

## 装机增长对冲利用小时数下滑，储备项目提供充足增长空间

江苏新能 (603693.SH)

推荐(维持)

### 核心观点:

#### ● 事件:

公司发布 2022 年半年报，上半年实现营业收入 10.87 亿元，同比增长 13.56%；实现归母净利润 3.05 亿元（扣非 3.00 亿元），同比增长 1.02%（扣非增长 1.80%）。

#### ● 装机增长对冲利用小时数下滑，上网电量保持正增长

2021 年 12 月如东 H2#海上风电项目（35 万千瓦）全容量投产。截至上半年末，公司控股装机达到 155 万千瓦（同比+28.5%），其中风电装机 135 万千瓦，光伏装机 9 万千瓦，生物质装机 11.5 万千瓦。上半年江苏省来风较弱，1-6 月江苏风电累计平均利用小时 1196 小时（同比-8.8%）。上半年公司上网电量 16.81 亿 kWh（同比+4.9%），其中江苏陆风项目上网电量 11.35 亿 kWh（同比-14.2%），江苏海风项目上网电量 4.44 亿 kWh（22 年新增）。

#### ● 债务融资空间充足，可再生能源补贴款有望加速收回

上半年公司整体毛利率 55.31%，同比增加 1.44 个百分点；ROE（加权）5.25%，同比减少 1.06 个百分点；期间费用率 19.02%，同比增加 7.85 个百分点；其中财务费用率 13.59%，同比增加 6.33 个百分点，主要由于融资规模扩大且新项目投产后利息支出不再资本化；经营性现金净流量 4.20 亿元，同比增加 15.73%。

截至上半年末，公司资产负债率 57.77%，同比增加 0.41 个百分点，后续仍有较大债务融资空间；应收账款 23.18 亿元，同比增长 37.6%，预计其中大部分为可再生能源补贴款。近期可再生能源结算公司的成立有望加速可再生能源补贴发放，改善绿电运营行业现金流，促进风光装机稳健增长。

#### ● 十四五末在运装机有望达到 5GW，储备项目提供充足增长空间

十四五期间，公司在省内重点发展海风和光伏，同时积极开拓省外项目，重点争取有特高压送江苏通道的送端省份项目资源。根据公司规划，十四五末公司管理的各类新能源项目装机达到 755 万千瓦（含已投产、在建、开展前期工作的项目，以及控股股东先行投资、委托公司管理等各类新能源项目）。我们预计 2025 年末公司在运的控股装机容量有望达到 500 万千瓦左右。2022 年上半年末公司控股装机容量 155 万千瓦，因此 22-25 年装机有较大增长空间。

公司的储备项目提供充足增长空间。2022 年上半年，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。目前该项目处于前期工作阶段；光伏方面，山西平鲁 70MW 光伏项目已开工建设，新坝 200MW 农光互补项目、扬电厂区、扬二渣场光伏发电等项目正在积极推进前期工作。同时公司积极开展优质项目并购，正在推进河南安阳 100MW 光伏项目股权交割前期工作。

#### 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

2022-08-29

A 股收盘价(元)	14.54
股票代码	603693
A 股一年内最高价(元)	26.40
A 股一年内最低价(元)	10.64
沪深 300	4089.52
市盈率 (TTM)	55.0
总股本 (万股)	89,147
实际流通 A 股 (万股)	80,340
流通 A 股市值(亿元)	117

#### 相对沪深 300 表现图



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

● **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增长。

● **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。

根据公司十四五发展规划测算，预计 2022-2025 年末公司控股海风装机为 35/65/105/155 万千瓦，控股光伏装机为 60/110/170/240 万千瓦，陆风和生物质装机保持现有规模。

预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 7.88 亿元、8.91 亿元、11.67 亿元，对应 PE 分别为 16.5 倍、14.6 倍、11.1 倍，维持“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	2267.39	2666.31	3503.91
收入增长率%	20.04	22.12	17.59	31.41
归母净利润（百万元）	306.80	788.01	890.94	1167.40
利润增速%	99.59	156.85	13.06	31.03
毛利率%	49.10	55.52	56.07	55.31
摊薄 EPS(元)	0.49	0.88	1.00	1.31
PE	58.08	16.45	14.55	11.10
PB	3.45	2.01	1.77	1.52
PS	0.06	0.06	0.06	0.06

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	2021A	2022E	2023E	2024E
陆风	装机容量 (MW)	848.5	999	999	999	999	999
	发电量 (亿千瓦时)	15.98	17.34	22.98	19.98	21.98	21.98
	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	1050
	发电量 (亿千瓦时)	-	-	3.15	9.45	15.00	25.50
	平均上网电价 (元)	-	-	0.85	0.85	0.65	0.65
风电合计	收入 (亿元)	8.17	8.81	13.67	17.96	20.43	26.87
	成本 (亿元)	3.39	3.57	4.50	6.29	7.66	10.75
	毛利率	58.5%	59.5%	67.1%	65.0%	62.5%	60.0%
光伏	装机容量 (MW)	92	92	92	600	1100	1700
	发电量 (亿千瓦时)	1.08	1.1	1.13	4.25	10.44	17.20
	平均上网电价 (元)	1.23	1.15	1.14	0.50	0.45	0.45
	收入 (亿元)	1.19	1.15	1.19	1.91	4.23	6.96
	成本 (亿元)	0.54	0.53	0.56	0.92	2.11	3.83
	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	3117.60	3792.49	4873.01	营业收入	1856.72	2267.39	2666.31	3503.91
现金	1136.55	500.00	499.99	499.99	营业成本	945.08	1008.45	1171.22	1566.03
应收账款	1889.11	2144.07	2617.06	3376.26	营业税金及附加	16.09	19.27	22.66	29.78
其它应收款	7.29	8.93	10.49	13.80	营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	3.74	3.10	4.12	5.16	管理费用	108.10	124.71	139.98	175.20
存货	19.46	28.11	28.38	40.79	财务费用	144.17	150.07	258.66	405.40
其他	327.89	433.39	632.46	937.01	资产减值损失	-217.70	-5.26	-5.72	-5.54
非流动资产	12420.44	15056.73	19250.30	24656.64	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	113.37	133.32	262.79
固定资产	10906.36	11565.05	13053.74	14869.93	营业利润	459.04	1150.33	1292.57	1704.94
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	2183.90	4272.51	7346.34	营业外支出	0.27	0.40	0.50	0.60
资产总计	15804.48	18174.33	23042.79	29529.65	利润总额	459.57	1150.93	1293.17	1705.54
流动负债	2952.80	2924.93	4276.10	5926.96	所得税	94.98	253.21	275.88	369.54
短期借款	15.49	702.13	1793.39	2841.47	净利润	364.59	897.72	1017.29	1336.00
应付账款	2097.79	1381.44	1604.41	2145.25	少数股东损益	57.79	109.70	126.35	168.60
其他	839.53	841.36	878.30	940.24	归属母公司净利润	306.80	788.01	890.94	1167.40
非流动负债	6421.06	7921.06	10421.06	13921.06	EBITDA	1216.34	2021.64	2435.96	2994.02
长期借款	3157.17	3657.17	5157.17	7657.17	EPS (元)	0.49	1.15	1.30	1.70
其他	3263.89	4263.89	5263.89	6263.89					
负债合计	9373.86	10845.99	14697.16	19848.02	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	768.48	878.18	1004.53	1173.13	营业收入	20.04%	22.12%	17.59%	31.41%
归属母公司股东权益	5662.14	6450.16	7341.10	8508.50	营业利润	106.16%	150.59%	12.37%	31.90%
负债和股东权益	15804.48	18174.33	23042.79	29529.65	归属母公司净利润	99.59%	156.85%	13.06%	31.03%
					毛利率	49.10%	55.52%	56.07%	55.31%
					净利率	16.52%	34.75%	33.41%	33.32%
					ROE	5.42%	12.22%	12.14%	13.72%
					ROIC	6.23%	6.48%	5.81%	5.67%
					资产负债率	59.31%	59.68%	63.78%	67.21%
					净负债比率	145.77%	148.00%	176.11%	205.01%
					流动比率	1.15	1.07	0.89	0.82
					速动比率	1.14	1.06	0.88	0.81
					总资产周转率	0.12	0.12	0.12	0.12
					应收帐款周转率	0.98	1.06	1.02	1.04
					应付帐款周转率	0.89	1.64	1.66	1.63
					每股收益	0.49	0.88	1.00	1.31
					每股经营现金	1.11	0.87	2.07	2.56
					每股净资产	8.26	7.24	8.23	9.54
					P/E	58.08	16.45	14.55	11.10
					P/B	3.45	2.01	1.77	1.52
					EV/EBITDA	18.29	9.16	9.08	8.90
					PS	5.37	4.40	3.74	2.85

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：唐嫚羚 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)