

603693.SH

江苏新能：积极发挥区位优势，推动集团 双碳转型

证券分析师：王蔚祺
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520080003

联系人：陈抒扬
E-MAIL: chenshuyang@guosen.com.cn
日期：2021年10月8日

投资摘要



估值与投资建议

公司是江苏国有新能源发电企业，长期专注风电、光伏发电业务，目前控股装机容量达到1.2GW；公司控股股东江苏国信集团为江苏本地最大的地方火电企业。为迎合国家“双碳”战略实现快速业务转型，预计江苏国信集团“十四五”期间有较大新能源装机规划（参考国家能源集团、华能集团等中央电力企业的十四五规划，五年内新增新能源装机可达到存量火电规模的40-60%）。江苏新能将作为江苏国信集团主要的新能源投资平台，股东资源与区位优势显著。我们假设公司十四五期间新增新能源装机合计达到4.95GW，2026年新增2.8GW。

江苏省作为全国经济龙头省份，电力消费总量位居全国前列，新能源市场空间巨大。根据地方规划，2025年江苏省内可再生能源装机容量达到55GW以上，其中风电26GW（陆风18GW+海风8GW）、光伏26GW，分别较2020年底增加10.5GW、9.2GW，公司有望获得一定省内增量开发资源。同时江苏省绿电需求量较大，当前供给已经出现瓶颈问题。除本地新能源发展以外，未来五年新增特高压也是解决绿电供给的途径之一。公司同样有希望获得特高压送端新能源基地部分开发资源。

基于目前东部地区的停电限产以及绿电缺口，以及国家发改委发文鼓励火电企业转型新能源业务，我们进一步上调公司盈利预测（前次上调系基于证监会批准公司发行股份暨关联交易，预期新注入的海上风电权益带动业绩提升），预计2021-2023年归母净利润5.46/8.27/9.26亿（原预测为5.11/7.92/8.50亿），业绩同比增速255%/52%/12%，当前股价对应2022年动态PB为3.5倍，PE为22.7倍。通过股权自由现金流折现得到公司合理估值区间为40.65-44.35元（对集团发行股份后），对应当前股价溢价65-80%，对应2022年动态PB为5.2-5.6倍，2022年动态PE 34-37倍，维持“买入”评级。

核心假设与逻辑

第一，风电、光伏将成为我国碳中和能源转型的中坚力量，预计2050年在高灵活度电网的支撑下，风电和光伏发电量占比可达到35%和32%，总和发电量从2020年的7,300亿千瓦时增长到12万亿千瓦时以上，新能源发电行业前景广阔。

第二，江苏省新能源资源与电力负荷需求俱佳，公司作为省内新能源开发企业，预计十四五期间累计新增新能源装机合计4.95GW，2026年新增2.8GW，其中海上风电合计2.15GW，陆上风电2.3GW，光伏3.3GW。

核心假设或逻辑的主要风险

- 一、十四五国内新能源建设消纳出现瓶颈；
- 二、公司十四五规划大幅低于预期；公司在建海上风电项目未能如期完工，失去补贴资质的风险；
- 三、新增竞价项目电价低于预期；
- 四、公司上市前股东减持短期可能对股价形成压力；
- 五、利率上行提升公司财务成本。

目录

一、公司介绍

- 1、公司发展历史
- 2、公司治理结构
- 3、公司经营简介与业务布局
- 4、SWOT分析

二、行业介绍

- 1、新能源行业发展总览
- 2、海上风电经济性分析
- 3、行业竞争格局

三、核心竞争力及财务分析

- 1、竞争优势
- 2、成长性分析
- 3、财务分析

四、盈利预测及投资建议

- 1、盈利预测假设
- 2、估值及敏感性分析
- 3、投资建议及风险提示

五、附表

- 1、财务预测与估值
- 2、公司董事会及高级管理人员信息

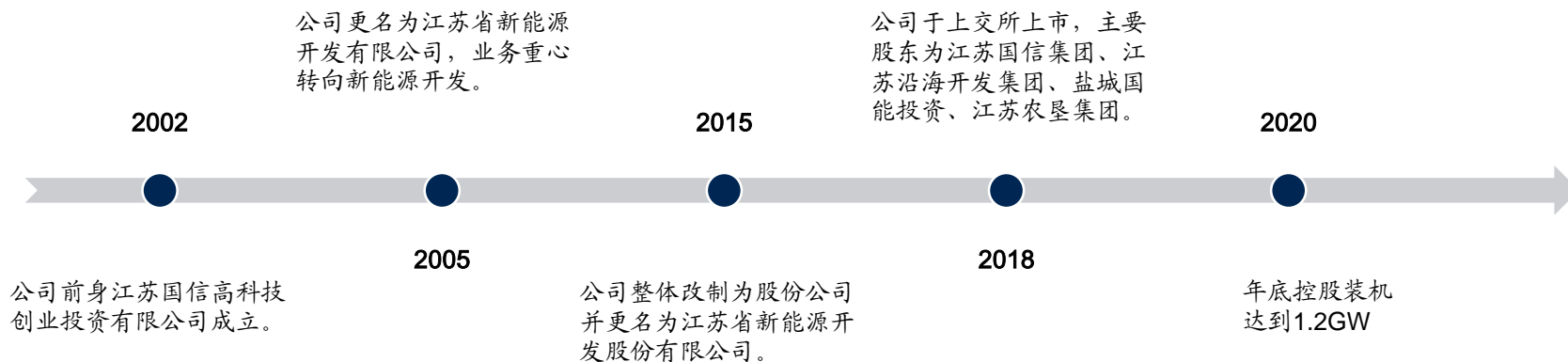
一、公司介绍

公司发展历史

公司总部位于江苏省南京市，是一家隶属于江苏省人民政府旗下的地方国有企业。公司前身江苏国信高科技创业投资有限公司成立于2002年10月，于2005年更名为江苏省新能源开发有限公司。2015年5月，公司整体改制为股份公司并更名为江苏省新能源开发股份有限公司，于2018年在上交所挂牌上市。

公司坚持通过自主开发、合作并购等多种方式，进一步扩大风电、光伏发电市场份额；加快微电网、储能、新能源制氢等领域布局。

图1：江苏新能发展历史



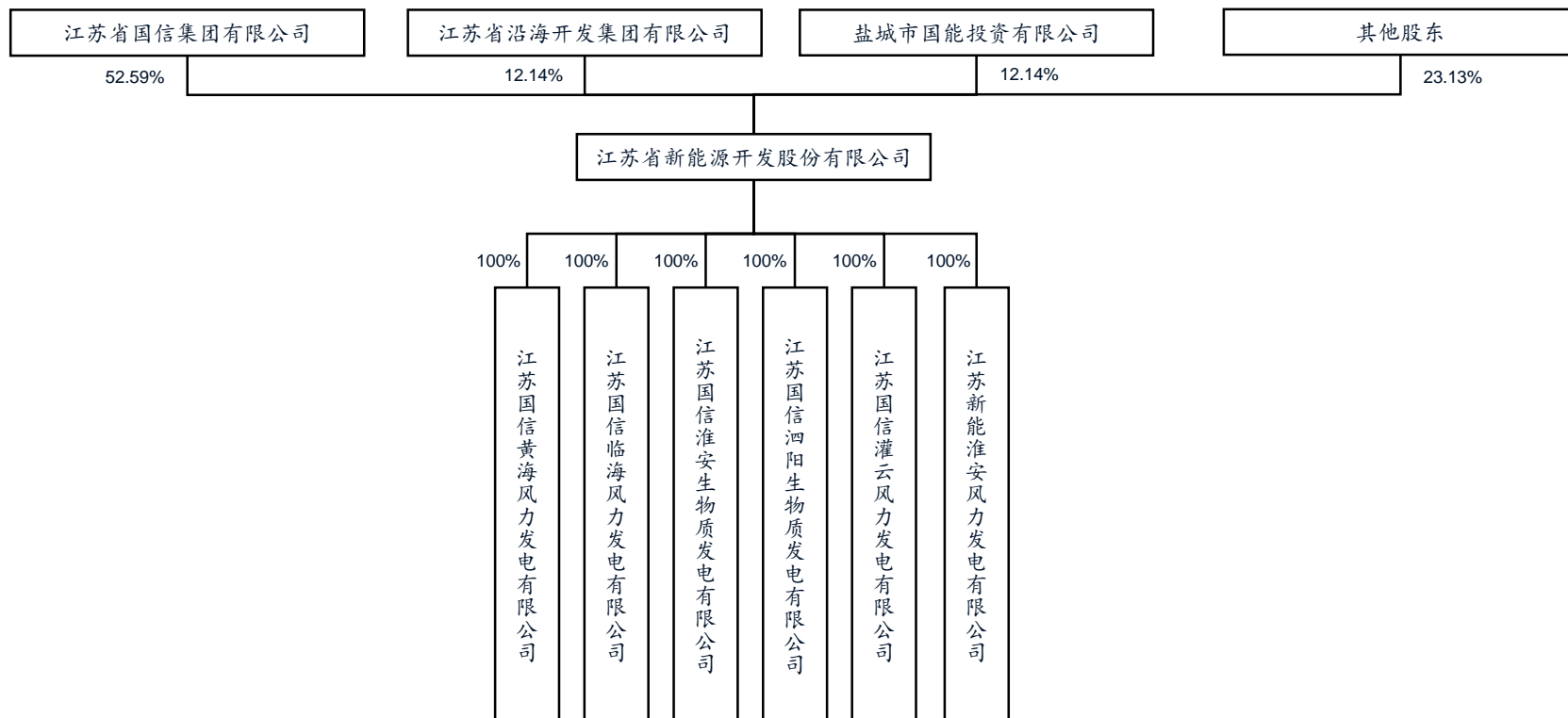
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司治理结构

公司控股股东为江苏省国信集团有限公司，持有公司52.59%的股份，江苏省国信集团有限公司为江苏省人民政府控股子公司。本次发行股份购买资产暨关联交易完成后国信集团持股将增加至57.27%。

公司旗下设有江苏国信黄海风力发电有限公司、江苏国信临海风力发电有限公司、江苏国信淮安生物质发电有限公司、江苏国信泗阳生物质发电有限公司等6家全资子公司，同时拥有江苏国信泗阳太阳能发电有限公司、江苏国信大中风力发电有限公司、江苏国信东台风力发电有限公司等其他11家控股子公司。

图2：股权结构示意图



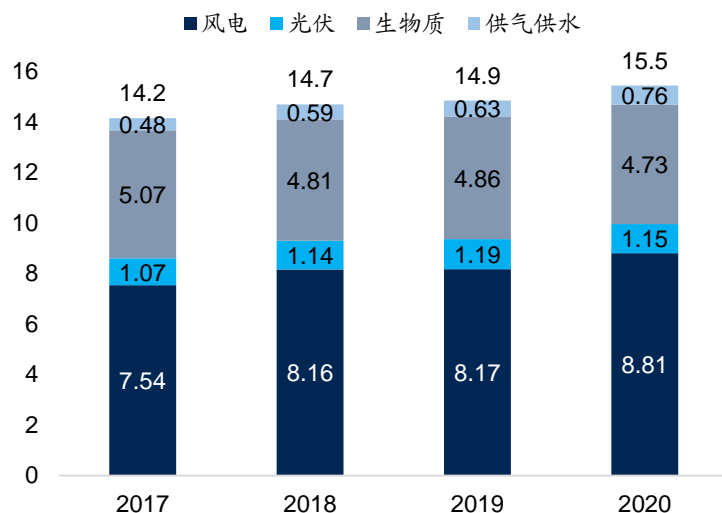
数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司业务情况

公司主要从事风能、生物质能和太阳能等新能源项目的投资开发及建设运营。

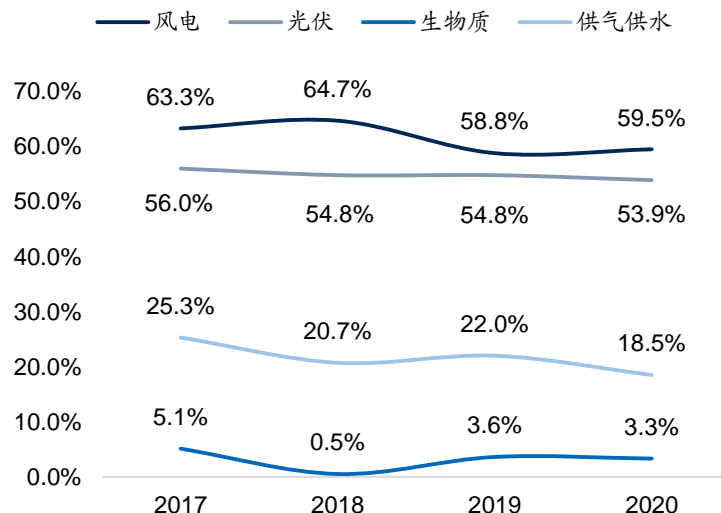
2020年公司实现营业收入15.47亿元，同比增长4.20%；其中风电贡献收入8.81亿元，占比57%；光伏贡献收入1.15亿元，占比7%；生物质发电贡献收入4.73亿元，占比31%；供汽供水贡献收入0.76亿元，占比5%。风电、光伏毛利率水平较高，分别为59.5%及53.9%。2021年上半年公司实现营业收入9.55亿元，同比增长10.60%；归母净利润3.00亿元，同比降低0.61%。

图3：公司各业务营业收入（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司各业务毛利率（%）



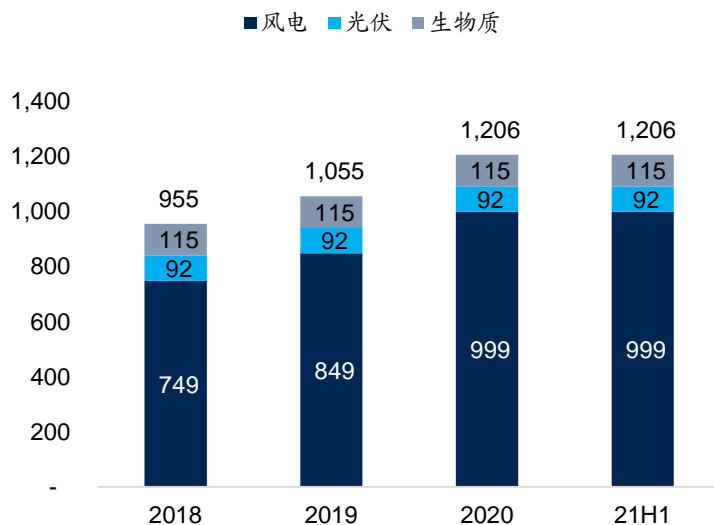
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司业务情况

公司主营以风电为主的新能源发电业务，同时旗下部分生物质项目为热电联产项目，除发电外，同时向当地其他生产企业销售蒸汽和热水。2020年公司供汽供水43.36万吨，同比增长23.43%。

截至2021年6月底，公司控股装机容量1.21GW，其中，风电项目装机容量1.0GW，光伏发电项目装机容量0.09GW，另有历史遗留的生物质发电项目装机容量0.1GW；同时在建海上风电项目控股容量0.35GW。

图5：公司在运控股装机容量（MW）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：公司归母净利润及其增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图7: SWOT分析示意图

优势

- 股权结构稳定, 公司治理稳健规范; 系控股股东集团唯一新能源上市平台。
- 控股股东实力雄厚, 拥有资金与资源优势。
- 区位优势, 江苏经济与新能源资源大省, 市场空间巨大。
- 较强的新能源发电技术优势与人才优势。

机遇

- “双碳”目标下, 我国能源电力结构向清洁低碳方向发展, 风电、光伏建设将成为转型主要手段。
- 江苏省“十四五”期间新能源发展规划以及区域经济发展对绿电的迫切需求。
- 公司控股股东江苏国信集团致力于在十四五期间尽快推进双碳转型目标, 其中主要依靠新能源业务的发展, 公司是主要平台。

弱势

- 公司为地方国企, 存量装机规模和未来潜力远逊于电力央企。
- 公司旗下生物质发电项目为历史遗留项目, 当前盈利能力较弱, 经营效益受制于燃料价格波动, 可能出现亏损情况。
- 公司存量光伏开发规模较小, 缺乏必要的团队经验。

挑战

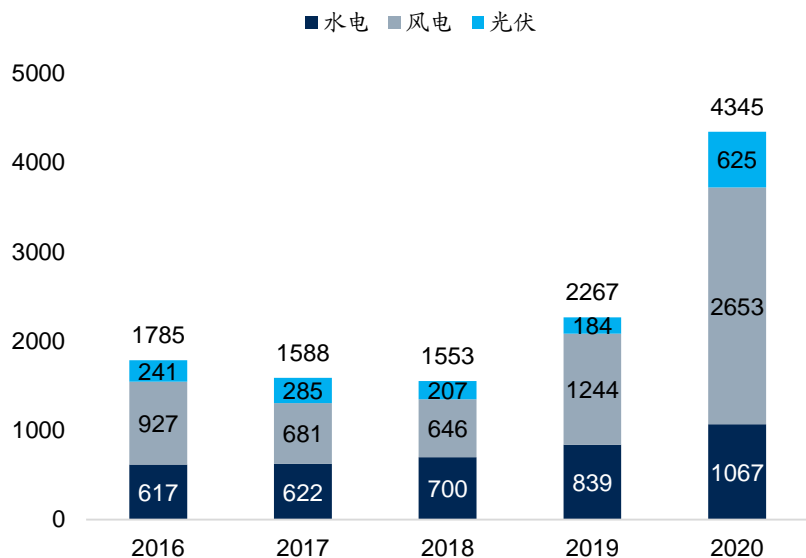
- 国内新能源项目资源竞争日益激烈。
- 平价项目与补贴项目收益率可能存在较大差距。
- 储能、分布式光伏等新兴业务拓展中存在不确定性。

二、行业概览

“双碳”目标下，新能源装机体量翻倍增长

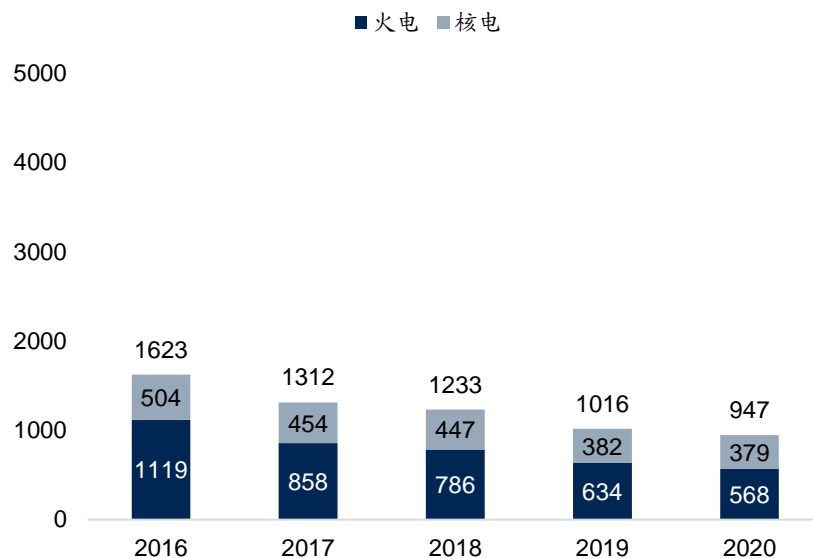
2020年全国电源基本建设投资完成额5,292亿元，同比增长29.5%，其中水电1,067亿元，同比增长17.9%；风电2,653亿元，同比增长71.0%；光伏625亿元，同比增长62.2%；火电568亿元，同比下降27.3%；核电379亿元，同比下降22.6%。可再生能源投资完成额占比稳步增加，“双碳”目标下风电、光伏投资规模大幅提升。

图8：历年全国可再生电源工程完成投资规模（亿元）



资料来源：中电联，国信证券经济研究所整理

图9：历年全国火电核电电源工程完成投资规模（亿元）

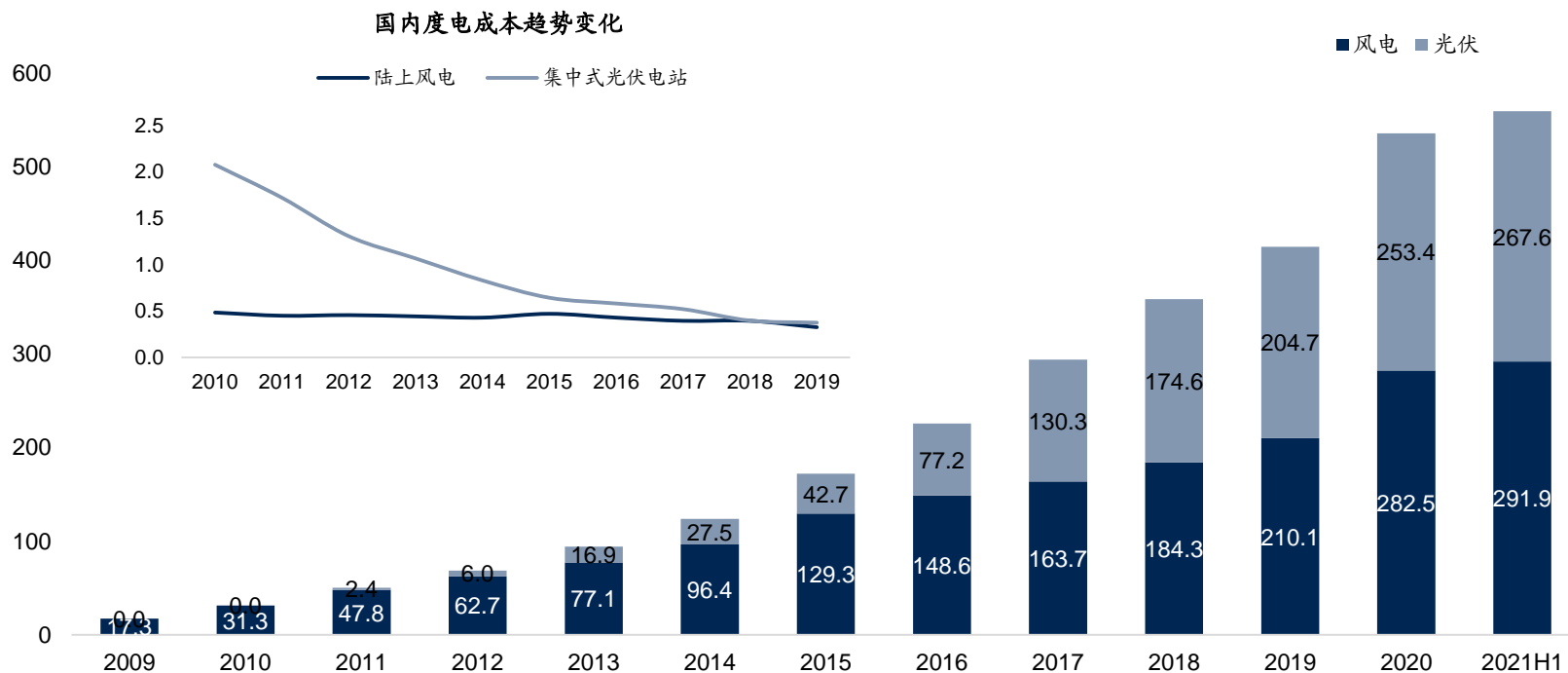


资料来源：中电联，国信证券经济研究所整理

光伏产业规模化发展在即，未来新增规模将略超风电

过去20年以来，我国风电产业先于光伏产业进入规模化发展。随着光伏度电成本的快速下降，以及分布式光伏的大力发展，十三五以后我国光伏装机增速远高于风电。目前两种新能源的存量装机规模接近，未来10年光伏的新增规模将略超风电。

图10：国内新能源累计并网装机容量（GW）



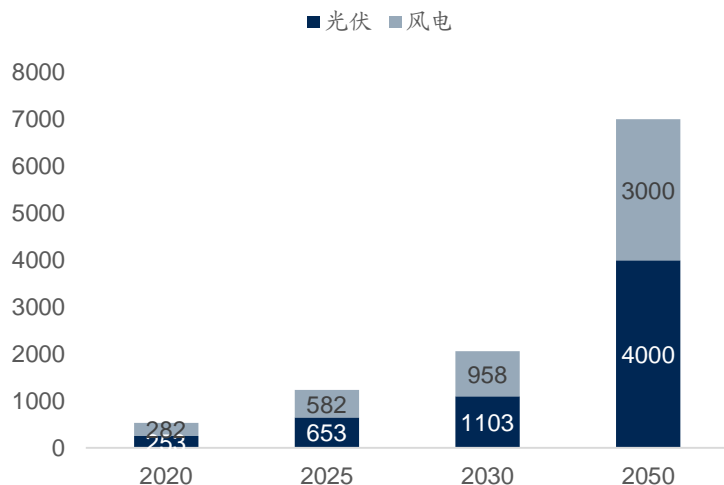
数据来源：度电成本数据来自IRENA，新增并网装机来自国家能源局，国信证券经济研究所整理

“双碳”背景下，新能源行业迎来巨大发展机遇

我们预计到2030年我国光伏与风电装机容量分别较2020年翻4倍和3倍，达到1103GW和958GW；其中光伏集中式电站预计从2020年底的174GW提升至600GW，陆上风电从272GW提升至850GW以上，海上风电从10GW提升至100GW。到2050年，预计我国光伏装机容量达到4000GW以上，其中集中式电站占比50%，陆上风电装机2600GW左右，海上风电装机400GW。

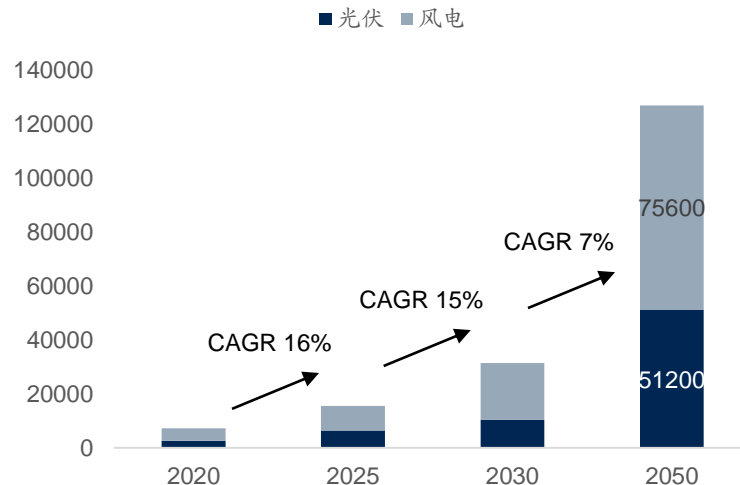
预计2050年在高灵活度电网的支撑下，理想情况下我国风电和光伏发电量占比可达到35%和32%，总和发电量从2020年的7300亿千瓦时增长到12万亿千瓦时以上，新能源发电产业前景广阔。

图11：国内中长期新能源装机展望（GW）



资料来源：历史数据来自国家能源局，国信证券经济研究所预测

图12：国内中长期新能源发电量展望（亿千瓦时）



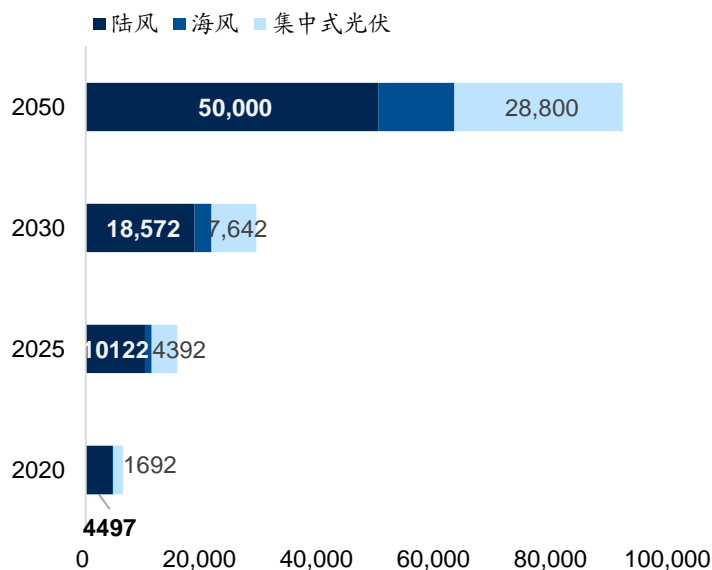
资料来源：历史数据来自国家能源局，国信证券经济研究所预测

“双碳”背景下，新能源行业迎来巨大发展机遇

我们预期央企主要参与陆风、海风和集中式光伏市场，预期2030年和2050年行业发电量将从目前的6,357亿千瓦时提升至2.9万亿和9.2万亿千瓦时；2020-2030年行业复合增长率16%，2030-2050年行业复合增长率6%。

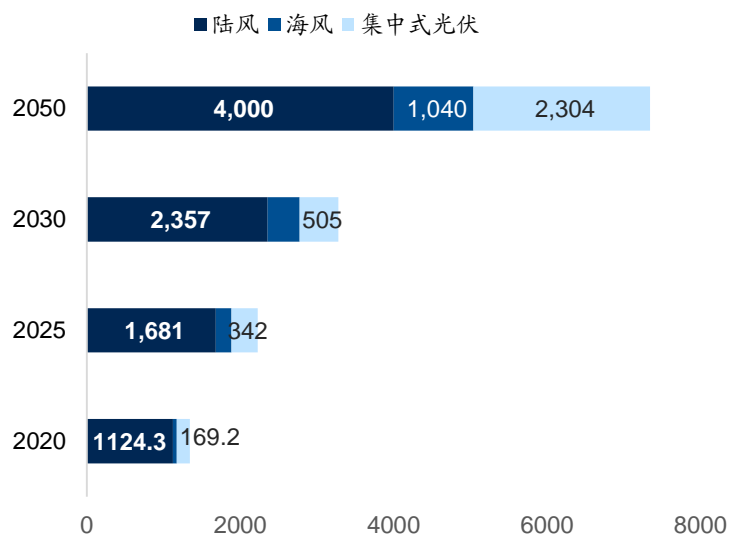
预期2030年和2050年行业发电利润（税前）从2020年的1,344亿元分别提升至2,157亿元和5,141亿元，2020-2030年行业复合增长率4.8%，2030-2050年行业复合增长率4.4%。

图13：我国新能源运营市场发电量空间（亿千瓦时）



资料来源：2020年发电量数据来自国家能源局，未来发电量为国信证券经济研究所预测

图14：我国新能源运营行业利润空间（亿元）



资料来源：2020年发电量数据来自国家能源局，度电利润参考公司招股说明书，未来利润空间国信证券经济研究所预测

后补贴时代下新能源发电行业盈利能力展望

随着补贴的退坡、初始投资降低和发电量的快速提升，平价乃至竞价阶段新能源的度电利润将显著下降；预计2030年行业税前度电利润将较目前下降50%以上；2050年行业度电利润较2030年的水平继续下降25-30%左右。未来绿电交易全国推广开来以后，平价项目度电电价和度电利润有望在当前预测基础上增加0.03-0.05元/千瓦时。

表1：我国2020-2030年中长期新能源电价及度电利润（税前）展望（元，kWh）

度电电价（不含税，元/千瓦时）	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
陆风	0.50	0.50	0.33	0.32	0.30	0.28	0.28	0.28	0.27	0.27
海风	0.75	0.75	0.75	0.44	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40
光伏	0.37	0.35	0.33	0.32	0.30	0.28	0.28	0.28	0.27	0.27
度电利润（税前，元/千瓦时）										
陆风	0.25	0.25	0.10	0.10	0.09	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
海风	0.30	0.30	0.30	0.11	0.10	0.10	0.12	0.12	0.12	0.12
光伏	0.10	0.05	0.07	0.06	0.06	0.06	0.08	0.08	0.08	0.08

资料来源：历史电价数据来自国家发改委，国信证券经济研究所预测

表2：我国2030年新能源发电项目经济性预测

2030	初期ROE	15%		
	利用小时数	造价	初始资本金	度电利润
		(元/W)	(元/W)	(元/kWh)
陆风	2300	6	1.5	0.08
海风	3400	14	5.6	0.12
集中式光伏	1200	3.00	0.75	0.08

资料来源：单位造价展望来自光伏行业协会、水规院，国信证券经济研究所预测

表3：我国2050年新能源发电项目经济性预测

2050	初期ROE	15%		
	利用小时数	造价	初始资本金	度电利润
		(元/W)	(元/W)	(元/kWh)
陆风	2500	4.5	1.125	0.05
海风	3600	10	2.5	0.08
集中式光伏	1600	2.8	0.7	0.05

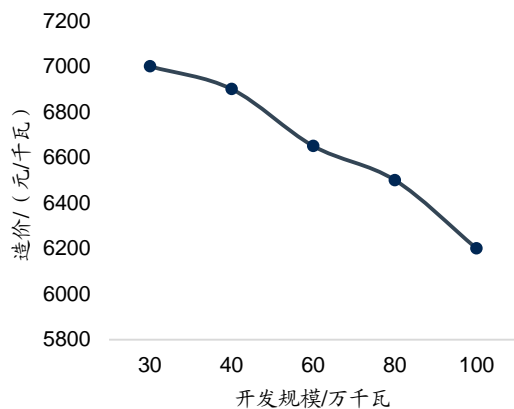
资料来源：单位造价展望来自IRENA，国信证券经济研究所预测

海上风电成本构成与开发规模关系

- 1.风电机组：**价格受采购规模的影响较大，采购规模越大，开发商与风电机组厂商的议价空间就越大。
- 2.场内集电线路：**当采用规模化方式开发海上风电场时，随着项目规模扩大，一方面，能够增加开发商与海缆厂商及海缆敷设单位的议价空间；另一方面，由于规模扩大后，远端风电机组与海上升压站的距离增加，海缆投资上升。
- 3.送出海缆：**当采用规模化方式开发海上风电场时，随着开发规模增大，一方面，能够增加开发商与海缆厂商及海缆敷设单位的议价空间；另一方面，由于规模扩大后，送出海缆所能承受的容量达到极限，需视规模增加送出海缆的回路数，因而增大了海缆投资。

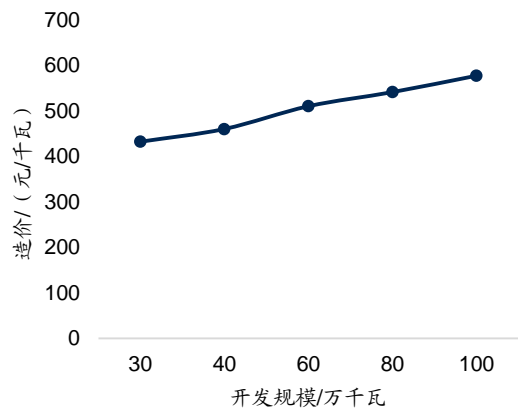
因此我们预计十四五平价海上风电开发将通过单体0.8-1GW的体量来降低平均开发成本。

图15：风电机组造价与开发规模关系



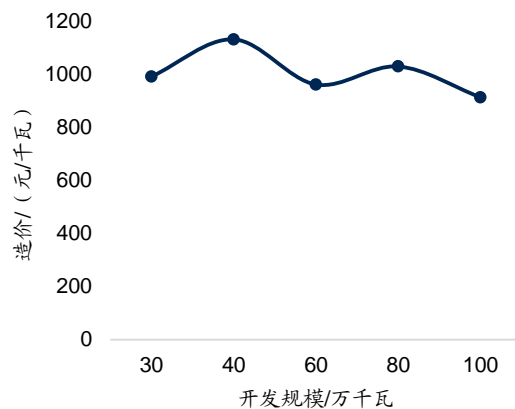
资料来源：上海勘测设计研究院有限公司，CWEA，国信证券经济研究所整理

图16：场内集电线路造价与开发规模关系



资料来源：上海勘测设计研究院有限公司，CWEA，国信证券经济研究所整理

图17：送出海缆造价与开发规模关系



资料来源：上海勘测设计研究院有限公司，CWEA，国信证券经济研究所整理

“双控” 新政下绿电交易释放溢价空间

2021年9月，中国绿色电力交易试点正式启动，国家发改委提出鼓励地方增加可再生能源消费，超出最低可再生能源电力消纳责任权重的消纳量不纳入该地区年度和五年规划当期能源消费总量考核。

绿色电力交易特指绿色电力的电力中长期交易，产品主要为风电和光伏发电企业上网电量，条件成熟时，可逐步扩大至符合条件的水电。参与绿电交易的市场主体需经地方政府主管部门准入，主要包括电网企业、风电和光伏发电企业、电力用户和售电公司。电网中绿电交易电量将优先进行交易组织、交易执行和交易结算。

交易初期，按照平稳起步原则，参考绿电供需情况合理设置交易价格上下限，促进新能源在绿电市场产生溢价。9月7日，绿色电力交易试点启动。首批绿色电力交易共17个省份259家市场主体参与，交易电量79.35亿千瓦时。其中，国家电网公司经营区域成交量68.98亿千瓦时，南方电网公司经营区域成交量10.37亿千瓦时，绿色电力成交价格较当地电力中长期交易价格增加0.03-0.05元/千瓦时。

表4：绿电交易溢价归属

是否带补贴	是否为保障性收购范围内	溢价归属
否	市场化交易	发电企业
否	保障性收购	电网企业——电力系统建设
是	保障性收购	发电企业——冲抵可再生能源补贴

资料来源：国家发改委，国信证券经济研究所整理

“双控”新政下绿电交易释放溢价空间

之前发改委发布的《关于建立健全可再生能源电力消纳保障性机制》（807号文）提到，十三五期间，对于超出激励性指标的能源消费量，均不纳入能源消耗总量、强度双控考核；在近期发布的《完善能源消费强度和总量双控制度方案》（1310号文）中，各省份超额完成激励性可再生能源电力消纳责任权重以后，超出最低可再生能源电力消纳责任权重的消纳量不纳入该地区年度和五年规划当期能源消费总量考核，鼓励了可再生能源发展，同时没有对能源消费强度做出制约，促进地区发展的同时倒逼产业结构转型升级；并与季度发布的双控预警等级挂钩，更注重节能减排的过程管理。

目前，绿电的用户主要包括国内外重视ESG责任的企业，承诺100%使用可再生能源电力的企业、国内出口企业，以及国内承诺碳达峰碳中和目标的企业或自愿承诺购买绿电的企业。新的双控政策倒逼用能产业结构升级转型，增加绿电购买需求，落实可再生能源环境溢价。

表5：新、老“双控”政策中使用可再生能源电力的考核减免对比

文件名称	考核减免前提	考核减免对象	考核减免处理方式
807号文	超额完成激励性可再生能源电力消纳责任权重	超出激励性可再生能源电力消纳责任权重部分	不纳入能耗“双控”考核
1310号文	超额完成激励性可再生能源电力消纳责任权重	超出最低可再生能源电力消纳责任权重部分	不纳入年度和五年规划当期能源消费总量考核

资料来源：国家发改委，国信证券经济研究所整理

中国新能源运营商行业格局变迁

我国新能源开发/运营行业在过去15年经历了集中-分散-再集中的格局变迁。市场参与者也从最初的五大发电集团为主，逐步演化成五大四小央企、地方国企与大中型民营企业为主的多层次产业生态的竞争格局。

图18: 新能源运营商行业格局变迁示意图

十一五期间 五大电力领衔 四小“贵族”跟进

龙源电力是我国最早从事新能源发电技术探索的央企平台，对风电、光伏的投资始于1992年。

十一五期间在可再生能源法颁布后，**五大发电集团**旗下的新能源企业开创了以风电投资为主的新能源开发运营产业。

代表企业:

龙源电力、大唐集团、华能新能源、华电集团、国电投

十二五期间 专业化投资商崛起 央企高歌猛进

十二五中期，我国新能源产业迎来技术进步红利，项目投资收益率快速提升吸引了**金风科技、嘉泽新能、国开金融**等大量产业资本进入。

与此同时，借助资本市场的力量，**五大（发电集团）四小（“豪门”）央企**一路高歌猛进，加快装机容量发展步伐。

代表企业：**华润电力、中广核、三峡、中节能、金风科技、明阳智能、嘉泽新能、江苏新能**

十三五期间 央企放缓脚步 民企先进后退

十三五初期，央企降杠杆政策，叠加补贴资金拖欠，导致央企投资增速放缓，甚至在2016-2017年出现严重下滑。

专业化投资平台和民营企业此时在新增核准及开发市场占比快速上升。

光伏因成本快速下降经济性显著改善，成为民营资本纷纷参与投资。

代表企业:

晶科科技、阳光电源、信义能源、协鑫新能源

十四五&十五五

央企担纲碳中和大计，专业化平台转型滚动开发

新能源全面平价后进入竞价开发、拼资金成本、拼产业布局的阶段，央企响应中央碳中和政策，纷纷提高中长期开发目标。

民营企业处于资源竞争和融资成本劣势，并深受存量补贴拖累，选择转让离场。

因平价项目收益率吸引力下降，专业化平台进入滚动开发模式，提升资本周转效率。

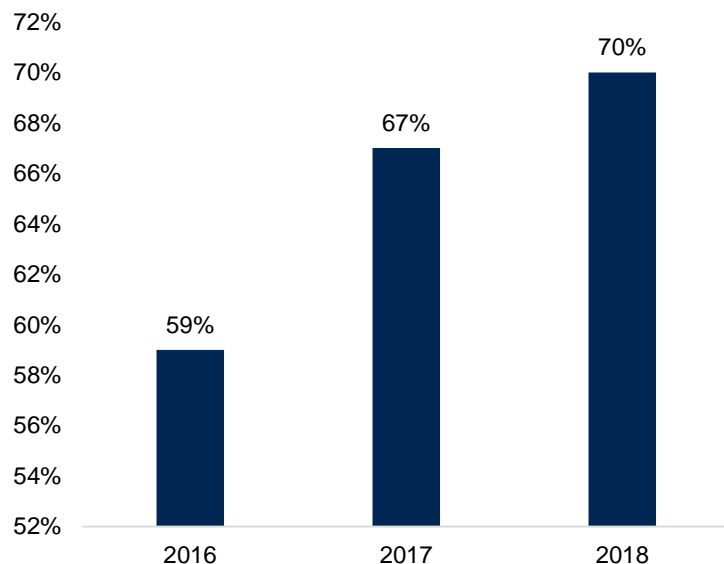
资料来源：三峡能源招股说明书，国信证券经济研究所整理

国内专业化水平日趋提高 集中度加强

我国主要电力央企进入新能源产业是从风电起步的，随着我国风电在十三五期间经历补贴退坡，直至2020年过渡到平价开发，对开发商的专业化水平程度也在提高。叠加近年来国内环保政策加强，开发商的精细化管理程度更加严格，粗放式的开发模式无法满足当地和行业的相关标准。因此国内风电开发商的头部集中效应在2017年开始凸显，2016-2018年国内前10名风电开发商新增装机的份额占全市场的比例从2016年的59%逐步提升至70%；

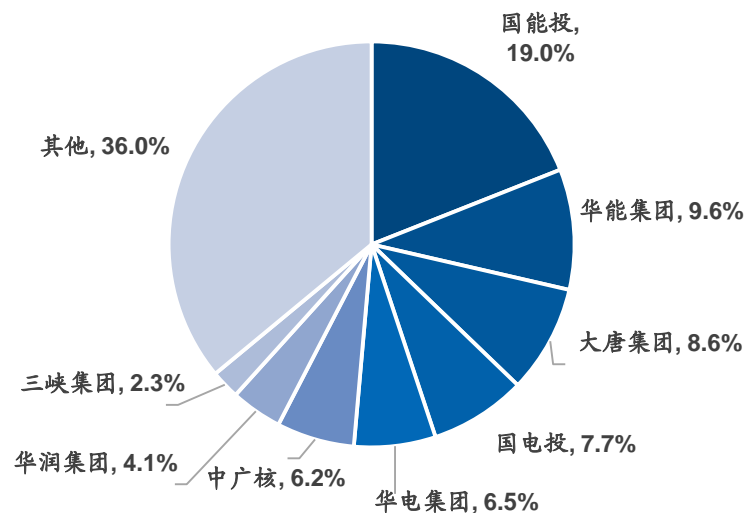
2018年我国风电新增装机容量达到21.14GW，国能投（原国电集团和国华合并计算）新增装机占比最大，达到19.0%，华能集团达到9.6%，大唐集团8.6%，国电投7.7%，华电集团6.5%，中广核6.2%，华润集团4.1%，三峡集团2.3%。

图19：2016-2018 国内风电开发商前十名合计份额



数据来源：CWEA，国信证券经济研究所整理

图20：2018 国内主要风电开发商新增装机份额



数据来源：CWEA，国信证券经济研究所整理

三、核心竞争力及财务分析

江苏国有新能源运营龙头企业，资源与区位优势显著



公司控股股东江苏国信集团为江苏省内最大的地方能源投资主体，成立20年以来坚持发挥全省能源供应主渠道作用，逐步建立了“风、光、水、火”多能互补，电力、天然气和新能源多轮驱动的能源供应体系，已投产控股装机总容量18.47GW，投运天然气管道550公里，目前江苏全省约50%的电力供应来自国信控参股电厂、约15%的天然气供应来自国信天然气公司。产融结合是国信集团的一大独特优势，拥有信托、融资性担保、期货、保险经纪等金融牌照；作为综合性企业集团，国信集团还从事进出口贸易、医药商业、园区建设与运营、酒店管理等多元化业务，可从资金、项目资源以及用户侧智慧能源等多个方面对江苏新能进行资源对接。

公司已投产新能源项目基本位于江苏，沿海省份具备丰富陆上和海上风力资源，且农业发达地区可布局生物质发电业务。江苏作为全国经济龙头省份，电力消费总量位居全国前列，新能源发展市场空间巨大。

表6：公司前四大股东及相应实际控制人

序号	股东名称	股东实际控制人	业务范围	占股比例
1	江苏省国信集团有限公司	江苏省人民政府	江苏规模最大省属能源投资集团，专注能源项目建设和运营方面	53%
2	盐城市国能投资有限公司	江苏省盐城市国资委	主导盐城市能源基地建设职责的盐城市属国有企业，对公司在盐城的项目选择、开发具有重要支持作用	12%
3	江苏省沿海开发集团有限公司	江苏省国资委	江苏沿海滩涂围垦以及资源综合开发的实施主体，具有丰富的风能、光能等新能源资源	12%
4	江苏省农垦集团有限公司	江苏省国资委	下属国有农场中具有大量可供开发风电、光伏的土地资源	4%
	合计			81%

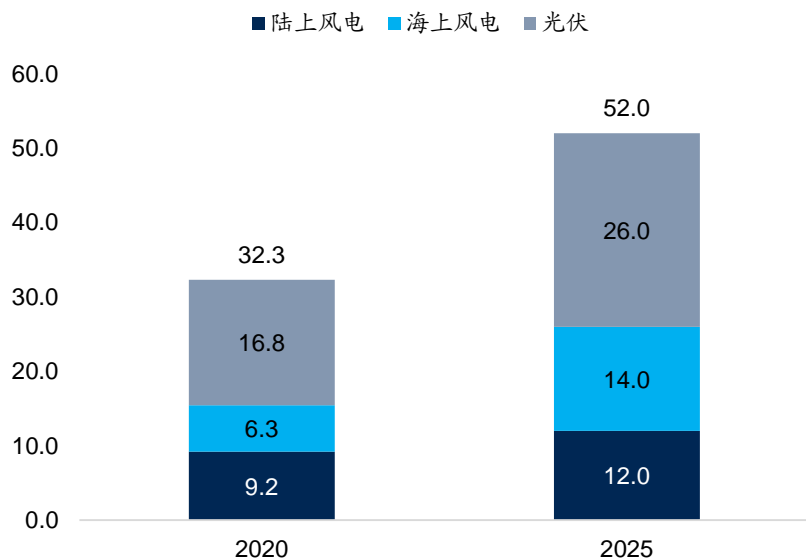
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资源与区位优势显著

2020年底江苏省能源局发布《江苏省“十四五”可再生能源发展专项规划（征求意见稿）》提到：预计到2025年，江苏省内可再生能源装机容量达到55GW以上，其中风电26GW（陆风18GW+海风8GW），光伏26GW（集中14GW+分布12GW），分别较2020年底的15.5GW、16.8GW增加10.5GW、9.2GW，分别新增投资1200亿元、300亿元。

其中海上风电新增8GW，对应投资总额1000亿元，相当于单位造价1.25万元/千瓦，低于目前1.4-1.5万元/千瓦的造价区间。在2021年国家补贴全面退出后，江苏省计划继续稳步推进海上风电规模化开发，加快盐城、南通、连云港等地存续海上风电建设，发挥“统一规划、统一送出”的规模效益，加快技术进步和成本降低，推动集中连片、规模化开发和可持续发展，公司作为江苏省新能源运营龙头将充分受益。

图21：江苏省风电光伏建设规划-累计装机（GW）



资料来源：江苏省能源局，国信证券经济研究所整理
注：2020年江苏省海上风电装机容量未披露，图中为2021年4月海上风电装机容量

表7：外省跨区送电至江苏特高压项目梳理

工程名称	当前状态	投产年份
锦苏直流	在运	2012
雁淮直流	在运	2017
锡泰直流	在运	2017
白鹤滩-江苏直流	在建	2022

资料来源：国家电网，国信证券经济研究所整理

把握抢装红利期，海陆风电项目齐头并进



公司首个自主开发的海上风电项目如东H2#海上风电项目有序推进，完成首回220kV海缆敷设、陆上开关站倒送电、海上升压站的建造和吊装等工程重大节点，目前，正在进行基础桩沉桩、海上风机吊装和设备调试等工作，预计2021年内并网发电。

大唐滨海风电项目容量为301.8MW，已于2019年末全部并网运营，2020年实际等效满负荷小时数为2,868小时，经中国能建集团江苏省电力设计院测算的未来年度等效满负荷小时数为2,900小时。项目采用了先进的机型，在风能捕获能力、风资源利用率上有较强的竞争优势，其未来盈利能力较强、发展前景较好。公司拟向控股股东国信集团以发行股份的方式购买其持有的大唐滨海40.00%股权，标的资产交易价格为7.5亿元，发行完成后，公司总股本将由6.18亿股变更为6.86亿股。该项交易已于2021年9月4日获得中国证监会核准批复。

“十四五”期间公司加大省内海上风电以及光伏资源的开发力度以外，还瞄准省外新能源基地的发展机会，积极布局省外新能源发电项目。

表8：公司新增风电项目明细（MW）

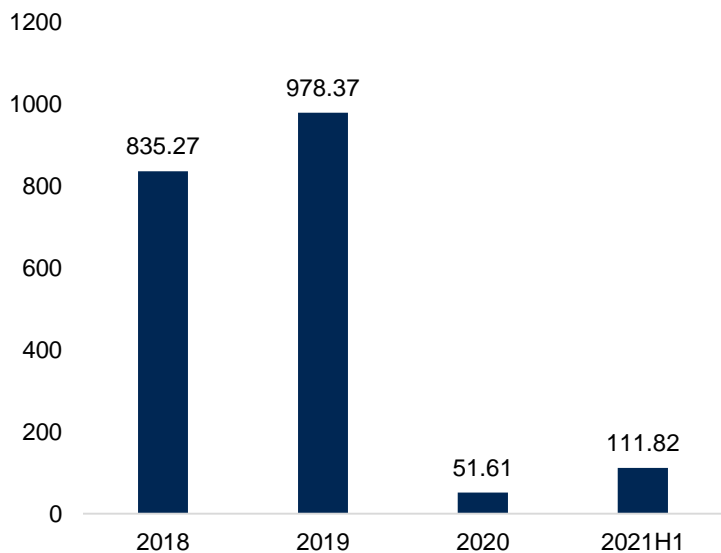
	项目明细			合计投产权益容量		
	容量（MW）	股权比例（%）	在建权益容量（MW）	2020（MW）	2021E（MW）	2022E（MW）
如东H2海上风电（在建，2021年底并网）	350.0	51%	178.5	/	178.5	178.5
大唐国信滨海301.8MW（已并网，待注入）	301.8	40%	/	/	120.7	120.7
合计	651.8			/	299.2	299.2

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

聚力创新，多举措共谋“十四五”发展

公司积极开展研发攻关，持续关注和跟踪发电领域相关电气设备发展和运维技术的前沿领域，并进行实践和创新，目前已开展生物质燃料大数据挖掘与区块链应用、风电电解水制氢系统集成，推动公司智慧新能源建设；着眼存量项目技术壁垒，风电叶片更换、生物质机组提效改造、秸秆气化综合利用等研究，具有生物质研发专利36项，5家优胜风电场（江苏12家），具备较强的技术优势。

图22：历年公司研发费用支出（万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表9：公司现有专利信息

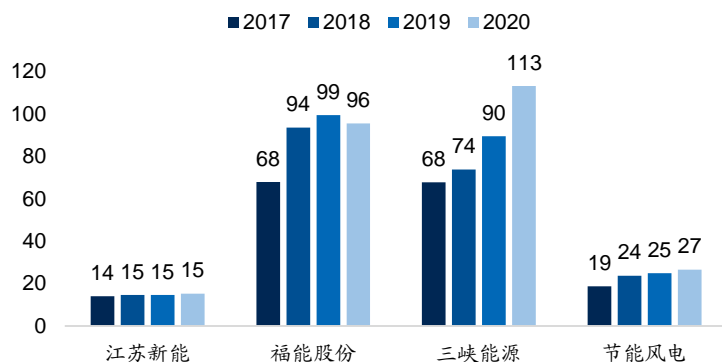
序号	发明名称	专利类型
1	一种新型同心管同时相变储热放热装置	实用新型
2	一种退役动力锂电池梯次利用的筛选分类系统	实用新型
3	一种储热制冷一体化系统	实用新型
4	一种集聚光储热制冷一体化的空调系统	实用新型
5	一种基于仿生学的带折叠肋片的相变储热装置	实用新型
6	一种动力电池组梯次再利用的筛选分组方法	发明公布
7	一种储热制冷一体化系统	发明公布
8	一种基于仿生学的带折叠肋片的相变储热装置	发明公布
9	一种预制式光伏道路组块	实用新型
10	一种光伏储能一体化道路系统	实用新型
11	一种新型光伏路面发电模块	实用新型
12	一种预制式光伏道路组块	发明公布
13	一种现浇式光伏道路结构	实用新型
14	一种新型光伏路面发电模块	发明公布
15	一种现浇式光伏道路结构	发明公布

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

财务分析——盈利能力

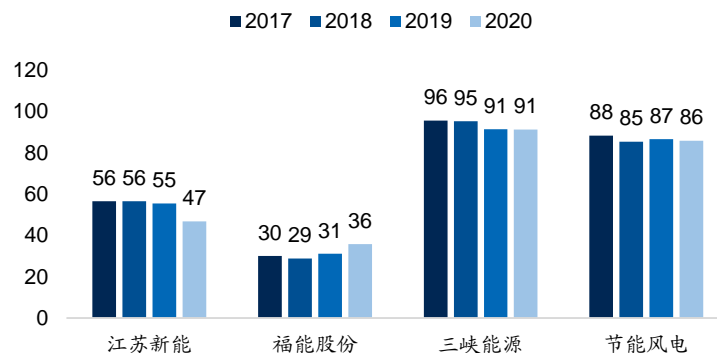
2020年公司营业收入15亿元，体量较小；剔除公司生物质发电项目因中央财政补贴资金的合理利用小时数政策发布而发生的计提资产减值准备2.88亿元影响，净利率在地方国企中处于领先地位。

图23: 可比公司营业收入 (亿元)



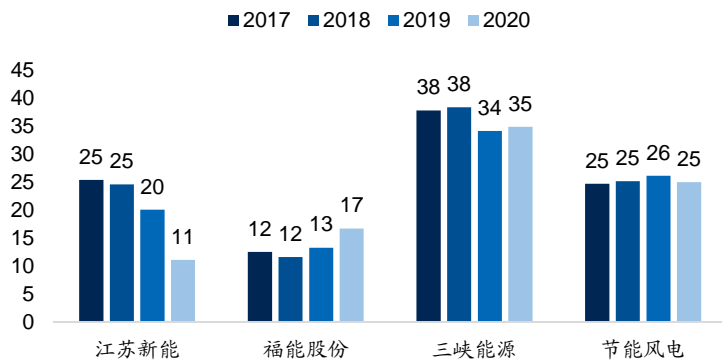
数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图24: 可比公司EBITDA/营业收入 (%)



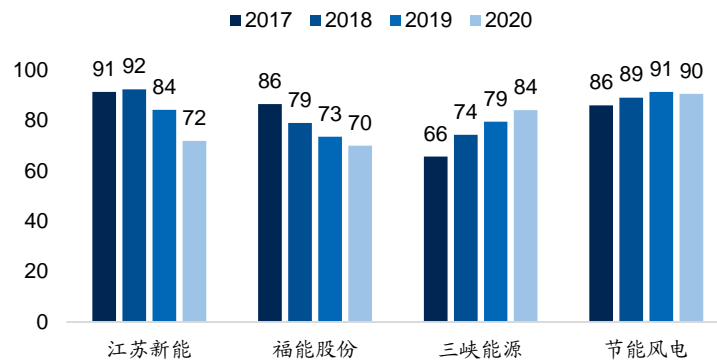
数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图25: 可比公司净利率 (%)



数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图26: 可比公司经营活动净收益/利润总额 (%)

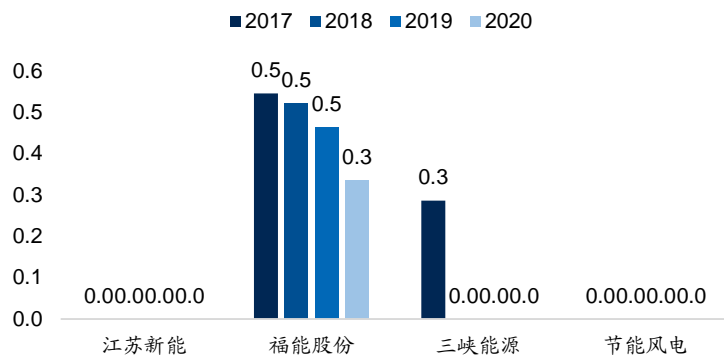


数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

财务分析——期间费用

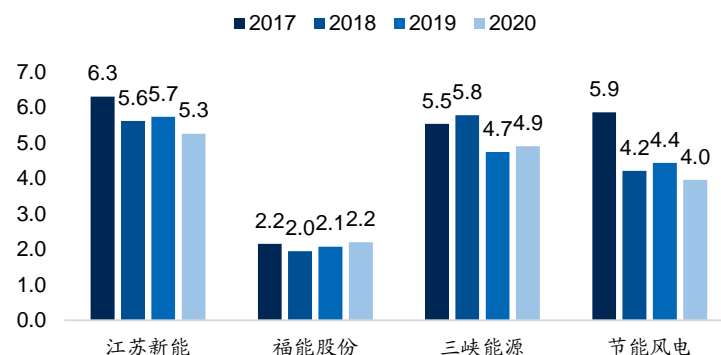
公司严控生产运行管理以提升项目运营效益，并在发电领域相关电气设备发展和运维技术的前沿领域投入研发，故管理费用及研发费用支出占比较高。

图27: 可比公司销售费用率 (%)



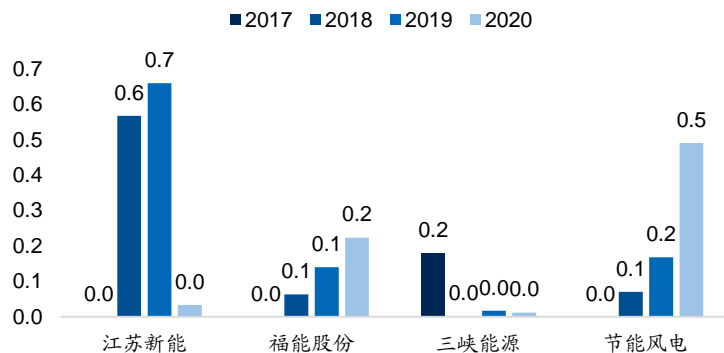
数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图28: 可比公司管理费用率 (%)



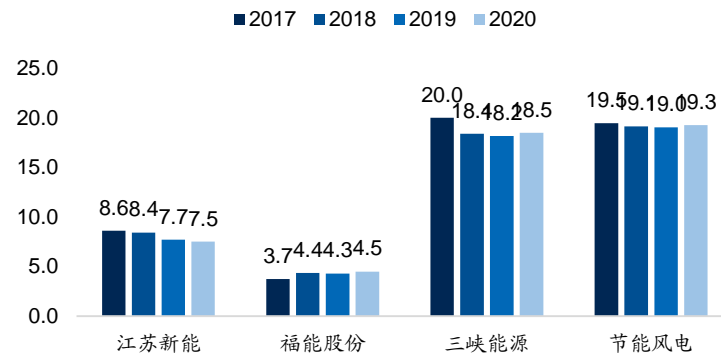
数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图29: 可比公司研发费用率 (%)



数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图30: 可比公司财务费用率 (%)

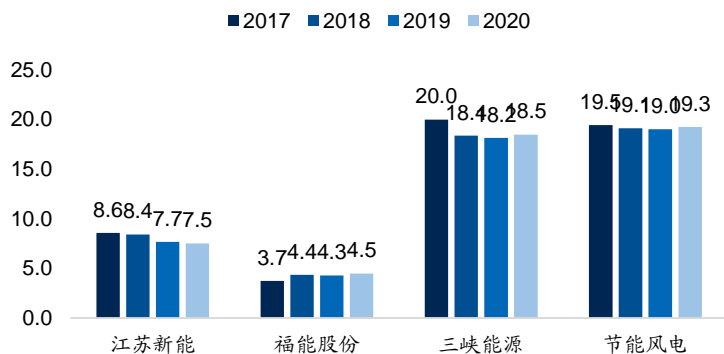


数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

财务分析——营运能力

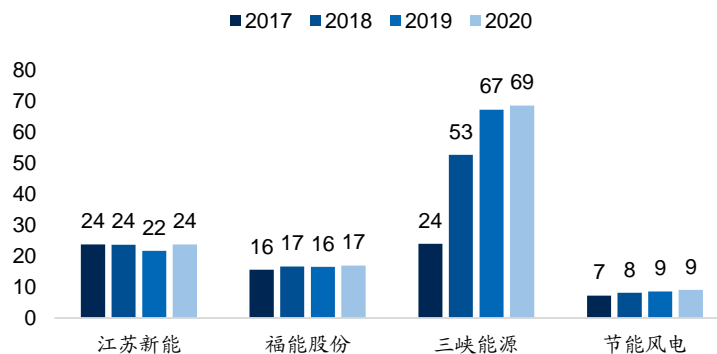
公司主营风电、光伏及生物质发电运营，均属于可再生能源发电，受到补贴拖欠影响各项周转率指标处于较低水平，但应收账款占营业收入的比例略低于电力央企平均水平。

图31：可比公司固定资产周转率（次）



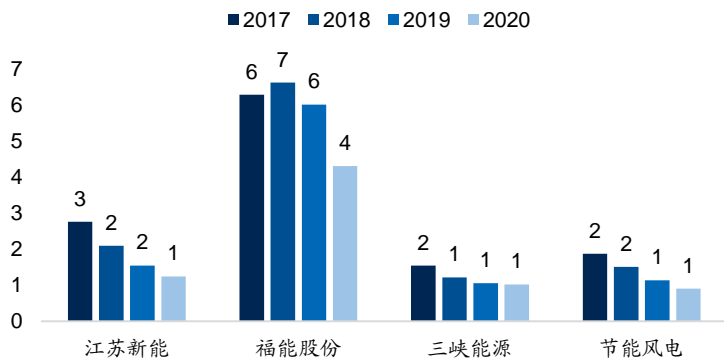
数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图32：可比公司存货周转率（次）



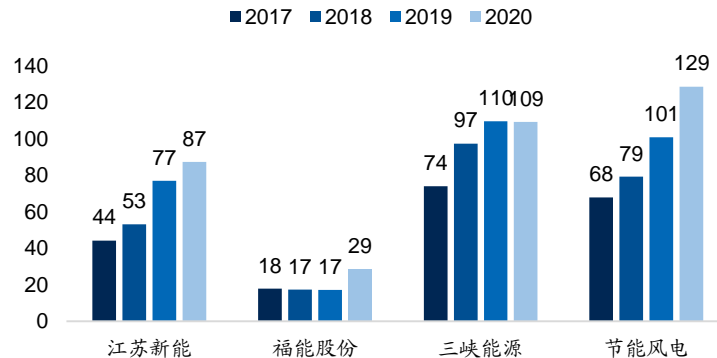
数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图33：可比公司应收账款周转率（次）



数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图34：可比公司应收账款占营收的比例（%）

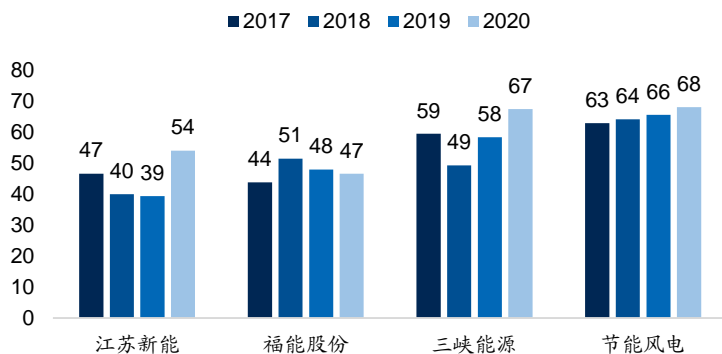


数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

财务分析——偿债能力

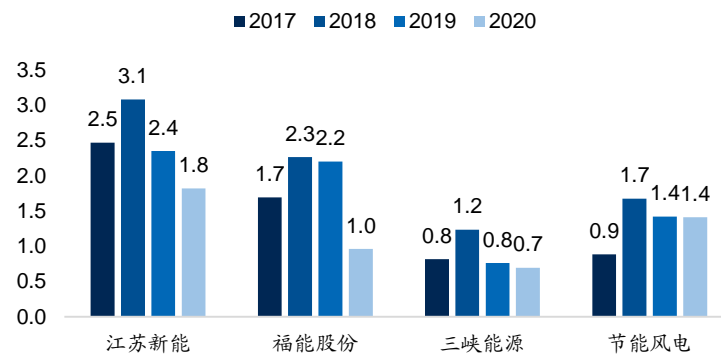
2020年公司资产负债率为54%，低于行业平均水平，营运资金充足，偿债能力较强，有较大布局投资运营业务的空
间，能够支持“十四五”期间新能源装机规划目标。债务主要来自银行贷款和国信集团内财务企业，融资稳定性较强。

图35: 可比公司资产负债率 (%)



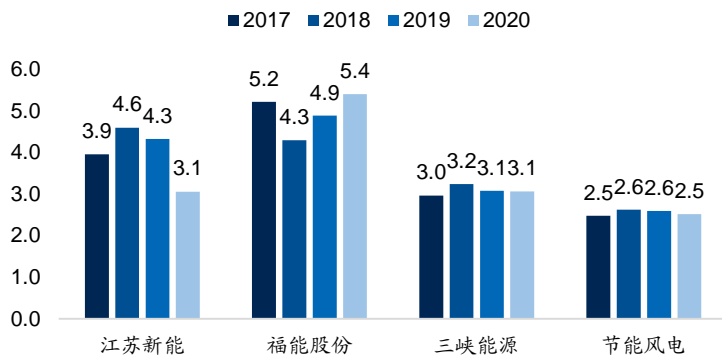
数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图36: 可比公司流动比率 (倍)



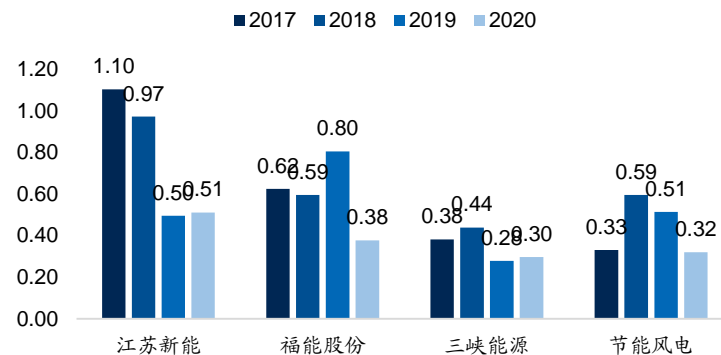
数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图37: 可比公司已获利息倍数 (倍)



数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图38: 可比公司经营产生的现金流量净额/流动负债 (倍)

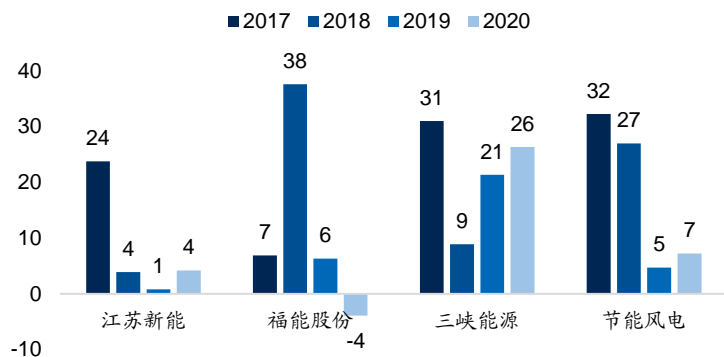


数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

财务分析——成长能力

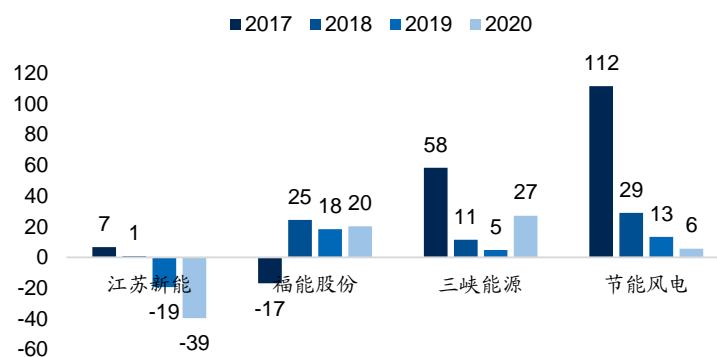
公司营业收入保持平稳增长，但由于生物质发电项目因中央财政补贴资金的合理利用小时数政策发布而发生的计提资产减值准备2.88亿元，归母净利润同比增速及ROE增速均有较大下滑。

图39: 可比公司营业收入同比增速 (%)



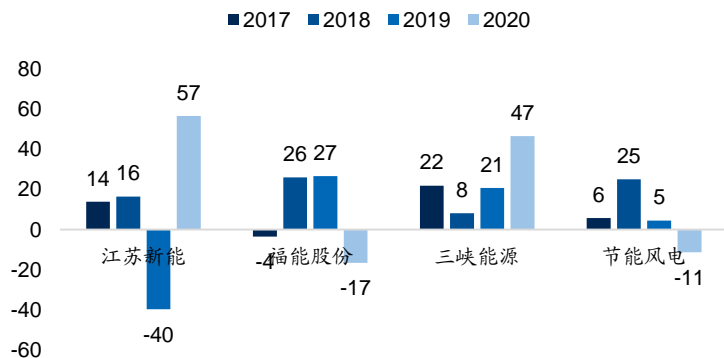
数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图40: 可比公司归母净利润同比增速 (%)



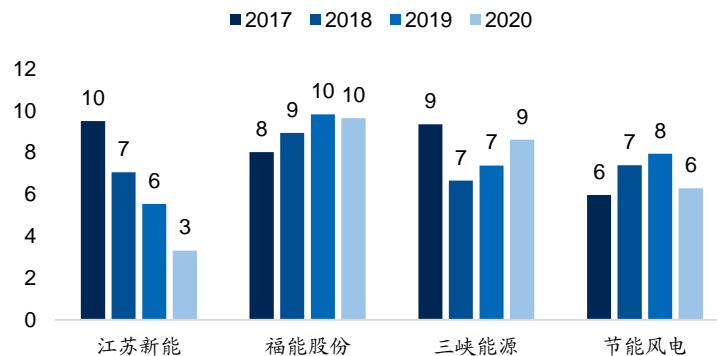
数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图41: 可比公司经营产生现金流净额同比增速 (%)



数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图42: 可比公司ROE变动情况 (%)



数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

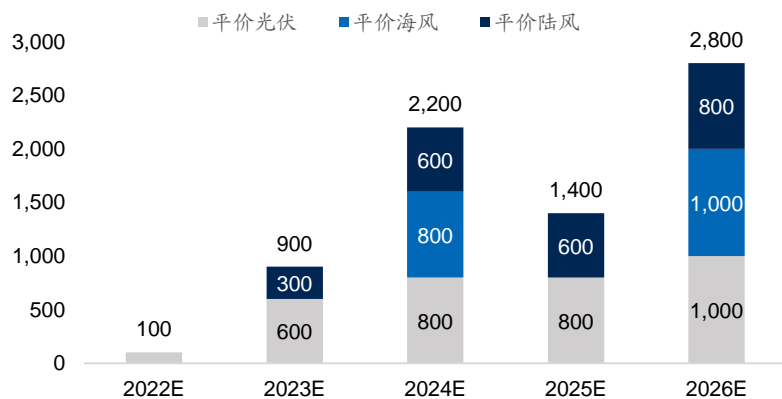
四、盈利预测及投资建议

公司未来五年业务增长预测

我们假设公司承担控股股东国信集团在“十四五”期间双碳转型的重点任务，截止到2025年底新增新能源投资总容量7.76GW，总装机规模达到8.96GW，较2020年底累计增长643%，年均复合增速45%，为十四五期间国内装机增速最快的新能源发电企业之一。

图43：公司新增控股投运装机容量（MW）

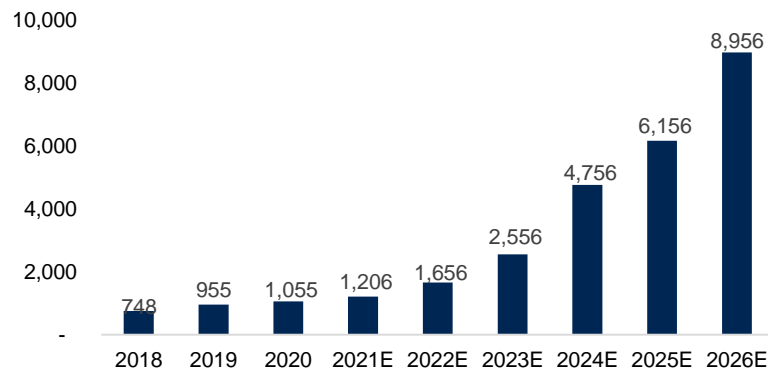
MW	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
平价光伏	100	600	800	800	1,000
平价海风			800		1,000
平价陆风		300	600	600	800
合计	100	900	2,200	1,400	2,800



数据来源：江苏省能源十四五规划征求意见稿，国信证券经济研究所预测

图44：公司累计控股投运装机容量（MW，年底数）

MW	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
陆上风电	849	999	999	999	999	999	999
光伏	92	92	92	92	92	92	92
生物质	115	115	115	115	115	115	115
海上风电			350	350	350	350	350
平价光伏			100	700	1,500	2,300	3,300
平价海风			0	0	800	800	1,800
平价陆风			0	300	900	1,500	2,300
合计	1,055	1,206	1,656	2,556	4,756	6,156	8,956



数据来源：历史数据来自公司公告，国信证券经济研究所预测

公司未来6年盈利预测

表10: 主营业务假设

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
风电								
销售收入(百万元)	817	881	1145	1930	2110	3467	3827	5553
营业成本(百万元)	338	357	410	660	732	1327	1462	2217
毛利润(百万元)	479	524	735	1270	1378	2139	2364	3335
毛利率	58.7%	59.5%	64.2%	65.8%	65.3%	61.7%	61.8%	60.1%
光伏								
销售收入(百万元)	119	115	115	156	405	737	1070	1485
营业成本(百万元)	53	53	53	74	182	326	470	650
毛利润(百万元)	66	62	62	82	223	412	600	835
毛利率	55.3%	12.0%	53.9%	52.7%	55.1%	55.8%	56.1%	56.2%
生物质								
销售收入(百万元)	540	549	572	572	572	572	572	572
营业成本(百万元)	507	520	538	538	538	538	538	538
毛利润(百万元)	33	30	34	34	34	34	34	34
毛利率	6.1%	5.4%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%
营业收入(亿元)	14.75	15.45	18.32	26.59	30.88	47.77	54.69	76.10
营业成本(亿元)	8.97	9.30	10.02	12.73	14.53	21.92	24.71	34.06
毛利润(亿元)	5.78	6.15	8.30	13.86	16.35	25.85	29.98	42.04
综合毛利率	39.2%	39.8%	45.3%	52.1%	53.0%	54.1%	54.8%	55.2%

数据来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

公司未来6年盈利预测

表11: 盈利预测假设

	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	18%	45%	16%	55%	14%	40%	8%
营业成本/营业收入	55%	48%	47%	46%	45%	45%	45%
管理费用/营业收入	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
销售费用/销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
所得税税率	13.70%	11.00%	10.00%	10.00%	10.00%	9.00%	13.70%
股利分配比率	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%

数据来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

表12: 盈利预测及市场重要数据

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,547	1,832	2,659	3,088	4,777	5,469	7,610
(+/-%)	4.2%	18.5%	45.1%	16.1%	54.7%	14.5%	39.1%
归母净利润(百万元)	154	546	827	926	1238	1397	1574
(+/-%)	-39.5%	255.1%	51.5%	12.0%	33.7%	12.8%	12.6%
每股收益(元)	0.25	0.88	1.21	1.35	1.81	2.04	2.29
EBIT Margin	33.7%	43.4%	50.2%	51.0%	52.2%	52.9%	49.2%
净资产收益率(ROE)	3.3%	10.9%	15.3%	15.8%	19.1%	19.4%	19.7%
市盈率(PE)	110.1	31.0	22.7	20.3	15.2	13.4	11.9
EV/EBITDA	25.6	16.9	13.7	12.1	11.2	9.5	9.7
市净率(PB)	3.64	3.39	3.47	3.20	2.89	2.61	2.35

数据来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

绝对估值与敏感性分析

新能源发电是重资产、高杠杆行业，由于我国碳中和目标对新能源装机增量提出极高的增长需求，因此公司未来将持续通过项目贷款进行债权融资，并保持较大规模的资本开支。我们采用公司股权现金流进行折现估值，对永续增长率和股权资金成本进行敏感性分析，得到公司合理估值区间为40.65-44.35元（对集团发行股份后），对应当前股价溢价65-80%，对应2022年动态PB为5.2-5.6倍，2022年动态PE 34-37倍，维持“买入”评级。

表13: 资本成本假设

无杠杆Beta	1.1957	T	15.00%
无风险利率	3.60%	Ka	9.94%
股票风险溢价	5.30%	有杠杆Beta	1.50
公司股份(元)	27.38	Ke	11.53%
发行在外股数(百万)	686	E/(D+E)	30%
股票市值(E, 百万元)	18776	D/(D+E)	70%
债务总额(D, 百万元)	5467	WACC	6.14%
Kd	4.50%	永续增长率(10年后)	1.0%

数据来源:总股本和股价来自公司公告、Wind,国信证券经济研究所预测

表14: 敏感性分析

		Ke变化				
		11.1%	11.3%	11.5%	11.7%	11.9%
永续 增长 率 变 化	1.6%	47.17	45.73	44.35	43.03	41.76
	1.4%	46.43	45.02	43.68	42.40	41.17
	1.2%	45.71	44.35	43.04	41.79	40.60
	1.0%	45.03	43.70	42.43	41.21	40.04
	0.8%	44.37	43.07	41.84	40.65	39.51
	0.6%	43.73	42.47	41.27	40.11	39.00
	0.4%	43.12	41.89	40.72	39.59	38.50

数据来源:总股本和股价来自公司公告、Wind,国信证券经济研究所预测

表15: FCFE估值

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	TV
FCFF	-922	-4420	-1995	-12755	-1581	-14645	7368	7683	7048	7139	
(利息费用-利息收入)*(1-t)	-163	-360	-493	-1006	-1207	-1851	-1768	-1655	-1563	-1483	
长期贷款的增加/(减少)	960	4336	2880	11824	4464	14960	400	420	441	463	
循环贷款的增加(减少)	851	828	39	2525	-1009	2277	-5140	-970	0	0	
FCFE	726	383	431	587	667	742	861	5478	5926	6119	58693
PV(FCFE)	651	308	311	380	386	385	401	2288	2219	2055	19710
股票价值	29,095										
每股价值	42.43										

数据来源:总股本来自公司公告,按照完成发行股份暨关联交易后总股份计算,国信证券经济研究所预测

相对估值—可比公司的选择与分析

我们选择A股专业从事新能源发电的三家上市公司做可比公司。这三家企业均代表集团公司或者区域新能源发展的主要平台，这几家企业均为：大型央企或者地方国企，主营新能源发电业务，海上风电有广泛布局，分别为福能股份、三峡能源和节能风电。

目前各家的新能源装机、其他资产，以及十四五发展规划如下表所示。

- **福能股份**依托福建省的海上资源，与三峡集团在海上风电开发领域展开深度合作，同时福能股份也拥有多个陆上风电项目。
- **三峡能源**隶属于三峡集团，拥有丰富的风光资源和雄厚的资本支持，是三峡集团除水电业务以外的第二成长曲线的主要载体。
- **节能风电**隶属于中国节能集团，从事风电场投资开发业务超过10年，拥有丰富的风电开发与运营经验。

从未来成长的确定性而言，三峡能源“十四五”规划2025年新能源装机较2020年底累计增长233%，而江苏新能高达643%，因此22年动态估值应显著高于三峡能源；节能风电背靠央企中节能集团，但目前尚未明确十四五发展规划；福能股份资产结构中火电占比较大，与江苏新能同时属于地方国有企业，主要依靠区域资源优势。考虑到江苏新能源当前存量规模仅为1GW，十四五期间增长空间远超行业平均水平，当前资产负债率相对较低，拥有较强的融资能力，**综上，江苏新能估值应显著高于可比公司平均水平，并应明显高于三峡能源。**

由于不同发电企业未来10年的新增装机节奏、装机容量、装机类型差异较大，对企业未来10年的现金流影响差异较大，基于我们对该商业模式的理解，我们认为绝对估值法（DCF）是更为适用于发电企业的估值，故合理估值主要采用绝对估值法。

表16: 可比公司累计装机容量及十四五规划装机

	2020年公司累计装机容量 (GW)				十四五公司规划新增装机容量 (GW)			
	火电	陆风	海风	光伏	火电	陆风	海风	光伏
福能股份	4.1	1.0	0.0	0.0	0.0	2.0	0.8	1.0
三峡能源	0.0	5.9	1.0	4.8	0.0	13.5	7.3	14.0
节能风电	0.0	3.2	0.0	0.0	0.0	2.6	0.3	0.0
江苏新能	0.0	1.0	0.0	0.1		2.3	2.15	3.3

数据来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理及预测。

注1：三峡能源2020累计装机容量数据为招股说明书披露的2020Q3末装机数据。

注2：节能风电、福能股份、江苏新能未披露十四五规划，仅按照2021年在建规模计算；三峡能源规划装机为根据十四五规划计算的预测值，实际以公司披露值为准。

相对估值



经过比较可比公司的PE和PB均值，我们得出江苏新能的2022年合理估值区间为25.0-26.0倍PE，2022年3.1倍PB，得出公司相对估值区间为市值207-215亿元，对应每股价格33.1-34.8元，对应当前股价溢价10-27%。

综合考虑可比公司的情况，江苏新能为江苏省内新能源运营龙头，未来有望受益绿电交易缺口下特高压外送项目送端开发权，及控股股东国信集团火电转型下的新能源装机规划，装机容量增速较快，十四五期间累计增长有望超过600%。福能股份为区域性电力企业，新能源开发的持续性有待验证，同时火电资产可能拉低估值；三峡能源和节能风电均为专营新能源发电的中央企业，但十四五期间的装机增长幅度远远小于江苏新能。综上所述，江苏新能2021-2023年动态估值应明显高于三家可比公司。

表17: 可比公司估值表

代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				PE				PB	PB
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	MRQ	2022E
600483.SH	福能股份	341	14.95	21.65	27.81	30.17	9.34	15.74	12.26	11.30	2.08	1.77
600905.SH	三峡能源	2,106	36.11	52.30	84.07	96.39	58.32	40.27	25.05	21.85	3.12	3.98
601016.SH	节能风电	396	6.18	12.01	17.76	19.30	64.08	32.97	22.30	20.52	3.88	3.23
中位数								29.66	19.87	17.89	3.03	3.00
603693.SH	江苏新能	169	1.54	5.46	8.27	9.26	110.08	31.00	22.70	20.27	3.48	3.20

数据来源：福能股份盈利预测来自Wind一致预期，三峡能源、节能风电盈利为国信证券经济研究所预测

估值及投资建议

公司是江苏国有新能源发电企业，长期专注风电、光伏发电业务，目前控股装机容量达到1.2GW；公司控股股东江苏国信集团为江苏本地最大的地方火电企业。为迎合国家“双碳”战略实现快速业务转型，预计江苏国信集团“十四五”期间有较大新能源装机规划（参考国家能源集团、华能集团等中央电力企业的十四五规划，五年内新增新能源装机可达到存量火电规模的40-60%）。江苏新能源将作为江苏国信集团主要的新能源投资平台，股东资源与区位优势显著。我们假设公司十四五期间新增新能源装机合计达到4.95GW，2026年新增2.8GW。

江苏省作为全国经济龙头省份，电力消费总量位居全国前列，新能源市场空间巨大。根据地方规划，2025年江苏省内可再生能源装机容量达到55GW以上，其中风电26GW（陆风18GW+海风8GW）、光伏26GW，分别较2020年底增加10.5GW、9.2GW，公司有望获得一定省内增量开发资源。同时江苏省绿电需求量较大，当前供给已经出现瓶颈问题。除本地新能源发展以外，未来五年新增特高压也是解决绿电供给的途径之一。公司同样有希望获得特高压送端新能源基地部分开发资源。

基于目前东部地区的停电限产以及绿电缺口，以及国家发改委发文鼓励火电企业转型新能源业务，我们进一步上调公司盈利预测（前次上调系基于证监会批准公司发行股份暨关联交易，预期新注入的海上风电权益带动业绩提升），预计2021-2023年归母净利润5.46/8.27/9.26亿（原预测为5.11/7.92/8.50亿），业绩同比增速255%/52%/12%，当前股价对应2022年动态PB为3.5倍，PE为22.7倍。通过股权自由现金流折现得到公司合理估值区间为40.65-44.35元（对集团发行股份后），对应当前股价溢价65-80%，对应2022年动态PB为5.2-5.6倍，2022年动态PE 34-37倍，维持“买入”评级。

核心假设或逻辑的主要风险

- 一、十四五国内新能源建设消纳出现瓶颈；
- 二、公司十四五规划大幅低于预期；公司在建海上风电项目未能如期完工，失去补贴资质的风险；
- 三、新增竞价项目电价低于预期；
- 四、公司上市前股东减持短期可能对股价形成压力；
- 五、利率上行提升公司财务成本。

五、附表

附表：财务预测与估值



国信证券
GUOSEN SECURITIES

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1027	1600	1600	1600
应收款项	1367	1807	2914	3892
存货净额	33	21	10	3
其他流动资产	264	73	106	124
流动资产合计	2892	3701	4830	5819
固定资产	7350	8149	12586	14908
无形资产及其他	62	60	59	57
投资性房地产	900	900	900	900
长期股权投资	11	11	11	11
资产总计	11214	12822	18387	21695
短期借款及交易性金融负债	798	1649	2477	2516
应付款项	652	207	194	130
其他流动负债	139	39	38	27
流动负债合计	1589	1895	2709	2673
长期借款及应付债券	2857	3817	8153	11033
其他长期负债	1610	1610	1610	1610
长期负债合计	4467	5427	9763	12643
负债合计	6056	7322	12472	15316
少数股东权益	506	506	507	509
股东权益	4653	4993	5407	5870
负债和股东权益总计	11214	12822	18387	21695

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.25	0.88	1.21	1.35
每股红利	0.39	0.44	0.60	0.68
每股净资产	7.53	8.08	7.88	8.56
ROIC	5%	7%	9%	8%
ROE	3%	11%	15%	16%
毛利率	40%	45%	52%	53%
EBIT Margin	34%	43%	50%	51%
EBITDA Margin	58%	78%	86%	91%
收入增长	4%	18%	45%	16%
净利润增长率	-39%	255%	52%	12%
资产负债率	59%	61%	71%	73%
息率	1.4%	1.6%	2.4%	2.7%
P/E	110.1	31.0	22.7	20.3
P/B	3.6	3.4	3.5	3.2
EV/EBITDA	25.6	16.9	13.7	12.1

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1547	1832	2659	3088
营业成本	929	1002	1273	1453
营业税金及附加	15	18	26	30
销售费用	0	0	0	0
管理费用	158	19	27	31
财务费用	116	189	405	547
投资收益	6	20	130	130
资产减值及公允价值变动	(287)	(30)	(30)	(30)
其他收入	176	58	58	58
营业利润	223	653	1086	1185
营业外净收支	0	0	0	0
利润总额	223	653	1086	1185
所得税费用	52	89	120	118
少数股东损益	17	17	140	140
归属于母公司净利润	154	546	827	926

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	154	546	827	926
资产减值准备	222	(272)	9	5
折旧摊销	376	644	945	1246
公允价值变动损失	287	30	30	30
财务费用	116	189	405	547
营运资本变动	946	(1053)	(1134)	(1059)
其它	(232)	272	(7)	(3)
经营活动现金流	1752	167	670	1145
资本开支	(2012)	(1200)	(5420)	(3600)
其它投资现金流	60	0	0	0
投资活动现金流	(1951)	(1200)	(5420)	(3600)
权益性融资	20	68	0	0
负债净变化	791	960	4336	2880
支付股利、利息	(242)	(273)	(413)	(463)
其它融资现金流	(675)	851	828	39
融资活动现金流	441	1606	4750	2455
现金净变动	242	573	0	0
货币资金的期初余额	785	1027	1600	1600
货币资金的期末余额	1027	1600	1600	1600
企业自由现金流	(291)	(922)	(4420)	(1995)
权益自由现金流	(176)	726	383	431

附表：公司管理层介绍——董事会

高管姓名	职务	简介
徐国群	董事长、董事	男，1962年5月生，中国国籍，中共党员，博士研究生，研究员级高级工程师。曾任江苏省能源交通投资公司电力部经理，公司副经理，江苏省投资管理有限责任公司能交部副经理，计划部经理，江苏省国信资产管理集团有限公司（现更名为江苏省国信集团有限公司）总经理助理，江苏省天然气有限公司党委书记，总经理等职务。现任江苏省国信集团有限公司党委委员，副总经理。2019年9月至今，任江苏省新能源开发股份有限公司董事长。
陈力	董事、总经理	男，1982年6月出生，中国国籍，硕士研究生学历。曾任江苏省有色金属华东地质勘查局直属机关团委书记，党务科科长；江苏省有色金属华东地质勘查局池州华东有色矿业公司副总经理；江苏省有色金属华东地质勘查局属金东矿业公司副总经理；江苏国信淮安生物质发电有限公司党支部书记；江苏省新能源开发股份有限公司副总经理，党总支委员；江苏省苏州市太仓市人民政府副市长（挂职）；江苏省国信集团有限公司发展规划部副总经理（集团部门正职级），战略与投资部副总经理（集团部门正职级）等职务。现任江苏省新能源开发股份有限公司总经理，党委副书记。
王炎	董事	男，1975年6月生，中国国籍，硕士研究生学历。曾任江苏省凌洋农场筹建组生产经营组长，江苏省苏丰农场筹建组生产经营主管；江苏省滩涂开发投资公司生产经营处科员，办公室秘书；连云港深海抗风浪网箱养殖项目筹建组副组长，连云港百瑞斯克海洋产品开发有限公司董事长；江苏省滩涂开发投资有限公司企划部，国资办三级办事员，射阳金海岛经济开发有限公司副经理；江苏省宁港滩涂开发有限公司总经理（集团中层副职）；江苏省沿海开发集团饲料经营处副调研员，江苏省沿海农业发展有限公司筹备组副组长；江苏省沿海开发集团企业管理部副总经理；现任江苏省沿海开发集团企业管理部总经理。2018年8月至今，任江苏省新能源开发股份有限公司董事。
张丁	董事	男，1978年7月出生，中国国籍，硕士学位，英国特许公认会计师（ACCA）。曾任江苏舜天国际集团有限公司资产财务部科员；江苏舜天国际集团有限公司资产财务部副经理；江苏省国信资产管理集团有限公司（现更名为江苏省国信集团有限公司）财务部副经理；江苏省国信资产管理集团有限公司财务部经理；现任江苏省国信集团有限公司财务部副总经理。2018年8月至今，任江苏省新能源开发股份有限公司董事。
陈华	董事	男，1974年12月出生，中国国籍，硕士研究生学历。曾任江苏省句容市委办综合科副科长，句容市委办公室副主任；江苏省镇江市委办综合二处干部，综合二处副处长，综合四处处长；江苏省纪委第六纪检监察室干部，主任科员；江苏省粮食局办公室主任科员，办公室副主任（副处级），政策法规处副处长；江苏省第九、十批科技镇长团姜堰团团长，姜堰区副区长（挂职）；江苏省国信集团有限公司发展改革研究室副主任，党政办公室副主任等职务。现任江苏省新能源开发股份有限公司党委书记。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

附表：公司管理层介绍——董事会

高管姓名	职务	简介
张中正	董事	男，1984年7月出生，中国国籍，大学学历。曾任南京医药公司盐都分公司销售员，销售经理；盐城市中悦税务师事务所职员；盐城市地方税务局第五税务分局（盐城市省力劳动服务公司派遣）代征员；盐城市国有资产投资集团有限公司资产运营部办事员，投资融资部副经理；新疆伊犁州察布查尔县金融办副主任，伊南工业园区管委会副主任；盐城市国能投资有限公司投融资管理部经理，投资融资部经理，监察审计部经理，投资融资部经理兼内部审计部经理等职务。现任盐城市国能投资有限公司投资融资部经理。
蔡建	独立董事	男，1965年12月生，中国国籍，研究生学历，高级会计师，注册会计师。曾任江苏天元会计师事务所总经理，江苏中衡会计师事务所副董事长兼总经理等职务，现任江苏公信会计师事务所董事长，兼任中国民主促进会江苏省委经济与法律工作委员会副主任。截至目前，兼无锡华光环保能源集团股份有限公司，中南红文化集团股份有限公司，江苏亚威机床股份有限公司，科盛环保科技股份有限公司独立董事。
冯永强	独立董事	男，1985年10月生，中国国籍，博士研究生学历，2011年起在江苏亿诚律师事务所任职，现任江苏亿诚律师事务所执行主任，合伙人，律师，兼任南京市律师协会业务创新指导委员会副主任，南京市律师协会江宁分会公司法专业委员会主任，钦州仲裁委员会仲裁员，江苏省广西商会副会长，曾荣获“南京市2019年度优秀业务律师”，南京市江宁区司法局“法律服务先进个人”等荣誉。
巫强	独立董事	男，1979年11月生，中国国籍，博士研究生学历，现任南京大学经济学院教授，博士生导师，产业经济学系副主任，曾主持国家自然科学基金，教育部人文社会科学研究青年基金，全国优秀博士论文获得者专项资助等多项国家级或省部级科研项目；获得江苏省哲学社会科学优秀成果奖，安子介国际贸易研究奖，商务部商务发展研究成果奖等多项科研奖励；入选教育部新世纪优秀人才支持计划，江苏省第四期333高层次人才培养工程，南京大学优秀中青年学科带头人培养计划，获得南京大学青年骨干教师等荣誉称号。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

附表：公司管理层介绍——高管



高管姓名	职务	简介
张军	副总经、董事会秘书	男，1970年4月出生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士研究生学历，高级经济师。曾任南京市食品包装机械研究所助理工程师；江苏省国际信托投资公司投资银行部科员；江苏国信高科技创业投资有限公司部门副经理；江苏省新能源开发有限公司部门主任、副总经理。2015年5月至今，任江苏省新能源开发股份有限公司党委委员、副总经理、董事会秘书。
冯春生	副总经理	男，1974年2月出生，中国国籍，本科学历，双学士，高级工程师。曾任江苏国信扬州发电有限责任公司发电部巡操、主值班员、集控班长、副值长、值长、商务部副主任、发电部副主任；江苏国信仪征热电有限责任公司党支部副书记（主持工作）、副总经理、工会主席、党支部书记；阳城国际发电有限责任公司党委委员、副总经理（外派）等职务。现任江苏省新能源开发股份有限公司党委委员、副总经理。
张颖	财务总监	女，1978年11月出生，中国国籍，本科学历，高级会计师。曾任江苏省国有资产经营（控股）有限公司审计法律部职员；江苏省新能源开发有限公司财务部项目经理、综合财务部副主任、综合财务部主任；江苏省新能源开发股份有限公司财务管理部主任。现任江苏省新能源开发股份有限公司党委委员、财务总监。
仲亚琼	证券事务代表	女，1988年8月出生，硕士，中国国籍，无境外永久居留权。2011年6月毕业于南京大学会计学系，2011年8月至2015年6月，任职于江苏省新能源开发股份有限公司发展规划部，2015年6月，任职于江苏省新能源开发股份有限公司证券事务部，2016年1月至今，历任江苏省新能源开发股份有限公司证券事务部副主任、主任。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

全球视野 本土智慧
GLOBAL VIEW LOCAL WISDOM