

嘉泽新能(601619.SH) 公司深度研究： 宁夏民营风电龙头，低估值成长可期

评级：买入(维持)

杨阳(分析师)

S0350521120005

yangy08@ghzq.com.cn

许紫荆(联系人)

S0350122070063

xuzj02@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
嘉泽新能	8.3%	17.4%	-0.6%
沪深300	-2.6%	4.3%	-6.0%

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1423	1691	2303	3204
增长率(%)	41	19	36	39
归母净利润 (百万元)	752	601	1003	1383
增长率(%)	280	-20	67	38
摊薄每股收益 (元)	0.31	0.25	0.41	0.57
ROE(%)	14	11	15	17
P/E	15.18	17.84	10.68	7.74
P/B	2.40	1.92	1.62	1.34
P/S	8.83	6.33	4.65	3.34
EV/EBITDA	13.86	12.41	10.40	7.81

资料来源: Wind资讯、国海证券研究所

1 新能源开发运营出售协同，新业务为盈利能力注入弹性	6
1.1 深耕新能源开发管理，运营托管出售协同发展.....	7
1.2 新业务注入业绩弹性，融资成本降低利好装机增长.....	10
2 新能源运营：项目获取能力强，保障后续装机增长	12
2.1 立足风电拓展分布式光伏，在建及待建风光项目近2GW.....	13
2.2 风电：产业配套提升项目获取能力，装机增长弹性大.....	16
2.3 工商业分布式：合资开发提高拓展速度，优质项目保障盈利能力.....	20
3 滚动开发：高溢价、高周转带动投资收益增长，资产质量持续优化	27
3.1 高溢价、高周转，资产质量持续优化.....	28
3.2 拟出售电站或可实现1.5元/W的溢价水平.....	32
3.3 出售1GW电站获取的超额收益，可支撑3GW电站规模设.....	33
4 新能源资产管理：轻重资产并重，增强盈利能力	34
4.1 拓展新能源资产管理新业务，增强公司盈利能力.....	35
4.2 截至2022H1，新能源资产管理规模已超2.5GW.....	36
6 盈利预测和投资评级	37
7 风险提示	41

- ◆ **民营风电运营区域龙头，新能源开发运营出售协同。**公司是专注于新能源领域的民营企业，担任宁夏电力市场管理委员会委员单位，涉及新能源发电资产的运营、出售、管理和配套产业基金业务，截至2022H1，公司总装机规模达1.83GW。2022年前三季度，公司实现收入12.7亿元，同比增长17.0%，实现归母净利润4.9亿元，同比增长20.8%，2023年已签约电站出售项目50MW，预计业绩有望受益于装机规模提升和投资收益增加。
- ◆ **新能源运营：项目获取能力强，在建及待建规模1.97GW，保障后续装机增长。**截至2022H1，公司总并网装机规模1.83GW，同比增长28.9%，其中风电并网规模1.79GW，同比增长31.6%；光伏30MW、智能微网6.4MW。项目主要分布于宁夏、河南、河北和山东。截至2023年2月，公司已公告在建及待建项目达到1.97GW，超过当前总装机规模，新能源指标获取能力突出。
- ◆ **1) 集中式风电：区别于多数央企，公司通过产业配套投资的方式实现了与地方政府互惠互利，具备民营企业稀缺的指标获取能力。**例如，2021年6月公司与黑龙江鸡西市政府签订《新能源产业合作框架协议书》，累计在鸡西市获取了1.4GW的新能源指标；公司与广西省柳州市金风科技合作建造风机、塔筒等制造项目；和吉林省敦化市政府签订也类似了类似合作协议，未来有望在两地获取更多项目。
- ◆ **2) 工商业分布式光伏：发挥合资开发优势，提升工商业分布式光伏项目拓展速度，普洛斯入股有望赋能增长。**工商业分布式光伏多采用“自发自用，余电上网”的消纳模式，有助于提高电网消纳能力，提升投资方盈利能力，降低工商用户用电成本，已成为分布式光伏装机增长主力。公司项目开发主要以与当地新能源公司成立合资公司、共同开发的方式进行，装机主要集中在江苏、广东、安徽、天津、河南和山东等省份，光伏利用率高且工商业电价相对较高，保障项目的投资收益。公司第三大股东普洛斯是国际物流地产龙头，截至2022年2月，旗下普枫新能源在中国累计分布式光伏开发规模已经超过1GW，或将赋能公司分布式业务拓展。

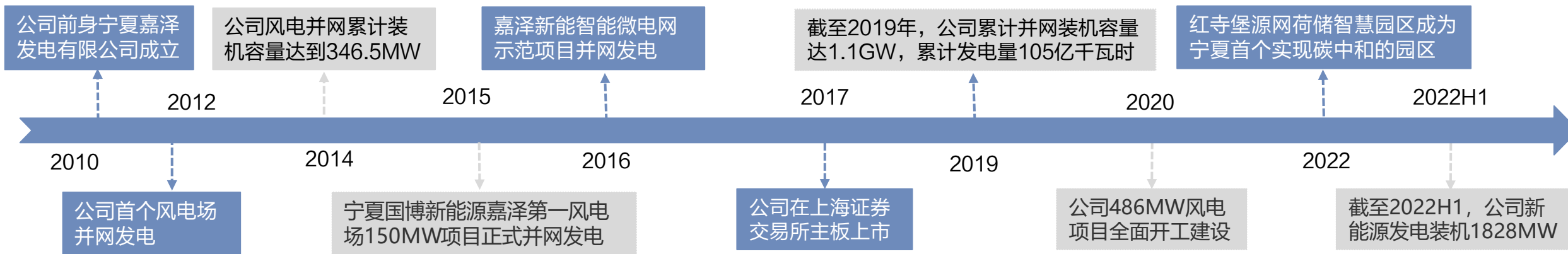
- ◆ **滚动开发：高溢价、高周转带动投资收益增长，资产质量持续优化。**自2021年起，公司积极探索BT业务发展模式。截至2021年底，公司先后出售了495MW装机，实现投资收益3.93亿元，出售PB在1.10-1.63倍；2023年1月，公司签署了三级子公司宁夏泽华股权转让协议，资产出售动作延续。我们认为，临近“十四五”央企装机目标考核，公司电站出售溢价有望维持较高水平。根据我们测算，在公司电站资本金收益率15%、收购央企资本金收益率要求7%的情况下，项目具备约1.5元/W的出售溢价；每出售1GW电站，公司可收到约77亿元现金，偿还债务后沉淀资金约27亿，或可支撑近3GW规模电站的建设。
- ◆ **新能源资产管理：轻重资产并重，增强盈利能力。**2021年，公司先后设立了嘉隆资管和嘉骏售电两家子公司，专业负责新能源发电资产管理业务，提供生产运维、电力交易（售电）、碳资产交易和综合能源管理等多种服务方式。截至2022H1，公司新能源资产管理业务超过2.5GW；实现收入0.94亿元，净利润0.25亿元。
- ◆ **盈利预测和投资评级：**嘉泽新能新能源运营基本盘稳固，截至2023年2月，公司已公告在建及待建项目达到1.97GW，超过当前总装机规模，新能源指标获取能力突出。后续分布式光伏、电站滚动开发和资产运维业务也有望贡献可观业绩增量。我们预计2022-2024年公司归母净利润有望达到6.01/10.03/13.83亿元，同比变化-20%/+67%/+38%，对应PE分别为18/11/8倍。维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**宏观经济波动风险；政策变动风险；行业竞争程度加剧；电站装机不及预期；成本波动风险；电价波动风险；投资收益不确定性；补贴回收风险；产业基金融资风险；在建及待建工程进度不及预期；测算存在主观性，仅供参考。

一、新能源开发运营出售协同，新业务为盈利能力注入弹性

1.1 深耕新能源开发管理，运营托管出售协同发展

- **深耕新能源开发业务超12年**：公司成立于2010年，专注于新能源电站的开发、运营与配套服务，2017年在上交所主板上市；
- 自2018年以来公司担任宁夏电力市场管理委员会委员单位，是委员会发电企业中的唯一非国有企业。

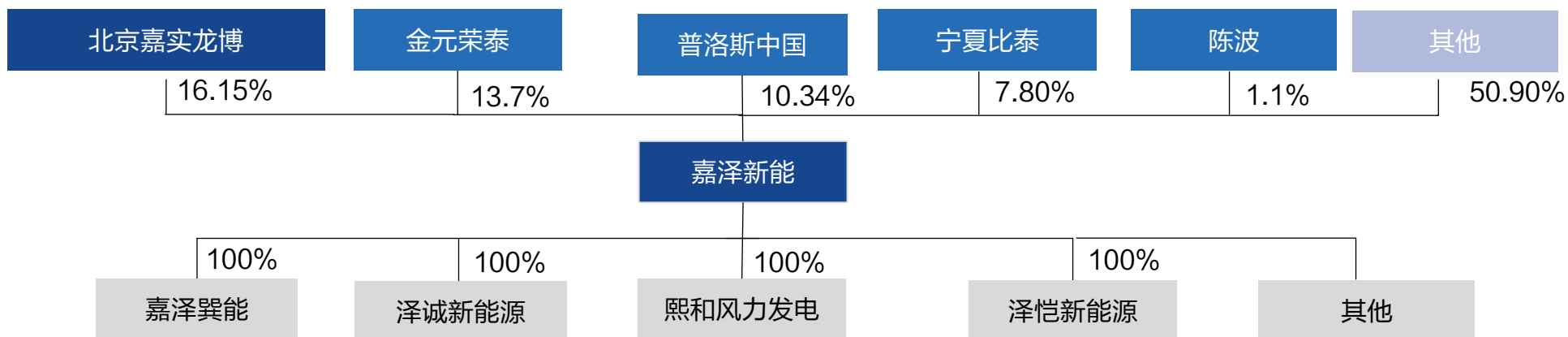
图表1：公司发展历程



1.1 深耕新能源开发管理，运营托管出售协同发展

- **民营企业，股权结构稳定：**截至2022Q3，公司实控人为陈波，第三大股东普洛斯中国持股10.34%，同时也是公司旗下新能源产业基金的重要合作伙伴。公司控股子公司包括嘉泽巽能、泽诚新能源、熙和风力发电、泽恺新能源等。

图表2：公司股权结构（截至2022Q3）



1.1 深耕新能源开发管理，运营托管出售协同发展

- 公司业务主要包括新能源发电业务、新能源电站的开发-建设-出售业务、新能源发电资产管理业务和新能源产业基金业务。
 - **新能源发电业务**：截至2022H1，公司新能源并网发电装机容量为1827.875MW，在建项目538.875MW；
 - **新能源电站开发-建设-出售业务**：2021年公司共开发-建设-出售11个新能源电站，累计装机容量495MW；
 - **新能源发电资产管理业务**：截至2022H1，发电侧，新能源项目托管超2.5GW；用户侧，电力交易代理累计签约16家，累计代理电量38.65亿千瓦时；
 - **新能源产业基金**：收购公司电站、将旗下电站托管至公司，发挥业务连接作用。

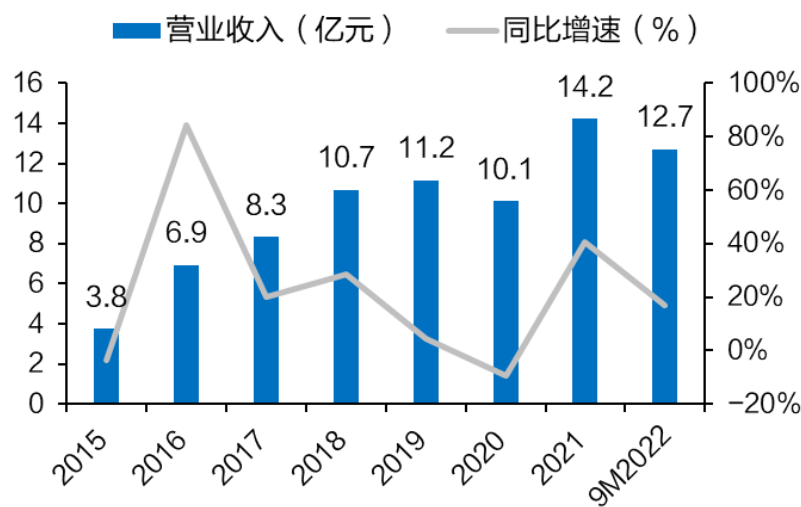
图表3：公司主营业务情况（截至2022H1）



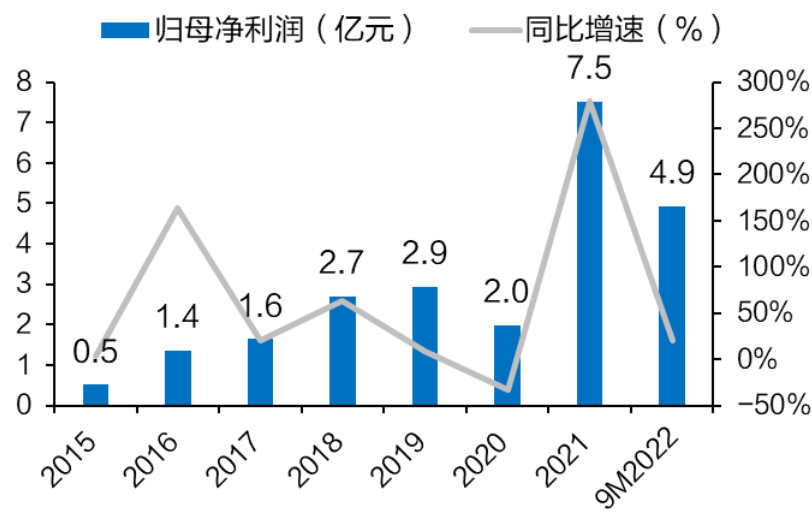
1.2 新业务注入业绩弹性，融资成本降低利好装机增长

- **宁柏基金并表带动2022前三季度增长。**2022年前三季度公司实现营业收入12.7亿元，同比增长17.0%；归母净利润4.9亿元，同比增长20.8%。业绩增长的主要原因是2022年4月宁柏基金并表后公司装机容量增加722MW，对应上网电量同比增加。
- **2023年预期受益与装机增长与投资收益。**公司2021年开拓电站出售业务，全年出售电站495MW，第四季度形成投资收益3.9亿元；由于无电站出售，2022年归母净利润预计同比下浮；2023年1月公司发布公告将旗下宁夏泽华新能源有限公司作价1.5亿元转让至京能清洁能源公司，我们预计2023年公司业绩有望受益于资产出售和装机规模增长。
- **电站运营为基，业务模式多元化。**2021年起，公司业务模型转型，拓展电站出售、资产运维等新业务；2021年风电业务营收占比约93.5%，光伏业务营收占比约3.8%，包括电站资产运维的其他业务收入占比2.1%。

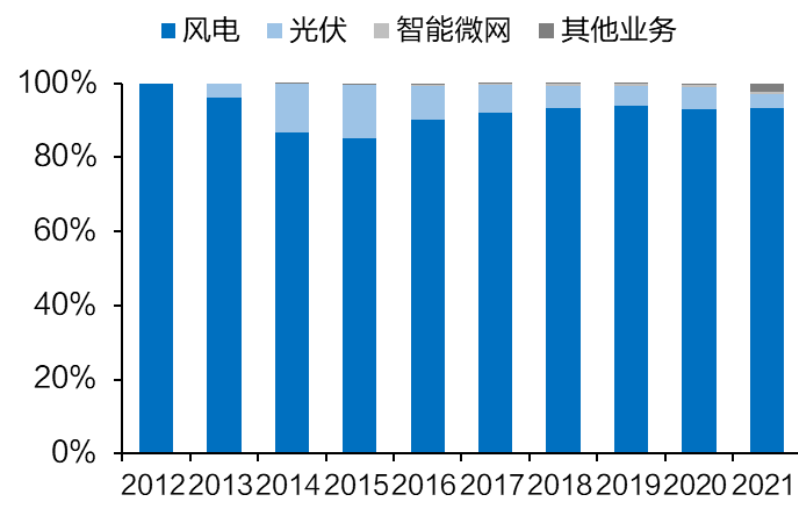
图表4：2022年前三季度实现营收12.7亿元



图表5：2022年前三季度归母净利4.9亿元



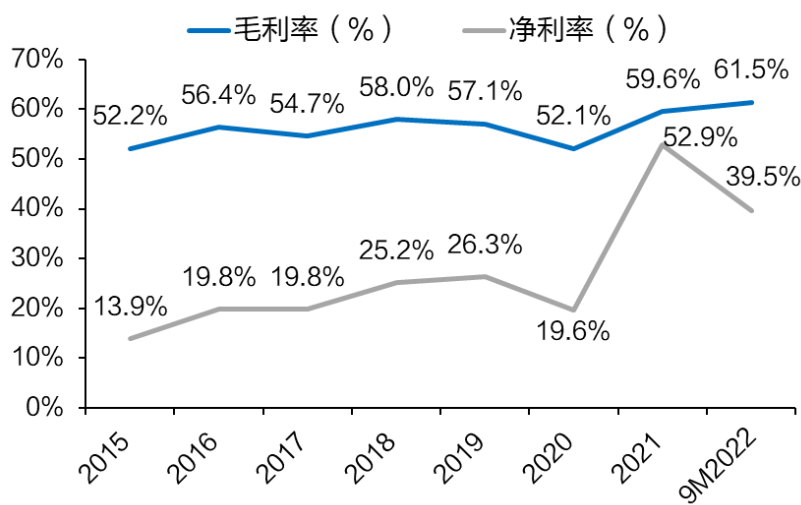
图表6：2021年风电业务营收占比93.5%



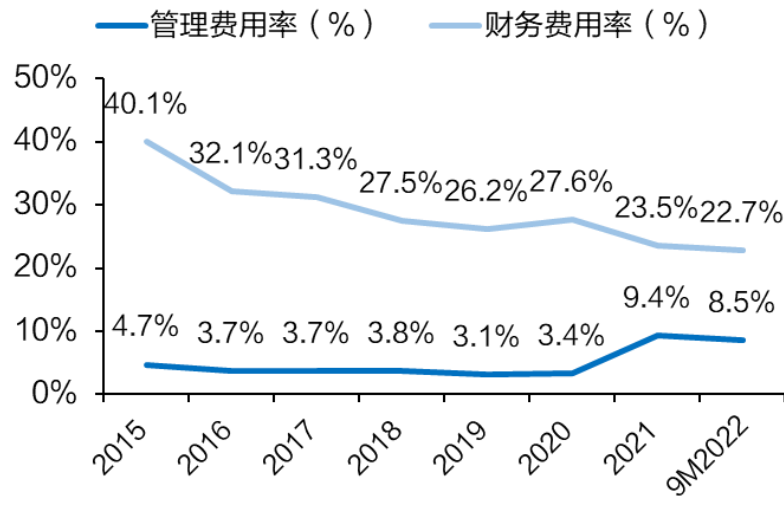
1.2 新业务注入业绩弹性，融资成本降低利好装机增长

- **毛利率稳中有升，净利率受益于业务拓展：**截至2022年前三季度，公司毛利率61.5%，同比提高1.9pct，整体呈上升趋势；净利率自2021年受益于电站出售业务拓展，2022年前三季度达39.5%。
- **财务费用率逐步下降，融资成本下降有利于公司发展：**截至2022年前三季度，公司财务费用率降低至22.7%，公司通过融资置换和多种融资措施逐步降低资金成本，有利于后续电站建设与装机规模增长。
- **风电毛利率整体上升，智能微网业务盈利改善明显：**风电与光伏毛利率整体呈上升趋势，2021年分别达到59.9%和56.3%，智能微网毛利率2018年后维持在60%以上。

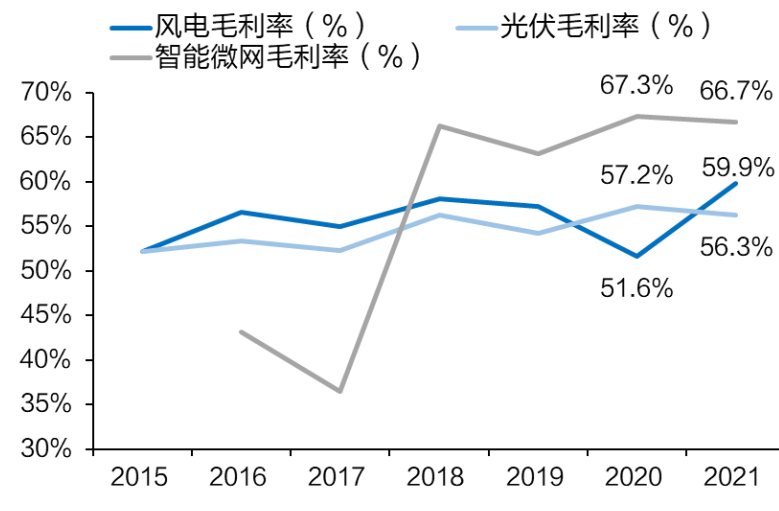
图表7：2021年净利率同比增加33.3pct



图表8：公司财务费用率持续下降至22.7%



图表9：2021年智能微网毛利率66.7%

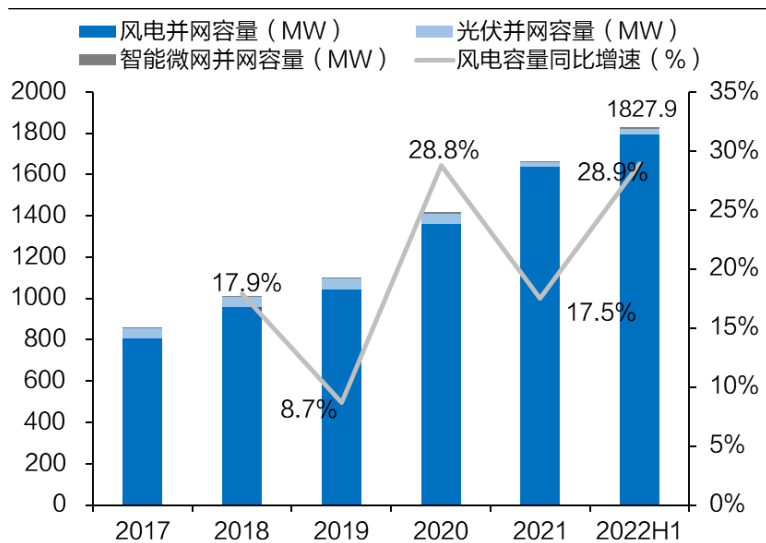


二、新能源运营：项目获取能力强，保障后续装机增长

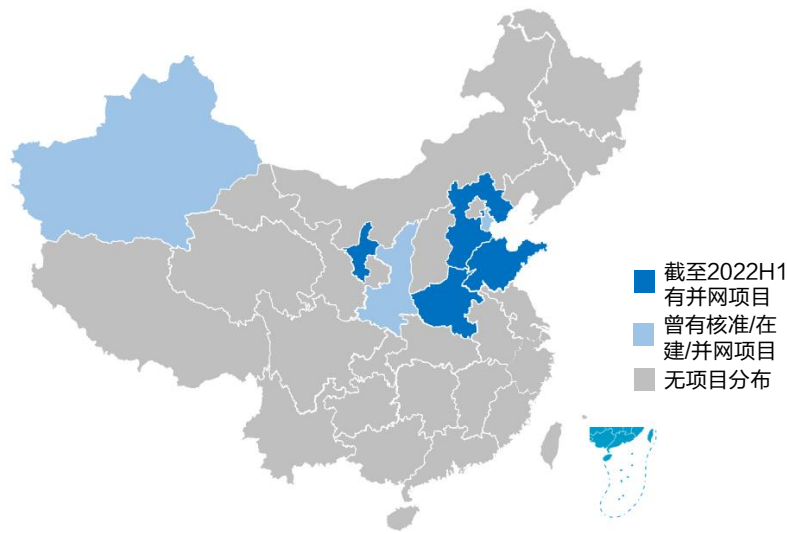
2.1 立足风电拓展分布式光伏，在建及待建风光项目近2GW

- **装机规模持续增长，风电仍为主力。**截至2022H1，公司总并网装机规模1827.9MW，同比增长28.9%，其中风电并网规模1791.5MW，同比增长31.6%；光伏并网规模30MW；智能微网装机6.4MW。
- **项目建设地域扩展，利用小时数提升。**截至2022H1，公司在宁夏、河南、河北和山东拥有并网新能源发电项目，项目分布逐步扩展；2021年，占公司全年总发电量88%的宁夏省风电项目整体利用小时数达到2402小时，同比提高16%，远高于全国风电平均值的2232小时。

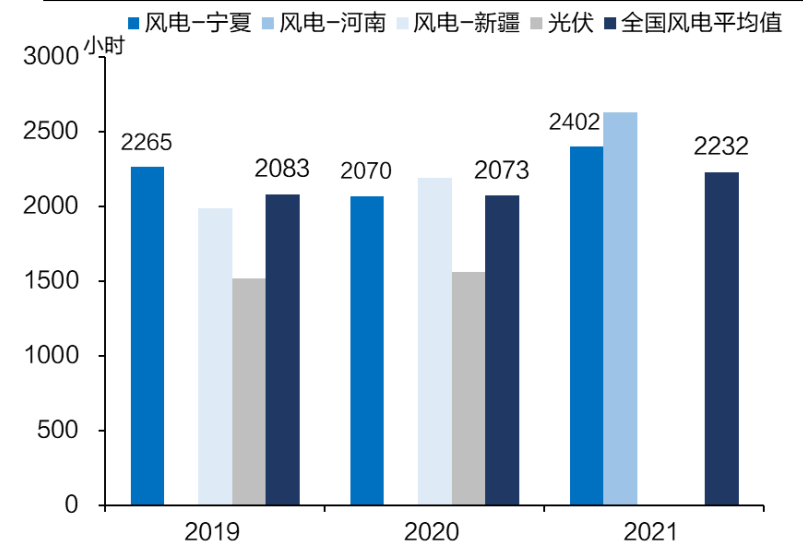
图表10：2022H1装机规模达到1827.9MW



图表11：截至2022H1公司装机分布



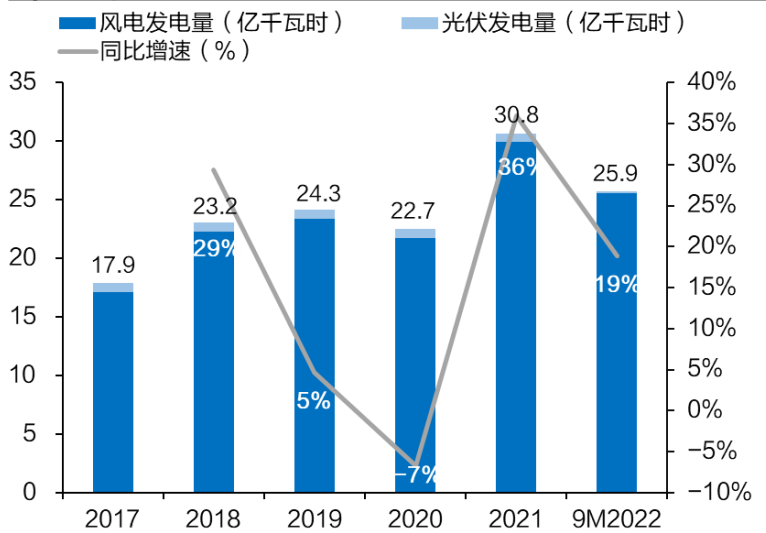
图表12：2021年风电装机利用小时数2402小时



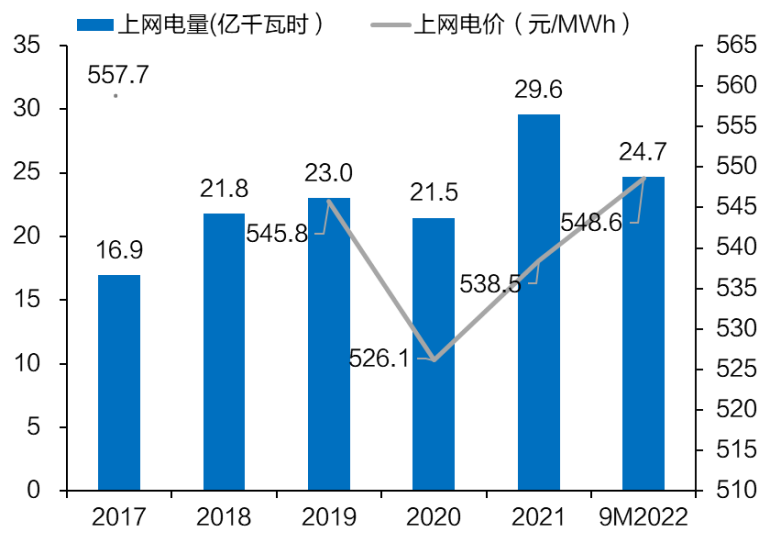
2.1 立足风电拓展分布式光伏，在建及待建风光项目近2GW

- **装机增长助力发电量提升。**截至2022年前三季度，公司总发电量达25.9亿千瓦时，同比增长19%左右。
- **2021年市场化交易比例达69.6%，近两年上网电价持续增长。**2022年前三季度公司平均上网电价548.6元/MWh，较2021年度电提高1分；2021年公司市场化交易电量达到20.6亿千瓦时，占比达到69.6%，整体呈上升趋势，有助于公司享受市场化电价上浮。

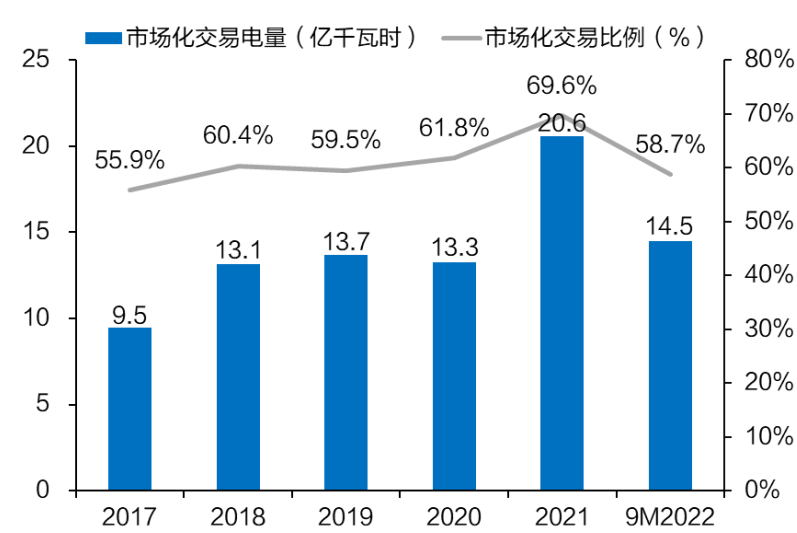
图表13：2022前三季度公司发电量25.9亿千瓦时



图表14：2021年以来上网电价维持稳定



图表15：2021年市场化交易电量比例达69.6%



2.1 立足风电拓展分布式光伏，在建及待建风光项目近2GW

- **项目获取能力强，在建及待建项目近2GW。**截至2022H1，公司在建及待建发电项目装机容量538.9MW，其中风电361MW，光伏177.875MW。2022年7月至2023年2月期间，公司共计新增核准9个项目，装机规模合计约1.43GW，在建及待建项目达到1.97GW，超过当前公司总装机规模，强项目获取能力保证未来装机规模持续增长。

图表16：2022年7月-2023年2月公司新增核准项目1.43GW

核准时间	项目名称	建设地点	装机容量 (MW)
2022年8月	鸡东县嘉嵘新能源有限公司200MW风电项目	黑龙江省鸡东县	200
2022年8月	绥滨保新嘉泽恺阳有限公司100MW风电项目	黑龙江省绥滨县	100
2023年1月	中旗嘉能巴音温都尔30MW分散式风电项目	内蒙古巴彦淖尔	30
2023年2月	鸡东县博祥新能源有限公司200MW风电项目	黑龙江省鸡东县	200
2023年2月	鸡东县博骏新能源有限公司100MW风电项目	黑龙江省鸡东县	100
2023年2月	鸡东县博晨新能源有限公司200MW风电项目	黑龙江省鸡东县	200
2023年2月	密山市博晨新能源有限公司200MW风电项目	黑龙江省密山市	200
2023年2月	密山市博骏新能源有限公司200MW风电项目	黑龙江省密山市	200
2023年2月	密山市博阳新能源有限公司200MW风电项目	黑龙江省密山市	200
合计			1430

2.2 风电：产业配套提升项目获取能力，装机增长弹性大

- 区别于多数央企，公司通过产业配套投资的方式实现了与地方政府互惠互利，具备民营企业稀缺的指标获取能力。公司通过在具备新能源开发指标的地区配套建设新能源装备制造园区等，促进当地的产业升级和经济发展，提高项目核准意愿。
- 例如，2021年6月公司与黑龙江鸡西市政府签订《新能源产业合作框架协议书》，建造风发电机、风机塔筒等制造项目，累计在鸡西市获取了1.4GW的新能源指标。

图表17：公司与黑龙江鸡西市政府合作进展



2.2 风电：产业配套提升项目获取能力，装机增长弹性大

- 公司与广西省柳州市和吉林省敦化市政府签订也类似了类似合作协议，其中与柳州市合作协议中规定的新能源智慧装备产业园首台机组已于2023年2月下线；未来公司有望在两地获取更多项目，为装机增长提高注入动力。

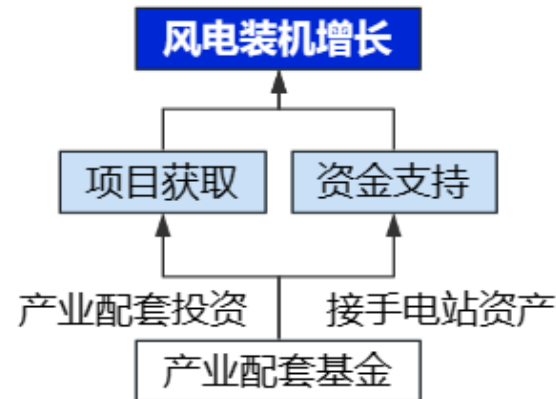
图表18：公司与各地方政府合作情况

合作政府	签约时间	合作协议内容	合作进展
黑龙江省 鸡西市	2021.6	鸡西市政府需有限配给公司风电开发指标；公司需联合合作企业投资建设新能源产业示范基地；成立新能源产业发展基金；投资建设智能微电网项目；合作开展新能源运维培训。	公司已累计获取1.4GW项目；产业园区已发布建设计划。
广西省 柳州市	2022.1	公司协同合作方金风科技与柳州市签订《柳州市与新疆金风、宁夏嘉泽投资开发合作协议》与《零碳产业园投资协议》，将建设光储充一体化新能源产业示范基地及新能源智慧装备产业园。	2023年2月，零碳新能源智慧装备产业园首台机组下线。
吉林省 敦化市	2023.2	公司与吉林省敦化市政府签订产业合作协议，双方将展开高端制造产业园及新能源发电项目合作。	-

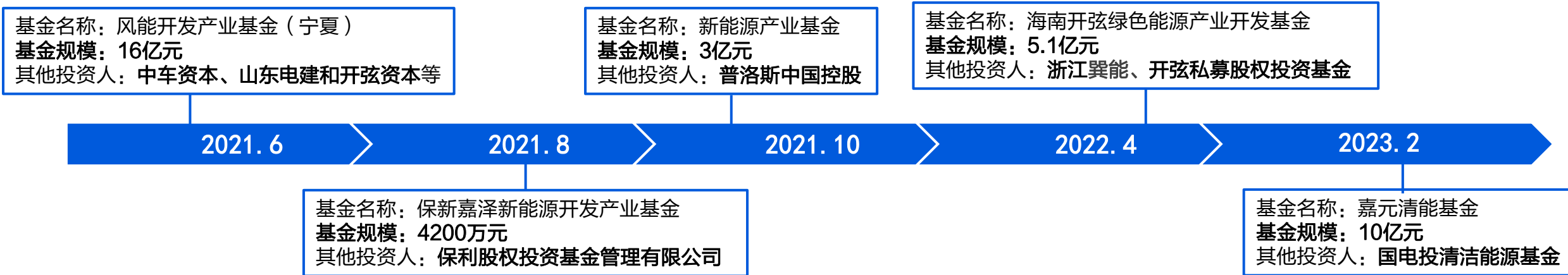
2.2 风电：产业配套提升项目获取能力，装机增长弹性大

- **新能源产业基金规模约35亿元：**截至2023年3月，公司旗下成立或投资的新能源产业配套基金包括风能开发基金、保新嘉泽新能源开发产业基金和嘉元清能基金等，基金规模合计约**35亿元**。
- **产业配套投资+接手电站资产，盘活风电运营业务：**除通过产业配套投资提高项目获取能力外，产业基金可购买公司电站资产，由此产生的公司投资收益可继续投入新一轮的电站建设中，保证装机增长的资金支持。

图表20：产业基金支持装机增长



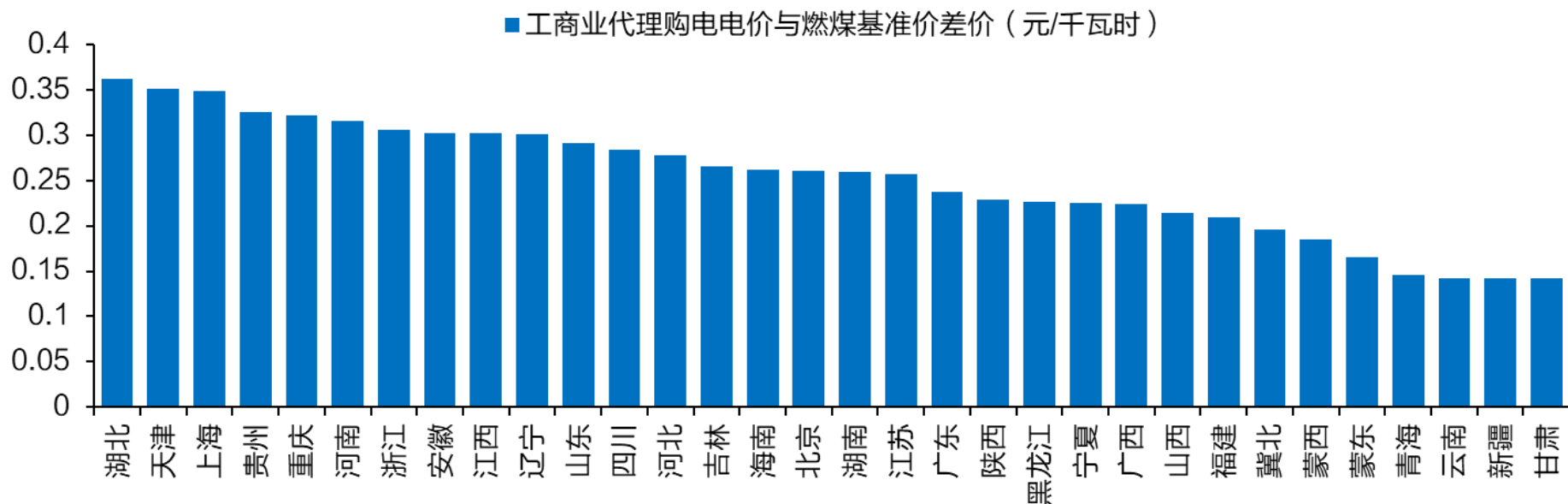
图表19：截至2022年3月公司共计拥有5个产业配套基金，规模约35亿元



2.3 工商业分布式：合资开发提高拓展速度，优质项目保障盈利能力

- 公司于2021年开始拓展工商业分布式光伏项目。工商业分布式光伏商业模式优势突出，装机增长动力强：
 - 对于电网系统：工商业分布式光伏采用“自发自用，余电上网”的消纳模式，自用比例高，就地消纳有助于降低弃光率；
 - 对投资方：工商业用户自用比例高，自用部分电价对应工商业代理购电价格，电价较上网价格更高，项目收益率高；
 - 对企业方：电站售电价格较代理购电价格提供折扣，降低用电成本；屋顶光伏发电自用，在用电高峰期保障用电。

图表21：各地工商业用户代理购电电价较燃煤基准电价高0.14-0.37元/千瓦时（2023年3月）



2.3 工商业分布式：合资开发提高拓展速度，优质项目保障盈利能力

➤ 工商业分布式光伏盈利能力有望进一步提升：

- **分时电价提高整体用电成本：**截至2022年底，已有26个地区出台分时电价政策，在用电高峰期提高用电价格，其中大部分地区高峰电价是平时电价的1.5倍及以上，提高了工商业用户整体用电成本，工商业分布式光伏售电价格相应提升；
- **隔墙售电提升高价电占比：**分布式发电市场化交易逐步推进，2023年起正式实行的《浙江省电力条例》提出，分布式发电企业可以与周边用户按照规定直接交易，进一步提高工商业分布式光伏中高电价电量占比，提升盈利能力。

图表22：分时电价机制下大部分地区高峰电价是平时电价1.5倍及以上

地区/地区-时间	高峰电价倍数	地区/地区-时间	高峰电价倍数	地区/地区-时间	高峰电价倍数
安徽-夏冬	1.81	陕西-大工业	1.63	吉林	1.5
上海-夏冬	1.80	青海	1.63	黑龙江	1.5
江苏-大工业	1.72	上海-春秋	1.6	甘肃	1.5
安徽-春秋	1.71	湖南	1.6	陕西-一般工商业	1.5
河南-夏冬	1.71	重庆	1.6	广西	1.5
海南	1.70	四川	1.6	江西	1.5
河北	1.70	山西	1.6	天津	1.5
山东	1.70	浙江-大工业夏季	1.5	冀北	1.5
广东	1.70	贵州	1.5	浙江-大工业春夏秋冬季	1.5
江苏-普通工业	1.67	宁夏	1.5	湖北-春秋	1.49
新疆	1.65	蒙东	1.5	湖北-冬夏	1.49
河南-春秋	1.64	辽宁	1.5	浙江一般工商业	1.3

2.3 工商业分布式：合资开发提高拓展速度，优质项目保障盈利能力

- **政策利好频出，推动装机快速增长。**2021年6月，国家能源局发布《关于报送整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点方案的通知》，要求在整县屋顶分布式光伏开发中工商业厂房安装比例不低于**30%**，多地也出台了相关政策推动工商业光伏装机增长，其中上海市明确规定**2022年起新建工业厂房屋顶面积安装光伏不少于50%**。

图表23：分布式光伏部分政策汇总

发布时间	机构/省份	文件/会议名称	主要内容
2022.12	上海	《上海市工业领域碳达峰实施方案》	2022年起新建工业厂房屋顶面积安装光伏不少于50%，推动既有厂房可利用面积安装光伏，到2025年安装不少于1GW，到2030年实现应装尽装。
2022.12	云南	《云南省智能光伏电站装备产业发展三年行动计划（2022—2024年）》	推广分布式光伏发电应用，并以开发区为重点，着力推进光伏发电“自发自用、余电上网”。
2022.12	河南郑州	《郑州市“十四五”现代能源体系规划》	加快登封市等五区/县屋顶分布式光伏开发试点项目建设，到2025年新增并网装机规模约168万千瓦。
2022.12	广东肇庆高新区	《关于进一步明确申报光伏发电、储能和冰蓄冷项目补贴有关事项的通知》	肇庆市高新区制造业企业利用厂区内空间建设的光伏项目可按照300元/KW的标准确定项目补贴金额，按场地提供方和项目建设方7：3的比例发放。
2022.12	安徽	《安徽省碳达峰实施方案的通知》	到2025年新建工业厂房、公共建筑太阳能光伏应用比例达到50%。
2021.6	国家能源局	《关于报送整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点方案的通知》	工商业厂房屋顶总面积可安装光伏发电比例不低于30%

2.3 工商业分布式：合资开发提高拓展速度，优质项目保障盈利能力

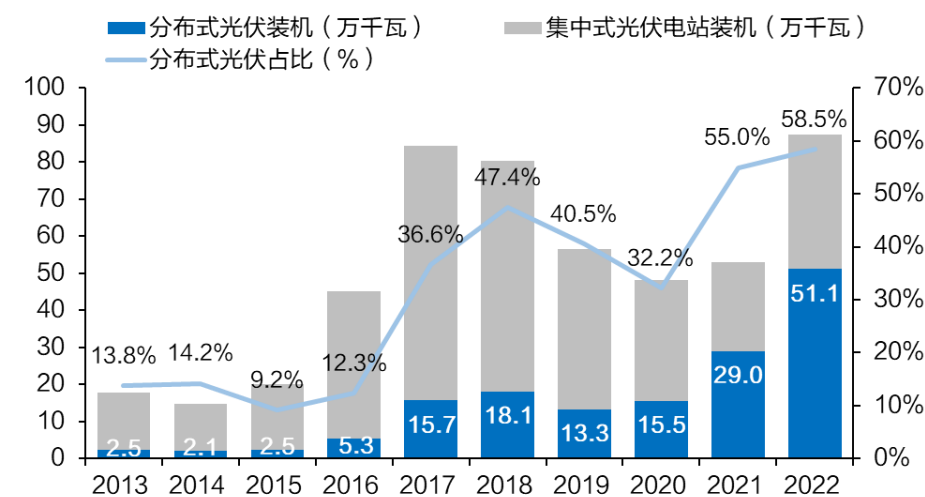
➤ **工商业光伏成为分布式光伏装机增长主力。**2022年，我国新增光伏装机87GW，其中分布式光伏装机容量达51.1GW，占新增光伏装机容量的58.5%；工商业光伏装机规模25.9GW，成为分布式光伏装机增长主力。

➤ **公司立足风电，拓展分布式光伏。**截至2022H1，公司在建及待建发电项目装机容量538.9MW，其中风电361MW，光伏177.875MW。光伏在建装机容量达108.5MW，是当前光伏装机规模的3.6倍。

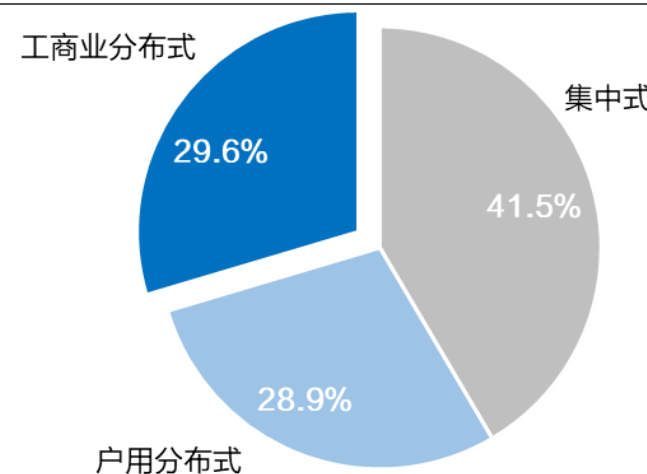
图表26：截至2022H1公司在建项目达401.5MW

项目类型	项目名称	建设地点	装机容量 (MW)
风电	宁河镇18MW分散式风电项目	天津市宁河镇	18
	三道山150MW风电项目	宁夏盐池县	150
	城北恒风50MW风电项目	河南省民权县	50
	商水县张明乡25MW风电项目	河南省商水县	25
	乌拉特中旗嘉能50MW分散式风电项目	内蒙古巴彦淖尔	50
光伏	韦州镇100MWp平价复合光伏项目	宁夏韦州镇	100
	华兴纸业包装5.995MW分布式光伏发电项目	河北省柏乡县	5.995
	滁州正博实业 2.5MWp屋顶光伏项目	安徽省滁州市	2.5
总计			401.5

图表24：2022年我国新增分布式光伏装机51.1GW



图表25：2022年新增工商业分布式项目占总光伏装机比例达29.6%



2.3 工商业分布式：合资开发提高拓展速度，优质项目保障盈利能力

- **发挥合资开发优势，提升工商业分布式光伏项目拓展速度，普洛斯入股有望赋能增长。**
 - **独立运营，效率保障：**成立北京嘉泽智慧能源有限公司负责工商业分布式光伏项目推广，独立于风电开发体系有望提升治理效率，旗下13家公司按合资运用模式成立，其中2家合资公司存在项目在建。
 - **合作开发，规模提速：**公司分布式光伏项目以和当地新能源公司共同开发的方式推进，当地新能源公司具备完善的项目地作业经验和与分布式光伏潜在用户的良好关系积累，能够实现快速布点和开发。
 - **股东优势，有望赋能：**公司第三大股东普洛斯是国际物流地产龙头，截至2022年2月，旗下普枫新能源在中国累计分布式光伏开发规模已经超过1GW，或将赋能公司分布式业务拓展。

图表27：公司分布式光伏项目以和当地新能源公司共同开发的方式推进

项目名称	项目公司	控股公司	持股比例
滁州正博实业2.5MWp屋顶光伏项目	安徽欣巨新能源有限公司	北京嘉泽智慧能源	80%
		安徽滁州市恒昌新能源有限公司	20%
广东江门市嘉嵘新能源2.25MW分布式屋顶光伏发电项目	嘉嵘新能源（广东）有限公司	北京嘉泽智慧能源	75%
		广东江门市莲声新能源有限公司	25%
山东聊城市华经高科建设开发有限公司3MW分布式屋顶光伏发电项目	聊城昌润泽恺新能源有限公司	嘉泽新能	50%
		山东聊城昌润新能源有限公司	50%

图表28：北京嘉泽智慧能源有限公司旗下合资公司地域分布



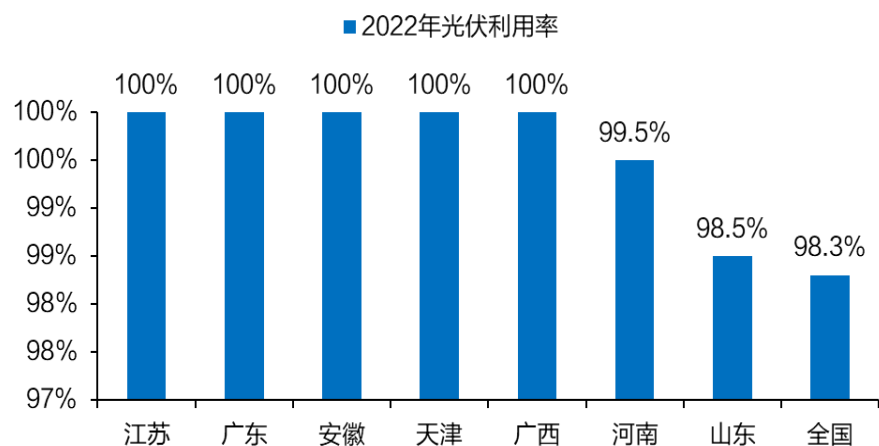
2.3 工商业分布式：合资开发提高拓展速度，优质项目保障盈利能力

- **优先选址负荷中心，高电价保障项目盈利能力。**目前公司的分布式光伏项目主要集中在江苏、广东、安徽、天津、河南和山东等省份，位于中东部电力负荷较高地区，光伏利用率高且工商业电价相对较高，保障项目的投资收益。

图表30：公司分布式光伏项目所在地电网代理购电价格较高

地区	2022.10	2022.11	2022.12	2023.1	2023.2	2023.3	
江苏	468.6	453.3	465.8	453.7	467.9	467.4	
安徽	461.3	461.3	461.3	461.3	461.3	461.3	
广东	511.5	513	487.2	559.9	561.2	561.2	
山东	379.2	394.6	372.9	388.3	390.0	392.2	
山西	414.1	409.7	449.4	487.6	454.0	419.1	
北京	402.1	411.5	423.7	425.2	428.6	410.1	
河北	不满1KV	372.2	372.8	383.3	396.9	398.5	377.7
	其他	438.8	435.5	443.9	457.7	480.4	462.4
河南	454.9	467.6	473.8	496.2	502.3	506.4	
冀北	不满1KV	376.4	377.5	380.0	380.3	384.0	375.3
	其他	441.2	433.6	434.5	440.6	440.7	431.4
上海	570.9	577.2	610.5	598.7	598.4	580.9	
重庆	543.9	531.9	585.1	565.7	550.7	515.2	
四川	415.0	425.0	457.8	453.0	453.0	502.2	
黑龙江	425.8	425.8	428.3	428.7	428.7	428.7	
辽宁	431.5	417.7	407.5	417.8	422.4	424.6	
吉林	448.9	448.2	449.1	461.0	448.0	455.1	
江西	497.2	497.2	497.2	495.6	503.7	530.8	
湖南	522.5	534.0	574.1	609.8	5932	495.9	
天津	461.5	475.3	488.8	486.2	494.2	499.5	
广西	不满1KV	366.9	406.1	391.7	458.7	421.4	343.3
	10KV及以上	379.7	420.8	414.2			
福建	487.3	496.7	490.4	437.9	456.4	440.1	

图表29：公司光伏项目位于光伏利用率较高地区

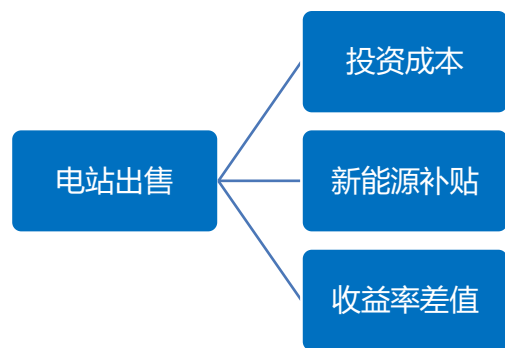


三、滚动开发：高溢价、高周转带动投资收益增长，资产质量持续优化

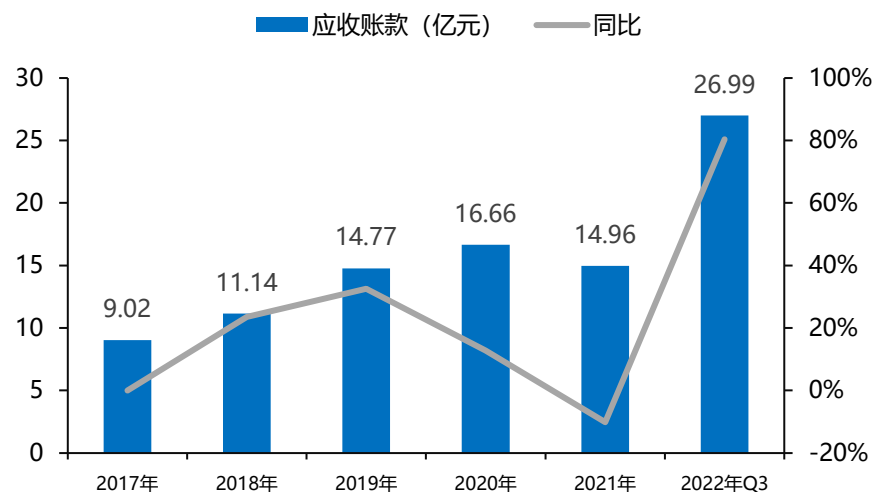
3.1 高溢价、高周转，资产质量持续优化

- **商业模式独特，电站转让加快资产周转。**自2021年起，公司积极探索BT业务发展模式，即通过转让部分存量项目为现金流较好的新项目建设提供资金支持，在新能源发电领域采取“开发一批、建设一批、运营一批、出售一批”的经营模式，从而实现公司资产池的更新，并贡献较高投资收益，提振业绩。
- **公司带补贴项目自有资金收益率高达15%，出售给央企盈利可观，同时可加快补贴回笼。**公司出售电站可收回三部分现金流：一是电站初始投资成本；二是新能源补贴，截至2022Q3公司应收账款仍有26.99亿元，出售电站可以加快欠补资金回笼；三是收益率溢价，公司带补贴项目自有资金收益率在15%，而国央企新能源项目收益率考核通常仅有6~7%，出售电站可获得部分溢价。

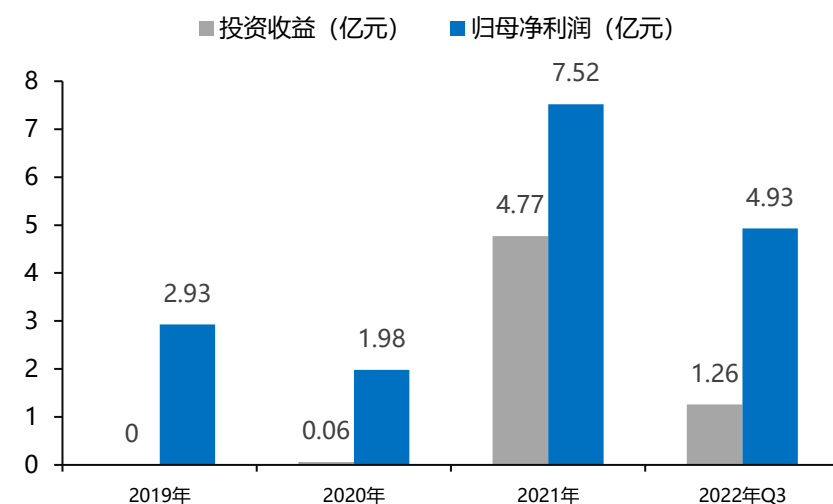
图表31：电站出售收益组成



图表32：2022年Q3应收款项26.99亿



图表33：2022年Q3归母净利润4.93亿



3.1 高溢价、高周转，资产质量持续优化

- **出售电站溢价持续提升，反映央企收购需求。**2021年，公司先后出售了新疆嘉泽、宁夏恺阳和宁夏博阳及其下属的共计11个风电和光伏电站，出售电站主要位于新疆和宁夏地区，截至2021年底累计出售装机容量495MW，实现投资收益3.93亿元，项目均溢价出售，收购方为中电投新疆和北京京能；2023年1月，公司签署了三级子公司宁夏泽华股权转让协议，资产出售动作延续。
- 我们认为，溢价持续提升反映央企收购需求提升，临近“十四五”装机目标考核，电站交易中卖方更具定价权。

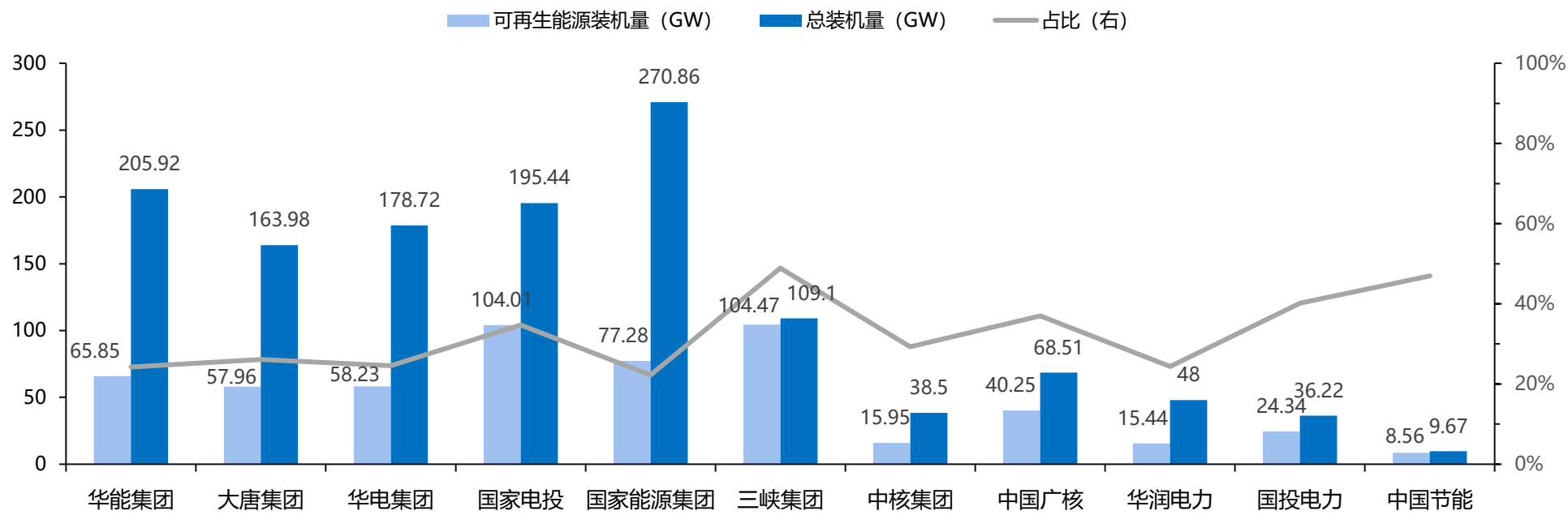
图表34：出售电站项目明细

出售公司	收购方	日期	具体项目	装机容量	净资产	收购价格	出售PB	出售溢价	税前利润
宁夏泽华	北京京能	2023年1月	红寺堡谭庄子50MW风电项目	50MW	0.66亿	1.48亿	2.24	0.82亿	0.7亿
宁夏恺阳	北京京能	2021年11月	田家岭49.5MW风电项目	99MW	2.34亿	3.81亿	1.63	1.47亿	
			康佳湾49.5MW风电项目						
宁夏博阳	北京京能	2021年11月	红寺堡风电场嘉泽一期49.5MW项目	247.5MW +50MWP	7.58亿	10.72亿	1.41	3.14亿	4.61亿
			红寺堡风电场嘉泽青山49.5MW工程						
			红寺堡风电场（大河乡磨脐子）嘉泽49.5MW项目						
			红寺堡风电场（大河乡小井子）嘉泽49.5MW项目						
			红寺堡风电场（大河乡耍艺山）嘉泽49.5MW项目						
			红寺堡大河乡一期20MWp光伏并网发电项目						
			红寺堡大河乡二期30MWp光伏并网发电项目 以及牛首山330kV升压站						
新疆嘉泽	中电投新疆	2021年9月	鄯善楼兰风电场一期49MW项目 鄯善楼兰风电场二期49MW项目以及大唐220kV升压站	98MW	4.46亿	4.89亿	1.10	0.43亿	

3.1 高溢价、高周转，资产质量持续优化

- **国资委明确2025年央企可再生能源发电装机占比要达到50%**。2021年12月，国资委下发的《关于推进中央企业高质量发展做好碳达峰碳中和工作的指导意见》中明确要求，到2025年，中央企业可再生能源发电装机比重达到50%以上。
- **装机进度：五大六小距离目标尚有差距，其他小型央企资源获取能力相对不足**。截至2021年底，11家大型能源央企可再生能源装机总占比43.20%，距离50%的目标还差6.8%，而其他小型央企的指标获取能力相对不足，新能源电站的开发与建设仍在持续加速推进。
- 通常除了自主开发与合作开发外，收并购（包括集团资产注入）也是增加可再生能源装机量的重要途径，且装机更加迅速；而具备新能源指标获取能力的民企非常稀缺，后续公司电站出售溢价有望维持较高水平。

图表35：截至2021年底电力央企装机情况



3.1 高溢价、高周转，资产质量持续优化

- 公司存量项目均已纳入国家可再生能源补贴范围，其中宁夏地区风电项目平均补贴金额为0.3105元/KWh；光伏项目平均补贴金额为0.6405元/KWh；新疆风电项目平均补贴金额为0.32元/KWh。截至2022年9月，公司尚未收到影响补贴的相关通知。
- 随着相关政策推进和可再生能源结算公司的持续运作，可再生能源补贴有望加速发放，对于存量项目有利于公司现金周转，对于出售项目可减轻收购方对欠补方面的担忧。

图表36：可再生能源补贴核查发放政策持续推进

事件	发布单位	时间	主要内容
《关于开展可再生能源发电补贴自查工作的通知》	国家发改委、财政部、国家能源局	2022年3月	在全国范围内开展可再生能源发电补贴核查工作。
《关于成立广州可再生能源发展结算服务有限公司的通知》	南方电网	2022年8月	经营范围包括开展可再生能源补贴资金的统计和管理、缺口部分的专项融资和还本付息等。
成立北京可再生能源发展结算服务有限公司	国家电网	2022年8月	经营范围包括财政资金项目预算绩效评价服务；企业管理；融资咨询服务。
关于公示第一批可再生能源发电补贴核查确认的合规项目清单的公告	信用中国	2022年11月	对项目合规性、规模、电量、电价、补贴资金和环保等六个方面确认的合规项目分批公示。

3.2 拟出售电站或可实现1.5元/W的溢价水平

- 拟出售的电站项目的收益率远超央企的收益率7%的要求，项目或可实现1.5元/W的溢价。
- 根据公司公告，2021年及之前的项目电站系统成本6元/W，IRR15%。假设拟出售1GW陆风电站，自有资金比例20%，我们测算总投资为61.8亿。根据央企的陆风风电7%的IRR要求，假定投资1GW陆风电站，其他要素不变，推算央企的电站系统成本为7.5元/W，总投资为77.25亿，因此我们测算公司的拟出售项目具备1.5元/W的溢价。

图表37：我们测算公司拟出售电站具有约1.5元/W的溢价水平

公司建设1GW陆风的实际投资			央企收益率要求7%以上，出售的项目具有相应溢价；假设项目收益率为7%，央企建设1GW电站的电站系统成本为7.5元/W，项目的溢价为1.5元/W。	央企建设1GW陆风的假定投资			
基本情况	陆风电站规模	1GW		<div style="border: 1px dashed gray; padding: 5px; margin-bottom: 10px;">央企收益率要求7%以上，出售的项目具有相应溢价；假设项目收益率为7%，央企建设1GW电站的电站系统成本为7.5元/W，项目的溢价为1.5元/W。</div> <div style="border: 1px solid gray; padding: 5px; margin-bottom: 10px;">央企收益率要求7%以上，出售的项目具有相应溢价；假设项目收益率为7%，央企建设1GW电站的电站系统成本为7.5元/W，项目的溢价为1.5元/W。</div>	基本情况	陆风电站规模	1GW
	土地租赁面积	230000亩*1000元/亩	发电情况			土地租赁面积	230000亩*1000元/亩
	电站系统成本	6元/w				电站系统成本	7.5元/w
发电情况	利用小时数	2400h	发电情况		利用小时数	2400h	
	电价（含补贴）	0.45元			电价（含补贴）	0.45元	
贷款情况	自有资金比例	20%	贷款情况		自有资金比例	20%	
	自有资金支出	12亿			贷款利率	7.5%	
	贷款利率	7.5%			贷款年限	15年	
	贷款年限	15年			债务费用（贷款本金+利息）	49.8亿	
	债务费用（贷款本金+利息）	49.8亿			项目财务情况	总投资	77.25亿
总投资	61.8亿	自有资金内部收益率	7%				
自有资金内部收益率	15.4%	回收期	15年				
项目财务情况	回收期	7年					

3.3 出售1GW电站获取的超额收益，或可支撑近3GW电站规模建设

- **随贷款利率下调与陆风机组降价，电站项目的单瓦投资成本减少。** 受益于可再生能源贷款政策，假设公司当前贷款利率为3.6%（接近央企贷款利率），且伴随风机机组价格下降，预计单瓦投资成本从6元/W降至5元/W左右。
- **根据我们测算，公司出售1GW电站，或可支撑近3GW电站的建设。** 公司实际投资61.8亿，自有资金支出12.4亿，需还本付息共计49.4亿。央企需要支付77.25亿来购买该1GW电站，公司获取77.25亿后，首先偿还该项目的债务，剩余沉淀资金27.81亿（77.25-49.4亿），或可支撑近3GW规模电站的建设（考虑现金流状况，假设分3期建设）。

图表38：我们测算公司建设3GW电站，三年内共需32.3亿

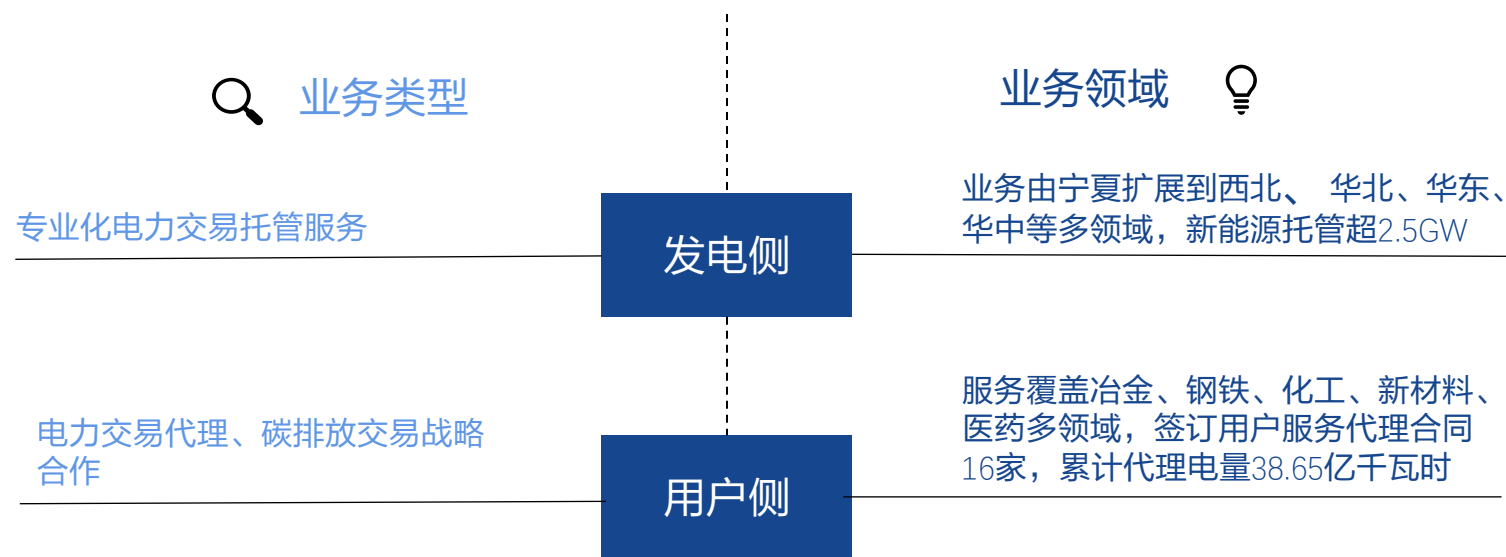
	第一期	第二期	第三期	总计
新增装机量 (MW)	1000	1000	1000	3000MW
风电电站单位投资成本 (元/W)	5	5	5	-
上网电价 (无补贴, 元/kWh)	0.37	0.37	0.37	-
利用小时 (h)	2400	2400	2400	-
自有本金投入 (亿)	10	10	10	
每年应付本息 (亿)	4.1	8.82	12.3	24.6
投产收益 (亿)	-	7.4	14.9	22.3
项目现金流净流出 (亿)	14.1	10.8	7.4	32.3

四、新能源资产管理：轻重资产并重，增强盈利能力

4.1 拓展新能源资产管理新业务，增强公司盈利能力

- **打造新能源资产管理业务，轻重资产并重。**2021年，公司先后设立了嘉隆资管和嘉骏售电两家子公司，专业负责新能源发电资产管理业务，提供生产运维、电力交易（售电）、碳资产交易和综合能源管理等多种服务方式。
- **嘉隆资管**负责发电侧和用电侧。发电侧，新能源项目托管超2.5GW；用户侧，电力交易代理累计签约16家，累计代理电量38.65亿千瓦时。
- **嘉骏售电**是宁夏地区首家既有新能源发电又具备售电（代理）资质的售电公司，完成了宁夏区内首笔绿电交易，具备包括电力、电量、绿证等方式在内的多种交易能力。公司售电业务已经从宁夏扩展至山东、新疆、天津、河北等多个区域。

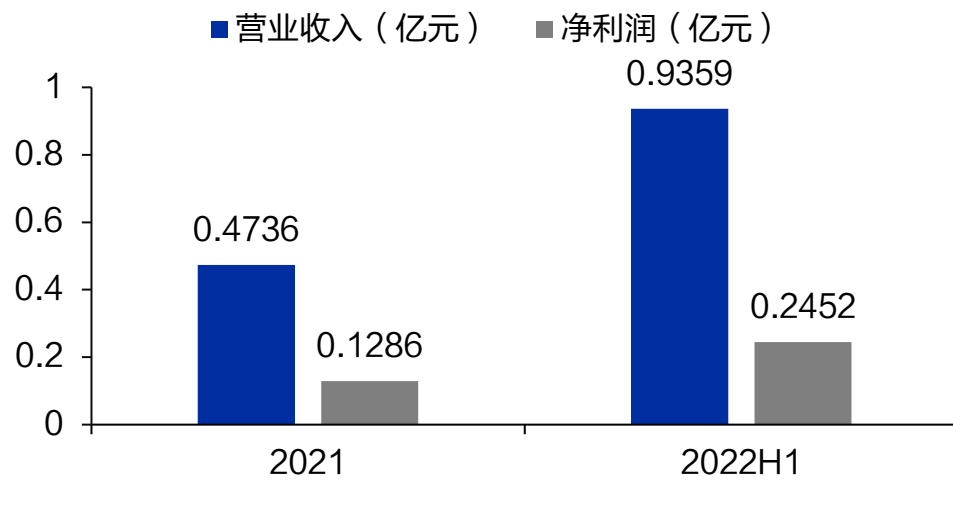
图表39：新能源资产管理业务在发电侧和用户侧均发展迅速



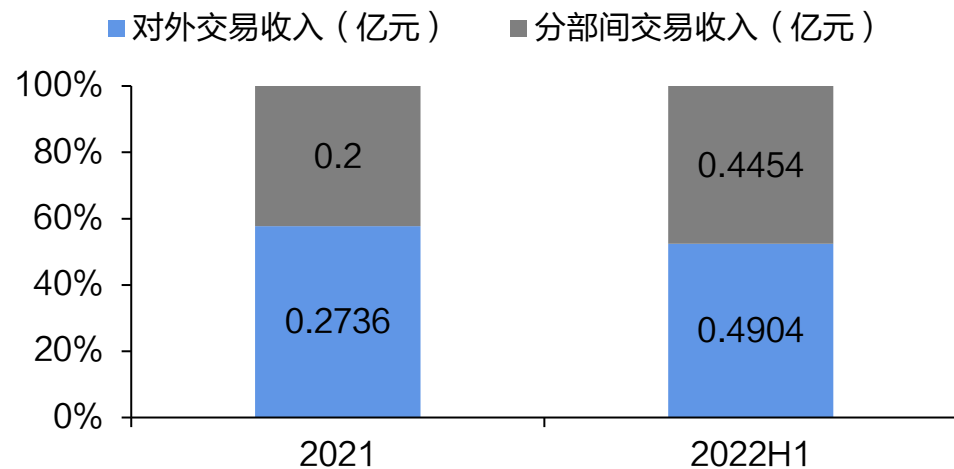
4.2 截至2022H1，新能源资产管理规模已超2.5GW

- **规模和营收快速提升。**资管管理业务通过提供“全生命周期、全业务范围、全供应链条”的综合解决方案，为客户提升发电资产的运营效率、降低运营成本，增加发电收入。2021年新能源资产管理业务管理规模2.425GW，其中对外服务1.357GW；实现收入0.2736亿元，净利润0.1286亿元。
- 截至2022H1，公司新能源资产管理业务超过2.5GW；实现收入0.9359亿元，净利润0.2452亿元。

图表40：2022H1新能源资产管理业务净利润达0.2452亿



图表41：2022H1新能源资产管理业务对外交易收入0.4904亿



六、盈利预测和投资评级

收入成本拆分

单位		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
1、风电运营							
收入	亿元	11.14	10.09	13.92	16.16	21.65	25.91
	YoY%		-9%	38%	16%	34%	20%
成本		4.78	4.83	5.60	6.50	8.71	10.42
	YoY%		1%	16%	16%	34%	20%
毛利		6.36	5.26	8.32	9.66	12.94	15.49
毛利率		57%	52%	60%	60%	60%	60%
2、分布式光伏运营							
收入	亿元					0.43	4.98
	YoY%						1050%
成本						0.17	1.99
	YoY%						1050%
毛利						0.26	2.99
毛利率						60%	60%
3、发电资产管理							
收入	亿元			0.27	0.75	0.95	1.15
	YoY%				174%	27%	21%
成本				0.14	0.37	0.47	0.57
	YoY%				174%	27%	21%
毛利				0.14	0.38	0.48	0.58
毛利率				50%	50%	50%	50%
合计							
收入	亿元	11.16	10.12	14.23	16.91	23.03	32.04
	YoY%		-9%	41%	19%	36%	39%
成本		4.78	4.84	5.75	6.87	9.35	12.98
	YoY%		1%	19%	20%	36%	39%
毛利		6.38	5.28	8.48	10.04	13.68	19.05
毛利率		57%	52%	60%	59%	59%	59%

- **盈利预测和投资评级：**嘉泽新能新能源运营基本盘稳固，截至2023年2月，公司已公告在建及待建项目达到1.97GW，超过当前总装机规模，新能源指标获取能力突出。后续分布式光伏、电站滚动开发和资产运维业务也有望贡献可观业绩增量。我们预计2022-2024年公司归母净利润有望达到6.01/10.03/13.83亿元，同比变化-20%/+67%/+38%，对应PE分别为18/11/8倍。维持“买入”评级。

图表42：盈利预测表

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1423	1691	2303	3204
增长率(%)	41	19	36	39
归母净利润（百万元）	752	601	1003	1383
增长率(%)	280	-20	67	38
摊薄每股收益（元）	0.3	0.2	0.4	0.6
ROE(%)	14.4	10.7	15.2	17.3
P/E	15.2	17.8	10.7	7.7
P/B	2.4	1.9	1.6	1.3
P/S	8.8	6.3	4.7	3.3
EV/EBITDA	13.9	12.4	10.4	7.8

- 我们选取龙源电力（001289）、节能风电（601016）和芯能科技（603105）作为可比公司，龙源电力是国家能源集团旗下以风电为主的上市平台，截至2022H1，龙源电力控股风电装机量达25.7GW；节能风电是专业化的风电项目开发、建设和运营商，截至2022H1，节能风电累计装机容量5.3GW；芯能科技是工业屋顶分布式光伏开发领域龙头，截至2022H1，芯能科技自持分布式光伏电站并网容量达到662MW。
- 2022-2024年，可比公司PE平均值为22/18/15倍，嘉泽新能PE分别为18/11/8倍，估值显著偏低，具备一定性价比。

图表43：可比公司估值表

重点公司代码	股票名称	2023/3/30	EPS				PE			
		股价	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
001289.SZ	龙源电力	17.51	0.770	1.04	1.22	1.40	22.7	16.8	14.4	12.5
601016.SH	节能风电	3.84	0.16	0.28	0.31	0.34	23.4	13.8	12.5	11.1
603105.SH	芯能科技	15.90	0.20	0.52	0.67	0.84	78.6	30.5	23.7	19.0
								22.2	18.1	15.1
601619.SH	嘉泽新能	4.40	0.34	0.25	0.41	0.57	15.2	17.8	10.7	7.7

注：除嘉泽新能外，其余公司盈利预测来源于WIND一致预期，单位均为人民币

七、风险提示

- 宏观经济波动风险；
- 政策变动风险；
- 行业竞争程度加剧；
- 电站装机不及预期；
- 成本波动风险；
- 电价波动风险；
- 投资收益不确定性；
- 补贴回收风险；
- 产业基金融资风险；
- 在建及待建工程进度不及预期；
- 测算存在主观性，仅供参考。

嘉泽新能盈利预测表

证券代码： 601619

股价： 4.40

投资评级： 买入(维持)

日期： 2023年03月30日

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				每股指标与估值					
	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E	
现金及现金等价物	634	249	427	844	营业收入	1423	1691	2303	3204	每股指标				
应收款项	1496	2263	2855	3374	营业成本	575	687	935	1298	每股指标				
存货净额	0	0	0	0	营业税金及附加	7	7	9	16	EPS	0.34	0.25	0.41	0.57
其他流动资产	523	330	620	682	销售费用	0	0	0	0	BVPS	2.15	2.30	2.71	3.28
流动资产合计	2654	2842	3902	4901	管理费用	133	135	168	192	估值				
固定资产	4902	5713	6259	6136	财务费用	335	335	395	470	P/E	15.2	17.8	10.7	7.7
在建工程	1419	1960	1980	1740	其他费用/(-收入)	0	0	0	0	P/B	2.4	1.9	1.6	1.3
无形资产及其他	843	988	1179	1431	营业利润	850	667	1114	1554	P/S	8.8	6.3	4.7	3.3
长期股权投资	2212	2950	3933	5021	营业外净收支	1	0	0	0	财务指标				
资产总计	12031	14453	17253	19228	利润总额	851	667	1114	1554		2021A	2022E	2023E	2024E
短期借款	0	0	0	0	所得税费用	99	67	111	171	盈利能力				
应付款项	649	688	871	1293	净利润	752	601	1003	1383	ROE	14%	11%	15%	17%
预收帐款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	毛利率	60%	59%	59%	59%
其他流动负债	850	876	991	1160	归属于母公司净利润	752	601	1003	1383	期间费率	33%	28%	24%	21%
流动负债合计	1498	1564	1862	2453	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	销售净利率	53%	36%	44%	43%
长期借款及应付债券	2521	4521	6021	6021	经营活动现金流	540	546	819	1820	成长能力				
其他长期负债	2763	2763	2763	2763	净利润	752	601	1003	1383	收入增长率	41%	19%	36%	39%
长期负债合计	5284	7284	8784	8784	少数股东权益	0	0	0	0	利润增长率	280%	-20%	67%	38%
负债合计	6783	8848	10646	11237	折旧摊销	440	450	499	497	营运能力				
股本	2434	2434	2434	2434	公允价值变动	0	0	0	0	总资产周转率	0.12	0.12	0.13	0.17
股东权益	5248	5605	6607	7990	营运资金变动	-500	-509	-584	9	应收账款周转率	0.95	0.75	0.81	0.95
负债和股东权益总计	12031	14453	17253	19228	投资活动现金流	-64	-2557	-1940	-1173	存货周转率	—	—	—	—
					资本支出	-323	-1946	-1257	-385	偿债能力				
					长期投资	221	-737	-983	-1088	资产负债率	56%	61%	62%	58%
					其他	38	127	300	300	流动比	1.77	1.82	2.10	2.00
					筹资活动现金流	-157	1626	1299	-231	速动比	1.57	1.66	1.93	1.84
					债务融资	-529	2000	1500	0					
					权益融资	122	0	0	0					
					其它	250	-374	-201	-231					
					现金净增加额	319	-385	178	417					

公用事业&中小盘小组介绍

杨阳，中央财经大学会计硕士，湖南大学电气工程本科，5年证券从业经验，现任国海证券公用事业和中小盘团队首席，曾任职于天风证券、方正证券和中泰证券。获得2022年新财富分析师公用事业入围，2021年新财富分析师公用事业第4名，21世纪金牌分析师和Wind金牌分析师公用事业行业第2名，21年水晶球公用事业入围，2020年wind金牌分析师公用事业第2，2018年新财富公用事业第4、水晶球公用事业第2核心成员。

罗琨，香港浸会大学经济学硕士、湖南大学会计学本科，5年证券从业经验，曾任财信证券资管投资部投资经理、研究发展中心机械研究员、宏观策略总监。

钟琪，山东大学金融硕士，现任国海证券公用事业&中小盘研究员，曾任职于方正证券、上海证券。

许紫荆，对外经济贸易大学金融学硕士，现任国海证券公用事业&中小盘研究员。

分析师承诺

杨阳，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10% ~ 20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 公用事业&中小盘小组

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200010

电话：021-60338252

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597