

投资评级 优于大市 首次覆盖

深耕行业 15 年，装机增长进入快车道

股票数据

03月22日收盘价(元)	4.78
52周股价波动(元)	3.61-8.15
总股本/流通A股(百万股)	5013/4481
总市值/流通市值(百万元)	23961/21417

相关研究

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-12.8	-12.3	-25.6
相对涨幅 (%)	-5.8	-1.3	-12.1

资料来源: 海通证券研究所

投资要点:

- 深耕风电 15 年，经验丰富，资源获取能力强。**公司 2006 起开发运营风电，是中国节能环保集团唯一的风电开发运营平台（中节能持股 48%），运维经验丰富、上下游资源深厚，使公司有较强的资源获取能力。公司 21 年营收/归母净利分别为 35.4/7.7 亿元，YOY32.7%/24.2%，归母净利增速低于营收增速主要由于公司澳洲项目计提 1.5 亿元减值导致。公司 2021 年上网电量 96.4 亿千瓦时，YOY47.3%，测算度电扣非盈利 0.08 元（中图能源/三峡能源/龙源电力分别为 0.25/0.15/0.09 元/度，详见表 2）。
- 装机规模快速扩张，业绩增量可期。**截至 21 年底，公司控股装机容量 429 万千瓦，YOY35.9%，增长较“十三五”（CAGR12.7%）显著提速。公司当前在建项目 133 万千瓦，储备 297 万千瓦，且在建项目建设进度均已较高，我们预计公司装机扩张有望维持高增速，预计 22-24 年末装机 550/660/760 万千瓦，YOY28.2%/20.0%/15.1%。过去 3 年公司平均利用小时较全国高 134 小时，主要受益于项目资源禀赋及管理经验；由于 21 年整体风况较好（全国利用小时较 20 年提升 149 小时），预计 22 年利用小时或下行，测算公司 22-24 年上网电量 113/134/157 亿度，YOY16.9%/18.7%/17.3%。我们认为市场化电价涨幅打开和绿电销售或缓和公司度电收入下降趋势（21 年上网电价（含税）为 0.464 元/度，YOY2.0%，全年度电收入拆分详见表 3）。我们预计公司 22-24 年实现营收 46.0/54.1/62.8 亿元，YOY30.0%/17.5%/16.1%。
- 股权激励明确增长目标，未来需提高负债率或股权融资。**（1）股权激励：公司授予 129 名激励对象（包括董事长、业务骨干等）限制性股票 2638 万股，授予价格 1.75 元/股（较 3 月 21 日收盘价折价 64%），对应业绩考核要求 21-23 年营收较 19 年 CAGR 不低于 10%/11%/12%，测算公司 22/23 年营收需达到 34.0/39.1 亿元。股权激励将使 22/23 年管理费用分别增加 0.13 亿元，费用增加有限，但有望提升业务拓展积极性及对市值管理的重视。（2）按 6 元/瓦的建设成本计算，我们测算 22-24 年公司资本开支 73/66/60 亿元，公司 21 年经营现金流（21 亿元）可初步覆盖资本金投资（按 30%的资本金比例测算），但预计公司融资规模仍将上升，财务费用或继续上行。
- 盈利预测和估值。**根据国家能源局，22 年 1-2 月全国风电利用小时 YOY -23.0%，考虑公司装机增长及风电利用小时优势，测算 22Q1 公司净利润 3.5 亿元，YOY18.2%。我们预计公司 22-24 年实现归母净利 13.1/15.9/18.7 亿元，对应 EPS 为 0.26/0.32/0.37 元。参考可比公司估值，给予公司 2022 年 23-25 倍 PE，对应合理价值区间 5.98-6.50 元，首次覆盖给予优于大市评级。
- 风险提示。**装机不及预期；市场电让利扩大；风机降本不及预期；融资受限。

分析师:吴杰

Tel:(021)23154113

Email:wj10521@htsec.com

证书:S0850515120001

分析师:傅逸帆

Tel:(021)23154398

Email:fyf11758@htsec.com

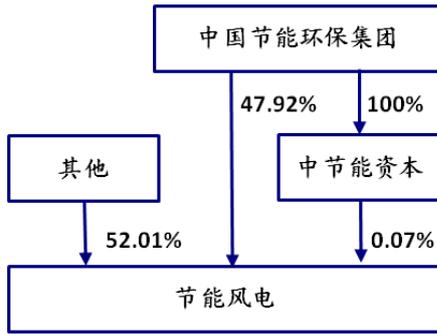
证书:S0850519100001

主要财务数据及预测

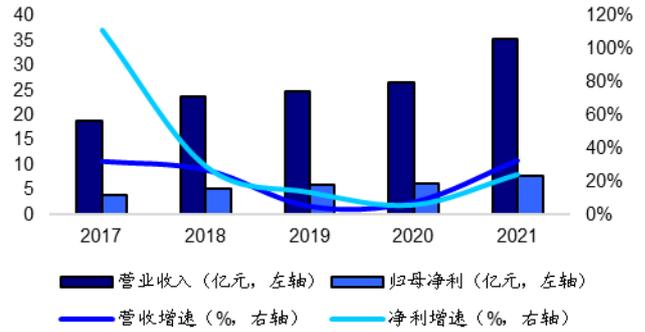
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	2667	3539	4602	5406	6276
(+/-)YoY(%)	7.2%	32.7%	30.0%	17.5%	16.1%
净利润(百万元)	618	768	1309	1590	1868
(+/-)YoY(%)	5.8%	24.2%	70.5%	21.4%	17.5%
全面摊薄 EPS(元)	0.12	0.15	0.26	0.32	0.37
毛利率(%)	52.1%	55.2%	55.3%	56.1%	55.7%
净资产收益率(%)	6.3%	7.2%	10.9%	11.7%	12.1%

资料来源: 公司年报(2020A-2021A), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

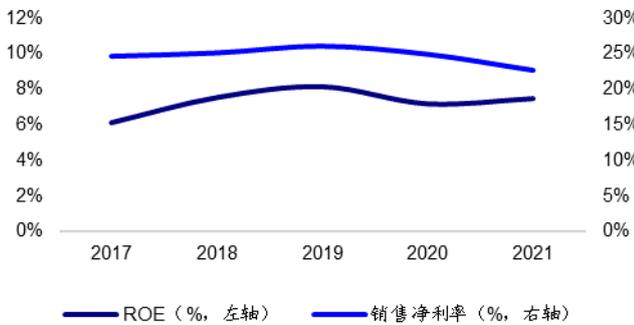
图1 节能风电股权结构图 (截至 21 年年报)


资料来源: 公司 2021 年年报, 海通证券研究所

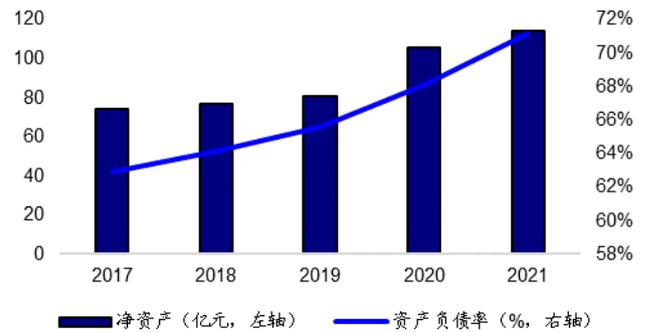
图2 21 年公司营收、归母净利润增速提升


资料来源: wind, 海通证券研究所

注: 20 年公司上网电量 YOY9.7%, 疫情+多边交易电价较低使公司上网电价 YOY-1.3%, 财务费用 YOY8.5%, 导致公司营收、归母净利润增速较低

图3 2021 年澳洲项目计提减值 1.5 亿致公司销售净利率下滑


资料来源: wind, 海通证券研究所

图4 资产负债率随项目快速扩张而提升


资料来源: wind, 海通证券研究所

盈利预测和估值

(1) 公司目前在在建装机建设进度均已较高 (按照投资金额测算, 在建项目平均进度达 70%), 且项目储备充足, 我们预计公司 2022-24 年装机扩张有望保持高增速。

(2) 过去三年, 公司装机利用小时数较全国平均高 134 小时, 由于 21 年整体风况较好 (全国利用小时较 20 年提升 149 小时), 预计 22 年风况转差造成利用小时或下行, 我们假设公司 2022-24 年风电利用小时维持在 2300 左右。

(3) 公司 21 年并网平价项目 83 万千瓦 (占并网项目合计 73.5%), 但市场化电价涨幅打开对冲平价项目对公司电价的负面影响 (21 年市场化电量占比提升 11.8pct 至 42.7%), 使整体电价 YOY2%, 但随平价项目投产规模加大, 我们预计公司 2022-24 年整体电价趋势稳中微降。

(4) 21 年公司装机扩张 (YOY35.9%) 带动财务费用 YOY38.2%, 我们按照风电场建设单位成本 6 元/瓦测算公司所需资本开支, 按 70% 负债率测算公司债务融资需求, 预计财务费用将继续提升, 若公司装机扩张超预期, 公司或有其他股权融资需求。

表 1 盈利预测表 (亿元)

		2021	2022E	2023E	2024E
电力	收入 (亿元)	35.20	45.85	53.87	62.57
	YOY	32%	30%	18%	16%
	毛利率	55%	55%	56%	56%
其他	收入 (亿元)	0.17	0.17	0.18	0.19
	YOY	114%	5%	5%	5%
	毛利率	47%	36%	37%	40%
总计	营业总收入 (亿元)	35.39	46.02	54.06	62.76
总计	毛利率	55%	55%	56%	56%

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表 (倍)

可比公司	21 年扣非净利 (亿元)	21 年发电量 (亿度)	度电扣非盈利 (元/度)	PE (TTM)	PE (2022E)	PE (2023E)	PB (MRQ)
中闽能源	6.7	27	0.25	21	15	12	2.9
三峡能源	51.0	331	0.15	32	24	19	2.7
龙源电力	58.2	633	0.09	37	29	25	4.0
平均值			0.16	30	23	19	3.2
节能风电	7.6	100	0.08	31	18	15	2.3

资料来源:可比公司估值预测来自 wind 一致预期 (2022/03/22), 节能风电估值预测来自海通证券研究所。

注:该测算为各公司所有种类电源的加权度电盈利, 中闽能源、三峡能源、龙源电力、节能风电报告期内风电发电量占比分别为 99%、69%、81%、100%; 其中龙源电力扣非净利为公司业绩快报的中值。

表 3 节能风电分报告期业绩对比

	2020 (全年)	1H21	2H21	2021 (全年)
经营数据				
控股装机容量 (万千瓦)	316	354	429	429
新增装机 (万千瓦)	30	39	75	113
发电量 (亿千瓦时)	68.2	49.0	50.9	99.9
上网电量 (亿千瓦时)	65.4	47.4	49.0	96.4
利用小时 (小时)	2250	1464	1298	2369
财务数据				
营业收入 (亿元)	26.7	18.0	17.4	35.4
营业成本 (亿元)	12.8	7.1	8.8	15.9
税金及附加 (亿元)	0.2	0.1	0.1	0.2
管理费用 (亿元)	1.1	0.8	1.1	1.9
财务费用 (亿元)	5.1	2.9	4.2	7.1
资产减值损失 (亿元)	-0.1	-0.1	-1.8	-1.9
归母净利 (亿元)	6.2	5.9	1.8	7.7
度电测算				
度电收入 (元/度)	0.408	0.379	0.356	0.367
度电成本 (元/度)	0.196	0.149	0.180	0.164
度电净利 (元/度)	0.095	0.124	0.037	0.080
恢复资产减值损失后度电净利 (元/度)	0.096	0.127	0.068	0.097

资料来源: wind, 海通证券研究所测算

注 1: 1H21 和 2H21 利用小时数为按平均控股装机容量计算的数值, 2020 和 2021 利用小时数为公司披露值;

注 2: 2H21 公司度电盈利水平较 1H21 显著下滑, 主要原因有: ①2H 较 1H 度电收入下降 6.3%, 或由于新投产平价项目导致; ②2H 较 1H 利用小时下降 11.3%, 同时导致度电成本相应上涨; ③2H 财务费用较 1H 增加超过 1 亿, 可能由于公司 2H 装机扩张加快 (测算 1H、2H 分别投产 39、75 万千瓦); ④2H21 计提资产减值损失 1.8 亿, 若将税后减值加回, 2H 度电净利可提升至 0.068 元。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	3539	4602	5406	6276
每股收益	0.15	0.26	0.32	0.37	营业成本	1585	2056	2375	2777
每股净资产	2.13	2.39	2.70	3.08	毛利率%	55.2%	55.3%	56.1%	55.7%
每股经营现金流	0.42	1.06	1.32	1.55	营业税金及附加	18	31	38	45
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%
价值评估 (倍)					营业费用	0	0	0	0
P/E	31.22	18.30	15.07	12.83	营业费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/B	2.25	2.00	1.77	1.55	管理费用	187	221	265	318
P/S	6.77	5.21	4.43	3.82	管理费用率%	5.3%	4.8%	4.9%	5.1%
EV/EBITDA	15.15	8.66	7.50	6.61	EBIT	1809	2271	2701	3097
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	710	793	886	963
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	20.1%	17.2%	16.4%	15.3%
毛利率	55.2%	55.3%	56.1%	55.7%	资产减值损失	-191	0	0	0
净利润率	21.7%	28.4%	29.4%	29.8%	投资收益	4	0	0	0
净资产收益率	7.2%	10.9%	11.7%	12.1%	营业利润	915	1570	1906	2238
资产回报率	1.9%	3.0%	3.3%	3.5%	营业外收支	-10	-12	-14	-16
投资回报率	4.6%	5.1%	5.5%	5.8%	利润总额	904	1558	1892	2222
盈利增长 (%)					EBITDA	3049	5683	6868	8053
营业收入增长率	32.7%	30.0%	17.5%	16.1%	所得税	101	187	227	267
EBIT 增长率	39.9%	25.5%	18.9%	14.7%	有效所得税率%	11.1%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润增长率	24.2%	70.5%	21.4%	17.5%	少数股东损益	36	62	75	88
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	768	1309	1590	1868
资产负债率	71.1%	71.0%	70.5%	69.5%	资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动比率	1.19	1.13	1.17	1.20	货币资金	1671	1066	1276	1565
速动比率	1.15	1.10	1.13	1.15	应收账款及应收票据	4966	5989	6738	7651
现金比率	0.27	0.15	0.17	0.19	存货	168	225	260	304
经营效率指标					其它流动资产	504	547	571	598
应收账款周转天数	488.61	450.00	430.00	420.00	流动资产合计	7308	7828	8846	10118
存货周转天数	38.57	40.00	40.00	40.00	长期股权投资	69	69	69	69
总资产周转率	0.09	0.10	0.11	0.12	固定资产	22487	26485	30023	33169
固定资产周转率	0.16	0.17	0.18	0.19	在建工程	7318	7409	7705	8102
					无形资产	289	289	289	289
现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	非流动资产合计	32108	36197	40030	43574
净利润	768	1309	1590	1868	资产总计	39416	44024	48875	53692
少数股东损益	36	62	75	88	短期借款	261	180	190	200
非现金支出	1444	3412	4167	4956	应付票据及应付账款	3259	3943	4555	5327
非经营收益	715	833	924	1007	预收账款	4	5	5	6
营运资金变动	-861	-306	-132	-133	其它流动负债	2640	2774	2839	2917
经营活动现金流	2102	5309	6623	7786	流动负债合计	6164	6902	7589	8450
资产	-6176	-7512	-8014	-8516	长期借款	17741	19241	20741	22241
投资	0	0	0	0	其它长期负债	4129	5129	6129	6629
其他	-18	0	0	0	非流动负债合计	21870	24370	26870	28870
投资活动现金流	-6193	-7512	-8014	-8516	负债总计	28034	31272	34459	37320
债权募资	1941	2419	2510	2010	实收资本	5013	5013	5013	5013
股权募资	46	0	0	0	归属于母公司所有者权益	10660	11969	13559	15426
其他	1679	-821	-910	-991	少数股东权益	722	783	858	946
融资活动现金流	3666	1598	1600	1019	负债和所有者权益合计	39416	44024	48875	53692
现金净流量	-450	-605	210	289					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 22 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021A), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

吴杰 公用事业、煤炭行业
傅逸帆 公用事业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 中煤能源,靖远煤电,盛剑环境,长高集团,涪陵电力,华阳股份,黔源电力,赣能股份,兖矿能源,金能科技,电投能源,开滦股份,安科瑞,京能电力,华电国际,山西焦煤,隆盛科技,潞安环能,江苏国信,德创环保,浩通科技,普利特,文山电力,富春环保,北清环能,三峡能源,英科再生,华能国际,盘江股份,平煤股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。