

新能源发电巨头，海上风电引领者

投资要点

- 业绩摘要:** 公司发布2021年半年报, 2021年上半年实现营收78.9亿元, 同比增长39.9%; 实现归母净利润亿元32.7亿元, 同比增长57.6%; 实现扣非归母净利润32.9亿元, 同比增长32.9%。其中Q2实现营收40.7亿元, 同比增长37.1%; 实现归母净利润17.8亿元, 同比增长63.1%。业绩增长主要系新增风电、光伏发电项目投运并网, 上网电量增加, 业绩增长符合预期。
- 新能源装机巨头, 项目储备充足。** 截止到2021年6月30日, 公司投产装机容量合计达到1643.7万千瓦, 其中: 风电941.1万千瓦(海上风电为148.7万千瓦、陆上风电为797.4万千瓦), 光伏发电679.8万千瓦, 中小水电22.8万千瓦。公司在建项目装机容量合计522.8万千瓦, 其中: 风电项目450万千瓦(海上风电项目为293.6万千瓦、陆上风电项目为156.4万千瓦)、光伏发电项目72.2万千瓦。
- 海上风电引领者, 未来5年新能源装机有望翻4-5倍。** 截至2021年6月30日, 海上风电已投产发电149万千瓦、在建约294万千瓦, 占全国海上风电在建规模比例约20%, 行业排名第一。2021年, 三峡集团董事长雷鸣山提出, 未来5年三峡新能源装机实现7000-8000万千瓦, 公司作为三峡集团旗下新能源战略实施主体, 2020年底公司装机1561.61万千瓦, 这一目标相当于在现有基础上翻4-5倍。随着在建筹建项目投产运营, 这将进一步增加公司新能源装机规模, 有望进一步提升公司收入和利润规模。
- 资金+资源+技术综合能力优质。** 三峡集团是公司控股股东, 自公司并入三峡集团以来, 三峡集团先后多次对公司增资, 支持力度大。2021年上半年, 公司充分发挥资源获取优势, 与吉林、重庆、湖南、福建、辽宁等区域的地方政府及电网公司签订合作协议, 储备了一批优质新能源资源。公司作为优质央企, 资金实力强, 融资成本低, 融资渠道通畅。公司从开发海上风电以来, 积极探索海上风电技术创新, 利用自身技术优势, 实施了多个我国首次的海上风电项目。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2021-2023年EPS分别为0.19元、0.25元、0.33元, 对应PE为29X/22X/17X, 考虑到公司充足的项目储备和海上风电平均收益率水平较高, 首次覆盖给予“持有”评级。
- 风险提示:** 在建工程不及预期、可再生能源补贴变动风险、市场竞争加剧风险。

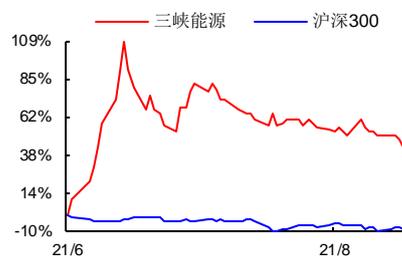
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11314.93	16074.68	21646.87	28502.49
增长率	26.33%	42.07%	34.66%	31.67%
归属母公司净利润(百万元)	3610.99	5314.39	7037.35	9336.52
增长率	27.16%	47.17%	32.42%	32.67%
每股收益EPS(元)	0.13	0.19	0.25	0.33
净资产收益率ROE	8.49%	11.13%	12.85%	14.56%
PE	43	29	22	17
PB	3.37	3.00	2.61	2.23

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷
执业证号: S1250515090004
电话: 023-67610701
邮箱: wyting@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	285.71
流通A股(亿股)	69.49
52周内股价区间(元)	3.82-7.99
总市值(亿元)	1,562.83
总资产(亿元)	1,850.85
每股净资产(元)	2.36

相关研究

目 录

1 公司概况：三峡集团旗下新能源发电运营平台	1
1.1 三峡集团旗下新能源业务实施主体.....	1
1.2 新能源发电运营巨头，装机规模提升显著.....	2
1.3 收入持续增长，盈利能力较高.....	3
2 实现双碳目标，新能源发电装机规模有望跃升	5
2.1 规划目标逐步出台，能源结构加速转型.....	5
2.2 乘能源改革之风，风电光伏装机有望高速增长.....	6
3 风光发电齐头并进，规模效应明显	6
3.1 新能源装机规模持续提升.....	6
3.2 海上风电先发布局，海上风电的引领者.....	7
3.3 资金+资源+技术综合能力优质.....	8
4 盈利预测与估值	8
4.1 盈利预测.....	8
4.2 相对估值.....	9
5 风险提示	10

图 目 录

图 1: 公司历史沿革.....	1
图 2: 公司股权结构示意图 (截止到 2021 年 6 月 30 日)	2
图 3: 公司 2017-2020 装机容量情况 (单位: 万千瓦时)	3
图 4: 公司 2017-2020 风光发电量情况 (单位: 亿千瓦时)	3
图 5: 公司 2017-2020 及 2021H1 营业收入及增速.....	3
图 6: 公司 2017-2020 及 2021H1 归母净利润及增速.....	3
图 7: 公司 2020 年主营业务收入情况	4
图 8: 公司 2020 年主营业务毛利贡献占比情况	4
图 9: 公司 2017-2020 年各类业务毛利率	4
图 10: 公司 2017-2020 年期间费用率.....	4
图 11: 全国 2010-2020 年风电装机容量情况.....	6
图 12: 公司 2010-2020 年光伏装机容量.....	6
图 13: 公司 2017-2020 年风电装机容量市占率情况	7
图 14: 公司 2017-2020 年光伏装机容量市占率情况	7

表 目 录

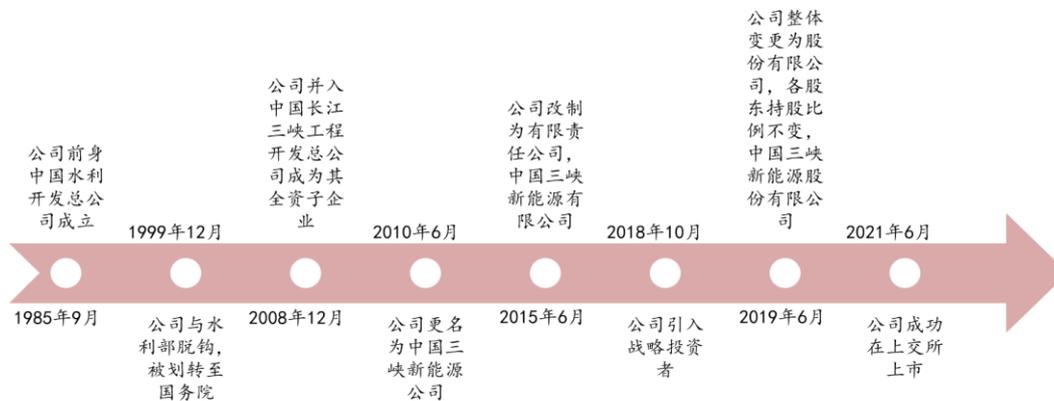
表 1: 公司最新前十大股东及持股情况 (截止到 2021 年 6 月 30 日)	2
表 2: 中国近年来提出的减少碳排放的承诺	5
表 3: 公司募资资金投向海上风电项目	7
表 4: 分业务收入及毛利率	9
表 5: 相对估值表	9
附表: 财务预测与估值	11

1 公司概况：三峡集团旗下新能源发电运营平台

1.1 三峡集团旗下新能源业务实施主体

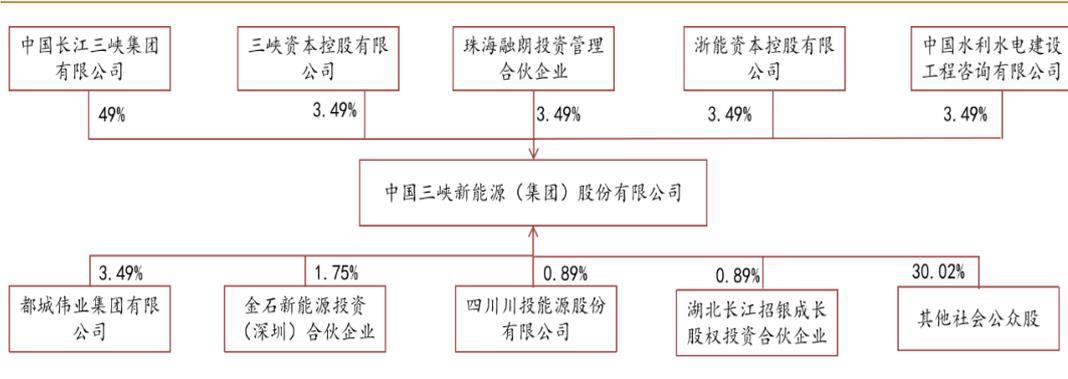
公司是三峡集团旗下新能源业务战略实施主体，围绕“风光三峡”和“海上风电引领者”的战略目标，积极布局陆上风电、海上风电和光伏发电。1985年9月，公司前身中国水利开发总公司成立；1999年12月，公司与水利部脱钩无偿划转至国务院；2008年12月，公司并入中国长江三峡集团有限公司成为其全资子公司；2010年6月，公司更名为中国三峡新能源公司；2015年6月，公司改制设立为有限责任公司（中国三峡新能源有限公司），2019年6月完成整体变更设立股份有限公司（中国三峡新能源股份有限公司），于2021年6月10日成功在上海交易所上市。

图 1：公司历史沿革



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司实际控制是中国长江三峡集团有限公司，截止到2021年6月30日，三峡集团直接持有公司140亿股，通过三峡资本持有公司9.98亿股，合计持有公司149.98亿股，占比52.49%。三峡集团定位为主动服务长江经济带发展和“一带一路”倡议等国家重大战略，围绕清洁能源主业形成了工程建设与咨询、电力生产与运营、流域梯级调度与综合管理、国际能源投资与承包、生态环保投资与运营、新能源开发与运营管理、资本运营与金融业务、资产管理与基地服务等八大业务板块。三峡集团经过20多年发展，已成为全球最大的水电开发运营企业和我国最大的清洁能源集团，业务遍布国内31个省、自治区和直辖市，以及全球40多个国家和地区。

图 2：公司股权结构示意图（截止到 2021 年 6 月 30 日）


数据来源：公司公告，西南证券整理

以国有股东为主：截止到 2021 年 6 月 30 日，公司前十大股东中三峡集团、水电建咨、浙能资本、三峡资本、都城伟业、川投能源等均为国有股东。

表 1：公司最新前十大股东及持股情况（截止到 2021 年 6 月 30 日）

股东名称	持股数量（亿股）	持股比例（%）	股本性质	股东性质
中国长江三峡集团有限公司	140	49	限售流通 A 股	国有法人
珠海融朗投资管理合伙企业(有限合伙)	9.98	3.49	限售流通 A 股	境内法人
中国水利水电建设工程咨询有限公司	9.98	3.49	限售流通 A 股	国有法人
浙能资本控股有限公司	9.98	3.49	限售流通 A 股	国有法人
三峡资本控股有限责任公司	9.98	3.49	限售流通 A 股	国有法人
都城伟业集团有限公司	9.98	3.49	限售流通 A 股	国有法人
金石新能源投资(深圳)合伙企业(有限合伙)	5	1.75	限售流通 A 股	境内法人
四川川投能源股份有限公司	2.55	0.89	限售流通 A 股	国有法人
湖北长江招银成长股权投资合伙企业(有限合伙)	2.55	0.89	限售流通 A 股	境内法人
周云华	0.21	0.07	流通 A 股	境内自然人
合计	200.21	70.05	-	-

数据来源：公司公告，西南证券整理

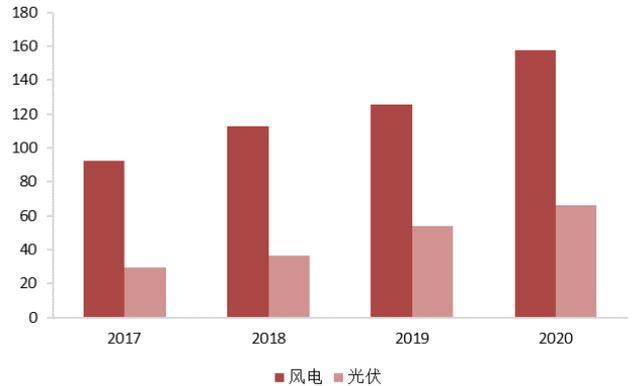
1.2 新能源发电运营巨头，装机规模提升显著

公司主营业务为风能、太阳能的开发、投资和运营。从公司进入新能源发电领域后，装机容量迅速增长，公司发电项目装机规模由 2008 年底的 14.3 万千瓦迅速增长至 2020 年底 1561.6 万千瓦，这期间规模增长超 109 倍，复合年均增长率约 48%。根据公司 2021 半年报，截至 2021 年 6 月 30 日，公司投产装机容量合计达到 1643.7 万千瓦，其中：风电装机规模 941.1 万千瓦（其中海上风电为 148.7 万千瓦），光伏发电装机规模 679.8 万千瓦，中小水电装机规模 22.78 万千瓦。公司在建项目的装机容量合计 522.8 万千瓦：风电项目 450 万千瓦（其中海上风电项目为 293.6 万千瓦）、光伏发电项目 72.2 万千瓦。公司大力提升新能源装机规模，业务已覆盖全国 30 个省、自治区和直辖市，装机规模、盈利能力稳居国内新能源企业第一梯队。2021 上半年公司完成发电量 163.28 亿千瓦时，同比增长 44.00%，其中：风电发电量 115.13 亿千瓦时，同比增长 46.59%；光伏发电量 45.98 亿千瓦时，同比增长 42.26%；水电发电量 2.17 亿千瓦时，同比下降 14.2%。公司累计上网电量 159.99 亿

千瓦时，其中风电上网电量 113.56 亿千瓦时，光伏上网电量 44.41 亿千瓦时。从目前发电量贡献来看，主要是风光发电为主。

图 3：公司 2017-2020 装机容量情况（单位：万千瓦时）


数据来源：公司公告，西南证券整理

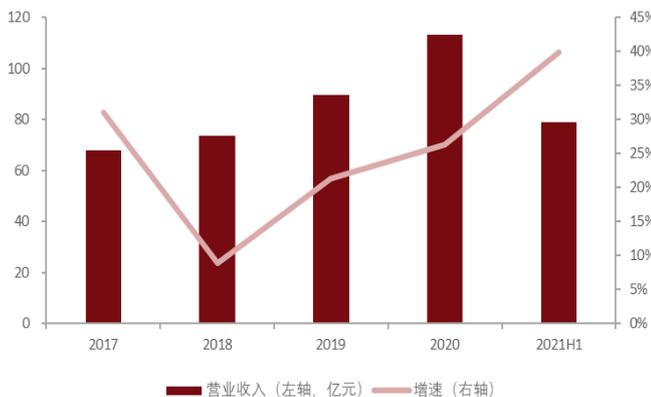
图 4：公司 2017-2020 风光发电量情况（单位：亿千瓦时）


数据来源：公司公告，西南证券整理

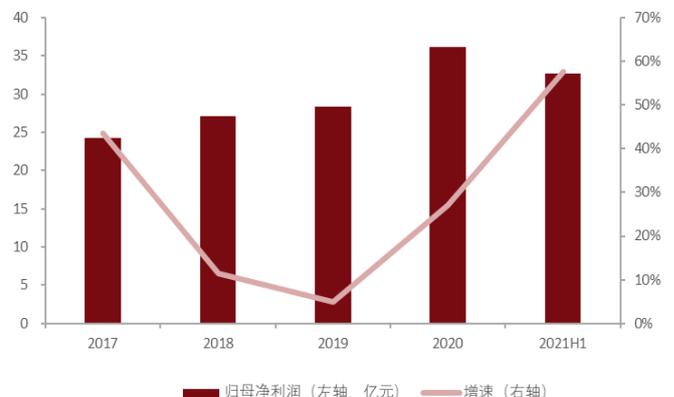
1.3 收入持续增长，盈利能力较高

公司并网装机规模增加，收入规模持续上升：随着公司风力发电和光伏发电的装机规模不断增长，发电量和上网电量增加，带动公司营业收入持续增长。2017-2020 年公司实现营收分别为 67.8 亿元、73.8 亿元、89.6 亿元、113.1 亿元，同比增长 31%、8.9%、21.3%、26.3%，实现归母净利润 24.3 亿元、27.1 亿元、28.4 亿元、36.1 亿元，同比增长 58.4%、11.5%、4.8%、27.2%，扣非归母净利润 21.7 亿元、26 亿元、26.2 亿元、34.8 亿元，同比增长 46.2%、20%、0.8%、32.7%。2019 年，公司归母净利润和扣非归母净利润增速较低主要系公司资产减值损失和投资收益下降所致。整体来看，随着公司并网运营的风电、光伏机组数量逐年增加，上网电量不断增长，收入及利润规模持续上升。

2021 年上半年公司实现营收 78.9 亿元，同比增长 39.9%；实现归母净利润 32.7 亿元，同比增长 57.6%；实现扣非归母净利润 32.9 亿元，同比增长 32.9%。其中 Q2 实现营收 40.7 亿元，同比增长 37.1%；实现归母净利润 17.8 亿元，同比增长 63.1%。主要系新增风电、光伏发电项目投运并网，上网电量增加和风电的高毛利率带动收入和利润提升显著。

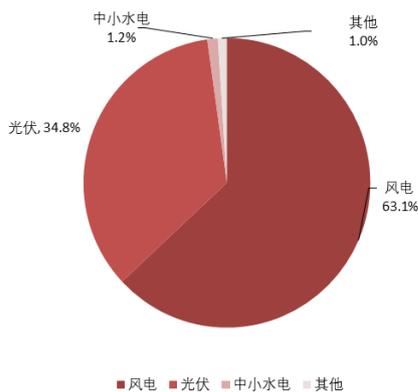
图 5：公司 2017-2020 及 2021H1 营业收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司 2017-2020 及 2021H1 归母净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主要收入来源为风力发电和光伏发电，业务分为三个板块：风力发电、光伏发电、中小水电。风力发电业务目前是公司核心的业务板块，也是公司主要收入来源之一，2017-2020年，实现营收分别为40.2亿元、46.5亿元、54.8亿元、71.3亿元，贡献营收占比分别为59.2%、63%、61.2%和63.1%；光伏发电业务为公司的第二大收入来源，2017-2020年实现营收分别为21.8亿元、25.7亿元、33.2亿元和39.3亿元，贡献占比分别为32.2%、34.8%、37%和34.8%；2020年风力发电和光伏发电收入合计占比超98%，中小水电业务在公司业务收入中占比较小基本保持稳定。

图 7：公司 2020 年主营业务收入情况


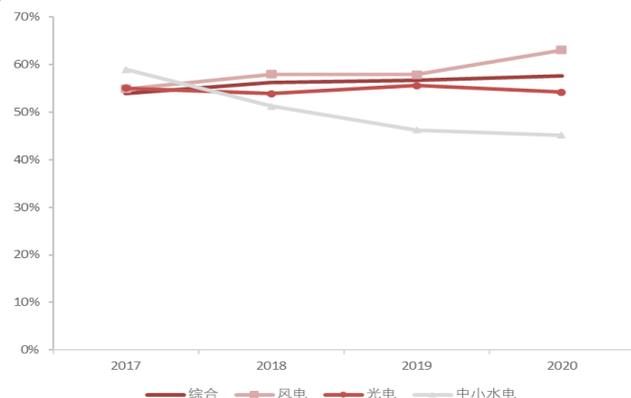
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：公司 2020 年主营业务毛利贡献占比情况

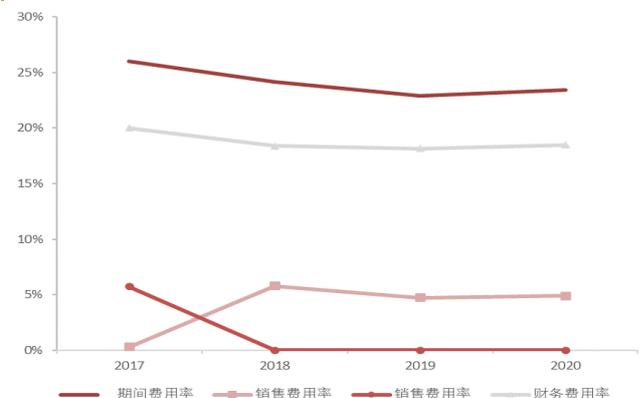

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司盈利能力维持较高水平：公司 2018-2020 年毛利率分别为 56.3%、56.7%、57.7%，净利率分别为 38.3%、34.1%、34.8%，一直维持在较高水平，由此可看出公司整体盈利能力较高。同时，随着国家逐步解决新能源消纳问题，各省市弃风弃光率逐年下降，公司风力发电和光伏发电平均利用小时提高，增加上网电量，降低单位发电成本，公司综合毛利率有望也随之增长。

公司期间费用率：公司 2018-2020 年费用率分别为 24.2%、22.9%、23.4%，其中财务费用占比最高分别为 18.3%、18.2%和 18.5%，主要是公司在扩张产能新增装机时需要募集大量资金，贷款规模较大导致每年支出利息费用占比较高，本次成功上市获得股权融资，未来公司的财务费用有望下降，期间费用率也有望降低。

图 9：公司 2017-2020 年各类业务毛利率


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：公司 2017-2020 年期间费用率


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 实现双碳目标，新能源发电装机规模有望跃升

2.1 规划目标逐步出台，能源结构加速转型

2020 年 9 月，国家主席习近平在第七十五届联合国大会上宣布我国要在 2030 年前实现碳达峰，2060 年前实现碳中和的目标。随后，国家主席习近平在气候雄心峰会上宣布碳达峰碳中和目标，同时承诺到 2030 年，中国单位国内生产总值二氧化碳排放将比 2005 年下降 65% 以上，非化石能源占一次能源消费比重将达到 25% 左右，森林蓄积量将比 2005 年增加 60 亿立方米，风电、太阳能发电总装机容量将达到 12 亿千瓦以上。接着，中央经济工作会议首次将“碳达峰、碳中和”列入新一年的重点任务，会议提出，要抓紧制定 2030 年前碳排放达峰行动方案，支持有条件的地方率先达峰。要加快调整优化产业结构、能源结构，推动煤炭消费尽早达峰，大力发展新能源，加快建设全国用能权、碳排放权交易市场，完善能源消费双控制度。以及 2021 年政府工作报告对碳达峰、碳中和目标达成进行了部署和规划，并提出许多需要实现的量化目标。由此可以看出，我国定下“3060”这一目标，展现了加速推进能源转型的方向和决心。

表 2：中国近年来提出的减少碳排放的承诺

时间	具体要点
2006 年 3 月	“十一五”规划纲要提出了建设资源节约型、环境友好型社会的发展愿景，将加大环保力度，重视控制温室气体排放，提出了 2010 年单位国内生产总值能耗比 2005 年下降 20%，主要污染物排放总量减少 10% 左右的约束性指标。
2011 年 3 月	“十二五”规划纲要提出，到“十二”五末期单位工业增加值能耗和二氧化碳排放量比“十一五”末期降低 16%。工信部一年后（2011 年）调高约束指标为，到 2015 年我国单位工业增加值能耗、二氧化碳排放量和用水量分别要比“十一五”末降低 18%、18% 以上和 30%。
2014 年 11 月	中美两国共同发布了《中美气候变化联合声明》，中方首次承诺在 2030 前或更早达到碳排放峰值，并将清洁能源占一次能源消费比重提高至 20%
2015 年 11 月	中国在巴黎气候峰会前向联合国气候变化框架公约秘书处提交的应对气候变化国家自主贡献文件中作出进一步承诺：二氧化碳排放 2030 年左右达到峰值并争取尽早达峰；单位国内生产总值二氧化碳排放比 2005 年下降 60%-65%，非化石能源占一次能源消费比重达到 20% 左右，森林蓄积量比 2005 年增加 45 亿立方米左右。
2016 年 3 月	“十三五”规划纲要指出，要到 2020 年，能源消费总量控制在 50 亿吨标准煤以内，单位国内生产总值能源消费比 2015 年下降 15%，非化石能源比重达到 15%。大型发电集团单位供电二氧化碳排放控制在 550 克二氧化碳/千瓦时以内。
2020 年 9 月	习近平主席在联合国气候峰会上发表主旨讲话，承诺力争到 2030 年实现碳达峰，2060 年前实现碳中和。
2020 年 12 月	我国在气候雄心峰会上承诺，到 2030 年，单位国内生产总值二氧化碳排放将比 2005 年下降 65% 以上，非化石能源占一次能源消费比重将达到 25% 左右，森林蓄积量将比 2005 年增加 60 亿立方米，风电、太阳能发电总装机容量将达到 12 亿千瓦以上。
2020 年 12 月	2020 年中央经济工作会议强调了 2021 年的“碳达峰碳中和”的工作重点，明确提出要抓紧制定 2030 年前碳排放达峰行动方案，支持有条件的地方率先达峰。
2021 年 3 月	“十四五”规划纲要指出，规划期间单位国内生产总值能源消耗和二氧化碳排放分别降低 13.5%、18%，主要污染物排放总量持续减少，森林覆盖率提高到 24.1%，生态环境持续改善。

数据来源：中国政府网，西南证券整理

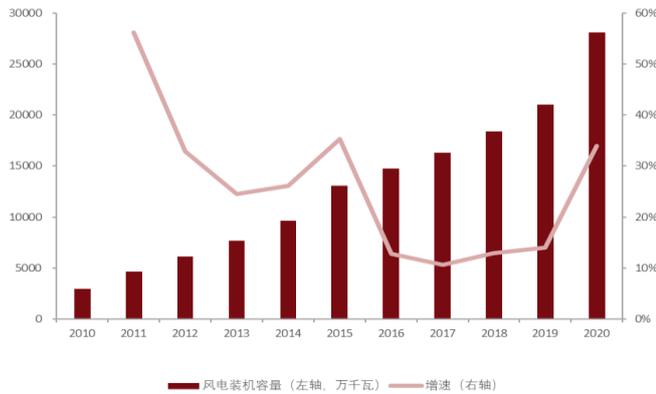
根据中国碳核算数据库（CEADs）统计，2017 年，中国碳排放总量中化石能源消耗产生的占比在 70% 以上，其中包括发电和供热、交通运输、制造建筑等所产生的能源消耗，而发电和供热行业所产生的碳排放占比约 44%，因此能源结构转型才能从根本上减少碳排放，

提升各行业电力化程度，用电力能源替代传统的煤炭、石油等化石能源的使用，再将发电消耗能源转为清洁能源（风能、光能），是最直接最有效的手段。

2.2 乘能源改革之风，风电光伏装机有望高速增长

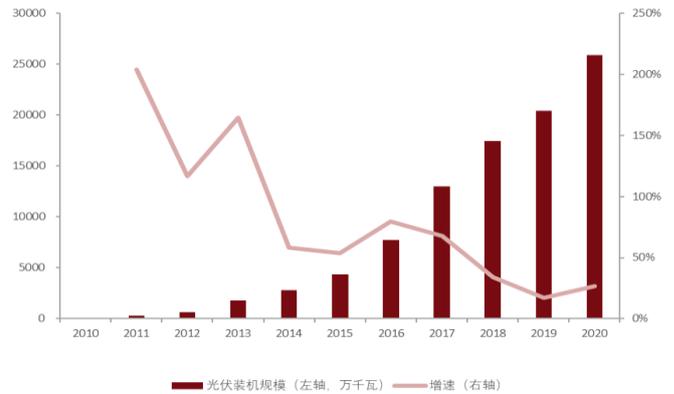
2020-2030 年期间，风电光伏装机增量空间大：根据规划习近平总书记在气候雄心会上的承诺，到 2030 年非化石能源占一次能源消费比重达到 25% 左右，风电太阳能发电总装机容量达到 12 亿千瓦以上，2020 年我国风电和光伏合计装机容量为 5.3 亿千瓦，据此推算，2020-2030 年期间我国风电和光伏合计装机容量 CAGR 为 8.5%。

图 11：全国 2010-2020 年风电装机容量情况



数据来源：中电联，西南证券整理

图 12：公司 2010-2020 年光伏装机容量



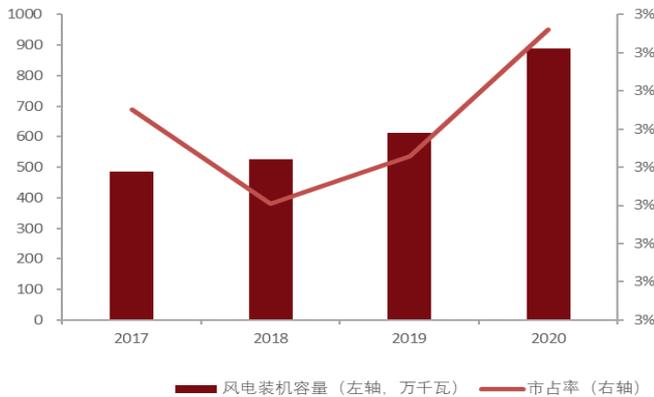
数据来源：中电联，西南证券整理

3 风光发电齐头并进，规模效应明显

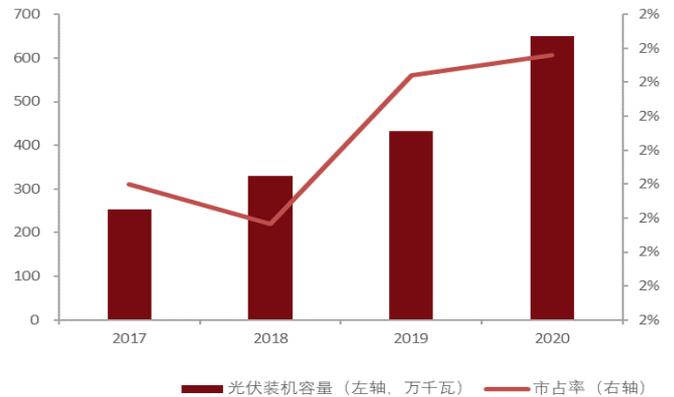
3.1 新能源装机规模持续提升

公司的新能源装机和发电量规模一直处于行业前列：2017-2020 年，公司风电装机容量分别为 485.8 万千瓦、525.6 万千瓦、612.2 万千瓦和 887.8 万千瓦，风力发电量分别为 92.3 亿千瓦时、112.8 亿千瓦时、125.7 亿千瓦时和 157.5 亿千瓦时；光伏装机容量分别为 252.4 万千瓦、329.9 万千瓦、431.9 万千瓦和 651 万千瓦，光伏发电量分别为 29.2 亿千瓦时、36.2 亿千瓦时、54.1 亿千瓦时和 66.5 亿千瓦时。公司风力发电+光伏发电装机容量合计国内市占率分别为 4.9%、4.7%、5%和 5.2%，风力发电量+光伏发电量合计国内市占率分别为 7.9%、7.5%、8.1%和 8.5%。由此可以看出，随着公司新能源发电装机规模扩张增长，逐步提升市场占有率。

未来 5 年新能源装机有望翻 4-5 倍：2021 年，三峡集团董事长雷鸣山提出，未来 5 年三峡新能源装机实现 7000-8000 万千瓦，公司作为三峡集团旗下新能源战略实施主体，2020 年公司装机 1561.61 万千瓦，这一目标相当于在现有基础上翻 4-5 倍。

图 13: 公司 2017-2020 年风电装机容量市占率情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 14: 公司 2017-2020 年光伏装机容量市占率情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3.2 海上风电先发布局, 海上风电的引领者

海上风电业务加速拓展: 当前, 公司海上风电已形成“投产一批、建设一批、核准一批、储备一批”的滚动开发格局。作为国内最早布局海上风电的企业之一, 先发优势明显, 海上风电资源储备居国内前列。公司积极布局海上风电项目, 2021 上半年年底, 公司海上风电项目已投运规模 1497 万千瓦, 在建约 294 万千瓦, 行业排名第一, 占全国全部海上风电在建规模的比例约 20%, 已投产项目遍及江苏、辽宁、福建、广东等沿海 4 个省份。据三峡集团董事长雷鸣山说, 预计到 2021 年底三峡集团海上风电投产将超过 420 万千瓦, 将成为国内乃至全球领先的海上风电开发商。

公司上市后, 募集资金主要投向 7 个已核准海上风电项目, 总计 250.2 万千瓦, 随着这些项目投产运营, 这将进一步增加公司海上风电装机规模, 受益于风电技术的进步以及海域内良好的风资源情况, 海上风电项目利用小时数高, 平均收益水平高, 公司有望进一步提高整体盈利水平。

表 3: 公司募集资金投向海上风电项目

序号	项目名称	装机规模 (MW)	项目核准时间
1	三峡新能源阳西沙扒海上风电场项目	300	2017 年 10 月
2	昌邑市海洋牧场与三峡海上风电融合试验示范项目	300	2018 年 12 月
3	三峡新能源阳西沙扒二期海上风电场项目	400	2018 年 8 月
4	漳浦六鳌海上风电场 D 区项目	402	2018 年 3 月
5	长乐外海海上风电场 A 区项目	300	2018 年 12 月
6	三峡新能源江苏如东 H6 海上风电场项目	400	2018 年 12 月
7	三峡新能源江苏如东 H10 海上风电场项目	400	2018 年 12 月
	合计	2502	-

数据来源: 招股书, 西南证券整理

3.3 资金+资源+技术综合能力优质

资金优势：公司作为优质央企，资金实力强，融资成本低，融资渠道通畅。公司资产负债率相对同行业处于较低水平，授信额度较高，后续融资空间较大，能够充分满足项目开发的资金需求。

资源优势：公司控股股东是中国长江三峡集团有限公司，是中国清洁能源领域最大的独立发电企业综合竞争力强，自公司并入三峡集团以来，三峡集团先后多次对公司增资，支持力度大。2021 年上半年，公司充分发挥资源获取优势，与吉林、重庆、湖南、福建、辽宁等区域的地方政府及电网公司签订合作协议，储备了一批优质新能源资源。

海上风电技术优势：公司在行业技术及影响力方面具有显著优势，注重陆上风电、光伏、海上风电协同发展和区域均衡布局。近年公司风电装机规模复合增长率较高，风电前期工作取得快速突破，海上风电引领趋势显现。公司积极探索海上风电技术创新，实施了一批优质海上风电项目。在江苏响水打造我国首批近海海上风电项目，建设亚洲首座 220 千伏电压等级的海上升压站，敷设国内首条 220 千伏三芯海缆。在大丰 H8-2 海上风场打造目前国内在建的离岸最远的海上风电项目，并在国内首次采用海上高压并联电抗站，解决海上风电远海电能送出难题。在大连庄河建成我国东北地区首个核准及开工建设的海上风电项目，并应用国内首个抗冰锥设计风机基础。在江苏如东海上风电项目实现国内首个海上风电高电压柔性直流输电的示范应用，同时推动换流阀、海底电缆、控制保护系统、海上换流平台等国产化进程。在广东阳江西沙扒海上风电场，结合地质情况，不断优化基础设计，率先在广东海域成功应用大直径单桩基础。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：根据公司“十四五”发展规划，2021-2023 年，预计公司风力发电装机规模为 1400/1600/1800 万千瓦，风力发电业务收入增速为 50%/40%/35%，考虑逐步平价上网预期，毛利率略微下滑 60%/58%/56%。

假设 2：2021-2023 年，预计公司光伏发电装机规模为 800/1000/1200 万千瓦，光伏发电业务收入增速为 30%/25%/25%，毛利率略微下滑 54%/53%/52%。

假设 3：中小水电业务及其他占比较小，预计 2021-2023 年业务收入增速为 5%/5%/5%，维持毛利率 45%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
风力发电	收入	7135.00	10702.50	14983.50	20227.73
	增速	30.1%	50.00%	40.00%	35.00%
	成本	2855.43	4281.00	6293.07	8900.20
	毛利率	59.98%	60.00%	58.00%	56.00%
光伏发电	收入	3933.00	5112.90	6391.13	7988.91
	增速	18.5%	30.00%	25.00%	25.00%
	成本	1802.10	2351.93	3003.83	3834.68
	毛利率	54.18%	54.00%	53.00%	52.00%
中小水电	收入	133.0	139.65	146.63	153.96
	增速	13.7%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本	72.9	76.81	80.65	84.68
	毛利率	45.20%	45.00%	45.00%	45.00%
其他	收入	113.93	119.63	125.61	131.89
	增速	189.9%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本	57.17	59.81	62.81	65.95
	毛利率	49.82%	50.00%	50.00%	50.00%
合计	收入	11314.93	16074.68	21646.87	28502.49
	增速	26.33%	42.07%	34.66%	31.67%
	成本	4787.58	6769.56	9440.35	12885.50
	毛利率	57.69%	57.89%	56.39%	54.79%

数据来源：Wind, 西南证券

4.2 相对估值

我们选取新能源发电运营行业中的三家主流公司,三家公司平均 PEG 为 18 倍,21-23 年平均估值为 18 倍、14 倍、12 倍。我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 160.7/216.5/285 亿元,归母净利润分别为 53.1/70.4/93.4 亿元, EPS 分别为 0.19/0.25/0.33 元,对应 PE 为 29X、22X 和 17X,考虑到公司充足的项目储备和海上风电平均收益率水平较高,首次覆盖给予“持有”评级。

表 5：相对估值表

序号	代码	证券简称	总市值(亿元)	市盈率 PE			市净率 PB (MRQ)
				21E	22E	23E	
1	600905	三峡能源	1606	38	23	19	3.7
平均值				18	14	12	1.7
2	003816	中国广核	1190	13	12	11	1.3
3	601985	中国核电	927	14	11	10	1.5
4	601016	节能风电	226	27	18	16	2.2

数据来源：wind, 西南证券整理

5 风险提示

在建工程不及预期风险：新能源项目尤其是海上风电项目，涉及土建、电气、海洋工程等多个行业，参建单位多，工序复杂，工作面多且广，需协调设备厂商和施工单位，配合监理单位，可能导致公司项目特别是大型基地项目或海上风电项目存在质量问题或者不能如期达产；同时工程建设过程中如果分包管理不善，可能导致违法分包及转包，给工程建设质量带来不利影响。

可再生能源补贴政策变动风险：目前国家正在积极推动平价上网和风电、光伏资源竞争性配置，可再生能源补贴逐步退坡对于公司存量项目不会产生影响，但对于公司新项目开发提出更高的要求，如公司未能有效应对，可能对公司生产经营造成不利影响。

产业政策风险：未来风电、光伏发电产业政策发生重大变动，将可能对公司生产经营造成不利影响。

市场竞争风险：风电和光伏企业的竞争很大程度上是优质发电资源的竞争。如果未来市场竞争情况进一步加剧，可能导致公司获得优质的项目资源的难度进一步加大，可能会使得公司项目开发数量减少，导致公司市场竞争能力的下降；同时在竞争性配置的规则下，若竞争方采取低价竞争策略，将可能导致公司以较低的中标价格获得项目资源，进而使得公司新增项目收益率降低，影响公司整体盈利能力。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	11314.93	16074.68	21646.87	28502.49	净利润	3941.44	5800.71	7681.34	10190.91
营业成本	4787.58	6769.56	9440.35	12885.50	折旧与摊销	3987.50	4480.85	5243.88	6063.00
营业税金及附加	105.16	128.60	173.17	228.02	财务费用	2090.93	2672.47	3194.54	3474.16
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	555.37	803.73	1082.34	1425.12	经营营运资本变动	-3.53	-522.78	-1223.44	69.56
财务费用	2090.93	2672.47	3194.54	3474.16	其他	-1040.07	-643.30	-629.77	-634.28
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	8976.26	11787.95	14266.54	19163.34
投资收益	507.82	550.00	550.00	550.00	资本支出	-32497.62	-20000.00	-20000.00	-20000.00
公允价值变动损益	52.71	93.30	79.77	84.28	其他	4425.71	-1356.70	-870.23	-865.72
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-28071.91	-21356.70	-20870.23	-20865.72
营业利润	4303.29	6343.62	8386.23	11123.97	短期借款	1240.87	22061.60	11912.66	7547.66
其他非经营损益	-17.73	-17.73	-17.73	-17.73	长期借款	20093.31	0.00	0.00	0.00
利润总额	4285.56	6325.89	8368.50	11106.24	股权融资	151.03	0.00	0.00	0.00
所得税	344.13	525.18	687.17	915.33	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	3941.44	5800.71	7681.34	10190.91	其他	-4644.66	-11167.77	-4194.54	-4474.16
少数股东损益	330.44	486.32	643.99	854.39	筹资活动现金流净额	16840.56	10893.83	7718.12	3073.50
归属母公司股东净利润	3610.99	5314.39	7037.35	9336.52	现金流量净额	-2254.85	1325.09	1114.44	1371.12
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1889.85	3214.94	4329.37	5700.50	成长能力				
应收和预付款项	18637.90	24595.81	34374.11	45364.98	销售收入增长率	26.33%	42.07%	34.66%	31.67%
存货	79.23	110.86	152.68	210.89	营业利润增长率	27.25%	47.41%	32.20%	32.65%
其他流动资产	436.61	170.53	166.64	227.23	净利润增长率	29.19%	47.17%	32.42%	32.67%
长期股权投资	11384.18	11384.18	11384.18	11384.18	EBITDA 增长率	26.24%	30.01%	24.66%	22.80%
投资性房地产	1194.61	1194.61	1194.61	1194.61	获利能力				
固定资产和在建工程	98260.17	113854.60	128686.00	142698.29	毛利率	57.69%	57.89%	56.39%	54.79%
无形资产和开发支出	2556.97	2492.81	2428.66	2364.50	三费率	23.39%	21.63%	19.76%	17.19%
其他非流动资产	8136.85	10125.72	11614.59	13103.46	净利率	34.83%	36.09%	35.48%	35.75%
资产总计	142576.36	167144.05	194330.85	222248.63	ROE	8.49%	11.13%	12.85%	14.56%
短期借款	7820.77	29882.38	41795.04	49342.69	ROA	2.76%	3.47%	3.95%	4.59%
应付和预收款项	12739.46	16572.17	23320.56	32120.61	ROIC	7.29%	8.05%	8.77%	9.68%
长期借款	49705.30	49705.30	49705.30	49705.30	EBITDA/销售收入	91.75%	83.96%	77.72%	72.49%
其他负债	25875.36	18866.42	19710.82	21089.98	营运能力				
负债合计	96140.89	115026.26	134531.72	152258.58	总资产周转率	0.09	0.10	0.12	0.14
股本	20000.00	28571.00	28571.00	28571.00	固定资产周转率	0.19	0.22	0.26	0.30
资本公积	9474.66	903.66	903.66	903.66	应收账款周转率	1.02	1.09	1.06	1.05
留存收益	12308.13	17622.52	24659.87	33996.39	存货周转率	68.56	71.23	71.64	70.88
归属母公司股东权益	41913.17	47109.18	54146.53	63483.05	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.85%	—	—	—
少数股东权益	4522.29	5008.62	5652.61	6507.00	资本结构				
股东权益合计	46435.47	52117.80	59799.13	69990.04	资产负债率	67.43%	68.82%	69.23%	68.51%
负债和股东权益合计	142576.36	167144.05	194330.85	222248.63	带息债务/总负债	62.95%	71.79%	70.24%	67.02%
					流动比率	0.70	0.55	0.54	0.57
					速动比率	0.69	0.55	0.54	0.57
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.13	0.19	0.25	0.33
					每股净资产	1.63	1.82	2.09	2.45
					每股经营现金	0.31	0.41	0.50	0.67
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	10381.72	13496.95	16824.65	20661.13					
PE	43.28	29.41	22.21	16.74					
PB	3.37	3.00	2.61	2.23					
PS	13.81	9.72	7.22	5.48					
EV/EBITDA	15.69	16.46	13.76	11.43					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yyx@swsc.com.cn