

新能源

重大事项点评

超配

(维持评级)

2021年09月23日

双控新政鼓励可再生能源消费 绿电交易前景广阔

证券分析师：王蔚祺

wangweiqi2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号：S0980520080003

联系人：陈抒扬

chenshuyang@guosen.com.cn

事项：

2021年9月7日，中国绿色电力交易试点正式启动。2021年9月11日，国家发展改革委印发关于《完善能源消费强度和总量双控制度方案》的通知，鼓励地方增加可再生能源消费，超出最低可再生能源电力消纳责任权重的消纳量不纳入该地区年度和五年规划当期能源消费总量考核。

- 国信电新观点：1) 绿电交易打破需求侧与供给侧屏障，绿色电力获得环境溢价；2) 新双控制度下不计入能耗考核的可再生能源总量有所增加，倒逼产业结构升级转型；3) 投资建议：绿电交易打开盈利空间，新能源运营商充分受益，建议关注中国电建、三峡能源、龙源电力、中广核新能源、节能风电、江苏新能。根据公司最新的装机和收购规模，以及十四五江苏新能源规划，上调江苏新能 2021-2023 年盈利预测至 5.11/7.92/8.50 亿元（原预测 2021-2023 年 4.85/5.98/7.13 亿元），维持“买入”评级；4) 风险提示：疫情等宏观因素对生产经营的影响，政策力度不及预期、新能源装机进程不及预期。

评论：

- 打破需求侧与供给侧屏障，绿色电力获得环境溢价

绿电交易试点实现市场手段促进新能源消纳：绿色电力交易特指绿色电力的电力中长期交易，产品主要为风电和光伏发电企业上网电量，条件成熟时，可逐步扩大至符合条件的水电。参与绿电交易的市场主体需经地方政府主管部门准入，主要包括电网企业、风电和光伏发电企业、电力用户和售电公司。绿电交易有利于促进绿色能源生产消费的市场体系和长效机制的形成，推动构建以新能源为主体的新型电力系统，保障可再生能源消纳规模，建立具有全局资源优化配置能力的电力市场。交易机制可通过电力直接交易，由购电方与发电企业通过双边协商，集中撮合，挂牌等方式达成交易；也可向电网企业、电力用户以集中竞价，挂牌交易等方式进行购买；省级电网公司还可开展省间市场化交易再出售给省内电力用户。

促进“碳-电”市场联动，提升绿电消纳规模和价格水平：绿电交易与碳交易机制衔接，避免电力用户在电力市场与碳市场重复支付环境费用，为消费绿电降低用电企业排放创造政策条件。通过“碳-电”市场联动，对控排企业而言降低了碳市场履约成本，也为外向型企业降低了被征收碳税的风险，提升绿电需求，推动新能源电力在绿电市场产生溢价效益，促进新能源电力消纳规模和投资意愿。6月22日，2021年度广东可再生能源电力交易正式启动，当天共有4家可再生能源发电企业和7家售电公司参与首日交易，成交电量1048万千瓦时，成交价差1.878分/千瓦时，相比于标杆上网电价，可再生能源发电企业度电增收近0.02元/千瓦时。这是绿电参与市场化交易首次溢价成交，也为未来绿电交易提供了有效参考。9月7日，绿色电力交易试点启动。首批绿色电力交易共17个省份259家市场主体参与，交易电量79.35亿千瓦时。其中，国家电网公司经营区域成交电量68.98亿千瓦时，南方电网公司经营区域成交电量10.37亿千瓦时，绿色

电力成交价格较当地电力中长期交易价格增加 0.03-0.05 元/千瓦时。

保障绿电交易环境溢价，冲抵新能源补贴和新型电力系统基础设施建设资金：对于电力直接交易方式购买的绿电产品，交易价格由发电企业与电力用户通过双边协商、集中撮合等方式形成。对于向电网企业购买的绿电产品，以挂牌、集中竞价等方式形成交易价格。交易初期，按照平稳起步原则，参考绿电供需情况合理设置交易价格上下限，促进新能源在绿电市场产生溢价。方案明确电网企业购买的绿电也可进入绿电交易市场，产生的附加收益用于对冲政府补贴或专款用于新型电力系统建设；也鼓励发电企业自愿退出补贴，通过绿电市场的附加收益替代国家可再生能源补贴或者销路不畅的“证电分离”绿证。

表 1：绿电交易溢价归属

是否带补贴	是否为保障性收购范围内	溢价归属
否	市场化交易	发电企业
否	保障性收购	电网企业——电力系统建设
是	保障性收购	发电企业——冲抵可再生能源补贴

资料来源：国家发改委，国信证券经济研究所整理

■ 不计入能耗考核的可再生能源总量有所增加，倒逼产业结构升级转型

之前发布的 807 号文中提到，十三五期间，对于超出激励性指标的能源消费量，均不纳入能源消耗总量、强度双控考核；在本次发布的《完善能源消费强度和总量双控制度方案》中，各省份超额完成激励性可再生能源电力消纳责任权重以后，**超出最低可再生能源电力消纳责任权重的消纳量不纳入该地区年度和五年规划当期能源消费总量考核**，鼓励了可再生能源发展，同时没有对能源消费强度做出制约，促进地区发展的同时倒逼产业结构转型升级；并与季度发布的双控预警等级挂钩，更注重节能减排的过程管理。

- **807 号文：**在确保完成全国能源消耗总量和强度“双控”目标条件下，对于实际完成消纳量超过本区域激励性消纳责任权重部分的消纳量折算的能源消费量不纳入该区域能耗“双控”考核，对纳入能耗考核的企业，超额完成所在省级行政区域消纳实施方案对其确定完成的消纳量折算的能源消费量不计入其能耗考核。
- **新《双控制度》：**根据各省（自治区、直辖市）可再生能源电力消纳和绿色电力证书交易等情况，对超额完成激励性可再生能源电力消纳责任权重的地区，超出最低可再生能源电力消纳责任权重的消纳量不计入该地区年度和五年规划当期能源消费总量考核。

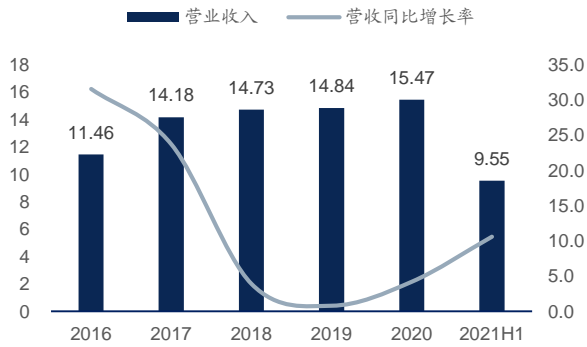
目前，绿电的用户主要包括国内外重视 ESG 责任的企业，承诺 100%使用可再生能源电力的企业、国内出口企业，以及国内承诺碳达峰碳中和目标的企业或自愿承诺购买绿电的企业。新的双控政策倒逼产业结构升级转型，增加绿电购买需求。

■ 地处资源大省，新能源资源与电力负荷需求俱佳

江苏新能主要从事风电、光伏、生物质能等新能源项目，主营业务包括风能发电、生物质能发电和光伏发电三个板块。公司为江苏省国有新能源运营龙头企业，具有显著资源与区位优势：1) 公司的四个发起人股东均为江苏省内大型国有企业，股东方的资源优势为公司可持续发展提供了强有力的支持；2) 沿海省份具备丰富陆上和海上风力资源，农业发达地区布局生物质发电业务；3) 江苏为能源消耗大省，电力消费总量位居全国前列，新能源消纳能力强劲。

2020 年公司实现营业收入 15.47 亿元，同比增长 4.20%；归母净利润 1.54 亿元，同比减少 39.47%，主要系因国务院三部委发布通知明确了可再生能源发电项目享受中央财政补贴资金的全生命周期合理利用小时数。基于此，2020 年度公司对 4 家生物质子公司相关资产计提减值准备 2.88 亿元。2021 年上半年公司实现营业收入 9.55 亿元，同比增长 10.60%，主要系因上半年风资源改善叠加 2020 年底新能新洋、新能淮安项目投产；归母净利润 3.00 亿元，同比降低 0.61%，主要系因加大研发投入，研发费用有较大增长；及部分子公司归还项目贷款叠加公司分配股利导致财务费用增加所致。

图 1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

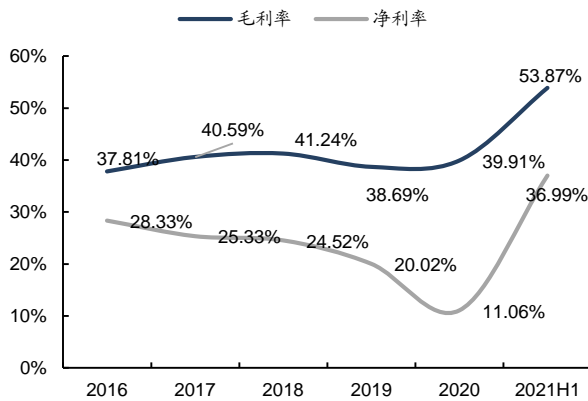
图 2: 公司归母净利润及同比增长率 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

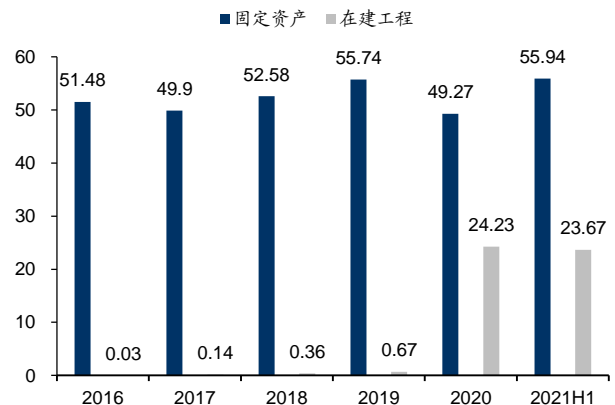
2020 年公司毛利率 39.91%，同比增加 1.2pct，2021 年上半年公司毛利率 53.87%，同比增加 5.19pct。2020 年风电业务贡献收入 8.81 亿元，毛利率 59.48%，同比增加 0.99pct。2020 年公司建工程有所增加，主要系公司陆上风电项目新能新洋，新能淮安项目以及如东 H2#海上风电项目投入增加所致。

图 3: 公司毛利率及净利率水平 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司固定资产与在建工程 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司把握抢装红利期，海陆风电项目齐头并进。2020 年底，新能新洋、新能淮安项目投产，截至目前，公司累计发电量 13.54 亿千瓦时，同比增长 31.95%，上网电量 13.22 亿千瓦时，同比增长 32.13%；如东 H2#海上风电项目有序推进，完成首回 220kV 海缆敷设、陆上开关站倒送电、海上升压站的建造和吊装等工程重大节点，目前，正在进行基础桩沉桩、海上风机吊装和设备调试等工作，预计年内并网发电。

表 2: 公司可再生能源项目装机容量 (MW)

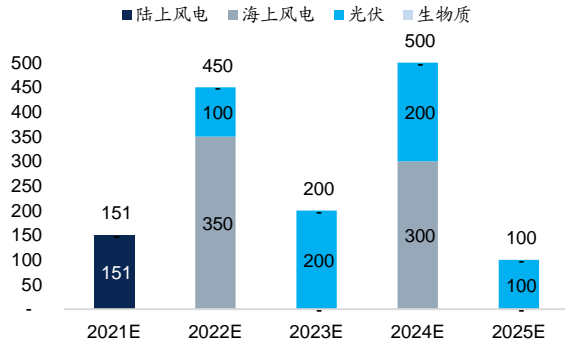
	项目明细		在建权益容量 (MW)	合计投产权益容量		
	控股容量 (MW)	股权比例		2020 (MW)	2021E (MW)	2022E (MW)
射阳新洋农场 (2020 年底已全容量并网)	101.200	70%		70.8	70.7	70.7
淮安风力发电 (2020 年底已全容量并网)	50	100%		50	50	50
如东 H2 海上风电 (在建, 2021 年底并网)	350	51%	178.5		178.5	178.5
大唐国信滨海 301.8MW (已全容量并网)	301.8	40%			120.7	120.7
合计	803			120.7	419.9	419.9

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

公司进一步明确了以发展为核心的工作思路，按区域或项目类型组建新能源项目前期工作组，整合内外资源优势，激发全员拓展新项目的主动性与积极性。一是抢抓江苏海上风电竞争性配置、整县推进分布式屋顶光伏等机遇，大力储备项目资源，我们假设公司在 2022-2024 年每年新增平价光伏项目 100/200/200/100MW；2024 年新投产平价海上风电项目 300MW；二是瞄准省外新能源基地，积极布局省外项目；三是我们估计国信集团十四五规划新增大量清洁能源装

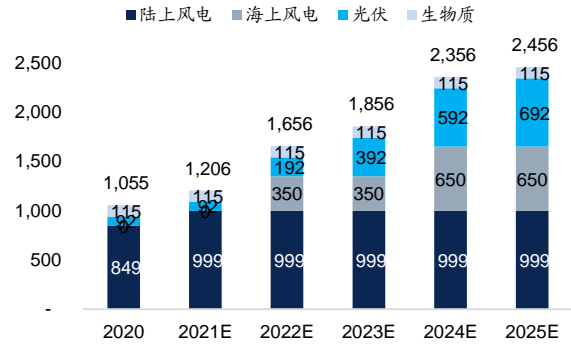
机，预计其中海风与光伏发电资产将归属于江苏新能持有以避免同业竞争；四是有序开展股权并购，发行股份购买大唐滨海 40% 股权事项于 2021 年 8 月获得中国证监会并购重组委审核无条件通过，同时积极考察调研更多的新能源并购标的，全力以赴为公司“十四五”发展储备资源。预计公司 2025 年累计控股装机容量达到 2.5GW 左右。

图 5: 公司新增控股投运装机容量 (MW)



资料来源: 国信证券经济研究所预测

图 6: 公司累计控股投运装机容量 (MW)



资料来源: 国信证券经济研究所预测

■ **投资建议:** 绿电交易打开盈利空间，新能源运营商充分受益，建议关注中国电建、三峡能源、龙源电力、中广核新能源、节能风电、江苏新能。根据公司最新的装机和收购规模，以及十四五江苏新能源规划，上调江苏新能 2021-2023 年盈利预测至 5.11/7.92/8.50 亿元（原预测 2021-2023 年 4.85/5.98/7.13 亿元），维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 疫情等宏观因素对生产经营的影响，政策力度不及预期、新能源装机进程不及预期。

表 10: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 20210922	总市值 亿元	EPS				PE				PB (20A)	投资评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E		
600905	三峡能源	7.28	2,080	0.13	0.18	0.29	0.34	57.6	39.8	24.7	21.6	4.96	买入
601016	节能风电	7.06	354	0.12	0.24	0.35	0.38	57.3	29.5	19.9	18.3	3.60	增持
603693	江苏新能	24.53	152	0.25	0.83	1.15	1.24	98.6	29.7	21.3	19.8	3.26	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测

附表：江苏新能财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1027	1600	1600	1600	营业收入	1547	1832	2659	2742
应收款项	1367	1405	2040	2103	营业成本	929	1002	1273	1309
存货净额	33	21	10	3	营业税金及附加	15	18	27	27
其他流动资产	264	73	106	110	销售费用	0	0	0	0
流动资产合计	2892	3300	3956	4016	管理费用	158	98	134	139
固定资产	7350	8149	12586	12129	财务费用	116	164	346	356
无形资产及其他	62	60	59	57	投资收益	6	43	173	173
投资性房地产	900	900	900	900	资产减值及公允价值变动	(287)	(30)	(30)	(30)
长期股权投资	11	11	11	11	其他收入	176	58	58	58
资产总计	11214	12420	17513	17113	营业利润	223	621	1079	1112
短期借款及交易性金融负债	798	1257	1676	360	营业外净收支	0	0	0	0
应付款项	652	207	146	77	利润总额	223	621	1079	1112
其他流动负债	139	47	49	32	所得税费用	52	93	148	122
流动负债合计	1589	1511	1871	469	少数股东损益	17	17	140	140
长期借款及应付债券	2857	3817	8153	8729	归属于母公司净利润	154	511	792	850
其他长期负债	1610	1610	1610	1610					
长期负债合计	4467	5427	9763	10339	现金流量表 (百万元)				
负债合计	6056	6938	11634	10808	净利润	154	511	792	850
少数股东权益	506	506	507	509	资产减值准备	222	(272)	9	(1)
股东权益	4653	4976	5372	5796	折旧摊销	376	644	945	1150
负债和股东权益总计	11214	12420	17513	17113	公允价值变动损失	287	30	30	30
					财务费用	116	164	346	356
					营运资本变动	946	(643)	(707)	(146)
					其它	(232)	272	(7)	2
					经营活动现金流	1752	542	1061	1885
					资本开支	(2012)	(1200)	(5420)	(720)
					其它投资现金流	60	0	0	0
					投资活动现金流	(1951)	(1200)	(5420)	(720)
					权益性融资	20	68	0	0
					负债净变化	791	960	4336	576
					支付股利、利息	(242)	(255)	(396)	(425)
					其它融资现金流	(675)	459	418	(1316)
					融资活动现金流	441	1231	4359	(1165)
					现金净变动	242	573	0	0
					货币资金的期初余额	785	1027	1600	1600
					货币资金的期末余额	1027	1600	1600	1600
					企业自由现金流	(291)	(591)	(4123)	1413
					权益自由现金流	(176)	689	333	356

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.25	0.83	1.15	1.24
每股红利	0.39	0.41	0.58	0.62
每股净资产	7.53	8.05	7.83	8.45
ROIC	5%	6%	8%	7%
ROE	3%	10%	15%	15%
毛利率	40%	45%	52%	52%
EBIT Margin	34%	39%	46%	46%
EBITDA Margin	58%	74%	82%	88%
收入增长	4%	18%	45%	3%
净利润增长率	-39%	232%	55%	7%
资产负债率	59%	60%	69%	66%
息率	1.6%	1.7%	2.6%	2.8%
P/E	98.6	29.7	21.3	19.8
P/B	3.26	3.0	3.1	2.9
EV/EBITDA	23.7	16.3	13.1	11.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告:

- 《风电重大政策点评: 能源局明确五大方向, 十四五风电年需求有望逾 60GW》 ——2021-09-11
 《国信证券-行业快评-浙江“十四五”海风目标出炉, 10GW 争当碳中和排头兵》 ——2021-06-30
 《海上风电重大政策点评: 广东加码福建热身, 十四五海上风电剑指 40GW》 ——2021-06-14
 《国信证券-风电行业快评-美国进入海风元年, 30GW 增量启动全球需求共振》 ——2021-04-08
 《海上风电重大政策点评: 十四五规划 4.5GW 海风, 浙江拟出台地补支持》 ——2021-02-22

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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, 我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032