

➤ **承载经济大省“双碳”雄心，水风光协同发展：**公司作为浙能集团可再生能源业务的开发与运营平台，已形成水、风、光协同发展的电源结构布局。承载着经济大省浙江的“双碳”雄心，公司“十四五”发展规划提出：力争“十四五”末新增可再生能源装机规模达 1000 万千瓦。

➤ **激水、追风、逐光：**水电是公司的起家之本，其中，2021 年浙江地区水电机组平均上网电价达到 0.54 元/千瓦时，显著高于同业。从季节因素来看，水电、风电出力具有高度互补性；从地域因素来看，光伏所需的调峰、外送消纳可由现有水电所提供，同样具有互补性。在“双碳”目标下，公司秉承“区域聚焦、重点突破”的理念，重点布局江、浙沿海的海风资源；随着光伏产业链降本趋势加速，公司立足浙江，在全国范围内加速布局光伏项目。此外，公司积极进行同业投资，投资收益对利润的贡献持续提升。

➤ **投资建议：**公司作为浙能集团可再生能源业务板块的开发与运营平台，已形成水、风、光协同发展的良好结构布局；起家之本的水电业务分别与风电、光伏业务在时间、空间两个维度形成了互补格局。承载着经济大省浙江的“双碳”雄心，畅通的融资渠道有望支持公司“十四五”新增 10GW 新能源装机目标的落地。预计公司 22/23/24 年 EPS 分别为 0.52/0.61/0.70 元，对应 2023 年 1 月 16 日收盘价 PE 分别 23.0/19.6/17.1 倍。参考公司历史估值水平与公司业绩释放潜力，给予公司 2023 年 20 倍 PE，对应目标价 12.20 元，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示：**1) 自然条件变化；2) 电量消纳不足；3) 补贴发放延迟；4) 设备价格上涨。

**谨慎推荐**

首次评级

当前价格：

11.95 元

目标价：

12.20 元

**分析师 严家源**

执业证书：S0100521100007

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

**研究助理 赵国利**

执业证书：S0100122070006

邮箱：zhaoguoli@mszq.com

**盈利预测与财务指标**

| 项目/年度            | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元)       | 2910  | 4712  | 5592  | 6928  |
| 增长率 (%)          | 24.0  | 62.0  | 18.7  | 23.9  |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 455   | 1082  | 1265  | 1456  |
| 增长率 (%)          | 60.4  | 137.8 | 16.9  | 15.1  |
| 每股收益 (元)         | 0.22  | 0.52  | 0.61  | 0.70  |
| PE               | 54.6  | 23.0  | 19.6  | 17.1  |
| PB               | 3.2   | 2.9   | 2.6   | 2.3   |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 01 月 16 日收盘价）

# 目录

|                                     |           |
|-------------------------------------|-----------|
| <b>1 承载经济大省“双碳”雄心，水风光协同发展</b> ..... | <b>3</b>  |
| 1.1 购建并举，区域聚焦，全国布局 .....            | 3         |
| 1.2 协同发展，步入快车道 .....                | 4         |
| <b>2 激水、追风、逐光</b> .....             | <b>8</b>  |
| 2.1 激水：起步浙江，外拓四川.....               | 8         |
| 2.2 追风：海陆并进，内外开花.....               | 10        |
| 2.3 逐光：多点布局，厚积薄发.....               | 13        |
| 2.4 投资：增厚业绩.....                    | 15        |
| <b>3 投资建议</b> .....                 | <b>17</b> |
| 3.1 盈利预测 .....                      | 17        |
| 3.2 估值分析 .....                      | 19        |
| 3.3 投资建议 .....                      | 20        |
| <b>4 风险提示</b> .....                 | <b>21</b> |
| <b>插图目录</b> .....                   | <b>23</b> |
| <b>表格目录</b> .....                   | <b>23</b> |

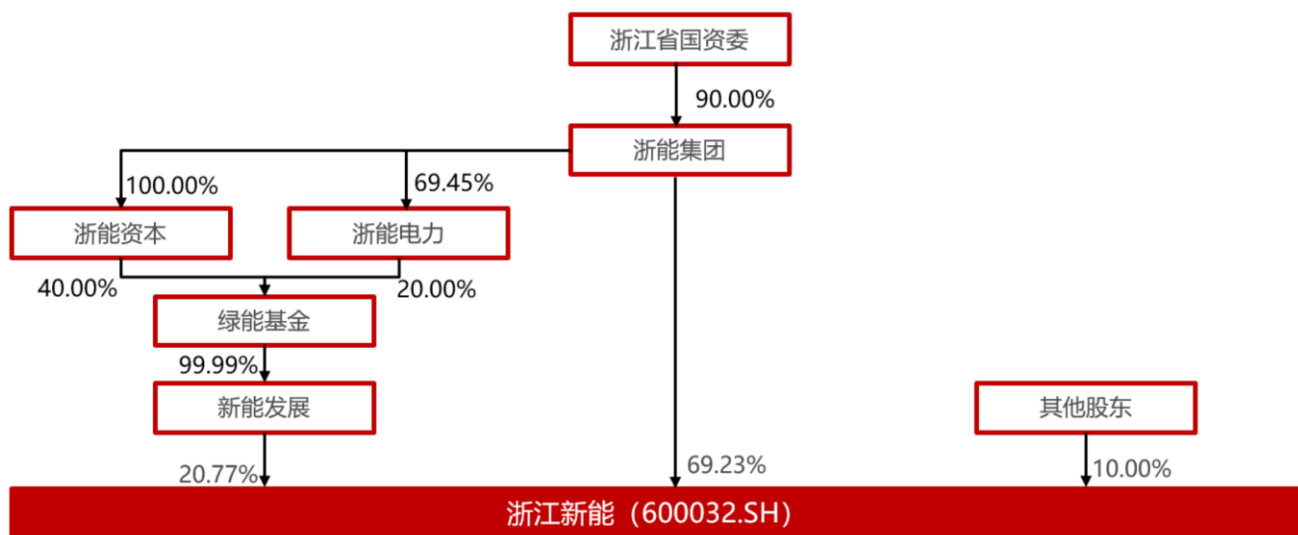
# 1 承载经济大省“双碳”雄心，水风光协同发展

## 1.1 购建并举，区域聚焦，全国布局

浙江省新能源投资集团股份有限公司（以下简称“公司”）前身是 2002 年成立的浙江省水利水电投资集团有限公司，2010 年，浙能集团合并重组水电集团，公司的业务定位为浙能集团可再生能源业务板块的开发与运营主体平台；2019 年，公司增资扩股引进绿能基金旗下的新能发展，同年整体变更为股份有限公司；2021 年，公司成功登陆 A 股市场。

截至 2022 年三季度末，第一大股东浙能集团直接持股比例 69.23%，第二大股东浙江新能发展持股比例为 20.77%，两者为一致行动人；浙江省国资委通过浙能集团和新能发展间接持有公司 72.38% 股份，为公司实际控制人。

图1：浙江新能股权结构（截至 3Q22）

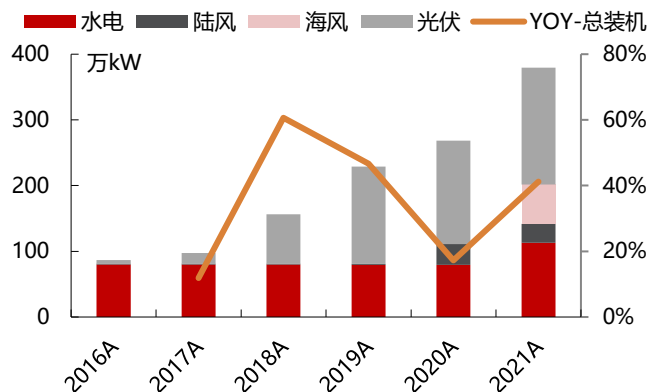


资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

作为集团可再生能源业务的运营平台，公司秉承“区域聚焦、重点突破、购建并举”的理念，通过持续外购与自建发电资产，不断外延业务边界，已形成水电、风电（含海风）、光伏等多种类电源发电业务组合。

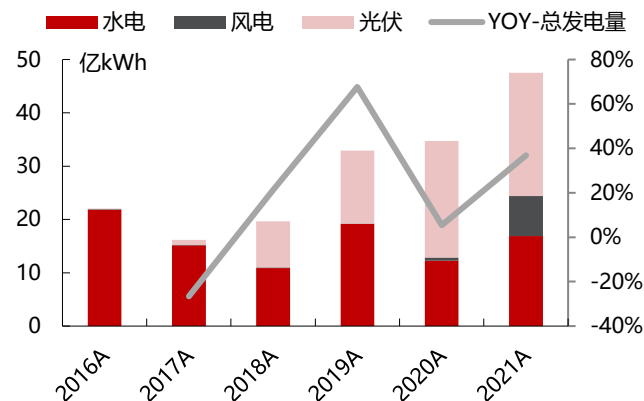
截至 2021 年底，公司控股装机容量 379.41 万千瓦，其中，水电 113.22 万千瓦、风电 88.67 万千瓦（陆风 28.35 万千瓦，海风 60.32 万千瓦）、光伏 177.52 万千瓦。2021 年，公司发电设备平均利用小时为 1733 小时，同比增加 215 小时。其中水电 1947 小时，同比增加 351 小时；光伏 1469 小时，同比增加 7 小时。2021 年，公司完成发电量 47.53 亿千瓦时，同比增长 36.9%，受益于新项目投产，风电完成发电量 7.54 亿千瓦时，同比增长 1139.1%。1H22，公司新增控股装机容量 53.40 万千瓦，其中，风电 39.95 万千瓦，光伏 13.45 万千瓦，总装机容量达到 432.81 万千瓦。

图2：2016-2021年浙江新能装机情况



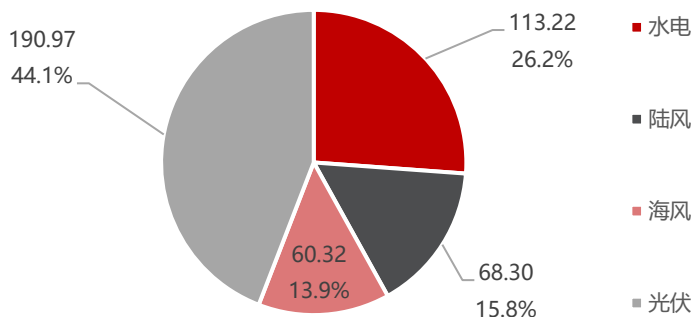
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图3：2016-2021年浙江新能发电量情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

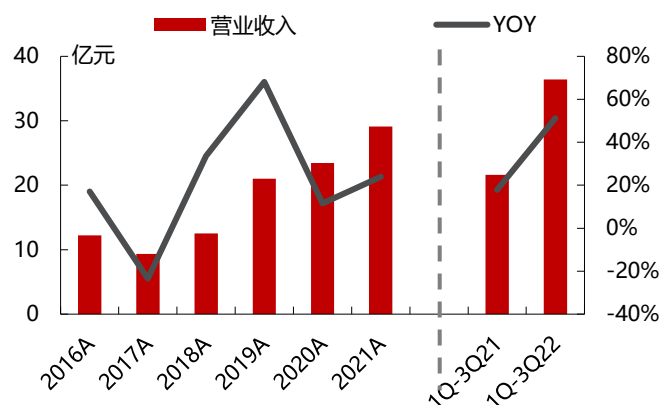
图4：1H22 浙江新能控股装机容量占比 (单位: 万千瓦)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

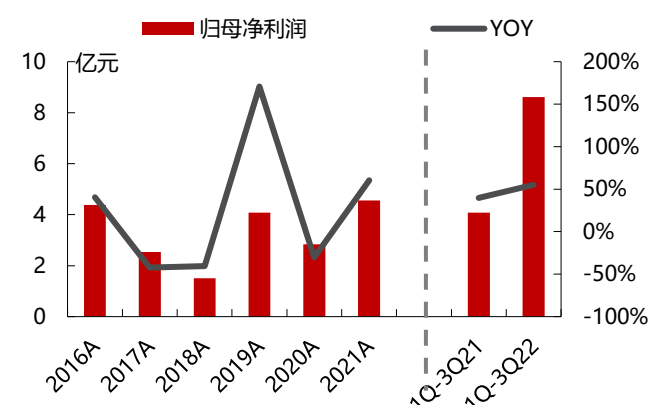
## 1.2 协同发展，步入快车道

近五年公司营业收入逐年增长，2021年实现营业收入29.10亿元，同比增长24.0%，2016-2021年CAGR达18.9%，其中，发电业务收入28.53亿元，同比增长25.0%，占总营收的比重达98.0%。公司前期装机以浙江省内水电为主，业绩受来水波动影响变化较大；随着风电与光伏装机快速增长，来水波动对业绩波动的影响将逐渐减小，2021年公司实现归母净利润4.55亿元，同比增长60.4%。2022年前三季度，公司实现营业收入36.39亿元，同比增长51.2%，实现归母净利润8.61亿元，同比增长55.0%，水风光协同发展平滑业绩波动，公司发展步入快车道。

**图5：1Q-3Q22 浙江新能营业收入同比增长 51.2%**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：2022 年前三季度同比增速为追溯调整后数值

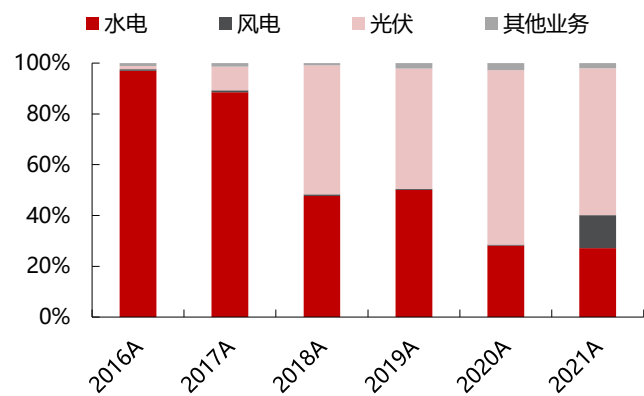
**图6：1Q-3Q22 浙江新能归母净利润同比增长 55.0%**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

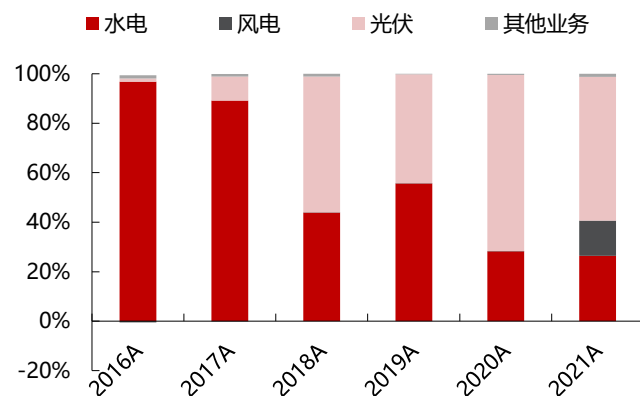
注：2022 年前三季度同比增速为追溯调整后数值

从毛利贡献来看，光伏板块从 2016 年的 1.34% 提升至 2021 年 58.0%；风电板块从 2016 年的 -0.56% 提升至 2021 年的 14.2%，公司综合毛利率从 2020 年的 53.9% 上涨 2.4pct 至 2021 年的 56.3%，盈利能力增强。

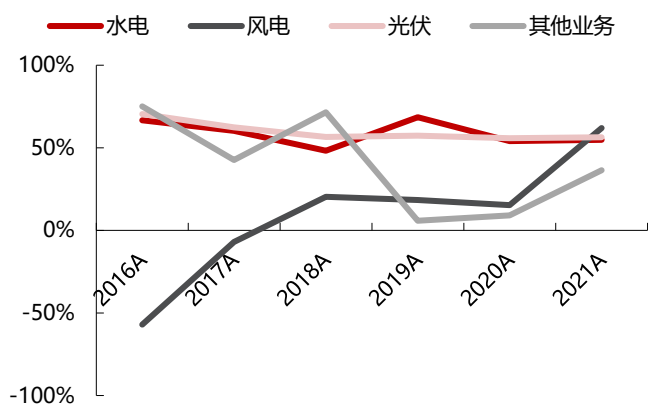
自 2020 年起，随着资产的整合与运营步入正轨，公司净利率与 ROE 逐渐修复，2022 年前三季度净利率与 ROE 分别达到 32.6%、10.4%，同比分别提高 4.1、4.6pct，整体盈利水平处于行业中游水平。

**图7：浙江新能各业务营业收入占比**


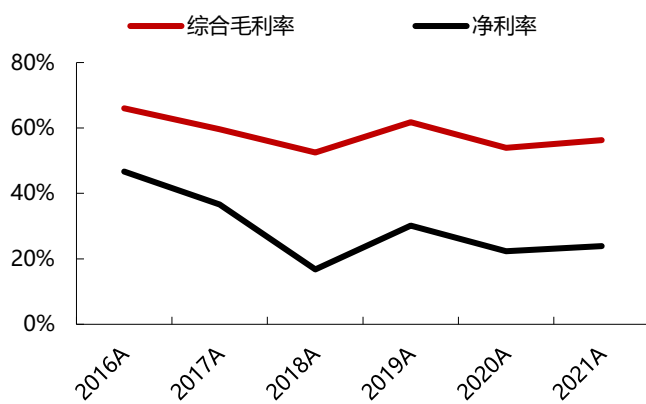
资料来源：wind，民生证券研究院

**图8：浙江新能各业务毛利润贡献占比**


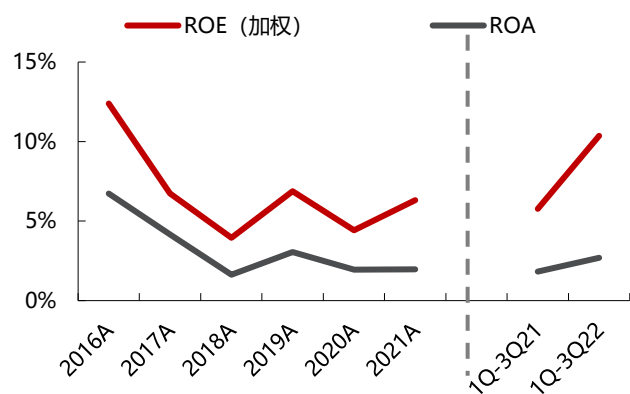
资料来源：wind，民生证券研究院

**图9：2016-2021 年浙江新能各板块毛利率水平**


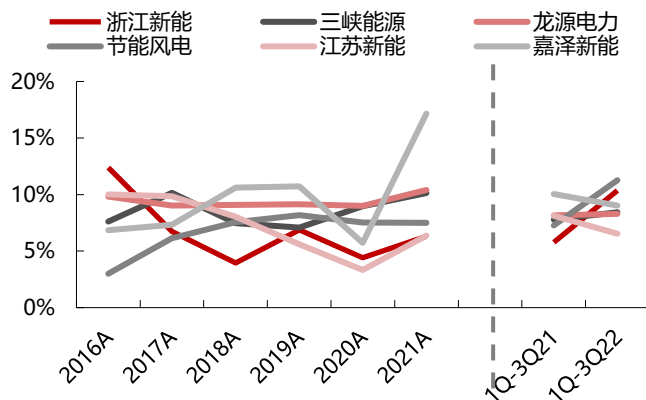
资料来源：wind，民生证券研究院

**图10：2016-2021 年浙江新能综合毛利率&净利率水平**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图11：2016-3Q22 浙江新能 ROE&ROA 分别为 10.4%、2.7%**


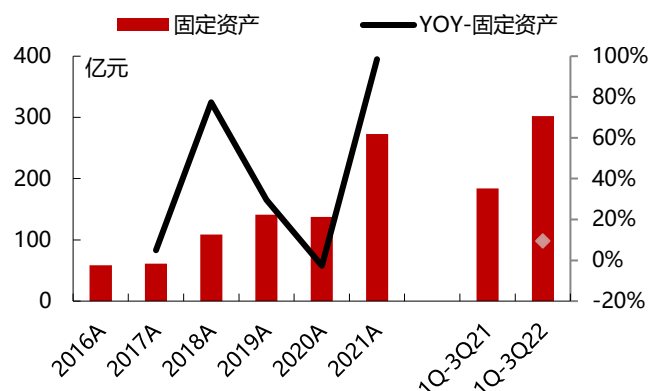
资料来源：wind，民生证券研究院

**图12：浙江新能 ROE 处于行业中游水平**


资料来源：wind，民生证券研究院

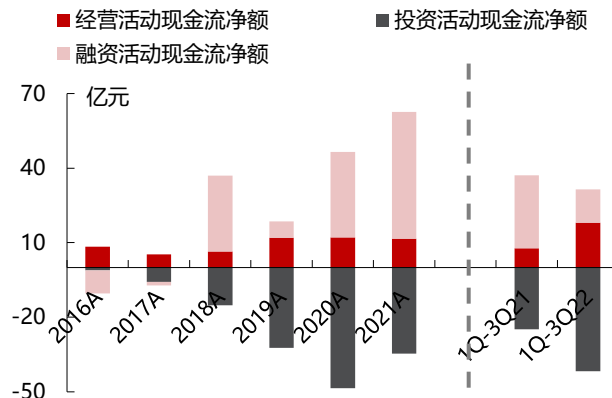
承载着经济大省浙江的“双碳”雄心，公司“十四五”发展规划提出：力争“十四五”末新增可再生能源装机规模达 1000 万千瓦，预计总投资额约 500 亿元。2022 年前三季度，公司投资活动净支出 41.73 亿元，公司资金需求大幅增加，公司资产负债率维持在一个较高的水平，前三季度公司财务费用支出 8.77 亿元，财务费用率达到 24.1%，较去年同期提高 2.1pct。若公司顺利完成非公开发行募资 30 亿元资金，通过将其中 9 亿元募集资金用于补充流动资金，可有效提升公司流动资产水平，有利于优化公司资本结构，降低公司短期资金压力。

图13: 2016-3Q22 浙江新能固定资产及其增速



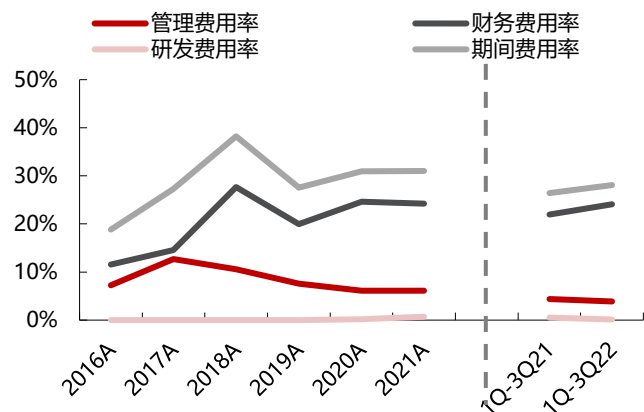
资料来源: wind, 民生证券研究院

图14: 2016-3Q22 浙江新能现金流状况



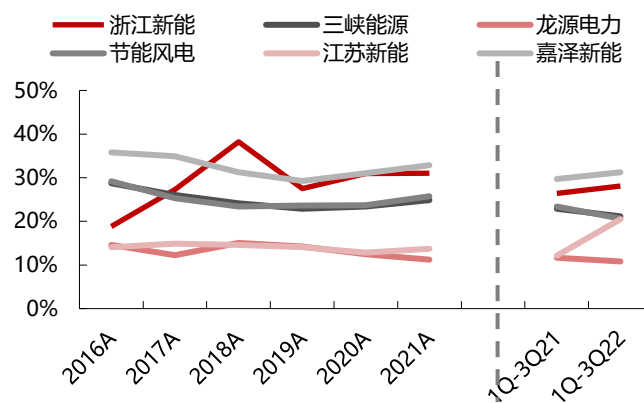
资料来源: wind, 民生证券研究院

图15: 2016-3Q22 浙江新能期间费用率



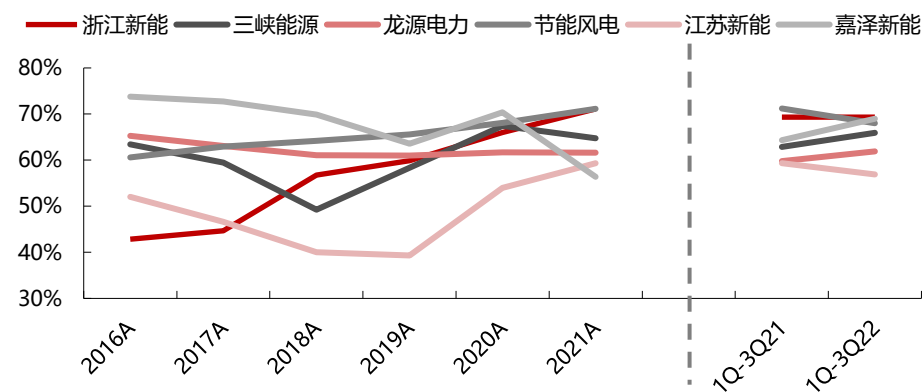
资料来源: wind, 民生证券研究院

图16: 浙江新能期间费用率相较同业处于较高水平



资料来源: wind, 民生证券研究院

图17: 浙江新能资产负债率相较同业处于较高水平



资料来源: wind, 民生证券研究院



## 2 激水、追风、逐光

### 2.1 激水：起步浙江，外拓四川

截至 2021 年底，公司水电装机 113.22 万千瓦，主要为浙江省内资产，装机 79.42 万千瓦，这也是公司的起家之本；2021 年收购沙湾、长柏水电站，合计增加装机 33.8 万千瓦，将水电版图拓展至四川省。

**表1：2021 年收购沙湾、长柏水电**

| 项目                 | 沙湾水电   | 长柏水电   | 合计     |
|--------------------|--------|--------|--------|
| 装机容量 (万千瓦)         | 28.8   | 5.00   | 33.8   |
| 设计利用小时数 (h)        | 4609   | 4633   |        |
| 设计年发电量 (亿千瓦时)      | 13.27  | 2.32   |        |
| 上网批复电价 (元/千瓦时, 含税) | 0.2782 | 0.2534 |        |
| 标的资产账面净值 (亿元)      | 12.69  | 0.68   | 13.37  |
| 资产账面净值 (亿元)        | 24.34  | 3.90   | 28.25  |
| 负债账面净值 (亿元)        | 11.65  | 3.23   | 14.88  |
| 标的资产评估值 (亿元)       | 21.96  | 2.74   | 24.70  |
| 标的资产交易价 (亿元)       | 21.65  | 2.506  | 24.156 |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2014 年 1 月 11 日，国家发改委发布《关于完善水电上网电价形成机制的通知》(发改价格〔2014〕61 号) 规定，对 2014 年 2 月 1 日以后新投产水电站，按照两种类型确定上网电价：

- 省内上网电价实行标杆电价制度，各省（区、市）水电标杆上网电价以本省省级电网企业平均购电价格为基础，统筹考虑电力市场供求变化趋势和水电开发成本制定，水电比重较大的省（区、市），可在水电标杆上网电价基础上，根据水电站在电力系统中的作用，实行丰枯分时电价或者分类标杆电价。
- 跨省跨区域交易价格由供需双方协商确定，跨省、跨区域送电的水电站的外送电量上网电价按照受电地区落地价扣减输电价格（含线损）确定，受电地区落地价由送、受电双方参照受电地区省级电网企业平均购电价格协商确定。

装机容量为 50MW 以下的水电站称为小水电，针对小水电上网电价，浙江省的相关规定如下：

- 2000 年 1 月 19 日，浙江省物价局、省计划与经济委员会、省电力工业局发布《关于全省实行统一销售电价的通知》(浙价工〔2000〕28 号)，小水电实行全省统一的分投产时段的指导价。
- 2014 年 7 月 26 日，浙江省物价局发布《关于完善小水电上网电价政策有关事项的通知》(浙价资〔2014〕150 号) 规定，自 2014 年 8 月 1 日



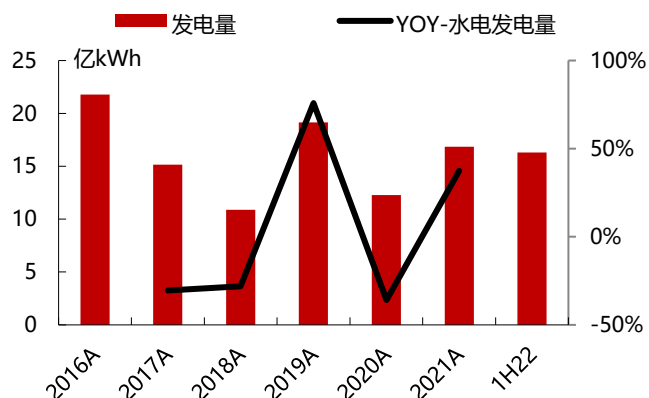
起, 除个别容量较大以及水库蓄水主要服务于生态环境不能自主调节的水电站外, 全省小水电站原则上都执行峰谷电价, 并根据投产时间段分类制定小水电峰谷电价, 上网峰谷时段划分: 高峰时段为 8:00-22:00; 低谷时段为 22:00-次日 8:00。

公司在浙水电上网电价有两种形成机制, 其中滩坑水电站(北海水电)因建设时移民安置难度大, 导致工程造价较高, 经浙江省物价局同意, 其上网电价按 30 年经营期核定, 其余水电站执行省内标杆电价。由于区域及电站差异, 2021 年公司在浙水电机组平均上网电价达到 0.539 元/kWh, 显著高于同行业上市公司。

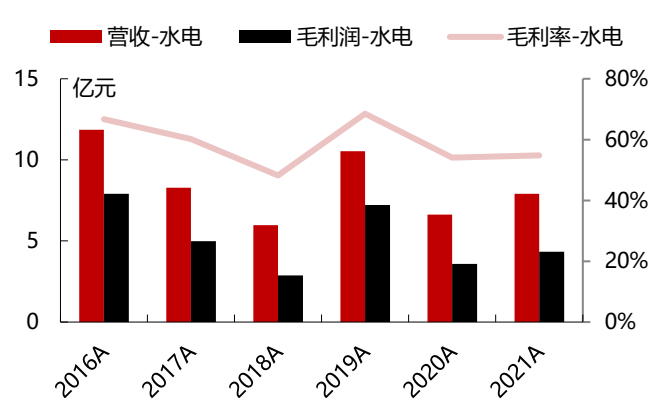
**表2: 浙江新能在浙水电资产装机与上网电价情况**

| 项目公司  | 运营电站     | 装机容量 (万千瓦) | 上网电价 (元/kWh)         |
|-------|----------|------------|----------------------|
| 北海水电  | 滩坑水电站    | 60.40      | 0.6568               |
| 华光潭水电 | 华光潭一级水电站 | 6.00       | 0.5196               |
|       | 华光潭二级水电站 | 2.50       |                      |
| 大洋水电  | 毛洋水电站    | 0.64       | 峰电: 0.57, 谷电: 0.228  |
|       | 新桥头水电站   | 0.32       |                      |
| 岩樟溪水电 | 岩樟溪一级水电站 | 2.00       | 峰电: 0.595, 谷电: 0.238 |
|       | 岩樟溪二级水电站 | 0.70       |                      |
| 谢村源水电 | 谢村源二级水电站 | 1.60       | 峰电: 0.57, 谷电: 0.228  |
|       | 谢村源三级水电站 | 0.40       |                      |
| 安民水电  | 安民一级水电站  | 1.26       | 峰电: 0.57, 谷电: 0.228  |
|       | 安民二级水电站  | 0.40       |                      |
| 龙川水电  | 应村水电站    | 3.20       | 峰电: 0.57, 谷电: 0.228  |

资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

**图18: 2016-1H22 浙江新能水电发电量**


资料来源: wind, 民生证券研究院

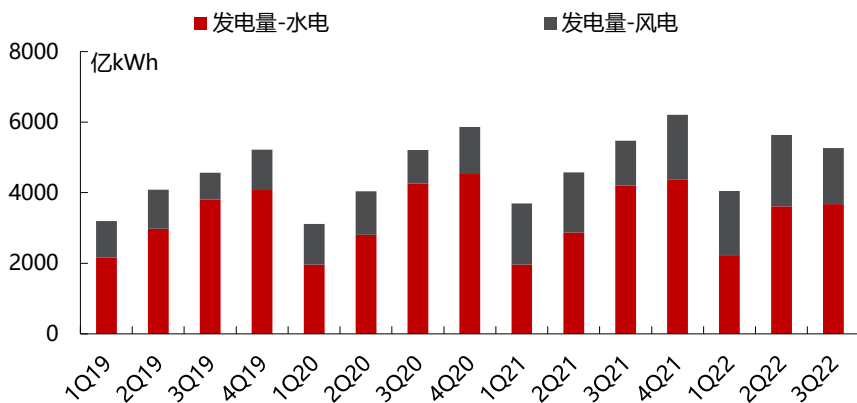
**图19: 2016-2021 年浙江新能水电营收与毛利**


资料来源: wind, 民生证券研究院

从季节因素来看, 风能资源的季节分布恰好与水能资源互补, 公司水电站所处流域枯水季是公司风电多发的季节; 在雨季, 风电和光伏发电出力减弱, 水电则是发电高峰期。从地域因素来看, 光能资源的区域性与水能资源互补, 光伏出力波动性较大, 需要调节性能好的电源辅助进行上网消纳, 而水电的启停速度最快, 是优

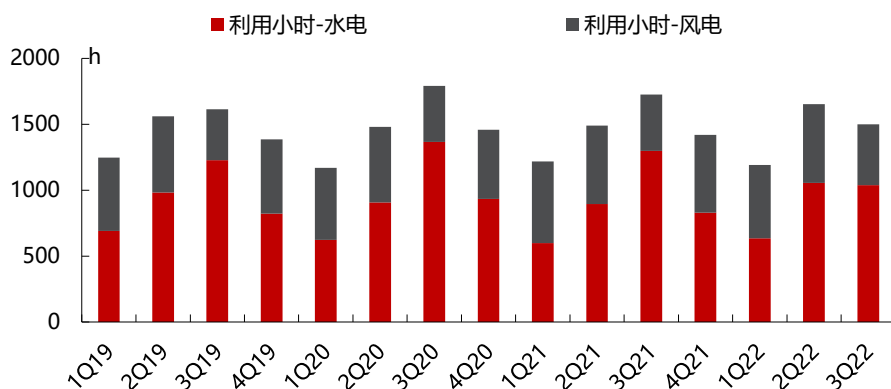
质的调节电源；且光伏建设周期短，外送通道线路的建设时常跟不上进度，利用在运水电的现有外送通道打捆外送既可降低出力曲线波动性，也可节约配套输电线路建设费用。

图20: 1Q19-3Q22 水电与风电发电量



资料来源: 国家能源局, 中电联, 民生证券研究院

图21: 1Q19-3Q22 水电与风电利用小时



资料来源: 国家能源局, 中电联, 民生证券研究院

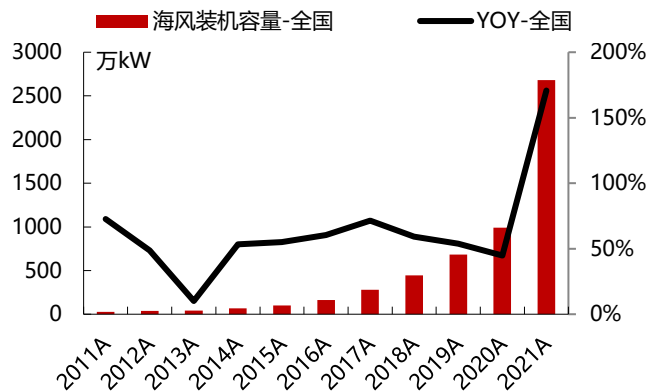
## 2.2 追风：海陆并进，内外开花

公司在2020年以前仅拥有温州洞头风电这一个风电项目，装机容量1.35万千瓦。2019年，公司控股、参股的浙江嘉兴1号、江苏竹根沙H2、嵊泗2号海上风电项目陆续开工建设；2019年，控股的宁夏中卫香山、新疆五家渠北塔山牧场陆风项目开工建设。

2021年，公司控股的江苏竹根沙300MW海风项目与浙能嘉兴1号300MW海风项目以及公司联营的嵊泗40万海风项目陆续投产，台州1号300MW海风项目获得核准。根据定增预案，公司拟募资30亿元，其中21亿元投入台州1号海风

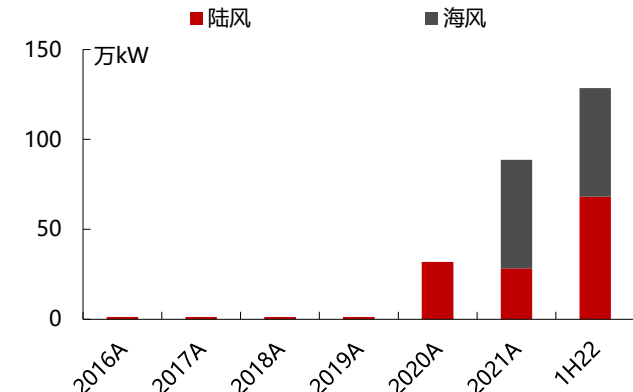
项目。

图22: 2021年全国海风装机容量同比增长170.8%



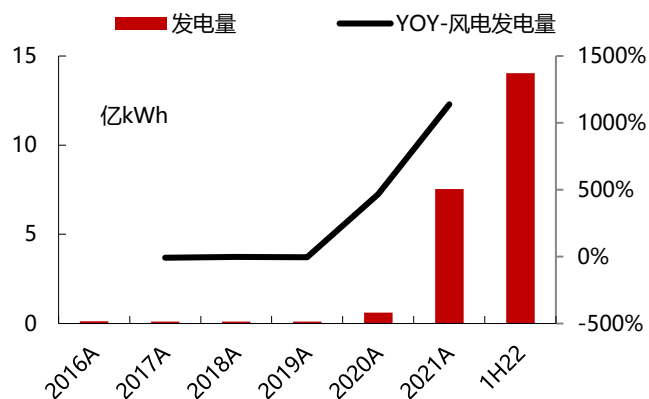
资料来源: 国家能源局, 中电联, 民生证券研究院

图23: 浙江新能风电装机容量



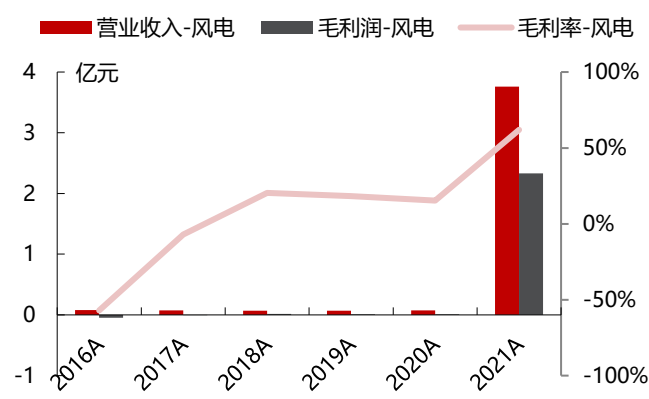
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图24: 2016-1H22 浙江新能风电发电量



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图25: 2016-2021年浙江新能风电营收与毛利



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

表3: 公司拟非公开发行股票募集资金分配预案

| 项目名称            | 投资总额 (万元) | 拟投入募集资金 (万元) |
|-----------------|-----------|--------------|
| 浙能台州1号海上风电场工程项目 | 418129.12 | 210000.00    |
| 补充流动资金          | 90000.00  | 90000.00     |
| 合计              | 508129.82 | 300000.00    |

资料来源: 公司非公开发行预案, 民生证券研究院

东部沿海省份海风资源丰富,“十四五”期间海风发展或提速。《“十四五”可再生能源发展规划》提出,推动山东半岛、长三角、闽南、粤东、北部湾等千万千瓦级海上风电基地开发建设,发展海上风电集群。在顶层设计下,沿海多省市陆续出台“十四五”海上风电规划及支持政策。不完全统计,“十四五”期间,全国沿海省份海上风电规划总装机容量接近100GW(不含潮州、唐山、舟山等地级市规划),海上风电发展前景广阔。

**表4：部分沿海省/市“十四五”期间海上风电规划**

| 省份   | 政策文件                               | 规划内容  |
|------|------------------------------------|---|
| 天津   | 《天津市可再生能源发展“十四五”规划》                | 海陆并举，加快推进远海 90 万千瓦海上风电项目前期准备工作。   |
| 山东   | 《2022 年全省能源工作指导意见》                 | 组织实施山东省海上风电发展规划，规划总规模 3500 万千瓦。重点推进渤中、半岛南 500 万千瓦以上项目开工建设，建成并网 200 万千瓦。争取 760 万千瓦场址纳入国家深远海海上风电规划。   |
| 江苏   | 《江苏省“十四五”海上风电规划》                   | 规划海上风电场址共 28 个，规模 909 万千瓦。  |
| 浙江   | 《浙江省电力发展“十四五”规划（征求意见稿）》            | 打造 3 个以上百万千瓦级海上风电基地，新增海上风电装机 455 万千瓦。   |
| 福建漳州 | 《漳州市“十四五”能源发展专项规划》                 | 在“十四五”期间实施 500 万千瓦左右的示范性工程并投产 200 万千瓦，稳妥推进漳浦六鳌海上风电二期（40 万千瓦）等近岸海上风电项目开发。  |
| 广东   | 《促进海上风电有序开发和相关产业可持续发展的实施方案》        | 到 2025 年底，全省海上风电累计建成达到 1800 万千瓦，其中新增 1400 万千瓦，在全国率先实现平价并网。争取在“十四五”期间，粤东千万千瓦级海上风电基地开工建设 1200 万千瓦，其中建成投产 600 万千瓦；粤西千万千瓦级海上风电基地开工建设 1000 万千瓦，其中建成投产 500 万千瓦。 |
| 海南   | 《“十四五”海上风电规划》                      | “十四五”期间规划 11 个场址作为近期重点项目，总开发容量为 1230 万千瓦。   |
| 广西   |                                    | 国家能源局先期批复全区海上风电规划装机容量 750 万千瓦。  |
| 广东潮州 | 《潮州市能源发展“十四五”规划》                   | 潮州南面领海线外专属经济区海域拟规划 2 个海上风电场址，初步规划总容量 4330 万千瓦。  |
| 河北唐山 | 《唐山市海上风电发展规划(2022-2035 年)》         | 到 2025 年，唐山市累计新开工建设海上风电项目 2-3 个，装机容量 300 万千瓦；到 2035 年，累计新开工建设海上风电项目 7-9 个，装机容量 1300 万千瓦以上。  |
| 浙江舟山 | 《舟山市人民政府办公室关于对市八届人大一次会议第 1 号议案的复函》 | 舟山清洁能源综合利用规划为近期（2021-2025 年）、中期（2026-2030 年）和远期（2031-2035 年）三个阶段，其中中远期规划风能和光伏共 1450 万千瓦。  |

资料来源：各省人民政府网站，北极星电力网，民生证券研究院整理

国内的海上风电上网电价经历了高补贴电价，平价电价两大时代。2021 年“抢装”结束后，海风正式进入平价时代。此前，市场担忧海风当前的造价成本水平无法实现平价上网，但 2022 年 3 月启动的上海金山海风竞配招标中，三峡能源以 0.302 元/千瓦时的上网电价中标，带领国内海风跳过“平价时代”，直接由 0.85 元/千瓦时进入“低价时代”。

根据国际可再生能源署的数据，陆上风电 LCOE 由 2010 年的 0.089 美元/千瓦下降 0.056 美元/千瓦至 2021 年的 0.033 美元/千瓦，多年降本 CAGR 达到-8.6%，陆风总装机成本由 2010 年的 1971 美元/千瓦下降 646 美元/千瓦至 2021 年的 1325 美元/千瓦，多年降本 CAGR 达到-3.5%；海上风电 LCOE 由 2010 年的 0.162 美元/千瓦下降 0.087 美元/千瓦至 2021 年的 0.075 美元/千瓦，多年降本 CAGR 达到-6.8%，海上风电总装机成本由 2010 年的 4706 美元/千瓦下降 1848 美元/千瓦至 2021 年的 2858 美元/千瓦，多年降本 CAGR 达到-4.4%。随着更大容量风机的陆续研发与投产，风电单位装机造价有望延续此前的下行趋势，度电成本有进一步下降空间。据不完全统计，2022 年国内新招标海风 EPC 项目最低造价达到 9967 元/千瓦（龙源电力江苏射阳 100 万千瓦海上风电项目），风机加塔筒最低报价达到 3597 元/千瓦（国华半岛南 U2 场址 600MW 海上风电项

目)。

**表5: 2010-2021 年风电与光伏度电成本变动情况**

|      | 总安装成本<br>(2021USD/kW) |      |        | 利用率<br>% |      |       | LCOE<br>(2020 USD/kW) |       |        |
|------|-----------------------|------|--------|----------|------|-------|-----------------------|-------|--------|
|      | 2010                  | 2021 | 变动     | 2010     | 2021 | 变动    | 2010                  | 2021  | 变动     |
| 光伏   | 4731                  | 857  | -81.9% | 14       | 17.2 | 22.9% | 0.381                 | 0.048 | -87.4% |
| 陆上风电 | 1971                  | 1325 | -32.8% | 27       | 38.8 | 43.7% | 0.089                 | 0.033 | -62.9% |
| 海上风电 | 4706                  | 2858 | -39.3% | 38       | 39.2 | 3.2%  | 0.162                 | 0.075 | -53.7% |

资料来源: 国际能源署, 民生证券研究院整理

公司海风项目所在的浙江、江苏海域受益于地形优势, 度电成本适中, 公司海风项目建设成本和运营成本相对较低, 具备较强的行业竞争力。

**表6: 部分省市海上风电度电成本 (2019 年)**

| 省市 | 单位造价 (元/kW) | 等效利用小时 (h) | 度电成本 (元/kWh) |
|----|-------------|------------|--------------|
| 江苏 | 14500-16500 | 2500-3000  | 0.538-0.645  |
| 上海 | 15000-16500 | 2800-3000  | 0.596-0.656  |
| 浙江 | 15500-16500 | 2600-2800  | 0.616-0.706  |
| 广东 | 16500-17500 | 2800       | 0.656-0.695  |
| 福建 | 17500-18500 | 3500-4000  | 0.487-0.588  |

资料来源: CNKI, 《“十四五”中国海上风电发展关键问题》, 民生证券研究院整理

为鼓励海风发展, 目前广东、山东、浙江三省均明确了海上风电“省补”政策, 提高运营商的投资积极性, 公司在建的台州 1 号项目有望获得浙江省的省补补贴, 进一步提高项目收益率。

**表7: 部分省份对海上风电“省补”政策**

| 省份 | 省补政策  |
|----|---|
| 广东 | <ul style="list-style-type: none"> <li>2022 年起, 省财政对省管海域未能享受国家补贴的项目进行投资补贴, 项目并网价格执行我省燃煤发电基准价 (平价);</li> <li>补贴范围为 2018 年底前已完成核准、在 2022 年至 2024 年全容量并网的省管海域项目, 对 2025 年起并网的项目不再补贴;</li> <li>补贴标准为 2022 年、2023 年、2024 年全容量并网项目每千瓦分别补贴 1500 元、1000 元、500 元。</li> </ul>   |
| 山东 | <ul style="list-style-type: none"> <li>对 2022—2024 年建成并网的“十四五”海上风电项目, 省财政分别按照每千瓦 800 元、500 元、300 元的标准给予补贴, 补贴规模分别不超过 200 万千瓦、340 万千瓦、160 万千瓦;</li> <li>2023 年底前建成并网的海上风电项目, 免于配建或租赁储能设施。允许发电企业投资建设配套送出工程, 由电网企业依法依规回购, 推动项目早建成、早投产。</li> </ul>  |
| 浙江 | <ul style="list-style-type: none"> <li>海上风电上网电价暂时执行全省燃煤发电基准价;</li> <li>2022 年和 2023 年, 全省享受海上风电省级补贴规模分别按 60 万千瓦和 150 万千瓦控制、补贴标准分别为 0.03 元/千瓦时和 0.015 元/千瓦时;</li> <li>以项目全容量并网年份确定相应的补贴标准, 按照“先建先得”原则确定享受省级补贴的项目, 直至补贴规模用完;</li> <li>项目补贴期限为 10 年, 从项目全容量并网的第二年开始, 按等效年利用小时数 2600 小时进行补贴;</li> <li>2021 年底前已核准项目, 2023 年底未实现全容量并网将不再享受省级财政补贴。</li> </ul> |

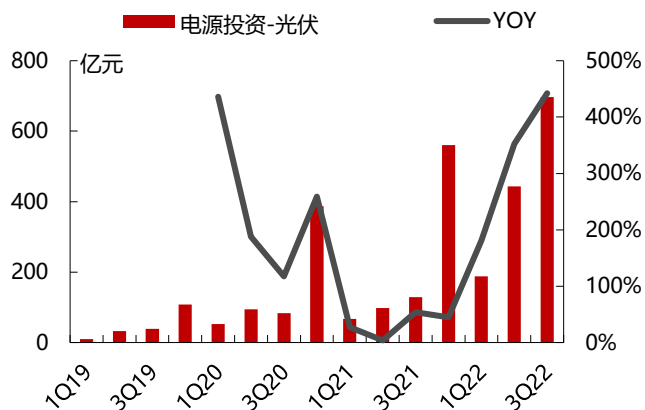
资料来源: 政府网站, 民生证券研究院整理

## 2.3 逐光: 多点布局, 厚积薄发

2022 年初以来组件价格持续提升并在高位运行, 但国内光伏装机仍维持高增

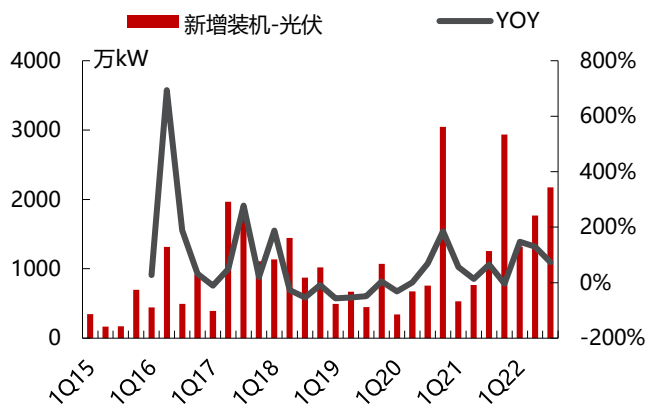
长, 2022 年 1-11 月, 全国并网光伏发电新增装机容量 6571 万千瓦, 与上年同期相比增加 3088 万千瓦, 同比增长 88.6%, 高景气度延续。

图26: 1Q19-3Q22 分季度国内光伏投资额



资料来源: 国家能源局, 中电联, 民生证券研究院

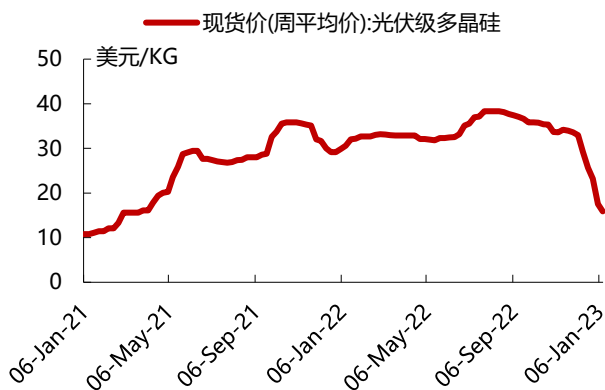
图27: 1Q15-3Q22 分季度国内光伏新增装机



资料来源: 国家能源局, 中电联, 民生证券研究院

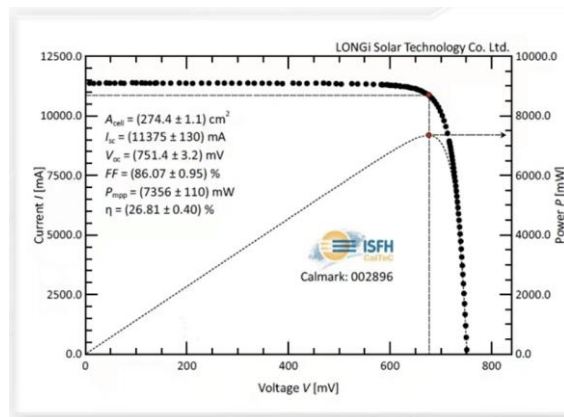
近期, 受益于硅料产能的释放, 国内光伏组件及系统成本下降明显。另一方面, 电池片转换效率的提升, 也将进一步助力度电成本的下降。2022 年 11 月 19 日, 隆基绿能宣布, 公司近日收到德国哈梅林太阳能研究所 (ISFH) 的最新认证报告, 自主研发的硅异质结 (HJT) 电池转换效率达到 26.81%, 这是继 2017 年日本公司创造单晶硅电池效率纪录 26.7% 以来, 时隔五年诞生的最新世界纪录。

图28: 现货价 (周均价) 光伏级多晶硅价格走势



资料来源: wind, 民生证券研究院

图29: 隆基刷新电池效率世界纪录



资料来源: 隆基公众号, 民生证券研究院

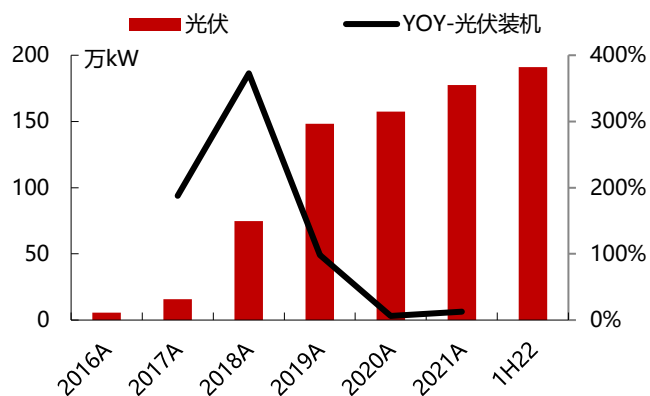
根据国际可再生能源署的数据, 光伏 LCOE 由 2010 年的 0.381 美元/千瓦下降 0.333 美元/千瓦至 2021 年的 0.048 美元/千瓦, 2010-2021 年光伏 LOCE 下降幅度达到 87.4%, 11 年降本 CAGR 达到 -17.2%, 远快于陆风与海风。我国拥有完备的光伏产业链, 未来随着硅片尺寸大型化、异质结电池逐步迈向产业化等因素驱动, 光伏产业链各成本仍有下降空间, 随着系统造价降低及运维能力提高, LCOE 有望进一步下降。

面对光伏行业的发展机遇, 公司立足浙江, 积极全国范围内布局光伏业务, 在



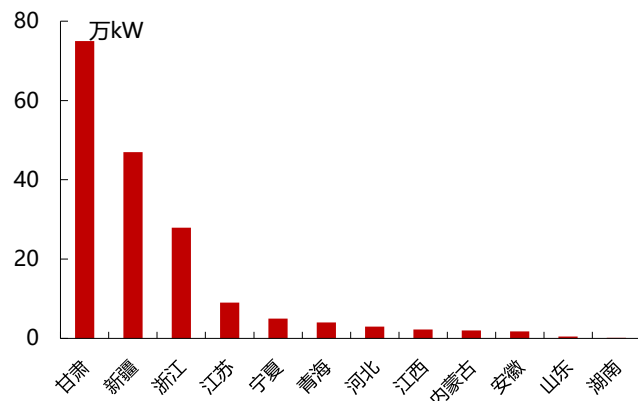
成本端, 凭借良好的运维与成本控制能力, 公司光伏业务毛利率相对稳定, 为公司后续光伏业务的扩张积累了充分的经验。

图30: 浙江新能光伏装机情况



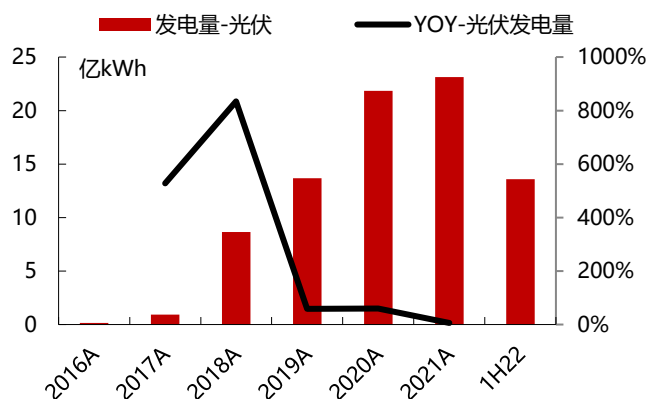
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图31: 截至 2021 年底浙江新能光伏项目分布



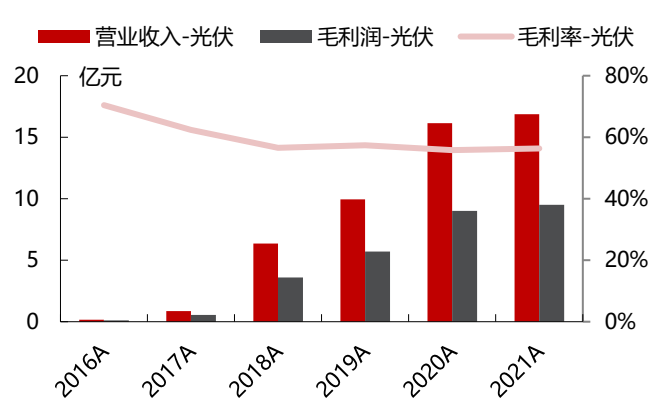
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图32: 2016-1H22 浙江新能光伏发电量



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图33: 2016-2021 年浙江新能光伏营收与毛利



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

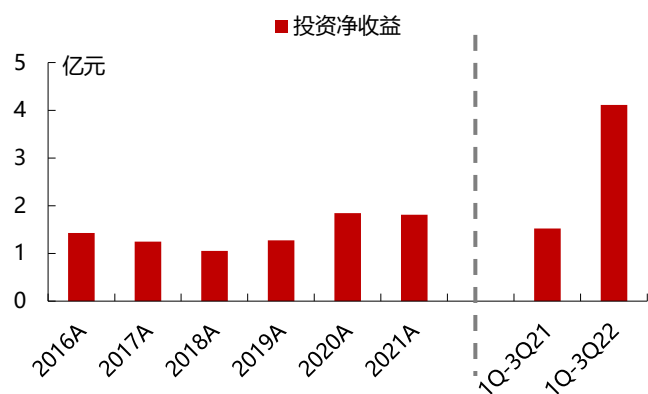
## 2.4 投资: 增厚业绩

在主营业务之外, 公司积极进行同业投资, 投资收益占比较高持续增厚业绩。公司的投资净收益从 2016 年的 1.43 亿元增长至 2022 年前三季度的 4.11 亿元, 对公司利润总额的贡献也由 19.9%提高至 30.6%。

公司投资收益主要系对联营企业的投资收益, 联营企业的主营业务为水电(抽蓄)、风电, 与公司主营业务具有高度相关性。2021 年及以前, 投资收益主要由天荒坪、桐柏两大抽蓄电站贡献, 年均值约为 0.72 亿元; 随着 2021 年底与上海电力合营的嵊泗海风项目投产, 投资收益体量快速提升。

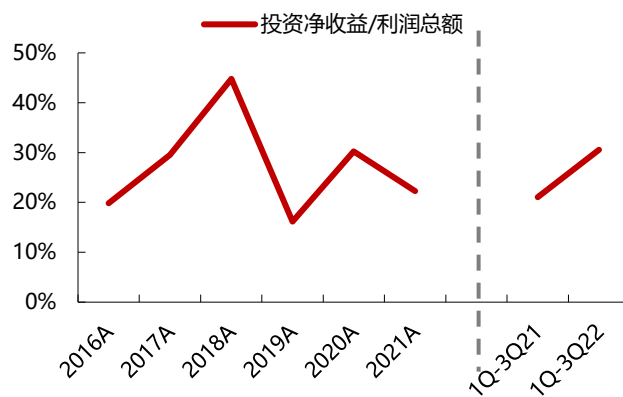


图34: 1Q-3Q22 浙江新能投资收益 4.11 亿元



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图35: 1Q-3Q22 浙江新能投资收益占利润总额的 30.6%



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

## 3 投资建议

### 3.1 盈利预测

暂不考虑此次定增的发行结果以及募集资金对应公司现金流、资产负债结构、财务费用等方面的影响。仅根据公司“十四五”规划提出的1000万千瓦新增装机目标，考虑抽蓄项目的建设周期，结合风电、光伏的发展潜力，对公司水电（含抽蓄）、风电、光伏三个子板块进行分析测算。

#### 3.1.1 水电

对于公司2022-2025年水电板块的营收预测，做以下几点假设：

- 新增装机：2022-2025年维持现有装机，抽蓄项目2025年以后投产；
- 业务拆分：考虑到公司在浙江水电与收购的沙湾、长柏水电资产的差异性，分别进行假设。

由此得到公司2022-2025年水电板块业务的收入预测如下：

**表8：2022-2025年浙江新能水电板块营业收入预测**

| 主营业务-水电                   | 2019A | 2020A | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|---------------------------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 装机容量-浙水电 (万 kW)           | 79.52 | 79.52 | 79.52  | 79.52  | 79.52  | 79.52  | 79.52  |
| 装机容量-沙湾&长柏 (万 kW)         |       |       | 33.80  | 33.80  | 33.80  | 33.80  | 33.80  |
| 控股装机容量 (万 kW)             | 79.52 | 79.52 | 113.32 | 113.32 | 113.32 | 113.32 | 113.32 |
| 发电量-浙水电 (亿 kWh)           | 19.14 | 12.27 | 13.32  | 11.93  | 17.49  | 17.49  | 17.49  |
| 发电量-沙湾&长柏 (亿 kWh)         |       |       | 3.54   | 10.14  | 14.20  | 14.20  | 14.20  |
| 发电量 (亿 kWh)               | 19.14 | 12.27 | 16.86  | 22.07  | 31.69  | 31.69  | 31.69  |
| 厂用电率-浙水电                  | 1.02% | 1.27% | 1.26%  | 1.20%  | 1.20%  | 1.20%  | 1.20%  |
| 厂用电率-沙湾&长柏                |       |       | 5.24%  | 5.00%  | 5.00%  | 5.00%  | 5.00%  |
| 厂用电率                      | 1.02% | 1.27% | 2.10%  | 2.95%  | 2.90%  | 2.90%  | 2.90%  |
| 上网电量-浙水电 (亿 kWh)          | 18.95 | 12.12 | 13.16  | 11.78  | 17.28  | 17.28  | 17.28  |
| 上网电量-沙湾&长柏 (亿 kWh)        |       |       | 3.35   | 9.63   | 13.49  | 13.49  | 13.49  |
| 上网电量 (亿 kWh)              | 18.95 | 12.12 | 16.51  | 21.42  | 30.77  | 30.77  | 30.77  |
| 利用小时-浙水电 (h)              | 2408  | 1543  | 1676   | 1500   | 2200   | 2200   | 2200   |
| 利用小时-沙湾&长柏 (h)            |       |       | 1046   | 3000   | 4200   | 4200   | 4200   |
| 利用小时 (h)                  | 2408  | 1545  | 1947   | 1947   | 2797   | 2797   | 2797   |
| 平均上网电价-浙水电 (元/kWh, 不含税)   | 0.556 | 0.546 | 0.539  | 0.540  | 0.540  | 0.540  | 0.540  |
| 平均上网电价-沙湾&长柏 (元/kWh, 不含税) |       |       | 0.241  | 0.24   | 0.240  | 0.240  | 0.240  |
| 平均上网电价 (元/kWh, 不含税)       | 0.556 | 0.546 | 0.479  | 0.405  | 0.409  | 0.409  | 0.409  |
| 增值税税率                     | 13.8% | 13.0% | 13.0%  | 13.0%  | 13.0%  | 13.0%  | 13.0%  |
| 营业收入-浙水电 (亿元)             | 10.54 | 6.62  | 7.09   | 6.36   | 9.33   | 9.33   | 9.33   |
| 营业收入-沙湾&长柏 (亿元)           |       |       | 0.81   | 2.31   | 3.24   | 3.24   | 3.24   |

|           |       |      |      |      |       |       |       |
|-----------|-------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (亿元) | 10.54 | 6.62 | 7.90 | 8.68 | 12.57 | 12.57 | 12.57 |
|-----------|-------|------|------|------|-------|-------|-------|

资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院预测

### 3.1.2 风电

对于公司 2022-2025 年风电板块的营收预测，做以下几点假设：

- 新增装机：2022 年新增 39.65 万千瓦，2023-2025 年每年新增 60 万千瓦；
- 利用小时：当年新增装机全部按照 1/6 年均利用小时折算；
- 上网电价：考虑新增装机快速增长、平价进程和市场化交易，新建项目上网电价有序下降。

由此得到公司 2022-2025 年风电板块业务的收入预测如下：

**表9：2022-2025 年浙江新能风电板块营业收入预测**

| 主营业务-风电              | 2019A | 2020A  | 2021A | 2022E  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|----------------------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 装机容量 (万 kW)          | 1.35  | 31.83  | 88.67 | 128.62 | 188.62 | 248.62 | 308.62 |
| 发电量 (亿 kWh)          | 0.11  | 0.61   | 7.54  | 33.65  | 38.65  | 57.55  | 76.45  |
| 厂用电率                 | 6.40% | 10.77% | 2.06% | 2.00%  | 2.00%  | 2.00%  | 2.00%  |
| 上网电量 (亿 kWh)         | 0.10  | 0.54   | 7.38  | 32.98  | 37.88  | 56.40  | 74.92  |
| 利用小时-平均 (h)          | 794   | 191    | 850   | 2616   | 2049   | 2315   | 2477   |
| 上网电价-平均 (元/kWh, 不含税) | 0.688 | 0.133  | 0.509 | 0.547  | 0.525  | 0.448  | 0.405  |
| 增值税税率                | 13.8% | 13.0%  | 13.0% | 13.0%  | 13.0%  | 13.0%  | 13.0%  |
| 营业收入 (亿元)            | 0.07  | 0.07   | 3.76  | 18.04  | 19.88  | 25.27  | 30.35  |

资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院预测

### 3.1.3 光伏

对于公司 2022-2025 年光伏板块的营收预测，做以下几点假设：

- 新增装机：2022-2025 年每年分别新增 40、150、200、200 万千瓦；
- 利用小时：当年新增装机全部按照 1/6 年均利用小时折算；
- 上网电价：考虑新增装机快速增长、平价进程和市场化交易，新建项目上网电价有序下降。

由此得到公司 2022-2025 年光伏板块业务的收入预测如下：

**表10：2022-2025 年浙江新能光伏板块营业收入预测**

| 主营业务-光伏     | 2019A  | 2020A  | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 装机容量 (万 kW) | 148.16 | 157.36 | 177.52 | 217.52 | 367.52 | 567.52 | 767.52 |
| 发电量 (亿 kWh) | 13.67  | 21.85  | 23.13  | 27.76  | 37.68  | 64.59  | 98.59  |
| 厂用电率        | 5.55%  | 2.50%  | 2.50%  | 2.50%  | 2.50%  | 2.50%  | 2.50%  |

|                      |       |       |       |       |       |       |       |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 上网电量 (亿 kWh)         | 12.91 | 20.67 | 22.56 | 27.07 | 36.74 | 62.98 | 96.13 |
| 利用小时 (h)             | 923   | 1389  | 1303  | 1276  | 1025  | 1138  | 1285  |
| 上网电价-平均 (元/kWh, 不含税) | 0.771 | 0.781 | 0.748 | 0.730 | 0.618 | 0.485 | 0.418 |
| 增值税税率                | 13.8% | 13.0% | 13.0% | 13.0% | 13.0% | 13.0% | 13.0% |
| 营业收入-计算 (亿元)         | 9.96  | 16.13 | 16.86 | 19.75 | 22.71 | 30.56 | 40.19 |

资料来源: 公司公告, Wind, 民生证券研究院预测

综上, 加上其他业务的测算, 得到公司 2022-2025 年盈利预测。

**表11: 2021-2025 年浙江新能盈利预测**

|            | 2019A   | 2020A   | 2021A  | 2022E   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|------------|---------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (亿元)  | 21.02   | 23.47   | 29.10  | 47.12   | 55.92  | 69.28  | 84.14  |
| YOY        | 68.10%  | 11.61%  | 23.99% | 61.97%  | 18.66% | 23.89% | 21.45% |
| 营业成本 (亿元)  | 8.05    | 10.82   | 12.72  | 18.06   | 22.37  | 29.61  | 37.38  |
| YOY        | 33.94%  | 34.37%  | 17.64% | 41.93%  | 23.87% | 32.38% | 26.24% |
| 毛利润 (亿元)   | 12.97   | 12.65   | 16.37  | 29.07   | 33.55  | 39.67  | 46.76  |
| YOY        | 99.68%  | -2.51%  | 29.43% | 77.54%  | 15.43% | 18.24% | 17.88% |
| 毛利率        | 61.72%  | 53.91%  | 56.27% | 61.68%  | 60.00% | 57.26% | 55.58% |
| 净利润 (亿元)   | 6.34    | 5.25    | 6.96   | 14.42   | 16.87  | 18.91  | 20.22  |
| YOY        | 202.19% | -17.17% | 32.70% | 107.10% | 16.95% | 12.12% | 6.91%  |
| 净利率        | 30.14%  | 22.37%  | 23.94% | 30.61%  | 30.17% | 27.30% | 24.03% |
| 归母净利润 (亿元) | 4.08    | 2.84    | 4.55   | 10.82   | 12.65  | 14.56  | 16.18  |
| EPS (元)    | 0.22    | 0.15    | 0.23   | 0.52    | 0.61   | 0.70   | 0.78   |

资料来源: 公司公告, Wind, 民生证券研究院预测

## 3.2 估值分析

采用 DCF 法进行估值, 关键假设如下, 测算得到公司每股价值为 12.38 元, 对应 2023 年 PE 为 20.3 倍。

**表12: 浙江新能 DCF 假设参数**

| 参数       | 参数值    | 参数           | 参数值    |
|----------|--------|--------------|--------|
| 无风险利率    | 3.00%  | 风险溢价 (Rm-Rf) | 4.30%  |
| 公司β系数    | 0.8    | Ke           | 6.44%  |
| Kd       | 5.50%  | T            | 15.00% |
| E/ (D+E) | 52.97% | D/ (D+E)     | 47.03% |
| WACC     | 5.61%  | 永续增长率        | 3.00%  |

资料来源: Wind, 民生证券研究院

**表13：浙江新能估值敏感性分析表**

| 永续增长率 | WACC  |       |       |       |       |       |       |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|       | 5.31% | 5.41% | 5.51% | 5.61% | 5.71% | 5.81% | 5.91% |
| 2.70% | 13.59 | 11.89 | 10.32 | 8.86  | 7.51  | 6.24  | 5.05  |
| 2.80% | 14.99 | 13.18 | 11.50 | 9.95  | 8.51  | 7.17  | 5.92  |
| 2.90% | 16.52 | 14.57 | 12.78 | 11.12 | 9.59  | 8.16  | 6.83  |
| 3.00% | 18.17 | 16.07 | 14.15 | 12.38 | 10.74 | 9.22  | 7.82  |
| 3.10% | 19.97 | 17.71 | 15.64 | 13.73 | 11.98 | 10.37 | 8.87  |
| 3.20% | 21.94 | 19.49 | 17.25 | 15.20 | 13.33 | 11.59 | 10.00 |
| 3.30% | 24.11 | 21.44 | 19.01 | 16.80 | 14.78 | 12.92 | 11.21 |

资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院预测

### 3.3 投资建议

公司作为浙能集团可再生能源业务板块的开发与运营平台，已形成水、风、光协同发展的良好结构布局；起家之本的水电业务分别与风电、光伏业务在时间、空间两个维度形成了互补格局。承载着经济大省浙江的“双碳”雄心，畅通的融资渠道有望支持公司“十四五”新增 10GW 新能源装机目标的落地。预计公司 22/23/24 年 EPS 分别为 0.52/0.61/0.70 元，对应 2023 年 1 月 16 日收盘价 PE 分别 23.0/19.6/17.1 倍。参考公司历史估值水平与公司业绩释放潜力，给予公司 2023 年 20 倍 PE，对应目标价 12.20 元，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

## 4 风险提示

**1) 自然条件变化:** 风电、光伏发电情况与风力、光照等自然因素直接相关,若项目所在地自然条件发生不利变化,将导致发电量下降。

**2) 电量消纳不足:** 当电网的调峰能力不足、消纳能力有限或送出通道受限,可能导致产生弃风限电、弃光限电,影响上网电量。

**3) 补贴发放延迟:** 可再生能源补贴发放周期较长,导致应收账款规模逐年增大,如不能及时回收将影响经营现金流。

**4) 设备价格上涨:** 大规模抢装导致风电、光伏设备短期内供不应求,推动设备价格快速上涨,将影响新建项目的收益率。

## 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入     | 2910  | 4712  | 5592  | 6928  |
| 营业成本      | 1272  | 1806  | 2237  | 2961  |
| 营业税金及附加   | 34    | 57    | 62    | 69    |
| 销售费用      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 管理费用      | 177   | 283   | 336   | 416   |
| 研发费用      | 20    | 5     | 6     | 7     |
| EBIT      | 1272  | 2771  | 3199  | 3781  |
| 财务费用      | 705   | 1161  | 1220  | 1299  |
| 资产减值损失    | -4    | -5    | -6    | -8    |
| 投资收益      | 181   | 475   | 466   | 316   |
| 营业利润      | 749   | 1692  | 1980  | 2220  |
| 营业外收支     | 63    | 5     | 5     | 5     |
| 利润总额      | 813   | 1697  | 1985  | 2225  |
| 所得税       | 116   | 255   | 298   | 334   |
| 净利润       | 696   | 1442  | 1687  | 1891  |
| 归属于母公司净利润 | 455   | 1082  | 1265  | 1456  |
| EBITDA    | 2254  | 3767  | 4552  | 5646  |

| 资产负债表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金        | 3835  | 5889  | 3672  | 4834  |
| 应收账款及票据     | 4701  | 6313  | 7492  | 9282  |
| 预付款项        | 13    | 20    | 25    | 33    |
| 存货          | 8     | 5     | 6     | 8     |
| 其他流动资产      | 455   | 518   | 551   | 601   |
| 流动资产合计      | 9013  | 12745 | 11745 | 14757 |
| 长期股权投资      | 2677  | 3151  | 3617  | 3933  |
| 固定资产        | 27269 | 31209 | 37006 | 45389 |
| 无形资产        | 264   | 314   | 314   | 314   |
| 非流动资产合计     | 32272 | 37331 | 46072 | 55391 |
| 资产合计        | 41285 | 50077 | 57817 | 70148 |
| 短期借款        | 5052  | 5052  | 6052  | 7552  |
| 应付账款及票据     | 2008  | 2474  | 3064  | 4056  |
| 其他流动负债      | 5504  | 3992  | 1942  | 2544  |
| 流动负债合计      | 12564 | 11518 | 11057 | 14152 |
| 长期借款        | 14216 | 21478 | 24843 | 28642 |
| 其他长期负债      | 2577  | 3806  | 7171  | 10969 |
| 非流动负债合计     | 16794 | 25283 | 32013 | 39612 |
| 负债合计        | 29358 | 36801 | 43071 | 53764 |
| 股本          | 2080  | 2080  | 2080  | 2080  |
| 少数股东权益      | 4218  | 4578  | 5000  | 5435  |
| 股东权益合计      | 11927 | 13276 | 14746 | 16385 |
| 负债和股东权益合计   | 41285 | 50077 | 57817 | 70148 |

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标          | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力 (%)</b> |        |        |        |        |
| 营业收入增长率         | 23.99  | 61.97  | 18.66  | 23.89  |
| EBIT 增长率        | 27.27  | 117.73 | 15.47  | 18.18  |
| 净利润增长率          | 60.35  | 137.78 | 16.95  | 15.11  |
| <b>盈利能力 (%)</b> |        |        |        |        |
| 毛利率             | 56.27  | 61.68  | 60.00  | 57.26  |
| 净利润率            | 15.64  | 22.96  | 22.62  | 21.02  |
| 总资产收益率 ROA      | 1.10   | 2.16   | 2.19   | 2.08   |
| 净资产收益率 ROE      | 5.90   | 12.44  | 12.98  | 13.30  |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |
| 流动比率            | 0.72   | 1.11   | 1.06   | 1.04   |
| 速动比率            | 0.69   | 1.07   | 1.03   | 1.02   |
| 现金比率            | 0.31   | 0.51   | 0.33   | 0.34   |
| 资产负债率 (%)       | 71.11  | 73.49  | 74.49  | 76.64  |
| <b>经营效率</b>     |        |        |        |        |
| 应收账款周转天数        | 586.10 | 500.00 | 500.00 | 500.00 |
| 存货周转天数          | 2.22   | 2.00   | 2.00   | 2.00   |
| 总资产周转率          | 0.08   | 0.10   | 0.10   | 0.11   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益            | 0.22   | 0.52   | 0.61   | 0.70   |
| 每股净资产           | 3.71   | 4.18   | 4.69   | 5.26   |
| 每股经营现金流         | 0.56   | 0.35   | 1.85   | 2.45   |
| 每股股利            | 0.05   | 0.10   | 0.12   | 0.14   |
| <b>估值分析</b>     |        |        |        |        |
| PE              | 54.6   | 23.0   | 19.6   | 17.1   |
| PB              | 3.2    | 2.9    | 2.6    | 2.3    |
| EV/EBITDA       | 19.20  | 12.82  | 12.26  | 11.29  |
| 股息收益率 (%)       | 0.38   | 0.87   | 1.02   | 1.17   |

| 现金流量表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E  |
|-------------|-------|-------|-------|--------|
| 净利润         | 696   | 1442  | 1687  | 1891   |
| 折旧和摊销       | 981   | 996   | 1353  | 1865   |
| 营运资金变动      | -1168 | -2722 | -500  | -548   |
| 经营活动现金流     | 1159  | 720   | 3855  | 5098   |
| 资本开支        | -2729 | -4710 | -9616 | -10856 |
| 投资          | -915  | 0     | 0     | 0      |
| 投资活动现金流     | -3459 | -5563 | -9616 | -10856 |
| 股权募资        | 1169  | 0     | 0     | 0      |
| 债务募资        | 5135  | 8179  | 5317  | 9099   |
| 筹资活动现金流     | 5103  | 6897  | 3544  | 6921   |
| 现金净流量       | 2804  | 2054  | -2217 | 1162   |



## 插图目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1: 浙江新能股权结构 (截至 3Q22)                     | 3  |
| 图 2: 2016-2021 年浙江新能装机情况                    | 4  |
| 图 3: 2016-2021 年浙江新能发电量情况                   | 4  |
| 图 4: 1H22 浙江新能控股装机容量占比 (单位: 万千瓦)            | 4  |
| 图 5: 1Q-3Q22 浙江新能营业收入同比增长 51.2%             | 5  |
| 图 6: 1Q-3Q22 浙江新能归母净利润同比增长 55.0%            | 5  |
| 图 7: 浙江新能各业务营业收入占比                          | 5  |
| 图 8: 浙江新能各业务毛利润贡献占比                         | 5  |
| 图 9: 2016-2021 年浙江新能各板块毛利率水平                | 6  |
| 图 10: 2016-2021 年浙江新能综合毛利率&净利率水平            | 6  |
| 图 11: 2016-3Q22 浙江新能 ROE&ROA 分别为 10.4%、2.7% | 6  |
| 图 12: 浙江新能 ROE 处于行业中游水平                     | 6  |
| 图 13: 2016-3Q22 浙江新能固定资产及其增速                | 7  |
| 图 14: 2016-3Q22 浙江新能现金流状况                   | 7  |
| 图 15: 2016-3Q22 浙江新能期间费用率                   | 7  |
| 图 16: 浙江新能期间费用率相较同业处于较高水平                   | 7  |
| 图 17: 浙江新能资产负债率相较同业处于较高水平                   | 7  |
| 图 18: 2016-1H22 浙江新能水电发电量                   | 9  |
| 图 19: 2016-2021 年浙江新能水电营收与毛利                | 9  |
| 图 20: 1Q19-3Q22 水电与风电发电量                    | 10 |
| 图 21: 1Q19-3Q22 水电与风电利用小时                   | 10 |
| 图 22: 2021 年全国海风装机容量同比增长 170.8%             | 11 |
| 图 23: 浙江新能风电装机容量                            | 11 |
| 图 24: 2016-1H22 浙江新能风电发电量                   | 11 |
| 图 25: 2016-2021 年浙江新能风电营收与毛利                | 11 |
| 图 26: 1Q19-3Q22 分季度国内光伏投资额                  | 14 |
| 图 27: 1Q15-3Q22 分季度国内光伏新增装机                 | 14 |
| 图 28: 现货价 (周均价) 光伏级多晶硅价格走势                  | 14 |
| 图 29: 隆基刷新电池效率世界纪录                          | 14 |
| 图 30: 浙江新能光伏装机情况                            | 15 |
| 图 31: 截至 2021 年底浙江新能光伏项目分布                  | 15 |
| 图 32: 2016-1H22 浙江新能光伏发电量                   | 15 |
| 图 33: 2016-2021 年浙江新能光伏营收与毛利                | 15 |
| 图 34: 1Q-3Q22 浙江新能投资收益 4.11 亿元              | 16 |
| 图 35: 1Q-3Q22 浙江新能投资收益占利润总额的 30.6%          | 16 |

## 表格目录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 盈利预测与财务指标                       | 1  |
| 表 1: 2021 年收购沙湾、长柏水电            | 8  |
| 表 2: 浙江新能在浙水电资产装机与上网电价情况        | 9  |
| 表 3: 公司拟非公开发行股票募集资金分配预案         | 11 |
| 表 4: 部分沿海省/市“十四五”期间海上风电规划       | 12 |
| 表 5: 2010-2021 年风电与光伏度电成本变动情况   | 13 |
| 表 6: 部分省市海上风电度电成本 (2019 年)      | 13 |
| 表 7: 部分省份对海上风电“省补”政策            | 13 |
| 表 8: 2022-2025 年浙江新能水电板块营业收入预测  | 17 |
| 表 9: 2022-2025 年浙江新能风电板块营业收入预测  | 18 |
| 表 10: 2022-2025 年浙江新能光伏板块营业收入预测 | 18 |
| 表 11: 2021-2025 年浙江新能盈利预测       | 19 |

|                          |    |
|--------------------------|----|
| 表 12: 浙江新能 DCF 假设参数..... | 19 |
| 表 13: 浙江新能估值敏感性分析表 ..... | 20 |
| 公司财务报表数据预测汇总.....        | 22 |

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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到任何形式的补偿。

## 评级说明

| 投资建议评级标准  | 评级   | 说明                  |
|---|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 15%以上      |
|   | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
|   | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|   | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |
| 行业评级  | 推荐   | 相对基准指数涨幅 5%以上       |
|   | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|   | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |

## 免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026