

嘉泽新能 (601619) 深度研究

深耕新能源发电，低估值成长可期

2023 年 12 月 08 日

【投资要点】

公司为低估值民营风电运营商，受益于发电业务项目储备丰富、结构优化、IRR 提升，五大板块布局协同互补，业绩有望维持较快增长。

- ◆ **高成长的风电民企，五大板块协同发展。**2014-2022 年装机规模快速增长，CAGR 为 21.8%，同期公司营收、归母净利润 CAGR 为 21.4%、34.3%。截至 2023 年上半年，公司新能源发电并网装机容量 1.99GW，其中风电 1.85GW。围绕新能源发电业务，公司先后拓展电站开发-建设-出售（BT 业务）、资产管理（运维服务）、屋顶分布式光伏、产业基金等板块，五大板块协同互促，构筑企业核心竞争优势。
- ◆ **装机量：现有在建及待建风电项目 1.68GW，并网装机有望翻倍。**截至 2023 年上半年，公司持有在建及待建风电项目 1.68GW，项目储备丰富。根据公司规划，2023-2025 年计划并网容量 0.6、0.8、1.0GW，较现有并网装机有望翻倍。其中，产业配套投资及设立产业基金是公司项目获取的核心手段，BT 业务助力公司快速筹集项目建设资金。
- ◆ **效率提升：项目结构持续优化，2020-2022 年公司平均上网电价、平均利用小时数分别提升 0.04 元/kWh、327 小时。**上市初期公司项目集中在宁夏、新疆，之后新增项目向资源优越、消纳良好的区域拓展，2022 年公司非西北地区装机量占比提升至 45%。风电建设成本及融资利率的下降从成本端助力项目回报率上行，上网电价及利用小时数的改善推动公司项目创收效率提升。2020-2022 年公司单 GW 收入/利润从 8.0/1.7 亿元提升至 10.3/3.1 亿元；2022 年人均创收/创利达 1283、386 万元/年。
- ◆ **业绩增量：多环节布局助推发电业务发展，有望打造第二增长曲线。**
 - 1) **BT 业务：**央国企购买电站需求大，公司电站出售溢价率高至 125%，3 年内计划出售电站 0.9-1.25GW，投资收益可观；
 - 2) **资产管理业务：**布局电力后服务市场，2023 年计划实现在管电站规模较快增长；
 - 3) **工商业分布式：**渠道合作开发模式下，23H1 收入约为 22 年全年的 13 倍，3 年内有望实现 800-1000MW 资源覆盖。



挖掘价值 投资成长

增持（首次）

东方财富证券研究所

证券分析师：周旭辉

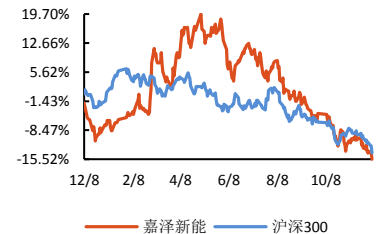
证书编号：S1160521050001

证券分析师：朱晋潇

证书编号：S1160522070001

电话：021-23586740

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	8495.94
流通市值（百万元）	8448.03
52 周最高/最低（元）	5.05/3.41
52 周最高/最低（PE）	21.87/11.02
52 周最高/最低（PB）	2.09/1.45
52 周涨幅（%）	-12.36
52 周换手率（%）	205.82

相关研究

【投资建议】

- ◆ 公司为宁夏民营风电龙头，项目开发力度加大、收益率提升，主营发电业务有望快速增长，BT 业务、资产管理、分布式光伏、基金业务有望贡献业绩增量。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 8.2、11、15 亿元，P/E 估值分别为 10、8、5 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1840.97	2386.20	3189.04	4220.64
增长率(%)	27.26%	29.62%	33.64%	32.35%
EBITDA（百万元）	1511.06	1690.99	2201.51	2930.42
归属母公司净利润（百万元）	535.44	822.35	1094.84	1526.39
增长率(%)	-30.59%	53.58%	33.14%	39.42%
EPS（元/股）	0.22	0.34	0.45	0.63
市盈率（P/E）	17.14	10.15	7.63	5.47
市净率（P/B）	1.58	1.30	1.15	0.98
EV/EBITDA	10.56	9.83	8.60	6.69

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 项目核准、建设、并网不及预期。
- ◆ 电站出售进展不及预期。
- ◆ 电价下降风险。
- ◆ 融资能力下降。

1、关键假设

新能源发电：根据公司经营计划，2023-2025 年预计新能源并网装机容量分别为 2526、3326、4326MW。利用小时数：综合考虑 2023H1 宁柏基金并表、部分项目所在地区风速提高的影响，叠加后续项目储备集中在黑龙江、广西等风电利用小时数较高的省份，故假设 2023-2025 年公司风电平均利用小时数分别为 2500、2550、2600 小时。**上网电价：**未来新增项目所在地区燃煤基准价相对较高，但项目多为平价上网，故我们预计 2023-2025 年公司风电平均上网电价分别为 0.52、0.50、0.49 元/kWh；5) 毛利率：我们假设 2023-2025 年公司风电业务毛利率维持在 60%左右。

其他：2023-25 年，1) 分布式光伏收入 0.4/1/2 亿元，毛利率保持稳定。2) 资产管理业务增速 0%/30%/30%，毛利率保持稳定。3) 智能微网业务保持稳定，保持 5%的复合增速，毛利率保持稳定。4) 其他业务保持稳定 5%左右的增长，毛利率持平。

2、创新之处

2.1 市场较少关注民营新能源发电运营商，认为其融资能力有限，资金限制下项目扩张存在瓶颈。

我们认为民企项目建设资金的补充渠道并不唯一，存量电站的出售可助力其快速收集新项目建设资金，同时由于当前电站交易市场稳定，BT 业务可带来可观的投资收益。

2.2 市场忽视了新能源发电行业民企的效率优势，即单个项目更高的收益率。

从毛利率、单 GW 创收/创利、人均创收/创利角度，以公司为代表的民营企业存在优势。

2.3 市场仅关注发电业务的增长，低估了公司其他板块潜在的业绩贡献能力。

公司自 2021、2022 年先后布局新能源资产管理（运维服务）、屋顶分布式光伏业务，当前收入体量较小，但从成长性来看，随着存量装机的积累，可以预见风电后服务市场快速增长，同时公司分布式光伏正在快速放量，未来有望成为公司的第二增长曲线。

3、潜在催化

◆ 上网电价上调；可再生能源补贴发放加快；消纳问题改善，装机扩张加快

正文目录

1. 始于宁夏，深耕新能源发电	6
1.1. 宁夏民营风电龙头，五大板块协同发展	6
1.2. 股权结构相对集中，股权激励增强企业凝聚力	7
1.3. 收入利润双增长，经营效率稳步提升	8
2. 量变为本，装机有望再提速	10
2.1. 风光装机有望提速，核心地区规划潜力大	10
2.2. 产业配套助力指标获取，并网量有望翻倍	11
2.3. 营收增长依赖资本支出，BT 业务增厚现金储备	13
3. 效率为先，度电成本稳步下降	15
3.1. 建设成本+融资成本双降，度电成本持续下降	15
3.2. 项目布局持续优化，利用小时数与上网电价提升	16
3.3. 运营端不断改善，单位创收创利稳步回升	18
4. 盈利预测与投资建议	20
4.1. 关键假设	20
4.2. 盈利预测与投资建议	20
5. 风险提示	21

图表目录

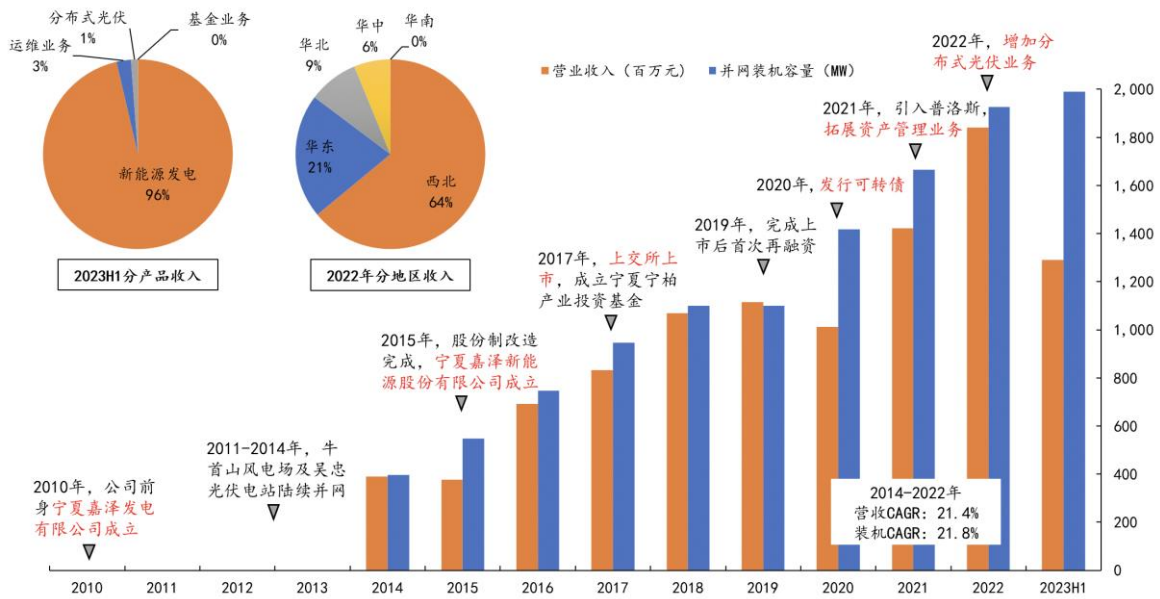
图表 1: 公司发展历史及整体经营情况.....	6
图表 2: 公司主要业务板块及项目开发模式.....	6
图表 3: 公司股本结构.....	7
图表 4: 公司股权激励计划实际授予情况.....	7
图表 5: 2017-2023H1 公司营业收入及同比增速.....	8
图表 6: 2017-2023H1 公司归母净利润及同比增速.....	8
图表 7: 2017-2023H1 公司营业收入分产品构成.....	8
图表 8: 2017-2023H1 公司营业收入分地区构成.....	8
图表 9: 2017-2023H1 公司毛利率及净利率.....	9
图表 10: 2017-2023H1 公司期间费用率.....	9
图表 11: 2014-2023H1 公司资本结构.....	9
图表 12: 2017-2023H1 公司营运能力整体提高.....	10
图表 13: 2012-2022 年全国风光累计装机容量 (GW, %).....	10
图表 14: “十四五”全国预计风光新增装机容量 (GW).....	10
图表 15: “十四五”期间各省风光规划新增装机容量 (GW).....	11
图表 16: 公司 2022 年产业配套项目.....	11
图表 17: 最近 3 年公司发起设立基金情况.....	12
图表 18: 代表性同行业公司 2022 年资产负债率 (%).....	13
图表 19: 公司营收增长依赖资本开支 (百万元, %).....	13
图表 20: 2017-2022 年公司现金流入结构变化 (百万元).....	13
图表 21: 2017-2022 年可比公司现金短债比情况 (倍).....	14
图表 22: 2010 年后全球陆风、光伏初始建设成本不断降低 (USD/kW).....	15
图表 23: 2010 年后全球陆风、光伏 LCOE 不断下降 (USD/kWh).....	15
图表 24: 碳减排支持工具示意图.....	16
图表 25: 公司财务费用率下降显著.....	16
图表 26: 2022 年全国风力资源分布.....	16
图表 27: 2022 年公司主要装机省份风电利用率.....	16
图表 28: 2017、2022 年公司风电并网装机地区分布情况.....	17
图表 29: 2018-2022 年公司风电平均上网电价 (元/kWh).....	17
图表 30: 2018-2022 年公司风电设备平均利用小时数 (小时/年).....	17
图表 31: 2017-2022 年公司上网电量市场化交易占比 (%).....	18
图表 32: 2017-2022 年公司单 GW 营收及利润 (亿元).....	18
图表 33: 2022 年可比公司单 GW 营收及利润 (亿元).....	18
图表 34: 2017-2022 年公司人均创收&创利 (万元).....	19
图表 35: 2022 年可比公司人均创收&创利 (万元).....	19
图表 36: 最近 3 年公司发起设立基金情况.....	20

1. 始于宁夏，深耕新能源发电

1.1. 宁夏民营风电龙头，五大板块协同发展

深耕新能源发电领域 13 年，装机规模高速增长。公司成立于 2010 年，并于 2017 年上市，主营业务以风力发电为核心，大力拓展屋顶分布式光伏、电站开发-建设-出售（BT 业务）、资产管理（运维服务）、产业基金等板块。2014-2022 年公司营收、装机规模快速增长，年复合增长率超 20%。截至 2023 年上半年，公司新能源发电并网装机容量 1989MW，其中风电 1853MW、光伏 130MW、智能微网发电并网容量 6MW，业务及项目开发、建设区域覆盖 19 个省区。

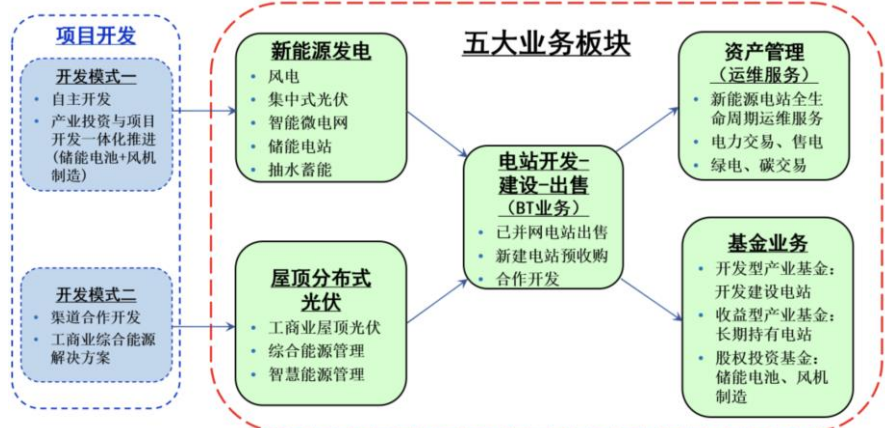
图表 1：公司发展历史及整体经营情况



资料来源：公司公告，公司官网，Choice 嘉泽新能深度资料，东方财富证券研究所

以新能源发电为基础，五大业务板块协同发展。公司自“十四五”开始，逐渐形成了新能源发电、电站开发-建设-出售（BT 业务）、屋顶分布式光伏、资产管理（运维服务）、基金业务共五大业务板块。从 2023H1 净利润贡献来看，前四大板块在净利润（分部间抵销前）中占比依次为 90.2%、8.6%、0.9%、0.4%；基金业务主要充当业务纽带，对利润的直接影响较小。

图表 2：公司主要业务板块及项目开发模式

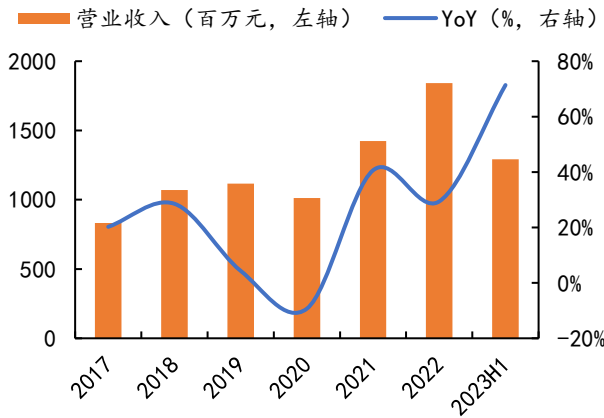


资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

1.3. 收入利润双增长，经营效率稳步提升

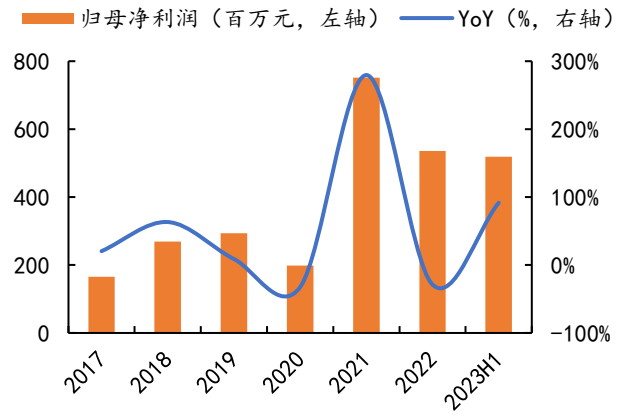
公司营收增速整体较快，2023H1 利润端增速反弹。公司营业收入随新能源发电量提升实现快速增长，2017-2022 年期间从 8.32 亿元提升至 18.41 亿元，CAGR 为 17.2%；归母净利润整体增速快于营收，2017-2022 年期间从 1.65 亿元提升至 5.35 亿元，CAGR 为 26.6%。受宁柏基金并表、上网电量及电价提升、电站售出利润的综合影响，2023 年上半年公司实现营业收入 12.92 亿元，同比增长 71.4%；实现归母净利润 5.19 亿元，同比增长 91.6%。

图表 5：2017-2023H1 公司营业收入及同比增速



资料来源：Choice 嘉泽新能深度资料，东方财富证券研究所

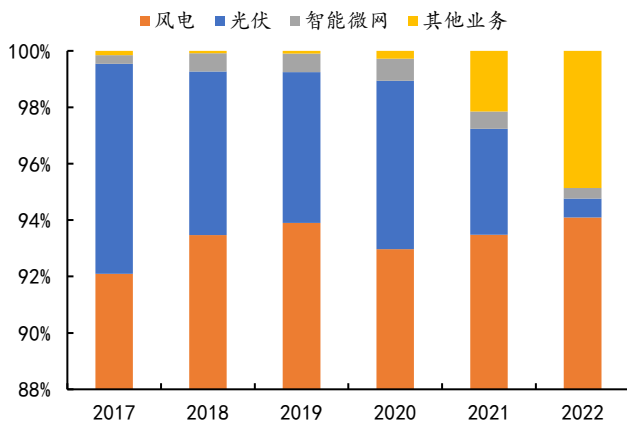
图表 6：2017-2023H1 公司归母净利润及同比增速



资料来源：Choice 嘉泽新能深度资料，东方财富证券研究所

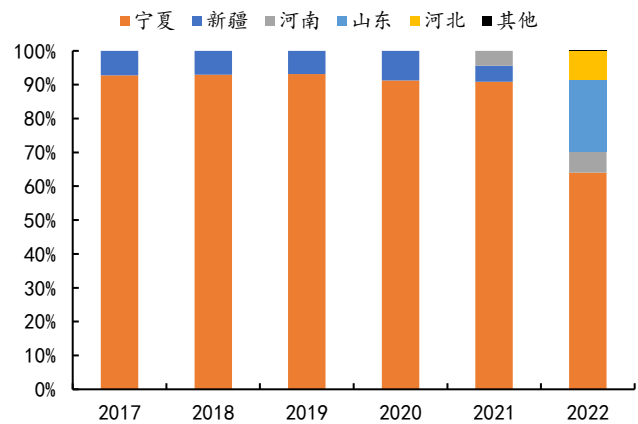
新能源发电收入占比超 90%，宁夏以外地区收入占比有望扩大。2017 年以来公司新能源发电收入（风电+集中式光伏+智能微网）占比始终维持在 95% 以上，以资产管理、分布式光伏为代表的其他业务收入占比于 2022 年显著提升，约占营收的 4.9%（其中资产管理 4.31%、分布式光伏 0.06%）。从地区分布来看，宁夏地区历史收入占比在 90% 左右，2022 年包括宁夏、新疆在内的西北地区合计占比降至 64.0%，公司全国化布局成效初显，预计未来黑龙江、广西、吉林等地的收入占比有望提高。

图表 7：2017-2023H1 公司营业收入分产品构成



资料来源：公司公告，Choice 嘉泽新能深度资料，东方财富证券研究所
注：光伏指集中式或复合光伏，其他业务包含资产管理、分布式光伏、基金业务等

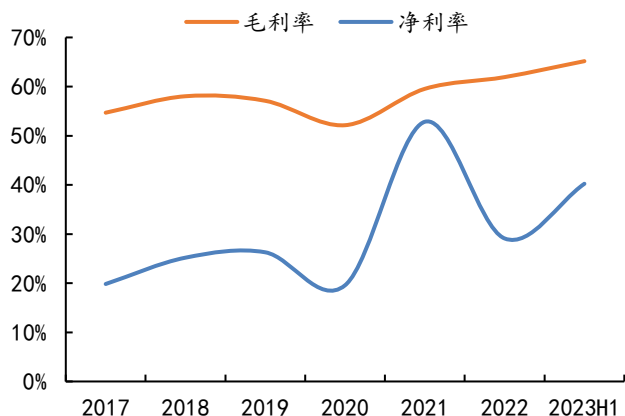
图表 8：2017-2023H1 公司营业收入分地区构成



资料来源：Choice 嘉泽新能深度资料，东方财富证券研究所
注：2022 年西北、华中、华东、华北地区收入依次记作宁夏、河南、山东、河北省份收入

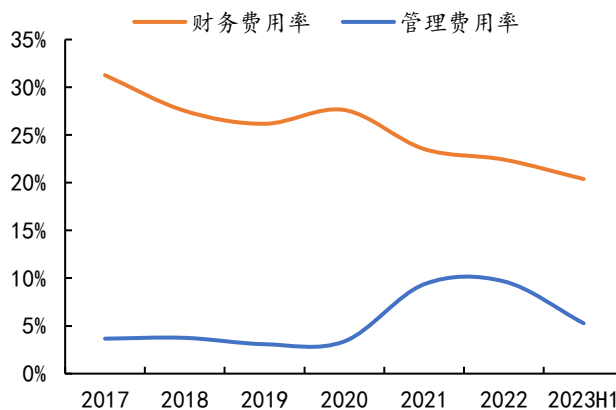
盈利能力整体上行，期间费用率有所下降。2017-2023H1 期间，公司毛利率、净利率分别从 54.7%、19.8%提升至 65.2%、40.2%；其中，由于 BT 业务的新能源电站出售的交易周期不可控，对净利润影响较大，2020-2022 年净利率有所波动。期间费用方面，公司主要费用仅包含财务费用和管理费用，其中：财务费用率自 2017 年的 31.3%下降至 2023H1 的 20.4%；管理费用率在 2023 年上半年也有所降低，较 2022 年全年降低 4.4pct 至 5.3%。

图表 9：2017-2023H1 公司毛利率及净利率



资料来源：Choice 嘉泽新能深度资料，东方财富证券研究所

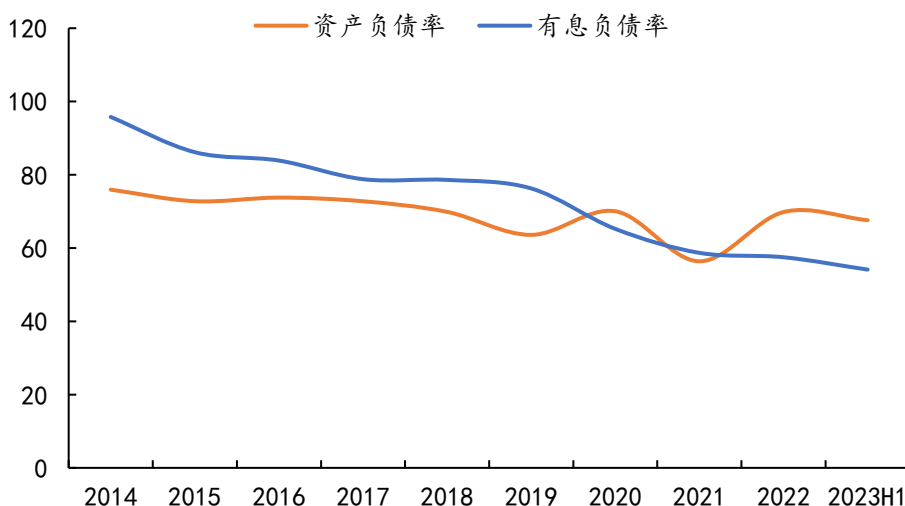
图表 10：2017-2023H1 公司期间费用率



资料来源：Choice 嘉泽新能深度资料，东方财富证券研究所

资本结构持续优化，有息负债率不断降低。风电光伏运营行业具备重资产属性，资产负债率较高。公司资本结构逐渐改善，资产负债率呈波动下行趋势，从 2014 年的 75.9% 小幅下降至 2023H1 的 67.6%。从负债结构来看，公司有息负债率从 2014 年的 95.8% 连续下降至 2023H1 的 54.1%，偿债压力有所减轻。

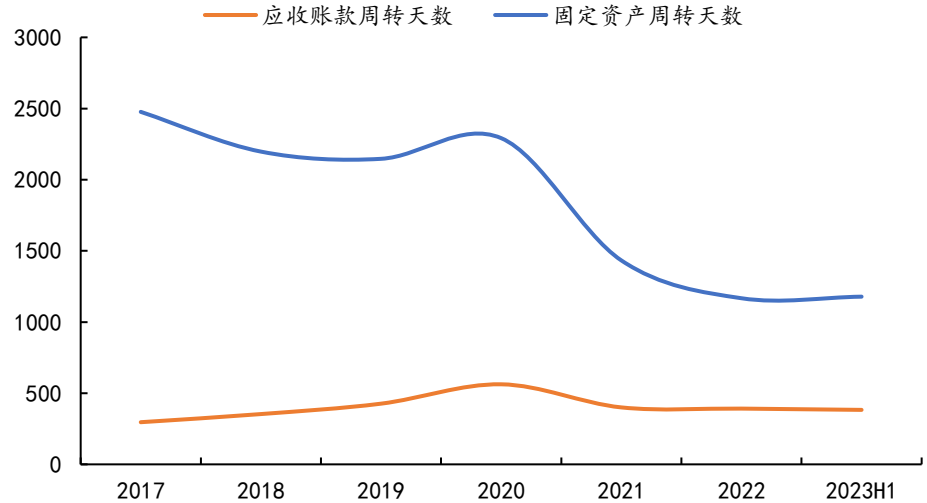
图表 11：2014-2023H1 公司资本结构



资料来源：Choice 嘉泽新能深度资料，东方财富证券研究所

周转率有所加快，营运效率显著改善。2020 年以来，随着公司发电项目中存量补贴项目占比下降、项目整体利用小时数上行，公司应收账款、固定资产周转天数不断降低，分别从 2020 年的 563、2292 天下降至 2023H1 的 381、1178 天，营运效率提升明显。

图表 12：2017-2023H1 公司营运能力整体提高



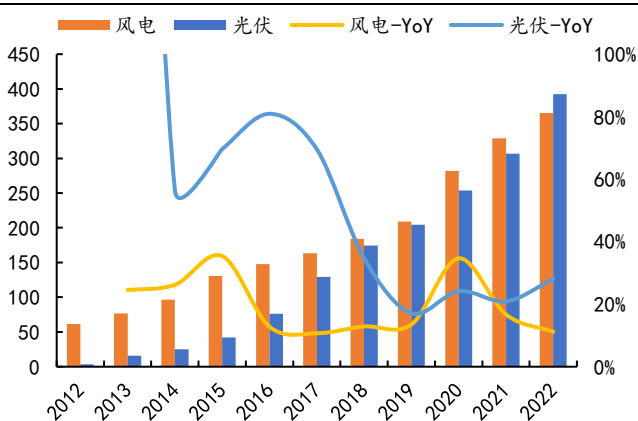
资料来源：Choice 嘉泽新能深度资料，东方财富证券研究所

2. 量变为本，装机有望再提速

2.1. 风光装机有望提速，核心地区规划潜力大

新能源装机规模持续增长，“十四五”装机速度有望加快。2012-2022 年期间，国内风电、光伏累计装机容量分别从 61.4、31.4 吉瓦分别提升至 365.4、392.6 吉瓦，CAGR 分别达 19.5%、60.7%。根据《“十四五”可再生能源发展规划》，2025 年风电和太阳能发电量将较 2020 年实现翻倍。为实现规划目标，中国可再生能源学会风能专委会（CWEA）预测 2023-2025 年期间每年陆上风电新增吊装容量预计在 60GW 以上，中国光伏行业协会（CPIA）预测 2023-2025 年期间每年新增光伏装机容量预计在 95GW 以上，较 2022 年均有所加快。

图表 13：2012-2022 年全国风光累计装机容量 (GW, %)



资料来源：Choice 中国宏观转引自中国电力企业联合会，东方财富证券研究所

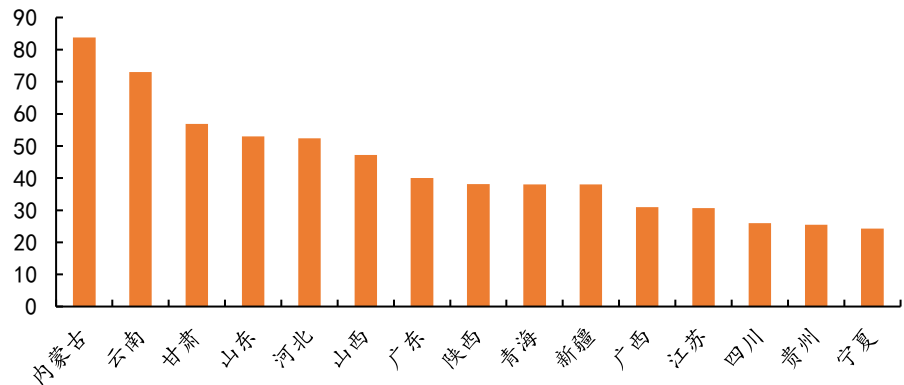
图表 14：“十四五”全国预计风光新增装机容量 (GW)

	陆上风电	海上风电	光伏
2022A	44.67	5.16	87.41
2023E	60-70	8-10	95-120
2024E	60-70	12-15	95-120
2025E	>70	>20	100-125

资料来源：每日风电公众号转引自CWEA, CPIA《2022年光伏行业发展回顾与2023年形势展望》，东方财富证券研究所

从各省规划来看，未来新增装机主要集中在资源好、用电需求高的地区。受地理资源（风能、光照条件等）、用电需求、经济条件等因素的影响，不同省份的风光装机规划存在差异。据风芒能源统计，截至 2022 年 12 月，“十四五”期间新增风光装机规划排名前 5 的省份依次为内蒙古、云南、甘肃、山东、河北，各省分别计划实现新增装机 84、73、57、53、52GW。其中，内蒙古的规划新增装机主要为风电，占比约 61%。

图表 15：“十四五”期间各省风光规划新增装机容量（GW）



资料来源：风芒能源公众号，东方财富证券研究所

2.2. 产业配套助力指标获取，并网量有望翻倍

公司通过产业配套投资与项目开发一体化手段，与地方政府合作，获取新能源建设指标。公司根据各省市相关政策和区域发展特点，在重点区域以产业投资与项目开发一体化模式，积极与大型风电、储能电池制造等行业头部企业合作，以产业园区、大型基地建设为切入点，加速新能源项目开发。其中，2021 年 6 月公司与天津中车风能、黑龙江鸡西市政府签订《新能源产业合作框架协议》，建造风发电机、风机塔筒等制造项目，现累计在鸡西市获取了 1.4GW 的新能源指标。

图表 16：公司 2022 年产业配套项目

项目名称	项目地	日期	合作方	地区风电规划	建设内容	已获指标
新能源装备制造和新能源智慧运营运维园区	黑龙江鸡西市	2021 年 6 月	天津中车风能	黑龙江：“十四五”新增风电、光伏、生物质发电等新能源及可再生能源装机 30GW 以上。 鸡西：建设以电力外送为主的可再生能源基地，因地制宜发展分布式能源。	建设风力发电机总装厂、风机塔筒智能制造厂和集中运维中心及大数据运营中心。	1.4GW
生态新区零碳新能源智慧装备产业园（一期）	广西柳州市	2022 年 9 月	金风科技	广西：“十四五”期间新增陆上风电并网装机不低于 1500 万千瓦。 柳州：加快柳州陆上风电基地化发展；积极推进柳州抽水蓄能电站前期工作；布局储能装备产业园区。	建设智能风力发电机总装厂、风机塔筒智能制造厂和储能总装厂，同时大力引进和培育新能源产业链上下游配套企业落户园区。	-

资料来源：公司公告，国家发改委，广西发改委，东方财富证券研究所

先后成立或投资新能源产业基金，助力项目获取并拓展公司电站售出渠道及运维客户。最近3年内公司共发起设立4家基金，其中：开发型基金被用于撬动社会资本，增加项目储备，加快公司规模扩张；收益型基金主要投资收购新能源电站并长期持有，以获取电站运行收入，同时可作为公司BT业务、资产管理服务的客户；股权投资基金通过投资风机主机、储能电池等上下游相关制造业，促使被投资企业在重点区域落地产能，带动公司新能源项目开发。

图表 17：最近3年公司发起设立基金情况

设立时间	成立或收购基金	基金类型	基金规模	拟投资项目	其他投资人
2023年 3月	吉林省电投 嘉泽清能基金	收益型 产业基金	10亿元	风电、光伏等清洁能源领域以及其他战略新兴产业的股权投资，目前尚无投资项目	电投清能新能源
2022年 4月	海南开弦绿色能源 产业投资基金	股权 投资基金	5.1亿元	“碳中和、碳达峰”相关行业的上下游企业或/和以“碳中和、碳达峰”相关行业为主要投资领域的子基金，已累计投资了六家公司和基金	浙江巽能科技 开弦私募股权投资基金
2021年 8月	保新嘉泽新能源 产业开发基金	开发型 产业基金	2亿元	投资于申报、投建及运营新能源、新基建项目的公司，已投资绥滨保新嘉泽悦阳新100MW风电项目	保利（天津）股权投资基金
2021年 7月	风能开发 产业基金（宁夏）	开发型 产业基金	16亿元	原则上用于风电项目投资，已投资延安市三个分散式风电项目：甘谷驿20MW，黄龙县20MW，柳林县20MW	中车基金 中车资本 山东电建等

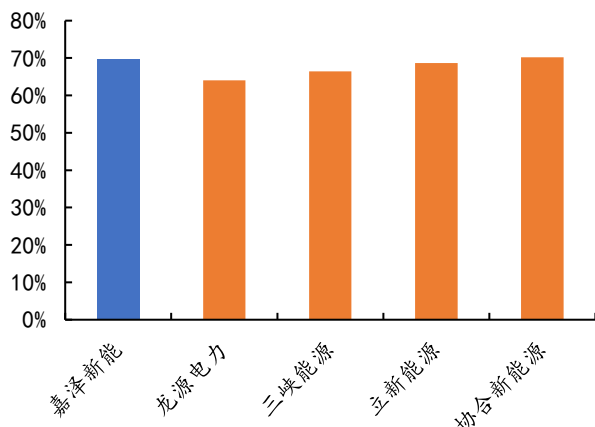
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

项目开发力度显著加大，2025年并网装机或可翻倍。截至2023年6月30日，公司新能源发电并网装机容量1.99GW，其中风电1.85GW、光伏0.13GW、智能微网0.01GW，并持有在建及待建风电项目1.68GW。“十四五”期间，公司将持续推进黑龙江、广西、吉林等地的产业园区和大基地建设，进一步加快新能源项目开发进度，计划于2023-2025年分别新增0.6、0.8、1.0GW新能源并网装机容量，若不考虑存量项目退出，则2025年公司新能源装机容量将提升至4.3GW，较2022年实现翻倍。

2.3. 营收增长依赖资本支出，BT 业务增厚现金储备

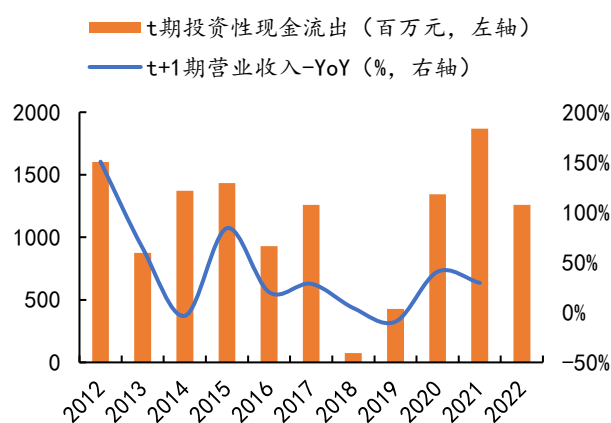
新能源发电行业具有重资产属性，营收增长依赖资本支出的扩大。电站开发及建设所需的资本投入大，包括龙源电力、三峡能源在内的新能源电力运营商资产负债率均在 60% 以上，其中公司 2022 年的资产负债率在 70% 左右，略高于同行业央企。通过复盘公司历史营收变化，我们发现营收增速的高点往往伴随着前一期较高的投资性现金流出。基于此，我们认为公司未来营收的增长速度，即项目的开发进程，或将显著受其所能够支配的现金流影响。

图表 18: 代表性同行业公司 2022 年资产负债率 (%)



资料来源: Choice 股票数据浏览器, 东方财富证券研究所

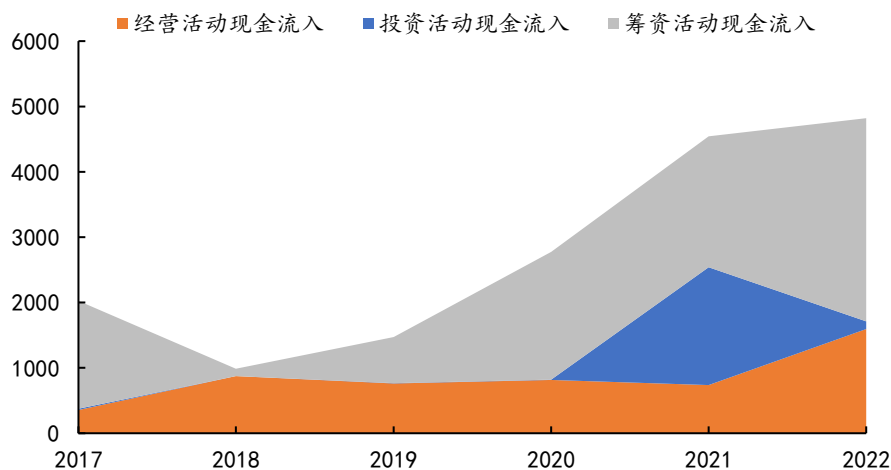
图表 19: 公司营收增长依赖资本开支 (百万元, %)



资料来源: Choice 嘉泽新能深度资料, 东方财富证券研究所

上市后融资能力不断提升，融资租赁及 BT 业务加速资产周转、改善现金流。公司先后于 2019 年和 2020 年完成再融资及可转债发行，募集资金净额分别为 4.66、12.89 亿元，极大助力新项目开发建设。同时，公司通过直租、售后回租方式进行融资租赁，2022 年末租赁负债、长期应付款余额分别为 22.12、37.85 亿元，同比增长 145.03%、103.45%（主要系宁柏基金并表及项目公司置换贷款影响）。公司电站开发-建设-出售业务（BT 业务）通过转让部分存量项目，2021Q3、Q4 分别取得处置子公司、其他营业单位收到的现金净额 15.24、1.45 亿元。

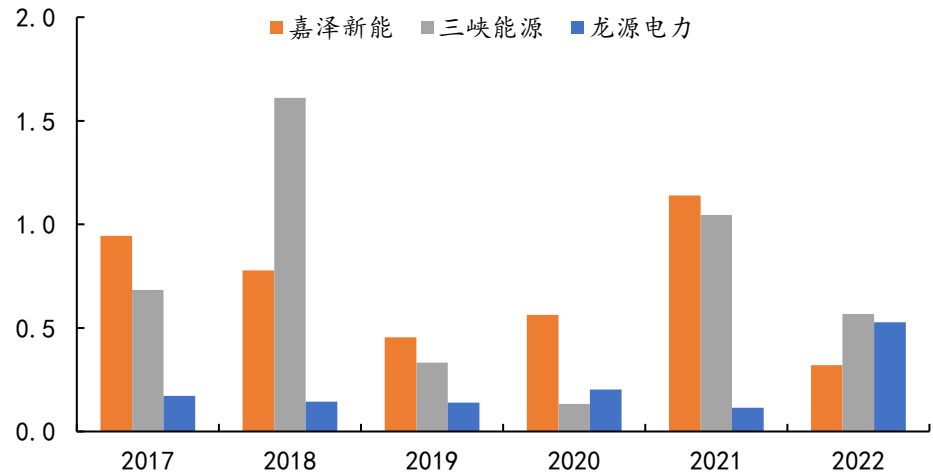
图表 20: 2017-2022 年公司现金流入结构变化 (百万元)



资料来源: Choice 嘉泽新能深度资料, 东方财富证券研究所

现金短债比整体合理，还款能力有所保障。通过对比公司与三峡能源、龙源电力 2017-2022 年的现金短债比情况，我们发现公司仅在 2018、2022 年出现了现金短债比低于可比公司的情况，其中 2022 年公司现金短债比降低到 0.32 倍，为其历史最低水平。参考 2021 年 BT 业务开展带来的现金短债比升高，我们认为公司当前的现金短债比仅为暂时性低点，后续电站出售业务的现金流入有望增强公司还款能力。

图表 21：2017-2022 年可比公司现金短债比情况（倍）



资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

注：现金短债比=货币资金/(一年内到期非流动负债+短期借款)

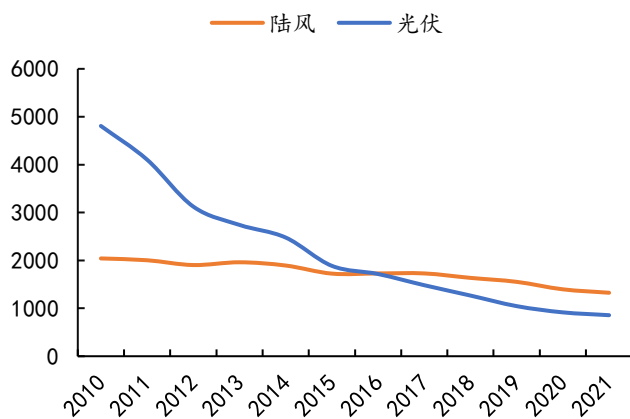
3. 效率为先，度电成本稳步下降

3.1. 建设成本+融资成本双降，度电成本持续下降

风光发电业务的主要支出为初始建设成本和利息费用。区别于传统火电，风光发电无需额外购入燃料，故其主要营业成本为电场的固定资产折旧费用。同时，新能源电力项目的开发主要采用融资租赁方式进行融资，自有资金及融资资金比例一般为 3:7，故而每期的利息支出为项目的另一大支出项。基于此，项目建设成本、融资利率的高低将对公司的盈利能力产生极大影响。

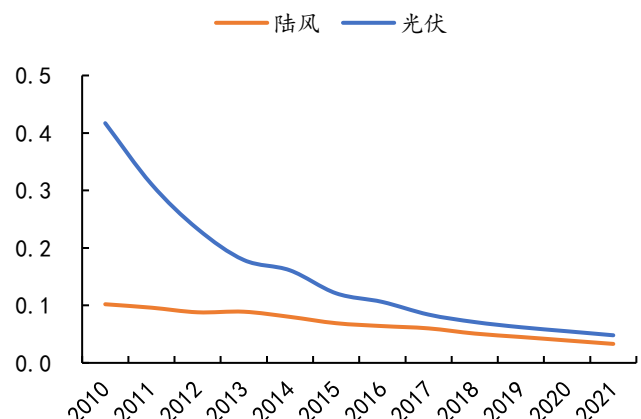
成本端，全球陆上风电、光伏项目度电成本逐年下降。据国际可再生能源署 (IRENA) 统计，2010-2021 年期间，随着光伏组件、风电机组等原材料价格的不断下降，风光项目建设成本下行趋势明显，全球陆上风电、光伏项目的 LCOE (Levelized Cost of Energy, 平准化度电成本) 从 2010 年的 0.10、0.42 美元/kWh 下降至 2021 年的 0.03、0.05 元/kWh。

图表 22: 2010 年后全球陆风、光伏初始建设成本不断降低 (USD/kW)



资料来源: 国际可再生能源署 (IRENA), 《Renewable Power Generation Costs in 2021》, 2022, 东方财富证券研究所

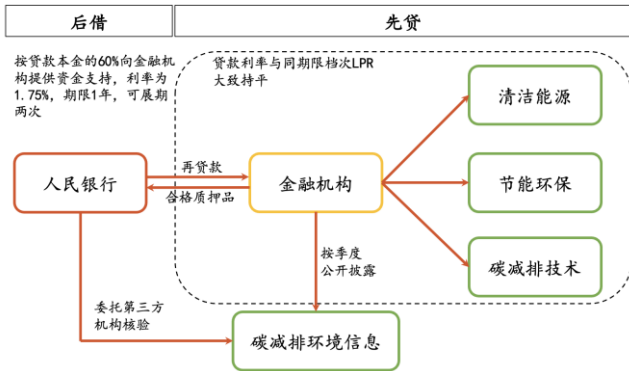
图表 23: 2010 年后全球陆风、光伏 LCOE 不断下降 (USD/kWh)



资料来源: 国际可再生能源署 (IRENA), 《Renewable Power Generation Costs in 2021》, 2022, 东方财富证券研究所

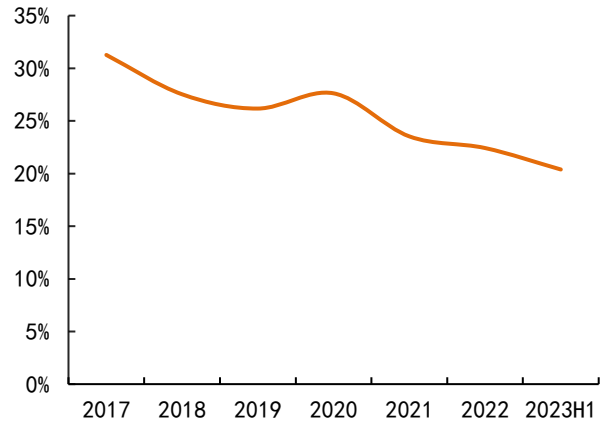
费用端，碳减排贷款利率降低，公司财务费用率持续优化。2021 年 11 月 8 日，中国人民银行宣布推出碳减排工具，支持金融机构向碳减排重点企业提供贷款。从实际情况来看，我们测算发现 2022 年 Q1-Q4 碳减排贷款加权平均利率分别为 3.9%、3.6%、3.2%、3.0%，呈逐季下降趋势。除开政策工具带来的利好，公司融资能力不断增强，债务结构有所优化，财务费用率整体显著下降，2017-2023H1 间下降了 10.9pct。

图表 24：碳减排支持工具示意图



资料来源：中国人民银行官网，东方财富证券研究所

图表 25：公司财务费用率下降显著

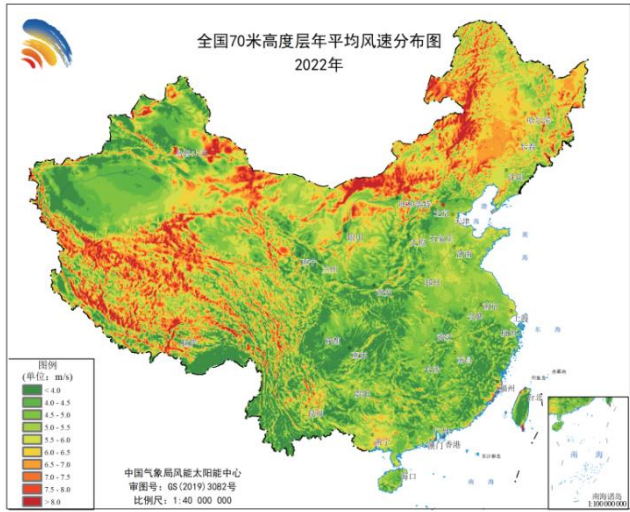


资料来源：Choice嘉泽新能深度资料，东方财富证券研究所

3.2. 项目布局持续优化，利用小时数与上网电价提升

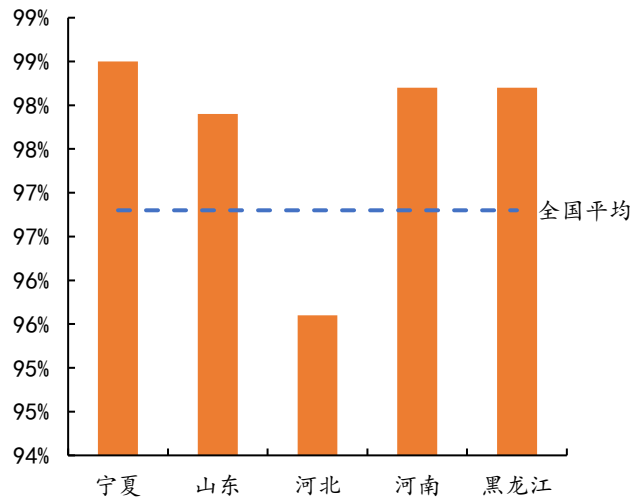
不同地区风能资源、消纳能力存在差距，优先选择风资源好、靠近负荷的地区。我国风能资源主要集中在三北地区，而用电复合则主要集中在中东部和南方地区。由于风光资源与用电需求的地区错配，风电运营商发电项目的地域布局将极大影响项目的发电量与消纳情况。其中，2022年宁夏、山东地区的风电利用率分别为 98.5%、97.9%，高于全国平均水平。

图表 26：2022 年全国风力资源分布



资料来源：公共气象服务中心公众号，东方财富证券研究所

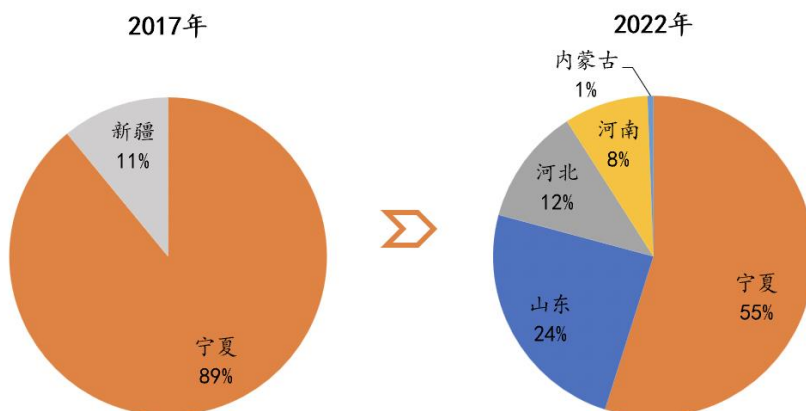
图表 27：2022 年公司主要装机省份风电利用率



资料来源：全国新能源消纳监测预警中心公众号，东方财富证券研究所

项目布局持续优化，非西北地区占比提升。公司上市初期建成的风电场主要集中在宁夏、新疆地区，两地装机占比分别为 89%、11%。伴随公司风电项目不断向资源优越、消纳良好的区域拓展，叠加宁柏基金并表影响，2022 年公司风电并网装机容量中宁夏、山东、河北、河南、内蒙古地区的占比依次为 55%、24%、12%、8%、1%，非西北地区占比显著提升。

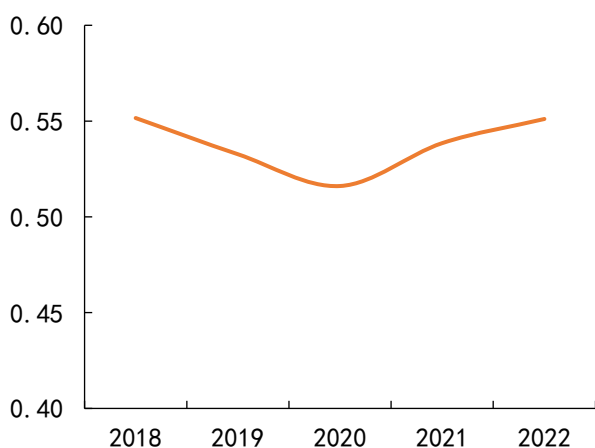
图表 28：2017、2022 年公司风电并网装机地区分布情况



资料来源：公司公告，债券跟踪评级报告，东方财富证券研究所

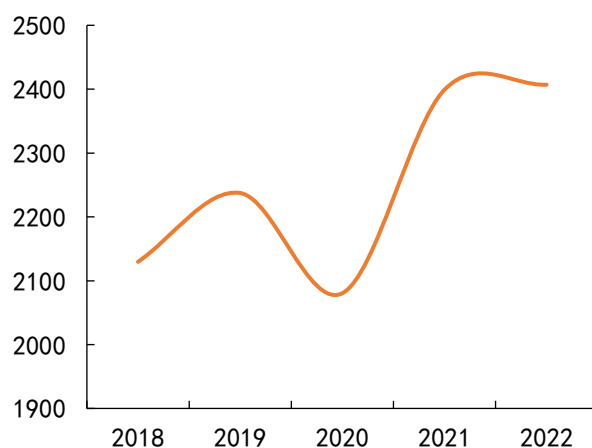
优质地区的项目占比提升带动了公司上网电价、利用小时数的同步提升。2020 年后，公司平均上网电价从 0.52 元/kWh 提升至 0.55 元/kWh，平均利用小时数从 2080 小时/年提升至 2407 小时/年，除受外部环境因素（供需情况、风速等）影响外，公司高电价、高利用小时数项目占比亦在提升。其中，2022 年宁柏基金并表，由于其所运营的风力、光伏电站的上网电价及利用小时数均较高，一定程度上推动了公司整体上网电价、风电利用小时数的上行。

图表 29：2018-2022 年公司风电平均上网电价（元/kWh）



资料来源：债券跟踪评级报告，东方财富证券研究所

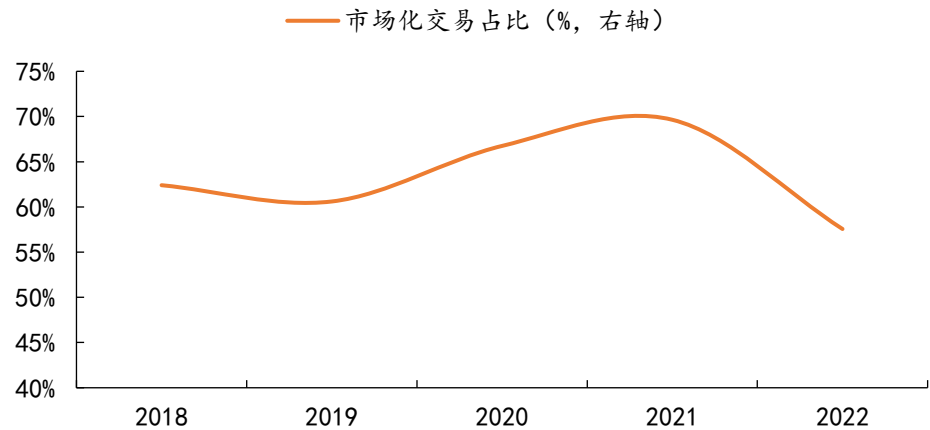
图表 30：2018-2022 年公司风电设备平均利用小时数（小时/年）



资料来源：债券跟踪评级报告，东方财富证券研究所

市场化交易占比的提升或可成为上网电价提高的另一推力。随着市场化交易机制不断完善，2021 年前公司市场化交易电量占比整体呈上升趋势，2021 年市场占比约为 70%。2022 年宁柏基金并表使公司总上网电量增加，叠加其项目所在的河南、河北及山东地区市场化交易占比较低，公司整体市场化交易电量占比出现下降。对于部分地区，市场化交易占比的提升通常可带来上网电价的上涨，其中 2022 年公司宁夏地区项目参与市场化电量比例增加约 10%，平均电价增加了 0.03 元/kWh；2023H1 宁夏地区市场化交易部分的电价平均高出当地基准电价约 25.8%。

图表 31：2017-2022 年公司上网电量市场化交易占比（%）

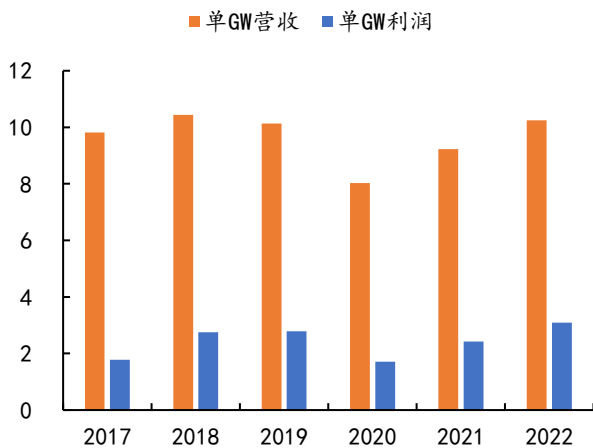


资料来源：公司债券跟踪评级报告，东方财富证券研究所

3.3. 运营端不断改善，单位创收创利稳步回升

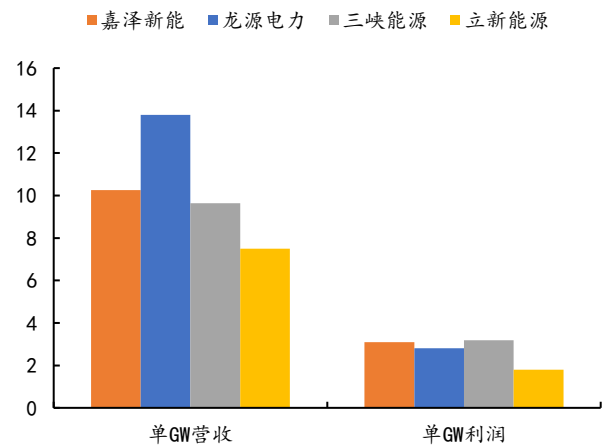
2020 年后公司单 GW 营收、利润逐年提高，创收、创利能力行业领先。随着整体上网电价和项目利用小时数的提高，2020 年后公司单 GW 收入/利润从 2020 年的 8.0/1.7 亿元提升至 2022 年的 10.3/3.1 亿元。对比可比公司 2022 年单 GW 创收、创利能力，公司创收能力强于三峡能源，创利能力优于龙源电力。

图表 32：2017-2022 年公司单 GW 营收及利润(亿元)



资料来源：公司公告，Choice股票数据浏览器，东方财富证券研究所
注：1) 为剔除电站出售带来的增量利润影响，利润=营业利润-投资收益；
2) 单GW营收=当期营业收入*2/（期初装机容量+期末装机容量），单GW利润=当期利润*2/（期初装机容量+期末装机容量）

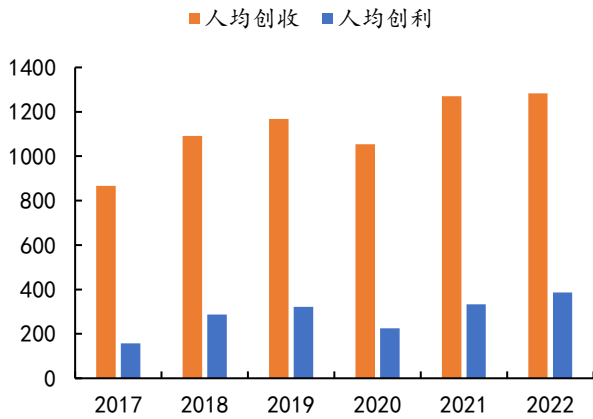
图表 33：2022 年可比公司单 GW 营收及利润(亿元)



资料来源：公司公告，Choice股票数据浏览器，东方财富证券研究所
注：1) 为剔除电站出售带来的增量利润影响，利润=营业利润-投资收益；
2) 单GW营收=当期营业收入*2/（期初装机容量+期末装机容量），单GW利润=当期利润*2/（期初装机容量+期末装机容量）

2020 年后人均创收、创利规模同步提升，人均创收、创利能力显著高于可比公司。公司人员规模扩张相对缓慢，人均创收、创利在业绩增长时期提升较快。公司电站运营模式采用全生命周期的站内运维服务外包，辅以集控中心，实现了以较少运维管理人员对下辖所有电站运行进行全方位的实时有效监控和管理。2022 年公司人均创收、创利分别为 1283、386 万元/年，远高于同行业平均水平。

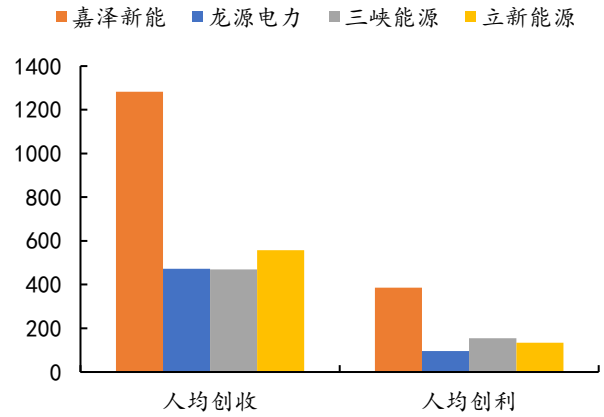
图表 34：2017-2022 年公司人均创收&创利（万元）



资料来源：Choice股票数据浏览器，东方财富证券研究所

注：1) 为剔除电站出售带来的增量利润影响，利润=营业利润-投资收益；
2) 人均创收=当期营业收入*2/（期初员工人数+期末员工人数），人均创利=当期利润*2/（期初员工人数+期末员工人数）

图表 35：2022 年可比公司人均创收&创利（万元）



资料来源：Choice股票数据浏览器，东方财富证券研究所

注：1) 为剔除电站出售带来的增量利润影响，利润=营业利润-投资收益；
2) 人均创收=当期营业收入*2/（期初员工人数+期末员工人数），人均创利=当期利润*2/（期初员工人数+期末员工人数）

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 关键假设

新能源发电：根据公司经营计划，2023-2025 年预计新能源并网装机容量分别为 2526、3326、4326MW。**利用小时数：**综合考虑 2023H1 宁柏基金并表、部分项目所在地区风速提高的影响，叠加后续项目储备集中在黑龙江、广西等风电利用小时数较高的省份，故假设 2023-2025 年公司风电平均利用小时数分别为 2500、2550、2600 小时。**上网电价：**未来新增项目所在地区燃煤基准价相对较高，但项目多为平价上网，故我们预计 2023-2025 年公司风电平均上网电价分别为 0.52、0.50、0.49 元/kWh；5) **毛利率：**我们假设 2023-2025 年公司风电业务毛利率维持在 60%左右。

其他：2023-25 年，1) 分布式光伏收入 0.4/1/2 亿元，毛利率保持稳定。2) 资产管理业务增速 0%/30%/30%，毛利率保持稳定。3) 智能微网业务保持稳定，保持 5%的复合增速，毛利率保持稳定。4) 其他业务保持稳定 5%左右的增长，毛利率持平。

4.2. 盈利预测与投资建议

公司为宁夏民营风电龙头，项目开发力度持续加大、收益率不断提升，主营发电业务有望快速增长，BT 业务、资产管理、分布式光伏、基金业务在助力公司主营业务运行的同时，有望贡献额外业绩增量。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 8.2、11、15 亿元，P/E 估值分别为 10、8、5 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 36：可比公司估值表

代码	简称	总市值(亿元)	EPS(元/股)			PE(倍)			股价(元)	评级
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E		
001289.SZ	龙源电力	1605.15	0.58	0.95	1.10	31.28	20.21	17.44	19.15	未评级
600905.SH	三峡能源	1285.18	0.25	0.28	0.33	22.59	16.21	13.42	4.49	未评级
601016.SH	节能风电	196.83	0.32	0.24	0.28	11.94	12.67	10.86	3.04	未评级
000537.SZ	广宇发展	182.53	0.34	0.60	1.14	38.91	16.33	8.60	9.80	未评级
603693.SH	江苏新能	96.90	0.53	0.62	0.87	24.40	17.53	12.49	10.87	未评级
001258.SZ	立新能源	72.15	0.25	0.23	0.27	41.84	33.61	28.63	7.73	未评级
000862.SZ	银星能源	56.45	0.18	0.33	0.55	35.73	18.64	11.18	6.15	未评级
601619.SH	嘉泽新能	83.50	0.22	0.34	0.45	17.14	10.15	7.55	3.43	增持

资料来源：Choice，东方财富证券研究所 注：行情数据为 2023 年 12 月 5 日，未评级数据来自 Choice 一致性预期

5. 风险提示

- ◆ **项目核准、建设、并网不及预期。**公司现有装机规划较快，若后续项目开发指标获取、开工建设、装机并网环节不及预期，将极大影响公司业绩增长。
- ◆ **电站出售进展不及预期。**电站出售的交易周期存在不确定性，若电站不能如期完成交易，将对公司现金流周转、新项目开发造成不利影响。
- ◆ **电价下降风险。**市场化交易电量交易占比不断提高，上网电价面临波动风险，可能对公司的业绩产生负面影响。
- ◆ **融资能力下降。**公司现有项目储备的开发、建设需要大量资金投入，若公司后续融资能力下降，或限制公司装机规模扩张速度。

资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3688.23	4098.35	5254.22	6606.13
货币资金	832.84	847.68	333.60	968.09
应收及预付	2514.78	2779.57	4302.66	4897.16
存货	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	340.61	471.10	617.97	740.87
非流动资产	15278.31	17325.20	19742.88	21555.12
长期股权投资	212.00	1212.00	2212.00	2312.00
固定资产	7035.52	8448.90	10259.08	12360.57
在建工程	1481.11	1386.78	1320.75	1274.52
无形资产	1605.03	1573.68	1537.74	1499.10
其他长期资产	4944.65	4703.85	4413.32	4108.93
资产总计	18966.54	21423.54	24997.10	28161.26
流动负债	4135.97	4465.30	5393.67	6030.93
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付及预收	1246.72	1412.49	2140.08	2564.31
其他流动负债	2889.24	3052.80	3253.59	3466.62
非流动负债	9106.25	10606.25	12406.25	13706.25
长期借款	2536.97	3036.97	3836.97	4136.97
应付债券	258.21	258.21	258.21	258.21
其他非流动负债	6311.08	7311.08	8311.08	9311.08
负债合计	13242.22	15071.55	17799.92	19737.18
实收资本	2434.41	2434.31	2434.31	2434.31
资本公积	1521.30	1521.26	1521.26	1521.26
留存收益	1868.65	2496.26	3341.10	4567.49
归属母公司股东权益	5812.50	6439.95	7284.79	8511.18
少数股东权益	-88.17	-87.95	-87.61	-87.10
负债和股东权益	18966.54	21423.54	24997.10	28161.26

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1840.97	2386.20	3189.04	4220.64
营业成本	700.88	983.31	1313.66	1739.57
税金及附加	8.50	11.34	15.27	20.03
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	177.93	203.85	288.73	378.93
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	412.81	422.26	555.84	672.59
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.02	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-15.90	125.00	175.00	225.00
资产处置收益	0.00	0.01	0.01	0.01
其他收益	23.84	27.63	37.32	50.05
营业利润	538.53	910.56	1220.36	1677.09
营业外收入	41.95	3.00	5.00	5.00
营业外支出	5.99	15.00	30.00	20.00
利润总额	574.49	898.56	1195.36	1662.09
所得税	38.76	75.99	100.18	135.19
净利润	535.73	822.57	1095.18	1526.90
少数股东损益	0.29	0.22	0.34	0.51
归属母公司净利润	535.44	822.35	1094.84	1526.39
EBITDA	1511.06	1690.99	2201.51	2930.42

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1156.78	1562.39	1359.74	2715.07
净利润	535.73	822.57	1095.18	1526.90
折旧摊销	543.84	468.18	585.32	790.75
营运资金变动	-359.76	-53.44	-734.09	-72.66
其它	436.97	325.08	413.33	470.08
投资活动现金流	-1144.92	-2422.06	-2867.99	-2407.99
资本支出	-937.39	-1511.99	-2024.99	-2514.99
投资变动	-212.07	-1020.00	-1015.00	-115.00
其他	4.55	109.93	172.00	222.00
筹资活动现金流	214.19	874.51	994.16	327.41
银行借款	100.00	500.00	800.00	300.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	150.00	-0.15	0.00	0.00
其他	-35.81	374.67	194.16	27.41
现金净增加额	227.49	14.84	-514.09	634.50
期初现金余额	525.19	752.69	767.53	253.44
期末现金余额	752.69	767.53	253.44	887.94

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长	27.26%	29.62%	33.64%	32.35%
营业利润增长	-38.09%	69.08%	34.02%	37.43%
归属母公司净利润增长	-30.59%	53.58%	33.14%	39.42%
获利能力 (%)				
毛利率	61.93%	59.17%	59.11%	59.02%
净利率	29.10%	34.15%	34.09%	35.97%
ROE	9.21%	12.77%	15.03%	17.93%
ROIC	6.76%	7.24%	8.18%	9.53%
偿债能力				
资产负债率 (%)	69.82%	70.35%	71.21%	70.09%
净负债比率	118.43%	130.11%	146.98%	133.48%
流动比率	0.89	0.92	0.97	1.10
速动比率	0.85	0.84	0.90	1.02
营运能力				
总资产周转率	0.10	0.11	0.13	0.15
应收账款周转率	0.73	0.90	0.77	0.90
存货周转率	—	—	—	—
每股指标 (元)				
每股收益	0.22	0.34	0.45	0.63
每股经营现金流	0.48	0.64	0.56	1.12
每股净资产	2.39	2.65	2.99	3.50
估值比率				
P/E	17.14	10.15	7.63	5.47
P/B	1.58	1.30	1.15	0.98
EV/EBITDA	10.56	9.83	8.60	6.69

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。