

➤ **资产重组，转型新能源：**公司通过资产重组置出全部房地产业务，置入鲁能新能源 100% 股权，交易完成后公司主营业务由房地产开发与销售变更为风能和太阳能的开发、投资和运营。鲁能新能源“脱胎”于国家电网，背景优势显著。后续依托控股股东中国绿发的绿色产业布局，进一步增加公司资源储备，助力实现“十四五”装机目标。

➤ **扎根“三北”，盈利持续改善：**截至 2023 年 6 月底，公司在运及在建装机规模 787.65 万千瓦，其中在运 429.65 万千瓦（风电 333.7 万千瓦，光伏 85.95 万千瓦，其他 10 万千瓦），在建 358 万千瓦（风电 50 万千瓦，光伏 283 万千瓦，其他 25 万千瓦）。公司装机相对集中在西北地区，青、甘、新、陕四省/区合计在运装机 267.15 万千瓦，占比约 62.2%；华北区域蒙、冀合计装机约 97.5 万千瓦，占比约 22.7%；“三北”地区在公司运营装机中占比达到 84.9%。从消纳情况看，“三北地区”前期限电率较高，近年随着本地需求增长以及外送通道建设，弃风弃光情况逐渐改善。

➤ **投资建议：**作为“脱胎”于国家电网的新能源开发平台，股东背景有望获得电网在项目获取、上网消纳、费用结算等方面的支持；与控股股东中国绿发的绿色产业协同增加公司资源储备；双重股东优势有望助力公司实现装机规模大幅增长。重组完成后融资通道打开，叠加股东资金支持、成本端费用控制，公司的盈利能力有望持续改善。预计公司 23/24/25 年 EPS 分别为 0.49/0.79/1.21 元，对应 2024 年 1 月 17 日收盘价 PE 分别 19.8/12.3/8.0 倍。考虑到公司装机规划以及储备项目带来的增长空间支撑当前估值，给予公司 2024 年 15.0 倍 PE，目标价 11.85 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：

9.65 元

目标价：

11.85 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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	3,430	3,916	6,473	9,968
增长率 (%)	-82.5	14.2	65.3	54.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	633	907	1,465	2,259
增长率 (%)	300.9	43.3	61.6	54.2
每股收益 (元)	0.34	0.49	0.79	1.21
PE	28.4	19.8	12.3	8.0
PB	1.1	1.0	1.0	0.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 01 月 17 日收盘价）

目录

1 资产重组，转型新能源	3
1.1 几经波折，成为集团新能源上市平台	3
1.2 央企发力新能源，国网系股东优势明显	4
1.3 目标远大，2025 规划装机 30GW	7
2 扎根“三北”，盈利持续改善	8
2.1 深度布局“三北”	8
2.2 限电情况好转	9
2.3 盈利持续改善	11
3 盈利预测与投资建议	14
3.1 盈利预测假设与业务拆分	14
3.2 估值分析	15
3.3 投资建议	15
4 风险提示	16
插图目录	18
表格目录	18

1 资产重组，转型新能源

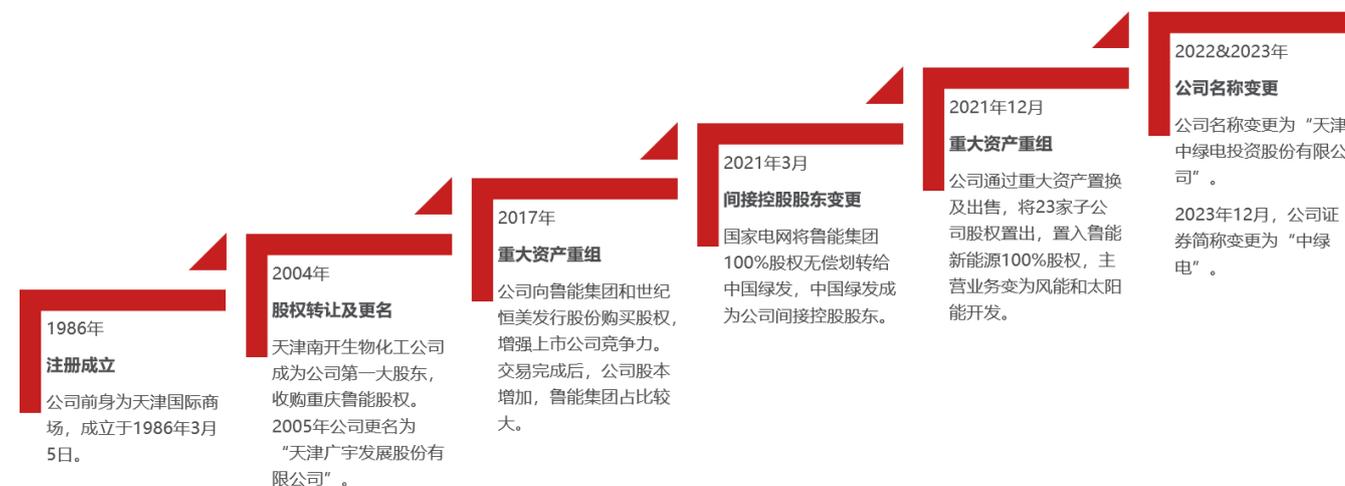
1.1 几经波折，成为集团新能源上市平台

天津中绿电投资股份有限公司（以下简称公司）前身为成立于 1986 年 3 月的天津国际商场（后更名为“天津立达（集团）公司国际商场”）；1993 年 12 月，公司在深圳证券交易所挂牌上市；1999 年，公司第一大股东天津立达集团有与天津戈德戈德集团签订股权转让协议，天津戈德成为公司第一大股东；2004 年 7 月，天津南开生物化工通过司法拍卖竞得公司 25.29% 股权，至此，公司的第一大股东变更为天津南开生物化工，实控人变更为鲁能集团。

2005 年 6 月，公司更名为“天津广宇发展股份有限公司”；2017 年 10 月，公司向鲁能集团增发股份购买资产，鲁能集团持股增加至 76.13%；2020 年 11 月，中国绿发与国家电网签署《无偿划转协议》，国家电网将其持有的鲁能集团 100% 股权无偿划转至中国绿发，本次收购完成后，中国绿发直接持有鲁能集团 100% 股权，间接持有公司 76.13% 股份，成为公司的间接控股股东。

2021 年 12 月，公司发布《关于公司重大资产置换及重大资产出售暨关联交易方案的议案》，置出全部房地产业务，置入鲁能新能源 100% 股权，本次交易完成后公司主营业务由房地产开发与销售变更为风能和太阳能的开发、投资和运营；2022 年 1 月相关资产完成交割过户，公司实现并表鲁能新能源。2022 年 9 月，公司更名为“天津中绿电投资股份有限公司”；2023 年 12 月，公司证券简称由“广宇发展”变更为“中绿电”，至此公司实现华丽转身，成为集团新能源发电业务开发平台。

图1：中绿电（广宇发展）发展历程



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司重大资产置换方案具体如下，公司将所持全部 23 家房地产子公司股权置出，置入鲁能集团与都城伟业合计持有的鲁能新能源 100% 股权，其中，公司 13

家子公司股权与鲁能集团与都城伟业合计持有的鲁能新能源 100%股权置换，其余 10 家子公司股权现金出售给鲁能集团。重大资产重组交易成后，公司直接持有鲁能新能源 100%股权，并收到 131.97 亿元现金补偿。收购资产的同时交易对方提供业绩承诺，因 2021 年底前未完成收购事宜，业绩承诺期为 2022-2024 年，2022/2023/2024 年业绩承诺分别为 7.68/8.08/8.67 亿元。

表1：中绿电资产置换方案（单位：亿元）

交易对方	上市公司置入资产		上市公司置出资产		现金补偿		交易方式
	置入资产	交易对价	置出资产	交易对价	交易对方支付	上市公司支付	
都城伟业	鲁能新能源	95.26	6 家地产公司	95.11		0.15	资产置换
	81.36%股权		100%股权				
鲁能集团	鲁能新能源	21.83	7 家地产公司	21.63		0.19	资产置换
			100%股权				
	18.64%股权	10 家地产公司	132.31	132.31	股权出售		
合计		117.09		249.06	132.31	0.34	

资料来源：《重大资产置换及重大资产出售暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》，民生证券研究院

1.2 央企发力新能源，国网系股东优势明显

鲁能新能源原为国家电网旗下鲁能集团的新能源开发平台，2020 年国家电网将持有的鲁能集团 100%股权无偿划转至中国绿发，至此公司间接控股股东变更为中国绿发，但因国家电网仍直接持有中国绿发 26.67%的股权，公司依然有望获得电网在项目获取、上网消纳、费用结算等方面的支持。

中国绿发投资集团成立于 1988 年，2020 年中国绿发重整改革，引入国家电网、中国诚通、中国国新以及山东国资作为股东，在践行“碳达峰·碳中和”主题下，确定了绿色能源、幸福产业、低碳城市及战略性新兴产业投资四大发展方向。

- **绿色能源：**深入贯彻落实“四个革命、一个合作”能源安全新战略（即推动能源消费革命、能源供给革命，能源技术革命、能源体制革命，全方位加强国际合作），到“十四五”末，建设运营装机容量 3000 万千瓦，依托上市平台公司，进一步推动绿色能源产业做强做优做大。
- **幸福产业：**贯彻落实“构建优质高效的服务业新体系”要求，重点发展高端酒店和大型生态文旅度假区，加快打造以高端商办物业、健康养老、度假俱乐部、主题娱乐、特色商业为核心的幸福产业“1+6”一流平台体系，建设国际一流绿色资产管理和美好生活服务企业。
- **低碳城市：**聚焦人民群众对美好生活的向往，以绿色低碳理念促进低碳城市建设，打造行业领先的健康家园产品，助力城市低碳排放、零碳排放，形成健康、简约、低碳的城市建设和居民生活方式。
- **战略性新兴产业投资：**聚焦前瞻性战略性新兴产业重点领域，实施创新

驱动，加强产业协同，积极打造世界级液化空气储能示范项目，成立双碳研究发展中心，重点研究和规划自同步电压源友好并网技术，熔盐储热储能、锂离子电容器、绿色能源+数据中心、新材料、碳资产管理等新兴产业，助力关键核心技术新突破，推动战略性新兴产业融合化、集群化、生态化发展，培育绿色低碳增长新引擎。

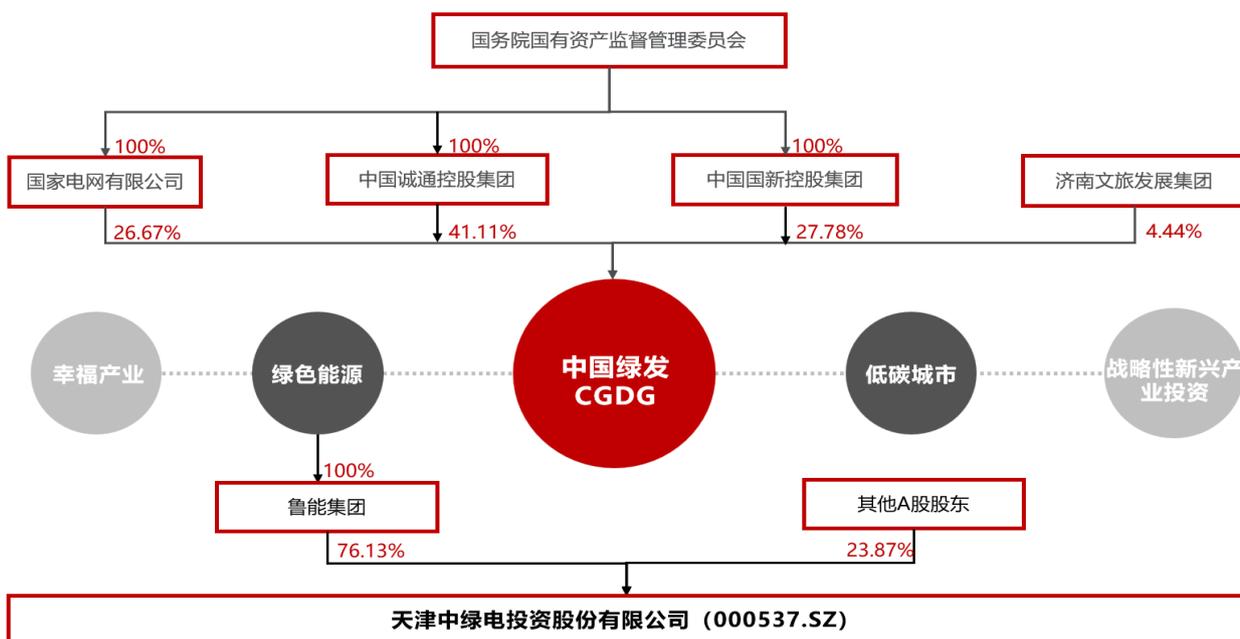
表2：中国绿发“四大”业务板块发展成果

业务板块	板块成就
绿色能源	绿色能源业务布局青海、新疆、甘肃、河北、江苏、内蒙古等 12 个资源富集省份，在建、运营电站 65 个，在建、运营装机容量 2088 万千瓦，业务范围包括陆地风电、海上风电、光伏发电、光热发电、储能等，年发电量超过 100 亿千瓦时。
幸福产业	物业服务累计服务管理各类项目 140 余个，运营酒店 38 家，文旅项目 5 家，服务面积超过 2800 万平方米，完成 100 余个社区的基础设施绿色改造、智能化升级，31 个物业项目获得“绿色社区/绿色楼宇”星级评定。
低碳城市	开发的绿色地产项目覆盖全国 27 个城市，在建、新建项目绿色建筑认证达 100%，绿色建筑认证面积 2134 万平方米，健康建筑认证面积达到 3980 万平方米。
战略性新兴产业投资	2023 年 7 月，中国绿发自主研发并投资建设的青海省 6 万千瓦/60 万千瓦时液态空气储能示范项目在格尔木市正式开工。项目建成后，将成为液态空气储能领域发电功率世界第一、储能规模世界最大的示范项目。 2023 年 9 月，中国绿发首台应用自同步电压源友好并网技术的风电机组在甘肃瓜州干河口南北风电场并网试运行，该技术的应用有助于大幅提升风电场的弱电网运行能力及对电网暂态频率和电压的支撑能力。

资料来源：中国绿发官网，民生证券研究院

资产重组时，绿发集团承诺“重组完成后，控制的其他企业不存在，未来也不直接或间接从事或投资任何与上市公司及其下属公司经营业务构成竞争或可能构成竞争的业务”。由此，公司所属的新能源发电业务是集团绿色能源板块业务支柱以及唯一的发电平台。

图2：中绿电股权穿透图以及中国绿发产业布局（截至 3Q23）

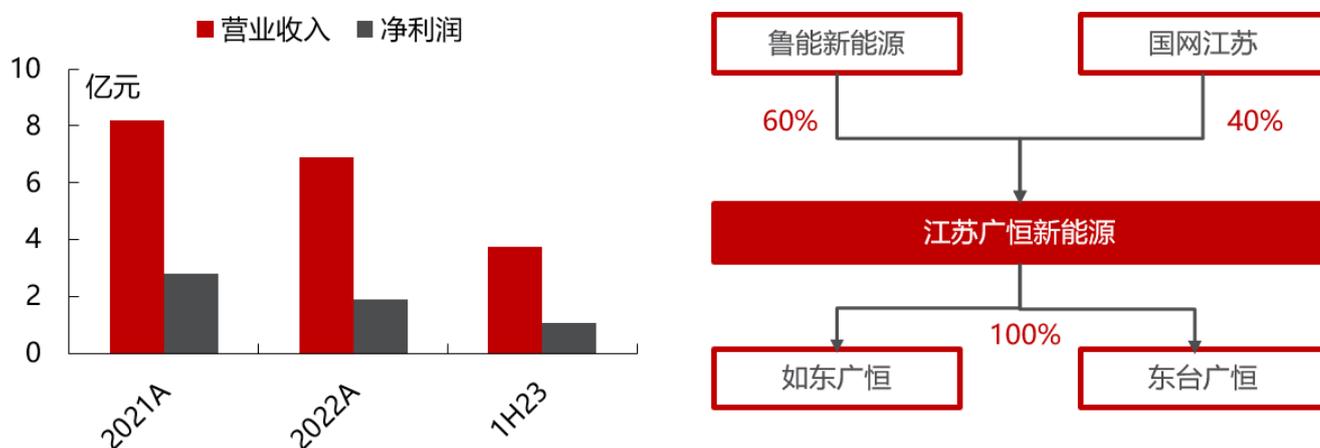


资料来源：wind，中国绿发官网，民生证券研究院

2023年7月，公司在新疆区域成功获取1300万千瓦新能源项目指标，是公司发挥与中国绿发产业协同优势的重要落地成果，标志着公司在业务布局和资源拓展方面迈出了重要一步。后续依托中国绿发的绿色产业布局望进一步增加公司资源储备，助推公司完成“十四五”发展规划。

作为“脱胎”于国家电网的新能源开发平台，至今公司电网背景浓厚，有望在项目运营、新建项目电网接入、项目消纳、电站调度等方面具备一定的优势。在项目建设中，目前已经投产的江苏如东、东台两个20万千瓦海风项目均为公司控股、国网江苏电力公司参股的开发运营模式；同时，国网江苏电力公司也负责江苏省内发电项目的上网消纳、电费结算（国内电力体制特性，与通常意义上的客户/股东身份重叠风险不同）。

图3：江苏海风项目股权以及营收情况（截至3Q23）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图4：江苏东台海上风电项目



资料来源：中国绿发官网，民生证券研究院

图5：江苏如东海上风电项目



资料来源：中国绿发官网，民生证券研究院

在公司管理中，2022年1月公司原管理层与鲁能新能源管理层完成更替，在任的高管团队具备丰富的电网、新能源开发建设履历。例如，董事长粘建军，曾任都城绿色能源有限公司江苏分公司总经理、党委副书记，江苏广恒新能源有限公司

总经理，鲁能新能源（集团）有限公司董事长、党委书记；总经理孙培刚，曾任国家电网建设部综合处处长、水电和新能源部综合处处长，鲁能集团副总工程师；总经理助理夏松乾曾任鲁能集团发展策划部主管、中国绿发投资集团规划发展部主管，鲁能新能源总经理助理。2023年12月28日公司召开了第十一届董事会第一次会议，现有管理层中董事长粘建军、总经理孙培刚仍旧担任现有职位。

1.3 目标远大，2025 规划装机 30GW

2021年11月27日，国资委印发《关于推进中央企业高质量发展做好碳达峰碳中和工作的指导意见》(国资发科创〔2021〕93号)，主要目标包括：到2025年，新型电力系统加快构建，绿色低碳技术研发和推广应用取得积极进展；中央企业可再生能源发电装机比重达到50%以上。面对“双碳”目标的紧迫压力和潜在的发展机遇，以电力行业为代表的各行各业纷纷摩拳擦掌，尤其是央、国企中的各家发电企业。而作为以绿色发展为目标的企业集团，**公司（控股股东）提出到“十四五”末，建设运营装机达到3000万千瓦的发展目标。**

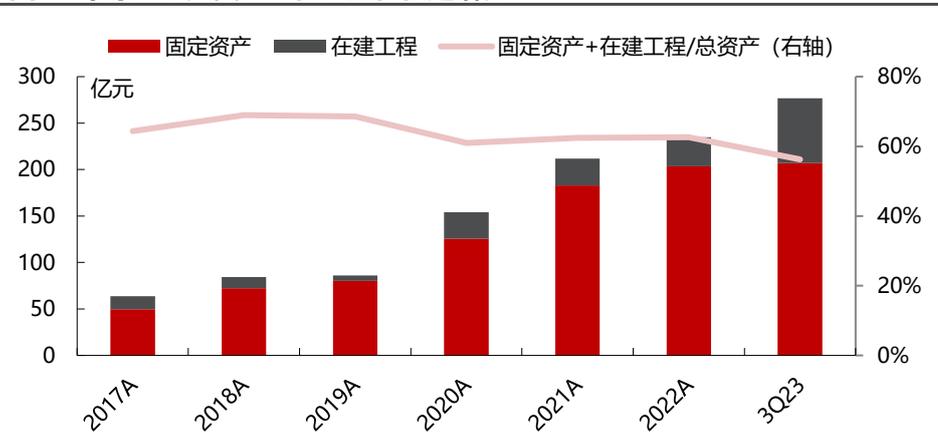
自2020年起，公司投资规模逐步加速，固定资产总额由2019年底的80.21亿元扩张至3Q23的207亿元，在建工程则由5.91亿元提升至69.69亿元，固定资产+在建工程占总资产的比例达到56.3%。

表3：中绿电规划到“十四五”末新能源建设运营装机 30GW

集团/公司	2025 年发展目标
华电集团	“十四五”期间新增新能源装机 7500 万千瓦，2025 年非化石能源占比达到 50%（清洁能源装机超过 60%）
国家能源集团	“十四五”期间新增新能源装机 7000-8000 万千瓦
华能集团	2025 年清洁能源占比 50% 以上，发电装机达到 3 亿千瓦左右，新增新能源装机 8000 万千瓦
大唐集团	2025 年实现碳达峰，清洁能源占比 50% 以上
国家电投集团	2023 年实现碳达峰，到 2025 年实现发电总装机 2.2 亿千瓦，清洁能源占比 60%
中国绿发	“十四五”末，建设运营装机达到 3000 万千瓦

资料来源：各发电央企集团“十四五”规划，民生证券研究院

图6：中绿电固定资产与在建工程快速增长



资料来源：wind，民生证券研究院，注：2017-2021年采用鲁能新能源报表口径

2 扎根“三北”，盈利持续改善

2.1 深度布局“三北”

公司广泛布局青海、新疆、甘肃、内蒙古、江苏等 12 个资源富集省份，开发建设海上风电、陆上风电、光伏发电和光热发电等新能源项目，形成海陆齐发的绿色能源业务布局。截至 2023 年 6 月底，公司建设运营装机规模 787.65 万千瓦，其中自主运营 429.65 万千瓦（风电 333.7 万千瓦，光伏 85.95 万千瓦，其他 10 万千瓦），在建 358 万千瓦（风电 50 万千瓦，光伏 283 万千瓦，其他 25 万千瓦）。

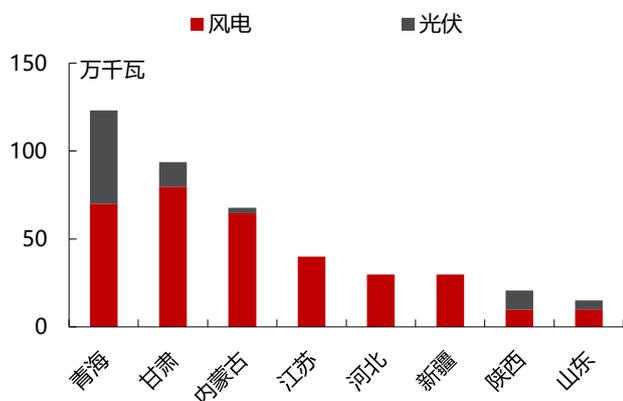
从分布来看，公司装机相对集中在西北地区，青、甘、新、陕四省/区合计装机 267.15 万千瓦，占比约 62.2%；华北区域蒙、冀合计装机约 97.5 万千瓦，占比约 22.7%；“三北”地区在公司运营装机中占比达到 84.9%。从现有在建项目布局来看，公司仍主要发力“三北”地区，且光伏装机占比逐渐提升。

图7：2017-2022 年中绿电装机规模情况



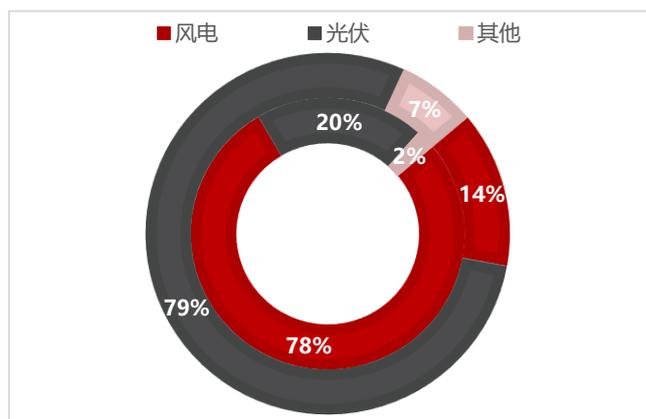
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图9：截至 1H23 中绿电在运装机分布



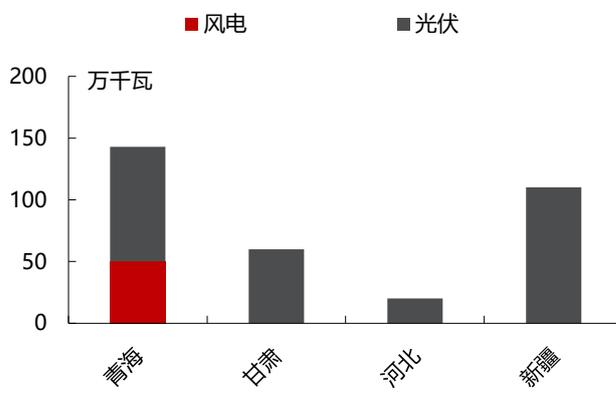
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图8：截至 1H23 中绿电在运（内圆）、在建（外圆）装机构成



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图10：截至 1H23 中绿电在建装机分布



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2 限电情况好转

国家发改委按照风能、太阳能资源状况与工程建设条件，将全国分为四类风能资源区与三类太阳能资源区，公司装机规模较大的青海、甘肃、内蒙古、新疆等省风能、光能资源丰富，涵盖 I、II、III 类风能资源区与 I、II 类太阳能资源区。

表4：四类风能资源区划分

类别	地区
I 类	内蒙古自治区除赤峰市、通辽市、兴安盟、呼伦贝尔市以外其他地区，新疆维吾尔自治区乌鲁木齐市、伊犁哈萨克自治州、克拉玛依市、石河子市
II 类	河北省张家口市、承德市，内蒙古自治区赤峰市、通辽市、兴安盟、呼伦贝尔市，甘肃省嘉峪关市、酒泉市，云南省
III 类	吉林省白城市、松原市，黑龙江省鸡西市、双鸭山市、七台河市、绥化市、伊春市、大兴安岭地区，甘肃省除嘉峪关市、酒泉市以外其他地区，新疆维吾尔自治区除乌鲁木齐市、伊犁哈萨克自治州、克拉玛依市、石河子市以外其他地区，宁夏回族自治区
IV 类	除 I 类、II 类、III 类资源区以外的其他地区

资料来源：国家发改委，民生证券研究院整理

表5：三类太阳能资源区划分

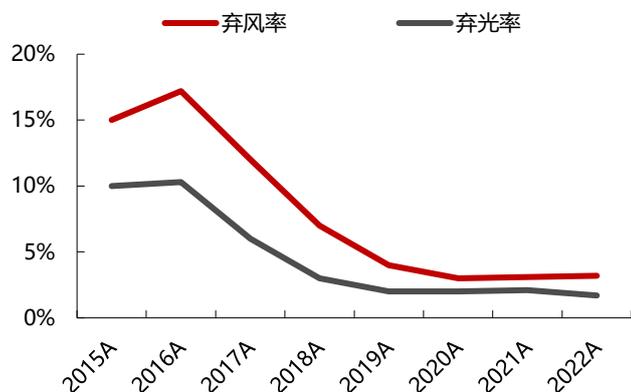
类别	地区
I 类	宁夏，青海海西，甘肃嘉峪关、武威、张掖、酒泉、敦煌、金昌，新疆哈密、塔城、阿勒泰、克拉玛依，内蒙古除赤峰、通辽、兴安盟、呼伦贝尔以外地区
II 类	北京，天津，黑龙江，吉林，辽宁，四川，云南，内蒙古赤峰、通辽、兴安盟、呼伦贝尔，河北承德、张家口、唐山、秦皇岛，山西大同、朔州、忻州、阳泉，陕西榆林、延安，青海、甘肃、新疆除 I 类外其他地区
III 类	除 I 类、II 类资源区以外的其他地区

资料来源：国家发改委，民生证券研究院整理

项目虽多位于风光资源较好的“三北地区”，但因当地消纳限制以及外送通道建设落后，弃风弃光情况较为突出影响。2017-2020 年，公司年均风电利用小时 2038 小时，低于全国风电平均水平 45 小时，降幅 2.2%，公司项目整体运行效率未充分释放。

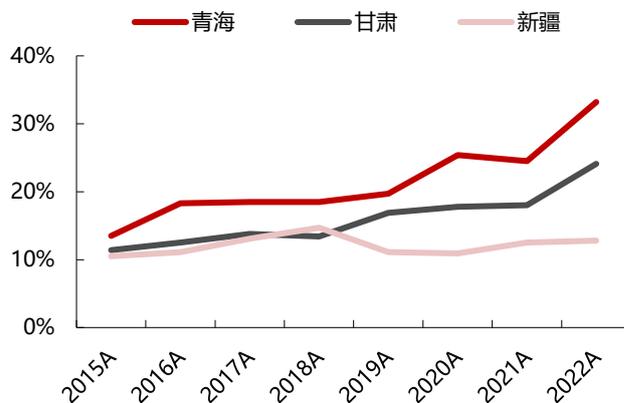
2020 年，公司宁夏盐池项目解决输送问题后实现全容量上网，同时新疆地区外送通道条件改善，限电率下降至 10.4%，但因近两年新增项目投产加快，限电率又小幅上升。2022 年公司整体限电率 12.0%，高于全国新能源消纳监测中心公布的平均值（风电 3.2%，光伏 1.7%），同样高于公司目前装机体量最多的青海省平均值（风电 7.3%，光伏 8.9%）。但从发电效率看情况正在改善，2020-2022 年公司风电年均利用小时 2290 小时，较 2017-2020 均值提高 252 小时，且高于全国风电平均水平 115 小时，增幅 5.3%；2020-2022 年公司光伏年均利用小时 1418 小时，较 2017-2020 均值提高 113 小时，且高于全国光伏平均水平 113 小时，增幅 9.1%。

图11: 2015-2022 年全国范围内弃风/弃光持续改善



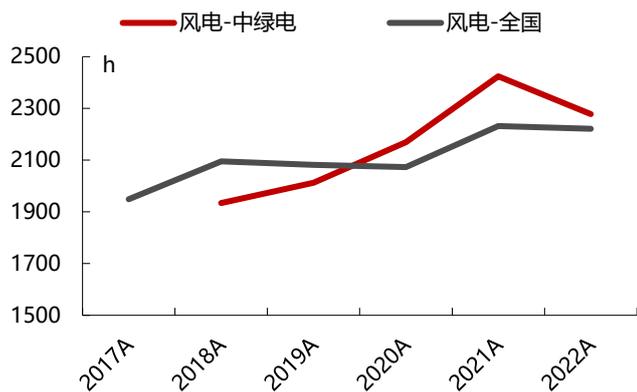
资料来源: 国家能源局, 民生证券研究院

图12: 青/甘/新三省可再生能源电力消纳比重(非水电)



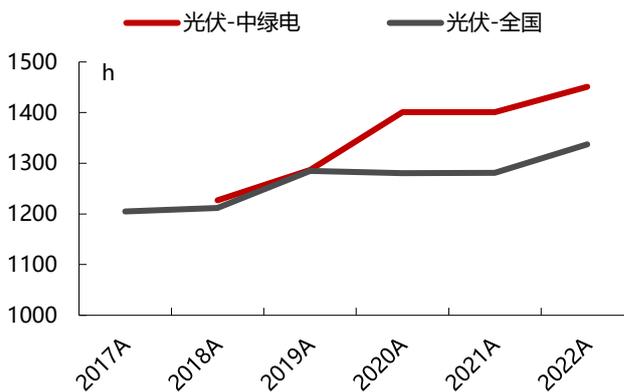
资料来源: 国家能源局, 民生证券研究院

图13: 2017-2022 年中绿电风电利用小时情况



资料来源: 公司公告, 国家能源局, 中电联, 民生证券研究院

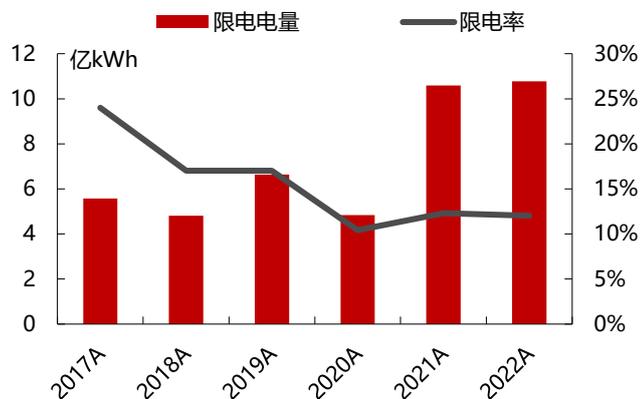
图14: 2017-2022 年中绿电光伏利用小时情况



资料来源: 公司公告, 国家能源局, 中电联, 民生证券研究院

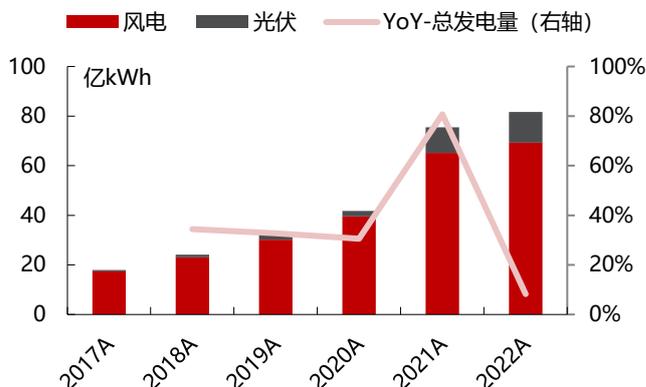
2017-2020 年公司年均发电量增速为 32.6%，2020 年随着公司装机规模大幅提高，叠加风电、光伏利用小时数均同比改善，带动公司发电量增长。2022 年公司完成发电量 81.71 亿千瓦时，同比增长 8.2%，其中，风电发电量 69.27 亿千瓦时，光伏发电量 12.44 亿千瓦时，2020-2022 年公司发电量 CAGR 提高至 39.8%。根据公司“十四五”规划，装机增长驱动下发电量有望维持高增速。公司 2023 年度完成发电量 90.66 亿千瓦时，同比增长 11.0%。其中，风电完成发电量 77.46 亿千瓦时，同比增长 11.8%；光伏完成发电量 12.3 亿千瓦时，同比增长 8.9%。

图15: 2017-2022 年中绿电限电率整体下降



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图16: 2017-2022 年中绿电发电量情况



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2.3 盈利持续改善

“十三五”期间, 考虑江苏两个高电价海风项目相继投产, 公司发电营收增速略高于发电量增速, 2017-2020 年公司发电营收 CAGR 为 48.3%; “十四五”期间公司营收增速放缓, 2022 年, 公司实现发电收入 33.78 亿元, 同比增长 2.4%, 2020-2022 年公司营收 CAGR 增速为 19.6%。

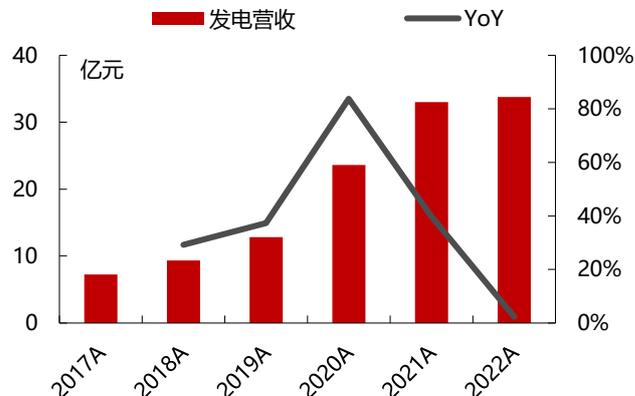
近两年, 公司归母净利润增速高于营收增速, 2020-2022 年公司年均归母净利润增速为 63.8%; 2021 年公司重组合并产生 7.30 亿元的营业外收入推高当年度归母净利润, 2022 年, 公司实现归母净利润 6.33 亿元, 同比下降 38.6%。2023 年前三季度, 公司实现归母净利润 8.15 亿元, 已经完成 2023 年度业绩承诺。

图17: 2017-2022 年中绿电平均上网电价稳步提升 (含税)



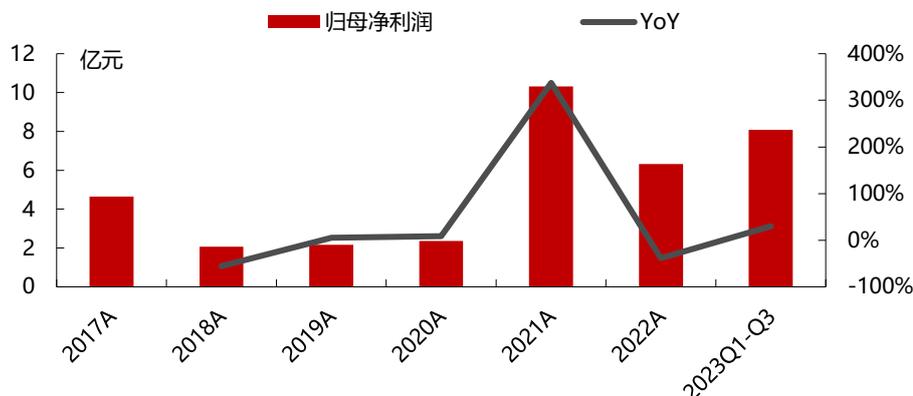
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图18: 2017-2022 年中绿电新能源发电业务营收



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

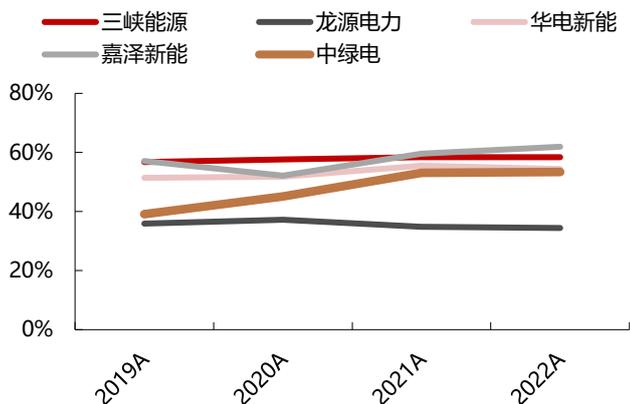
图19: 2017-2023 年三季度年中绿电归母净利润情况



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

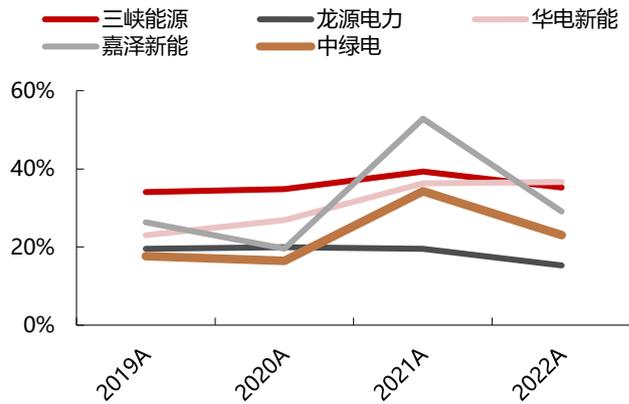
2022 年公司整体毛利率 53.4%，接近同样在“三北”装机体量较高的华电新能，略低于头部运营商三峡能源；而 2022 年净利率为 23.0%，相较可比公司具有较大差距。

图20: 2019-2022 年中绿电与可比公司毛利率对比



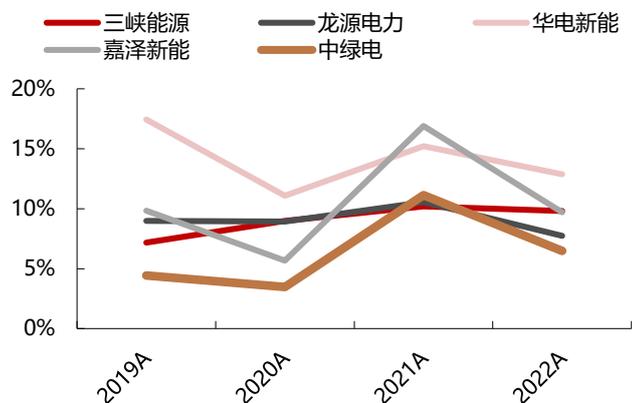
资料来源: wind, 公司公告, 民生证券研究院

图21: 2019-2022 年中绿电与可比公司净利率对比



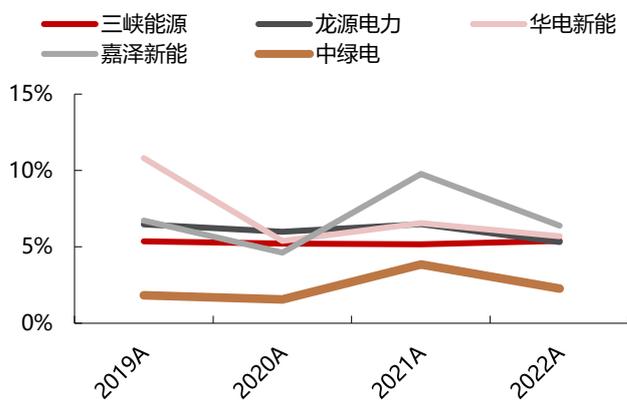
资料来源: wind, 公司公告, 民生证券研究院

图22: 2019-2022 年中绿电与可比公司 ROE 对比



资料来源: wind, 公司公告, 民生证券研究院

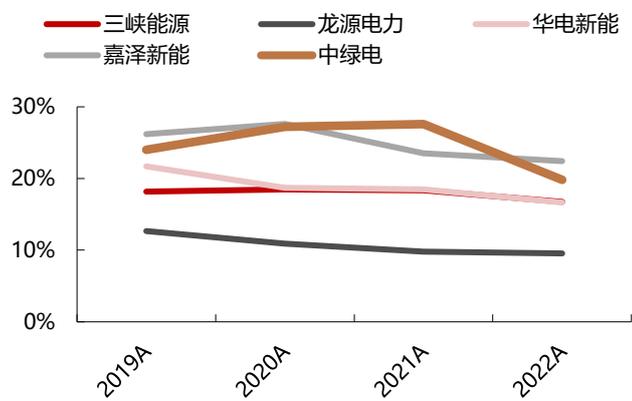
图23: 2019-2022 年中绿电与可比公司 ROA 对比



资料来源: wind, 公司公告, 民生证券研究院

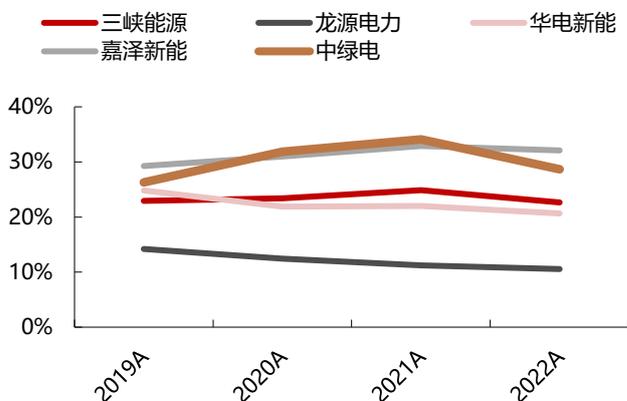
公司财务费用率稳定下降, 由 2019 年 24.0%下降 9.9pct 至 2023 年前三季度的 19.8%, 带动期间费用率由 2019 年的 26.3%下降 7.2pct 至 12.5%。从盈利能力考虑, 随着公司新能源资产上市, 融资渠道打开、股东资金支持, 成本端费用控制, 公司的盈利能力有望持续改善。

图24: 2019-2022 年中绿电与可比公司财务费用率对比



资料来源: wind, 公司公告, 民生证券研究院

图25: 2019-2022 年中绿电与可比公司期间费用率对比



资料来源: wind, 公司公告, 民生证券研究院

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测假设与业务拆分

对于公司 2023-2025 年主营新能源发电板块的营收、成本预测，做以下几点假设：

- 新增装机：到“十四五”末，公司运营装机达到 2500 万千瓦；
- 利用小时：参考历史值，新投产机组考虑装机时点，假设全年新增机组平均利用小时仅为存量机组的一半；
- 上网电价：考虑新增装机快速增长、平价进程和市场化交易，到 2025 年平均上网电价逐步下降。

由此得到公司 2023-2025 年主营新能源发电板块业务的收入预测如下：

表6：2023-2025 年中绿电新能源发电板块营业收入预测

主营-电力	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
装机容量-控股 (万 kW)	249.65	402.65	429.65	799.65	1649.65	2499.65
发电量 (亿 kWh)	41.78	75.50	81.71	90.66	172.63	307.29
上网电量 (亿 kWh)	40.29	73.07	78.81	87.96	165.05	293.10
上网电价-平均 (元/kWh 含税)	0.445	0.455	0.457	0.497	0.440	0.382
利用小时-平均 (h)	2086	2232	2085	1134	1046	1229
销售收入 (亿元)	23.72	35.04	41.78	43.69	72.58	112.07
营业收入 (亿元)	23.60	33.00	33.78	38.66	64.23	99.18
YoY	21.55%	39.84%	2.36%	14.46%	66.13%	54.42%
营业成本 (亿元)	11.60	15.60	15.86	18.50	31.13	46.95
毛利 (亿元)	11.99	17.40	17.92	20.16	33.10	52.23
毛利率	50.82%	52.74%	53.05%	52.14%	51.53%	52.66%

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，得到公司 2023-2025 年盈利预测：

表7：2023-2025 年中绿电盈利预测

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	23.89	33.40	34.30	39.16	64.73	99.68
YoY		39.78%	2.69%	14.18%	65.29%	53.99%
营业成本 (亿元)	11.70	15.71	15.98	18.60	31.23	47.05
YoY		34.23%	1.72%	16.44%	67.87%	50.66%
毛利润 (亿元)	12.19	17.69	18.32	20.56	33.50	52.63
YoY		45.10%	3.56%	12.21%	62.95%	57.11%
毛利率	51.03%	52.97%	53.42%	52.49%	51.75%	52.80%
净利润 (亿元)			7.30	10.50	17.63	27.53
YoY				43.78%	67.97%	56.17%
净利率			21.28%	26.80%	27.24%	27.62%
归母净利润 (亿元)			6.33	9.07	14.65	22.59

YoY		43.21%	61.59%	54.20%
EPS-基本 (元)	0.34	0.49	0.79	1.21

资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院预测

3.2 估值分析

公司作为央企绿发集团旗下新能源运营平台，选取 A 股同样为央企旗下的新能源运营商三峡能源、龙源电力、节能风电、太阳能、金开新能作为可比上市公司，对应 2024 年 PE 均值为 11.3 倍。

2022-2024 年可比公司 EPS 均值 CAGR 约 30.9%，而公司同期的 EPS CAGR 约 52.5%，考虑到公司装机规划以及储备项目带来的增长空间支撑当前估值，给予公司 2024 年 15.0 倍 PE，对应目标价 11.85 元。

表8：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			22-24 年 EPS 的 CAGR
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
000537.SZ	中绿电	9.65	0.34	0.49	0.79	28.4	19.8	12.3	52.5%
		均值				18.0	13.8	11.3	30.9%
600905.SH	三峡能源	4.22	0.25	0.25	0.32	16.9	16.6	13.4	12.4%
001289.SZ	龙源电力	18.71	0.61	0.96	1.08	30.7	19.4	17.3	33.0%
601016.SH	节能风电	2.92	0.25	0.24	0.28	11.7	12.2	10.4	5.8%
000591.SZ	太阳能	5.35	0.35	0.57	0.73	15.3	9.4	7.3	44.4%
600821.SH	金开新能	5.81	0.37	0.51	0.73	15.7	11.4	8.0	40.5%

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

注：三峡能源、龙源电力数据为民生预测；未覆盖可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2024 年 01 月 17 日。

3.3 投资建议

作为“脱胎”于国家电网的新能源开发平台，股东背景有望获得电网在项目获取、上网消纳、费用结算等方面的支持；与控股股东中国绿发的绿色产业协同增加公司资源储备；双重股东优势有望助力公司实现装机规模大幅增长。重组完成后融资通道打开，叠加股东资金支持、成本端费用控制，公司的盈利能力有望持续改善。预计公司 23/24/25 年 EPS 分别为 0.49/0.79/1.21 元，对应 2024 年 1 月 17 日收盘价 PE 分别 19.8/12.3/8.0 倍。考虑到公司装机规划以及储备项目带来的增长空间支撑当前估值，给予公司 2024 年 15.0 倍 PE，目标价 11.85 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)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,430	3,916	6,473	9,968
营业成本	1,598	1,860	3,123	4,705
营业税金及附加	32	39	65	100
销售费用	0	0	0	0
管理费用	352	235	356	548
研发费用	9	0	1	1
EBIT	1,467	1,720	2,943	4,664
财务费用	650	545	997	1,623
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	1	16	32	50
营业利润	818	1,192	1,980	3,093
营业外收支	-1	1	1	1
利润总额	818	1,193	1,981	3,094
所得税	88	143	218	340
净利润	730	1,050	1,763	2,753
归属于母公司净利润	633	907	1,465	2,259
EBITDA	2,793	3,196	4,825	7,177

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,877	8,222	6,554	5,977
应收账款及票据	4,855	5,265	8,817	13,605
预付款项	38	465	781	1,176
存货	2	10	17	26
其他流动资产	680	785	967	1,216
流动资产合计	10,453	14,748	17,137	22,000
长期股权投资	526	542	574	624
固定资产	20,351	24,018	33,224	44,908
无形资产	270	620	970	1,320
非流动资产合计	27,087	40,180	65,807	89,175
资产合计	37,541	54,927	82,943	111,174
短期借款	0	5,600	13,600	21,600
应付账款及票据	1,437	1,794	3,012	4,538
其他流动负债	1,649	1,218	1,528	1,923
流动负债合计	3,086	8,612	18,140	28,061
长期借款	14,136	22,136	37,136	51,136
其他长期负债	2,637	4,604	6,600	8,596
非流动负债合计	16,773	26,740	43,736	59,733
负债合计	19,859	35,351	61,876	87,793
股本	1,863	1,863	1,863	1,863
少数股东权益	1,271	2,421	2,719	3,213
股东权益合计	17,682	19,576	21,067	23,381
负债和股东权益合计	37,541	54,927	82,943	111,174

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-82.49	14.18	65.29	53.99
EBIT 增长率	-18.02	17.26	71.08	58.45
净利润增长率	300.88	43.28	61.59	54.20
盈利能力 (%)				
毛利率	53.42	52.49	51.75	52.80
净利润率	18.45	23.15	22.63	22.66
总资产收益率 ROA	1.69	1.65	1.77	2.03
净资产收益率 ROE	3.86	5.28	7.98	11.20
偿债能力				
流动比率	3.39	1.71	0.94	0.78
速动比率	3.25	1.60	0.87	0.72
现金比率	1.58	0.95	0.36	0.21
资产负债率 (%)	52.90	64.36	74.60	78.97
经营效率				
应收账款周转天数	516.68	500.00	500.00	500.00
存货周转天数	0.56	2.00	2.00	2.00
总资产周转率	0.05	0.08	0.09	0.10
每股指标 (元)				
每股收益	0.34	0.49	0.79	1.21
每股净资产	8.81	9.21	9.85	10.83
每股经营现金流	-4.41	1.42	1.17	1.82
每股股利	0.10	0.15	0.24	0.36
估值分析				
PE	28.4	19.8	12.3	8.0
PB	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	14.18	12.39	8.21	5.52
股息收益率 (%)	1.04	1.51	2.45	3.77

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	730	1,050	1,763	2,753
折旧和摊销	1,326	1,476	1,882	2,513
营运资金变动	-11,001	-557	-2,579	-3,569
经营活动现金流	-8,207	2,645	2,177	3,396
资本开支	-3,109	-14,469	-27,403	-25,755
投资	11,643	-1	0	0
投资活动现金流	11,697	-14,471	-27,403	-25,755
股权募资	0	1,006	0	0
债务募资	-5,759	15,000	25,000	24,000
筹资活动现金流	-7,071	15,171	23,559	21,782
现金净流量	-3,581	3,345	-1,668	-577

插图目录

图 1: 中绿电 (广宇发展) 发展历程.....	3
图 2: 中绿电股权穿透图以及中国绿发产业布局 (截至 3Q23)	5
图 3: 江苏海风项目股权以及营收情况 (截至 3Q23)	6
图 4: 江苏东台海上风电项目	6
图 5: 江苏如东海上风电项目	6
图 6: 中绿电固定资产与在建工程快速增长	7
图 7: 2017-2022 年中绿电装机规模情况.....	8
图 8: 截至 1H23 中绿电在运 (内圆)、在建 (外圆) 装机构成.....	8
图 9: 截至 1H23 中绿电在运装机分布	8
图 10: 截至 1H23 中绿电在建装机分布	8
图 11: 2015-2022 年全国范围内弃风/弃光持续改善	10
图 12: 青/甘/新三省可再生能源电力消纳比重(非水电).....	10
图 13: 2017-2022 年中绿电风电利用小时情况	10
图 14: 2017-2022 年中绿电光伏利用小时情况	10
图 15: 2017-2022 年中绿电限电率整体下降	11
图 16: 2017-2022 年中绿电发电量情况.....	11
图 17: 2017-2022 年中绿电平均上网电价稳步提升 (含税)	11
图 18: 2017-2022 年中绿电新能源发电业务营收.....	11
图 19: 2017-2023 年三季度年中绿电归母净利润情况.....	12
图 20: 2019-2022 年中绿电与可比公司毛利率对比.....	12
图 21: 2019-2022 年中绿电与可比公司净利率对比.....	12
图 22: 2019-2022 年中绿电与可比公司 ROE 对比.....	13
图 23: 2019-2022 年中绿电与可比公司 ROA 对比.....	13
图 24: 2019-2022 年中绿电与可比公司财务费用率对比	13
图 25: 2019-2022 年中绿电与可比公司期间费用率对比	13

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 中绿电资产置换方案 (单位: 亿元)	4
表 2: 中国绿发“四大”业务板块发展成果	5
表 3: 中绿电规划到“十四五”末新能源建设运营装机 30GW	7
表 4: 四类风能资源区划分	9
表 5: 三类太阳能资源区划分	9
表 6: 2023-2025 年中绿电新能源发电板块营业收入预测.....	14
表 7: 2023-2025 年中绿电盈利预测	14
表 8: 可比公司 PE 数据对比.....	15
公司财务报表数据预测汇总.....	17

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
	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