



## 风光水三大产业协同发展

### —浙江新能（600032）深度报告

所属部门：行业公司部

报告类别：公司研究报告

报告时间：2022年9月27日

分析师：孙灿

执业证书：S1100517100001

联系方式：Suncan@cczq.com

北京：东城区建国门内大街28号民生金融中心A座6层，100005

深圳：福田区福华一路6号免税商务大厦32层，518000

上海：陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120

成都：高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

#### ❖ 电站区位优势显著，项目开发稳步推进

公司下属水电、海上风电主要位于电力需求旺盛且消纳能力较好的浙江省和江苏省，海上风电项目具有较大的开发潜力；公司下属光伏电站、陆上风电主要位于我国太阳能和风能资源较丰富的西部地区，光伏和陆上风电资源具有较好的开发价值。截止2022年上半年，公司积极推进台州1号30万千瓦海上风电项目建设工作，新增建成装机约10万千瓦，收购装机约40万千瓦。此外，公司聚焦重点区域和重大项目，省内聚焦“风光倍增计划”，省外瞄准风光电项目规模化、基地化开发，全力以赴为公司发展储备资源。

#### ❖ 多产业协同发展，推动公司收益稳增长

当前公司“风光水”三大产业协同发展格局已正式形成。从季节要素来看，风能资源与水能资源的季节分布恰好互补；从地域要素来看，光能资源的区域性与水能资源互补；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，风电和光伏发电量减少，水电则是发电高峰期。三大产业协同发展为公司经营效益的稳定增长提供了有力保障。

#### ❖ 新能源行业前景广阔，股东背景提供有力支撑

在“双碳”目标和构建“新型电力系统”的大背景下，新能源发电将逐渐成为电力电量供应主体，新能源在国家能源战略中的角色更加重要，实施可再生能源替代行动，构建以新能源为主体的新型电力系统，是打造清洁低碳安全高效能源体系的必然选择。公司作为国有控股的综合型能源企业，2022年主要经营目标为全年完成发电量76.02亿千瓦时，实现营收43.98亿元，未来公司业绩有望进一步增长。

#### ❖ 首次覆盖给予“增持”评级

我们预计2022-2024年，公司可实现营业收入43.08亿元（同比增长48.07%）、60.02和76.02亿元，以2021年为基数未来三年复合增长37.73%；归属母公司净利润8.28（同比增长82.05%）、14.02和19.35亿元。总股本20.8亿股，对应EPS 0.4、0.67和0.93元。2022年9月26日，股价11.55元，对应市值240.24亿元，2022-2024年PE约为19、15和14倍。公司当前正处于快速发展阶段，通过抓住可再生能源发展“窗口期”，广开项目合作开发渠道，实现了从单一型水电产业向“风光水”多业协同发展转型，新能源业务在全国重点区域均有布局。首次覆盖，我们给予“增持”评级。

#### ❖ 风险提示：新能源项目进展不及预期、可再生能源补贴滞后、水风光资源不及预

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

期。

**盈利预测与估值**

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	2909.53	4308.18	6001.63	7602.19
+/-%	23.99%	48.07%	39.31%	26.67%
净利润(百万)	454.96	828.26	1402.22	1934.89
+/-%	60.35%	82.05%	69.30%	37.99%
EPS(元)	0.22	0.40	0.67	0.93
PE	52.80	29.01	17.13	12.42

资料来源：公司公告，预测截止日期2022年9月26日，川财证券研究所

## 正文目录

一、	公司发展历程、实际控制人和股权结构.....	5
1.1.	公司发展历程.....	5
1.2.	控股股东和实际控制人基本情况及最新股权结构.....	5
1.1.1.	控股股东和实际控制人.....	5
1.1.2.	公司最新股权结构：公司实际控制人未发生变化.....	6
二、	主营业务结构和变化.....	6
2.1	主要业务和产品.....	6
2.1.1.	主营业务概述.....	6
2.1.2.	主营业务结构.....	7
2.1.3.	收入、利润和盈利能力变化.....	8
2.2	公司的主要业务布局和发展战略规划.....	10
2.1.4.	公司近期工作.....	10
2.1.5.	公司发展规划.....	11
三、	公司近年重大资本运作.....	12
3.1	公司近年重大资本运作情况.....	12
3.2	2021 年 IPO 发行情况.....	13
3.3	2022 年公司定向增发主要情况.....	13
四、	投资建议.....	14
4.1	投资逻辑和观点.....	14
4.1.1.	电站区位优势显著，项目开发稳步推进.....	14
4.1.2.	多产业协同发展，推动公司收益稳增长.....	14
4.1.3.	新能源行业前景广阔，股东背景提供有力支撑.....	14
4.2	盈利预测与估值比较.....	15
4.2.1.	盈利预测.....	15
4.2.2.	估值比较.....	16
	盈利预测.....	17
	风险提示.....	18

**图表目录**

图 1: 公司与控股股东之间的产权及控制关系的方框图.....	5
图 2: 2021 年年度业务分行业收入结构.....	8
图 3: 2021 年年度分行业毛利结构.....	8
图 4: 历年收入和毛利变化 (单位: 亿元).....	9
图 5: 历年归母净利润和同比 (单位: 亿元、%).....	9
图 6: 销售毛利率和净利率变化 (%).....	9
图 7: 投资回报情况 (单位: %).....	9
图 8: 负债结构和流动性 (%).....	10
图 9: 杠杆运用和资产运营状况.....	10
表格 1. 公司 2022 年半年报最新十大股东情况.....	6
表格 2. 公司近年重大资本运作关键时间节点和状态.....	12
表格 3. 2021 年 IPO 发行情况.....	13
表格 4. 募集资金主要用途.....	13
表格 5. 募集资金使用计划.....	13
表格 6. 公司分业务收入和毛利率假设 (单位: 亿元).....	15
表格 7. 同行业可比公司估值情况.....	16

## 一、公司发展历程、实际控制人和股权结构

### 1.1. 公司发展历程

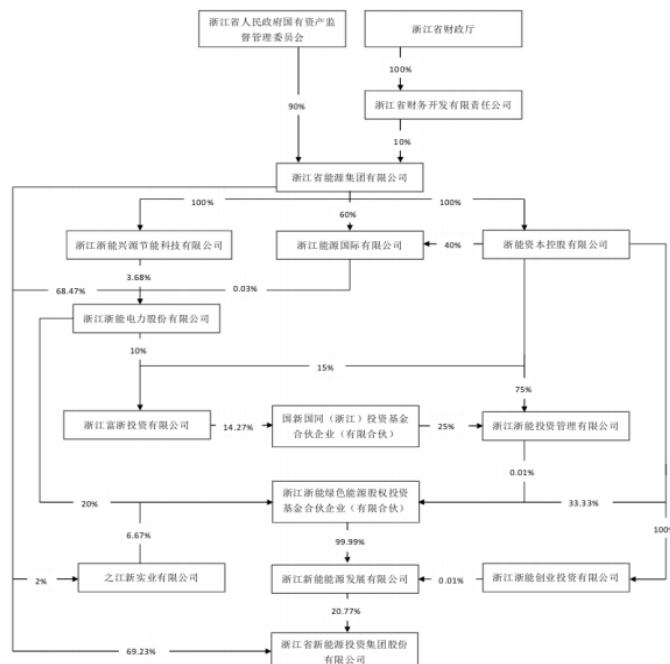
2002年8月，浙江省水利厅以下属水电资产设立公司的前身水电集团，主营业务为水力发电。2010年4月，浙能集团合并重组水电集团，公司股权无偿划转至浙能集团，主营业务发展为水力发电、风力发电、光伏发电等可再生能源发电业务。2019年6月，公司开展股份制改造，整体变更设立股份公司。2021年5月，公司正式于上交所上市。公司主要从事光伏、水电和风力发电业务，专注于水能、风能、太阳能等清洁能源领域的开发与运营。近年来公司通过“收购与新建并重、海上与陆上并重、省内与省外并重”的策略，优化产业结构，快速提升装机规模。

### 1.2. 控股股东和实际控制人基本情况及最新股权结构

#### 1.1.1. 控股股东和实际控制人

浙江省国资委作为公司实际控制人，持股比例为80.71%。截止2022年上半年，公司第一大股东为浙能集团，持股比例为69.23%；第二股东为浙江新能能源发展有限公司，持股比例为20.77%。浙江省国资委直接持有浙能集团90%的股权，通过浙能集团和新能发展间接持有公司80.71%股份，为公司实际控制人。

图 1：公司与控股股东之间的产权及控制关系的方框图



资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所，时间截至2022年上半年

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

### 1.1.2. 公司最新股权结构：公司实际控制人未发生变化

根据 2022 年半年报披露的信息，公司十大股东共持有公司 18.8 亿股，合计持股 90.58%。其中，浙能集团直接持有公司 14.4 亿股，占公司总股本的 69.23%，为公司第一大控股股东。公司最终的实际控制人是浙江省国有资产监督管理委员会。

表格 1. 公司 2022 年半年报最新十大股东情况

排名	股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)	变化
1	浙江省能源集团有限公司	1,440,000,000	69.23%	不变
2	浙江新能能源发展有限公司	432,000,000	20.77%	不变
3	刘佳玉	4,128,000	0.20%	比上期减少
4	中国银行股份有限公司-华泰柏瑞 中证光伏产业交易型开放式指数证 券投资基金	2,235,000	0.11%	比上期减少
5	中信建投证券股份有限公司-天弘 中证光伏产业指数型发起式证券投 资基金	1,827,600	0.09%	比上期减少
6	李莉娜	990,000	0.05%	新进
7	缪雅萍	762,700	0.04%	新进
8	蔡洪旭	668,900	0.03%	新进
9	杨黎	642,100	0.03%	新进
10	高华-汇丰-GOLDMAN, SACHS&CO. LLC	623,845	0.03%	比上期增加
	合 计	1,883,878,145	90.58%	--

资料来源：公司公告；2022 年半年报，iFinD，川财证券研究所

## 二、主营业务结构和变化

### 2.1 主要业务和产品

#### 2.1.1. 主营业务概述

公司秉承“激水、追风、逐光”的产业发 展观，主营业务为水力发电、光伏发电、风力发电等可再生能源项目的投资、开发、建设和运营管理，主要产品是电力。截至 2021 年底，公司控股企业 74 家，已投产控股装机容量 379.41 万千瓦，其中水电 113.22 万千瓦、光伏 177.52 万千瓦、风电 88.67 万千瓦，新增投产控股装机容量 110.81 万千瓦。2021 年公司控股的发电项目发电量合计 47.53 亿千瓦时，同比增长 38.84%；销售电量合计 46.45 亿千瓦时，同比增长 38.02%；2021 年公司境内发电设备利用小时为 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。

2022 年上半年，公司控股企业 95 家，已投产控股装机容量 432.81 万千瓦，其中水电 113.22 万千瓦、光伏 190.97 万千瓦、风电 128.62 万千瓦，新增投产控股装机容量

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明



53.4 万千瓦。公司控股的发电项目发电量合计 43.91 亿千瓦时，同比增长 97.24%；上网电量合计 42.54 亿千瓦时，同比增长 98.41%。

近年来公司通过“收购与新建并重、海上与陆上并重、省内与省外并重”的策略，优化产业结构，快速提升装机规模，有序推进各项售电业务，实现售电量稳步增长。2021 年度公司在甘肃、新疆、宁夏、内蒙古、青海、浙江、山东、湖南、江西、安徽、河北、江苏、四川等 13 个省份实际开展交易。此外，公司新投产的宁夏浙能新能源有限公司，以及新设的四川浙新能沙湾水力发电有限公司和四川浙新能长柏水力发电有限公司均增效明显。

公司始终坚持“区域聚焦、重点突破、购建并举”的发展战略，坚定发展目标，抢抓发展机遇。2021 年，公司全年建成海上风电 100.32 万千瓦、陆上风光电 33.5 万千瓦，收购水电 33.8 万千瓦，获得核准海上风电 30 万千瓦，获取抽蓄项目开发权 120 万千瓦，参股抽蓄项目 290 万千瓦。此外，公司始终盯紧发展任务目标，聚焦重点区域，集中优势力量驻点开发，坚持市场化道路，广开合作渠道和方式，全力推进项目储备开发工作。

## 2.1.2. 主营业务结构

公司 2021 年年度的主营业务结构：公司主营业务主要是风力发电、光伏发电、水力发电三个板块。

2017-2021 年，公司营业收入由 9.36 亿元增长到 29.1 亿元，年复合增长达 25.47%，归属母公司股东净利润由 2.53 亿元增长到 4.55 亿元，年复合增长达 12.45%。2021 年度，公司新增投产控股装机容量 110.81 万千瓦，累计已投产控股装机容量 379.41 万千瓦；其中水电累计装机 113.22 万千瓦，占比 29.84%；风电累计装机 88.67 万千瓦，占比 23.37%；光伏累计装机 177.52 万千瓦，占比 46.79%。2021 年度，公司控股的发电项目发电量合计 47.53 亿千瓦时，同比增长 38.84%；销售电量合计 46.45 亿千瓦时，同比增长 38.02%。

2021 年度，公司实现营业收入 29.1 亿元，较上年同期增长 23.99%；营业成本 22.09 亿元，较上年同期增长 20.20%；营业利润 7.49 亿元，较上年同期增长 23.8%；利润总额 8.13 亿元，较上年同期增长 33.5%；归属于母公司股东的净利润 4.55 亿元，较上年同期增长 60.35%。

2021 年末，公司合并资产总额 412.85 亿元，较上年末增长 38.67%；负债总额 293.58 亿元，较上年末增长 49.42%；所有者权益合计 119.27 亿元，较上年末增长 17.8%，其中，归属于上市公司股东的权益 77.09 亿元，较上年末增长 17.41%。2021 年末，公司资产负债率为 71.11%，较上年末下降 5.12 个百分点。

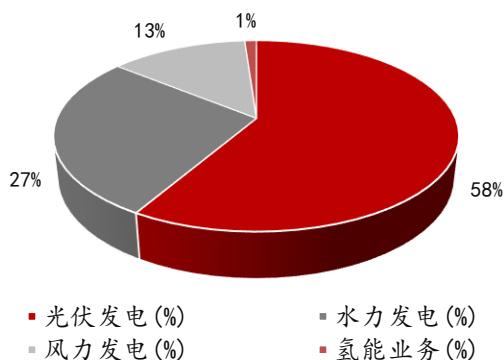
**光伏发电：**2021 年公司光伏发电累计发电量为 23.13 亿千瓦时，同比增长 5.86%；上

网电量为 22.56 亿千瓦时，同比增长 9.14%。2021 年度，该部分实现营业收入 16.86 亿元，占比 58%；成本 7.36 亿元；毛利 9.5 亿元，占比 58%。

**水力发电：**2021 年公司水力发电累计发电量为 16.86 亿千瓦时，同比增长 37.38%；上网电量为 16.51 亿千瓦时，同比增长 36.23%。2021 年度，该部分实现营业收入 7.9 亿元，占比 27%；成本 3.57 亿元；毛利 4.33 亿元，占比 26%。

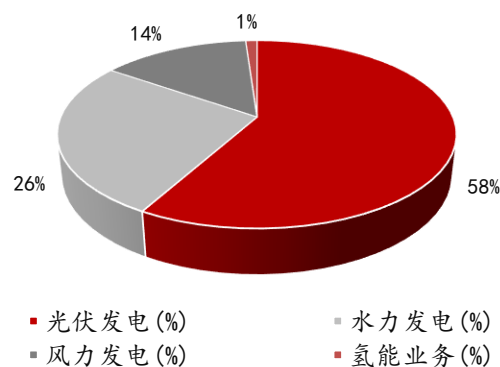
**风力发电：**2021 年公司水力发电累计发电量为 7.54 亿千瓦时，同比增长 6670.22%；上网电量为 7.38 亿千瓦时，同比增长 6985.58%。2021 年度，该部分实现营业收入 3.76 亿元，占比 13%；成本 1.43 亿元；毛利 2.33 亿元，占比 14%。

图 2：2021 年年度业务分行业收入结构



资料来源：公司公告，iFind，川财证券研究所

图 3：2021 年年度分行业毛利结构



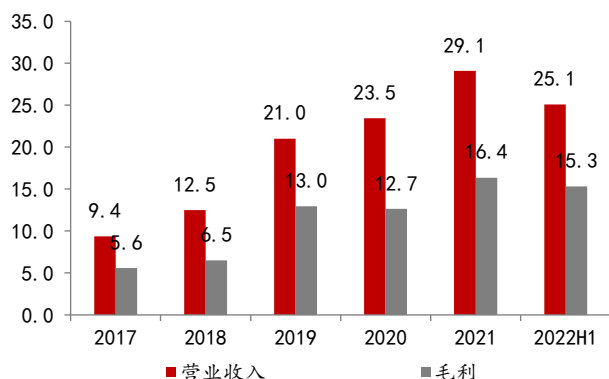
资料来源：公司公告，iFind，川财证券研究所

### 2.1.3. 收入、利润和盈利能力变化

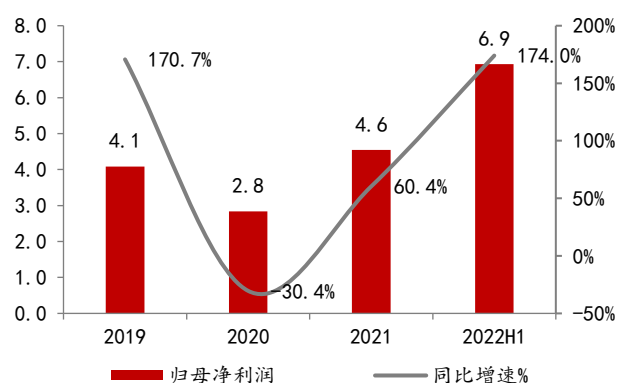
光伏发电业务相关收入占据公司销售收入和毛利中绝大部分。公司 2021 年实现营业收入 29.1 亿元，较上年同期增长 23.99%；营业成本 22.09 亿元，较上年同期增长 20.20%；营业利润 7.49 亿元，较上年同期增长 23.8%；利润总额 8.13 亿元，较上年同期增长 33.5%；归属于母公司股东的净利润 4.55 亿元，较上年同期增长 60.35%。

2022 年上半年，公司实现营业收入 25.08 亿元，同比增长 80.72%；营业成本 16.64 亿元，同比增长 71.47%；营业利润 10.54 亿元，同比增长 146.54%；利润总额 10.55，同比增长 146.13%；归母净利润 6.93 亿元，同比增长 174.02%。随着新增风电项目投产发电及水电项目资产收购产生收益，公司业绩增长较为明显。



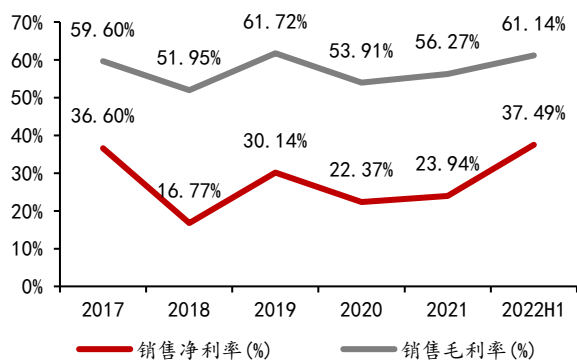
**图 4：历年收入和毛利变化（单位：亿元）**


资料来源：公司公告，iFind，川财证券研究所

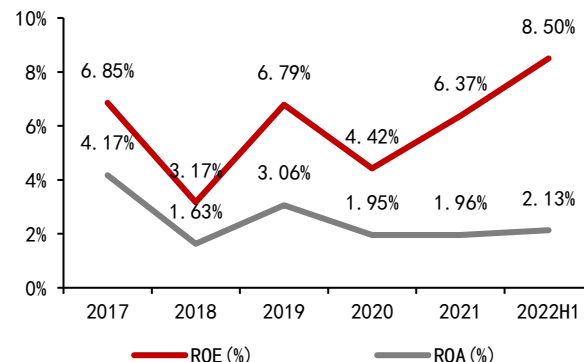
**图 5：历年归母净利润和同比（单位：亿元、%）**


资料来源：公司公告，iFind，川财证券研究所

毛利率和净利率都有明显提高。2021 年公司综合毛利率和净利率分别为 56.27%和 23.94%，相比 2020 年的 53.91%和 22.37%，毛利率和净利率都有明显提高，主要是受益于 2021 年公司新增风电、光伏项目投产发电及水电项目资产收购以及公司上市后带来的各项费用的改善。2022 年上半年，公司综合毛利率为 61.14%，同比增长 4.26%；净利率为 37.49%，同比增长 13.04%，盈利能力大幅提升，且现金流充沛，有助于公司持续开发新能源项目、以及保持较高的业绩增速。

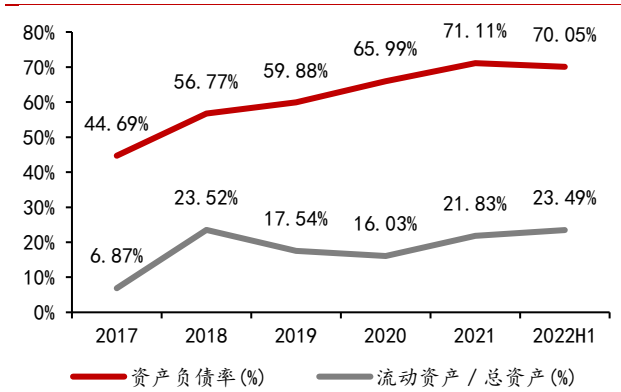
**图 6：销售毛利率和净利率变化（%）**


资料来源：公司公告，iFind，川财证券研究所

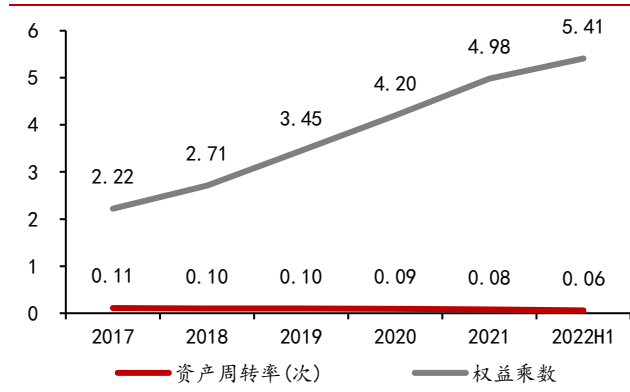
**图 7：投资回报情况（单位：%）**


资料来源：公司公告，iFind，川财证券研究所

2022 年上半年，公司 ROE 和 ROA 分别为 8.5%和 2.13%，同比进一步提高，预计随着公司水风光装机量的持续增加以及公司内部运营效率的不断改善，公司的整体盈利能力有望进一步提升。公司 2017-2021 年资产负债率逐年提升，2022 年上半年资产负债率小幅回落至 70.05%。由于公司经营规模不断扩大，新能源项目投资资金需求持续加大，且存量项目可再生能源电价补贴滞后，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。

**图 8：负债结构和流动性 (%)**


资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

**图 9：杠杆运用和资产运营状况**


资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

## 2.2 公司的主要业务布局和发展战略规划

### 2.1.4. 公司近期工作

2021 年，公司完成首次公开发行股票并上市，公司已投产控股装机容量 379.41 万千瓦，资产总额超过 400 亿元，主要经营业绩指标持续增长，顺利实现“十四五”良好开局。

#### （一）安全生产稳定可控，经营质效再上新台阶

公司始终坚持“以人为本、安全为天”的安全生产理念，坚守安全生产红线底线不动摇，有序推进各类检修技改，不断加强生产技术管理，各项目生产安全稳定，未发生质量、安全事故。2021 年度，公司控股的发电项目发电量合计 47.53 亿千瓦时，同比增长 38.84%；销售电量合计 46.45 亿千瓦时，同比增长 38.02%；实现营业收入 29.10 亿元，同比增长 23.99%；实现归属于上市公司股东的净利润 4.55 亿元，同比增长 60.35%，顺利实现“十四五”良好开局。

#### （二）全线出击抢抓机遇，项目发展实现新飞跃

2021 年，公司始终坚持“区域聚焦、重点突破、购建并举”的发展战略，坚定发展目标，抢抓发展机遇，全年建成海上风电 100.32 万千瓦、陆上风光电 33.5 万千瓦，收购水电 33.8 万千瓦，获得核准海上风电 30 万千瓦，获取抽蓄项目开发权 120 万千瓦，参股抽蓄项目 290 万千瓦。2022 年上半年，公司紧盯在建项目进度目标，积极推进台州 1 号 30 万千瓦海上风电项目建设工作，新增建成装机约 10 万千瓦，收购装机约 40 万千瓦。此外，公司以现有产业布局为依托，集中优势资源力量，广开合作方式和渠道，聚焦重点区域和重大项目，省内聚焦“风光倍增计划”，省外瞄准风光电项目规模化、基地化开发，全力以赴为公司发展储备资源。

#### （三）深化改革释放活力，创新发展激发新动能

2021 年，公司完成首次公开发行股票并上市，募集资金净额 6.91 亿元。持续加强信息披露和市值管理，资本市场表现稳健良好，再融资计划全面启动。治理结构不断优化，

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明



按照现代企业和上市公司要求，逐步建立健全公司“三会一层”法人治理体系。深入贯彻落实国企改革三年行动的重大决策部署，全面构建以固定任期和契约关系为基础的新型经营责任制，充分激发经理层成员干事创业的积极性和主动性。新能源智能管控平台实现“两水一光”接入和远程监控，大数据助力构建运维“云大脑”。公司全年累计申报专利 16 项，授权专利 4 项，自主创新活力动力充分释放。

#### （四）加强资本运作，融资渠道多元拓展

公司坚持以实现企业稳健运营为目标，依法合规开展经营管理工作，多措并举拓宽财务融资渠道，积极开展固贷置换、债权融资，有效降低融资成本，实现质量效益双提升。公司致力于构建多市场、多平台、多渠道融资体系，合理降低财务成本，确保资金充足稳定。充分利用上市公司平台和资本市场融资优势，集中力量推进非公开发行 A 股股票工作，为实现公司发展战略和股东利益最大化目标夯实基础；启动减持钱江水利股份的工作，通过集中竞价减持部分钱江水利股票，优化公司资产结构，提高经营效益；组合运用多种融资方式，有效降低融资成本。

### 2.1.5. 公司发展规划

2022 年公司主要经营目标是：全年完成发电量 76.02 亿千瓦时，实现营收 43.98 亿元。

“十四五”是碳达峰的关键期、窗口期，我国可再生能源将步入高质量跃升发展新阶段，呈现大规模、高比例、市场化、高质量发展新特征。公司以加强党建为引领，以项目开发为中心，以经营管理为抓手，以安全生产为基石，稳扎稳打、求真务实，为社会提供优质清洁环保的能源产品。

公司以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，准确把握能源从高碳结构向清洁低碳转型发展的总趋势，深刻认识可再生能源“先立后破”的新发展要求，锚定产业发展制高点，深入推进能源转型和绿色发展的战略目标，稳扎稳打、求真务实，坚定不移走高质量发展之路。

深入贯彻落实党的十九大、十九届历次全会精神，牢牢立足浙江建设“重要窗口”“共同富裕示范区”政治定位，坚决落实“3060”碳达峰、碳中和任务目标，坚持“区域聚焦、重点突破、购建并举”发展方针，党建引领把方向、项目开发抓机遇、改革创新增动能、经营管理提质效、安全生产强保障，稳进提质、乘势而上，努力打造国内最具成长性的一流新能源企业。

#### （一）纲举目张，战略引领重实际

坚持围绕“3060”碳达峰、碳中和战略目标，跟踪吃透各省市新能源发展规划，紧跟国家新能源基地、特高压规划、绿电交易、碳交易、储能等行业政策方向，细化内外环境研判，增强战略规划的前瞻性和指导性，科学制定公司“十四五”规划。科学管理战略规划的实施，将规划和运营管理一体化统筹安排，有效转化为业务目标，确

保资源条件支持到位和业务目标顺利达成。

## （二）提档增速，项目开发拼实干

始终坚持“区域聚焦、重点突破、购建并举”发展方针，正确处理好规模与效益的关系，全力推进项目开发。加强项目开发队伍建设，提升开发人员综合能力水平。加强内外协同，广开合作方式和渠道，在风光资源富集地区争取风光电项目规模化、基地化开发，继续寻求四川等地区优质水电和风光电项目投资机会，加大浙江等沿海省份风光电布局力度。

## （三）深入挖潜，经营管理见实效

进一步优化管控模式，完善考核机制，提升企业盈利能力。精细开展企业经营动态分析，以经营数据为基础，以量化管理为核心，以过程控制为手段，精准施策、集约管理。积极开展绿电市场交易，充分挖掘绿电价值，增厚企业利润。坚持多元化、多渠道、低成本融资，保障企业生产经营和项目资金链平稳，进一步降低财务成本。以全面风险管理系统构建为契机，实现风控信息、队伍、手段、成果共享共治。

## （四）以人为本，安全生产夯根基

坚持安全生产红线，进一步加强风险分级管控和隐患治理双重预防机制，重点强化重大隐患跟踪管理，提高隐患判别和治理能力；加强应急能力建设，及时制定完善应急预案，常态化开展应急预案演练，强化应急队伍建设，提高应急处理水平。狠抓建设项目现场安全管控，持续做好各电站日常运维、技改检修等工作，确保发电设备安全经济环保运行，为企业经营稳定和安全保供提供坚强保障。

## 三、公司近年重大资本运作

### 3.1 公司近年重大资本运作情况

表格 2. 公司近年重大资本运作关键时间节点和状态

序号	重要资本运作	状态	时间
1	IPO 上市	完成	2021/5/25
2	收购购买河北新华龙科技有限公司 25% 股权	完成	2021/9/11
3	收购购买长柏水电站标的资产组, 沙湾水电站标的资产组	完成	2022/1/28
4	定向增发	预案	2022/3/19

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

### 3.2 2021 年 IPO 发行情况

表格 3.2021 年 IPO 发行情况

关键项目	具体内容
发行股票类型	人民币普通股 (A 股), 每股面值人民币 1 元。
发行时间	2021 年 5 月 25 日
发行数量	发行 20,800 万股, 占发行后公司股份总数的 10%
发行价格	3.51 元/股
发行市盈率	30.03 倍
发行方式	采用网下向询价对象配售与网上按市值申购定价发行相结合的方式
发行对象	符合资格的询价对象和在上海证券交易所开立 (A 股) 股票账户的境内自然人、法人和证券投资基金等投资者 (国家法律法规禁止购买者除外)
募集资金总额	本次发行募集资金总额 73,008.00 万元

资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

表格 4. 募集资金主要用途

序号	项目名称	项目总投资额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)
1	浙能嘉兴 1 号海上风电场工程项目	535,365.42	69,094.94
2	发行费用	3,913.06	3,913.06
	合计	539,278.48	73,008.00

资料来源: 公司公告, 截止 2022 年 3 月 19 日, 川财证券研究所

### 3.3 2022 年公司定向增发主要情况

2022 年 3 月 19 日, 公司发布《浙江省新能源投资集团股份有限公司非公开发行 A 股股票预案》。公司拟通过定增募集资金总额 (含发行费用) 为 30 亿元, 发行股份总数不超过 62,400.00 万股。募投项目包括浙能台州 1 号海上风电场工程项目和补充流动资金, 拟使用的募集资金金额分别为 21 亿元和 9 亿元。

2022 年 8 月 24 日, 定增申请获得受理, 现已进入核准阶段。公司发布《关于非公开发行股票申请获得中国证监会受理的公告》, 公司提交的关于非公开发行 A 股股票的行政许可申请材料已获得中国证券监督管理委员会的受理。公司本次非公开发行股票事项现已进入核准阶段。

表格 5. 募集资金使用计划

序号	项目名称	项目总投资额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)
1	浙能台州 1 号海上风电场工程项目	418,129.82	210,000.00
2	补充流动资金	90,000.00	90,000.00
	合计	508,129.82	300,000.00

资料来源: 公司公告, 截止 2022 年 3 月 19 日, 川财证券研究所



## 四、投资建议

### 4.1 投资逻辑和观点

#### 4.1.1. 电站区位优势显著，项目开发稳步推进

目前公司下属水电、海上风电主要位于浙江省和江苏省，该区域属于我国经济发达地区，电力需求旺盛且消纳能力较好，海上风电项目具有较大的开发潜力；公司下属光伏电站、陆上风电主要位于西北新疆、甘肃、青海和宁夏等省区，是我国太阳能和风能资源较丰富的地区，光伏和陆上风电资源具有较好的开发价值。截止 2022 年上半年，公司积极推进台州 1 号 30 万千瓦海上风电项目建设工作，新增建成装机约 10 万千瓦，收购装机约 40 万千瓦。未来，公司将深耕浙江，积极争取省内海上风电项目开发权，并力争控参股数个抽水蓄能项目，落地一批光伏项目。此外，在浙江对口帮扶的四川凉山州，公司已投资收购两座水电站，并与甘孜州达成合作框架协议，未来将进一步加大投资力度，推进当地能源开发和川电入浙。此外，公司正持续推进东北和中部地区的风光电项目开发，积极跟踪江苏、山东、福建等沿海省份海上风电；

#### 4.1.2. 多产业协同发展，推动公司收益稳增长

当前公司“风光水”三大产业协同发展格局已正式形成。从季节要素来看，风能资源与水能资源的季节分布恰好互补；从地域要素来看，光能资源的区域性与水能资源互补；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，风电和光伏发电量减少，水电则是发电高峰期。三大产业协同发展为公司经营效益的稳定增长提供了有力保障。目前公司在产业布局上已经初步形成了海上风电项目群和西北风光电项目群，公司投资的项目已遍布全国 16 个省、自治区，在区位优势、业务板块、人才团队、项目开发、运营及管理等多个方面形成了突出的竞争优势。未来，公司将重点向“基地化、规模化、集约化”目标前进，形成产业集群效应。

#### 4.1.3. 新能源行业前景广阔，股东背景提供有力支撑

在“双碳”目标、构建“新型电力系统”的大背景下，新能源发电将逐渐成为电力电量供应主体，新能源在国家能源战略中的角色更加重要，实施可再生能源替代行动，构建以新能源为主体的新型电力系统，是打造清洁低碳安全高效能源体系的必然选择。公司作为国有控股的专业从事水电、水务、风电、太阳能发电、氢能和其它可再生能源投资、开发、运营管理的综合型能源企业，主动响应国家战略号召，深入贯彻落实党的十九大、十九届历次全会精神，牢牢立足浙江建设“重要窗口”“共同富裕示范区”政治定位，坚决落实“3060”碳达峰、碳中和任务目标，坚持“区域聚焦、重点突破、购建并举”发展方针，稳进提质、乘势而上，努力打造国内最具成长性的一流新能源企业。公司 2022 年主要经营目标为全年完成发电量 76.02 亿千瓦时，实现营收 43.98 亿元，未来公司业绩有望进一步增长。



## 4.2 盈利预测与估值比较

### 4.2.1. 盈利预测

#### 1. 近期关键财务数据

公司主营业务主要是风力发电、光伏发电、水力发电三个板块。公司 2021 年实现营业收入 29.1 亿元，较上年同期增长 23.99%；归属于母公司股东的净利润 4.55 亿元，较上年同期增长 60.35%。2022 年上半年公司实现营业收入 25.08 亿元，同比增长 80.72%；归母净利润 6.93 亿元，同比增长 174.02%。随着新增风电项目投产发电及水电项目资产收购产生收益，公司业绩增长较为明显。

#### 2. 盈利预测假设：

**收入：**公司的主营板块中，新能源发电业务随着公司后续光伏和风电装机量的提升以及水电项目的资产收购，我们预测未来公司收入有望维持两位数的快速增长。

**毛利率：**我们预测未来新能源发电业务的毛利率有望小幅提升，主要原因是公司内部运营能力的提高使得风光装机的利用小时数有望持续提升，叠加国家政策对绿电政策倾斜，上网电价未来有望小幅提升。

#### 3. 盈利预测结论：

我们预计 2022-2024 年，公司可实现营业收入 43.08 亿元（同比增长 48.07%）、60.02 和 76.02 亿元，以 2021 年为基数未来三年复合增长 37.73%；归属母公司净利润 8.28（同比增长 82.05%）、14.02 和 19.35 亿元。总股本 20.8 亿股，对应 EPS 0.4、0.67 和 0.93 元。

表格 6.公司分业务收入和毛利率假设（单位：亿元）

指标	分业务	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	光伏发电	16.86	28.66	42.99	55.89
	同比增长	4.53%	70%	50%	30%
	水力发电	7.90	9.09	10.45	12.01
	同比增长	19.34%	15%	15%	15%
	风力发电	3.76	4.70	5.88	7.34
	同比增长	5271.43%	25%	25%	25%
毛利率	其他业务	0.57	0.63	0.69	0.76
	同比增长	-10.94%	10%	10%	10%
	光伏发电	56.35%	57%	58%	59%
	水力发电	54.85%	55%	55%	55%
	风力发电	61.94%	62%	63%	64%
	其他业务	12.00%	20%	20%	20%

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

#### 4.2.2. 估值比较

估值要点如下：2022 年 9 月 26 日，股价 11.55 元，对应市值 240.24 亿元，2022-2024 年 PE 约为 19、15 和 14 倍。公司当前正处于快速发展阶段，通过抓住可再生能源发展“窗口期”，广开项目合作开发渠道，实现了从单一型水电产业向“风光水”多业协同发展转型，新能源业务在全国重点区域均有布局。首次覆盖，我们给予“增持”评级。

表格 7. 同行业可比公司估值情况

序号	证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
1	000591	太阳能	6.94	0.42	0.57	0.71	16.47	12.25	9.75
2	600821	金开新能	6.34	0.43	0.68	0.99	14.7	9.31	6.45
3	600905	三峡能源	5.45	0.29	0.36	0.43	18.53	15.2	12.76
		平均		<b>0.38</b>	<b>0.54</b>	<b>0.71</b>	<b>16.57</b>	<b>12.25</b>	<b>9.65</b>

资料来源：iFinD，川财证券研究所，数据日期 2022 年 9 月 26 日

## 盈利预测

**财务报表预测及比率分析**

资产负债表						利润表							
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1295.60	1040.01	3835.38	2584.91	3600.98	4561.32	营业收入	2102.38	2346.51	2909.53	4308.18	6001.63	7602.19
应收票据及账款	2604.11	3386.29	4734.00	9112.60	31736.39	48240.15	营业成本	804.89	1081.54	1272.28	1860.72	2581.23	3257.94
预付账款	6.84	14.53	13.46	25.91	90.24	137.17	税金及附加	29.27	30.74	33.75	49.97	69.62	88.18
其他应收款	65.92	105.36	83.87	161.45	562.27	854.66	销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	3.75	5.43	7.75	11.34	15.73	19.86	管理费用	159.61	142.99	177.12	262.27	365.36	462.80
其他流动资产	266.40	219.91	338.90	501.82	699.07	885.50	研发费用	0.00	4.91	20.49	30.34	42.26	53.53
<b>流动资产总计</b>	<b>4242.61</b>	<b>4771.53</b>	<b>9013.37</b>	<b>12398.03</b>	<b>36704.67</b>	<b>54698.66</b>	财务费用	419.33	577.69	705.42	928.18	1134.95	1377.00
长期股权投资	1974.35	2184.40	2676.66	3076.81	3877.11	5077.56	资产减值损失	-9.81	-1.86	-4.33	-9.98	-13.90	-17.61
固定资产	14113.16	13736.90	27380.94	27542.71	27092.21	26617.26	信用减值损失	-22.41	-89.79	-141.22	-139.96	-194.98	-246.98
在建工程	1988.01	7699.59	587.84	0.00	0.00	0.00	其他经营损益	0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
无形资产	260.98	255.55	264.49	220.41	176.33	132.24	投资收益	127.57	184.15	181.02	452.55	905.10	1357.65
长期待摊费用	21.21	42.29	7.05	3.53	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.94	5.67	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	1591.55	1082.66	1354.55	1354.44	1354.33	1354.22	资产处置收益	0.72	0.04	-0.00	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>19949.26</b>	<b>25001.39</b>	<b>32271.53</b>	<b>32197.90</b>	<b>32499.97</b>	<b>33181.29</b>	其他收益	2.59	3.25	7.81	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>24191.87</b>	<b>29772.92</b>	<b>41284.90</b>	<b>44595.92</b>	<b>69204.65</b>	<b>87879.95</b>	营业利润	787.94	605.35	749.41	1479.31	2504.42	3455.81
短期借款	1402.93	2152.82	5051.72	3742.79	22828.14	23221.11	营业外收入	3.15	7.34	65.27	0.00	0.00	0.00
应付票据及账款	291.19	955.45	2008.31	3230.89	4930.14	9333.97	营业外支出	1.60	4.01	2.11	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	2361.93	3843.72	5504.47	8862.44	13527.28	25616.47	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	<b>4056.05</b>	<b>6951.98</b>	<b>12564.50</b>	<b>15836.12</b>	<b>41285.56</b>	<b>58171.55</b>	利润总额	789.50	608.68	812.58	1479.31	2504.42	3455.81
长期借款	8928.57	11329.17	14587.35	11434.66	8316.88	5238.19	所得税	155.83	83.83	116.09	211.34	357.79	493.70
其他非流动负债	1500.74	1367.01	2206.18	4300.70	4719.60	7023.57	净利润	633.67	524.85	696.49	1267.97	2146.64	2962.11
<b>非流动负债合计</b>	<b>10429.31</b>	<b>12696.18</b>	<b>16793.53</b>	<b>15735.36</b>	<b>13036.49</b>	<b>12261.76</b>	少数股东损益	226.16	241.13	241.53	439.71	744.42	1027.22
<b>负债合计</b>	<b>14485.36</b>	<b>19648.16</b>	<b>29358.03</b>	<b>31571.48</b>	<b>54322.05</b>	<b>70433.31</b>	归属母公司股东净产	407.51	283.72	454.96	828.26	1402.22	1934.89
股本	1872.00	1872.00	2080.00	2080.00	2080.00	2080.00	EBITDA	1792.82	2004.08	2492.48	3531.27	4787.60	6001.94
资本公积	3719.02	3719.05	4199.46	4199.46	4199.46	4199.46	NOPLAT	968.41	1019.27	1242.13	2063.55	3119.45	4142.38
留存收益	691.04	974.76	1429.71	2087.57	3201.30	4738.13	EPS(元)	0.20	0.14	0.22	0.40	0.67	0.93
归属母公司权益	6282.06	6565.81	7709.17	8367.03	9480.76	11017.58							
少数股东权益	3424.45	3558.95	4217.70	4657.42	5401.84	6429.06							
<b>股东权益合计</b>	<b>9706.51</b>	<b>10124.76</b>	<b>11926.87</b>	<b>13024.44</b>	<b>14882.60</b>	<b>17446.64</b>							
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>24191.87</b>	<b>29772.92</b>	<b>41284.90</b>	<b>44595.92</b>	<b>69204.65</b>	<b>87879.95</b>							

现金流量表						
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税后经营利润	633.67	524.85	696.49	880.07	1370.84	1798.41
折旧与摊销	583.99	817.71	974.48	1123.78	1148.22	1169.14
财务费用	419.33	577.69	705.42	928.18	1134.95	1377.00
投资损失	-127.57	-184.15	-181.02	-452.55	-905.10	-1357.65
营运资金变动	-346.28	-594.28	-1105.32	-54.58	-16926.49	-540.62
其他经营现金流	39.58	73.51	62.53	452.55	905.10	1357.65
<b>经营性现金流净额</b>	<b>1202.72</b>	<b>1215.34</b>	<b>1152.59</b>	<b>2877.45</b>	<b>-13272.47</b>	<b>3803.92</b>
资本支出	2460.83	4861.25	1890.83	-1444.51	231.10	-1653.97
长期投资	-395.06	-308.20	-915.05	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-378.83	311.47	-652.74	-2106.77	-443.40	-2340.72
<b>投资性现金流净额</b>	<b>-3234.72</b>	<b>-4857.98</b>	<b>-3458.62</b>	<b>-662.25</b>	<b>-674.50</b>	<b>-686.75</b>
短期借款	731.93	749.89	2898.90	-1308.92	19085.35	392.97
长期借款	1819.87	2400.60	3258.17	-3152.68	-3117.78	-3078.69
普通股增加	1092.00	0.00	208.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	287.64	0.03	480.40	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-3279.62	280.18	-1742.55	995.94	-1004.53	528.90
<b>筹资性现金流净额</b>	<b>651.82</b>	<b>3430.70</b>	<b>5102.93</b>	<b>-3465.67</b>	<b>14963.04</b>	<b>-2156.83</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>-1380.17</b>	<b>-211.94</b>	<b>2796.89</b>	<b>-1250.47</b>	<b>1016.07</b>	<b>960.34</b>

主要财务比率						
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>						
营收增长率	68.10%	11.61%	23.99%	48.07%	39.31%	26.67%
营业利润增长率	285.77%	-23.17%	23.80%	97.40%	69.30%	37.99%
EBITDA增长率	108.02%	-1.86%	27.95%	58.60%	51.17%	32.79%
EBITDA增长率	71.24%	11.78%	24.37%	41.68%	35.58%	25.36%
归母净利增长率	170.74%	-30.38%	60.35%	82.05%	69.30%	37.99%
经营现金流增长率	86.17%	1.05%	-5.16%	149.65%	-561.26%	128.66%
<b>盈利能力</b>						
毛利率	61.72%	53.91%	56.27%	56.81%	56.99%	57.14%
净利率	30.14%	22.37%	23.94%	29.43%	35.77%	38.96%
营业利润率	37.48%	25.80%	25.76%	34.34%	41.73%	45.46%
ROE	6.49%	4.32%	5.90%	9.90%	14.79%	17.56%
ROA	1.68%	0.95%	1.10%	1.86%	2.03%	2.20%
ROIC	7.25%	5.10%	5.27%	7.03%	11.10%	9.02%
<b>估值倍数</b>						
P/E	58.95	84.67	52.80	29.01	17.13	12.42
P/S	11.43	10.24	8.26	5.58	4.00	3.16
P/B	3.82	3.66	3.12	2.87	2.53	2.18
股息率	0.00%	0.00%	0.39%	0.71%	1.20%	1.66%
EV/EBIT	31.21	34.59	35.45	18.17	16.61	12.17
EV/EBITDA	21.04	20.47	21.59	12.39	12.63	9.80
EV/NOPLAT	38.95	40.26	43.33	21.20	19.38	14.20

数据来源：同花顺iFinD

## 风险提示

新能源项目进展不及预期；

可再生能源补贴滞后；

水风光资源不及预期。

## 川财证券

川财证券有限责任公司成立于 1988 年 7 月,前身为经四川省人民政府批准、由四川省财政出资兴办的证券公司,是全国首家由财政国债中介机构整体转制而成的专业证券公司。经过三十余载的变革与成长,现今公司已发展成为由中国华电集团资本控股有限公司、四川省国有资产经营投资管理有限责任公司、四川省水电投资经营集团有限公司等资本和实力雄厚的大型企业共同持股的证券公司。公司一贯秉承诚实守信、专业运作、健康发展的经营理念,矢志服务客户、服务社会,创造了良好的经济效益和社会效益;目前,公司是中国证券业协会、中国国债协会、上海证券交易所、深圳证券交易所、中国银行间市场交易商协会会员。

## 研究所

川财证券研究所目前下设北京、上海、深圳、成都四个办公区域。团队成员主要来自国内一流学府。致力于为金融机构、企业集团和政府部门提供专业的研究、咨询和调研服务,以及投资综合解决方案。





## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明