

江苏新能 (603693. SH)

业务结构优化，加速光伏及海风发展

买入

核心观点

2021年盈利3.07亿元，风电超发利润对冲生物质亏损。2021年公司实现营收18.57亿元(+20.04%)，归母净利润3.07亿元(+99.59%)，扣非归母净利润2.99亿元(+103.82%)。2021年公司毛利率为49.10%(+9.19pct)，净利率为19.64%(+8.58pct)。得益于2021年来风资源较好，公司风电、光伏板块合计实现营收14.86亿元(+49.26%)，板块毛利率为65.98%(+7.14pct)。若剔除生物质及供汽供水业务亏损与计提资产减值准备影响，按照综合所得税率20.7%计算，全年调整后归母净利润约为5.36亿元。

生物质发电计划停运，业务结构持续优化。2021年生物质燃料成本高企，公司生物质及供汽供水板块毛利润层面亏损0.7亿元。由于国家关于配额制下的绿证交易政策尚未出台，且电价补贴结束后生物质发电项目继续运营不再具有经济价值，公司就生物质发电资产计提减值准备2.18亿元，本次计提后各项目产生的收入及成本将不计入合并报表。为优化资产配置、减少运营亏损，2022-2023年公司计划各生物质发电项目在合理利用小时数用完后陆续停运。未来公司业绩主要来自风电和光伏发电，业绩确定性更强。

装机规模快速增长，受益东部绿电交易高额溢价。2021年公司新增投产如东H2 350MW海风项目及集团注入大唐滨海302MW海风项目。2021年末，公司累计控股装机容量1.55GW，权益装机容量1.31GW。公司是江苏国信集团旗下新能源唯一运营平台，“十四五”期间将承担集团双碳转型重点任务，预计公司到2025年底较2020年底新增新能源投资总容量7.56GW，总装机规模达到8.76GW，累计增长626%，年均复合增速49%，为十四五期间国内装机增速最快的新能源发电企业之一。未来公司开发的省内、外平价项目将分别直接参与江苏省绿电交易或通过特高压外送通道间接参与江苏省绿电交易获得高溢价，增强盈利水平。

风险提示：风光资源季节性波动导致业绩不及预期；项目建设进度不达预期；生物质发电板块减亏进展不达预期。

投资建议：考虑2022年一季度江苏地区风电利用小时数同比显著下降，以及生物燃料成本继续提升，下调盈利预测，预计公司2022-2024年归母净利润为7.00/8.76/13.54亿元（原预测8.43/9.73/13.86亿元），增速128.1%/25.2%/54.5%，摊薄EPS为1.02/1.28/1.97元，对应2022-2024年动态PE为16.6/13.3/8.6倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,547	1,857	1,986	2,334	3,639
(+/-%)	4.2%	20.0%	7.0%	17.5%	55.9%
净利润(百万元)	154	307	700	876	1354
(+/-%)	-39.5%	99.6%	128.1%	25.2%	54.5%
每股收益(元)	0.25	0.45	1.02	1.28	1.97
EBIT Margin	33.7%	42.3%	50.5%	55.4%	59.3%
净资产收益率(ROE)	3.3%	5.4%	11.1%	12.6%	16.8%
市盈率(PE)	68.1	37.9	16.6	13.3	8.6
EV/EBITDA	18.4	17.9	13.1	12.0	11.3
市净率(PB)	2.03	1.81	1.63	1.47	1.27

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备新能源

证券分析师：王蔚祺 联系人：陈抒扬
010-88005313 0755-81982965
wangweiqi2@guosen.com.cn chenshu yang@guosen.com.cn
S0980520080003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	17.75 元
总市值/流通市值	12177/10970 百万元
52周最高价/最低价	34.50/11.79 元
近3个月日均成交额	194.60 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《江苏新能-603693-重大事件快评：计划停运生物质发电，专注风光跨越式发展》——2022-02-06
- 《江苏新能-603693-深度报告：积极发挥区位优势，推动集团双碳转型》——2021-10-08
- 《江苏新能-603693-重大事件快评：江苏新能源运营龙头，资源优势助力成长》——2020-08-14

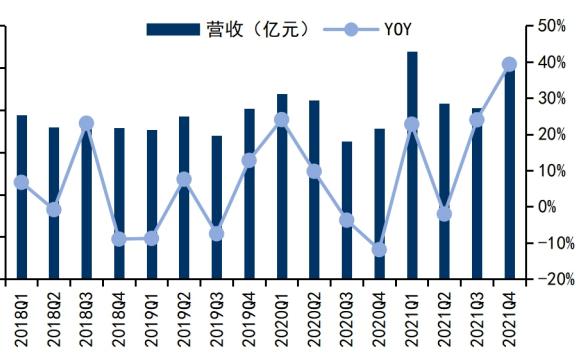
公司风光发电业绩靓丽，营收净利高速增长。2021年公司实现营收18.57亿元(+20.04%)，归母净利润3.07亿元(+99.59%)，扣非归母净利润2.99亿元(+103.82%)。2021年公司毛利率为49.10%(+9.19pct)，净利率为19.64%(+8.58pct)。得益于2021年来风资源较好，公司风电、光伏发电业绩靓丽，合计实现营收14.86亿元(+49.26%)，风光综合毛利率为65.98%(+7.14pct)。若剔除生物质及供汽供水业务亏损与计提资产减值准备影响，按照综合税率20.7%计算，全年调整后归母净利润约为5.36亿元。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



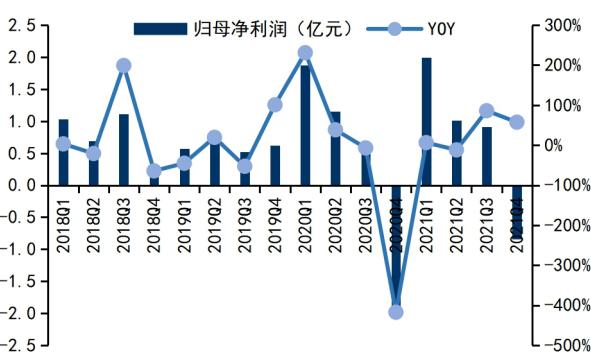
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



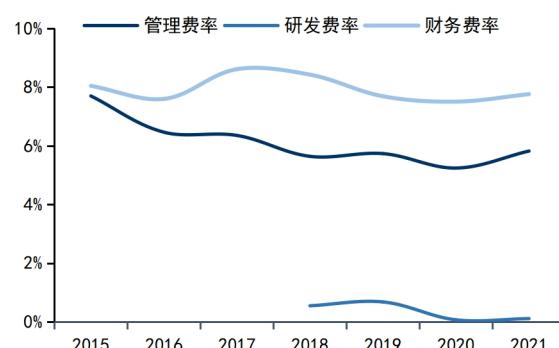
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司期间费用略有上升，经营现金流同比下降。2021年公司期间费用为2.54亿元，期间费用率为13.68%，同比+0.88pct。2021年公司管理/研发/财务费率分别为5.82%(+0.58 pct)、0.11%(+0.04 pct)、7.75%(+0.26 pct)，管理费用增加主要系新项目投产及中介费增加。2021年公司经营性活动现金净流量为7.63亿元(-5.91%)。

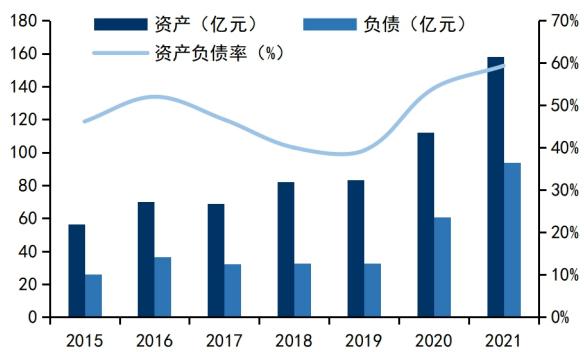
公司偿债能力、资金周转状况略有下降。公司2021年流动比率、速动比率、现金比率分别为1.15、1.14、0.39，同比略有下降，主要系新能源海力风电项目建设导致应付未付工程款大幅增加；应收账款周转率略降至1.15，主要系应收可再生能源电价补贴回款账期延长所致；存货周转率抬升至36.35，主要系生物质燃料存货大幅减少。

图5: 公司毛利率、净利率变化


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司四费占比情况变化


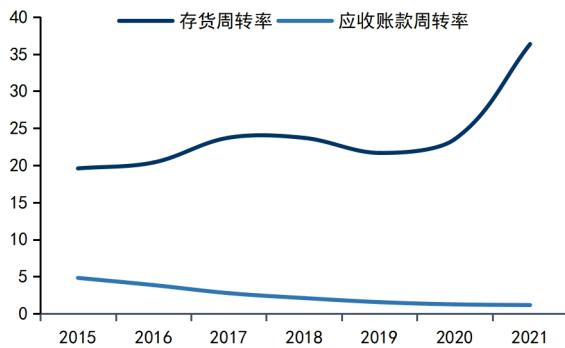
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司资产、负债和资产负债率情况


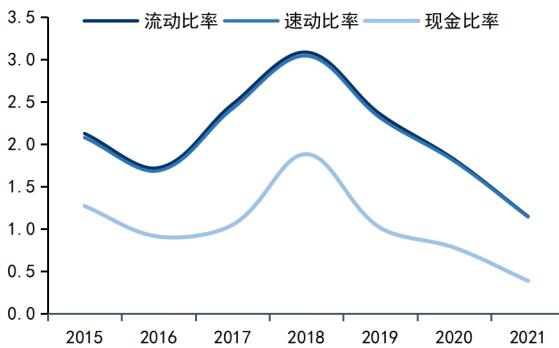
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司经营活动现金流情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 公司营运能力指标变化


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 公司偿债能力指标变化


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

生物质发电计划停运，业务结构持续优化。2021 年生物质燃料成本高企，公司生物质及供汽供水板块毛利润层面亏损 0.7 亿元。国家关于配额制下的绿证交易政策尚未出台，且电价补贴结束后，生物质发电项目上网电价收入尚不足以覆盖燃料成本，继续运营不再具有经济价值，公司就生物质发电资产计提减值准备 2.18 亿元（固定资产 2.12 亿元+无形资产 0.06 亿元），本次计提资产减值准备后各项目产生的收入及成本将不计入合并报表。

为优化资产配置、减少运营亏损，2022-2023 年公司计划各生物质发电项目在合理利用小时数用完后陆续停运。未来公司业绩主要来自风电和光伏发电，业绩确定性更强。

表1：生物质发电资产计提减值准备明细（亿元）

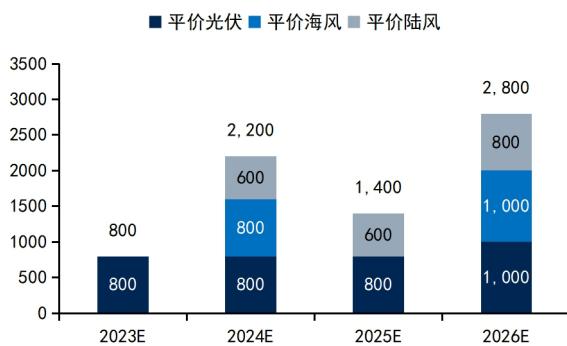
公司名称	相关长期资产账面价值	可收回金额	计提资产减值准备金额
江苏国信泗阳生物质发电有限公司	0.40	0.08	0.31
江苏国信淮安生物质发电有限公司	1.03	0.10	0.93
江苏国信如东生物质发电有限公司	0.61	0.10	0.51
江苏国信盐城生物质发电有限公司	0.49	0.06	0.43
合计	2.52	0.34	2.18

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

新项目开发多点推进，装机规模快速增长。2021 年公司新增投产如东 H2 海风项目（350MW，控股 51%），及集团注入大唐滨海海风项目（302MW，控股 40%）。2021 年末，公司累计控股装机容量 1.55GW，权益装机容量 1.31GW（风电 1.14GW+光伏 0.07GW+生物质 0.10GW）。

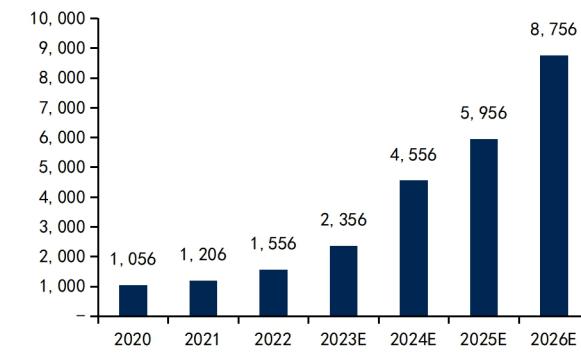
公司是江苏国信集团旗下新能源唯一运营平台，“十四五”期间将承担集团双碳转型重点任务。参考国家能源集团、华能集团等中央电力企业的十四五规划，五年内新增新能源装机可达到存量火电规模的 40-60%。我们预计公司承担控股股东国信集团在“十四五”期间双碳转型的重点任务，截止到 2025 年底较 2020 年底新增新能源投资总容量 7.56GW，总装机规模达到 8.76GW，较 2020 年底累计增长 626%，年均复合增速 49%，为十四五期间国内装机增速最快的新能源发电企业之一。

图11：公司新增控股投运装机容量（MW）



资料来源：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12：公司累计控股投运装机容量（MW，年初数）



资料来源：历史数据来自公司公告，国信证券经济研究所预测

加速绿电交易布局，直接受益东部高额溢价。“十四五”注重生产过程节能减排，能耗双控向碳排放双控转型。国务院在《关于印发“十四五”节能减排综合工作方案的通知》中提出：

1. 对能耗强度降低达到国家下达的激励目标的地区，其能源消费总量在当期能耗双控考核中免予考核；
2. 各地区“十四五”时期新增可再生能源电力消费量不纳入地方能源消费总量考核。

江苏作为全国经济龙头省份，电力消费总量位居全国前列，新能源发展空间巨大。根据 2022 年江苏电力市场年度交易结果，绿电交易成交电量 9.24 亿千瓦时，成交均价 0.463 元/千瓦时，较 2021 年煤电标杆上网电价 0.391 元/千瓦时溢价约 0.07 元/千瓦时，高于全国绿电交易平均溢价 0.03-0.05 元/千瓦时约 40%-133%。未来公司开发的省内、外平价项目将分别直接参与江苏省绿电交易或通过特高压外送通道间接参与江苏省绿电交易获得高溢价，增强盈利水平。

投资建议：考虑 2022 年一季度江苏地区风电利用小时数同比显著下降，以及生物燃料成本继续提升，下调盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润为 7.00/8.76/13.54 亿元（原预测 8.43/9.73/13.86 亿元），增速 128.1%/25.2%/54.5%，摊薄 EPS 为 1.02/1.28/1.97 元，对应 2022-2024 年动态 PE 为 16.6/13.3/8.6 倍，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1027	1137	1409	3899	2002	营业收入	1547	1857	1986	2334	3639
应收款项	1361	1893	1360	1471	1994	营业成本	929	945	851	886	1243
存货净额	33	19	12	0	0	营业税金及附加	15	16	18	21	33
其他流动资产	268	331	341	310	311	销售费用	0	0	0	0	0
流动资产合计	2892	3384	3122	5680	4306	管理费用	81	108	111	131	204
固定资产	7350	10914	15318	17167	30514	研发费用	1	2	2	2	4
无形资产及其他	62	69	72	76	79	财务费用	116	144	275	336	749
其他长期资产	900	617	556	572	600	投资收益	6	12	130	130	300
长期股权投资	11	820	820	820	2820	资产减值及公允价值变动	(244)	(256)	0	0	0
资产总计	11214	15804	19888	24314	38320	其他收入	301	318	50	50	50
短期借款及交易性金融负债	798	684	695	817	1592	营业利润	223	459	908	1138	1758
应付款项	652	2098	280	291	409	营业外净收支	0	1	0	0	0
其他流动负债	138	170	164	163	166	利润总额	223	460	909	1138	1758
流动负债合计	1589	2953	1139	1271	2167	所得税费用	52	95	118	148	229
长期借款及应付债券	2857	3157	6839	8862	19215	少数股东损益	17	58	91	114	176
其他长期负债	1610	3264	4763	6263	7763	归属于母公司净利润	154	307	700	876	1354
长期负债合计	4467	6421	11603	15126	26979	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	6056	9374	12741	16396	29146	净利润	154	307	700	876	1354
少数股东权益	506	768	853	957	1123	资产减值准备	(288)	(218)	0	0	0
股东权益	4653	5662	6293	6960	8051	折旧摊销	376	390	853	1038	1439
负债和股东权益总计	11214	15804	19888	24314	38320	公允价值变动损失	(0)	0	0	0	0
						财务费用	116	144	275	336	749
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	13	895	(1290)	(58)	(403)
每股收益	0.25	0.45	1.02	1.28	1.97	其它	557	(611)	1735	1819	2125
每股红利	0.15	0.10	0.31	0.38	0.59	经营活动现金流	811	763	1999	3676	4515
每股净资产	8.35	9.38	10.42	11.55	13.38	资本开支	(1609)	(1644)	(5260)	(2890)	(14790)
ROIC	3%	5%	9%	8%	10%	其它投资现金流	67	199	191	114	(1729)
ROE	3%	5%	11%	13%	17%	投资活动现金流	(1542)	(1445)	(5069)	(2776)	(16519)
毛利率	40%	49%	57%	62%	66%	权益性融资	(1)	795	0	0	0
EBIT Margin	34%	42%	51%	55%	59%	负债净变化	1185	251	3693	2145	11129
EBITDA Margin	58%	63%	93%	100%	99%	支付股利、利息	(99)	(111)	(75)	(220)	(273)
收入增长	4%	20%	7%	18%	56%	其它融资现金流	394	(48)	11	122	776
净利润增长率	-39%	100%	128%	25%	54%	融资活动现金流	969	792	3343	1589	10107
资产负债率	54%	59%	64%	67%	76%	现金净变动	237	110	273	2490	(1897)
息率	0.9%	0.6%	1.8%	2.3%	3.5%	货币资金的期初余额	785	1027	1137	1409	3899
P/E	68.1	37.9	16.6	13.3	8.6	货币资金的期末余额	1027	1137	1409	3899	2002
P/B	2.0	1.8	1.6	1.5	1.3	企业自由现金流	(822)	264	(4823)	(785)	(11878)
EV/EBITDA	18.4	17.9	13.1	12.0	11.3	权益自由现金流	274	401	(1370)	1068	(1401)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032