



嘉泽新能 (601619.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

低估值民营运营商多业务协同发展,项目储备充足、股息率高且稳定

投资逻辑:

公司项目储备充足、股息率高且稳定。公司主要从事新能源开发业务。截至1H23,公司新能源发电并网装机容量1989.375MW,其中风电占比93%。截至2023年4月,公司已经取得的核准项目、备案项目、储备开发项目以及资源储备的新能源项目装机容量分别为1.6GW、0.5GW、2.4GW、5.3GW,合计达9.8GW。公司股息率逐年提高,2020-2022年分别为1.62%、1.94%、2.12%,考虑公司储备资源充足,预计未来股息率将稳定在较高水平。

以基金业务为纽带,五大业务板块协同发展。自“十四五”开始,公司在新能源发电单一业务板块的基础上,大力向屋顶分布式光伏、电站开发-建设-出售、新能源电站运维业务、基金业务等四个全新业务板块拓展。新能源发电业务、屋顶分布式光伏业务的开发和运营,为公司电站出售业务的持续开展奠定了坚实的基础;发电业务、屋顶分布式光伏和电站出售业务规模的不断增长,为电站运维业务带来了持续增量;新能源产业基金主要投资于新能源电站的开发或运营。公司既可以通过开发基金储备项目资源、扩大资产规模;也可以将新能源电站出售给产业基金,同时为基金持有的电站提供运维服务。

公司风电项目盈利高于同行。受益于风电项目资源较优,2022年公司在各省风电年利用小时数均高于省平均值。同时,受益于补贴项目、电力市场化交易,2022年公司各省风电项目发电售价均高于各省标杆燃煤上网电价。2022年公司风力发电板块毛利率为63%,盈利领先行业。

公司于2020年9月发行可转债,转股价为3.28元/股。截至2023年末,尚未转股的“嘉泽转债”金额为2.87亿元,占“嘉泽转债”发行总量的22.13%。

盈利预测、估值和评级

我们预计公司2023-2025年分别实现净利润7.9、10.6、13.5亿元,对应EPS 0.32元、0.43元、0.55元,2023-2025年年复合增速达31%。公司当前股价对应三年PE分别为11、8、6倍。根据市盈率法,给予2024年整体12倍估值,目标价5.16元/股,首次覆盖,给予“买入”评级。

风险提示

电力市场化交易风险;投资不及预期风险。

新能源与电力设备组

分析师:姚遥 (执业S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

分析师:胡竞楠 (执业S1130523090004)

hujingnan@gjzq.com.cn

市价(人民币): 3.34元

目标价(人民币): 5.16元



公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,423	1,841	2,434	3,156	3,805
营业收入增长率	40.62%	29.41%	32.23%	29.67%	20.55%
归母净利润(百万元)	752	535	789	1,058	1,348
归母净利润增长率	279.59%	-28.78%	47.43%	33.98%	27.49%
摊薄每股收益(元)	0.309	0.220	0.324	0.434	0.554
每股经营性现金流净额	0.22	0.48	0.38	0.89	0.92
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.36%	9.21%	12.57%	15.30%	17.46%
P/E	16.71	17.14	10.89	7.69	6.03
P/B	2.40	1.58	1.37	1.18	1.05

来源:公司年报、国金证券研究所



内容目录

1、公司：股息率稳步提升，五大业务板块协同并进.....	4
1.1 新能源发电为基础，五大业务板块协同并进.....	4
1.2 股息率稳步提升，激励机制完善.....	7
1.3 公司营收、利润规模均呈稳定增长态势.....	8
2、风电：盈利表现优于行业平均，电站出售实现结构优化.....	9
2.1 风电并网容量稳步增加，在手资源充沛.....	9
2.2 公司风电项目盈利领先行业.....	10
2.3 在陆风低建设成本下，电价下浮 30%时仍能获利.....	11
2.4 发展电站出售业务，以旧换新实现结构优化.....	12
3、分布式光伏：渠道开发模式，扩大业务规模.....	13
4、资产管理&基金：协同合作，促规模提升.....	14
4.1 资产管理：专注电站后服务市场，管理规模逐步提升.....	14
4.2 基金：协同四项主营业务，发挥纽带作用.....	14
5、盈利预测与投资建议.....	15
6、风险提示.....	16

图表目录

图表 1： 五大业务板块协同并进.....	4
图表 2： 五大业务协同发展构成公司核心竞争力.....	4
图表 3： 1H23，新能源发电营收占比达 93%.....	5
图表 4： 1H23，新能源发电利润占比达 90%.....	5
图表 5： 截至 1H23，公司装机结构中风电占比 93%（MW）.....	5
图表 6： 公司通过出售存量带补贴资产改善现金流（MW）.....	6
图表 7： 截至 1H23，公司的新能源电站运维业务规模已达 2.67GW（GW）.....	6
图表 8： 截至 1H23，公司屋顶分布式光伏项目并网容量超过 72.67MW（MW）.....	7
图表 9： 公司股息率逐年提高.....	7
图表 10： 2022 年公司股息率属于行业较高水平.....	7
图表 11： 公司于 2021 年初发行股权激励.....	8
图表 12： 公司完成三年业绩考核.....	8
图表 13： 2023 年前三季度公司营业收入同增 44%.....	8
图表 14： 2023 年前三季度公司归母净利润同增 52%.....	8
图表 15： 近年来公司毛利率稳定在 60%附近.....	8



图表 16: 截至 1H23, 公司风电并网容量达 1853MW (MW)	9
图表 17: 2022 年宁夏风电项目发电量占比达 61%	9
图表 18: 2023 年公司共核准 1.27GW 风电项目	9
图表 19: 截至 2023 年 4 月, 公司储备风电项目共计 7540MW (MW)	10
图表 20: 公司各省风电项目可利用小时数高于行业平均 (小时)	10
图表 21: 公司各省风电项目发电售价高于各省标杆燃煤上网电价 (元/KWh)	10
图表 22: 公司风力发电盈利领先行业	11
图表 23: 电力市场交易基本规则	11
图表 24: 当售电电价降至 0.24 元/KWh 时, IRR 仍能达 5%+	12
图表 25: 2023 年公司出售风电项目, 单瓦利润在 1.64 元/W	12
图表 26: 公司计划 2025 出售电站容量 400-500MW	12
图表 27: 2023 年分布式光伏新增装机占比达到 45%	13
图表 28: 截至 2023 年 8 月, 公司屋顶分布式光伏项目累计并网容量达 100MW (MW)	13
图表 29: 2022 年公司河北光伏项目售价高于当地标杆燃煤上网电价 (元/KWh)	14
图表 30: 公司基金业务主要分三类	15
图表 31: 公司业务分拆预测表	16
图表 32: 可比公司估值	16



1、公司：股息率稳步提升，五大业务板块协同并进

1.1 新能源发电为基础，五大业务板块协同并进

公司成立于 2010 年，从事新能源开发业务十余年，2017 年在上海证券交易所主板上市。自“十四五”开始，公司在新能源发电单一业务板块的基础上，大力向屋顶分布式光伏、电站开发-建设-出售、新能源电站运维业务、基金业务等四个全新业务板块拓展。目前公司已形成以灵活的项目开发模式为基础，五大业务板块协同并进的业务形态。

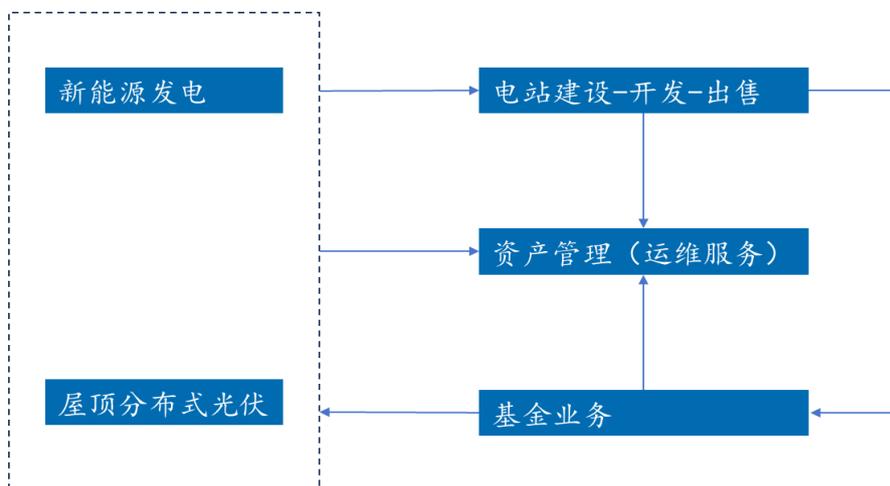
图表1：五大业务板块协同并进



来源：公司公告、国金证券研究所

五大业务协同发展构成公司核心竞争力。新能源发电业务、屋顶分布式光伏业务的开发和运营，为公司电站出售业务的持续开展奠定了坚实的基础。同时，发电业务、屋顶分布式光伏和电站出售业务规模的不断增长，也为电站运维业务带来了持续增量。新能源产业基金主要投资于新能源电站的开发或运营。公司既可以通过开发基金储备项目资源、扩大资产规模；也可以将新能源电站出售给产业基金，同时为基金持有的电站提供运维服务。

图表2：五大业务协同发展构成公司核心竞争力

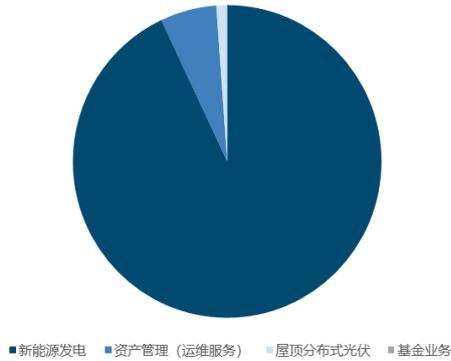


来源：公司公告、国金证券研究所

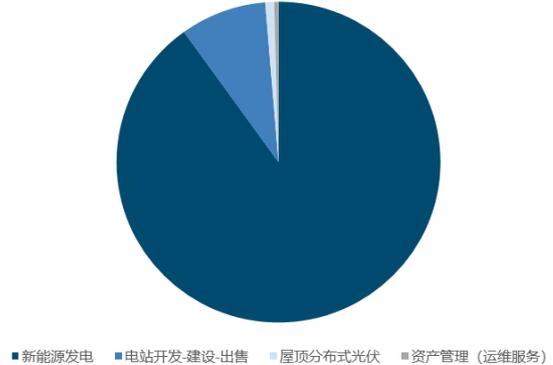


根据报告分部的财务信息可知，1H23 公司总营收达 13 亿元，若不考虑分部间抵消，新能源发电、资产管理（运维服务）、屋顶分布式光伏营收占比分别约为 93%、6%、1%；1H23 公司总利润达 5.19 亿元，若不考虑分部间抵消，新能源发电、电站开发-建设-出售、屋顶分布式光伏利润占比分别约为 90%、9%、1%。

图表3: 1H23, 新能源发电营收占比达 93%



图表4: 1H23, 新能源发电利润占比达 90%

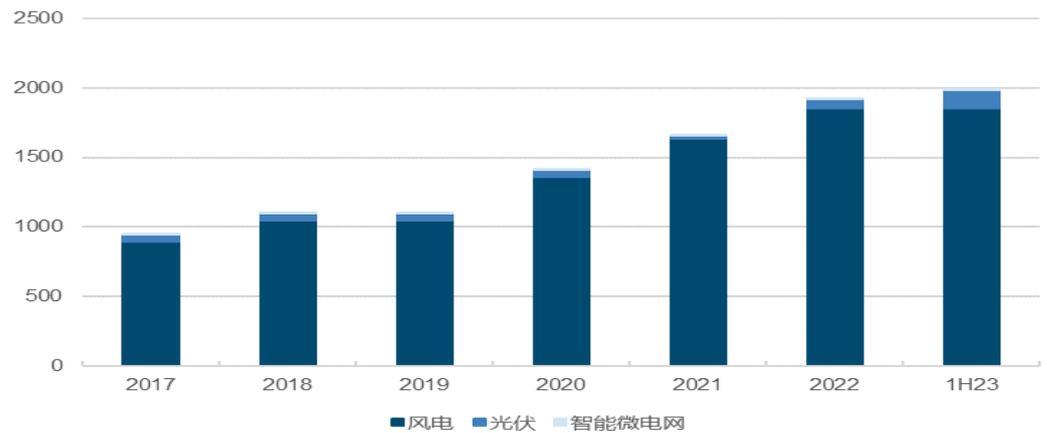


来源: 公司公告、国金证券研究所

来源: 公司公告、国金证券研究所 (由于基金业务 1H23 利润为-121 万元, 画饼状图时未将其考虑在内)

新能源发电业务是公司目前主要收入来源。公司通过风力发电、光伏发电、源网荷储智能微电网零碳园区、储能电站等多种类型电站的开发、建设、运营, 实现发电业务销售收入。截至 1H23, 公司新能源发电并网装机容量 1989.375MW, 其中风电占比 93%。

图表5: 截至 1H23, 公司装机结构中风电占比 93% (MW)

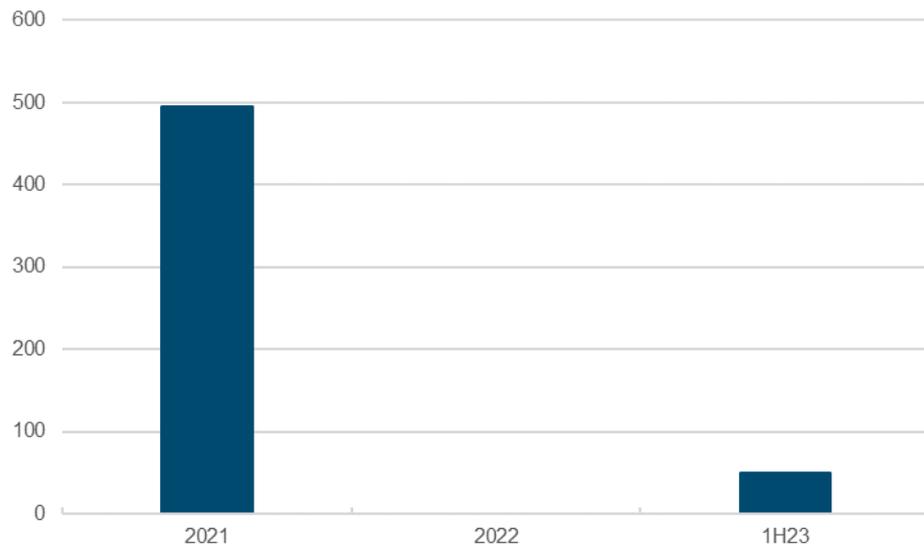


来源: 公司公告、国金证券研究所

基于“滚动开发”理念, 在保证发电资产规模稳定增长的基础上, 公司通过出售存量带补贴资产, 从而持续优化存量资产结构, 改善现金流, 提升净资产收益率。2021、1H23 公司分别出售电站规模达 495MW、49.5MW, 获得投资收益 3.9 亿元、0.6 亿元。2022 年公司本计划出售风电场 200MW, 受疫情影响, 交易延后。



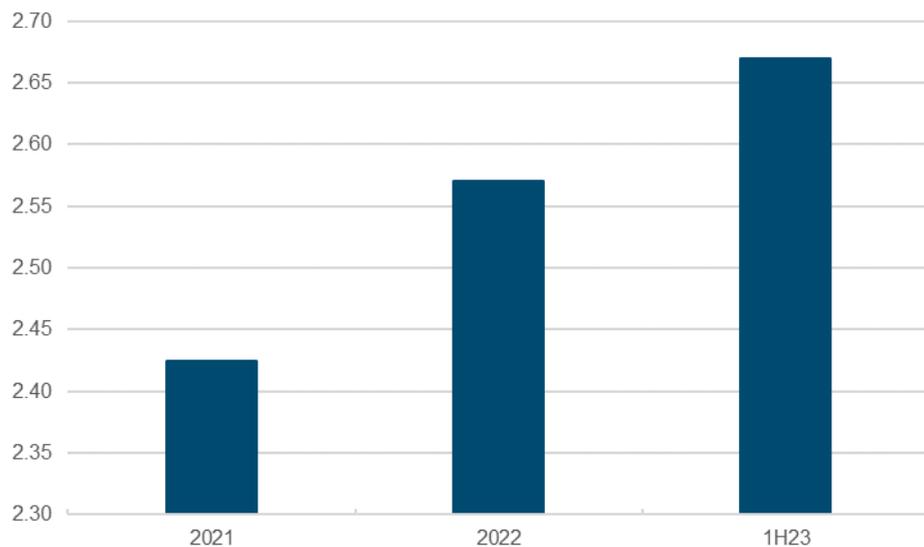
图表6: 公司通过出售存量带补贴资产改善现金流 (MW)



来源: 公司公告、国金证券研究所

新能源电站运维业务专注于电站后服务市场,为新能源发电企业提供安全可靠的生产运维、电力交易(售电)、绿电交易、碳资产交易和综合能源管理等多种服务方式。截至 1H23,公司的新能源电站运维业务规模已达 2.67GW,与十几家国内大型央企、国企、知名新能源民营企业、产业基金等建立了良好合作关系。

图表7: 截至 1H23, 公司的新能源电站运维业务规模已达 2.67GW (GW)

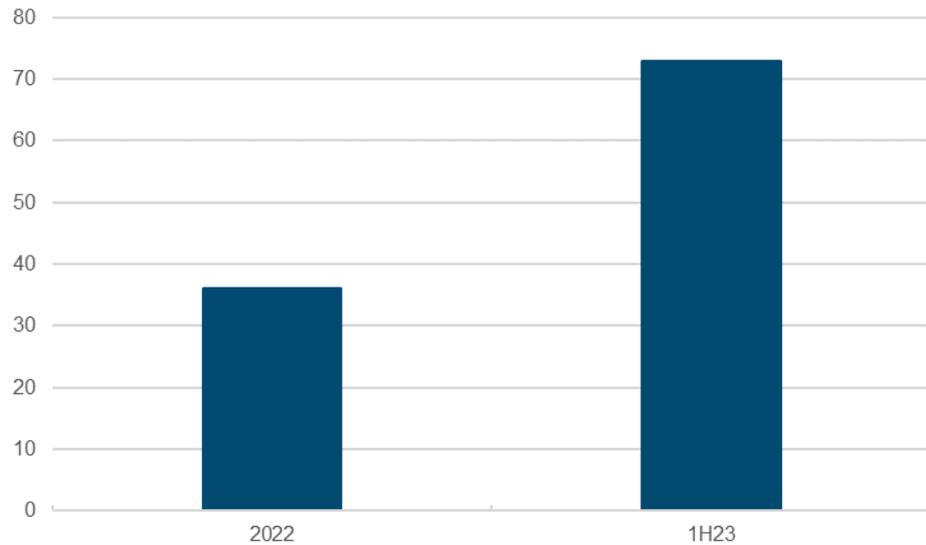


来源: 公司公告、国金证券研究所

针对屋顶分布式光伏业务,公司采用渠道合作开发的模式,在“京津冀”、“鄂豫皖”以及“珠三角地区”等负荷中心区域布局,采用“自发自用、余电上网”的运营模式,专注于工商业领域提供分布式解决方案。截至 1H23,公司屋顶分布式光伏项目累计并网 35 个,并网容量超过 72.67MW。



图表8: 截至 1H23, 公司屋顶分布式光伏项目并网容量超过 72.67MW (MW)



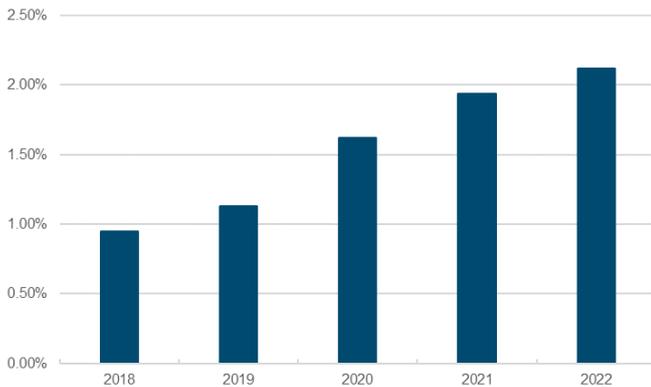
来源: 公司公告、国金证券研究所

新能源产业基金业务是指公司以投资人或基金管理人的身份, 发起、参与或管理投资于新能源发电领域的产业基金。新能源产业基金主要投资于新能源电站。公司既可以将新能源电站出售给产业基金, 也可以为产业基金持有的新能源发电资产提供运维服务。产业基金不但为公司电站出售业务拓宽渠道, 同时也为公司新能源电站运维业务带来增量, 在公司四大业务板块中发挥纽带作用, 为公司持续快速发展提供资金支持。

1.2 股息率稳步提升, 激励机制完善

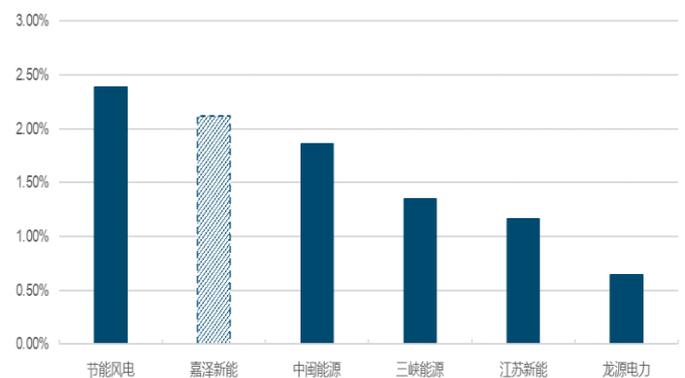
公司股息率逐年提高, 2022 年达 2.12%, 属于业内较高水平。

图表9: 公司股息率逐年提高



来源: IFIND、国金证券研究所

图表10: 2022 年公司股息率属于行业较高水平



来源: IFIND、国金证券研究所

公司于 2021 年初发行股权激励, 共授予 77 人, 授予价格为 1.59 元/股, 合计发行 6897 万股。激励计划授予的限制性股票的解除限售考核年度为 2020-2022 年, 公司顺利完成三年业绩考核。



图表11: 公司于2021年初发行股权激励

姓名	职务	获授的限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例(%)	占本次激励计划披露总股本总额207,410万股的比例(%)
赵继伟	董事、总经理	260	3.77%	0.13%
张建军	董事、董事会秘书	260	3.77%	0.13%
韩晓东	常务副总经理	160	2.32%	0.08%
巨新团	副总经理	160	2.32%	0.08%
汪强	总工程师、副总经理	160	2.32%	0.08%
杨宁	财务总监	160	2.32%	0.08%
核心技术/业务人员(共71人)		5737	83.18%	2.77%
合计		6897	100.00%	3.33%

图表12: 公司完成三年业绩考核

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	2020年营业收入不低于2017年、2018年、2019年营业收入的平均值;或者2020年净利润不低于2017年、2018年、2019年净利润的平均值;或者2020年每股分红增长率不低于2017年、2018年、2019年每股分红平均值的5%。
第二个解除限售期	以2017年、2018年、2019年营业收入的平均值或净利润的平均值或每股分红的平均值为基准:2021年营业收入增长率不低于10%;或者2021年净利润增长率不低于10%;或者2021年每股分红增长率不低于10%。
第三个解除限售期	以2017年、2018年、2019年营业收入的平均值或净利润的平均值或每股分红的平均值为基准:2022年营业收入增长率不低于15%;或者2022年净利润增长率不低于15%;或者2022年每股分红增长率不低于15%。

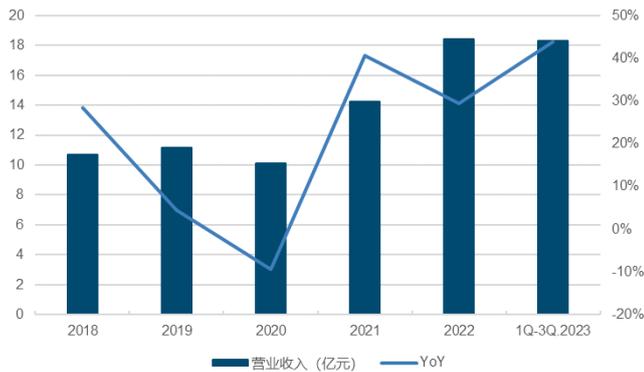
来源:公司公告、国金证券研究所

来源:公司公告、国金证券研究所

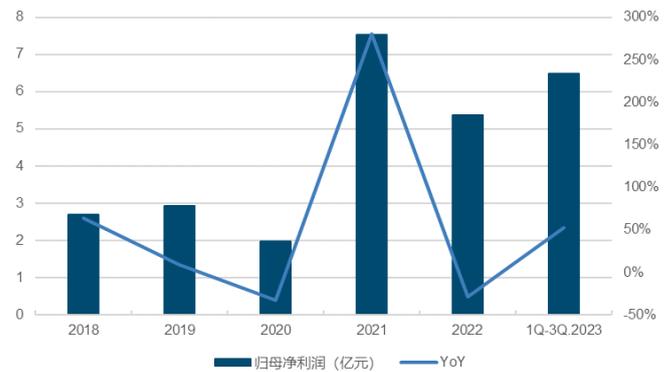
1.3 公司营收、利润规模均呈稳定增长态势

公司营收、利润规模均呈稳定增长态势。2021年起公司收入持续增长主要来自于风光并网规模的增加。同时,2021年起公司开始出售风电场新增投资收益,带动公司整体利润跃升。受制于2022年出售电站不及预期,2022年利润出现下降,但重新在2023年企稳回升。

图表13: 2023年前三季度公司营业收入同增44%



图表14: 2023年前三季度公司归母净利润同增52%

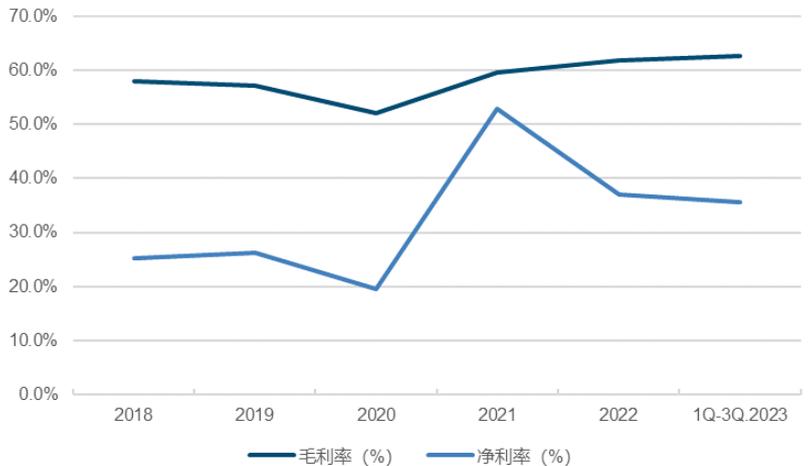


来源:公司公告、国金证券研究所

来源:公司公告、国金证券研究所

近年来公司毛利率稳定在60%附近。公司净利率受风电场出售业务影响较大。2023年前三季度,公司净利率达36%。

图表15: 近年来公司毛利率稳定在60%附近



来源:公司公告、国金证券研究所



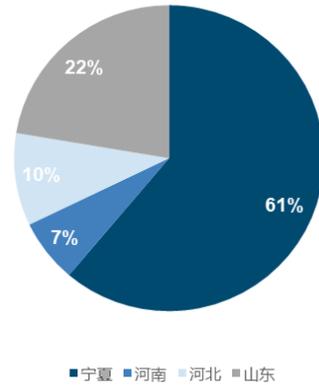
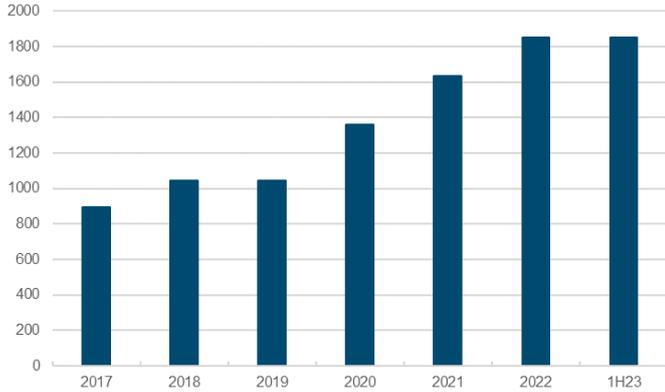
2、风电：盈利表现优于行业平均，电站出售实现结构优化

2.1 风电并网容量稳步增加，在手资源充沛

截至 1H23，公司风电并网容量达 1853MW，同比增加 62MW。公司并网风电项目主要集中在宁夏、河南、河北、山东四地，其中，2022 年全年四地风电发电量占比分别为 61%、7%、10%、22%。

图表16：截至 1H23，公司风电并网容量达 1853MW(MW)

图表17：2022 年宁夏风电项目发电量占比达 61%



来源：公司公告、国金证券研究所

来源：公司公告、国金证券研究所

据不完全统计，2023 年公司新增核准 8 个项目，装机规模合计 1.27GW。截至 1H23，公司在建及待建风电项目达到 1.68GW。

图表18：2023 年公司共核准 1.27GW 风电项目

项目名称	建设地点	主要建设内容	项目装机容量 (MW)	预估投资额 (亿元)
中旗嘉能巴音温都尔 30MW 分散式风电项目	内蒙古巴彦淖尔市	项目总装机容量为 30MW，配套建设一座 110kV 升压站	30	2.11
鸡东县博祥新能源有限公司 200MW 风电项目	黑龙江省鸡东县	建设总装机容量 20 万千瓦风力发电机组及附属设施，新建一座 220KV 升压站	200	12.28
鸡东县博骏新能源有限公司 100MW 风电项目	黑龙江省鸡东县	建设总装机容量 10 万千瓦风力发电机组及附属设施	100	5.32
鸡东县博晨新能源有限公司 200MW 风电项目	黑龙江省鸡东县	建设总装机容量 20 万千瓦风力发电机组及附属设施，新建一座 220KV 升压站	200	11.34
密山市博晨新能源有限公司 200MW 风电项目	黑龙江省密山市	建设总装机容量 20 万千瓦风力发电机组及附属设施，新建一座 220KV 升压站	200	11.71
密山市博骏新能源有限公司 200MW 风电项目	黑龙江省密山市	建设总装机容量 20 万千瓦风力发电机组及附属设施，新建一座 220KV 升压站	200	11.34
密山市博阳新能源有限公司 200MW 风电项目	黑龙江省密山市	建设总装机容量 20 万千瓦风力发电机组及附属设施，新建一座 220KV 升压站	200	11.04
融水鸡冠岭风电场项目	广西省柳州市	项目装机容量为 140 兆瓦，新建一座 220 千伏升压站及 1 座配置系统规模为 28 兆瓦 /56 兆瓦时的储能站(按项目装机容量的 20%、时长 2 小时配置)等配套设施	140	8.03

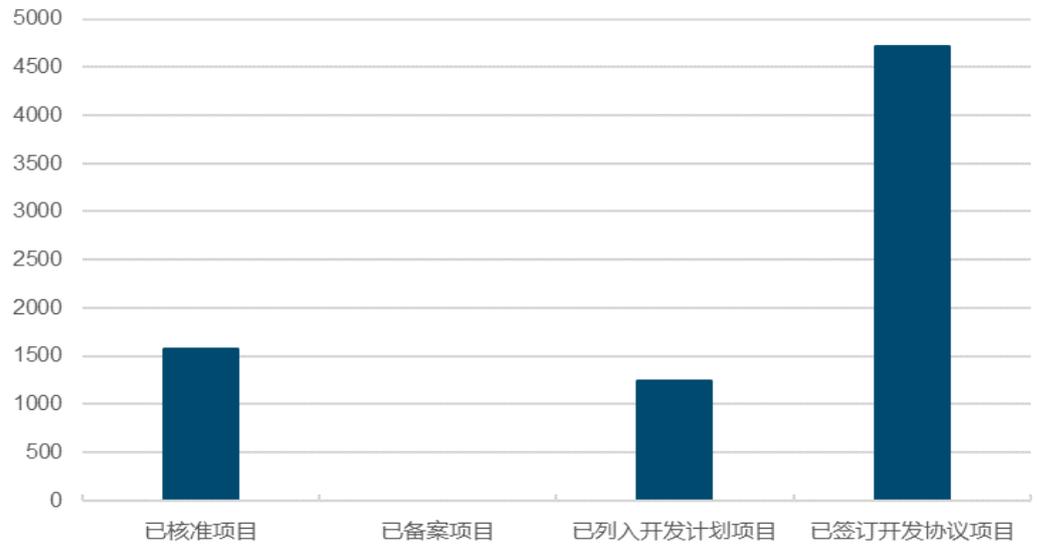
来源：公司公告、国金证券研究所

嘉泽新能通过产业配套方式实现了政企互利，指标获取能力高于普通民企。公司继续实施与中车集团、金风科技的既定战略合作，分别在黑龙江鸡西、广西柳州继续推进新能源产



业园区建设。截至 2023 年 4 月,公司储备开发风电项目(列入地方规模开发计划)达 1.2GW,风电资源储备项目(签订开发协议)达 4.7GW。

图表19: 截至 2023 年 4 月, 公司储备风电项目共计 7540MW (MW)

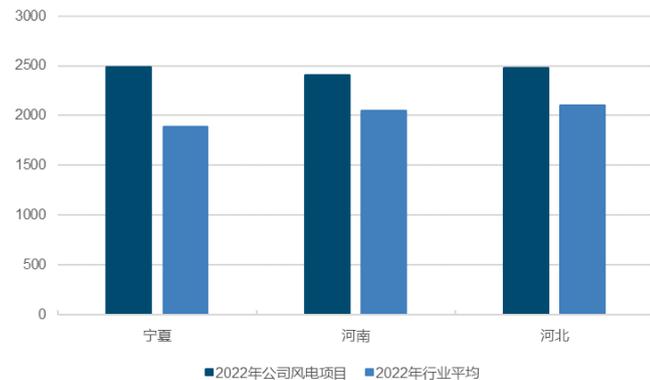


来源: 公司公告、国金证券研究所

2.2 公司风电项目盈利领先行业

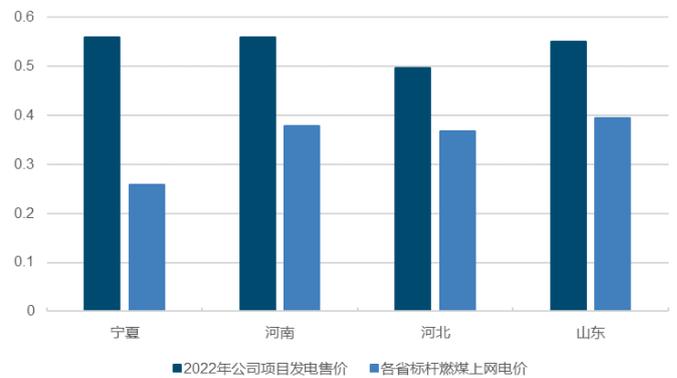
受益于风电项目资源较优, 2022 年公司在各省风电年利用小时数均高于省平均值。同时, 受益于补贴项目、电力市场化交易, 2022 年公司各省风电项目发电售价均高于各省标杆燃煤上网电价。

图表20: 公司各省风电项目可利用小时数高于行业平均 (小时)



来源: 公司公告、能源局、国金证券研究所

图表21: 公司各省风电项目发电售价高于各省标杆燃煤上网电价 (元/KWh)

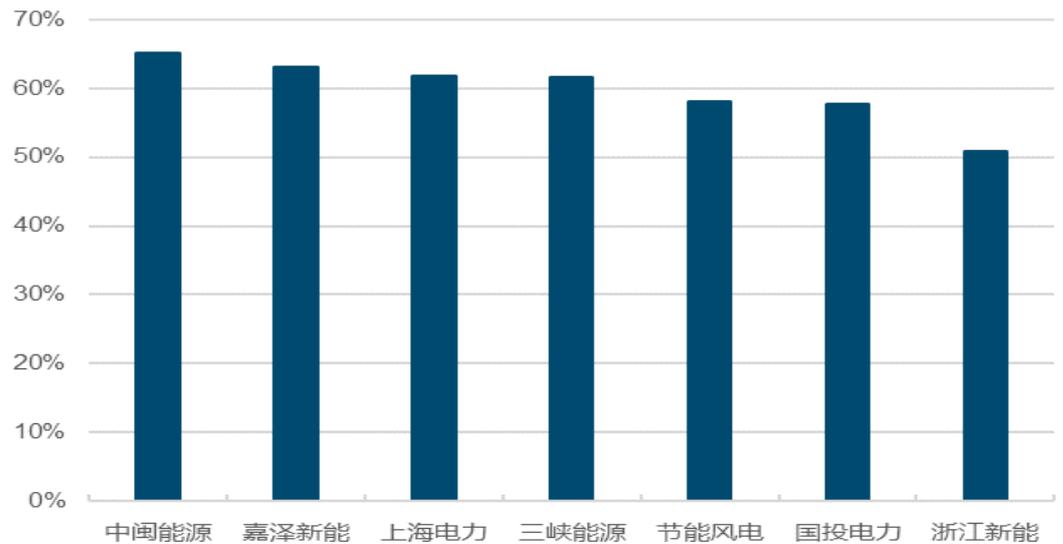


来源: 公司公告、发改委、国金证券研究所

2022 年公司风力发电板块毛利率为 63%, 盈利领先行业。



图表22: 公司风力发电盈利领先行业



来源: 各公司公告、IFIND、国金证券研究所

2.3 在陆风低建设成本下, 电价下浮 30%时仍能获利

2023年10月, 国家发改委、国家能源局发布《关于进一步加快电力现货市场建设工作的通知》, 其中指出2030年新能源将全面参与市场交易。电力市场化交易或对风电收益率产生负面影响。

图表23: 电力市场交易基本规则

交易类型		交易方式
双边协商交易		市场主体之间自主协商交易电量、电价, 形成初步意向后, 经相关方确认并审核后形成交易结果
集中交易	集中竞价	市场主体通过交易平台申报电量、电价, 市场运营机构进行集中出清, 确定成交对象、电量及价格等
	挂牌交易	市场主体通过交易平台, 将意向交易电量和价格等信息对外发布邀约(挂牌), 由符合资格要求的另一方提出接受该邀约的申请(摘牌)
	滚动撮合交易	在规定的交易起止时间内, 市场主体可以随时提交购电或者售电信息, 电力交易平台按照时间优先、价格优先的原则进行滚动撮合成交

来源: 国家发改委、国家能源局、国金证券研究所

根据各省标杆燃煤上网电价可知, 平均标杆电价为0.36元/KWh。假设陆风风电建设成本为5.5元/W, 年发电利用小时数为2225小时, 当售电电价降至0.24元/KWh时, IRR仍能达5%+。



图表24: 当售电价降至 0.24 元/KWh 时, IRR 仍能达 5%+

售电价 (元/KWh)	IRR (%)
0.38	20.08%
0.36	17.66%
0.34	15.32%
0.32	13.10%
0.3	11.00%
0.28	9.02%
0.26	7.18%
0.24	5.47%

来源: 发改委、国金证券研究所

2.4 发展电站出售业务, 以旧换新实现结构优化

发展新能源电站出售业务是基于“滚动开发”的理念, 采取“开发一批、建设一批、运营一批、出售一批”的经营模式, 在保证发电资产规模稳定增长的基础上, 通过出售存量资产, 实现资产池的“吐故纳新”, 从而持续优化存量资产结构, 改善现金流, 提升净资产收益率。

2023 年公司出售红寺堡谭庄子 50MW 风电项目, 实现投资收益 0.82 亿元, 单瓦利润在 1.64 元/W。

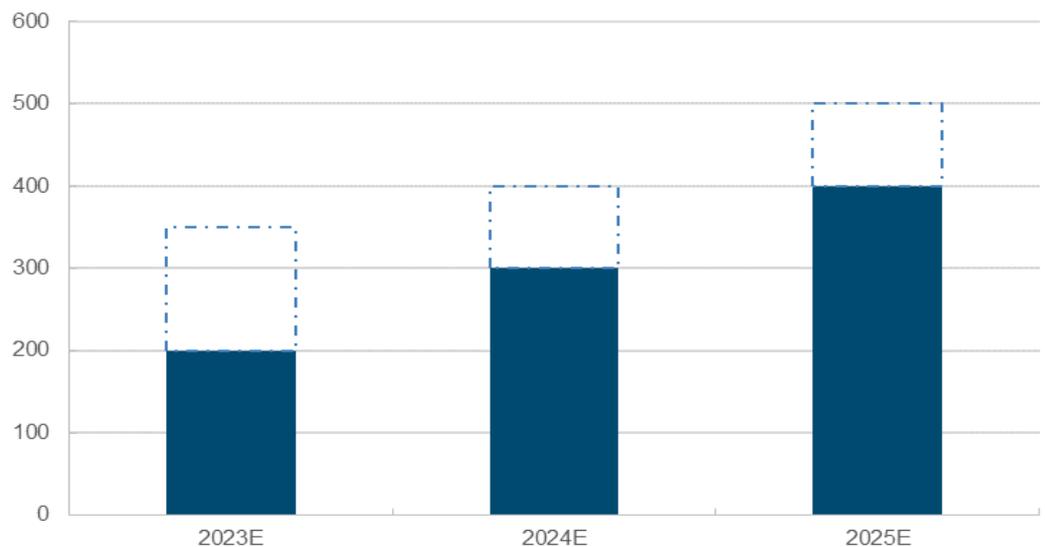
图表25: 2023 年公司出售风电项目, 单瓦利润在 1.64 元/W

出售公司	收购方	项目名称	装机容量 (MW)	净资产 (亿元)	收购价格 (亿元)	出售溢价 (亿元)	单瓦利润 (元/W)
宁夏泽华	北京京能	红寺堡谭庄子 50MW 风电项目	50	0.66	1.48	0.82	1.64

来源: 公司公告、国金证券研究所

根据披露, 2023、2024、2025 年公司计划出售电站容量为 200-350MW、300-400MW、400-500MW。

图表26: 公司计划 2025 出售电站容量 400-500MW



来源: 公司公告、国金证券研究所

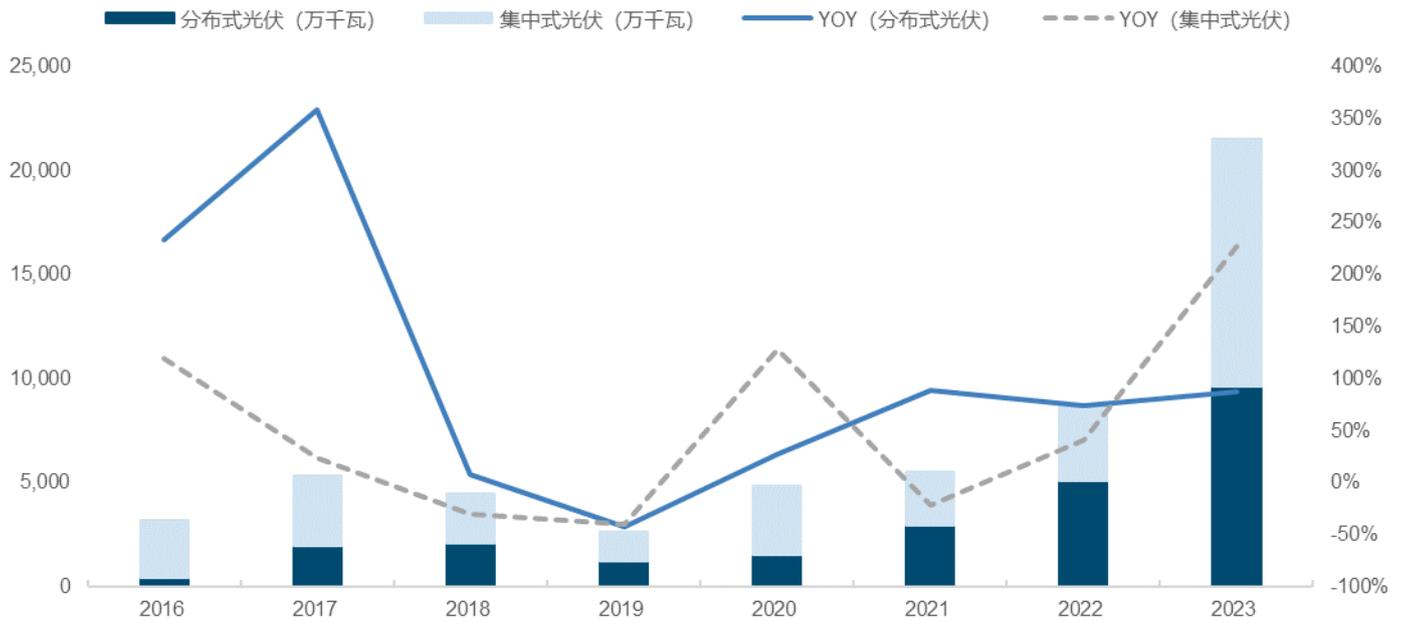


3、分布式光伏：渠道开发模式，扩大业务规模

对于企业方，分布式光伏电站不仅可以降低用电成本，同时具备就地消纳能力，可保障企业生产经营活动的用电稳定。对于业主方，考虑工商业电价较高，“自发自用、余电上网”的运营模式可提高项目收益率。

2016-2023年，国内光伏新增装机总体呈上升趋势。2021年6月，国家能源局发布《关于报送整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点方案的通知》，要求在整县屋顶分布式光伏开发中工商业厂房安装比例不低于30%。2023年分布式光伏新增装机占比达到45%，已成为光伏新增主力。

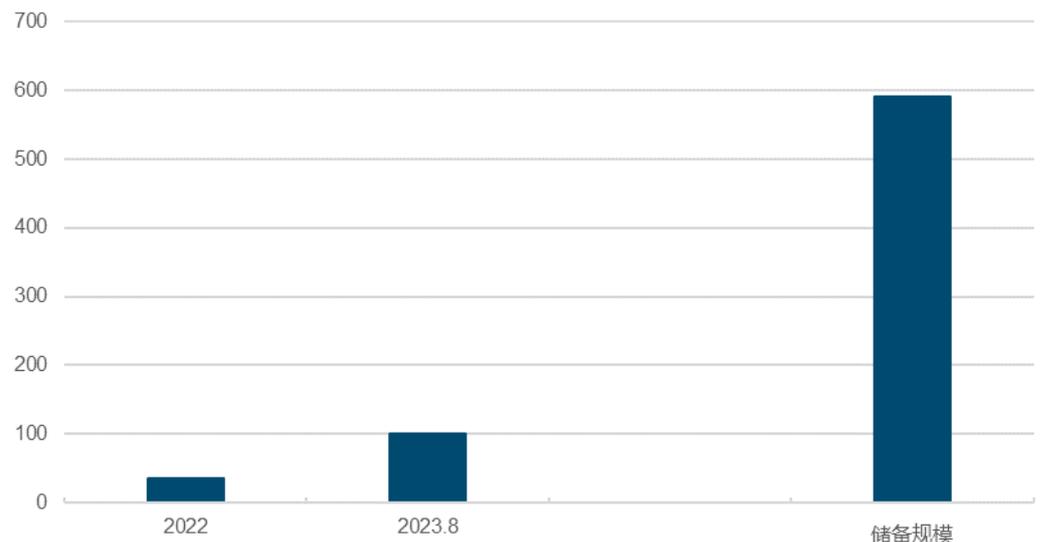
图表27：2023年分布式光伏新增装机占比达到45%



来源：能源局、国金证券研究所

公司采用渠道合作开发的模式，迅速在“京津冀”、“鄂豫皖”以及“珠三角地区”等负荷中心区域布局，实现了分布式光伏业务以点带面的快速切入。截至2023年8月，公司屋顶分布式光伏项目累计并网容量达100MW。截至2022年底公司已备案待建项目191MW，资源储备项目容量达400MW，项目覆盖了华北、华东、华南等区域的十多个省份。

图表28：截至2023年8月，公司屋顶分布式光伏项目累计并网容量达100MW (MW)

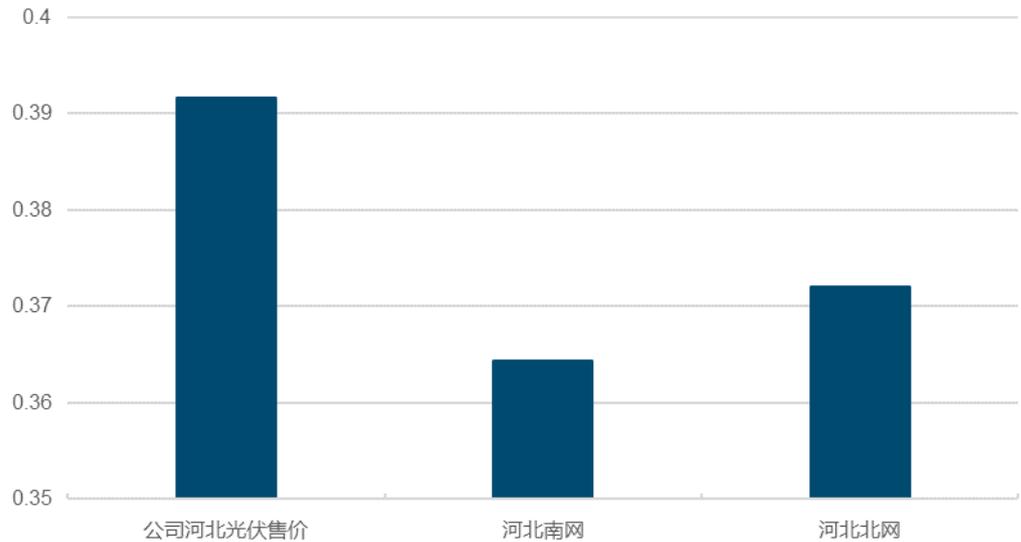




来源：公司公告、国金证券研究所

2022 年公司河北光伏项目售价高于当地标杆燃煤上网电价，达 0.3916 元/KWh。

图表29：2022 年公司河北光伏项目售价高于当地标杆燃煤上网电价（元/KWh）



来源：公司公告、发改委、国金证券研究所

2021 年国际物流地产巨头普洛斯(GLP)战略入股公司,成为公司第三大股东,截至 3Q23,持股比例为 10.34%。GLP 是行业内领先的物流开发商,当前在中国 70 个地区市场投资开发和管理运营着 450 多处物流仓储及制造研发等产业基础设施,在国内分布式光伏累计签约规模超 1GW,预计可使公司分布式光伏实现规模增长。

为了进一步扩大业务规模,提高市场占有率,公司制定了未来 3-5 年屋顶分布式光伏的发展规划。1) 计划在 3 年内完成 800MW-1000MW 的资源覆盖,与 500-700 个工商业客户建立深度合作关系; 2) 在持续开发新用户的同时,结合售电、跨省购电、绿电交易、碳资产交易、分散式储能以及充电桩等多种技术手段和措施,拓展和深化业务服务的深度和广度,从而提高核心竞争力,不断扩大市场份额。

4、资产管理&基金：协同合作，促规模提升

4.1 资产管理：专注电站后服务市场，管理规模逐步提升

新能源发电资产管理业务专注于电站后服务市场,为新能源发电企业提供安全可靠的生
产运维、电力交易(售电)、绿电交易、碳资产交易和综合能源管理等多种服务方式。

2021 年公司成立宁夏嘉隆新能源运营管理公司,将发电资产管理纳入业务范畴。1) 在发电侧方面,公司为新能源项目提供专业化电力交易托管服务,在全国范围内代理新能源项目参与交易。目前公司电力交易相关业务已经拓展至西北、华北、华东、华中等多个区域。2) 在用户侧方面,公司先后与多家用户企业建立了电力交易代理、碳排放交易战略合作关系;为用户提供低成本、低风险、低碳排的节能用电方案,促进用电客户高质量低能耗发展。

4.2 基金：协同四项主营业务，发挥纽带作用

公司基金业务主要分三类：

1) 开发型产业基金。公司与合作方共同发起设立基金,整合各方的资源和资金,专注于新能源发电项目的开发和建设;项目建成并网后,出售给公司。公司通过开发型基金撬动社会资本,增加了项目储备,进一步加快了公司的规模扩张;

2) 收益型产业基金。该类型产业基金主要投资收购新能源电站,并通过长期持有新能源的电站资产,获取电站的运行收入。公司既可以将电站出售给收益型基金,也可以为基金持有的发电资产提供资产管理服务。产业基金不但为公司电站出售业务拓宽渠道,同时也为公司发电资产管理业务带来增量;



3) 股权投资基金。公司发起设立或参与股权投资基金的目的，主要是服务于新能源发电项目开发。在项目开发的重点区域，公司以产业投资与项目开发一体化推进的模式，通过股权基金投资风机主机、储能电池等新能源上下游相关的制造业，促使被投资的制造型企业在重点区域落地产能，从而带动公司在当地的新能源项目开发。

图表30：公司基金业务主要分三类

时间	基金	基金类型	基金规模（亿元）
2021年	宁柏基金	-	19
2021年6月	风能开发产业基金（宁夏）	开发型产业基金	16
2021年8月	保新嘉泽新能源开发产业基金	开发型产业基金	0.42
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
2023年2月	嘉元清能基金	收益型产业基金	10

来源：公司公告、国金证券研究所

基金业务的主要盈利模式有两种：1) 公司作为基金的执行事务合伙人收取基金执行合伙事务报酬和业绩报酬；2) 公司作为基金的有限合伙人，按照持有基金的份额比例享有基金的收益

5、盈利预测与投资建议

新能源发电：1) 毛利率：新能源发电业务盈利相对稳定，因此假设 2023-2025 年公司毛利率与 2022 年相似；2) 营收：考虑公司在手仍有较多资源储备，受益于公司并网规模持续增加，预计新能源发电业务将持稳增长。

资产管理：1) 毛利率：资产管理业务盈利相对稳定，考虑 2021 年公司资产管理规模较小，盈利能力存在一定误差，因此假设 2023-2025 年公司毛利率与 2022 年相似；2) 营收：考虑公司在手仍有较多资源储备，而公司资产管理业务规模将随着公司并网规模、出售资产规模增加而增加，预计资产管理业务将持稳增长。

期间费用率：预计公司 2023-2025 年管理费用率、研发费用率、销售费用率均与 2022 年持平，分别为 9.7%、0%、0%。


图表31：公司业务分拆预测表

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
发电行业					
收入（百万元）	1,392	1,760	2,335	3,031	3,636
YoY	38%	26%	33%	30%	20%
成本（百万元）	560	651	866	1,124	1,348
毛利（百万元）	832	1,109	1,469	1,907	2,288
毛利率（%）	60%	63%	63%	63%	63%
资产管理					
收入（百万元）	27	79	95	114	137
YoY	-	190%	20%	20%	20%
成本（百万元）	14	49	59	71	85
毛利（百万元）	14	30	36	43	52
毛利率（%）	50%	38%	38%	38%	38%
汇总					
收入（百万元）	1,423	1,841	2,434	3,156	3,805
YoY	41%	27%	32%	30%	21%
成本（百万元）	575	701	927	1,200	1,448
毛利（百万元）	847	1,140	1,507	1,957	2,357
毛利率（%）	60%	62%	62%	62%	62%

来源：公司公告，国金证券研究所

我们预计公司 2023-2025 年分别实现净利润 7.9、10.6、13.5 亿元，对应 EPS 0.32 元、0.43 元、0.55 元，2023-2025 年年复合增速达 31%。公司当前股价对应三年 PE 分别为 11、8、6 倍。根据市盈率法，给予 2024 年整体 12 倍估值，目标价 5.16 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表32：可比公司估值

代码	名称	股价 (元)	EPS					PE				
			2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
601016.SH	节能风电	3.06	0.15	0.319	0.24	0.28	0.31	17	8	13	11	10
001289.SZ	龙源电力	18.39	0.77	0.584	0.94	1.11	1.26	24	31	20	17	15
600905.SH	三峡能源	4.58	0.23	0.2501	0.28	0.33	0.39	19	18	17	14	12
603693.SH	江苏新能	9.96	0.49	0.53	0.61	0.84	1.08	18	16	16	12	9
	平均数							20	18	15	13	11
601619.SH	嘉泽新能	3.34	0.34	0.22	0.32	0.43	0.55	9	13	11	7	5

来源：Wind，国金证券研究所（股价选自 2024 年 2 月 8 日）

6、风险提示

- 电力市场化交易风险。电力市场化交易后，新能源电价不再是历史的补贴电价或者固定的标杆燃煤上网电价，电价将随市场供需格局而变动，因此存在新能源电价下跌风险。
- 投资不及预期风险。目前公司在手资源充足，但风电项目建设前期需要较大资金体量投入，因此存在因投资不及预期导致并网规模不及预期。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1,012	1,423	1,841	2,434	3,156	3,805
增长率		40.6%	29.4%	32.2%	29.7%	20.6%
主营业务成本	-484	-575	-701	-927	-1,200	-1,448
%销售收入	47.9%	40.5%	38.1%	38.1%	38.0%	38.0%
毛利	528	847	1,140	1,507	1,957	2,357
%销售收入	52.1%	59.5%	61.9%	61.9%	62.0%	62.0%
营业税金及附加	-4	-7	-9	-11	-15	-18
%销售收入	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-34	-133	-178	-236	-306	-369
%销售收入	3.4%	9.4%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	489	706	954	1,260	1,636	1,971
%销售收入	48.4%	49.7%	51.8%	51.8%	51.8%	51.8%
财务费用	-279	-335	-413	-565	-634	-689
%销售收入	27.6%	23.5%	22.4%	23.2%	20.1%	18.1%
资产减值损失	-5	-12	-10	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	6	477	-16	153	140	180
%税前利润	2.8%	56.0%	n.a	17.6%	12.0%	12.1%
营业利润	222	850	539	867	1,162	1,482
营业利润率	21.9%	59.8%	29.3%	35.6%	36.8%	38.9%
营业外收支	-7	1	36	0	0	0
税前利润	215	851	574	867	1,162	1,482
利润率	21.2%	59.8%	31.2%	35.6%	36.8%	38.9%
所得税	-16	-99	-39	-78	-105	-133
所得税率	7.7%	11.7%	6.7%	9.0%	9.0%	9.0%
净利润	198	752	536	789	1,058	1,348
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	198	752	535	789	1,058	1,348
净利率	19.6%	52.8%	29.1%	32.4%	33.5%	35.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	198	752	536	789	1,058	1,348
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	403	452	554	746	854	962
非经营收益	273	-165	427	219	311	331
营运资金变动	-225	-500	-360	-833	-58	-397
经营活动现金净流	649	540	1,157	921	2,164	2,245
资本开支	-591	-323	-937	-1,272	-2,100	-2,100
投资	-753	221	-212	-53	0	0
其他	4	38	5	182	140	180
投资活动现金净流	-1,339	-64	-1,145	-1,143	-1,960	-1,920
股权募资	1,291	122	150	-6	0	0
债权募资	60	-529	-824	1,420	1,364	1,269
其他	-578	250	888	-700	-874	-1,051
筹资活动现金净流	774	-157	214	715	489	219
现金净流量	83	319	227	493	694	544

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	309	634	833	722	976	1,200
应收款项	1,704	1,718	2,664	3,273	3,725	4,490
存货	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	195	301	191	216	218	213
流动资产	2,209	2,654	3,688	4,211	4,919	5,905
%总资产	18.1%	22.1%	19.4%	20.9%	22.3%	24.4%
长期投资	731	2,266	251	275	275	275
固定资产	8,992	6,321	8,517	9,135	10,632	12,010
%总资产	73.5%	52.5%	44.9%	45.4%	48.1%	49.6%
无形资产	119	84	1,606	1,557	1,510	1,465
非流动资产	10,020	9,377	15,278	15,923	17,169	18,307
%总资产	81.9%	77.9%	80.6%	79.1%	77.7%	75.6%
资产总计	12,229	12,031	18,967	20,134	22,088	24,211
短期借款	550	557	2,605	2,610	3,974	5,243
应付款项	803	811	1,387	1,223	1,583	1,910
其他流动负债	98	130	143	108	144	181
长期贷款	3,960	2,272	2,537	3,537	3,537	3,537
其他长期负债	3,153	3,012	6,569	6,465	6,026	5,707
负债	8,565	6,783	13,242	13,944	15,264	16,578
普通股股东权益	3,664	5,235	5,812	6,278	6,913	7,722
其中：股本	2,074	2,434	2,434	2,434	2,434	2,434
未分配利润	789	1,250	1,642	2,116	2,751	3,560
少数股东权益	0	13	-88	-88	-88	-88
负债股东权益合计	12,229	12,031	18,967	20,134	22,088	24,211

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.095	0.309	0.220	0.324	0.434	0.554
每股净资产	1.767	2.151	2.388	2.579	2.840	3.172
每股经营现金净流	0.313	0.222	0.475	0.379	0.889	0.922
每股股利	0.055	0.100	0.080	0.130	0.174	0.222
回报率						
净资产收益率	5.41%	14.36%	9.21%	12.57%	15.30%	17.46%
总资产收益率	1.62%	6.25%	2.82%	3.92%	4.79%	5.57%
投入资本收益率	4.88%	7.49%	7.77%	8.82%	9.93%	10.50%
增长率						
主营业务收入增长率	-9.31%	40.62%	29.41%	32.23%	29.67%	20.55%
EBIT 增长率	-18.37%	44.41%	34.99%	32.10%	29.85%	20.46%
净利润增长率	-32.45%	279.59%	-28.78%	47.43%	33.98%	27.49%
总资产增长率	33.97%	-1.62%	57.65%	6.16%	9.71%	9.61%
资产管理能力						
应收账款周转天数	566.9	405.7	397.1	460.0	400.0	400.0
存货周转天数	0.2	0.1	-	0.1	0.1	0.1
应付账款周转天数	425.0	459.0	493.5	400.0	400.0	400.0
固定资产周转天数	2,317.7	1,257.8	1,394.9	1,282.5	1,150.7	1,077.1
偿债能力						
净负债/股东权益	144.01%	46.57%	79.79%	91.83%	99.54%	102.68%
EBIT 利息保障倍数	1.8	2.1	2.3	2.2	2.6	2.9
资产负债率	70.04%	56.38%	69.82%	69.26%	69.10%	68.47%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	1	12
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	2.00	1.50	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究