

把握集团产业优势，推进海陆齐发战略

投资要点

- **事件:** 公司发布2022年半年报，上半年公司实现营收17.7亿元，归母净利润为4.1亿元。分季度看，公司Q1/Q2营收分别为7.9/9.8亿元，Q2环比增长24%；Q1/Q2利润分别为2.8/1.4亿元，Q2业绩符合预期。
- **产业布局逐步完善，推进“海陆齐发”战略。** 2022年上半年公司新能源发电业务营收达17.5亿元，总营收占比98.5%，股权投资金额达123.6亿元。上半年公司累计装机容量403万千瓦，其中海风40万千瓦（占比10%）、陆风279万千瓦（占比69%）、光伏74万千瓦（占比18%）；上半年公司风电利用小时1160小时（-153小时），光伏发电平均利用小时为787小时（+58小时）；上半年公司累计完成发电量41.4亿千瓦时（+2.2%），其中海风4.8亿千瓦时（-20%），陆风发电量30亿千瓦时（+4%），光伏发电量5.8亿千瓦时（+15%），海风发电量下降原因为来风情况不及21年。
- **财务指标优化，资产结构合理。** 16-21年公司主营业务为房地产开发时，资产负债率常年高居80%以上，目前公司资产负债率已降至54%，长期借款占比36%，持有货币资金58亿元，占资产比重15%，公司财务指标相比往年优化效果显著，资产负债结构合理，现金流充足，流动性储备良好，保持足够的偿债能力，保障公司后续年度的项目开发建设需求。
- **实现集团产业资源协同，提升多能互补能力。** 公司独特的竞争优势在于与绿发集团的产业协同效应。集团以绿色发展为主题，产业布局涵盖绿色能源、低碳城市、现代服务业、战略性新兴产业等板块，可为公司带来资源配套优势。同时，公司建成了国际领先的“风、光、热、蓄、调、荷”于一体的多能互补、智能调度的纯清洁能源综合利用创新基地，该项目是国家首批多能互补项目。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2022-2024年归母净利润分别为9.3亿元、16.2亿元、26.5亿元，未来三年归母净利润将保持69.0%的复合增长率，公司22H1净资产为161.9亿元，我们给予公司2.4倍PB估值，目标价20.86元，上调为“买入”评级。
- **风险提示:** 行业发展及竞争加剧、项目建设不及预期、项目运营成本上升、税收优惠政策变化等。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	16235.78	4664.37	8070.73	11378.41
增长率	-17.80%	-71.27%	73.03%	40.98%
归属母公司净利润(百万元)	-1357.83	928.75	1623.32	2650.46
增长率	-161.40%	168.40%	74.79%	63.27%
每股收益EPS(元)	-0.73	0.50	0.87	1.42
净资产收益率ROE	-9.86%	6.71%	11.11%	15.29%
PE	-	29.3	16.8	10.3
PB	1.95	1.77	1.60	1.40

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷
执业证号: S1250515090004
电话: 023-67610701
邮箱: wyting@swsc.com.cn
联系人: 池天惠
电话: 13003109597
邮箱: cth@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	18.63
流通A股(亿股)	18.63
52周内股价区间(元)	4.55-28.3
总市值(亿元)	271.93
总资产(亿元)	791.12
每股净资产(元)	7.49

相关研究

1. 广宇发展(000537): 资产置换草案公布, 新能源转型可期 (2021-12-06)
2. 广宇发展(000537): 转型新能源, 开启新征程 (2021-11-10)

目 录

1 转型成果显著，完成“海陆齐发”布局	1
1.1 业绩表现不佳，资产结构受限.....	1
1.2 资产置换后，实现“海陆齐发”业务布局.....	2
2 盈利预测与估值	4
2.1 盈利预测.....	4
2.2 相对估值.....	5
3 风险提示	5

图 目 录

图 1：公司 22H1 营收为 17.7 亿元	1
图 2：公司 22H1 归母净利润为 4.1 亿元	1
图 3：公司 22H1 资产负债率大幅下降 28.9pp.....	1
图 4：资产重组后公司 22H1 债务总额较 20 年大幅下降	1
图 5：公司资产置换前后股权结构变化.....	2
图 6：22H1 公司陆风装机量占比达 69.2%.....	3
图 7：22H1 公司陆风发电量占比达 73.7%.....	3
图 8：公司 2022 与十四五目标概况.....	3

表 目 录

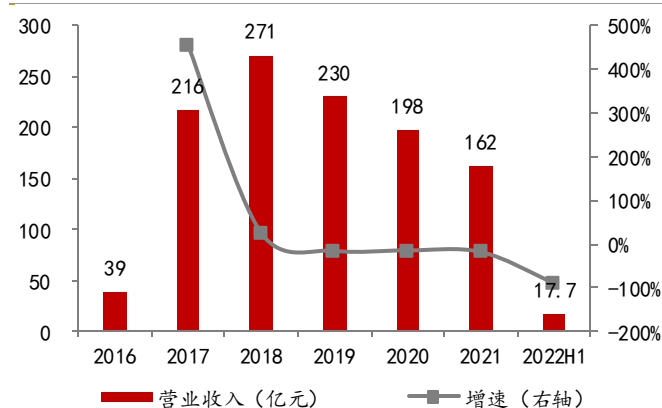
表 1：公司主要控股参股公司.....	2
表 2：公司报告期内新增项目一览.....	4
表 3：分业务收入及毛利率	4
表 4：可比公司估值.....	5
附表：财务预测与估值	6

1 转型成果显著，完成“海陆齐发”布局

1.1 业绩表现不佳，资产结构受限

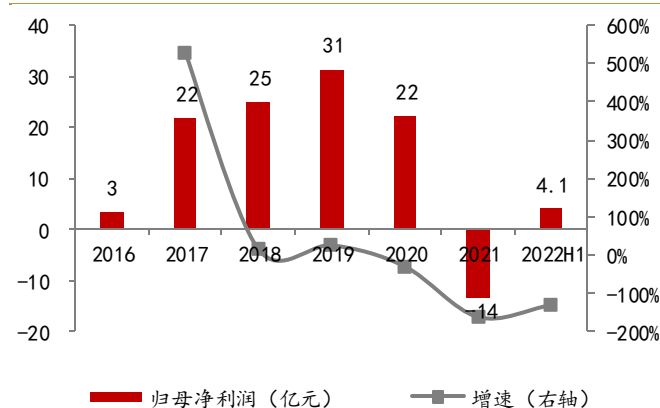
剥离房地产业务，实现绿色能源转型。公司房地产业务销售额自 2019 年开始显著下降，2019-2021 年分别同比下降 16%、15%、19%，2021 年该业务营收仅为 155 亿元，相比于 2018 年 266 亿元的最高营收，21 年下降 42%。公司归母净利润 2020、2021 年连续下降，分别同比下降 30% 和 161%。公司于 2022 年 1 月完成重大资产重组，剥离所有房地产业务，置入鲁能新能源，实现向风电光伏发电为主业的绿色能源转型。公司 22H1 虽然营收因业务调整有较大下滑，但是利润实现了大幅扭亏为盈，公司 22H1 实现营收 17.7 亿元，归母净利润 4.1 亿元。

图 1：公司 22H1 营收为 17.7 亿元



数据来源：公司公告，西南证券整理

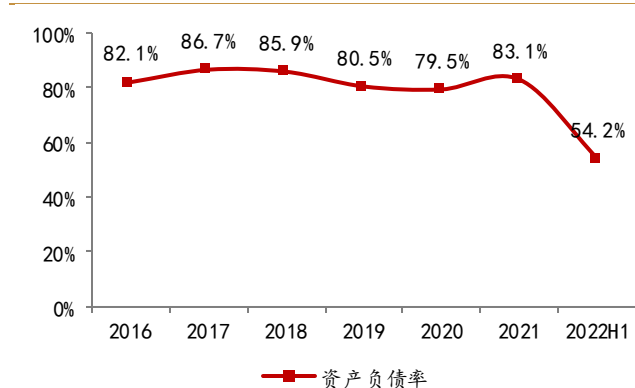
图 2：公司 22H1 归母净利润为 4.1 亿元



数据来源：公司公告，西南证券整理

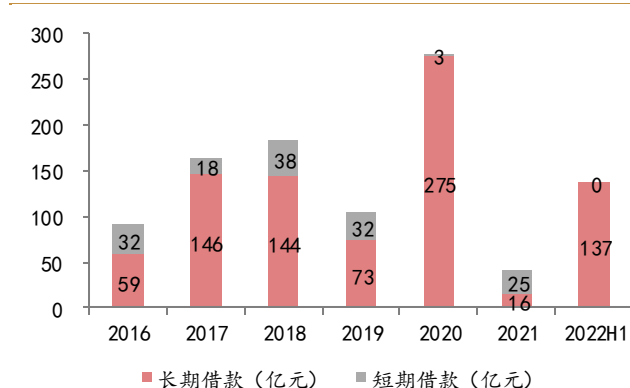
转型前资产负债率保持高位，财务压力陡增。2016-2021 年间，公司资本结构长期保持高负债水平，除 2020 年为 79.5% 外，其余各年的资产负债率均超过 80%，作为房地产企业，正常的资产负债率应为 40%-60%。此外，2017 年起，公司长期借款占比显著增加，该年占比为 89%，2020 年增加至 98.9%。公司长期借款为主的负债结构带来较大的财务压力，进一步压缩公司利润空间。完成绿电转型后，22H1 公司资产负债率大幅下降至 54.2%，资本结构得到大幅优化。

图 3：公司 22H1 资产负债率大幅下降 28.9pp



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：资产重组后公司 22H1 债务总额较 20 年大幅下降



数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 资产置换后，实现“海陆齐发”业务布局

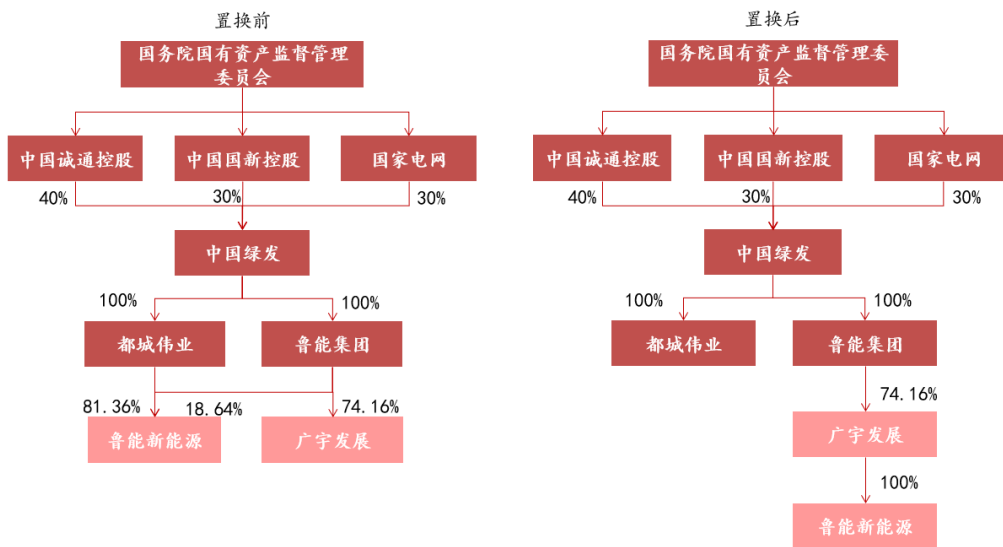
进行资产置换，退出房地产行业，转型新能源。公司2021年9月发布公告，将置入鲁能新能源100%股权，置出所持所属房地产公司及物业公司股权等资产负债。交易对手方鲁能集团为公司控股股东，都城伟业为公司关联方，二者控股股东均为中国绿发投资集团，实际控制人为国务院国资委。此次交易完成后，广宇发展将全面退出房地产市场，主营业务将变更为新能源发电。目前，公司基本完成重大资产重组后续工作，实现公司主营业务由房地产向绿色能源的产业转型，主要控股参股公司均为新能源发电企业。

表 1：公司主要控股参股公司

公司名称	公司类型	主要业务	2022年 H1 营业收入（百万元）	2022年 H1 净利润（百万元）
鲁能新能源（集团）有限公司	二级子公司	新能源发电	1771	519
肃北鲁能新能源有限公司	三级子公司		127	48
江苏广恒新能源有限公司			367	105
青海格尔木鲁能新能源有限公司			302	96

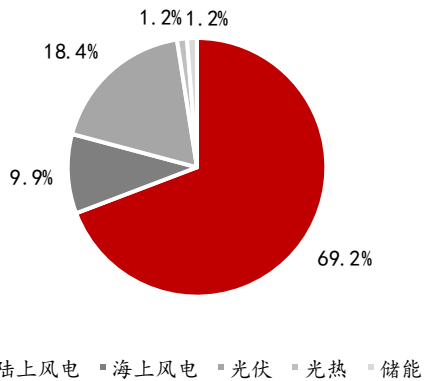
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司资产置换前后股权结构变化

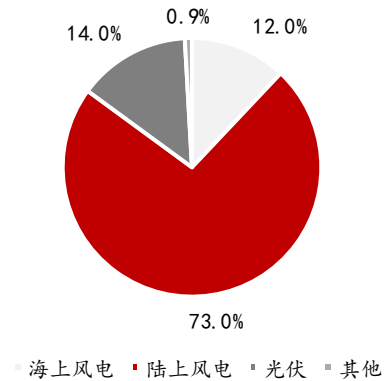


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司基本实现“海陆齐发”布局，发电量略有增长。公司目前装机情况和发电结构均以风电和光伏为主，截至22年6月底，公司装机结构中，陆上风电装机容量达279万千瓦，占比69.2%，海风占比9.9%，光伏占18.4%，风电装机合计占79.1%。2022上半年公司陆上风电发电量为30.3亿千瓦时，同比增长4.1%，占报告期内总发电量的73.7%，光伏发电5.6亿千瓦时，占14%，海风发电4.84亿千瓦时，占12%，基本实现“海陆齐发”业务布局。

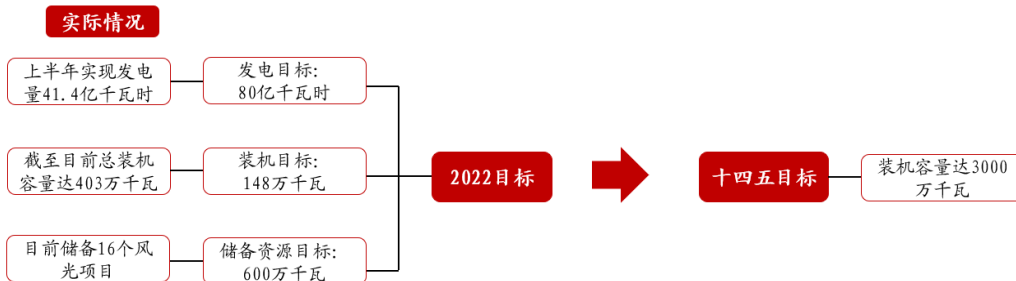
图 6：22H1 公司陆风装机量占比达 69.2%


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：22H1 公司陆风发电量占比达 73.7%


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司制定 2022 年新增装机 148 万千瓦、发电量 80 亿千瓦时目标。公司 2021 年年报披露，“十四五”期间，公司将研究拓展新业态新模式，推动产业转型，打造综合型绿色能源服务产业群，计划到“十四五”末，公司建设运营装机容量 3000 万千瓦。此外，公司 2022 年总体目标是：确保实现发电量 80 亿千瓦时，投产 148 万千瓦，新增储备优质资源 600 万千瓦。根据公司在手资源的实际情况，部分项目指标于 21 年获取，但在开发建设过程中，需要土地预审、环评等前期手续，缺少部分手续无法开工，基于此类情况，公司做出 148 万千瓦的目标。2022 上半年公司已完成发电量 41.4 亿千瓦时，基本完成上半年发电目标。公司 22 年投产的项目主要是光伏项目，少部分是风电，部分风电项目没有达到开工条件。

图 8：公司 2022 与十四五目标概况


数据来源：公司公告，西南证券整理

推进项目获取和建设，报告期内新增七个风光项目。公司现金充裕，有序推进风光项目获取和建设，国家电网是公司股东之一，公司也尽可能发挥自身的优势，与股东方形成战略协同，某些项目指标获取时，要求建设配套的产业，包括酒店、工业园、产业园等，公司在该方面具有经验优势。2022 半年报披露，公司报告期内新增七个风光项目，共投入 7430 万元，总项目规模达 750MW。

表 2：公司报告期内新增项目一览

项目名称	投入金额 (百万元)	项目规模 (MW)
陕西宜君二期光伏电站	1.2	50
新疆克拉玛依 20 万千瓦光伏项目	0.5	200
承德满杖子 20 万千瓦林光、农光互补项目	0.5	200
吉林通榆 10 万千瓦风电项	1.1	100
格尔木 5 万千瓦平价光伏项目	63.7	50
杭锦旗清洁供暖电场技改项目	0.05	100
肃北马鬃山风光互补配套 5 万千瓦光伏发电项目	7.2	50
总计	74.3	750

数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司 2022-2024 年风电装机规模分别为 367/517/717 万千瓦，风电利用小时数均为 2400 小时；

假设 2：公司 2022-2024 年风电上网电量分别为 0.45/0.44/0.41 元/千瓦时，风电业务毛利率分别为 35%/32%/32%；

假设 3：公司 2022-2024 年光伏装机规模分别为 174/624/1024 万千瓦，风电利用小时数均为 1300 小时；

假设 4：公司 2022-2024 年光伏上网电量分别为 0.42/0.40/0.38 元/千瓦时，风电业务毛利率分别为 35%/32%/32%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
风力发电	收入	-	3762	5065	6699
	增速	-		34.6%	32.3%
	毛利率	-	35.0%	32.0%	32.0%
光伏发电	收入	-	903	3005	4679
	增速	-		233.0%	55.7%
	毛利率	-	35.0%	32.0%	32.0%
合计	收入	16236	4664	8071	11378
	增速	-17.8%	-71.3%	73.0%	41.0%
	毛利率	29.0%	35.0%	32.0%	32.0%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们选取与广宇发展业务相似的三峡能源、龙源电力、吉电股份作为可比公司，3家可比公司平均 PB 为 2.49 倍。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 9.3 亿元、16.2 亿元、26.5 亿元，未来三年归母净利润将保持 69.0% 的复合增长率，公司 22H1 净资产为 161.9 亿元，我们给予公司 2.4 倍 PB 估值，目标价 20.86 元，上调为“买入”评级。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）				PB
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	LF
600905.SH	三峡能源	6.34	0.20	0.29	0.36	0.43	38.03	21.70	17.77	14.89	2.57
001289.SZ	龙源电力	22.62	0.80	0.91	1.09	1.31	0.00	24.78	20.71	17.26	3.00
000875.SZ	吉电股份	7.33	0.16	0.36	0.48	0.60	56.31	20.56	15.12	12.19	1.88
平均值							31.45	22.35	17.87	14.78	2.49
000537.SZ	广宇发展	14.6	-0.73	0.50	0.87	1.42	-33.06	29.28	16.75	10.26	1.71

数据来源：Wind，西南证券整理（截止日期 2022.08.25）

3 风险提示

上网电价等政策调整、补贴退坡对业绩产生影响、装机不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	16235.78	4664.37	8070.73	11378.41	净利润	-1373.48	1031.94	1887.58	2978.05
营业成本	11522.90	3031.84	5488.10	7737.32	折旧与摊销	351.90	93.06	244.47	565.84
营业税金及附加	1416.48	4.66	8.07	11.38	财务费用	1025.89	527.71	624.86	611.43
销售费用	603.89	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	-2311.79	0.00	0.00	0.00
管理费用	534.98	46.64	80.71	113.78	经营营运资本变动	26790.39	1560.49	-253.99	5572.62
财务费用	1025.89	527.71	624.86	611.43	其他	-24339.04	-5.35	-1.60	-1.58
资产减值损失	-2311.79	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	143.87	3207.85	2501.32	9726.34
投资收益	1.67	0.00	0.00	0.00	资本支出	558.76	-6000.00	-15000.00	-20000.00
公允价值变动损益	0.79	2.35	1.60	1.58	其他	-1792.40	-841.97	283.05	-92.23
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1233.64	-6841.97	-14716.95	-20092.23
营业利润	-1174.40	1055.87	1870.60	2906.08	短期借款	2200.00	-932.16	7745.90	1201.28
其他非经营损益	8.53	8.53	8.53	8.53	长期借款	-25876.24	1500.00	7000.00	12000.00
利润总额	-1165.87	1064.40	1879.13	2914.62	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	207.61	32.46	-8.44	-63.43	支付股利	-465.63	407.35	-278.62	-486.99
净利润	-1373.48	1031.94	1887.58	2978.05	其他	26177.45	-431.15	-548.45	-694.56
少数股东损益	-15.65	103.19	264.26	327.59	筹资活动现金流净额	2035.58	544.04	13918.82	12019.72
归属母公司股东净利润	-1357.83	928.75	1623.32	2650.46	现金流量净额	945.81	-3090.08	1703.18	1653.84
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	5422.26	2332.18	4035.37	5689.21	成长能力				
应收和预付款项	3.04	4664.38	5649.54	5689.24	销售收入增长率	-17.80%	-71.27%	73.03%	40.98%
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润增长率	-140.91%	189.91%	77.16%	55.36%
其他流动资产	75615.48	466.44	807.07	1137.84	净利润增长率	-162.10%	175.13%	82.91%	57.77%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-94.69%	—	63.42%	49.03%
投资性房地产	0.00	844.32	562.88	656.70	获利能力				
固定资产和在建工程	1195.93	7102.87	21858.40	41292.56	毛利率	29.03%	35.00%	32.00%	32.00%
无形资产和开发支出	0.00	0.00	0.00	0.00	三费率	13.33%	12.31%	8.74%	6.37%
其他非流动资产	7.25	7.25	7.25	7.25	净利率	-8.46%	22.12%	23.39%	26.17%
资产总计	82243.96	15417.44	32920.51	54472.80	ROE	-9.86%	6.71%	11.11%	15.29%
短期借款	2500.00	1567.84	9313.74	10515.01	ROA	-1.67%	6.69%	5.73%	5.47%
应付和预收款项	24.51	614.59	1110.82	1565.81	ROIC	-0.51%	7.41%	8.84%	8.08%
长期借款	1618.83	3118.83	10118.83	22118.83	EBITDA/销售收入	1.25%	35.95%	33.95%	35.89%
其他负债	64163.87	-5259.86	-4607.87	797.10	营运能力				
负债合计	68307.20	41.40	15935.51	34996.75	总资产周转率	0.21	0.10	0.33	0.26
股本	1862.52	1862.52	1862.52	1862.52	固定资产周转率	12.44	2.46	1.64	1.01
资本公积	1720.51	1720.51	1720.51	1720.51	应收账款周转率	1824.86	2.00	1.57	2.01
留存收益	9950.23	11286.33	12631.02	14794.49	存货周转率	0.38	—	—	—
归属母公司股东权益	13533.26	14869.36	16214.05	18377.51	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	120.58%	—	—	—
少数股东权益	403.49	506.69	770.95	1098.53	资本结构				
股东权益合计	13936.75	15376.05	16985.00	19476.05	资产负债率	83.05%	0.27%	48.41%	64.25%
负债和股东权益合计	82243.96	15417.44	32920.51	54472.80	带息债务/总负债	6.03%	-	121.95%	93.25%
					流动比率	1.22	-2.42	1.81	0.97
					速动比率	1.22	-2.42	1.81	0.97
					股利支付率	-34.29%	-43.86%	17.16%	18.37%
					每股指标				
					每股收益	-0.73	0.50	0.87	1.42
					每股净资产	7.48	8.26	9.12	10.46
					每股经营现金	0.08	1.72	1.34	5.22
					每股股利	0.25	-0.22	0.15	0.26
业绩和估值指标									
	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	203.39	1676.64	2739.93	4083.35					
PE	-20.03	29.28	16.75	10.26					
PB	1.95	1.77	1.60	1.40					
PS	1.67	5.83	3.37	2.39					
EV/EBITDA	130.70	16.58	15.24	12.97					
股息率	1.71%	—	1.02%	1.79%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn