

## 重点发力海风光伏，将充分受益江苏十四五新能源高增长

### 核心观点：

#### ● 事件：

公司发布 2021 年年报，全年实现营业收入 18.57 亿元，同比增长 20.04%；实现归母净利润 3.07 亿元（扣非 2.99 亿元），同比增长 99.59%（扣非增长 103.82%）。分红预案为：每股派发现金 0.1 元（含税），同时以资本公积转增股本方式每股转增 0.3 股。

#### ● 首个海风项目全容量并网，十四五重点发力海风和光伏

随着 2021 年 12 月公司首个海风项目——如东 350MW 海上风电项目全容量并网，报告期末公司控股装机容量达到 1.55GW，其中风电 1.35GW（海风 0.35GW），光伏 0.09GW，生物质 0.115GW。此外公司购买滨海海上风电有限公司 40% 股权并已在 2021 年 11 月完成交割，对应标的主要负责江苏滨海 300MW 海上风电项目，公司估算 40% 股权对应的全年投资收益在 1 亿元左右。

展望 2022 年，海风方面，公司控股股东牵头联合体中标了大丰 85 万千瓦海上风电项目，控股股东承诺将在后续符合条件时优先向公司注入；光伏方面，连云港新坝 200MW 农光互补项目、山西朔州平鲁 70MW 光伏项目、泰州姜堰、靖江、镇江润州整区屋顶分布式光伏项目等多点推进。我们预计公司在停运生物质业务后，将重点发展海风和光伏业务，十四五期间装机有望高速增长。

#### ● 毛利率和 ROE 分别提升 9pct 及 3pct，海风和光伏占比提高有望继续推升整体毛利率

2021 年公司整体毛利率 49.08%，增加 9.24 个百分点，主要因为高毛利的风电占比提高；期间费用率 13.7%，同比增加 0.91 个百分点，主要因为管理费用率和财务费用率有所上升。净资产收益率 6.37%，同比增加 3.04 个百分点。盈利能力整体明显提升。预计未来几年风电、光伏装机将持续增长、营收占比增加，公司整体毛利率仍有提升空间。

#### ● 江苏省十四五新增 30GW 以上新能源，公司作为省内新能源运营龙头将充分受益

根据去年江苏省发改委发布的《关于做好 2021 年风电和光伏发电项目建设工作的通知》等文件，十四五期间江苏重点发展海上风电和光伏发电，力争 2025 年风电和光伏总装机容量达到 63GW 以上。据此推算，预计十四五期间江苏风电和光伏新增装机 30GW 以上。公司作为江苏省内新能源运营龙头，背靠大股东江苏国信集团，项目资源与开发经验优势显著，有望充分受益于江苏省十四五新能源高速增长。此外，公司也积极布局省外市场，并寻找合适的收购项目，内生外延拓展业务版图。

## 江苏新能( 603693.SH )

### 推荐(首次)

#### 分析师

陶贻功

☎: 010-80927673

✉: taoyigong\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030001

#### 分析师

严明

☎: 010-80927667

✉: yanming\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520070002

#### 研究助理

梁悠南

☎: 010-80927656

✉: liangyounan\_yj@chinastock.com.cn

#### 市场数据

2022-04-06

A 股收盘价(元)	18.89
股票代码	603693
A 股一年内最高价(元)	34.50
A 股一年内最低价(元)	11.65
上证指数	3,283.43
市盈率	38.55
总股本(万股)	68,575
实际流通 A 股(万股)	61,800
流通 A 股市值(亿元)	116.8

#### 相对沪深 300 表现图



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

● **生物质计提减值 2.18 亿元，甩掉包袱轻装上阵**

2021 年公司生物质发电计提减值 2.18 亿元，计提后已不存在进一步大额减值的空间。减值是因为利用小时数用完之后不再享有补贴，并且生物质燃料价格走高、收购难度加大、质量下滑。补贴结束后，上网电价不足以覆盖燃料成本，继续运营不再具有经济价值。公司计划在合理利用小时数用完后停运。

● **估值分析与评级说明**

考虑到如东 350MW 海上风电项目以及滨海 300MW 海上风电项目的 40%股权将在 2022 年开始贡献收益，并且生物质项目减值基本计提完毕，因此 2022 年归母净利润增速高。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 8.21 亿元、10.02 亿元、12.51 亿元，对应 PE 分别为 15.77 倍、12.93 倍、10.36 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

● **风险提示：**

风电光伏装机规模低于预期；可再生能源补贴回款速度低于预期；上网电价下调；新项目造价上升等。

**主要财务指标**

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1856.72	2680.34	3375.20	4208.45
EBITDA（百万元）	1192.25	2234.22	2819.07	3399.01
收入增长率	20.04%	44.36%	25.92%	24.69%
净利润（百万元）	306.80	821.39	1001.72	1250.73
摊薄 EPS(元)	0.49	1.20	1.46	1.82
PE	58.08	15.77	12.93	10.36
EV/EBITDA(X)	18.66	7.33	6.01	5.38
PB	3.45	2.00	1.73	1.48
ROIC	0.06	0.08	0.07	0.06
总资产周转率	0.12	0.14	0.13	0.13

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**附录：主要业务分拆及预测**

		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
陆风	装机容量 (MW)	848.5	999	999	999	1099	1199
	利用小时数		2040	2300	2200	2100	2108
	发电量 (亿千瓦时)	15.98	17.34	22.98	21.98	23.08	25.28
	平均上网电价 (元)	0.52	0.52	0.52	0.52	0.51	0.50
海风	装机容量 (MW)	0	0	350	350	650	950
	利用小时数	-	-	900	3000	2308	2526
	发电量 (亿千瓦时)	-	-	3.15	10.50	15.00	24.00
	平均上网电价 (元)	-	-	0.85	0.85	0.75	0.65
风电合计	收入 (亿元)	8.17	8.81	13.67	19.84	22.44	27.53
	成本 (亿元)	3.39	3.57	4.50	6.95	8.42	11.01
	毛利率	58.5%	59.5%	67.1%	65%	62.5%	60%
光伏	装机容量 (MW)	92	92	92	592	1092	1592
	利用小时数		1203	1228	710	947	1035
	发电量 (亿千瓦时)	1.08	1.1	1.13	4.20	10.34	16.48
	平均上网电价 (元)	1.23	1.15	1.14	1.10	1.00	0.9
	收入 (亿元)	1.19	1.15	1.19	4.16	9.31	13.35
	成本 (亿元)	0.54	0.53	0.56	2.00	4.65	7.34
	毛利率	54.6%	53.9%	52.9%	52.0%	50.0%	45.0%
生物质	收入 (亿元)	4.86	4.73	2.71	1.8	0.9	0.0
	成本 (亿元)	4.68	4.58	3.31	1.98	0.95	0.00
	毛利率	3.5%	3.4%	-22.1%	-10.0%	-5.0%	0.0%
供气供水	收入 (亿元)	0.63	0.76	0.99	1.0	1.1	1.2
	成本 (亿元)	0.49	0.62	1.09	0.9	1.0	1.1
	毛利率	22.2%	18.4%	-9.94%	10.0%	10.0%	10.0%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

### (一) 公司财务预测表

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	3384.05	5777.71	10784.99	15735.34	营业收入	1856.72	2680.34	3375.20	4208.45
现金	1136.55	2760.83	6782.39	10666.88	营业成本	945.08	1182.18	1500.55	1943.65
应收账款	1889.11	2534.56	3312.86	4055.13	营业税金及附加	16.09	22.78	28.69	35.77
其它应收款	7.29	10.56	13.28	16.57	营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	3.74	3.64	5.28	6.41	管理费用	108.10	147.42	177.20	210.42
存货	19.46	32.95	36.36	50.63	财务费用	144.17	149.04	293.88	446.36
其他	327.89	435.18	634.83	939.72	资产减值损失	-217.70	-205.26	-205.72	-205.54
非流动资产	12420.44	12926.41	14745.06	16971.77	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	819.85	1224.21	1830.78	2336.25	投资净收益	11.51	134.02	168.76	315.63
固定资产	10906.36	11365.05	13106.24	15602.43	营业利润	459.04	1199.08	1453.36	1826.69
无形资产	69.39	83.57	93.27	104.12	营业外收入	0.80	1.00	1.10	1.20
其他	624.83	253.58	-285.24	-1071.03	营业外支出	0.27	0.40	0.50	0.60
资产总计	15804.48	18704.12	25530.05	32707.11	利润总额	459.57	1199.68	1453.96	1827.29
流动负债	2952.80	4416.69	8598.84	11844.54	所得税	94.98	263.94	310.18	395.92
短期借款	15.49	1819.39	4902.46	7634.81	净利润	364.59	935.74	1143.78	1431.37
应付账款	2097.79	1726.57	2761.15	3207.59	少数股东损益	57.79	114.35	142.06	180.64
其他	839.53	870.74	935.23	1002.14	归属母公司净利润	306.80	821.39	1001.72	1250.73
非流动负债	6421.06	6921.06	8421.06	10921.06	EBITDA	1192.25	2234.22	2819.07	3399.01
长期借款	3157.17	3657.17	5157.17	7657.17	EPS（元）	0.49	1.20	1.46	1.82
其他	3263.89	3263.89	3263.89	3263.89					
负债合计	9373.86	11337.75	17019.91	22765.60	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	768.48	882.83	1024.88	1205.52	营业收入	20.04%	44.36%	25.92%	24.69%
归属母公司股东权益	5662.14	6483.54	7485.26	8735.99	营业利润	106.16%	161.22%	21.21%	25.69%
负债和股东权益	15804.48	18704.12	25530.05	32707.11	归属母公司净利润	99.59%	167.73%	21.95%	24.86%
					毛利率	49.10%	55.89%	55.54%	53.82%
现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	净利率	16.52%	30.65%	29.68%	29.72%
经营活动现金流	762.91	966.08	2707.98	2565.71	ROE	5.42%	12.67%	13.38%	14.32%
净利润	364.59	935.74	1143.78	1431.37	ROIC	6.05%	7.63%	6.80%	6.08%
折旧摊销	407.04	908.94	1153.68	1384.62	资产负债率	59.31%	60.62%	66.67%	69.60%
财务费用	159.64	160.40	261.49	414.18	净负债比率	145.77%	153.91%	200.00%	229.00%
投资损失	-11.51	-134.02	-168.76	-315.63	流动比率	1.15	1.31	1.25	1.33
营运资金变动	-399.78	-1109.39	113.35	-552.51	速动比率	1.14	1.30	1.25	1.32
其它	242.93	204.39	204.44	203.67	总资产周转率	0.12	0.14	0.13	0.13
投资活动现金流	-1444.56	-1485.29	-3008.01	-3499.37	应收帐款周转率	0.98	1.06	1.02	1.04
资本支出	-1643.30	-1214.94	-2570.19	-3309.54	应付帐款周转率	0.89	1.55	1.22	1.31
长期投资	200.00	-404.36	-606.58	-505.47	每股收益	0.49	1.20	1.46	1.82
其他	-1.26	134.02	168.76	315.63	每股经营现金	1.11	1.41	3.95	3.74
筹资活动现金流	791.87	2143.50	4321.59	4818.16	每股净资产	8.26	9.45	10.92	12.74
短期借款	-84.62	1803.90	3083.08	2732.34	P/E	58.08	15.77	12.93	10.36
长期借款	299.78	500.00	1500.00	2500.00	P/B	3.45	2.00	1.73	1.48
其他	576.71	-160.40	-261.49	-414.18	EV/EBITDA	18.66	7.33	6.01	5.38
现金净增加额	110.14	1624.29	4021.56	3884.49	PS	6.98	4.83	3.84	3.08

数据来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

**分析师简介及承诺**

**陶贻功**，毕业于中国矿业大学（北京），超过 10 年行业研究经验，长期从事环保公用及产业链上下游研究工作。曾就职于民生证券、太平洋证券，2022 年 1 月加入中国银河证券。

**严明**，北京化工大学硕士，2018 年加入银河证券研究院，从事环保公用行业研究。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

**评级标准****行业评级体系**

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

**公司评级体系**

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

**免责声明**

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

**联系方式****中国银河证券股份有限公司 研究院**

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

**机构请致电：**

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

崔香兰 0755-83471963 [cuixianglan@chinastock.com.cn](mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)