

龙腾于海同风起，绿色溢价壮本源

龙源电力首次覆盖

证券研究报告

太平洋证券研究院 新能源团队

首席分析师 刘强 执业资格证书登记编号：S1190522080001

分析师 梁必果 执业资格证书登记编号：S1190524010001

分析师 刘淞 执业资格证书登记编号：S1190523030002

研究助理 万伟 一般证券业务登记编号：S1190122090006

研究助理 钟欣材 一般证券业务登记编号：S1190122090007

2024年7月25日

报告摘要

1、背靠国家能源集团，风电资产持续注入

公司控股股东为国家能源集团，公司回A上市时集团承诺注入风电资产，有望持续获得优质资产注入。公司在国内和海外均有领先的自主开发、自主建设、自主运营经验。我们认为，随着公司优质资产持续注入与优质项目的开发、建设，公司新增装机有望持续高速增长，成长有望进入高速通道。

2、政策正加速扩容绿证交易，绿色溢价有望提高单位收入

当前可再生能源面临市场化交易比例持续提升以及现货价格持续承压的困境，同时消纳压力也导致弃风弃光率波动加剧；顶层设计拟借用绿色溢价覆盖消纳成本与可再生能源应享有的理论溢价，我们认为，随着政策加速扩容绿证交易，短期绿证供需宽松的情况有望得到好转，绿色溢价将更有效反应绿电应有的环境溢价。

3、投资建议及盈利预测

我们预计2024/2025/2026年公司营业收入分别为399.29/451.75/495.70亿元,同比增长6.08%/13.14%/9.51%；归母净利润分别为75.28亿元、84.04亿元、90.60亿元，同比增长20.46%/11.64%/7.80%，对应EPS分别为0.9/1.01/1.08元，当前股价对应PE为19.40/17.38/16.12。首次覆盖，给予“买入”评级。

4、风险提示

1) 新建项目审批与推进不及预期。2) 资产注入与并购推进不及预期。3) 政策推进不及预期。

目录 Contents

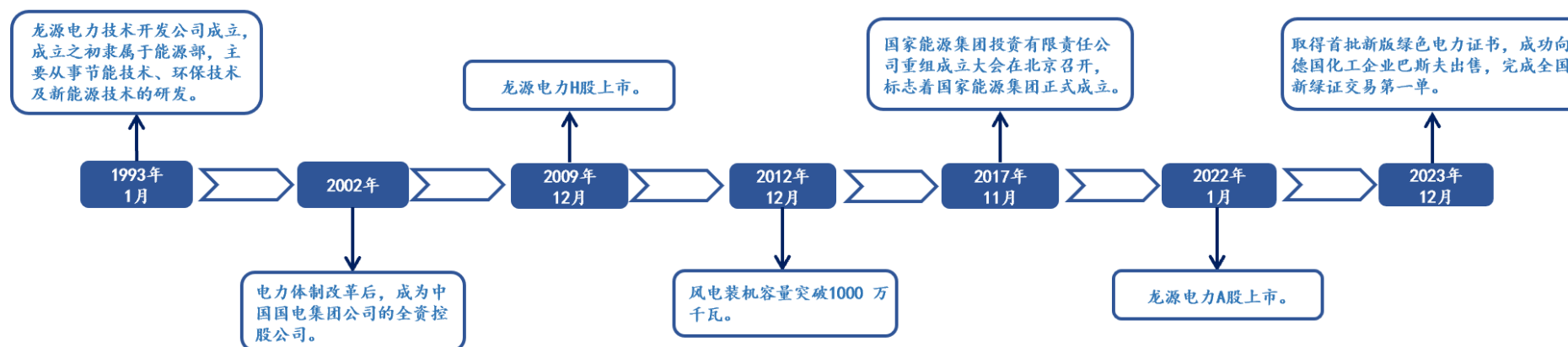
- 1 风力发电运营龙头，新能源装机量持续高增
- 2 以大代小提升利用小时数，绿色溢价提高单位收入
- 3 投资建议及盈利预测
- 4 风险提示

1.1 深耕风电的新能源龙头，A+H同步上市保障融资与扩张

深耕风电，定位新能源发电龙头。龙源电力是中国最早开发风电的专业化公司，2012年公司风电装机容量突破10GW。2017年控股股东国电集团与神华集团实现重组，重组后主体国家能源集团于2017年11月28日正式挂牌，替代国电集团成为公司控股股东。2022年公司回A上市，重组前，公司曾与原控股股东国电集团签署《避免同业竞争协议》，重组后，国家能源集团承继《避免同业竞争协议》项下的国电集团相关权利和义务。

回A上市，融资渠道持续丰富。回A上市为公司提供了更丰富融资途径，有效保障了公司融资与扩张。

图1.1.1：龙源电力部分重要事件时间轴

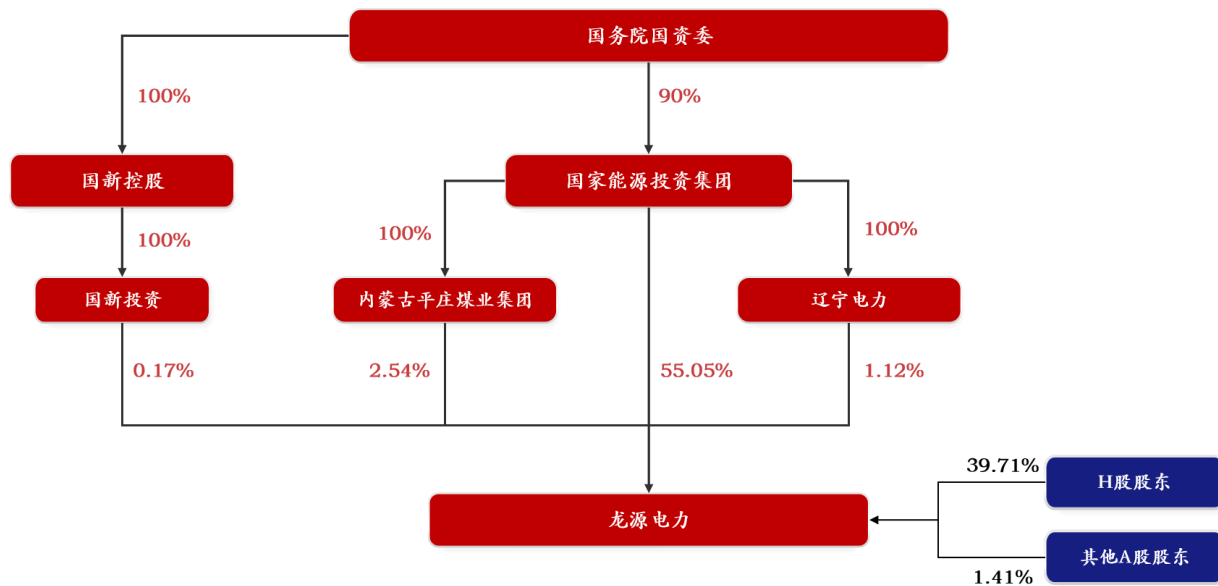


资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

1.2 背靠国家能源集团，手握优质风力发电资产

国家能源集团承诺注入风电资产，公司有望持续掌握优质风电资产。回A后，国家能源集团承诺在3年内，综合运用资产重组、业务调整、设立合资公司等多种方式，将存续风力发电业务注入龙源电力，稳妥推进相关业务整合以解决潜在业务重合问题。截止2023年年末/2024年年中国家能源集团控股风电规模60+GW/62.28GW，而2024Q1龙源电力控股仅有27.78GW，资产优先选择权力下，龙源电力有望持续导入优质风电资产。

图1.2.1: 公司股权穿透 (2024一季报)



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

表1.2.1: 回A上市以来资产重组大事件

公告日期	事件	对控股装机容量影响	预估金额 (亿元)
20240702	控股股东拟向公司注入新能源装机容量资产	增加4GW新能源	
20240628	拟转让所持有的“江阴苏龙”27%股权	减少约1.241GW装机（火电1.215GW，光伏0.026GW）	13.19
20220127	现金购买的东北新能源、内蒙新能源、山西洁能、天津洁能、甘肃新能源、定边新能源、广西新能源、云南新能源100%股权	新增约2GW新能源，风电约1.99GW，光伏0.01GW	57.74

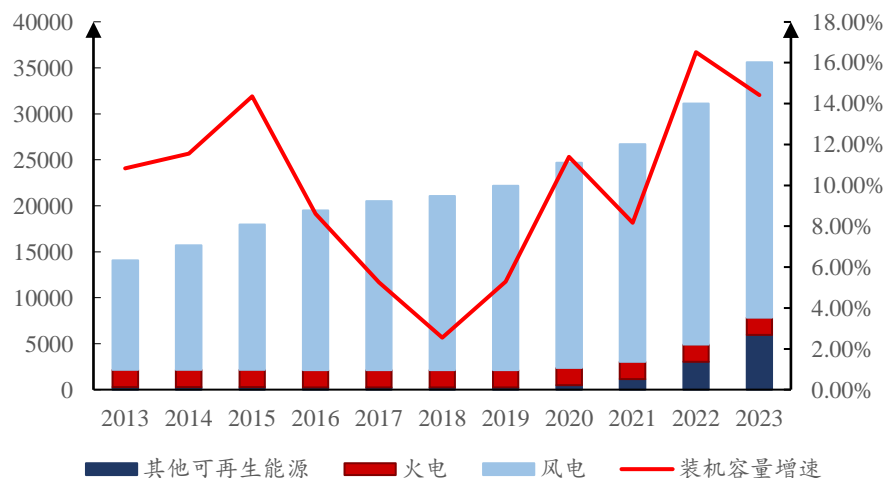
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

1.3 公司新能源装机容量有望持续高速增长，海外品牌渠道领先

“自建+并购”双管齐下，公司装机容量有望持续高增。2023年公司控股装机容量约35.59GW，同比增速约14.42%，权益装机容量30.90GW，同比增速约15.09%。2023年新增控股装机容量约4.51GW，其中风电约1.56GW，光伏约2.95GW。2024年公司并购与自建双管齐下，装机容量有望保持高速增长。

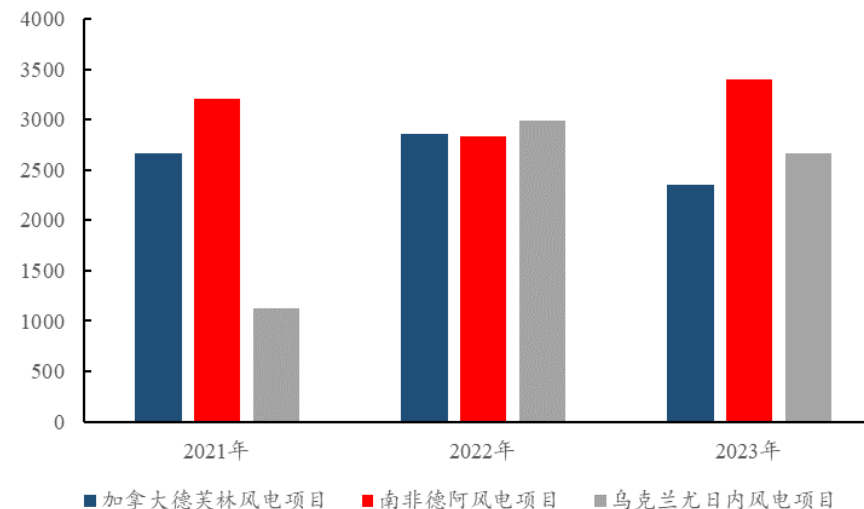
公司海外运营项目丰富，在加拿大、南非、乌克兰均有稳定运营的风电项目。公司拥有领先的海外电站自主开发、自主建设、自主运营经验。

图1.3.1: 2013-2023年公司装机（左轴单位：MW）



资料来源：捷泰科技官网，太平洋研究院整理

图1.3.2: 公司海外在运营项目年度利用小时数（单位：小时）



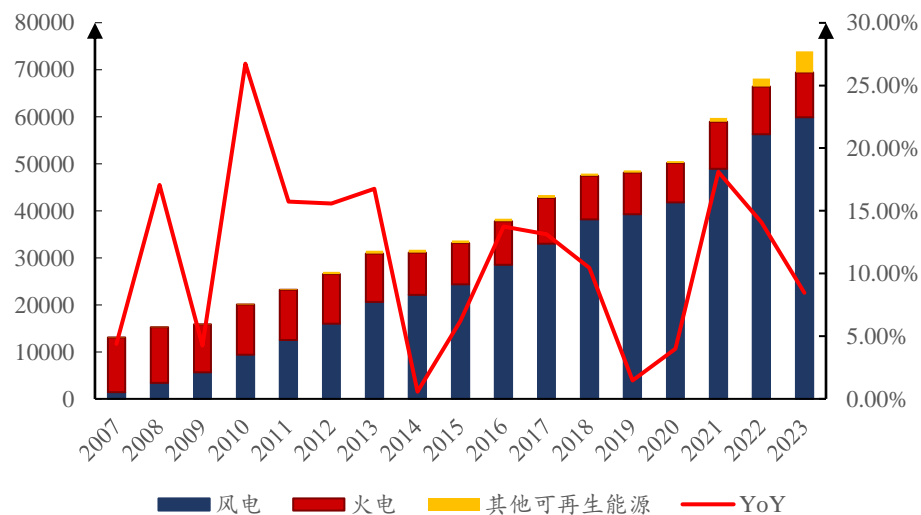
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

1.4 售电量稳定增长，政府补贴发放、应付票据导致现金流波动

公司售电量稳定增长，经营活动现金流净流量呈净流入状态。受益于光伏新增装机快速增长公司售电量保持高速增长，公司2023年售电量73.92GWh，同比增长8.48%，其中风电售电量达59.90GWh，同比增长6.40%，光伏及其他可再生能源售电量达4.51GWh，同比增长167.56%，火电售电量达9.51GWh，同比减少6.40%。

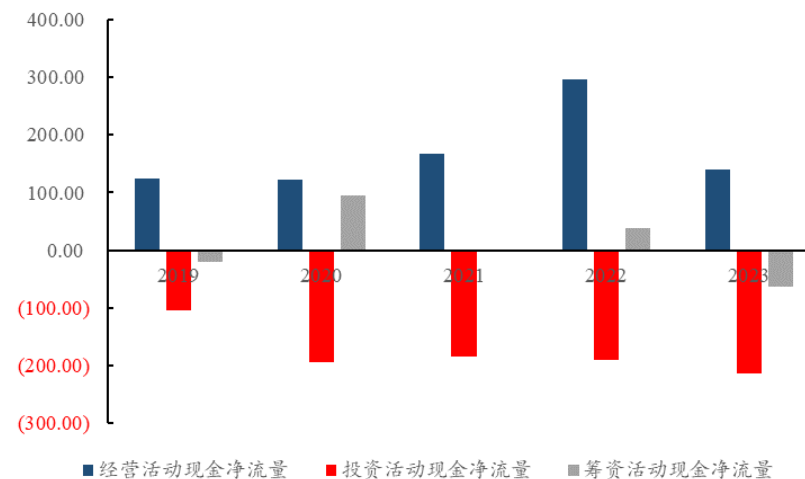
受到政府补贴发放节奏、应付票据账期等影响，公司经营活动现金净流入受到影响。2023年公司经营活动现金净流入138.84亿元，同比减少157.22亿元，主要是受到政府补贴发放节奏以及支付应付票据影响。

图1.4.1：2007-2023年公司售电量以及增速（MWh与%）



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图1.4.2：2019-2023年公司现金流（亿元）

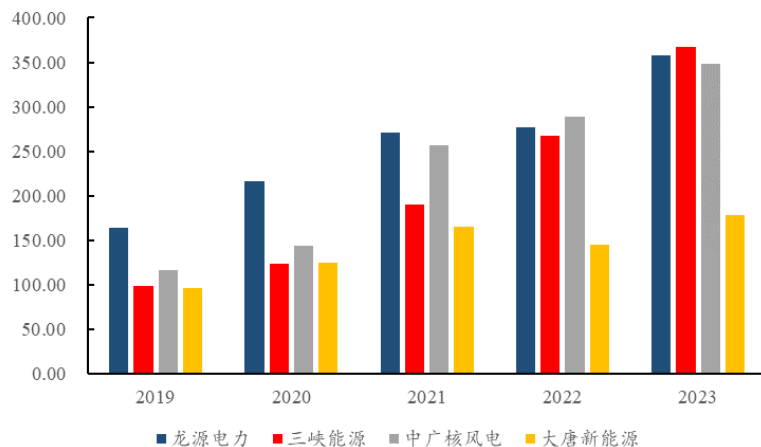


资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

1.5 应收账款逐年上升，资产负债率保持稳定

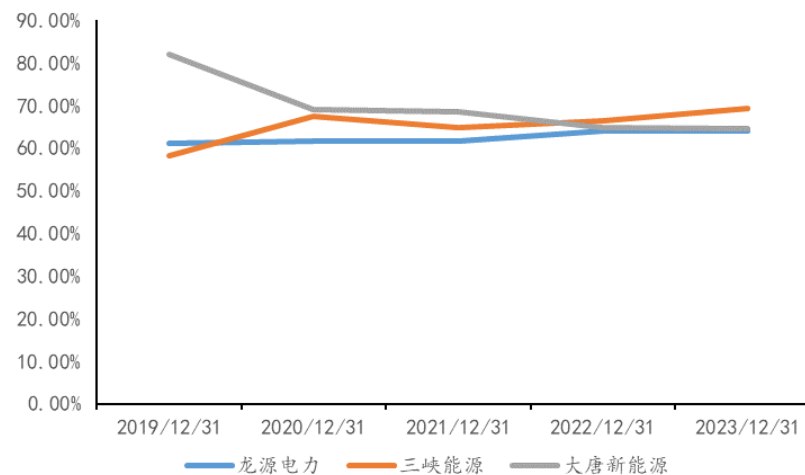
公司应收账款逐年上升，可再生能源补贴余额较大。行业层面看，新能源运营商应收账款逐年上升，公司应收账款余额2022年上升较为平缓，2023年再次快速上升，主要是2022年公司收到国补回款较高，其中2022、2023年为207.7、64.2亿元。受益于优秀的资产结构以及积极的申领补贴，公司可通过多种资产证券化方式化解现金流压力。同时低于同业的资产负债率也使得公司有机会获取低成本的融资。

图1.5.1：2019-2023年部分新能源运营商应收账款（单位：亿元）



资料来源：ifind，公司公告，太平洋研究院整理

图1.5.2：2019-2023年部分新能源运营资产负债率（单位：%）

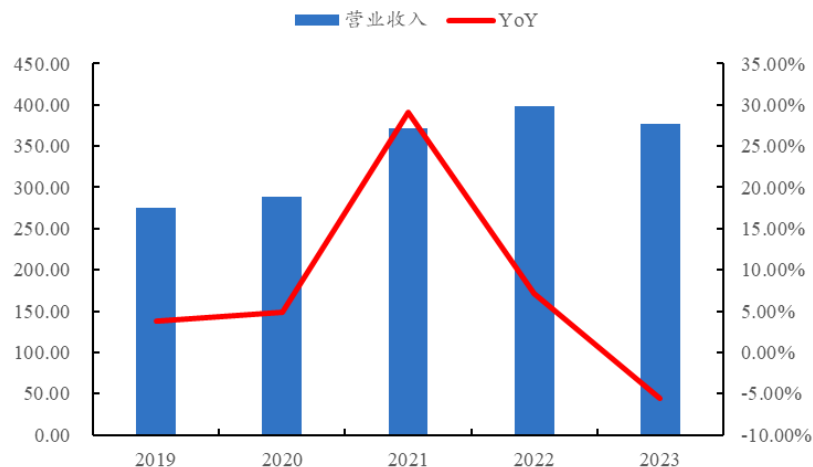


资料来源：ifind，公司公告，太平洋研究院整理

1.5 营收小幅承压，减值拖累盈利

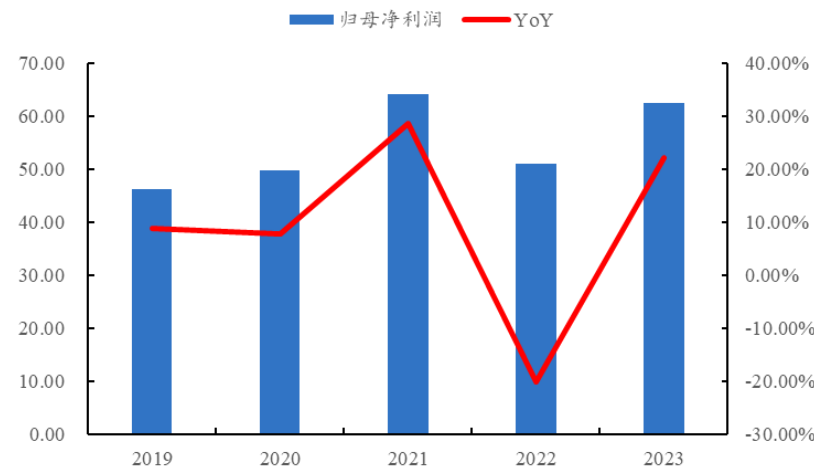
公司短期营收小幅承压，减值拖累盈利。受到公司“以大代小”导致的减值、平价项目增加导致平均电价下降等影响，公司2023年营收小幅承压，同时盈利受到小幅拖累。2023年公司实现营业收入376.42亿元，同比-5.57%，实现归母净利润62.49亿元，同比+22.24%，其中2023年公司计提减值准备约20.85亿元，其中，固定资产减值准备11.94亿元、在建工程减值准备2.52亿元，无形资产减值准备6.39亿元。同时受到控股平价项目增加影响，平均电价下降较多，公司短期营收承压、盈利被小幅拖累。

图1.5.3：2019-2023年公司营业收入及增速（单位：亿元/%）



资料来源：ifind，公司公告，太平洋研究院整理

图1.5.4：2019-2023年公司归母净利润及增速（单位：亿元/%）



资料来源：ifind，公司公告，太平洋研究院整理

目录 Contents

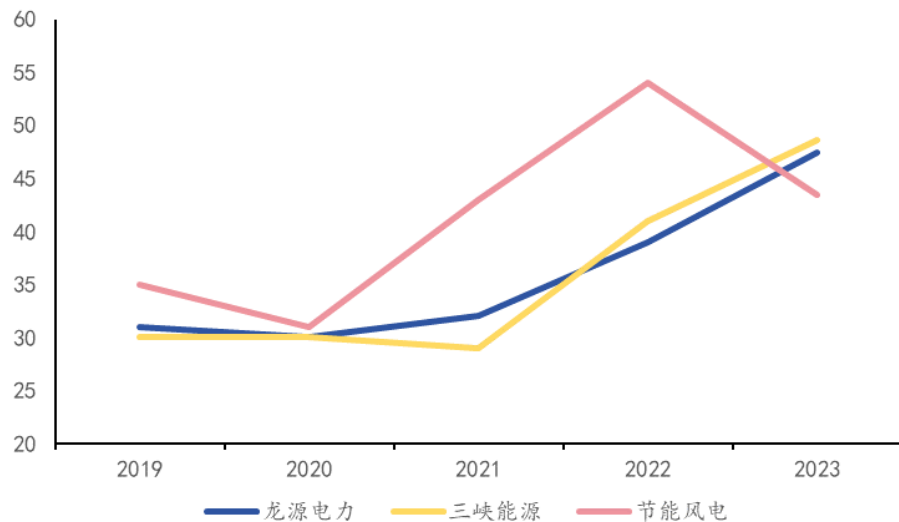
- 1 技术团队研发功底深厚，转型以来营收与盈利齐升
- 2 以大代小提升利用小时数，绿色溢价提高单位收入
- 3 投资建议及盈利预测
- 4 风险提示

2.1 市场化交易比例持续提升，上网电价短期承压

应政策要求，新能源参与市场化交易规模不断扩大。根据龙源电力、三峡能源、节能风电三家公司市场化交易比例数据，新能源参与市场化交易比例持续提升。根据国家能源局市场监管司副司长刘刚介绍，2023年，新能源逐步进入电力市场，市场化交易电量6845亿千瓦时，占新能源总发电量的47.3%。我们认为，2024年市场交易比例有望提升至50%以上。

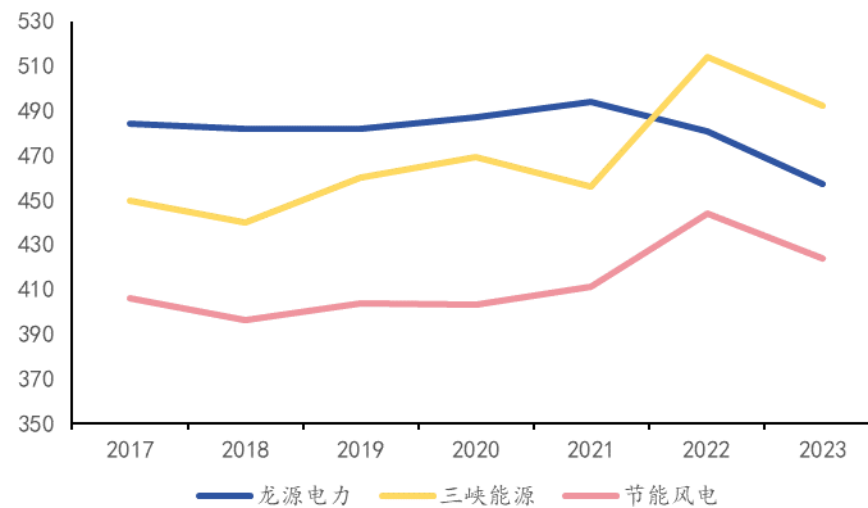
在市场化交易比例提升情况下，随着火电价格见顶、平价项目增加，2023年风电平均上网电价承压，我们认为短期电价承压趋势或将随着市场交易比例提升持续，随着中长期价值发掘机制完善，绿电消纳困境和市场化价格有望得到持续好转。

图2.1.1：2019-2023年三家企业市场化交易比例占比（单位：%） 图2.1.2：2017-2023年三家企业风电平均上网电价（单位：元/MWh）



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

请务必阅读正文之后的免责条款部分



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

守正 出奇 宁静 致远

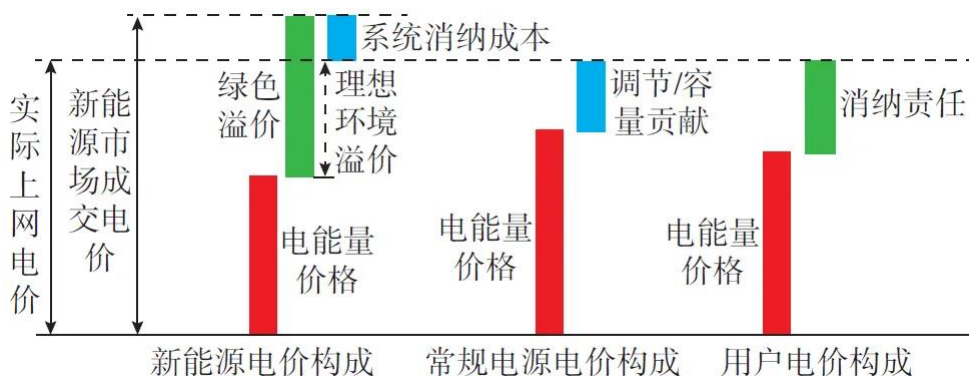
2.1 绿色溢价有力保障消纳与新能源发电竞争力

在顶层设计中，绿色价值能够有效覆盖系统消纳成本与理想环境溢价。环境溢价有望使绿色电力在电力市场环境下与传统化石能源电力公平竞争，绿色价值有望覆盖消纳成本与提供环境溢价。

随着绿证核发量增加，绿证供给端与补贴的权衡机制正持续完善，目前需求侧重点是激活参与方积极性和活力。随着绿证核发机制和系统完善，绿证供给快速释放，需求侧正从鼓励绿色电力消费、完善绿证市场机制、促进绿证国际化与电碳衔接等方向全面加速扩容绿证交易。

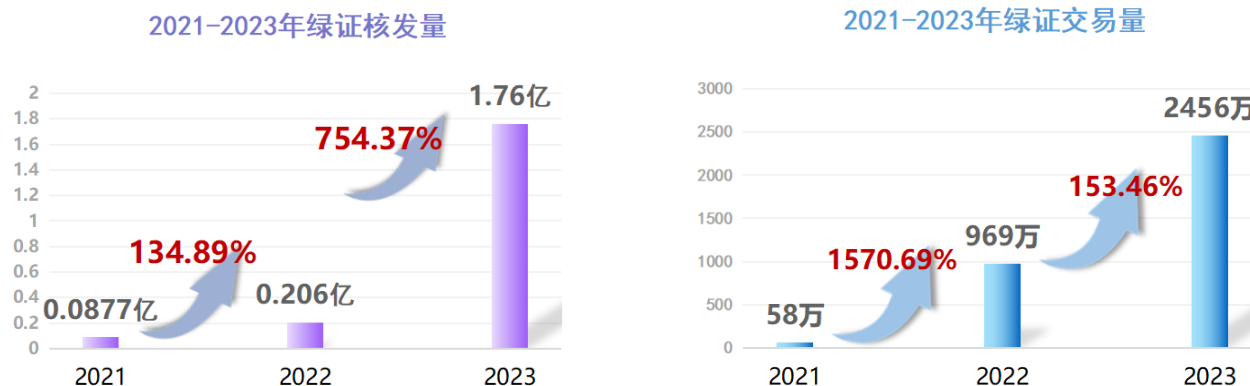
图2.1.4：2021-2023年绿证核发与交易量数据（单位：亿、万个）

图2.1.3：绿色电力环境价值构成示意图



资料来源：北京电力交易中心，太平洋研究院整理

请务必阅读正文之后的免责条款部分



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

2.1 政策加快建立有利于促进绿色能源生产消费的市场体系和长效机制，引导绿色电力消费

表2.1.1：2021年来部分重要政策

时间	政府部门	政策文件	有关绿电内容或解读
2021. 8. 28	国家发改委 能源局	《关于绿色电力交易试点工作方案的复函》	文件提到，绿色电力交易要优先安排完全市场化绿色电力，如果部分省份在市场初期完全市场化绿色电力规模有限，可考虑组发电企业如自愿退出补贴参与绿色电力交易，产生的附加收益归发电企业。
2022. 8. 15	国家发改委 统计局 能源局	《关于进一步做好新增可再生能源消费不纳入能源消费总量控制有关工作的通知》	准确界定新增可再生能源电力消费量范围；以绿证作为可再生能源电力消费量认定的基本凭证；完善可再生能源消费数据统计核算体系；科学实施节能目标责任评价考核；做好组织实施。
2022. 9. 15	国家发改委 能源局	《关于推动电力交易机构开展绿色电力证书交易的通知》	提到要积极稳妥扩大绿电和绿证交易范围，更好体现可再生能源的环境价值，推动电力交易机构开展绿色电力证书交易。
2022. 9. 22	国家发改委 能源局	《关于有序推动绿色电力交易有关事项的通知》	旨在进一步完善有利于促进绿色能源生产消费的市场体系和长效机制，稳妥有序推进绿色电力交易，推动绿色能源发展。
2023. 1. 30	国家发改委	《关于完善能源绿色低碳转型体制机制和政策措施的意见》	完善和推广绿色电力证书交易，促进绿色电力消费鼓励全社会优先使用绿色能源和采购绿色产品及服务，公共机构应当作出表率。
2023. 2. 15	国家发改委 财政部 能源局	《关于享受中央政府补贴的绿电项目参与绿电交易有关事项的通知》	缓解国家可再生能源补贴发放压力。分别明确由国家保障性收购的绿色电力、参与市场化交易的绿色电力的绿电绿证交易方式；明确绿电绿证交易溢价收益与补贴只能取其一：不愿放弃补贴的，溢价收益等额冲抵国家可再生能源补贴或归国家所有；放弃补贴的，绿电绿证收益归发电企业所有。
2023. 7. 16	国家发改委	《关于2023年可再生能源电力消纳责任权重及有关工作的通知》	各省级行政区域可再生能源电力消纳责任权重完成情况以实际消纳的可再生能源物理电量为主要核算方式，各承担消纳责任的市场主体权重完成情况以自身持有的可再生能源绿色电力证书为主要核算方式，绿证核发交易按有关规定执行。
2023. 8. 13	国务院	《国务院关于进一步优化外商投资环境加大吸引外商投资力度的意见》	出台促进绿色电力消费政策措施，支持外商投资企业更多参与绿证交易和跨省跨区绿色电力交易。
2023. 8. 3	国家能源局	《关于做好可再生能源绿色电力证书全覆盖工作促进可再生能源电力消费的通知》	深入开展绿证宣传和推广工作，在全社会营造可再生能源电力消费氛围，鼓励社会各用能单位主动承担可再生能源电力消费社会责任。
2024. 1. 27	国家发展改革委 国家统计局 国家能源局	《关于加强绿色电力证书与节能降碳政策衔接大力促进非化石能源消费的通知》	落实能耗调控政策，突出重点控制化石能源消费导向；持续完善绿证制度体系，夯实绿证核发交易基础；加强绿证与碳排放管理衔接，有效拓展绿证应用场景；明确各方工作职责，抓好《通知》部署任务的贯彻落实。

资料来源：政府部门官网，太平洋研究院整理

请务必阅读正文之后的免责条款部分

守正 出奇 宁静 致远

2.2 风电业务：可利用小时数优于行业，以大代小提升运营效率

公司控股风电设备可利用小时数持续领先行业。受益于优质电站以及领先的运营效率，2024年一季度国内平均风电利用小时数为596小时，龙源电力平均利用小时数为640小时，可利用小时数持续领先于行业。在同等的风资源条件下，用更大、更先进的风电机组可获得更高的风速、更大扫风面积、平均发电小时数显著提。针对老旧小风电机组进行技改，能有效降低运营成本，同时复用部分交通道路和电气设备，能以小成本提高风电场容量与发电量。

图2.2.1：2020-2024Q1累计平均利用小时（单位：小时）

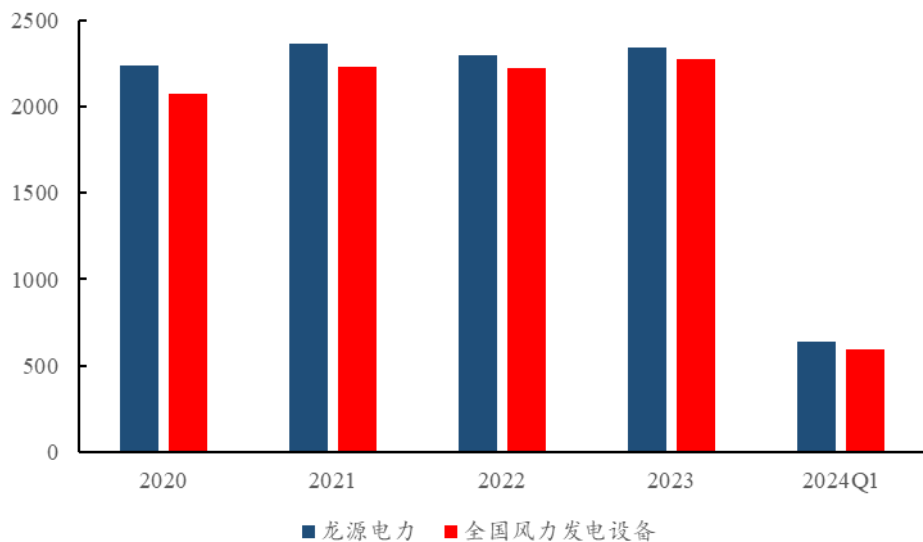


图2.2.2：以大代小风机示意图

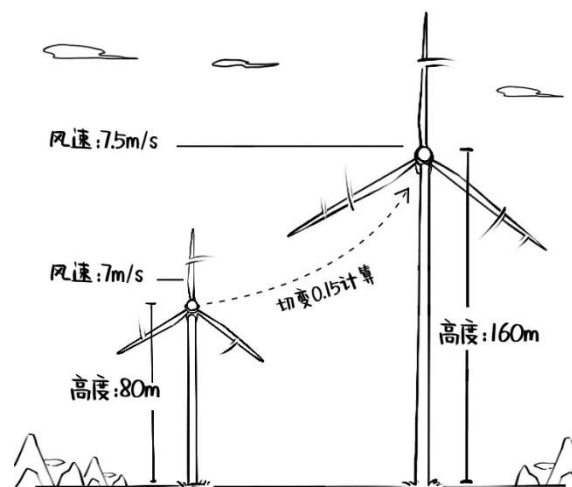
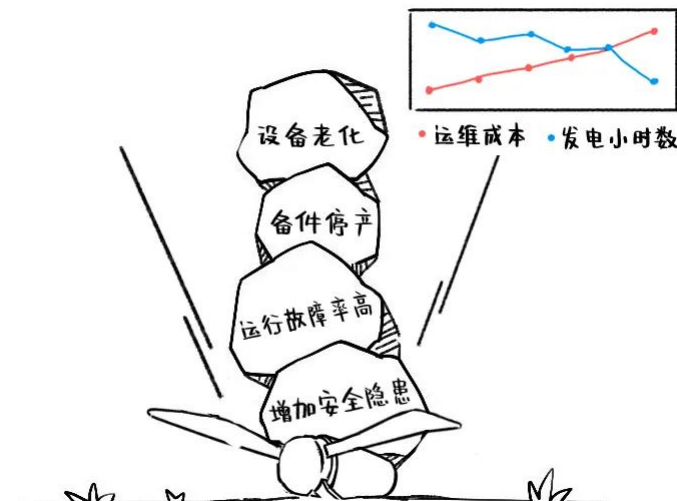


图2.2.3：运维成本与发电小时数关系图



资料来源：公司公告，国家能源局，太平洋研究院整理

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

2.2 风电业务：装机有望高增，电价有望逐步企稳

并购+自建双管齐下，公司风电新增装机有望高增。2024年公司计划开工新能源项目10GW，投产7.5GW，同时公司在7月发布公告称，公司控股股东国家能源集团拟注入新能源装机规模4GW，计划分批注入。2024年Q1，公司新增控股装机容量0.56GW，其中新增投产风电0.03GW、光伏0.53GW。假设注入2GW资产，自建2-2.5GW，2024年风电新增装机有望达到4-4.5GW。同时，随着绿证价值持续发掘，度电收入有望逐步企稳。

图2.2.4：2020-2026E年度风电新增装机预测（单位：GW）

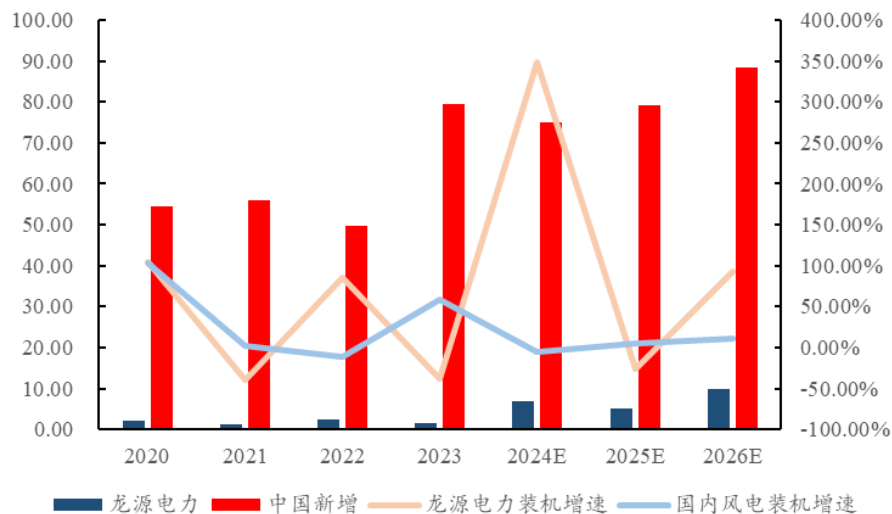
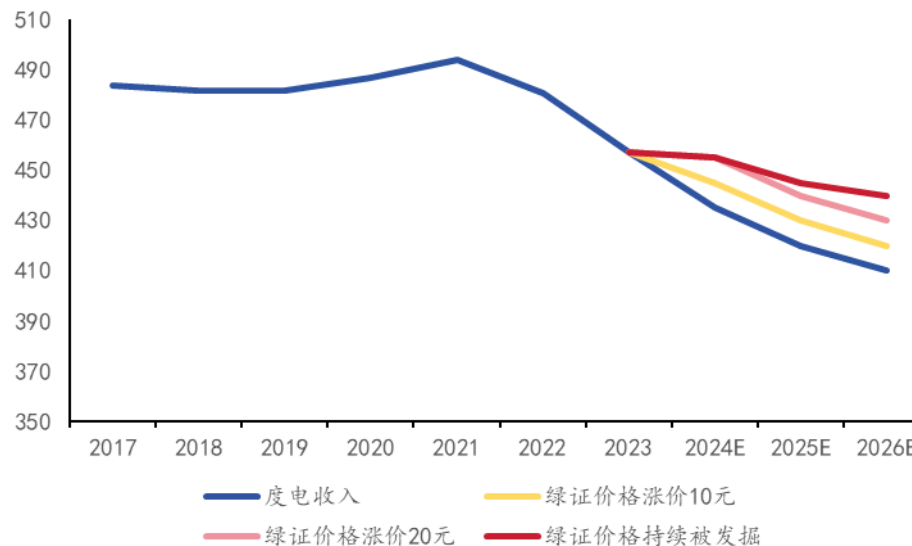


图2.2.5：风电度电收入以及假设（单位：元/MWh）



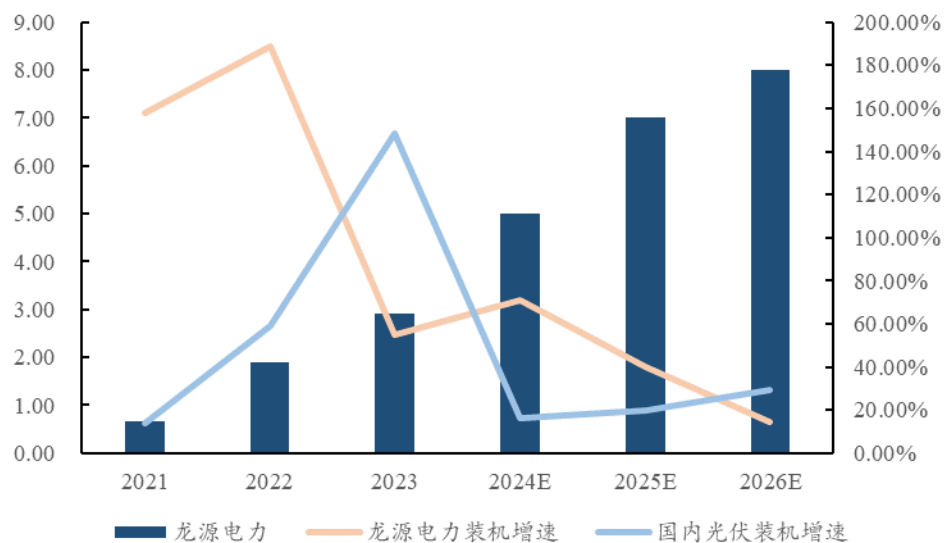
资料来源：公司公告，国家能源局，太平洋研究院整理

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

2.3 光伏及其他可再生能源业务：装机基数低，增速高，度电售价有望迎来企稳

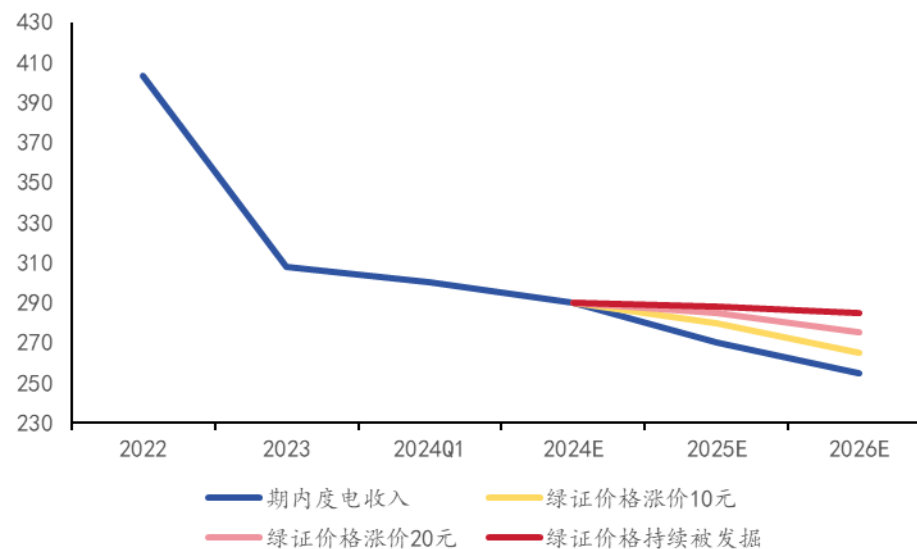
公司光伏装机基数低，收并购+自建同步，光伏装机有望迎来持续高增。2023年公司新增光伏装机约2.9GW，基于公司较好的融资能力以及项目开发能力，2024年公司新增装机增速有望高于中国新增装机增速，假设2024年公司新光伏装机为4-5GW，光伏及其他可再生能源累积装机有望达10-11GW。随着光伏绿证价值持续挖掘以及回归，光伏度电电价有望在2025-2026年迎来逐步企稳。

图2.3.1：2020-2026E年度光伏新增装机预测（单位：GW）



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图2.3.2：光伏度电收入以及假设（单位：元/MWh）



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

目录 Contents

- 1 风力发电运营龙头，新能源装机量持续高增
- 2 以大代小提升利用小时数，绿色溢价提高单位收入
- 3 投资建议及盈利预测
- 4 风险提示

3 投资建议及盈利预测

我们预计2024/2025/2026年龙源电力新增装机规模有望不断持续增长，可利用小时数有望持续得到提升，度电收入有望逐步企稳。**装机方面**，随着公司资产注入以及自建产能投产，假设2024、2025、2026年全年新增装机9.5、11.5、13.5GW，其中风电装机控股装机容量达到32.25、36.75、42.25GW，光伏及其他可再生能源装机容量达到10.96GW、17.96GW、25.96GW。**利用小时数方面**，假设随着以大代小推进、公司机组可靠性和发电效率稳步提升，以及弃风率、弃光率的持续改善，风电利用小时数有望达到2330、2360、2400小时，光伏发电利用小时数有望达到1020、1035、1050小时。我们预计2024/2025/2026年公司营业收入分别为399.29/451.75/495.70亿元,同比增长6.08%/13.14%/9.51%；归母净利润分别为75.28亿元、84.04亿元、90.60亿元，同比增长20.46%/11.64%/7.80%，对应EPS分别为0.9/1.01/1.08元，当前股价对应PE为19.40/17.38/16.12。首次评级，给予“买入”评级。

表3.1：公司2023-2026年盈利能力预测指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	37,641.91	39,929.12	45,174.92	49,469.84
YOY（%）	-5.57%	6.08%	13.14%	9.51%
归母净利润（百万元）	6,249.29	7,528.12	8,404.38	9,060.28
YOY（%）	22.27%	20.46%	11.64%	7.80%
EPS（元/股）	0.73	0.90	1.01	1.08
P/E	27.24	19.40	17.38	16.12

资料来源：ifind，公司公告，太平洋研究院整理

3 投资建议及盈利预测

表3.2: 发电量以及售电收入预测

	单位	2022	2023	2024E	2025E	2026E
风电						
营业收入	亿元	270.65	273.65	291.65	353.07	379.95
控股装机	MW	26,191.84	27,754.00	32,254.00	36,754.00	42,254.00
利用小时数	小时	2,296.00	2,346.00	2,330.00	2,360.00	2,400.00
发电量	GWh	583.08	613.53	676.37	824.02	882.26
1-厂用电率	%	97%	98%	98%	99%	99%
售电量	ekwh	562.67	598.80	662.84	811.66	873.44
上网电价	元/兆瓦时	481.00	457.00	440.00	435.00	435.00
光伏						
营业收入	亿元	6.52	14.04	24.13	45.25	66.42
控股装机	MW	3,041.00	5,964.00	10,964.00	17,964.00	25,964.00
利用小时数	小时		1,011.00	1,020.00	1,035.00	1,050.00
发电量	GWh	17.52	45.53	83.87	159.90	234.45
1-厂用电率	%	96%	99%	99%	99%	99%
售电量	ekwh	16.86	45.121	83.20	158.78	233.05
上网电价	元/兆瓦时	403.00	308.00	290.00	285.00	285.00
火电						
营业收入	亿元	40.64	39.68	38.51	13.42	13.33
控股装机	MW	1,875.00	1,875.00	1,875.00	660.00	660.00
利用小时数	小时	5,639.00	5,504.00	5,400.00	5,400.00	5,400.00
发电量	GWh	105.73	103.20	101.25	35.64	35.64
1-厂用电率	%	96%	92%	90%	88%	87%
售电量	ekwh	101.60	95.15	90.62	31.36	31.01
上网电价	元/兆瓦时	400.00	417.00	425.00	428.00	430.00

资料来源: ifind, 公司公告, 太平洋研究院整理

3 投资建议及盈利预测

表3.3: 可比公司PE估值

公司代码	公司简称	评级	收盘价	归母净利润 (百万元)			PE			EPS		
			2024/7/25	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
1811. HK	中广核新能源	未评级	2.36	2,170.72	2,374.81	2,519.35	5.02	4.59	4.32	0.51	0.55	0.59
1798. HK	大唐新能源	未评级	2.13	2,813.00	3,040.50	3,301.50	5.92	5.48	5.05	0.39	0.42	0.45
3868. HK	信义能源	未评级	0.90	1,106.11	1,294.67	1,428.69	7.22	6.17	5.59	0.13	0.16	0.17
港股	平均						6.05	5.41	4.99			
600905. SH	三峡能源	未评级	4.90	8,564.01	9,812.80	10,896.11	16.40	14.28	12.85	0.30	0.34	0.38
600163. SH	中闽能源	未评级	5.41	777.16	816.68	862.29	13.37	12.76	12.06	0.40	0.42	0.45
601016. SH	节能风电	未评级	2.95	1,582.00	1,714.00	1,845.00	12.29	11.35	10.54	0.24	0.26	0.28
601778. SH	晶科科技	未评级	2.18	698.53	884.00	1,031.00	11.18	8.90	7.52	0.20	0.25	0.29
A股	平均						13.31	11.82	10.74			
001289. SZ	龙源电力	买入	17.47	7,528.12	8,404.38	9,060.28	19.40	17.38	16.12	0.90	1.01	1.08
0916. HK	龙源电力		7.08	7,528.12	8,404.38	9,060.28	8.45	7.57	7.02	0.90	1.01	1.08

资料来源: ifind, 公司公告, 太平洋研究院整理

资产负债表 (百万)						利润表 (百万)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	20,493	4,879	6,287	6,373	4,955	营业收入	39,863	37,642	39,929	45,175	49,470
应收和预付款项	1,336	996	1,017	1,159	1,275	营业成本	26,139	23,956	25,874	29,590	32,650
存货	750	727	785	888	975	营业税金及附加	362	356	379	429	470
其他流动资产	30,748	39,110	41,528	46,657	50,856	销售费用	0	0	0	0	0
流动资产合计	53,327	45,713	49,617	55,077	58,062	管理费用	301	451	399	452	495
长期股权投资	3,747	5,995	5,995	5,995	5,995	财务费用	3,806	3,403	3,576	3,958	4,334
投资性房地产	19	0	0	0	0	资产减值损失	-2,003	-2,086	-600	-600	-600
固定资产	134,643	141,361	164,007	184,916	204,425	投资收益	-407	19	0	0	0
在建工程	18,101	20,997	20,997	20,997	20,997	公允价值变动	-4	-51	0	0	0
无形资产开发支出	7,733	6,880	5,956	5,056	4,156	营业利润	7,686	8,158	9,979	11,140	12,010
长期待摊费用	32	46	46	46	46	其他非经营损益	-49	82	0	0	0
其他非流动资产	59,013	53,978	58,119	63,579	66,563	利润总额	7,638	8,239	9,979	11,140	12,010
资产总计	223,287	229,256	255,120	280,588	302,182	所得税	1,543	1,501	1,796	2,005	2,162
短期借款	18,524	26,691	32,691	35,691	34,691	净利润	6,095	6,738	8,183	9,135	9,848
应付和预收款项	13,022	17,324	18,710	21,397	23,610	少数股东损益	983	489	655	731	788
长期借款	55,634	68,688	80,688	90,688	100,688	归母股东净利润	5,111	6,249	7,528	8,404	9,060
其他负债	55,978	34,227	32,388	33,035	33,567						
负债合计	143,157	146,929	164,478	180,811	192,556						
股本	8,382	8,382	8,360	8,360	8,360						
资本公积	14,419	14,414	14,293	14,293	14,293						
留存收益	41,446	46,560	54,084	62,489	71,549						
归母公司股东权益	68,806	70,918	78,578	86,983	96,043						
少数股东权益	11,325	11,409	12,064	12,795	13,582						
股东权益合计	80,131	82,327	90,642	99,777	109,625						
负债和股东权益	223,287	229,256	255,120	280,588	302,182						
现金流量表 (百万)						预测指标					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	29,605	13,884	24,884	26,439	29,310	毛利率	34.43%	36.36%	35.20%	34.50%	34.00%
投资性现金流	-19,210	-21,434	-35,815	-35,300	-35,300	销售净利率	12.82%	16.60%	18.85%	18.60%	18.31%
融资性现金流	4,041	-6,265	12,342	8,948	4,571	销售收入增长率	-0.07%	-5.57%	6.08%	13.14%	9.51%
现金增加额	14,426	-13,810	1,407	87	-1,419	EBIT 增长率	-3.40%	-1.72%	-0.77%	11.39%	8.25%
						净利润增长率	-31.15%	22.27%	20.46%	11.64%	7.80%
						ROE	7.43%	8.81%	9.58%	9.66%	9.43%
						ROA	2.29%	2.73%	2.95%	3.00%	3.00%
						ROIC	5.96%	5.61%	5.00%	5.06%	5.09%
						EPS (X)	0.58	0.73	0.90	1.01	1.08
						PE (X)	31.29	27.24	19.40	17.38	16.12
						PB (X)	2.23	2.34	1.86	1.68	1.52
						PS (X)	3.84	4.41	3.66	3.23	2.95
						EV/EBITDA (X)	9.61	11.41	10.10	9.55	9.09

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

目录 Contents

- 1 风力发电运营龙头，新能源装机量持续高增
- 2 以大代小提升利用小时数，绿色溢价提高单位收入
- 3 投资建议及盈利预测
- 4 风险提示

4.风险提示

- 1) 新建项目审批与推进不及预期。
- 2) 资产注入与并购推进不及预期。
- 3) 政策推进不及预期。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间



研究院
中国北京 100044
北京市西城区北展北街九号
华远·企业号D座
投诉电话： 95397
投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。



期待与您合作！

THANKSFORWATCHING