，装机有望实现高增长

(一) 2025 年末规划装机 513 万千瓦，是目前装机 14 倍

占据优质区位资源，在建及拟建项目利用小时数高。公司旗下 4 家风电公司所属风电项目风能资源较好，虽然每年来风情况有所波动，但 2019-2021 年公司风电项目平均利用小时数均超过云南省平均和全国平均水平。2021 年 4 家风电公司利用小时数 2694 小时，其中大海梁子风电项目、大中山风电项目 2021 年利用小时数分别为 3754 小时和 3440 小时，名列云南省风电项目前茅。对于 3 个定增风电项目，通泉项目、金钟一期项目和永宁项目的利用小时分别为 2751 小时、2522 小时、2483 小时，来风较好的年份有望超过 3000 小时。

图 31：2019-2021 公司风电项目平均利用小时数



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司拥有丰富的新能源项目储备，在建及拟建新能源项目总计 180 万千瓦。目前公司投运的 7 个风电站总装机 37 万千瓦，均是由 2019 年向大股东定增获得；在新增风电项目方面，在 2020 年云南省“8+3”风光项目中，公司获得了通泉、金钟、永宁三个风电项目，总装机为 157 万千瓦，其中金钟风电项目有 12 万千瓦的审批手续相对滞后，公司作为二期项目后续开发，其余 145 万千瓦作为 2022 年非公开发行的募投项目。在 2021 年云南省新能源项目中，公司获得了涧水塘梁子风电场项目，装机 5 万千瓦；在新增光伏项目方面，公司获得了新平和华宁共 18 万千瓦的光伏项目。

表 5：公司投运、在建及拟建新能源项目情况

	投产时间	装机容量 (MW)
大海梁子风电场	2014.11	48
头道坪风电场	2016.01	48
大中山风电场	2016.10	40
老尖山风电场	2016.10	48
对门梁子风电场	2015.10	90
永三风电场	2014.01	48
孔照普风电场	2015.03	48
合计		370

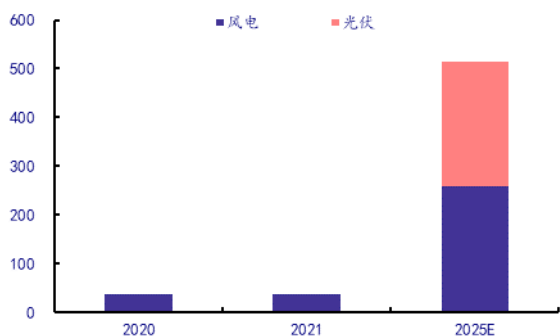
	核准时间	装机容量 (MW)
通泉风电场 (在建)	2021.06	350
金钟风电场一期	2021.12	350
永宁风电场	2022.01	750
山后+葫芦地光伏项目	2022.04	60
路脉喜光伏项目	2022.04	10
大龙潭光伏项目	2022.04	10
合计		1530

	中标时间	装机容量 (MW)
金钟风电场二期	2020.12	120
涧水塘梁子风电场	2021.12	50
雨龙寨光伏项目	2022.04	50
整县屋顶分布式光伏项目	2022.04	50
合计		270

资料来源：公司官网，公司公告，中国银河证券研究院

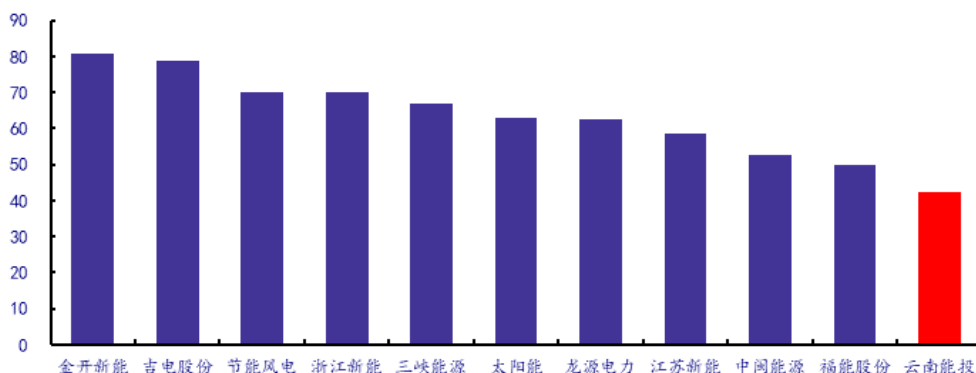
公司规划 2025 年末新能源装机 513 万千瓦，是目前装机的 14 倍左右。根据公司十四五战略规划，绿色能源板块是十四五战略核心和规划重点。计划在 2025 年末，公司新能源装机达到 513 万千瓦（其中风电 259 万千瓦，光伏 254 万千瓦），资产规模达到 333 亿元，营业收入达到 32 亿元，利润总额达到 7.5 亿元。截至 2021 年末，公司累计投运装机仅为 37 万千瓦，预计 2025 年末累计装机为目前的 13.9 倍，2022-2025 年年均复合增速达到 93%。

图 32：公司新能源累计装机及预测（万千瓦）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

债务融资空间大，利率较同期 LPR 有所下浮。公司新建项目一般资本金占比 20%左右，其余资金通过贷款或债券等方式解决。截至 2022 年一季度末，公司资产负债率为 42.38%，在新能源运营商中处于较低水平，有利于公司后续通过贷款或债券等方式补充资金。此外公司为省属能源平台，享有低融资利率，一般较同期 LPR 有所下浮，目前已低于 4%。对于重资产新能源发电业务而言，低融资利率不仅可以降低公司成本端支出，还可以有效地提升新能源项目回报、扩大市场份额。

图 33：2022 年一季度末部分新能源公司资产负债率（%）


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

计划通过定增募资 18.66 亿元，补充 3 个风电场建设资金。2022 年 7 月，公司发布《非公开发行 A 股股票预案（第二次修订稿）》，计划募集资金 18.66 亿元，用于 3 个风电场项目，总装机 145 万千瓦。其中通泉风电场已于 2022 年 3 月开工，2022 年 7 月首台 6.25 兆瓦机组吊装完成。根据项目可行性研究报告，3 个项目的资本金财务内部收益率都在 8% 以上，预期能够产生较好的经济效益。本次非公开发行的募集资金到位后，公司的总资产和净资产规模将相应增加，资本结构进一步优化，抗风险能力增强，为公司业务的长期稳定发展提供有力保障。根据 7 月 29 日公司公告，本次非公开发行股票的申请已获得证监会核准。

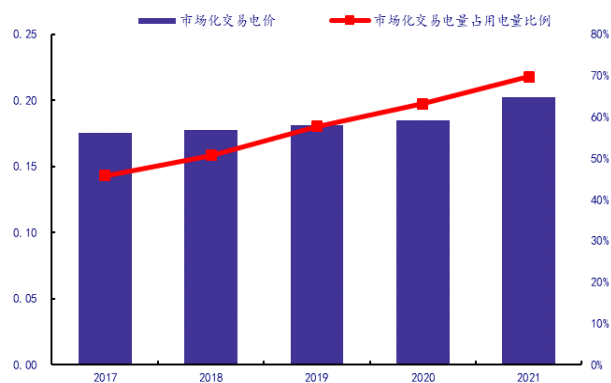
表 6：公司非公开发行 A 股股票预案（第二次修订稿）

项目名称	项目总投资 /万元	拟投入募集资金/万元	装机容量 /MW	资本金 IRR	投资回收期/ 所得税后, 年
曲靖市通泉风电场项目	224499.31	44899.86	350	9.11%	12.52
会泽县金钟风电场一期 工程项目	235489.1	47097.82	350	8.51%	13.78
红河州永宁风电场项目	472956.84	94591.37	750	8.14%	13.01
合计	932945.25	186589.05			

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

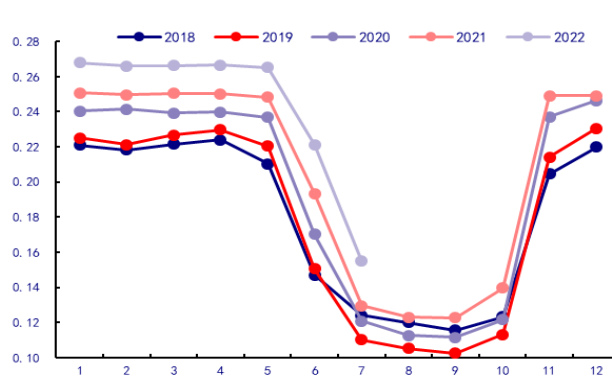
定增项目享受“保障+市场”阶梯电价机制，有望受益于云南省市场化电价上行。3 个定增风电项目均为云南省“8+3”项目，电价机制具有弹性。根据《关于印发云南省在适宜地区适度开发利用新能源规划及配套文件的通知》，“8+3”项目采用“保障+市场”阶梯电价机制。项目运行前 10 年，枯平期发电量中，2000 小时保障性收购电量执行燃煤标杆电价；汛期发电量中，500 小时电量执行 2020 年云南省电力市场化交易中集中交易撮合下限价格；枯平期、汛期超发电量上网电价在市场化配置资源中竞争形成。近年来高耗能行业带动云南省内用电需求，云南省市场化电价价格持续上行，其中 2022 年 1-7 月每个月市场电价同比增加 1.5-3 分左右。

图 34：云南省市场化电价价格（元/kWh）与占比



资料来源：昆明电力交易中心，中国银河证券研究院

图 35：云南省市场化电价价格（元/kWh）



资料来源：昆明电力交易中心，中国银河证券研究院

能投集团大力支持上市公司发展，通过代为培育协议加快风光产业布局。云南省能源投资集团是云南省打造“绿色能源牌”的主力军，十四五期间抢抓双碳战略机遇，加大绿色能源产业布局。能投集团积极支持上市公司业务发展，使其成为云南省属企业清洁能源项目的最终承接上市平台。公司已与能投集团以及绿色能源集团（能投集团全资子公司）签订了《代为培育框架协议》，借助代为培育方式，公司能够充分发挥能投集团及其下属企业的品牌、资源、财务等既有优势，通过协同配合快速锁定优质项目资源，加快风光等绿色能源产业布局。

（二）传统主业优势稳固，十四五期间稳健增长

公司拥有云南省优质盐矿资源，产能利用率高。公司在省内 4 个食盐定点生产企业昆明盐矿、普洱制盐分公司、一平浪盐矿、乔后盐矿全部为公司全资子公司云南省盐业有限公司所拥有，其中昆明盐矿和普洱制盐分公司盐矿品质优良、矿床厚、矿层含盐率高、盐层品位高，具备优质资源的内在和外部条件，具有较好的产业开发价值。根据公司年报披露，4 个盐矿设计产能总共 180 万吨，2021 年实际产能达到 171.95 万吨，产能利用率达到 95.5%。

表 7：公司各单位设计产能与 2021 年实际产能

生产单位	设计产能（盐硝）	2021 年实际产能（盐硝）
昆明盐矿	130 万吨	160.28 万吨
普洱制盐分公司	10 万吨	10.33 万吨
一平浪盐矿	30 万吨	0.03 万吨
乔后盐矿	10 万吨	1.31 万吨
合计	180 万吨	171.95 万吨

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

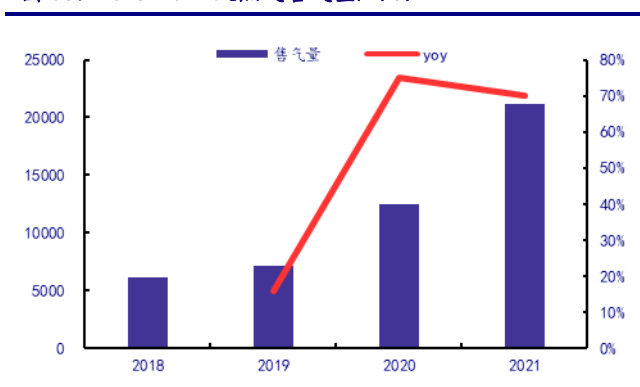
依托云南省资源环境优势，打造品牌竞争力。全资子公司云南省盐业有限公司是云南省内最大的盐业企业，同时也是国家授权云南省唯一的食盐定点生产企业和云南省政府授权唯一经营合格碘盐的企业。多年来，依托云南省独有的资源环境优势，盐业公司打造了多款纯天然、无污染、绿色健康的食盐、日化盐系列产品。公司旗下现有“白象”系列食盐产品和“艾肤妮”系列日化盐产品，“白象”、“艾肤妮”连续多年被评为“云南省著名商标”、“云南名牌产品”，近年来品牌影响力持续提升。

表 8：公司盐类产品线一览

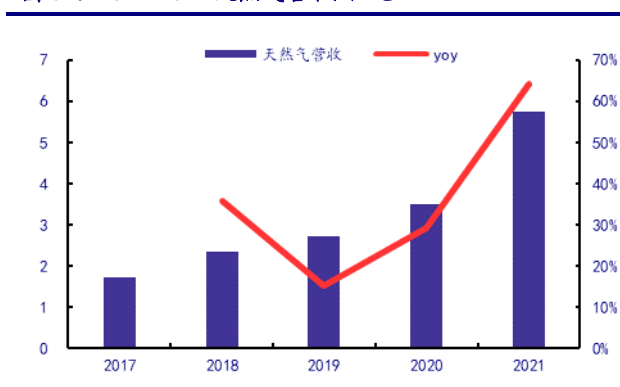
种类	主要产品
食盐	精致加碘食盐、未加碘食盐、新品种盐、高原深井系列精品食盐、磨黑井系列精品食盐、澳洲湖盐、精品系列调味盐
工业盐	食品加工用盐、精制工业盐
日化盐	洁面盐、沐浴盐、足浴盐、洗手盐、沐浴盐（乳液）、洗发盐（乳液）、护发乳（乳液）、玫瑰精油按摩浴盐、薰衣草精油按摩浴盐、柠檬精油按摩浴盐、茶树精油按摩浴盐、果蔬清洗盐（液体）
芒硝	硫酸钠（可以用来提取硫酸铵、硫酸钠、硫酸及硫化钠等化工原料）

资料来源：公司公告，公司官网，中国银河证券研究院

天然气业务多点发力，售气量不断增加。天然气业务由全资子公司云南能投天然气产业发展有限公司，作为整合和投资燃气资源的主体。天然气公司自成立以来，在天然气支线管网、城市天然气管网、车用天然气项目、天然气发电及分布式能源等领域全面开展了项目开发和产业布局。2021 年，公司天然气板块积极围绕支线管道拓展强化气量支撑，锁定大工业用户，大力拓展终端燃气市场，不断扩大市场增量用户，统筹协调管道气、LNG/CNG 业务的共同发展，推动业务规模大幅增长，全年天然气售气量同比增加 70%，入户安装量同比增加 80%，实现营业总收入同比增加 65%。

图 36：2018-2021 天然气售气量/万方


资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 37：2017-2021 天然气营收/亿元


资料来源：wind, 中国银河证券研究院

天然气支线管网持续扩张，现有管道长度稳居省内第一。根据公司 2021 年年报披露，已建成通气及具备通气条件支线管道合计 727km，稳居省内第一。在建及拟建工程方面，天然气公司已有昭通支线、玉溪—普洱支线、陆良支线等天然气支线管网建设项目，以及玉溪市应急气源储备中心工程项目，上述项目获得了云南省发改委或各地市发改委的同意，并开展了相关项目的前期工作；怒江支线、迪庆支线、大理支线等天然气支线管网项目正申请开展前期工作。截至 2022 年 3 月，已经获得发改委的核准批复的项目详见下表。

表 9：天然气支线管道建设批复情况

天然气支线建设主体	支线情况	批文号
曲靖能投天然气产业发展有限公司	曲靖市陆良支线管道工程（曲靖经开清管站-麒麟-陆良-召夸）	曲发改能源[2015]20 号、曲发改能源[2016]104 号
玉溪能投天然气产业发展有限公司	禄脬-易门天然气支线管道工程	玉发改能源[2015]58 号、滇

	(易门段) (安宁段)	中审批[2016]85号
玉溪能投天然气产业发展有限公司	玉溪-普洱天然气支线管道工程	玉发改能源[2015]49号
曲靖能投天然气产业发展有限公司	昭通支线(沾益-宣威-者海-昭阳区)	云发改能源[2016]25号、云发改办能源[2016]689号
云南省天然气安宁有限公司	昆明盐矿配套天然气专线	滇中审批[2017]17号
红河能投天然气产业发展有限公司	泸西-弥勒-开远支线天然气管道工程	云发改能源[2016]980号
红河能投天然气产业发展有限公司	开远-蒙自支线天然气管道工程	云发改能源[2017]47号
云南省天然气有限公司	文山-砚山天然气支线管道工程	文发改能源[2018]86号
云南省天然气有限公司	富民-长水天然气支线管道工程(富民段)	富发改工企备案[2016]0027
云南省天然气有限公司	泸西-师宗-罗平支线	云发改能源[2020]762号

资料来源: 云南省能源投资集团有限公司 2022 年度第十期超短期融资券募集说明书, 中国银河证券研究院

城市管道燃气获得多项特许经营权。目前天然气公司已在富民、昭通、宣威、普洱、西双版纳、玉溪等区域获得了燃气业务的特许经营权, 其中在部分区域开展了城市管道燃气项目的收购工作, 以实现在部分地区的迅速布局。截至 2022 年 3 月, 已经获得燃气特许经营权的公司详见下表。

表 10: 燃气特许经营权情况

特许经营权主体	经营期限	特许区域
富民县丰顺天然气发展有限公司	2008.10-2038.10	富民县
宣威市丰顺城市天然气发展有限公司	2008.11-2038.11	宣威市
云南省天然气昭通有限公司	2019.5-2049.5	昭通市鲁甸县卯家湾易地扶贫搬迁安置区
	2017.3-2047.3	昭通市鲁甸工业园区
	2004.4-2034.4	昭通市昭阳区城市燃气特许经营权
云南能投滇南燃气开发有限公司个旧分公司	2019.7-2022.6	云锡老虎山酒厂
	2017.9-2047.9	禄丰工业区园区碧城、仁兴、勤丰片区
云南能投华煜天然气产业发展有限公司	2014.11-2044.11	易门县城外的所有区域
	2017.4-2047.4	曲靖市麒麟区越州镇、东山镇、茨营镇
云南省天然气有限公司	2018.11-2048.10	河口跨境经济合作区
玉溪能投天然气产业发展有限公司	2018.11.16-2048.1.15	研河工业园区特许经营

资料来源: 云南省能源投资集团有限公司 2022 年度第十期超短期融资券募集说明书, 中国银河证券研究院

总体看, 公司天然气业务获得了云南省政府的大力支持, 公司获得了较多的省内天然气支线管网、城市燃气管网以及加气站等天然气综合利用项目资源, 公司逐步实现天然气上、中、下游的有序布局; 随着未来云南天然气支线管网的建设及缅甸天然气供应量的增加, 公司天然气业务将迎来良好的发展机遇。

四、盈利预测及估值

公司新能源装机项目储备丰富，在建及拟建新能源项目总计 180 万千瓦（风电 162 万千瓦+光伏 18 万千瓦）。根据公司在手项目及十四五规划，我们预计 2023-2024 年风电新增装机分别为 75 万千瓦和 120 万千瓦，2022-2024 年末风电累计装机分别为 37 万千瓦、112 万千瓦、232 万千瓦；预计 2022-2024 年光伏新增装机分别为 10 万千瓦、50 万千瓦、100 万千瓦，2022-2024 年末光伏累计装机分别为 10 万千瓦、60 万千瓦、160 万千瓦；云南省风光禀赋优异，预计风电和光伏利用小时数分别为 3000 小时和 1300 小时；新建项目均为平价项目，预计平均上网电价（含税）为 0.33 元；预计新建风电和光伏项目的毛利率分别为 60%、55%。

表 11：公司新能源业务经营数据预测

电源	项目	2021A	2022E	2023E	2024E
风电	装机量/GW	0.37	0.37	1.12	2.32
	利用小时数	2694	3000	3000	3000
	发电量/亿千瓦时	9.97	11.10	22.35	51.60
	上网电价（元/千瓦时）	0.49	0.49	0.35	0.33
光伏	装机量/GW	0.00	0.10	0.60	1.60
	利用小时数	0	1300	1300	1300
	发电量/亿千瓦时	0.00	0.65	4.55	14.30
	上网电价（元/千瓦时）	0.00	0.33	0.33	0.33
合计	装机量/GW	0.37	0.47	1.72	3.92
	装机增速	0	27.0%	266.0%	127.9%
	发电量/亿千瓦时	9.97	11.75	26.90	65.90
	发电量增速	-10.3%	17.9%	128.9%	145.0%

资料来源：wind，公司公告，中国银河证券研究院整理

盐业和天然气业务方面，预计十四五期间将保持稳健增长。预计食品行业 2022-2024 年营收复合增速为 5%，毛利率为 74%；预计化工行业 2022-2024 年营收复合增速分别为 10%、5%、5%，毛利率为 13%；预计天然气行业 2022-2024 年营收复合增速分别为 20%、10%、10%，毛利率分别为 13%、14%、15%。

表 12：分业务预测表（单位：亿元）

		2021A	2022E	2023E	2024E
风电	收入/亿元	4.09	4.57	6.57	14.31
	YOY	-10.4%	11.8%	43.8%	117.7%
	成本/亿元	1.67	1.74	2.63	5.72
	毛利/亿元	2.42	2.83	3.94	8.59
	毛利率	59.2%	62.0%	60.0%	60.0%
光伏	收入/亿元	0.00	0.18	1.26	3.97
	YOY			600.0%	214.3%
	成本/亿元	0.00	0.08	0.57	1.78
	毛利/亿元	0.00	0.10	0.69	2.18

	毛利率		55.0%	55.0%	55.0%
食品	收入/亿元	6.98	7.33	7.69	8.08
	YOY	8.7%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本/亿元	1.88	1.91	2.00	2.10
	毛利/亿元	5.10	5.42	5.69	5.98
	毛利率	73.1%	74.0%	74.0%	74.0%
化工	收入/亿元	5.05	5.55	5.83	6.12
	YOY	13.1%	10.0%	5.0%	5.0%
	成本/亿元	4.38	4.83	5.07	5.33
	毛利/亿元	0.67	0.72	0.76	0.80
	毛利率	13.3%	13.0%	13.0%	13.0%
天然气	收入/亿元	5.73	6.87	7.56	8.32
	YOY	64.1%	20.0%	10.0%	10.0%
	成本/亿元	4.99	5.98	6.50	7.07
	毛利/亿元	0.74	0.89	1.06	1.25
	毛利率	12.9%	13.0%	14.0%	15.0%
其他	收入/亿元	0.75	0.83	0.91	1.00
	YOY	-22.1%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本/亿元	0.52	0.58	0.64	0.70
	毛利/亿元	0.23	0.25	0.27	0.30
	毛利率	30.3%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	收入/亿元	22.60	25.33	29.83	41.80
	YOY	13.5%	12.1%	17.8%	40.1%
	成本/亿元	13.44	15.11	17.41	22.71
	毛利/亿元	9.16	10.22	12.42	19.09
	毛利率	40.5%	40.3%	41.6%	45.7%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

基于以上假设,我们预计公司 2022、2023、2024 年归母净利分别为 3.74 亿、4.48 亿、7.35 亿, EPS 为 0.40 元、0.47 元、0.78 元(考虑增发摊薄股本),当前股价对应 PE 为 30.2x、25.3x、15.4x。考虑到公司营收和利润预期增速高,应当享受一定的估值溢价,给予“推荐”评级。

表 13: 可比公司估值

代码	简称	股价	EPS				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600905.SH	三峡能源	6.00	0.20	0.29	0.36	0.42	30.4	20.6	16.8	14.1
001289.SZ	龙源电力	19.77	0.76	0.93	1.11	1.36	25.9	21.3	17.8	14.5
603693.SH	江苏新能	13.63	0.34	0.90	1.03	1.34	39.6	15.1	13.2	10.1
600163.SH	中闽能源	6.98	0.34	0.50	0.62	0.68	20.2	13.9	11.3	10.3

600025.SH	华能水电	7.09	0.32	0.40	0.43	0.48	21.9	17.8	16.5	14.9
	平均数	-	-	-	-	-	27.6	17.7	15.1	12.8
002053.SZ	云南能投	11.95	0.33	0.40	0.47	0.78	36.1	30.2	25.3	15.4

资料来源: wind, 中国银河证券研究院。收盘价为 2022 年 8 月 5 日, 除云南能投外估值采用 wind 一致预期

五、风险提示

上网电价下调; 新能源开发进度不及预期; 存量补贴回收不及预期; 天然气上游价格大幅上涨的风险。

六、附录

公司财务预测表 (百万元)

资产负债表 (百万元)				利润表 (百万元)					
2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E		
流动资产	2610.14	4269.28	2577.45	3113.65	营业收入	2258.83	2533.38	2983.27	4179.65
现金	1146.06	2630.42	676.82	497.35	营业成本	1343.83	1511.39	1741.04	2270.62
应收账款	1060.52	1179.93	1389.47	1946.68	营业税金及附加	46.62	50.67	59.67	83.59
其它应收款	20.41	22.80	26.90	37.66	营业费用	150.05	177.34	193.91	250.78
预付账款	49.38	58.12	65.46	86.34	管理费用	242.92	266.00	298.33	397.07
存货	87.03	109.42	119.40	160.05	财务费用	92.46	106.68	184.23	325.60
其他	246.74	268.58	299.39	385.56	资产减值损失	-10.31	0.00	0.00	0.00
非流动资产	7220.90	9133.52	13921.09	18599.87	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	580.41	780.41	1080.41	1480.41	投资净收益	31.67	38.00	44.75	62.69
固定资产	4201.34	6039.78	10647.73	15047.67	营业利润	311.62	471.97	565.76	935.58
无形资产	252.47	232.76	218.73	203.78	营业外收入	24.17	25.00	30.00	35.00
其他	2186.68	2080.56	1974.23	1868.01	营业外支出	12.92	15.00	20.00	25.00
资产总计	9831.04	13402.80	16498.55	21713.51	利润总额	322.86	481.97	575.76	945.58
流动负债	1605.62	1406.52	1518.63	2939.31	所得税	52.42	77.12	92.12	151.29
短期借款	396.31	0.00	0.00	1021.35	净利润	270.44	404.86	483.64	794.29
应付账款	561.49	717.68	777.10	1045.84	少数股东损益	18.71	30.36	36.27	59.57
其他	647.82	688.84	741.53	872.12	归属母公司净利润	251.73	374.49	447.37	734.71
非流动负债	2595.97	4095.97	6595.97	9595.97	EBITDA	676.54	999.99	1387.42	2076.36
长期借款	2472.09	3972.09	6472.09	9472.09	EPS (元)	0.33	0.40	0.47	0.78
其他	123.88	123.88	123.88	123.88					
负债合计	4201.59	5502.49	8114.59	12535.27	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	1214.44	1244.80	1281.08	1340.65	营业收入	13.49%	12.15%	17.76%	40.10%
归属母公司股东权益	4415.01	6655.51	7102.88	7837.59	营业利润	3.24%	51.46%	19.87%	65.37%
负债和股东权益	9831.04	13402.80	16498.55	21713.51	归属母公司净利润	8.71%	48.77%	19.46%	64.23%
					毛利率	40.51%	40.34%	41.64%	45.67%
					净利率	11.14%	14.78%	15.00%	17.58%
					ROE	5.70%	5.63%	6.30%	9.37%
					ROIC	3.55%	3.54%	3.73%	4.86%
					资产负债率	42.74%	41.05%	49.18%	57.73%
					净负债比率	74.64%	69.65%	96.79%	136.58%
					流动比率	1.63	3.04	1.70	1.06
					速动比率	1.51	2.87	1.53	0.94
					总资产周转率	0.23	0.19	0.18	0.19
					应收帐款周转率	2.13	2.15	2.15	2.15
					应付帐款周转率	4.02	3.53	3.84	4.00
					每股收益	0.33	0.40	0.47	0.78
					每股经营现金	0.73	1.05	1.27	1.75
					每股净资产	5.80	7.02	7.50	8.27
					P/E	28.63	30.24	25.31	15.41
					P/B	1.63	1.70	1.59	1.44
					EV/EBITDA	13.70	13.01	12.58	10.43
					PS	4.03	4.47	3.80	2.71

数据来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

插图目录

图 1: 公司股权结构 (截至 2022 年 3 月 31 日)	5
图 2: 2019-2021 云南能投分板块营收/亿元	6
图 3: 2021 云南能投分板块营收比例	6
图 4: 2017-2022Q1 云南能投营业收入及同比增速	6
图 5: 2017-2022Q1 云南能投归母净利润及同比增速	6
图 6: 2019-2021 云南能投分板块毛利率	7
图 7: 2019-2021 云南能投分板块毛利/亿元	7
图 8: 2017-2022Q1 云南能投毛利率与净利率	7
图 9: 2017-2022Q1 云南能投费用率情况	7
图 10: 2017-2022Q1 云南能投资产负债率	8
图 11: 2017-2022Q1 云南能投流动比率、速动比率	8
图 12: 2017-2022Q1 云南能投现金流情况	8
图 13: 2017-2021 云南能投经现净额/归母净利润	8
图 14: 2020-2050E 年终端能源消费变化情况	10
图 15: 我国各部门电能消费占能源终端消费比重	10
图 16: 2012-2025E 我国不同类型电源装机/万千瓦	10
图 17: 2011-2025E 我国全社会用电量情况	10
图 18: 2018-2021 年我国分电源利用设备小时数/小时	11
图 19: 非水可再生能源消纳比重变化	11
图 20: 全国风电利用小时数与弃风率	11
图 21: 全国光伏利用小时数与弃光率	11
图 22: 全球不同电源类型的平准化度电成本 (美元/千瓦时)	12
图 23: 中国与全球光伏和陆风 LCOE (美元/千瓦时)	12
图 24: 我国陆上风电电价变化情况	12
图 25: 我国太阳能发电电价变化情况	12
图 26: 云南省与全国风电利用小时数对比	13
图 27: 云南省与全国太阳能利用小时数对比	13
图 28: 云南省“十四五”规划新能源项目/万千瓦	14
图 29: 水光互补出力曲线示意图 (晴天)	14
图 30: 水光互补出力曲线示意图 (多云)	14
图 31: 2019-2021 公司风电项目平均利用小时数	15
图 32: 公司新能源累计装机及预测 (万千瓦)	16
图 33: 2022 年一季度末部分新能源公司资产负债率 (%)	17
图 34: 云南省市场化电价价格 (元/kWh) 与占比	18
图 35: 云南省市场化电价价格 (元/kWh)	18
图 36: 2018-2021 天然气售气量/万方	19
图 37: 2017-2021 天然气营收/亿元	19

表格目录

表 1: 公司发展历程.....	5
表 2: 《“十四五”现代能源体系规划》主要定量目标及对比	9
表 3: 江苏、广东电力交易结果火电与绿电对比	12
表 4: 不同碳价下企业可接受的绿电溢价测算	13
表 5: 公司投运、在建及拟建新能源项目情况	15
表 6: 公司非公开发行 A 股股票预案（第二次修订稿）	17
表 7: 公司各单位设计产能与 2021 年实际产能	18
表 8: 公司盐类产品线一览.....	19
表 9: 天然气支线管道建设批复情况	19
表 10: 燃气特许经营权情况	20
表 11: 公司新能源业务经营数据预测	21
表 12: 分业务预测表（单位：亿元）	21
表 13: 可比公司估值.....	22

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。

严明，环保行业分析师，材料科学与工程专业硕士，毕业于北京化工大学。于2018年加入中国银河证券研究院，从事环保行业研究。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

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。

联系人

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐媛玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn