

日期: 2018年7月5日

行业: 电力、热力生产和供应业



分析师: 冀丽俊

Tel: 021-53686156

E-mail: jilijun@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120017

IPO 价格 RMB9.00 元
上市合理定价 RMB13.92-16.70 元

基本数据 (IPO)

发行数量 (百万股) 118.00
发行后总股本 (百万股) 618.00
发行数量占发行后总股本 19.09%
保荐机构 南京证券、华泰联合

主要股东 (发行前)

国信集团 (SS) 65.00%
沿海集团 (SS) 15.00%
国能投资 (SS) 15.00%
农垦集团 (SS) 5.00%

收入结构 (2017)

电力 95.77%
供水和汽 3.81%

报告编号: JLJ18-NSP01

首次报告日期: 2018年7月5日

可再生能源发电企业**■ 投资要点:****可再生能源发电企业**

公司的主营业务为新能源发电项目的投资开发、建设运营及电力销售, 目前主要包括风能发电、生物质能发电和光伏发电三个板块。公司控股的新能源发电项目装机容量为 855.145MW, 拟建/在建机组容量 301.2MW, 拟建/在建机组均为风力发电项目, 项目投产后, 公司风电项目装机规模将进一步扩大。公司是较早进入可再生能源发电应用领域的企业, 在风电、太阳能和生物质能电站项目投资运营领域积累了丰富的业务经验, 在行业发展中具备市场先发优势。

募投项目提升盈利能力

本次募集资金主要投资于国信灌云 100MW 陆上风电场项目、补充流动资金、偿还银行贷款。随着募集资金投资项目的建成投产, 公司的固定资产将进一步增加, 折旧费用较目前将有一定幅度的增长, 短期内可能引起公司盈利水平下降; 从中长期看, 募集资金投资项目将进一步提高公司的盈利水平。

盈利预测

根据募投项目建设进度情况, 我们预计 2018、2019 年归属于母公司的净利润分别为 3.44 亿元和 3.80 亿元, 同比增速分别为 10.37% 和 10.66%, 相应的稀释后每股收益为 0.56 元和 0.62 元。

合理估值

本次发行前公司总股本为 50000 万股, 本次拟发行不超过 11800 万股, 发行价格为 9.00 元/股。综合考虑可比同行业公司的估值情况及公司的成长性, 我们认为给予公司合理估值定价为 13.92-16.70 元, 对应 2018 年每股收益的 25-30 倍市盈率。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E
营业收入	1,145.79	1,417.70	1,531.92	1,667.64
年增长率	31.59%	23.73%	8.06%	8.86%
归属于母公司的净利润	292.25	311.77	344.09	380.76
年增长率	105.47%	6.68%	10.37%	10.66%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.47	0.50	0.56	0.62

数据来源: 公司招股说明书; 上海证券研究所整理

一、行业背景

● 公司的行业分类及简况

公司的主营业务为新能源发电项目的投资开发、建设运营及电力销售，目前主要包括风能发电、生物质能发电和光伏发电三个板块。公司的主要产品为电力，公司控股的新能源发电项目装机容量为 855.145MW，权益装机容量 726.8523MW。其中，风电项目累计装机容量 648.5MW，权益装机容量 558.75MW；生物质发电项目累计装机容量 115MW，权益装机容量 98.537MW；太阳能发电项目累计装机容量 91.645MW，权益装机容量 69.5653MW。公司拥有拟建/在建机组容量 301.2MW，拟建/在建机组均为风力发电项目，项目投产后，公司风电项目装机规模将进一步扩大。

公司所属行业为电力、热力生产和供应业。

行业增长前景

(1) 风电

根据《风电发展“十三五”规划》，到 2020 年底，风电累计并网装机容量确保达到 2.1 亿千瓦以上，其中海上风电并网装机容量达到 500 万千瓦以上；风电年发电量确保达到 4,200 亿千瓦时，约占全国总发电量的 6%。“十三五”期间，我国将继续落实三条风电规划路径，具体如下：

①继续建设陆上大型基地。虽然八大千万千瓦级风电基地是我国风电最为集中的地区，但其开发空间仍非常广阔。根据国家《新能源产业振兴规划》草案，到 2020 年，八大千万千瓦级风电基地的装机容量将超过 1.35 亿 kW，保证我国 3,000 多亿千瓦时电能的输出和消纳，实现国家可再生能源中长期规划的目标。

②进行陆上分散式并网开发。山西、辽宁、黑龙江、宁夏等部分地区，风能资源品质和建设条件较好，适宜开发建设中小型风电场。河南、江西、湖南、湖北、安徽、云南、四川、贵州以及其他内陆省份，也有一些资源条件和建设条件较好、适宜进行分散式并网开发的场址。“十三五”期间，我国将在上述地区因地制宜开发建设中小型风电项目。

③建设海上风电基地。在江苏、山东、河北、上海、浙江、福建、广东、广西和海南等沿海区域开发建设海上风电场。

(2) 生物质发电

根据国家能源局《生物质能发展“十三五”规划》，到 2020 年，生物质能基本实现商业化和规模化利用。生物质能年利用量约 5,800 万吨标准煤。生物质发电总装机容量达到 1,500 万千瓦，年发电量 900 亿千瓦时，其中农林生物质直燃发电 700 万千瓦，城镇生活垃圾焚烧发电 750 万千瓦，沼气发电 50 万千瓦；生物天然气年利用量 80 亿立方米；生物液体燃料年利

用量 600 万吨；生物质成型燃料年利用量 3,000 万吨。

(3) 光伏发电

根据《国家应对气候变化规划（2014-2020 年）》，我国到 2020 年非化石能源占一次能源消费的比重达到 15% 左右；根据《中美气候变化联合声明》，中国计划 2030 年左右二氧化碳排放达到峰值且将努力早日达峰，并计划到 2030 年非化石能源占一次能源消费比重提高到 20% 左右。

为了达到十三五规划预期的 10,500 万千瓦光伏发电装机容量目标，十三五期间，光伏年均新增装机容量至少达到 1,000 万千瓦/年。

● 行业竞争结构及公司的地位

(1) 风电

风电行业的市场化程度不高。一方面，电力的销售对象较为单一，受《可再生能源法》的保护，电力销售目前不存在障碍；另一方面，风电运营商主要为国有的电力企业和能源企业，其它类型的运营企业尽管数量多，但持续发展能力弱。根据中国风能协会的统计数据，截至 2016 年末，我国累计装机容量前十大风电运营企业合计占全国市场 69.4% 的份额。

我国风电市场的竞争主要呈现以下特点：

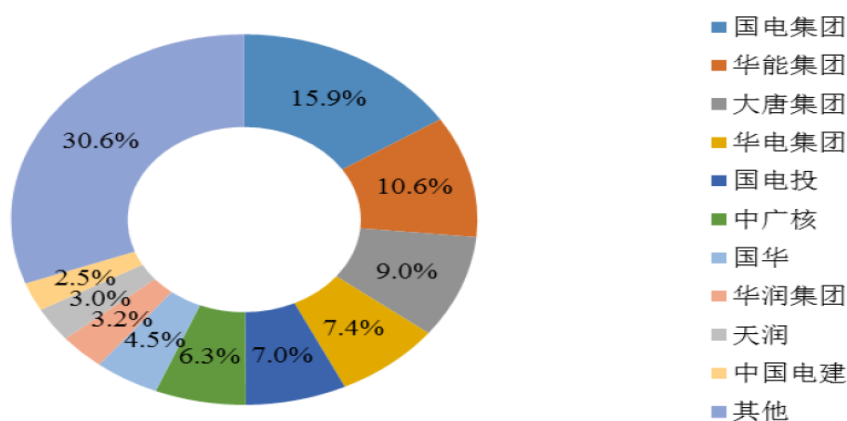
① 由于受到行业进入门槛的制约，风力发电行业呈现行业市场份额集中度较高的特征，根据中国风能协会的数据统计，2016 年，中国风电有新增装机的开发商企业超过 100 家，前十家装机容量超过 1,300 万千瓦，占比达到 58.8%。累计装机前十家的开发企业装机容量超过 1 亿千瓦，占比达到 69.4%。

② 竞争不仅取决于装机容量，更涉及多个方面，例如历史业绩、国内地位、产业链完整程度、与地方可持续发展的衔接。2003 年以来，国家能源局已经组织了六次风电特许权招标，极大地推动了我国风电的发展以及风电基地的形成。其衡量的标准均采用综合考评方式，提倡自主研发、注重经验和能力，鼓励运营商与设备商的联合等。

③ 区域市场集中度提高。国家规划的八个风电基地总装机容量预计可达到 1.4 亿 kW 左右，且各风电基地的运营企业格局较为稳定。

图 1 2016 年中国风电累计装机排名前十

2016年中国风电累计装机排名前十的开发商市场份额



资料来源：公司招股说明书

(2) 生物质发电

由于监管部门通过“核准制”对生物质发电进行严格管制、电厂初期投资规模大、技术密集程度高等特点，行业进入壁垒较高，国内生物质发电企业的竞争主要集中在上游燃料的成本管控和发电效率的综合提升。

与市政部门的有效收集相比，生物质发电是由发电企业来负担收集体系的基础构建，需要企业在收集端付出更多的工作，这也正是区别不同企业能力，考察其体系构建、运营差异化能力的关键。优势企业凭借良好的企业管理和先人一步的先发优势能获得明显的比较优势。此外，发电效率是影响企业盈利的关键，核心生产设备的技术革新对企业在竞争中处于优势地位至关重要。随着生物质发电产业化进程的启动，行业内竞争将日趋激烈。

根据中国生物质能联盟发布的《2016年中国生物质发电企业排名报告》，中国生物质发电市场现时由凯迪生态环境科技股份有限公司及国能生物发电集团领头，并存在大量规模较小的市场参与者。凯迪生态环境科技股份有限公司业务主要集中在华南地区，而国能生物发电集团则主要集中在华北地区。

表 1 农林生物质发电并网装机容量前十企业 (2016. 12. 31)

序号	公司名称	装机容量 (万千瓦)	占农林生物质发电市场份额
1	凯迪生态环境科技股份有限公司	118.2	18.29%
2	国能生物发电集团有限公司	97.3	15.05%
3	山东琦泉集团有限公司	26	4.02%

4	中国国电集团公司	14.4	2.23%
5	中国节能环保集团公司	14.3	2.21%
6	中国光大绿色环保有限公司	14	2.17%
7	理昂生态能源股份有限公司	13	2.01%
8	广东长青(集团)股份有限公司	12.6	1.95%
9	公司	11.5	1.78%
10	山东丰源集团股份有限公司	11.4	1.76%
	合计	332.7	51.48%

资料来源：公司招股说明书

(3) 光伏发电

国内光伏电站运营商的竞争处于“一超多强”的格局，央企国电投独占鳌头，其后国企、民企群雄并起。由于电站运营属于资本密集型行业，进入壁垒较高，企业不但需要有雄厚的资金实力，还需要有持续的项目开发能力，因此大型国企的竞争优势较强。但民营企业依靠自身灵活多变的机制，强大的执行力，以及通过资本市场融资平台，同样能够在竞争中脱颖而出。未来，随着融资渠道的拓宽，预计民企在电站运营方面将占据更重要的地位。

表 2 全国开发企业光伏电站项目并网容量统计表（2015 年底累计）

序号	开发企业	并网容量(万千瓦)	市场份额
1	国电投	380	9.24%
2	国电	217	5.28%
3	中节能	186	4.52%
4	华电	116	2.82%
5	三峡	109	2.65%
6	顺风光电	93	2.26%
7	华能	92	2.24%
8	正泰	85	2.07%
9	大唐	70	1.70%
10	中广核	67	1.63%
	合计	1,415	34.41%

资料来源：公司招股说明书

公司在新能源发电行业的竞争对手主要有以下三类：

第一类是国有大型发电企业，具体包括国电、大唐、华能、华电和国电投等大型国有电力集团（以下简称“五大发电集团”）。

第二类是国有能源企业。中广核、中节能等都属于这类企业，它们在新能源发电行业的装机市场中，都占到了一定的市场份额。

第三类是其他民营、外资和地方性电力运营企业。相对前两类企业，这些企业由于受到资金、技术、市场资源的限制，所开发、运营的可再生

能源项目较少，规模也相对较小。

表 3 公司装机容量在全国同行业市场份额情况

	年份	期末累计装机容量		上网电量	
		(MW)	市场份额	(万千瓦时)	市场份额
风力发电	2016 年	644.1	0.43%	99,456	0.41%
	2015 年	349.5	0.27%	52,417	0.28%
	2014 年	168	0.17%	30,257	0.20%
生物质能发电	2016 年	115	0.95%	80,139	1.24%
	2015 年	115	0.98%	75,137	1.45%
	2014 年	115	1.21%	74,421	1.79%
太阳能发电	2016 年	66.8	0.09%	6,441	0.10%
	2015 年	62.61	0.15%	3,675	0.10%
	2014 年	45.28	0.16%	3,187	0.17%

资料来源：公司招股说明书

表 4 公司电力产品在江苏省内的市场份额

	2017 年	2016 年	2015 年
公司上网电量 (亿千瓦时) (不含美国子公司)	23.17	18.57	13.11
江苏省全省发电量 (亿千瓦时)	4,884.58	4,753.7	4,425.96
上网电量市场份额 (省内)	0.47%	0.39%	0.30%

资料来源：公司招股说明书

二、公司分析及募集资金投向

● 公司历史沿革及股权结构简况

公司的控股股东为国信集团，实际控制人为江苏省人民政府。本次发行前，国信集团直接持有公司 65% 的股份，江苏省人民政府直接持有国信集团、沿海集团、农垦集团 100% 股权，间接持有公司 85% 的股份。

本次发行前公司总股本为 50000 万股，本次拟发行不超过 11800 万股，不超过发行后公司总股本的 19.09%。公司发行价格为 9.00 元/股。

表 5 公司的股东结构情况

	股东名称	发行前		发行后	
		持股数(万股)	持股比例%	持股数(万股)	持股比例%
1	国信集团 (SS)	32,500.00	65.00	32,500.00	52.59
2	沿海集团 (SS)	7,500.00	15.00	7,500.00	12.14
3	国能投资 (SS)	7,500.00	15.00	7,500.00	12.14
4	农垦集团 (SS)	2,500.00	5.00	2,500.00	4.05

5	社会公众股	-	-	11,800.00	19.09
	合计	50,000.00	100.00	61,800.00	100.00

资料来源：公司招股说明书；上海证券研究所整理

● 主业简况及收入利润结构

表 6 主营业务收入构成 单位：万元

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
主营业务收入	141,714.36	99.96	114,531.90	99.96	86,974.38	99.89
其中： 电力	136,896.89	96.56	110,826.97	96.73	81,772.88	93.92
热水、蒸汽	4,817.47	3.40	3,704.92	3.23	5,201.51	5.97
其他业务收入	55.30	0.04	47.14	0.04	96.02	0.11
合计	141,769.66	100.00	114,579.03	100.00	87,070.40	100.00

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

表 7 公司主营业务按业务类别分 单位：万元

项目	2017 年度	2016 年度	2015 年度	销售区域
生物质发电	50,813.60	51,917.89	48,669.00	江苏
风力发电	75,408.70	49,976.61	26,309.58	江苏
太阳能发电	10,380.13	8,629.99	6,674.12	江苏
	294.46	302.48	120.18	美国
供汽供水	4,817.47	3,704.92	5,201.51	江苏
合计	141,714.36	114,531.90	86,974.38	

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

表 8 公司装机容量、发电量情况

项目	2017 年		2016 年		2015 年
	金额/数量	变动率	金额/数量	变动率	金额/数量
期末装机容量（兆瓦）	855.145	3.54%	825.90	56.63%	527.30
其中： 生物质发电装机容量（兆瓦）	115.00	-	115.00	-	115.00
风力发电装机容量（兆瓦）	648.50	0.68%	644.10	84.29%	349.5
太阳能发电装机容量（兆瓦）	91.645	37.19%	66.80	6.37%	62.8
发电量（亿千瓦时）	24.56	24.09%	19.79	39.47%	14.1
售电量（亿千瓦时）	23.36	25.99%	18.54	39.80%	13.2
售电单价（不含税）（元/千瓦时）	0.59	-1.96%	0.60	-3.05%	0.6
其中： 生物质发电售电单价（不含税）（元/千瓦时）	0.65	-	0.65	-	0.6
生物质发电售电量占比	33.58%	/	43.24%	/	56.67%
风力发电售电单价（不含税）（元/千瓦时）	0.52	1.75%	0.51	1.76%	0.5
风力发电售电量占比	62.26%	/	52.54%	/	39.35%
太阳能发电售电单价（不含税）（元/千瓦时）	1.10	-3.59%	1.14	-11.36%	1.2
太阳能发电售电量占比	4.16%	/	4.22%	/	3.98%

售电收入(万元) 136,896.89 23.52% 110,826.97 35.53% 81,772.8

资料来源: WIND 资讯, 公司招股说明书等

表 9 公司供气供水量、单价情况

项目	2017 年度	2016 年度	2015 年度
供汽收入(万元)	4,647.92	3,524.18	5,038.55
销售蒸汽量(万吨)	27.02	20.42	26.84
供汽单价(元/吨)	171.99	172.56	187.76
淮安生物质供汽单价(元/吨)	179.04	187.62	197.72
淮安生物质供汽量占供汽总量的比例	56.94%	49.49%	57.11%
泗阳生物质供汽单价(元/吨)	151.77	150.44	172.22
泗阳生物质供汽量占供汽总量的比例	26.58%	34.33%	32.49%
盐城生物质供汽单价(元/吨)	180.26	179.48	180.68
盐城生物质供汽量占供汽总量的比例	16.48%	16.19%	10.40%
供水收入(万元)	169.55	180.75	162.95
销售热水量(万吨)	14.28	15.71	14.96
供水单价(元/吨)	11.88	11.50	10.89
供汽供水收入(万元)	4,817.47	3,704.92	5,201.51
供汽收入占供汽供水收入的比例	96.48%	95.12%	96.87%
供汽供水收入占主营业务收入的比例	3.40%	3.23%	5.98%

资料来源: WIND 资讯, 公司招股说明书等

表 10 主营业务成本构成 单位: 万元

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
主营业务成本	84,220.15	99.99	71,255.69	100.00	60,730.50	100.00
其中: 电力	80,619.17	95.72	68,615.08	96.29	57,292.01	94.34
热水、蒸汽	3,600.98	4.28	2,640.61	3.71	3,438.48	5.66
其他业务成本	6.83	0.01	-	-	-	-
合计	84,226.99	100.00	71,255.69	100.00	60,730.50	100.00

资料来源: WIND 资讯, 公司招股说明书等

表 11 主营业务成本按照业务类别构成 单位: 万元

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
生物质发电	48,247.97	57.29	46,975.17	65.92	42,859.90	70.57
风力发电	27,675.39	32.86	17,707.84	24.85	11,451.24	18.86
太阳能发电	4,695.80	5.58	3,932.07	5.52	2,980.87	4.91
供汽供水	3,600.98	4.28	2,640.61	3.71	3,438.48	5.66
合计	84,220.15	100.00	71,255.69	100.00	60,730.50	100.00

资料来源: WIND 资讯, 公司招股说明书等

表 12 公司电力生产能力和产销量情况

项目	2017 年度	2016 年度	2015 年度
期末并网容量 (MW)	855.145	825.9	524.30
总发电量 (万千瓦时)	245,569	197,948	141,933
上网电量 (万千瓦时)	232,053	186,036	131,229
主营业务收入 (万元)	141,714.36	114,531.90	86,974.38

资料来源: WIND 资讯, 公司招股说明书等

表 13 公司在役发电机组

机组名称	机组投产日期	装机容量 (MW)
东凌风电一期 (1-47 号机组)	2010 年 3 月	70.5
东凌风电二期 (59-68 号机组)	2012 年 5 月	15
东凌风电二期 (48-58、69-79 号机组)	2012 年 7 月	33
东凌风电二期扩建 (80-89 号机组)	2015 年 4 月	15
东凌风电二期扩建 (90-100 号机组)	2015 年 4 月	16.5
黄海风电一期 (1-25 号机组)	2015 年 5 月	49.5
黄海风电二期 (26-73 号机组)	2015 年 5 月	100.5
临海风电一期 (1-24 号机组)	2014 年 5 月	49.5
临海风电二期 (25-74 号机组)	2016 年 3 月	100
大中风电 (D01-D50 风机)	2016 年 10 月	100
东台风电 (J20-24、J26-27、J31-32、J34-45 风机)	2016 年 10 月	46.2
东台风电 (J01-02、J05-19、J25、J28-30、J33 风机)	2016 年 12 月	48.4
东台风电 (J03-04 风机)	2017 年 1 月	4.4
淮安生物质 1 号机组	2007 年 11 月	15
淮安生物质 2 号机组	2008 年 4 月	15
泗阳生物质 1 号机组	2009 年 6 月	15
泗阳生物质 2 号机组	2009 年 4 月	15
如东生物质 1 号机组	2008 年 7 月	25
盐城生物质 1 号机组	2009 年 1 月	15
盐城生物质 2 号机组	2009 年 3 月	15
淮安太阳能光伏示范发电项目	2009 年 12 月	1.
泗阳太阳能一期 (1 号、2 号光伏机组)	2010 年 12 月	4
泗阳太阳能二期 (屋顶 9.8MW 光伏电站)	2011 年 12 月	9.
泗阳太阳能三期 (4MW 屋顶光伏电站)	2013 年 5 月	4
泗阳太阳能四期 (洋河酒厂来安园区屋顶光伏发电项目)	2013 年 6 月	20.
泗阳太阳能五期 (5.98MW 屋顶光伏电站)	2014 年 6 月	5.9
泗阳太阳能六期 (医药公司仓库 506KW 分布式光伏发电项目)	2015 年 1 月	0.5
射阳光伏一期	2015 年 12 月	15
射阳光伏二期	2016 年 4 月	4
射阳光伏三期	2017 年 6 月	8

灌东光伏屋顶分布式光伏发电项目	2017年6月	7.
江苏联合职业技术学院东台分院屋顶分布式光伏发电项目	2017年6月	1.
江苏久工重型机械股份有限公司屋顶分布式光伏发电项目	2017年6月	5.2
东台市梁垛镇临塔村机电产业园区屋顶分布式光伏发电项目	2017年6月	1.
东台智慧低碳美丽乡村东台市城东新区九年一贯制学校示范项目	2017年10月	0.4
GX Investment Inc. 光伏电站	2015年7月	1.8

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

表 14 公司毛利率情况%

项目	2017 年	2016 年度	2015 年度
生物质发电	5.05	9.52	11.94
风力发电	63.30	64.57	56.47
太阳能发电	56.01	55.98	56.13
供汽供水	25.25	28.73	33.89
综合毛利率	40.57	37.79	30.17

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

● 募投项目

本次募集资金主要投资于国信灌云 100MW 陆上风电场项目、补充流动资金、偿还银行贷款。随着募集资金投资项目的建成投产，公司的固定资产将进一步增加，折旧费用较目前将有一定幅度的增长，短期内可能引起公司盈利水平下降；但从中长期看，募集资金投资项目将进一步提高公司的盈利水平。

表 15 募集资金项目 单位：万元

序号	项目名称	投资总额	募集资金投资额	拟投入募集资金金额
1	国信灌云 100MW 陆上风电场项目	78,273.86	78,000.00	78,000.00
2	补充流动资金、偿还银行贷款	22,000.00	22,000.00	21,143.70
	合计	100,273.86	100,000.00	99,143.70

资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

三、公司盈利预测

● 业绩预测

根据募投项目建设进度情况，我们预计 2018、2019 年归母公司的净利润分别为 3.44 亿元和 3.80 亿元，同比增速分别为 10.37% 和 10.66%，相应的稀释后每股收益为 0.56 元和 0.62 元。

2018 年 1-6 月，公司预计营业收入为 72,600.00 万元至 79,900.00 万元之间，增幅区间为 0.06% 至 10.12%；预计归属于母公司股东的净利润为

18,800.00 万元至 20,680.00 万元之间，增幅区间为 0.08%至 10.09%；预计扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润为 18,660.00 万元至 20,400.00 万元之间，增幅区间为 0.02%至 9.34%。

四、风险因素

客户相对集中的风险

新能源发电项目需要获取项目所在地区电网公司的许可才能将电厂连接至当地电网，并通过与地方电网公司签署《购售电协议》进行电力销售，因此地方电网公司是公司的主要购电客户。公司目前风力发电、太阳能发电以及生物质发电项目主要分布在江苏地区。如果未来江苏地区的新能源市场环境、政策环境发生重大变化，将可能对公司经营带来负面影响。

可再生能源电价补贴滞后风险

根据相关部门的规定，目前我国风力发电、太阳能发电、生物质发电企业的上网电价包括两部分，即脱硫燃煤机组标杆上网电价和可再生能源电价补贴。发电项目实现并网发电后，脱硫燃煤机组标杆上网电价的部分，由电网公司直接支付，可以实现及时结算。但是可再生能源电价补贴部分则需要上报国家财政部，由国家财政部根据国家能源局发布的补贴企业目录，从可再生能源基金中拨付。近年来，国内可再生能源发电项目发展迅速，因所有可再生能源的补贴都来自可再生能源基金，而基金来源则是工商业用户支付的每度电里包含的可再生能源附加费。鉴于可再生能源电价补贴以国家信用为基础，该项收入无法收回的风险极低。但目前新投产的新能源发电项目从投产至进入补贴企业名录间隔时间较长，从而导致国家财政部发放可再生能源电价补贴时间有所滞后。若这种情况得不到改善，将会影响发电企业的现金流，进而对实际的投资效益产生不利影响。

产业政策变动风险

新能源发电行业近年来的高速发展很大程度上受益于国家对可再生能源行业在政策、法规及激励措施方面的支持。近年来，国家先后颁布了《可再生能源法》、《可再生能源中长期发展规划》、《关于完善风力发电上网电价政策的通知》等多项政策、法规和条例鼓励开发风能、太阳能等可再生能源，对上网电价保护、强制并网、强制购电以及各项税收优惠政策都做出了明确规定，显著地提升了可再生能源发电项目建设经济可行性。国家发改委于 2006 年和 2007 年分别制定的《可再生能源发电价格和费用分摊管理试行办法》和《可再生能源电价附加收入调配暂行办法》也明确规定，可再生能源发电价格高于当地脱硫燃煤机组标杆上网电价的差额部分在全国省级及以上电网销售电量中分摊。2012 年 3 月，财政部、国家发改委、国家能源局颁布了《可再生能源电价附加补助资金管理暂行办法》，规定省级电网企业、地方独立电网企业应根据可再生能源上网电价和实际收

购的可再生能源发电上网电量，按月与可再生能源发电企业结算电费；可再生能源电价附加补助资金原则上实行按季预拨、年终清算。

如果未来国家支持新能源行业的相关政策发生变化，相关电价补贴减少，将对公司的经营业绩带来不利影响。

上网电价下降的风险

公司经营业绩及财务状况受上网电价显著影响。风力发电、太阳能发电、生物质发电的上网电价由当地脱硫燃煤机组标杆上网电价和可再生能源电价补贴组成。随着十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》出台，我国将迎来新一轮全面改革热潮。根据其内容表述，涉及电力行业的主要集中在价格改革领域，完善主要由市场决定价格的机制。未来若可再生能源上网电价下调，将对公司的盈利造成较大不确定性。

政府审批风险

新能源发电项目的设计、建设、并网发电和上网电价等各个环节都需不同政府部门的审批和许可。公司新能源发电项目的建造需要获得地方政府投资主管部门的核准或备案，同时还需要获得项目所在地地方政府的其他各项批准和许可，其中包括项目建设用地的审批、环境评价等多项审批或许可。如果未来新能源发电项目的审批标准更加严格，或审批及核准所需时间延长，公司未来可能因为申请程序的拖延而导致失去项目开发的最佳时机，或者因为建设期延长而对项目的投资回收期产生不利影响。

募集资金投资项目风险

公司本次募集资金拟投向风力发电项目建设，项目建设用地的合规情况、项目的开发进度和盈利情况将对公司未来的经营业绩产生重要影响。虽然公司的募集资金投资项目经过详细的论证，具备人才、技术、市场的充分准备，项目已取得江苏省国土资源厅的用地预审意见，但是也可能因为政策环境、项目建设用地的土地使用权证书的办理进度、项目建设进度、设备供应等方面的变化，导致项目未能达到预期的实施效果。

五、估值及定价分析

● 同类公司的比较

同行业重点上市公司来看，2018年和2019年行业平均PE分别为13倍和11倍；基于2018年、2019年预测业绩的均值，最近上市的十家主板企业中，2018年、2019年平均市盈率为46倍和38倍。

表 16 同行业上市公司的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2016A	2017A	2018E	2019E	2016A	2017A	2018E	2019E
601016.SH	节能风电	2.87	0.05	0.10	0.14	0.16	63.24	29.89	20.74	17.93
000591.SZ	太阳能	3.66	0.22	0.27	0.39	0.50	16.85	13.68	9.31	7.27
600483.SH	福能股份	6.87	0.65	0.54	0.73	0.87	10.51	12.64	9.43	7.91
	平均						48.85	27.11	13.16	11.04

资料来源: Wind 上海证券研究所

表 17 最近上市主板公司的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2016A	2017A	2018E	2019E	2016A	2017A	2018E	2019E
603587.SH	合力科技	41.78	1.30	1.20	1.44	1.65	32.07	34.90	29.01	25.37
601066.SH	好太太	10.29	0.69	0.53	0.54	0.62	14.96	19.59	18.93	16.71
601990.SH	香飘飘	10.98	0.18	0.15	0.17	0.17	61.16	73.51	65.40	64.44
601330.SH	豪能股份	17.97	0.20	0.18	0.22	0.30	90.33	101.06	82.89	60.42
601138.SH	豪能股份	17.59	0.73	0.81	0.77	0.87	24.12	21.83	22.95	20.14
603486.SH	山东出版	70.70	0.13	0.94	1.29	1.70	554.56	75.30	54.86	41.50
603259.SH	水星家纺	96.42	0.94	1.18	1.46	1.92	103.05	81.87	66.19	50.21
603596.SH	爱柯迪	33.39	0.67	0.68	0.77	0.89	50.10	49.25	43.15	37.67
603348.SH	中曼石油	37.30	0.70	0.71	0.85	1.02	53.04	52.84	43.65	36.63
603876.SH	珀莱雅	30.23	0.78	0.63	0.92	1.08	38.93	47.65	32.92	28.12
	平均						102.23	55.78	45.99	38.12

资料来源: Wind 上海证券研究所

● 公司可给的估值水平及价格区间

综合考虑可比同行业公司的估值情况及公司的成长性,我们认为给予公司合理估值定价为 13.92-16.70 元,对应 2018 年每股收益的 25-30 倍市盈率。

■ 附表

附表 1 财务数据及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)					利润表 (单位: 百万元)				
指标	2016A	2017A	2018E	2019E	指标	2016A	2017A	2018E	2019E
货币资金	829.71	592.88	3559.76	3544.12	营业收入		1,417.7	1,531.9	
应收和预付款项	416.14	650.23	225.92	728.04		1,145.79	0	2	1,667.64
存货	35.98	34.90	52.66	42.75	营业成本	712.56	842.27	926.94	1,009.56
其他流动资产	391.55	276.35	276.35	276.35	营业税金及附加	7.52	8.65	9.34	10.17
长期股权投资	39.19	28.52	19.52	10.52	销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	74.04	89.50	96.66	105.23
固定资产和在建工程	5151.32	5003.54	4371.65	3739.75	财务费用	87.41	121.79	122.55	116.73
无形资产和开发支出	48.27	48.53	42.31	36.09	公允价值变动损益	0	0	0	0
其他非流动资产	6.08	153.85	150.87	147.88	投资收益	-9.19	-9.12	-9.00	-9.00
资产总计	6918.26	6788.81	8699.04	8525.50	其他收益	0.00	40	40	40
短期借款	187.00	75.00	0.00	0.00	营业利润	269.44	362.76	407.42	456.95
应付和预收款项	590.86	272.77	897.63	372.84	营业外收支净额	57.39	2.64	0	0
长期借款	2256.90	2229.65	2229.65	2229.65	利润总额	326.85	365.39	407.42	456.95
其他负债	512.22	531.88	531.88	531.88	所得税	2.29	6.23	11.00	18.28
负债合计	3546.97	3109.29	3659.15	3134.36	净利润	324.55	359.17	396.42	438.67
股本	500.00	500.00	618.00	618.00	少数股东损益	32.30	47.40	52.33	57.90
资本公积	2276.42	2276.42	3220.42	3220.42	归属母公司股东净利润	292.25	311.77	344.09	380.76
留存收益	291.55	502.25	751.62	1045.19					
归属母公司股东权益	3067.96	3278.67	4590.04	4883.60	财务比率分析				
少数股东权益	303.32	400.86	449.85	507.53	指标	2016A	2017A	2018E	2019E
股东权益合计	3371.29	3679.52	5039.89	5391.14	毛利率	37.81%	40.59%	39.47%	39.42%
负债和股东权益合计	6918.26	6788.81	8699.04	8525.50	EBIT/销售收入	36.06%	31.80%	34.57%	34.36%
					销售净利率	28.52%	22.71%	21.73%	23.49%
					资产负债率	51.27%	45.80%	42.06%	36.76%

数据来源: WIND 上海证券研究所

分析师承诺

冀丽俊

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。