

嘉泽新能 (601619)

证券研究报告

2023年03月10日

业务板块多元化转型，装机增长弹性可观

以电力运营为核心，业务板块多元化转型

公司为民营新能源发电企业，十多年来持续推进新能源项目开发，截至2022年6月30日，公司新能源发电并网装机容量为182.79万千瓦，其中：风力发电并网容量179.15万千瓦，光伏发电并网容量为3万千瓦、智能微网发电并网容量为0.64万千瓦。同时，依托于自身新能源电站资产与运营经验，公司业务向电站出售、发电资产管理、新能源产业基金等业务领域拓展，从而为公司的持续项目开发提供充足的资金与资源支持，2021年公司出售风电电站49.5万千瓦，实现投资收益3.93亿元；截至2022年6月30日，公司新能源发电资产管理业务规模超2.5GW，实现营业收入9358.87万元，净利润2451.67万元。

储备项目规模可观，装机增长弹性显著

截至2022年6月30日，公司待建及在建项目容量为53.9万千瓦，其中风电项目36.1万千瓦，光伏项目17.8万千瓦，另外，2023年2月，公司位于黑龙江的1.1GW风电项目成功获得核准。从风电项目来看，公司储备项目规模接近1.8GW，接近现有规模的100%。另外，公司与中车集团、电建集团、保利集团、普洛斯、开弦资本等国内外知名企业共同投资设立了多支新能源产业投资基金，从而保障公司的持续项目开发能力。我们预计公司2022-2025年每年新增控股装机规模有望达到70-80万千瓦以上。

国际“物流地产巨头”普洛斯战略入股，分布式光伏业务发展值得期待

公司大力开发屋顶光伏项目，开拓分布式光伏市场。2021年国际“物流地产巨头”普洛斯战略入股公司，成为公司第三大股东。截至2021年，普洛斯在国内分布式光伏累计签约规模超1GW，在中国拥有超过4900万平方米的基础设施资产面积，若假设1平方米面积可建设150W分布式光伏装机，则其对应可建设分布式光伏项目规模超过7GW。作为普洛斯在中国进行的最大规模风光股权投资，双方联手有望为公司业务带来显著增长空间，截至2022年6月30日，公司已开发约80MW的工商业屋顶光伏项目。

盈利预测及估值：我们预计公司2022-2024年可实现营业收入18.22、21.83和26.19亿元，同比分别增加28.08%、19.80%和19.99%；可实现归母净利润6.89、10.65、12.68亿元，同比分别变动-8.39%、+54.66%和19.02%。基于分部PE法估值分析，我们预计公司风电、光伏及智能微网发电、电站出售及资产管理等业务板块对应目标市值分别为111.47、33.76、12.79亿元，合计市值为158.02亿元，对应目标股价为6.49元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行风险，电力价格波动风险，相关支持政策变化风险，新能源装机规模扩张不及预期，风速情况不及预期，弃风限电、弃光伏限电风险，新能源产业基金运作效果不及预期，电站出售业务开展不及预期，公司与普洛斯合作开展不及预期等

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,011.66	1,422.61	1,822.01	2,182.68	2,618.99
增长率(%)	(9.31)	40.62	28.08	19.80	19.99
EBITDA(百万元)	892.11	1,579.73	1,419.96	2,142.38	2,551.93
归属母公司净利润(百万元)	198.06	751.80	688.72	1,065.20	1,267.80
增长率(%)	(32.45)	279.59	(8.39)	54.66	19.02
EPS(元/股)	0.08	0.31	0.28	0.44	0.52
市盈率(P/E)	55.19	14.54	15.87	10.26	8.62
市净率(P/B)	2.98	2.09	1.88	1.66	1.48
市销率(P/S)	10.80	7.68	6.00	5.01	4.17
EV/EBITDA	13.53	9.02	8.55	7.93	7.73

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	公用事业/电力
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	4.49元
目标价格	6.49元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,434.31
流通A股股本(百万股)	2,393.13
A股总市值(百万元)	10,930.06
流通A股市值(百万元)	10,745.14
每股净资产(元)	2.35
资产负债率(%)	68.96
一年内最高/最低(元)	4.88/3.37

作者

郭丽丽 分析师
SAC执业证书编号：S1110520030001
guolili@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 以电力运营为核心，业务板块多元化转型	3
2. 储备项目规模可观，装机增长弹性显著	5
2.1. 1.1GW 风电项目获得核准，储备项目规模可观	5
2.2. 产业基金模式跑通，有效保障项目持续开发能力	5
3. 国际“物流地产巨头”普洛斯战略入股，分布式光伏业务发展值得期待	6
4. 盈利预测及估值	8
4.1. 盈利预测	8
4.2. 估值	9
5. 风险提示	10

图表目录

图 1：公司发展历史沿革	3
图 2：公司股权结构（截至 2022 年 9 月 30 日）	3
图 3：公司 2017-2022H1 各类型电源装机容量（万千瓦）	4
图 4：公司 2020-2022Q3 投资净收益情况（亿元）	4
图 5：公司 2018-2022Q3 营业收入情况	4
图 6：公司 2018-2022Q3 归母净利润情况	4
图 7：国网范围内 2018-2023M1 光伏新增装机规模	6
图 8：分布式光伏项目与集中式光伏项目毛利率对比	7
表 1：公司 2022H2 至今风电项目核准情况	5
表 2：公司持有宁柏基金份额变化情况	5
表 3：公司成立新能源产业基金情况	6
表 4：普洛斯及公司当前分布式光伏项目情况	7
表 5：公司核心业务经营数据预测	8
表 6：风电板块可比公司估值表	9
表 7：光伏与智能微网发电板块可比公司估值表	9
表 8：电站出售及资产管理等业务板块可比公司估值表	9

1. 以电力运营为核心，业务板块多元化转型

民营新能源发电企业，深耕新能源产业十余年。公司成立于 2010 年，伴随 2012 年首台机组并网发电，公司正式开启对新能源产业探索的序幕。2017 年 7 月，公司在上海证券交易所主板上市，正式登陆国内资本市场，十多年来，公司持续推进新能源项目开发，目前公司业务及项目开发、建设区域已覆盖宁夏、北京、上海、新疆、河南、河北、天津、广西、山东、黑龙江、吉林、甘肃、广东、陕西、内蒙古、辽宁、安徽、湖北等 18 个省区，成为国内一流新能源上市企业。

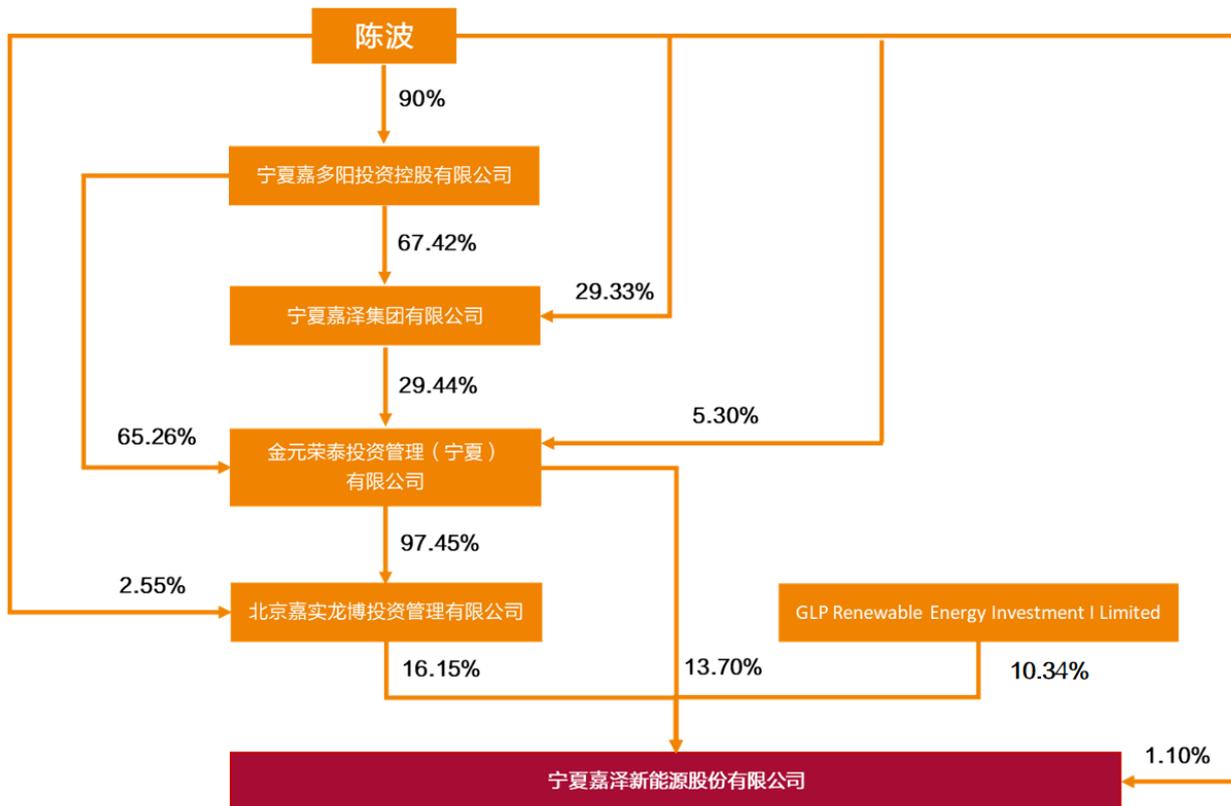
图 1：公司发展历史沿革



资料来源：公司官网，天风证券研究所

普洛斯战略入股，成为公司第三大股东。2021 年普洛斯中国控股有限公司下属的 GLP Renewable Energy Investment I Limited 战略入股公司，成为公司第三大股东。截至 2022 年 9 月 30 日，公司前三大股东为北京嘉实龙博投资管理有限公司、金元荣泰投资管理（宁夏）有限公司及 GLP Renewable Energy Investment I Limited，持股比例分别为 16.15%、13.70%、10.34%。公司实际控制人为陈波，通过前两大股东间接持有公司 27.06% 股份，同时直接持有公司 1.10% 股份，合计持有股份比例为 28.16%。

图 2：公司股权结构（截至 2022 年 9 月 30 日）



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司业务以风光电站运营为核心，向电站出售、发电资产管理、新能源产业基金等业务领域拓展。

1) 新能源发电业务是公司的核心业务，公司通过风力发电、光伏发电、源网荷储智能微电网零碳园区、储能电站等多种类型电站的开发、建设、运营，实现发电业务销售收入。截至 2022 年 6 月 30 日，公司新能源发电并网装机容量为 182.79 万千瓦，其中：风力发电并网容量 179.15 万千瓦，光伏发电并网容量为 3 万千瓦、智能微网发电并网容量为 0.64 万千瓦。

图 3：公司 2017-2022H1 各类型电源装机容量（万千瓦）

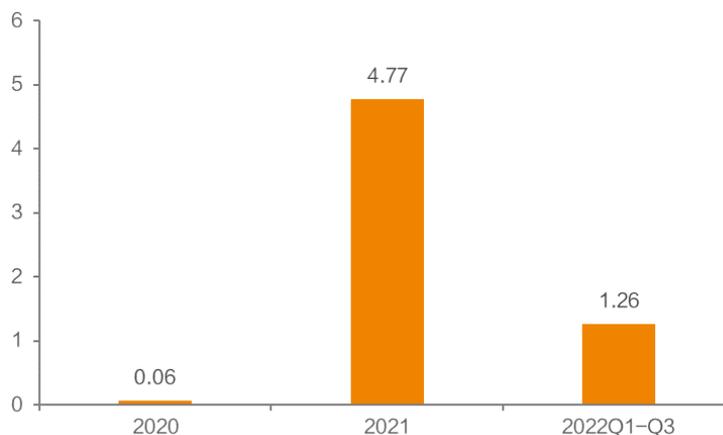


资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：根据公司 2021 年报，当年数据为权益装机容量

2) 依托于自身新能源电站资产与运营经验，公司业务向电站出售、发电资产管理、新能源产业基金等业务领域拓展。2021 年公司出售新疆和宁夏地区 11 个风光电站，累计出售装机容量 49.5 万千瓦，实现投资收益 3.93 亿元；截至 2022 年 6 月 30 日，公司新能源发电资产管理业务规模超 2.5GW，实现营业收入 9358.87 万元，净利润 2451.67 万元。另外，公司已与中国中车集团、中国电建集团、保利集团、普洛斯中国控股、开弦资本等国内外知名企业共同投资设立了多支新能源产业投资基金，从而为公司的持续项目开发提供充足的资金与资源支持。

图 4：公司 2020-2022Q3 投资净收益情况（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

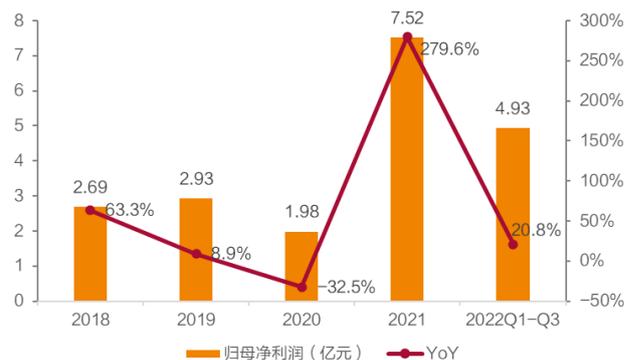
伴随业务规模持续扩张，公司营收与业绩水平不断提升。2021 年公司实现营业收入 14.23 亿元，同比增长 40.6%，实现归母净利润 7.52 亿元，同比增长 279.6%。在 2021 年高基数影响下，2022 年增速有所放缓，截至 2022 年 9 月 30 日，公司实现营业收入 12.71 亿元，同比增长 16.97%；实现归母净利润 4.93 亿元，同比增长 20.83%。

图 5：公司 2018-2022Q3 营业收入情况

图 6：公司 2018-2022Q3 归母净利润情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

2. 储备项目规模可观，装机增长弹性显著

2.1. 1.1GW 风电项目获得核准，储备项目规模可观

1.1GW 黑龙江风电项目获得核准，储备风电项目规模达到现有容量的 80% 以上。截至 2022 年 6 月 30 日，公司待建及在建项目容量为 53.9 万千瓦，其中风电项目 36.1 万千瓦，光伏项目 17.8 万千瓦，另外，2022 年 8 月，公司位于黑龙江的 30 万千瓦风电项目成功获得核准；2023 年 1 月，公司中旗嘉能巴音温都尔 30MW 分散式风电项目成功获得核准；2023 年 2 月，公司位于黑龙江的 1.1GW 风电项目成功获得核准。从风电项目来看，公司储备项目规模接近 1.8GW，接近现有规模的 100%。

表 1: 公司 2022H2 至今风电项目核准情况

序号	项目名称	装机容量 (万千瓦)	预估总投资 (亿元)
1	鸡东县嘉嵘新能源有限公司 200MW 风电项目	20	14.14
2	绥滨保新嘉泽恺阳新能源有限公司 100MW 风电项目	10	6.21
3	中旗嘉能巴音温都尔 30MW 分散式风电项目	3	2.11
4	鸡东县博祥新能源有限公司 200MW 风电项目	20	12.28
5	鸡东县博骏新能源有限公司 100MW 风电项目	10	5.32
6	鸡东县博晨新能源有限公司 200MW 风电项目	20	11.34
7	密山市博晨新能源有限公司 200MW 风电项目	20	11.71
8	密山市博骏新能源有限公司 200MW 风电项目	20	11.34
9	密山市博阳新能源有限公司 200MW 风电项目	20	11.04
	合计	143	85.49

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2.2. 产业基金模式跑通，有效保障项目持续开发能力

公司完成对宁柏基金的收购控制，实现风光新增装机容量 71.2 万千瓦。2017 年 9 月，宁夏宁柏产业投资基金（有限合伙）成立，通过设立控股子公司进行风电场和光伏电站的投资、建设以及运营。截至 2022 年 3 月，宁柏基金通过项目公司已并网项目装机容量为 72.2 万千瓦，其中包括 68.2 万千瓦风电项目、3 万千瓦光伏项目及 1 万千瓦储能项目，主要分布于河北、山东及河南地区。2017-2022 年，公司陆续对宁柏基金份额进行收购，截至 2022 年 4 月，公司已合计持有宁柏基金 99.95% 合伙份额，取得对宁柏基金的实际控制权，实现风光新增装机容量 71.2 万千瓦。

表 2: 公司持有宁柏基金份额变化情况

日期	公司持有基金份额	公司合伙人类别
2017 年 9 月 15 日	0	-
2017 年 12 月 19 日	1.11%	有限合伙人

2018年10月26日	1.43%	有限合伙人
2019年7月17日	1.06%	有限合伙人
2019年11月6日	0.93%	有限合伙人
2020年10月12日	25.83%	有限合伙人
2021年4月26日	29.40%	有限合伙人
2021年8月16日	37.34%	有限合伙人
2021年12月28日	77.25%	有限合伙人
2022年4月14日	99.95%	普通合伙人

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司与国内外知名企业合作设立多支新能源产业投资基金，保障项目持续开发能力。公司与中车集团、电建集团、保利集团、普洛斯、开弦资本等国内外知名企业共同投资设立了多支新能源产业投资基金。一方面，产业基金能够为公司电站出售拓宽渠道，并为公司发电资产管理业务带来增量，从而发挥纽带作用，为公司持续快速发展提供强大的资金支持；另一方面，公司有望借助基金管理人在投资方面的经验与渠道，寻求符合公司战略发展方向的投资机会，为公司储备和培育优质项目资源，保障公司的持续项目开发能力。在此情况下，考虑到公司现有储备项目情况，我们预计公司 2023-2025 年每年新增控股装机规模有望达到 70-80 万千瓦以上。

表 3：公司成立新能源产业基金情况

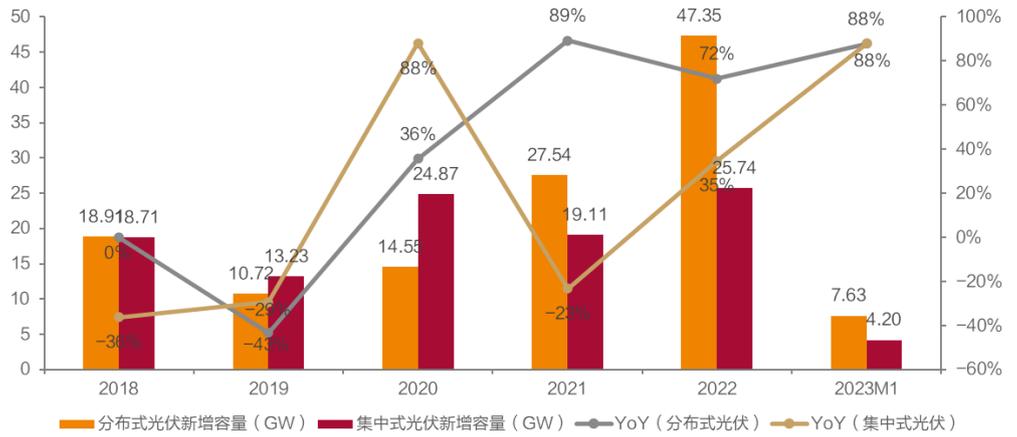
成立日期	基金名称	合伙企业	公司所占份额	公司合伙人类别
2021年6月	风能开发产业基金（宁夏）合伙企业（有限合伙）	中车资本控股有限公司 中国电建集团山东电力建设有限公司	31.25%	普通合伙人（通过上海嘉嵘间接持有 1%）； 有限合伙人（直接持有 30.25%）
2021年8月	保新嘉泽（宁夏）新能源开发基金（有限合伙）	保利（天津）股权投资基金管理有限公司	99.5%	普通合伙人（通过上海嘉嵘间接持有 0.5%）； 有限合伙人（直接持有 99%）
2022年4月（未落地）	海南开弦绿色能源产业投资基金（有限合伙）	开弦私募股权投资基金管理有限公司 浙江巽能科技有限公司	49%	有限合伙人
2023年2月（未落地）	嘉元清能基金（有限合伙）	国电投清洁能源基金管理有限公司	99.9%	普通合伙人（通过上海嘉嵘间接持有 0.1%）； 有限合伙人（直接持有 99.8%）

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 国际“物流地产巨头”普洛斯战略入股，分布式光伏业务发展值得期待

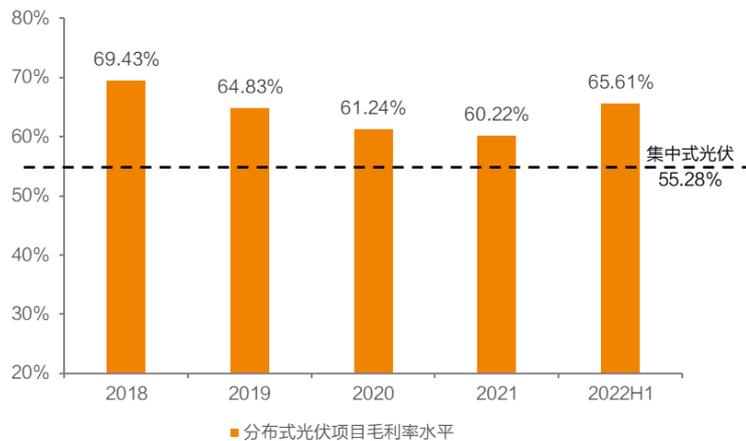
分布式光伏装机快速放量，平价经济性显现。从装机量来看，2023M1 国网 25 省分布式光伏新增装机规模达到 7.63GW，同比提高 88%；相较而言，集中式光伏新增装机规模为 4.20GW，分布式光伏已成为主要的光伏新增装机类型；从收益水平来看，以芯能科技为例，其 2022H1 分布式光伏业务毛利率达到 65.61%，而对比集中式光伏项目，以公司自身为例，公司 2017-2021 年光伏发电业务平均毛利率为 55.28%，可以看出，分布式光伏项目毛利率水平高出公司集中式光伏项目约 10pct，具有明显优势。

图 7：国网范围内 2018-2023M1 光伏新增装机规模



资料来源：国网新能源云，天风证券研究所

图 8: 分布式光伏项目与集中式光伏项目毛利率对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：①分布式光伏项目毛利率水平选取芯能科技光伏发电业务毛利率为参考；②集中式光伏项目毛利率数据选取嘉泽新能 2017-2021 年光伏发电业务平均毛利率

公司大力开发屋顶光伏项目，开拓分布式光伏市场。2021 年国际“物流地产巨头”普洛斯战略入股公司，成为公司第三大股东。截至 2021 年，普洛斯在国内分布式光伏累计签约规模超 1GW，同时在中国拥有超过 4900 万平方米的基础设施资产面积，若假设 1 平方米面积可建设 150W 分布式光伏装机，则其对应可建设分布式光伏项目规模超过 7GW。作为普洛斯在中国进行的最大规模风光股权投资，双方联手有望为公司业务带来显著增长空间，目前公司已组建智慧能源团队，大力开发屋顶光伏项目，开拓分布式光伏市场，截至 2022 年 6 月 30 日，公司已开发约 80MW 的工商业屋顶光伏项目，主要集中在河北、山东、安徽、江苏、广东等地。

表 4: 普洛斯及公司当前分布式光伏项目情况

普洛斯当前分布式光伏业务情况	
已签约分布式光伏项目规模	> 1GW
基础设施资产面积	> 4900 万 m ²
理论对应可建设分布式光伏项目规模 (假设 1m ² 对应 150W 装机)	> 7.35GW
嘉泽新能当前分布式光伏业务情况 (截至 2022H1)	
存量光伏电站项目规模	30MW
已开工商业屋顶光伏项目规模	80MW

资料来源：《普洛斯中国 2021 年 ESG 报告》，芯能科技招股书，国际太阳能光伏网，天风证券研究所

4. 盈利预测及估值

4.1. 盈利预测

我们将公司业务分为风电、光伏发电、电站出售、电站资产管理、其他（智能微网发电等）五部分：

- 1) **风电：装机规模方面**，截至 2022 年 6 月 30 日，公司风电并网装机容量为 179.15 万千瓦，考虑到公司储备项目规模情况，我们假设 2022-2024 年末公司风电并网装机容量分别为 189.15、234.15、279.15 万千瓦；**上网电价方面**，考虑到后续平价项目投产对整体电价的影响，我们假设公司 2022-2024 年风电上网电价分别为 0.549、0.514、0.490 元/KWh。
- 2) **光伏发电：装机规模方面**，截至 2022 年 6 月 30 日，公司光伏发电并网装机容量为 3 万千瓦，同时已开发分布式光伏项目约 8 万千瓦，考虑到公司未来将重点发力分布式光伏业务，我们假设 2022-2024 年末公司光伏发电并网装机容量分别为 3、11、26 万千瓦；**上网电价方面**，考虑到后续投产项目均为平价项目，结合项目地区燃煤基准价情况，我们假设 2022-2024 年光伏发电上网电价为 0.398 元/KWh。
- 3) **电站出售**：公司 2021 年出售电站规模为 49.5 万千瓦，实现投资收益 3.93 亿元，则假设 1 万千瓦电站对应投资收益 0.08 亿元，考虑公司存量电站规模及 2022 年实际出售情况，我们假设公司 2022-2024 年出售电站规模分别为 0、37.5、37.5 万千瓦，对应投资收益分别为 0、3、3 亿元。

表 5：公司核心业务经营数据预测

	2021	2022E	2023E	2024E
风电业务				
装机容量（万千瓦）	-	189.15	234.15	279.15
利用小时数（h）	-	2169	2219	2265
发电量（亿千瓦时）	29.96	34.79	44.48	55.59
上网电价（元/KWh）	0.529	0.549	0.514	0.490
营业收入（亿元）	13.30	16.08	19.25	22.92
YoY	41.41%	20.88%	19.74%	19.06%
毛利率	59.85%	57.18%	57.56%	56.35%
光伏发电业务				
装机容量（万千瓦）	-	3.0	11.0	26.0
利用小时数（h）	-	1551	1544	1552
发电量（亿千瓦时）	0.67	0.29	1.08	2.64
上网电价（元/KWh）	0.949	0.398	0.398	0.398
营业收入（亿元）	0.53	0.10	0.36	0.87
YoY	-11.62%	-81.93%	272.04%	144.02%
毛利率	56.60%	60.00%	60.00%	60.00%
电站出售业务				
电站出售规模（万千瓦）	49.5	0	37.5	37.5
对应投资收益（亿元）	3.93	0	3.00	3.00
电站资产管理业务				
管理规模（万千瓦）	242.5	262.5	284.1	307.6
YoY	-	8.25%	8.25%	8.25%
营业收入（亿元）	0.27	1.92	2.08	1.25
YoY	-	601.30%	8.25%	8.25%
毛利率	50.33%	50.33%	50.33%	50.33%

其他（智能微网发电等）				
营业收入	0.12	0.13	0.14	0.15
YoY	4.64%	4.67%	11.22%	5.97%
毛利率	59.88%	69.79%	71.98%	71.80%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

结合以上核心经营数据假设，我们预计公司 2022-2024 年可实现营业收入 18.22、21.83 和 26.19 亿元，同比分别增加 28.08%、19.80%和 19.99%；可实现归母净利润 6.89、10.65、12.68 亿元，同比分别变动-8.39%、+54.66%和 19.02%。

4.2. 估值

我们选取分部 PE 估值法对公司进行估值：

- 1) 风电板块：**我们预计公司风电板块 2023 年实现归母净利润 6.97 亿元，选取三峡能源（600905.SH）、龙源电力（001289.SZ）、节能风电（601016.SH）为可比公司，可比公司 2023 年平均 PE 为 15.81，我们给予公司风电板块 16 倍 PE，对应目标市值为 111.47 亿元。
- 2) 光伏及智能微网发电板块：**考虑到智能微网发电板块中风电与光伏电价分别固定为 0.56 与 0.90 元/KWh，处于较高水平，具备较强的盈利能力，因此我们将光伏与智能微网发电板块业绩合并进行估值。我们预计公司光伏及智能微网发电板块 2023 年实现归母净利润 0.18 亿元，同时，考虑到公司将重点开发分布式光伏项目及其所采取的产业基金模式，我们预计 2023 年该板块还有望贡献 1.5 亿元投资收益。综上，我们预计公司光伏及智能微网发电板块 2023 年实现归母净利润 1.13 亿元，选取芯能科技（603105.SH）、南网能源（003035.SZ）为可比公司，可比公司 2023 年平均 PE 为 33.55 倍，考虑到公司分布式光伏业务尚处于起步阶段，我们给予公司光伏及智能微网发电板块 30 倍 PE，对应目标市值 33.76 亿元。
- 3) 电站出售及资产管理等业务：**我们预计公司 2023 年通过电站出售及资产管理等业务实现归母净利润 2.56 亿元，考虑到公司电站出售板块开发-建设-出售的经营模式且存量电站主要为风电站，我们参考风电设备板块进行估值。选取明阳智能（601615.SH）、金风科技（002202.SZ）为可比公司，可比公司 2023 年平均 PE 为 11.63 倍，考虑到该板块业务的收益水平及可持续性存在较强的不确定性，我们给予电站出售及资产管理业务板块 5 倍 PE，对应目标市值 12.79 亿元。

表 6：风电板块可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元/股)		PE		收盘价 (元/股)
			2022	2023	2022	2023	
600905.SH	三峡能源	1597	-	0.35	-	16.14	5.58
001289.SZ	龙源电力	1553	0.77	1.04	23.97	17.75	18.53
601016.SH	节能风电	259	0.26	0.29	15.10	13.53	3.94

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：均为 Wind 一致预期数据；截至 2023 年 3 月 9 日

表 7：光伏与智能微网发电板块可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS		PE		收盘价 (元/股)
			2022	2023	2022	2023	
603105.SH	芯能科技	85	0.39	0.52	43.51	32.23	16.90
003035.SZ	南网科技	299	-	0.23	-	34.88	7.90

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：均为 Wind 一致预期数据；截至 2023 年 3 月 9 日

表 8：电站出售及资产管理等业务板块可比公司估值表

代码	简称	总市值	EPS	PE	收盘价 (元/股)
----	----	-----	-----	----	-----------

		(亿元)	2022	2023	2022	2023	
601615.SH	明阳智能	555	1.84	2.27	13.30	10.75	24.43
003035.SZ	金风科技	481	0.76	0.91	14.97	12.52	11.38

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：均为 Wind 一致预期数据；截至 2023 年 3 月 9 日

综上，公司风电、光伏及智能微网发电、电站出售及资产管理等业务板块对应目标市值分别为 111.47、33.76、12.79 亿元，合计市值为 158.02 亿元，对应目标股价为 6.49 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

宏观经济下行风险：如果未来经济增长放慢，全社会用电量增长速度将放缓，从而影响项目消纳水平，有可能造成弃水、弃风、弃光情况，对公司发电水平产生不利影响。

电力价格波动风险：随着电力体制改革推进，市场化交易电量比例持续提高，跨省区交易比例大幅增长，现货交易加快推进，交易品种日趋完善，电力市场竞争异常激烈，市场化交易电价面临一定的下行压力。

相关支持政策变化风险：国内风力、光伏发电行业近年来的高速发展很大程度上受益于国家在政策、法规及激励措施方面的支持，若未来产业相关政策出现不利变动，则可能对公司业务及业绩造成一定冲击。

新能源装机规模扩张不及预期：公司“十四五”期间计划装机增长量相对于其当前规模弹性较大，为公司业绩主要增长点之一，但项目的核准、建设及并网投产仍存在一定不确定性，若项目推进情况不及预期，则可能对公司未来业绩造成一定冲击。

风速情况不及预期：公司拥有较大规模的风电项目，因此风电发电水平对公司业绩影响较为显著，若风速情况不及预期，则可能导致风电项目发电量下滑，从而对公司业绩造成一定冲击。

弃风限电、弃光限电风险：由于风力大小、太阳能强度存在间歇性和波动性的特点，风力、光伏发电具有一定的随机性。当电网的调峰能力不足，不能完全接受风力、光伏发电向电网输送的电能时，电网会降低风力、光伏发电机组的发电能力，使得部分风力、太阳能资源无法得到利用，产生弃风限电、弃光限电的现象，从而影响发电量。

新能源产业基金运作效果不及预期：公司未来计划通过新能源产业基金模式开发新能源电站项目，若该模式后续运作效果不及预期，则可能对公司业绩增长造成一定冲击。

电站出售业务开展不及预期：电站出售业务将在“十四五”期间为公司贡献较为显著的业绩增量，若该板块开展情况不及预期，则可能对公司业绩增长造成一定冲击。

公司与普洛斯合作开展不及预期：普洛斯作为公司第三大股东，拥有较大规模的分布式光伏资源，理论上有望为公司业务带来增长，但如果公司与普洛斯合作开展不及预期，则可能对公司业务拓展造成不利影响。

相关支持政策变化风险：国内风力、光伏发电行业近年来的高速发展很大程度上受益于国家在政策、法规及激励措施方面的支持，若未来产业相关政策出现不利变动，则可能对公司业务及业绩造成一定冲击。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	309.48	634.44	145.76	174.61	209.52
应收票据及应收账款	1,665.88	1,496.30	3,190.35	2,572.04	3,918.77
预付账款	100.86	184.34	94.47	236.12	224.44
存货	0.23	0.00	0.59	0.06	0.65
其他	132.24	338.66	182.48	258.00	277.57
流动资产合计	2,208.69	2,653.74	3,613.65	3,240.83	4,630.95
长期股权投资	670.30	2,212.29	2,212.29	2,212.29	2,212.29
固定资产	6,423.86	4,902.16	4,563.21	8,897.32	11,874.93
在建工程	2,567.66	1,419.01	4,919.01	3,750.00	4,000.00
无形资产	101.56	82.36	78.26	74.15	70.04
其他	256.75	760.96	489.21	497.02	582.02
非流动资产合计	10,020.13	9,376.79	12,261.98	15,430.78	18,739.28
资产总计	12,228.81	12,030.53	15,875.63	18,671.61	23,370.23
短期借款	0.00	0.00	471.13	4,510.10	6,965.53
应付票据及应付账款	798.68	648.70	1,077.46	1,119.97	1,580.73
其他	627.72	825.91	658.66	843.87	782.91
流动负债合计	1,426.41	1,474.61	2,207.25	6,473.95	9,329.17
长期借款	3,959.88	2,272.42	575.13	1,413.03	1,818.93
应付债券	1,076.09	248.98	260.00	254.49	254.49
其他	2,077.35	2,763.07	7,000.00	3,946.81	4,569.96
非流动负债合计	7,113.32	5,284.46	7,835.13	5,614.33	6,643.38
负债合计	8,564.80	6,782.88	10,042.39	12,088.27	15,972.55
少数股东权益	(0.00)	12.76	12.76	12.76	12.76
股本	2,074.10	2,434.22	2,434.41	2,434.31	2,434.31
资本公积	517.36	1,391.68	1,391.68	1,391.68	1,391.68
留存收益	841.18	1,463.32	1,935.38	2,665.90	3,531.15
其他	231.37	(54.34)	59.01	78.68	27.79
股东权益合计	3,664.01	5,247.65	5,833.24	6,583.34	7,397.68
负债和股东权益总计	12,228.81	12,030.53	15,875.63	18,671.61	23,370.23

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	198.06	751.79	688.72	1,065.20	1,267.80
折旧摊销	397.83	397.02	343.05	589.00	776.50
财务费用	279.86	335.74	353.75	381.42	377.02
投资损失	(5.99)	(477.11)	(150.00)	(450.00)	(500.00)
营运资金变动	1,136.35	(398.57)	3,323.08	(2,446.28)	(415.92)
其它	(1,357.09)	(69.22)	0.00	0.00	(0.00)
经营活动现金流	649.02	539.64	4,558.61	(860.66)	1,505.41
资本支出	2,204.81	(1,437.13)	(736.93)	6,803.19	3,376.85
长期投资	670.30	1,541.99	0.00	0.00	0.00
其他	(4,214.59)	(168.56)	(2,613.07)	(10,103.19)	(6,876.85)
投资活动现金流	(1,339.48)	(63.70)	(3,350.00)	(3,300.00)	(3,500.00)
债权融资	879.96	(2,842.76)	(1,594.16)	4,504.61	2,482.95
股权融资	111.71	705.30	(103.12)	(315.10)	(453.45)
其他	(217.82)	1,980.50	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	773.85	(156.97)	(1,697.29)	4,189.51	2,029.50
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	83.39	318.97	(488.68)	28.85	34.90

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,011.66	1,422.61	1,822.01	2,182.68	2,618.99
营业成本	484.16	575.49	791.49	938.46	1,151.29
营业税金及附加	4.13	7.46	7.53	9.80	12.10
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	34.17	133.18	96.09	131.05	180.18
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	279.41	334.72	353.75	381.42	377.02
资产/信用减值损失	(5.42)	(12.18)	(8.80)	(8.80)	(9.92)
公允价值变动收益	0.01	0.02	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.99	477.11	150.00	450.00	500.00
其他	(12.52)	(943.48)	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	221.72	850.28	714.35	1,163.15	1,388.48
营业外收入	2.20	1.75	42.00	15.32	19.69
营业外支出	9.43	0.82	5.50	5.25	3.86
利润总额	214.50	851.21	750.85	1,173.22	1,404.31
所得税	16.44	99.43	62.13	108.02	136.52
净利润	198.06	751.79	688.72	1,065.20	1,267.80
少数股东损益	(0.00)	(0.01)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	198.06	751.80	688.72	1,065.20	1,267.80
每股收益(元)	0.08	0.31	0.28	0.44	0.52

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-9.31%	40.62%	28.08%	19.80%	19.99%
营业利润	-27.82%	283.49%	-15.99%	62.83%	19.37%
归属于母公司净利润	-32.45%	279.59%	-8.39%	54.66%	19.02%
获利能力					
毛利率	52.14%	59.55%	56.56%	57.00%	56.04%
净利率	19.58%	52.85%	37.80%	48.80%	48.41%
ROE	5.41%	14.36%	11.83%	16.21%	17.17%
ROIC	6.56%	12.05%	14.14%	19.93%	12.61%
偿债能力					
资产负债率	70.04%	56.38%	63.26%	64.74%	68.35%
净负债率	144.01%	46.57%	29.01%	99.48%	126.72%
流动比率	1.52	1.77	1.64	0.50	0.50
速动比率	1.52	1.77	1.64	0.50	0.50
营运能力					
应收账款周转率	0.64	0.90	0.78	0.76	0.81
存货周转率	4,474.34	12,591.05	6,151.33	6,724.84	7,447.04
总资产周转率	0.09	0.12	0.13	0.13	0.12
每股指标(元)					
每股收益	0.08	0.31	0.28	0.44	0.52
每股经营现金流	0.27	0.22	1.87	-0.35	0.62
每股净资产	1.51	2.15	2.39	2.70	3.03
估值比率					
市盈率	55.19	14.54	15.87	10.26	8.62
市净率	2.98	2.09	1.88	1.66	1.48
EV/EBITDA	13.53	9.02	8.55	7.93	7.73
EV/EBIT	24.38	12.04	11.28	10.94	11.12

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com