

业绩略低预期，定增落地海风“弹药”充足

2023 年 04 月 28 日

➤ **事件概述：**4 月 27 日，公司发布 2022 年度报告，报告期内实现营业收入 45.98 亿元，同比增长 42.14%（经重述）；归属于上市公司股东的净利润 7.75 亿元，同比增长 12.47%（经重述）；归属于上市公司股东的扣非净利润 5.38 亿元，同比下降 7.04%（经重述）。公司拟向全体股东每股派发现金股利 0.08 元（含税）。公司发布 2023 年一季度报告，报告期内实现营业收入 10.46 亿元，同比下降 0.31%；归属于上市公司股东的净利润 1.21 亿元，同比下降 40.79%；归属于上市公司股东的扣非净利润 1.13 亿元，同比下降 40.95%。

➤ **来水不佳影响单季度表现：**1Q23，公司水电上网电量 4.25 亿千瓦时，同比下降 30.6%，水电电量下滑营收下降难以覆盖水电折旧等固定成本，水电业绩拖累整体业绩表现。4Q22，公司实现营业收入 9.59 亿元，归母净利润亏损 0.86 亿元，扣非归母净利润亏损 1.20 亿元，单季度录得亏损或同样因来水不佳。

➤ **定增落地，浙江海风或有惊喜：**Q1 公司风电完成上网电量 7.45 亿千瓦时，同比增长 39.8%，其中陆风 3.84 亿千瓦时，海风 3.61 亿千瓦时。4 月 20 日，公司公告以每股 9.24 元发行 3.25 亿股股票完成非公开发行，成功募集资金净额 29.98 亿元，台州 1 号 30 万千瓦海风项目获得充足开发“弹药”，项目投产之后，将进一步增厚公司业绩。此外，3 月 27 日，浙江省发改委发布《关于促进浙江省新能源高质量发展的实施意见（征求意见稿）》，文中提到加快建设浙江海上风电基地，目前浙江省“十四五”规划仅计划新增 450 万千瓦海风装机，相较其他沿海省份整体规划规模较小，若浙江加速省内海风开发，调整“十四五”规划，公司作为省属可再生能源开发平台，有望充分受益区位优势。

➤ **投资建议：**来水不佳拖累业绩短期承压，定增落地台州一号海风项目开发有望加速。考虑电量、电价以及装机节奏，暂不考虑定增对于股本调整，预计 23/24 年 EPS 分别为 0.53/0.70 元（前值 0.61/0.70 元），新增 25 年 EPS 为 0.87 元，对应 4 月 28 日收盘价 PE 分别为 21.1/16.1/13.0 倍。参考行业可比公司估值与公司业绩释放潜力，给予公司 2023 年 25 倍 PE，对应目标价 13.25 元，维持“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示：**1) 流域来水偏枯；2) 需求下滑压制电量消纳；3) 市场交易电价波动；4) 财税等政策调整。

谨慎推荐

维持评级

当前价格：

11.30 元

目标价：

13.25 元

**分析师 严家源**

执业证书：S0100521100007

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

研究助理 赵国利

执业证书：S0100122070006

邮箱：zhaoguoli@mszq.com

相关研究

1. 浙江新能 (600032.SH) 首次覆盖报告：激水、追风、逐光，时、空互济齐发展-2023/01/16

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	4598	5704	7280	8827
增长率 (%)	42.1	24.0	27.6	21.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	775	1112	1460	1806
增长率 (%)	12.5	43.5	31.3	23.6
每股收益 (元)	0.37	0.53	0.70	0.87
PE	30.3	21.1	16.1	13.0
PB	2.7	1.9	1.7	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

注：股价为 2023 年 04 月 28 日收盘价，暂不考虑定增对于股本调整。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4598	5704	7280	8827
营业成本	2113	2537	3256	3956
营业税金及附加	57	68	80	88
销售费用	0	0	0	0
管理费用	242	285	364	441
研发费用	21	29	36	44
EBIT	2025	2643	3363	4078
财务费用	1171	1305	1333	1492
资产减值损失	-21	-23	-7	-9
投资收益	436	466	316	316
营业利润	1277	1780	2339	2893
营业外收支	22	5	5	5
利润总额	1299	1785	2344	2898
所得税	149	196	258	319
净利润	1150	1589	2086	2579
归属于母公司净利润	775	1112	1460	1806
EBITDA	3675	4304	5051	6255

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2409	3622	3256	5290
应收账款及票据	6227	7551	9638	11685
预付款项	19	23	29	36
存货	6	3	2	2
其他流动资产	844	1144	1186	1226
流动资产合计	9506	12344	14110	18239
长期股权投资	2874	3340	3657	3973
固定资产	29699	32189	37586	45594
无形资产	366	416	416	416
非流动资产合计	37136	46410	55018	62772
资产合计	46642	58753	69128	81011
短期借款	2381	2381	3381	4881
应付账款及票据	1369	1599	2051	2493
其他流动负债	3680	4411	1386	1684
流动负债合计	7430	8391	6819	9058
长期借款	20666	24666	31266	35266
其他长期负债	4250	6936	10420	13776
非流动负债合计	24916	31603	41686	49042
负债合计	32346	39994	48505	58100
股本	2080	2405	2405	2405
少数股东权益	5669	6146	6772	7545
股东权益合计	14296	18759	20623	22910
负债和股东权益合计	46642	58753	69128	81011

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	42.14	24.05	27.64	21.25
EBIT 增长率	29.19	30.47	27.27	21.24
净利润增长率	12.47	43.46	31.30	23.65
盈利能力 (%)				
毛利率	54.05	55.51	55.28	55.18
净利润率	16.86	19.50	20.06	20.46
总资产收益率 ROA	1.66	1.89	2.11	2.23
净资产收益率 ROE	8.99	8.82	10.54	11.75
偿债能力				
流动比率	1.28	1.47	2.07	2.01
速动比率	1.18	1.35	1.92	1.90
现金比率	0.32	0.43	0.48	0.58
资产负债率 (%)	69.35	68.07	70.17	71.72
经营效率				
应收账款周转天数	491.32	490.00	490.00	490.00
存货周转天数	1.11	1.00	1.00	1.00
总资产周转率	0.10	0.11	0.11	0.12
每股指标 (元)				
每股收益	0.37	0.53	0.70	0.87
每股净资产	4.15	6.06	6.66	7.39
每股经营现金流	1.40	1.42	1.89	2.59
每股股利	0.08	0.11	0.14	0.17
估值分析				
PE	30.3	21.1	16.1	13.0
PB	2.7	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	12.90	12.63	12.37	11.08
股息收益率 (%)	0.71	0.95	1.24	1.54

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1150	1589	2086	2579
折旧和摊销	1650	1661	1687	2178
营运资金变动	-785	-1391	-1578	-1602
经营活动现金流	2911	2962	3928	5388
资本开支	-3214	-10424	-9964	-9599
投资	-2453	0	0	0
投资活动现金流	-5533	-10449	-9964	-9599
股权募资	446	3000	0	0
债务募资	3565	7273	7755	8857
筹资活动现金流	1214	8700	5670	6245
现金净流量	-1408	1213	-366	2034

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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026