



使命必达，海风有望超预期

2022 年 04 月 28 日

➤ **事件概述：**4 月 27 日，公司发布 2021 年度报告，报告期内实现营业收入 154.84 亿元，同比增长 36.85%；归属于上市公司股东的净利润 56.42 亿元，同比增长 56.26%；归属于上市公司股东的扣非净利润 50.67 亿元，同比增长 45.53%。公司拟向全体股东每股派发现金股利 0.02122 元（2021 年中期已分红 10.83 亿元，合计分红率 30.0%）。公司发布 2022 年一季度报告，报告期内实现营业收入 57.89 亿元，同比增长 51.84%；归属于上市公司股东的净利润 22.64 亿元，同比增长 51.45%；归属于上市公司股东的扣非净利润 22.64 亿元，同比增长 52.29%。

➤ **电量疑虑可消：**2022 年 1-2 月全国规上风电、光伏平均利用小时同比分别下降 22.9%、5.2%，因此市场此前对包括公司在内的新能源运营商在 Q1 的电量、营收、利润预期较悲观。但 3 月风电、光伏利用小时同比增长 15.5%、9.3%，推动 Q1 单季度风、光利用小时下滑幅度缩窄至 10.4%、0.0%。公司 Q1 发电量同比增长 46.6%，其中风、光增速分别为 48.0%、44.2%。且 2021 年底抢装的 3GW 海风电价较高，推动公司 Q1 营收增速超过电量增速 5.2pct。

➤ **在建、核准项目储备合计超过 26GW：**截至 2021 年底，公司在建项目计划装机容量超过 11GW，其中风电超过 5GW、光伏超过 6GW；2021 年内新增核准项目的计划装机容量超过 15GW，其中风、光分别超过 3GW、12GW。如果全部建成，公司装机容量将达到近 50GW。对比绿电同业以及转型绿电的火电运营商，公司不折不扣完成 2021 年装机规划目标这一结果堪称罕见；观察公司发展历程，其具备对目标规划的前瞻性以及达成目标的执行力。

➤ **平价进程加速，海风发展有望超预期：**在 3 月完成招标的上海金山海上风电一期项目中，公司牵头的联合体以 0.302 元/千瓦时的申报电价中标。这个价格比上海市煤电基准价低了 0.1135 元/千瓦时，远超市场预期。考虑到该项目作为第一个完成招标、也是要求最早实现全容量并网的平价海风，具有特殊意义；且联合体中的合作伙伴对后期建设、运营或将有所助力。

➤ **投资建议：**此前市场对于公司 1Q22 的业绩表现、“十四五”装机规划的实现能力有所疑虑，但纵观公司发展历程，其对目标的执行力并未得到充分认知。考虑到海风平价进程超预期，结合电量、电价的预判调整对公司的盈利预测，预计 22/23 年 EPS 分别为 0.30/0.33 元（前值 0.29/0.31 元），新增 24 年 EPS 预测值 0.37 元，对应 4 月 27 日收盘价 PE 分别为 18.0/16.3/14.7 倍。参考公司历史估值及同业可比公司估值水平，给予 22 年 25 倍 PE，目标价 7.50 元/股，维持对公司“推荐”评级。

➤ **风险提示：**1) 自然条件；2) 电量消纳；3) 补贴账期；4) 设备价格。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	15484	22228	24362	28345
增长率（%）	36.8	43.6	9.6	16.4
归属母公司股东净利润（百万元）	5642	8606	9468	10536
增长率（%）	56.3	52.5	10.0	11.3
每股收益（元）	0.20	0.30	0.33	0.37
PE	27.4	18.0	16.3	14.7
PB	2.0	1.8	1.7	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 04 月 27 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

5.40 元

目标价：

7.50 元



分析师：严家源

执业证号：S0100521100007

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

相关研究

1. 电力行业 2022 年度投资策略：破关之后，电价何往

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	15484	22228	24362	28345
营业成本	6440	9274	10525	12325
营业税金及附加	133	200	219	255
销售费用	0	0	0	0
管理费用	999	1334	1462	1701
研发费用	7	11	12	14
EBIT	7904	11409	12143	14051
财务费用	2844	3275	3502	3942
资产减值损失	-2	0	0	0
投资收益	1730	1217	1307	1384
营业利润	6784	10051	11048	12283
营业外收支	-145	-100	-100	-100
利润总额	6640	9951	10948	12183
所得税	554	796	876	975
净利润	6086	9155	10072	11208
归属于母公司净利润	5642	8606	9468	10536
EBITDA	13297	19577	21341	24738

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	13077	4000	4000	4000
应收账款及票据	18970	24310	26648	27130
预付款项	1472	1855	2105	2465
存货	131	254	288	338
其他流动资产	1225	1863	2044	2382
流动资产合计	34876	32282	35085	36315
长期股权投资	14202	17202	20202	23202
固定资产	87864	122563	132600	149499
无形资产	1738	1642	1546	1451
非流动资产合计	182321	197242	221344	245057
资产合计	217196	229524	256429	281372
短期借款	5504	5422	6014	5857
应付账款及票据	21862	30491	34604	40519
其他流动负债	10994	13092	13896	15069
流动负债合计	38360	49004	54513	61445
长期借款	78036	67036	75036	78036
其他长期负债	24205	29205	35055	41670
非流动负债合计	102241	96241	110091	119706
负债合计	140601	145245	164604	181151
股本	28571	28621	28621	28621
少数股东权益	7765	8315	8919	9591
股东权益合计	76595	84279	91825	100221
负债和股东权益合计	217196	229524	256429	281372

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	36.85	43.55	9.60	16.35
EBIT 增长率	34.76	44.34	6.43	15.71
净利润增长率	56.26	52.52	10.02	11.28
盈利能力 (%)				
毛利率	58.41	58.28	56.80	56.52
净利润率	39.31	41.19	41.34	39.54
总资产收益率 ROA	2.60	3.75	3.69	3.74
净资产收益率 ROE	8.20	11.33	11.42	11.62
偿债能力				
流动比率	0.91	0.66	0.64	0.59
速动比率	0.87	0.62	0.60	0.55
现金比率	0.34	0.08	0.07	0.07
资产负债率 (%)	64.73	63.28	64.19	64.38
经营效率				
应收账款周转天数	447.18	400.00	400.00	350.00
存货周转天数	7.42	10.00	10.00	10.00
总资产周转率	0.07	0.10	0.10	0.10
每股指标 (元)				
每股收益	0.20	0.30	0.33	0.37
每股净资产	2.68	2.94	3.21	3.50
每股经营现金流	0.31	0.84	0.83	1.07
每股股利	0.04	0.06	0.09	0.10
估值分析				
PE	27.4	18.0	16.3	14.7
PB	2.0	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA	18.17	12.49	12.14	10.85
股息收益率 (%)	0.70	1.09	1.67	1.85

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	6086	9155	10072	11208
折旧和摊销	5392	8168	9198	10687
营运资金变动	-3941	4143	2014	5759
经营活动现金流	8818	23994	23859	30592
资本开支	-29903	-20139	-30300	-31400
投资	-4881	-3100	-3150	-3150
投资活动现金流	-34897	-22022	-32143	-33166
股权募资	25235	169	0	0
债务募资	26644	-6083	14442	9458
筹资活动现金流	37246	-11050	8284	2574
现金净流量	11170	-9077	0	0

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001