



绿电行业报告：景气度+集中度 +盈利性均提升 资源获取和运 营管理是核心壁垒



投资要点

行业：景气度高+竞争格局好+盈利能力强，阶段性更宜用成长股估值方法。1) 景气度高，习近平主席在气候雄心峰会上的公开承诺 1200GW 更类似于是一个下限目标，真实装机容量会明显超出。2) 竞争格局好，纵向上看行业经历集中-分散-再集中，横向上看风电场行业的市场集中度较高，2020 年，风电场运营市场 CR4（在运装机量口径）都在 50%以上，而 CR8 在 75%以上。3) 盈利能力强，近年来海上风电呈现大型化、轻量化、深海化发展趋势，从风机塔筒、到工程施工、再到电缆输送、再到运维，整个产业链降本势在必行。因此，绿电运营作为存续期为 20-30 年的稳定运营资产，从全生命周期来看更适合采用 DCF 估值方法，但是在未来 5-10 年（到 2030 年），属于非常明确的成长阶段，在该阶段我们认为更适合采用 PEG 的估值方式，行业中枢为 30 倍。

壁垒：前端资源获取能力是核心壁垒，后端运营管理效率提供重要保障。

双碳目标下，大型能源企业集中进入绿电运营领域，绿电运营项目会体现出两种变化：1) 日趋激烈的竞争会使得项目收益率逐渐下降；2) 增量的优质项目会越来越稀缺，因此对于能源企业来说，优质资源的获取能力成为绿电运营行业最核心的壁垒。项目层面，三峡集团、华能集团等分别与多个省份签署战略合作框架协议；资金层面，头部大型能源企业资金实力更强、融资成本更低。除了资源获取能力之外，运营管理效率也是核

心壁垒，因为同样的资产在不同的技术、团队、管理模式下，体现出的效率也会截然不同。

标的：大型能源国企更具竞争优势，推荐三峡能源，建议关注华能国际、龙源电力。1) 三峡能源：背靠三峡集团平台，项目资源获取能力强；资产负债率较低，信用评级高、融资成本低；技术实力雄厚，参股形式打通产业链上下游；先发优势明显，战略眼光提前布局海上风电，我们预计2021-2023年公司EPS分别为0.15、0.19、0.23元，对应PE分别为45、35、29倍（对应2022.1.27收盘价）。2) 华能国际：2018-2020年，公司归母净利润分别为14.39、16.86、45.65亿元，经营性净现金流分别为288.92、373.24、420.50亿元，现金流状况稳健；从资本开支的情况可以看出，公司现有的火电资产将来终究都会以折旧的形式转化为新能源资产，所以如果视角足够长远，则火电资产的合理应该与龙源电力相同，价值严重低估。3) 龙源电力：世界第一大风电运营商，以全球化的战略眼光，积极开拓海外市场，成功实现了风电“走出去”。

风险提示：宏观经济下行使得终端工业用电需求减弱；终端销售电价

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_36974

