



公用环保行业：风光运营估值：表现、驱动与启示



风光运营估值：本轮驱动因素、全球估值对比和估值方法探讨 2021 年 A 股风光运营板块估值大幅提升，引起市场关注。本研究试图依据三条线索寻觅风光运营的估值逻辑。1) 本轮驱动因素：装机规模预期增长+产业链估值洼地+绿电交易长期价值；2) 全球估值对比：A 股>美股>港股，盈利能力、标的稀缺性和应收补贴为关键变量；3) 估值方法探讨：考虑估值的稳定性，A 股倾向于 PB，港股倾向于 PS (隐含装机容量)。我们认为，三峡能源/中国核电/华润电力/龙源电力仍处于估值洼地，建议积极配置。

回顾 2021 年，多因素助力新能源运营商板块估值大幅提升 2021 年新能源电力运营商板块整体市值增长 76%，大幅领先沪深 300。我们认为，推动本轮新能源电力运营商估值大幅提升的因素有：1) 预期装机规模快速上升，双碳目标推动电力行业基本面变革，新能源电力装机增长空间打开，运营商具备长期成长逻辑；2) 新能源中上游 (材料与制造) 估值水平较高，下游成为产业链价值洼地，看好运营商估值上升空间；3) 绿电交易的长期价值，风光发电平价时代来临，补贴的不确定性逐步减弱，绿电交易和碳交易带来中长期的价格弹性。

全球运营商估值对比：A 股领先，关注盈利能力+标的稀缺性+应收补贴放眼全球，2021 年 12 月的平均 PE (ttm) 估值中枢 A 股 (27.3 倍) > 美股 (19.8 倍) > H 股 (13.8 倍)。我们认为，全球新能源运营商估值差异的原因主要有：1) 度电成本和财务费用的差异带来高净利率导致 A 股运营商盈利能力强于美股运营商，存在估值溢价；2) 美股新能源运营商标的

稀缺，资金相对集中，拔高龙头公司新纪元能源的估值；3) 港股运营商经营时间长、应收绿电补贴规模大，而港股投资者对于补贴的态度更为悲观，进一步影响港股新能源运营商估值。

时间维度寻找估值稳定性：A 股倾向于 PB，港股倾向于 PS 基于历史数据对比 PE、PB、PS、EV/EBITDA、市值/装机规模五种估值指标，发现风光运营的 A-H 股溢价一直存在。本研究使用上述五种估值法估计的市值与历史市值的比值计算“溢价率”，基于溢价率的历史标准差和历史均值，用于刻画估值稳定性，得出：1) 对于 A 股新能源运营商，PB 估值或为最优指标。2) PS 港股可选估值指标较多，PE、PS、PB 均表现不差，考虑稳定性，PS 或为较优指标，隐含装机容量。

推荐当前仍处于估值洼地的新能源运营商

中长期视角下，我们认为新能源龙头及传统转型新能源公司市值仍被低估，未来具备较大增长空间，包括：1) 装机规模快速增长的新能源运营商龙头，包括龙源电力（国家能源集团唯一新能源平台）、三峡能源（三峡集团唯一新能源平台）；2) 传统能源转型标的，包括华能国际、中国核电、华润电力、国投电力、福能股份等。考虑到当前估值水平，继续推荐三峡能源（目标价：

8.53 元）、中国核电（目标价：8.84 元）、华润电力（目标价：26.4 港币）、龙源电力（目标价：17.42 港币）。

风险提示：经济下行拖累电力需求；新能源装机规模不及预期。

关键词：新能源 核电 碳交易

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_35738

