

发电量增长提升业绩，后续海风资产注入可期

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年报, 全年实现营收 17.9 亿元, 调整后同比增长 14.8%; 实现归母净利润 7.3 亿元, 调整后同比增长 7.0%。
- **发电量及售电量增长, 推动 2022 年业绩提升。** 2022 年公司实现营收 17.9 亿元, 同比增长 14.8%; 实现归母净利润 7.3 亿元, 调整后同比增长 7.0%。2022Q4 实现营收 6.1 亿元, 同比增加 14.3%, 环比增加 140%; 实现归母净利润 2.8 亿元, 同比增加 2.8%, 环比增加 762%。2022 年全年累计发电 32.1 亿千瓦时, 同比增长 17.7%, 风电业务营收 17.3 亿元, 同比增长 17.9%, 促进全年业绩稳步提升。
- **风电利用小时数高于福建省平均水平, 风电装机区位优势明显。** 2022 年公司福建陆风/福建海风/风电场的平均利用小时数分别为 3328/4038 小时, 同比 +298/-186 小时, 均高于福建平均水平 3132h。截至 2022 年底, 公司并网装机容量为 95.7 万千瓦, 其中陆上/海上风电分别为 61.1/29.6 万千瓦。公司风电项目年发电量在福建省内名列前茅, 截至 2022 年底, 公司在福建省内风电装机容量 79.8 万千瓦, 其中, 陆上/海上风电装机容量分别为 50.2/29.6 万千瓦, 占福建省风电装机规模的 10.8%, 继续保持在福建省可再生能源业务领域的较大市场份额和较强竞争力。
- **平海湾三期已符合注入条件, 风电装机规模有望进一步提升。** 莆田平海湾海上风电场三期 30.8 万千瓦项目已于 2021 年底投产, 符合稳定投产、于一个完整会计年度内实现盈利、不存在合规性问题等资产注入的条件, 平海湾三期有望于今年开始注入公司。此外, “十四五”期间, 福建省计划新增开发海上风电规模约 1030 万千瓦, 新增并网装机 410 万千瓦, 福建省第二批海风项目招标即将启动, 公司风电装机在福建省具备区位优势, 风电项目年发电量在福建省内名列前茅, 装机规模有望进一步提升。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 23-25 年 EPS 分别为 0.43 元、0.49 元、0.54 元, 归母净利润为 8.3/9.3/10.3 亿元, 23-25 年 CAGR 为 12.2%。考虑到优质资产持续注入, 公司项目并网投产顺利, 我们给予公司 2023 年 15 倍 PE, 对应目标价 6.45 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 资产注入不及预期、弃风率上升、补贴滞后、电价波动等风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1790.93	2058.33	2280.77	2479.74
增长率	16.85%	14.93%	10.81%	8.72%
归属母公司净利润(百万元)	729.09	825.22	931.90	1028.41
增长率	11.06%	13.18%	12.93%	10.36%
每股收益 EPS(元)	0.38	0.43	0.49	0.54
净资产收益率 ROE	13.23%	13.13%	12.92%	12.36%
PE	13.5	11.9	10.5	9.5
PB	1.66	1.44	1.25	1.10

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 池天惠
执业证号: S1250522100001
电话: 13003109597
邮箱: cth@swsc.com.cn
联系人: 刘洋
电话: 18019200867
邮箱: ly21@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	19.03
流通 A 股(亿股)	11.54
52 周内股价区间(元)	5.12-8.72
总市值(亿元)	99.72
总资产(亿元)	113.36
每股净资产(元)	2.64

相关研究

1. 中闽能源(600163): 海风资源禀赋优异, 待注入资产有序推进 (2022-08-31)

盈利预测

关键假设：

公司主营风电业务，我们结合公司过往运营数据和未来发展规划，对公司风电业务营业收入进行如下关键假设：

假设 1：海风方面，莆田平海湾海上风电场三期 30.8 万千瓦项目符合稳定投产、于一个完整会计年度内实现盈利、不存在合规性问题等资产注入的条件，平海湾三期有望于 23 年开始注入公司，假设 23-25 年海风装机规模均为 60.4 万千瓦；公司受益于福建省“十四五”、“十五五”规划持续获得海风补贴，我们假设公司未来三年海风上网电价分别为 0.68/0.65/0.65 元/kwh；

假设 2：陆风方面，假设公司未来三年陆风装机规模与 2022 年持平，为 61.63 万千瓦，陆风电价分别为 0.38/0.35/0.35 元/kwh。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
光伏业务	收入	23	29	38	50
	增速	-2.8%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	52.3%	51.0%	50.0%	50.0%
风电业务	收入	1735	1973	2164	2337
	增速	15.9%	13.7%	9.6%	8.0%
	毛利率	65.1%	64.0%	64.5%	65.0%
生物质	收入	9	9	9	10
	增速	-	2.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	-397.3%	5.0%	5.0%	5.0%
其他	收入	24	46	70	83
	增速	92.5%	90.0%	50.0%	20.0%
	毛利率	0.0%	2.0%	2.0%	2.0%
合计	收入	1791	2058	2281	2480
	增速	16.9%	14.9%	10.8%	8.7%
	毛利率	61.7%	62.2%	62.1%	62.3%

数据来源：Wind, 西南证券

相对估值

公司现阶段主要营收来自风电业务，我们选取三家同行公司进行比较，2023 年三家公司平均 PE 为 15 倍。预计公司 23-25 年 EPS 分别为 0.43 元、0.49 元、0.54 元，归母净利润为 8.3/9.3/10.3 亿元，23-25 年 CAGR 为 12.2%。考虑到优质资产持续注入，公司项目并网投产顺利，我们给予公司 2023 年 15 倍 PE，对应目标价 6.45 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				PB (倍)
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	LF
600905.SH	三峡能源	5.45	0.83	0.34	0.41	-	22.78	15.87	13.35	-	2.06
001289.SZ	龙源电力	17.45	0.61	1.00	1.16	1.32	29.96	17.42	15.06	13.23	2.29
601016.SH	节能风电	3.81	0.25	0.30	0.35	0.38	15.13	12.83	11.04	10.11	1.59
平均值							22.62	15.37	13.15	11.67	1.98
600163.SH	中闽能源	5.16	0.38	0.43	0.49	0.54	14.02	11.90	10.54	9.55	1.71

数据来源：Wind，西南证券整理（截至 4 月 24 日收盘数据）

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1790.93	2058.33	2280.77	2479.74	净利润	784.98	896.98	1012.93	1105.82
营业成本	686.25	778.98	864.24	933.66	折旧与摊销	496.94	533.70	533.70	533.70
营业税金及附加	13.69	16.47	17.79	15.87	财务费用	137.16	115.01	122.10	138.16
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	73.14	94.96	101.13	108.54	经营营运资本变动	-263.06	-107.94	-166.47	-179.32
财务费用	137.16	115.01	122.10	138.16	其他	119.68	-0.08	8.78	7.23
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1275.70	1437.66	1511.03	1605.59
投资收益	1.18	0.00	0.00	0.00	资本支出	357.70	-2000.00	-2000.00	-3000.00
公允价值变动损益	3.05	3.05	3.05	3.05	其他	-751.45	96.31	15.95	42.73
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-393.75	-1903.69	-1984.05	-2957.27
营业利润	917.46	1055.96	1178.56	1286.56	短期借款	70.00	-380.34	300.00	438.03
其他非经营损益	-0.81	-0.69	-0.73	-0.72	长期借款	-301.41	258.00	258.00	258.00
利润总额	916.65	1055.27	1177.83	1285.84	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	131.68	158.29	164.90	180.02	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	784.98	896.98	1012.93	1105.82	其他	-342.73	318.26	215.90	257.74
少数股东损益	55.89	71.76	81.03	77.41	筹资活动现金流净额	-574.14	195.92	773.90	953.77
归属母公司股东净利润	729.09	825.22	931.90	1028.41	现金流量净额	307.81	-270.11	300.88	-397.90
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1111.05	840.94	1141.82	743.92	成长能力				
应收和预付款项	2019.17	2083.96	2358.74	2598.83	销售收入增长率	16.85%	14.93%	10.81%	8.72%
存货	37.41	43.71	48.10	51.93	营业利润增长率	21.69%	15.10%	11.61%	9.16%
其他流动资产	501.49	607.05	638.02	659.61	净利润增长率	10.37%	14.27%	12.93%	9.17%
长期股权投资	86.26	86.26	86.26	86.26	EBITDA 增长率	16.39%	9.87%	7.61%	6.76%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	7650.31	9158.86	10667.41	13175.95	毛利率	61.68%	62.15%	62.11%	62.35%
无形资产和开发支出	125.24	86.60	47.95	9.31	三费率	11.74%	10.20%	9.79%	9.95%
其他非流动资产	122.84	86.25	49.66	13.07	净利率	43.83%	43.58%	44.41%	44.59%
资产总计	11653.78	12993.62	15037.95	17338.88	ROE	13.23%	13.13%	12.92%	12.36%
短期借款	380.34	0.00	300.00	738.03	ROA	6.74%	6.90%	6.74%	6.38%
应付和预收款项	1025.54	1165.15	1292.56	1397.02	ROIC	11.61%	11.75%	11.46%	10.59%
长期借款	2042.77	2300.77	2558.77	2816.77	EBITDA/销售收入	86.63%	82.82%	80.43%	78.98%
其他负债	2272.86	2698.47	3044.45	3439.07	营运能力				
负债合计	5721.51	6164.38	7195.78	8390.88	总资产周转率	0.16	0.17	0.16	0.15
股本	1903.00	1903.00	1903.00	1903.00	固定资产周转率	0.25	0.28	0.33	0.39
资本公积	2943.98	2943.98	2943.98	2943.98	应收账款周转率	0.93	0.97	0.99	0.97
留存收益	906.56	1731.78	2663.68	3692.09	存货周转率	20.25	19.21	18.83	18.67
归属母公司股东权益	5754.38	6579.60	7511.50	8539.91	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.41%	—	—	—
少数股东权益	177.88	249.64	330.67	408.08	资本结构				
股东权益合计	5932.26	6829.24	7842.17	8947.99	资产负债率	49.10%	47.44%	47.85%	48.39%
负债和股东权益合计	11653.78	12993.62	15037.95	17338.88	带息债务/总负债	42.35%	37.32%	39.73%	42.37%
					流动比率	1.95	2.13	2.02	1.54
					速动比率	1.93	2.10	2.00	1.52
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	1551.56	1704.67	1834.35	1958.42	每股收益	0.38	0.43	0.49	0.54
PE	13.47	11.90	10.54	9.55	每股净资产	3.12	3.59	4.12	4.70
PB	1.66	1.44	1.25	1.10	每股经营现金	0.67	0.76	0.79	0.84
PS	5.48	4.77	4.31	3.96	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	7.26	6.78	6.42	6.60					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn