

节能风电 (601016.SH)

加快非限电区域资产布局，市场化交易溢价有望放大

增持

核心观点

公司2022年实现净利润16.3亿元，同比+39%；2023Q1实现净利润4.0亿元，同比-5%。公司2022年实现营收52.4亿元，同比+48%；归母净利润16.3亿元，同比+39%；毛利率为58.00%，同比+2.79pct。公司2023Q1实现营收12.7亿元，同比+7%，环比-8%；归母净利润4.0亿元，同比-5%，环比+25%；毛利率为54.91%，同比-4.93pct，环比+1.83pct。

累计装机稳步增长，23Q1风速同比提升。公司2022年经营业绩较上年有较大增长，主要系新增投运0.84GW风电项目（陆上风电0.64GW和海上风电0.20GW）带来的上网电量增加，及澳洲白石项目售电单价上涨带来的收入增长所致。截至2022年底，公司实现累计风电权益装机容量5.13GW，在建容量0.81GW，可预见的筹建项目（获取核准的潜力较大）容量2.14GW。预计2023年公司新增装机将超过0.81GW，叠加2023年一季度风速同比有所增长，公司全年量利齐升可期。

加大非限电区域开发力度，整体提升运营资产质量。公司2022年在广东等非限电区域已有运营项目0.30GW，在山西、陕西、四川等限电较少区域已有运营项目0.32GW，并以此为基础加大中东部及南方区域市场发力度。目前公司正在湖北、广西、河南、四川、黑龙江等已有项目的区域开发后续项目，在湖南、吉林等区域开展风电项目前期踏勘和测风工作，扩大资源储备。未来公司将继续加大非限电区域开发力度，从资产战略布局上降低公司整体弃风弃电率。

市场化交易比例不断提升，电力交易溢价有望放大。为了补偿可再生能源开发企业、体现环境价值，在当前的绿电交易机制下，我国绿电交易成交价普遍高于当地中长期市场均价。据北京电力交易中心统计，2022年全国各省溢价幅度为0.02-0.11元/kWh。2017-2022年公司市场化电力交易比例逐年提升，已从2017年的29.78%提高到2022年的54.44%。

风险提示：竞价上网导致电价下降；项目获取不达预期；投产进度不及预期。

投资建议：调整盈利预测，维持“增持”评级。考虑国内新能源项目强制配储政策趋严，风电项目投资成本有所承压，基于审慎性原则小幅下调盈利预测。预计公司2023-2025年归母净利润为19.2/21.2/23.8亿元（原预测21.0/22.5/25.3亿元），同比+18%/11%/12%，EPS分别为0.30/0.33/0.37元，当前PE为13/12/11倍，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,539	5,240	5,640	6,315	6,855
(+/-%)	32.7%	48.1%	7.6%	12.0%	8.6%
净利润(百万元)	768	1630	1917	2127	2385
(+/-%)	24.2%	112.4%	17.6%	10.9%	12.1%
每股收益(元)	0.15	0.25	0.30	0.33	0.37
EBIT Margin	49.0%	53.1%	52.1%	51.4%	52.7%
净资产收益率 (ROE)	7.2%	10.3%	11.0%	11.2%	11.5%
市盈率 (PE)	25.5	15.5	13.2	11.9	10.6
EV/EBITDA	16.1	11.8	11.7	11.5	10.4
市净率 (PB)	1.72	1.52	1.39	1.28	1.17

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·其他电源设备 II

证券分析师：王蔚祺 证券分析师：陈抒扬
010-88005313 0755-81982965
wangweiqi2@guosen.com.cn chenshuyang@guosen.com.cn
S0980520080003 S0980523010001

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	3.92元
总市值/流通市值	25381/23330百万元
52周最高价/最低价	5.98/3.60元
近3个月日均成交额	178.99百万元

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

- 《节能风电(601016)-三季度业绩预增32%，全年有望高速增长》——2022-10-14
- 《节能风电(601016.SH)-项目投产叠加海外需求回暖，盈利改善显著》——2022-07-14
- 《节能风电-601016-2021年中报点评：风资源改善与新投产并进，利润增厚显著》——2021-08-28

公司 2022 年实现营收 52.4 亿元，同比+48%，对应 Q4 实现营收 13.8 亿元，同比+46%，环比+18%；归母净利润 16.3 亿元，同比+39%，对应 Q4 实现归母净利润 3.2 亿元，同比+1126%，环比+6%；毛利率为 58.00%，同比+2.79pct；对应 Q4 毛利率为 53.08%，同比+3.55pct，环比+0.37pct。

公司 2023Q1 实现营收 12.7 亿元，同比+7%，环比-8%；归母净利润 4.0 亿元，同比-5%，环比+25%；毛利率为 54.91%，同比-4.93pct，环比+1.83pct。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



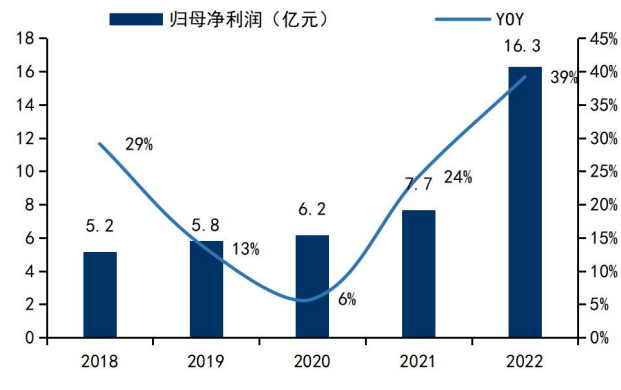
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 注：暂不考虑追溯数据。

图2：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



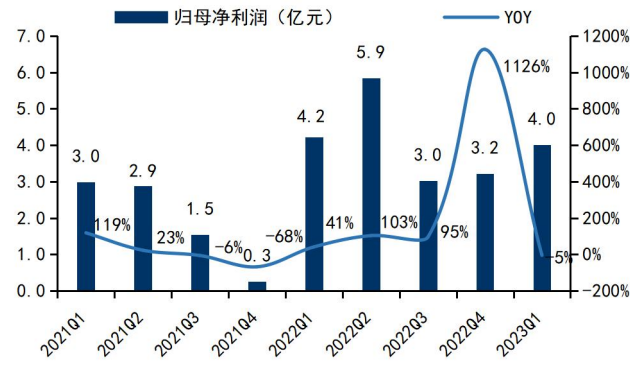
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 注：暂不考虑追溯数据。

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 注：暂不考虑追溯数据。

图4：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）

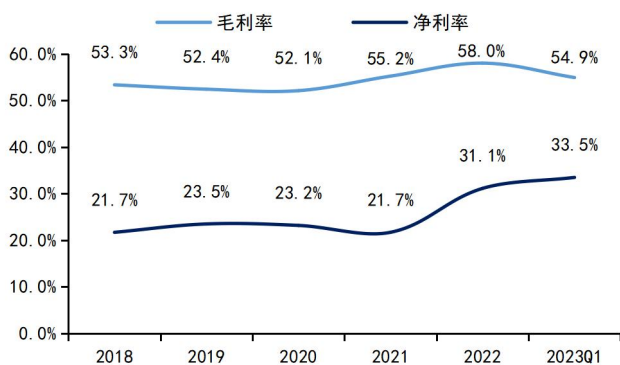


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 注：暂不考虑追溯数据。

公司期间费用率持续下降。公司 2022 年期间费用率为 21.34%，同比-4.38pct，其中，管理/研发/财务费率分别为 3.87%（-1.41pct）、0.46%（+0.08pct）、17.01%（-3.04pct）。公司 2023Q1 期间费用率为 19.45%，同比-2.48pct，其中，管理/研发/财务费率分别为 3.46%（-0.09pct）、0.56%（+0.29pct）、15.43%（-2.86pct）。

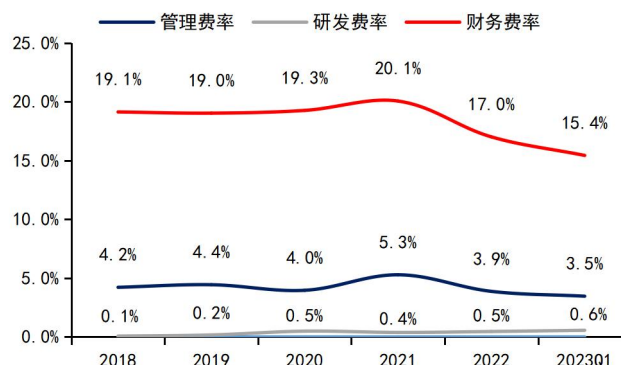
公司 2022 年计提资产减值损失 0.07 亿元，计提信用减值损失 0.11 亿元。公司 2023Q1 计提信用减值损失 0.04 亿元，暂无资产减值损失。

图5: 公司毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司费用率变化情况

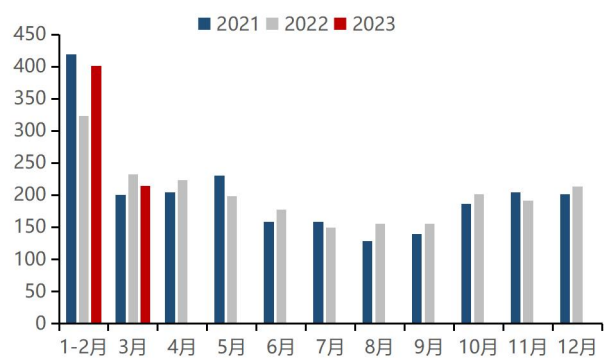


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

累计装机稳步增长, 23Q1 风速同比提升。公司 2022 年经营业绩较上年有较大增长, 主要系新增投运 0.84GW 风电项目(陆上风电 0.64GW 和海上风电 0.20GW)带来的上网电量增加, 及澳洲白石项目售电单价上涨带来的收入增长所致。公司 2023Q1 经营业绩同比增幅较大, 主要系新增风电项目投入运营、风况较去年同期有所提升所致。

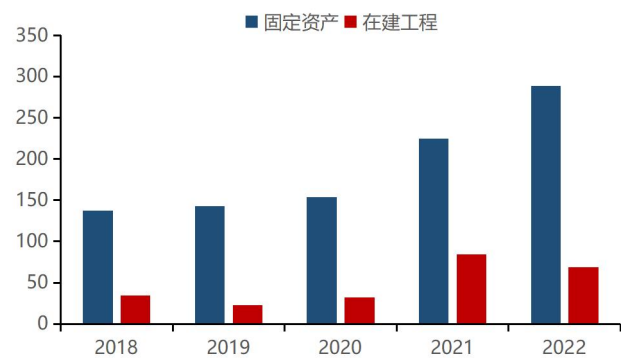
截至 2022 年底, 公司实现累计风电权益装机容量 5.13GW, 在建容量 0.81GW, 可预见的筹建项目(获取核准的潜力较大)容量 2.14GW。考虑到风电项目普遍为 1 年以内的建设周期, 预计 2023 年公司新增装机将超过 0.81GW, 叠加开年一季度风速同比有所增长, 公司全年量利齐升可期。

图7: 全国风电逐月利用小时数



资料来源: 中电联, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司固定资产与在建工程(亿元)

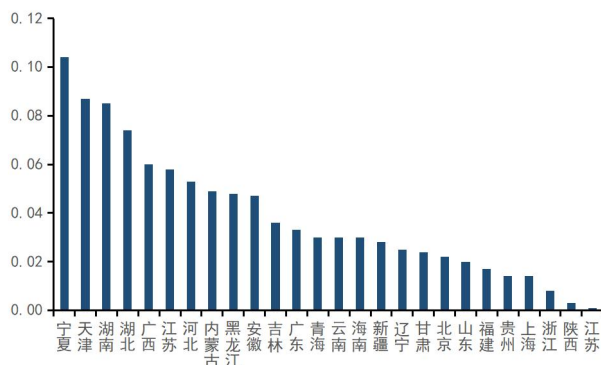


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

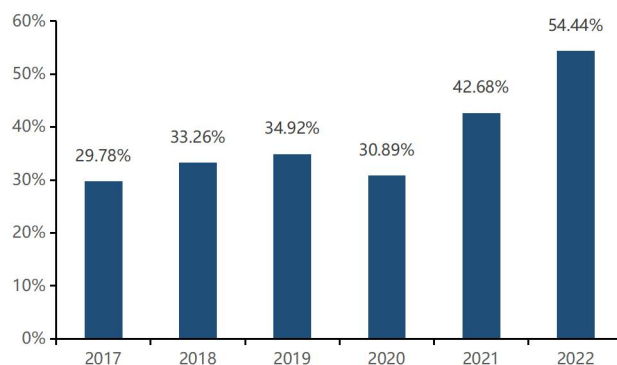
加大非限电区域开发力度, 整体提升运营资产质量。公司 2022 年在广东等非限电区域已有运营项目 0.30GW, 在山西、陕西、四川等限电较少区域已有运营项目 0.32GW, 并以此为基础加大中东部及南方区域市场发力度。目前公司正在湖北、广西、河南、四川、黑龙江等已有项目的区域开发后续项目, 在湖南、吉林等区域开展风电项目前期踏勘和测风工作, 扩大资源储备, 未来公司将继续加大非限电区域开发力度, 从资产战略布局上降低公司整体弃风弃电率。

市场化交易比例不断提升, 电力交易溢价有望放大。为了补偿可再生能源开发企业、体现环境价值, 在当前的绿电交易机制下, 我国绿电交易成交价普遍高于当地中长期市场均价。据北京电力交易中心统计, 2022 年全国各省溢价幅度为 0.02-0.11 元/kWh。2020-2022 年公司市场化电力交易比例逐年提升, 已从 2017

年的 29.78% 提高到 2022 年的 54.44%。其中，2022 年，公司青海区域全电量参与市场交易，张北区域、新疆区域、甘肃区域交易量占比分别约 72%、70%、62%，较去年有大幅提升。

图9：2022 年全国各省绿电交易溢价情况（元/kWh）


资料来源：北京电力交易所，国信证券经济研究所整理

图10：2017-2022 年公司市场化电力交易占比（%）


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

积极推进澳大利亚后续项目，继续加大海外项目开发。2022 年公司澳大利亚白石 175MW 项目平均利用小时数为 3201h，平均售电价格为 0.90 元/kWh，均大幅领先国内风电项目，已成为公司经营业绩的重要支撑。依托澳洲项目并购及建设运营的经验，未来公司将在加快推进澳大利亚后续项目的同时，也加强对欧洲及“一带一路”沿线等国家风电市场的跟踪研究及项目前期论证，继续扩大公司的海外市场份额。

投资建议：调整盈利预测，维持“增持”评级

考虑国内新能源项目强制配储政策趋严，风电项目投资成本有所承压，基于审慎性原则小幅下调盈利预测。预计公司 2023-2025 年归母净利润为 19.2/21.2/23.8 亿元（原预测 21.0/22.5/25.3 亿元），同比 +18%/11%/12%，EPS 分别为 0.30/0.33/0.37 元，当前 PE 为 13/12/11 倍，维持“增持”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1671	3428	6720	10371	10255	营业收入	3539	5240	5640	6315	6855
应收款项	4966	5178	6181	6575	6761	营业成本	1585	2201	2421	2671	2906
存货净额	168	166	179	198	215	营业税金及附加	18	29	32	36	39
其他流动资产	476	491	557	561	581	销售费用	0	0	0	0	0
流动资产合计	7308	11593	15991	20063	20177	管理费用	187	203	224	334	265
固定资产	29803	29898	32263	34993	37180	研发费用	14	24	26	29	32
无形资产及其他	289	321	315	308	302	财务费用	710	891	640	700	713
其他长期资产	1947	1888	2538	2526	2536	投资收益	4	1	0	0	0
长期股权投资	69	70	70	70	70	资产减值及公允价值变动	(205)	(18)	(80)	0	0
资产总计	39416	43770	51176	57960	60265	其他收入	295	119	160	80	80
短期借款及交易性金融负债	2565	4268	3000	3000	3000	营业利润	915	1975	2298	2626	2981
应付款项	3259	2175	3316	3659	3583	营业外净收支	(10)	(2)	0	0	0
其他流动负债	334	430	383	391	396	利润总额	904	1974	2298	2626	2981
流动负债合计	6164	6873	6700	7049	6979	所得税费用	101	228	266	368	447
长期借款及应付债券	21170	19862	25760	30551	31071	少数股东损益	36	115	115	131	149
其他长期负债	700	452	512	572	632	归属于母公司净利润	768	1630	1917	2127	2385
长期负债合计	21870	20315	26272	31123	31703	现金流量表 (百万元)	2020	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	28034	27188	32972	38172	38682	净利润	768	1630	1917	2127	2385
少数股东权益	722	782	843	875	924	资产减值准备	(191)	(7)	(80)	0	0
股东权益	10660	15800	17361	18913	20660	折旧摊销	1226	1675	2042	2277	2519
负债和股东权益总计	39416	43770	51176	57960	60265	公允价值变动损失	0	(0)	0	0	0
						财务费用	710	891	640	700	713
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(741)	(1216)	(12)	(72)	(299)
每股收益	0.15	0.25	0.30	0.33	0.37	其它	1041	2463	895	891	922
每股红利	0.05	0.06	0.09	0.10	0.11	经营活动现金流	2102	4544	4762	5223	5526
每股净资产	2.27	2.56	2.81	3.06	3.33	资本开支	(6176)	(2642)	(4400)	(5000)	(4700)
ROIC	4%	7%	6%	6%	6%	其它投资现金流	(17)	(2306)	(650)	12	(10)
ROE	7%	10%	11%	11%	12%	投资活动现金流	(6193)	(4948)	(5050)	(4988)	(4710)
毛利率	55%	58%	57%	58%	58%	权益性融资	283	3382	(0)	0	0
EBIT Margin	49%	53%	52%	51%	53%	负债净变化	4341	26	4630	4791	520
EBITDA Margin	84%	85%	88%	87%	89%	支付股利、利息	(248)	(363)	(410)	(675)	(738)
收入增长	33%	48%	8%	12%	9%	其它融资现金流	679	1334	(1268)	0	0
净利润增长率	24%	112%	18%	11%	12%	融资活动现金流	3666	2155	3580	3416	(931)
资产负债率	71%	62%	64%	66%	64%	现金净变动	(425)	1751	3292	3651	(115)
息率	1.4%	1.4%	2.3%	2.5%	2.8%	货币资金的期初余额	2111	1671	3428	6720	10371
P/E	25.47	15.49	13.17	11.87	10.6	货币资金的期末余额	1671	3428	6720	10371	10255
P/B	1.72	1.5	1.4	1.3	1.2	企业自由现金流	(4150)	277	228	(3)	591
EV/EBITDA	16.1	11.8	11.7	11.5	10.4	权益自由现金流	(2848)	(411)	1292	2185	505

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提及的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