

买入

# 江苏新能（603693.SH）

## 积极推进整县光伏，省外项目资源可期

### ◆ 公司研究 · 公司快评

### ◆ 电力设备 · 其他电源设备 II

### ◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：王蔚祺  
联系人：陈抒扬

010-88005313  
0755-81982965

wangweiqi2@guosen.com.cn  
chenshuyang@guosen.com.cn

执证编码：S0980520080003

### 事项：

2022年9月16日，公司公告拟与润德公司、江苏国信合资成立新能信悦，参与盱眙整县屋顶分布式光伏项目开发建设。新能信悦注册资本为8,450万元，其中，公司出资4,309.5万元，占注册资本的51%。

### 国信电新观点：

- 截至2021年底，公司新能源控股装机容量1.55GW，权益装机容量1.31GW（风电1.14GW+光伏0.07GW+生物质0.10GW），我们预计2022-2025年底公司新能源控股装机容量将达到1.76/2.66/4.06/6.71GW。
- 公司是江苏国信集团旗下的新能源唯一运营平台，股东资源与区位优势显著，有望充分受益于“十四五”期间江苏省整县光伏、海上风电的高增长红利。
- 公司通过特高压送苏通道、联合行业龙头制造企业等模式，积极寻求省外项目开发机遇；积极稳妥实施市场化新能源项目并购，关注新能源技术变革，加快微电网、储能等新兴领域布局。
- 考虑到前三季度江苏地区风资源弱于去年同期等影响，我们下调公司盈利预测，预计公司2022-2024年归母净利润为5.73/7.00/10.09亿元（原预测7.00/8.76/13.54亿元），增速87%/22%/44%，摊薄EPS为0.64/0.79/1.13元，对应2022-2024年动态PE为18.9/15.5/10.7倍，维持“买入”评级。

### 评论：

#### ◆ 新能源预期装机增速强劲，光伏和海上风电加速放量

公司是江苏国信集团旗下的新能源唯一运营平台，“十四五”期间将承担集团双碳转型的重要任务。根据公司发布的“十四五”发展规划纲要，我们预计2025年底公司新能源控股在运容量将达到6.71GW，较2021年底增加5.16GW，2021-2024年均复合增速44%，是国内“十四五”期间装机增速最快的新能源企业之一。

目前公司山西平鲁70MW光伏项目已开工建设，预计将在2022年末并网运营；正在积极推进新坝200MW农光互补项目、扬电厂区、扬二渣场光伏发电等项目工程建设前的准备工作；重点争取在靖江、姜堰、润州等整县分布式光伏试点区域工业园区、经济开发区、公共建筑等屋顶光伏资源，公司现有在建或拟建阶段的光伏项目容量合计超过400MW。

2022年初，公司控股股东国信集团控股中标了大丰850MW海上风电项目（51%股权），以及参股中标了三峡集团牵头的大丰800MW海上风电项目（10%股权）；2021年，公司新增投产如东H2 350MW海上风电项目（51%股权）及国信集团注入大唐302MW滨海海风项目（40%股权），公司合计持有控股和参股海上风电项目在运容量652MW、拟建容量1650MW。

#### ◆ 集团先行投资海上风电项目，委托公司管理轻装上阵

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

2022 年初，公司控股股东国信集团牵头的联合体中标了大丰 850MW 海上风电项目，项目计划安装 100 台单机容量 8.5MW 的机组，预计动态总投资约 105 亿元，年上网电量约 28.8 亿 kWh。经公司与国信集团充分协商，该项目拟由国信集团先行投资，国信集团将其持有的相应股权委托公司管理，待满足注入上市公司条件后，优先以公允价格向公司转让项目公司股权。“集团先行投资+委托公司运营”的开发方式有效避免了同业竞争，也充分利用控股股东在资金、资源等方面的优势，控制公司投资风险。

根据该批次项目的竞配要求：项目确定中选企业之日起一年内取得核准支持性文件；核准后，一年内开工建设；开工后，一年半内完成 50%风机吊装、两年内全容量并网。目前，大丰项目正在积极推进接入系统方案评审、海域使用论证方案预审、项目公司注册等前期工作，预计 2025 年前全容量并网。

◆ 投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级

◆ 考虑到前三季度江苏地区风资源弱于去年同期等影响，我们下调公司盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润为 5.73/7.00/10.09 亿元（原预测 7.00/8.76/13.54 亿元），增速 87%/22%/44%，摊薄 EPS 为 0.64/0.79/1.13 元，对应 2022-2024 年动态 PE 为 18.9/15.5/10.7 倍，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

风光资源季节性波动导致业绩不及预期；项目装机增速不及预期；生物质发电板块减亏进展不达预期。

## 相关研究报告：

《江苏新能（603693.SH）-业务结构优化，加速光伏及海风发展》——2022-04-12

《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

## 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	1974	5140	6185	营业收入	1547	1857	2088	2222	2704
应收款项	1361	1893	1430	1400	1482	营业成本	929	945	997	954	1015
存货净额	33	19	14	0	0	营业税金及附加	15	16	19	20	24
其他流动资产	268	331	399	334	254	销售费用	0	0	0	0	0
<b>流动资产合计</b>	<b>2892</b>	<b>3384</b>	<b>3816</b>	<b>6874</b>	<b>7920</b>	管理费用	81	108	117	124	151
固定资产	7350	10914	15318	14959	17659	研发费用	1	2	2	2	3
无形资产及其他	62	69	72	76	79	财务费用	116	144	273	264	347
其他长期资产	900	617	585	544	446	投资收益	6	12	116	116	267
长期股权投资	11	820	820	820	2820	资产减值及公允价值变动	(244)	(256)	(50)	(50)	(50)
<b>资产总计</b>	<b>11214</b>	<b>15804</b>	<b>20611</b>	<b>23273</b>	<b>28924</b>	其他收入	301	318	100	100	102
短期借款及交易性金融负债	798	684	731	778	946	营业利润	223	459	796	973	1432
应付款项	652	2098	328	314	334	营业外净收支	0	1	0	0	0
其他流动负债	138	170	189	173	134	<b>利润总额</b>	<b>223</b>	<b>460</b>	<b>796</b>	<b>974</b>	<b>1433</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1589</b>	<b>2953</b>	<b>1248</b>	<b>1264</b>	<b>1414</b>	所得税费用	52	95	123	151	244
长期借款及应付债券	2857	3157	7365	7870	10902	少数股东损益	17	58	100	122	180
其他长期负债	1610	3264	4763	6263	7763	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>154</b>	<b>307</b>	<b>573</b>	<b>700</b>	<b>1009</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>4467</b>	<b>6421</b>	<b>12129</b>	<b>14134</b>	<b>18666</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>负债合计</b>	<b>6056</b>	<b>9374</b>	<b>13377</b>	<b>15397</b>	<b>20080</b>	净利润	154	307	573	700	1009
少数股东权益	506	768	863	975	1145	资产减值准备	(288)	(218)	0	0	0
股东权益	4653	5662	6372	6901	7700	折旧摊销	376	390	853	987	1087
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11214</b>	<b>15804</b>	<b>20611</b>	<b>23273</b>	<b>28924</b>	公允价值变动损失	(0)	0	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	财务费用	116	144	273	264	347
每股收益	0.25	0.45	0.64	0.79	1.13	营运资本变动	13	895	(1347)	78	(20)
每股红利	0.15	0.10	0.19	0.24	0.34	其它	557	(611)	1757	1771	1760
每股净资产	8.35	9.38	8.12	8.83	9.92	<b>经营活动现金流</b>	<b>811</b>	<b>763</b>	<b>1837</b>	<b>3536</b>	<b>3836</b>
ROIC	3%	5%	8%	7%	9%	资本开支	(1609)	(1644)	(5260)	(631)	(3790)
ROE	3%	5%	9%	10%	13%	其它投资现金流	67	199	148	156	(1635)
毛利率	40%	49%	52%	57%	62%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1542)</b>	<b>(1445)</b>	<b>(5112)</b>	<b>(475)</b>	<b>(5425)</b>
EBIT Margin	34%	42%	46%	50%	56%	权益性融资	(1)	795	206	0	0
EBITDA Margin	58%	63%	87%	95%	96%	负债净变化	1185	251	4254	552	3201
收入增长	4%	20%	12%	6%	22%	支付股利、利息	(99)	(111)	(75)	(182)	(220)
净利润增长率	-39%	100%	87%	22%	44%	其它融资现金流	394	(48)	46	47	169
资产负债率	54%	59%	65%	66%	69%	<b>融资活动现金流</b>	<b>969</b>	<b>792</b>	<b>4112</b>	<b>106</b>	<b>2633</b>
息率	1.2%	0.8%	1.5%	1.9%	2.7%	<b>现金净变动</b>	<b>237</b>	<b>110</b>	<b>837</b>	<b>3167</b>	<b>1045</b>
P/E	50.9	28.3	19.7	16.1	11.2	货币资金的期初余额	785	1027	1137	1974	5140
P/B	1.5	1.4	1.6	1.4	1.3	货币资金的期末余额	1027	1137	1974	5140	6185
EV/EBITDA	15.5	15.4	13.7	12.7	12.1	企业自由现金流	(822)	264	(4947)	1381	(1469)
						权益自由现金流	274	401	(924)	1710	1444

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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。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所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