

公司点评
江苏新能 (603693)
公用事业 | 电力
基数小、增速大，“十四五”期间发力新能源

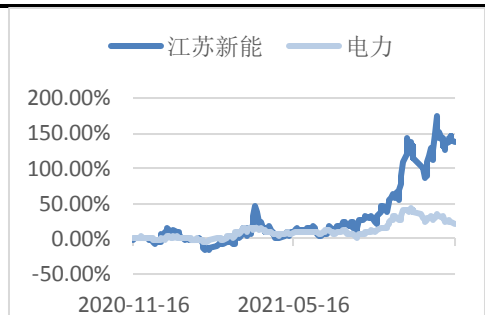
2021 年 11 月 16 日

评级 推荐

评级变动 首次

合理区间 30.65-36.78 元
交易数据

当前价格 (元)	27.90
52 周价格区间 (元)	9.74-32.83
总市值 (百万)	17200.00
流通市值 (百万)	17200.00
总股本 (万股)	61800.00
流通股 (万股)	61800.00

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
江苏新能	25.34%	93.88%	140.46%
电力(申万)	-2.71%	11.10%	22.58%

杨甫

执业证书编号: S0530517110001
yangfu@cfzq.com

袁玮志

yuanwz@cfzq.com

分析师

0731-84403345

研究助理
相关报告

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入 (百万元)	1484.40	1546.72	1742.86	2653.39	3925.67
净利润 (百万元)	253.95	153.72	515.08	840.98	1045.29
每股收益 (元)	0.411	0.249	0.751	1.226	1.524
每股净资产 (元)	7.432	7.529	9.164	9.852	10.708
P/E	69.67	115.10	38.12	23.35	18.78
P/B	3.85	3.80	3.12	2.91	2.67

资料来源: wind, 财信证券

投资要点:

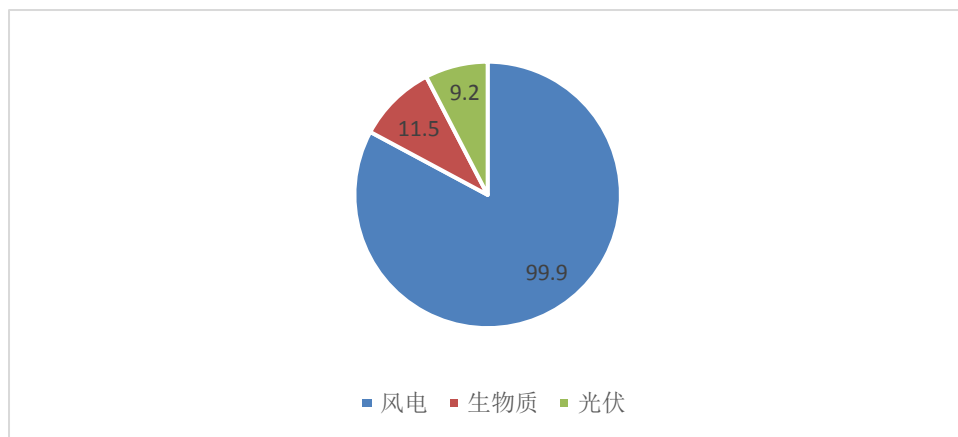
- **2020 年生物质发电计提减值准备 2.88 亿元拖累业绩，2021 年业绩触底反弹。**公司 2020 年归母净利润出现大幅下滑，主要是受到生物质发电板块计提资产准备 2.88 亿元。但如果加回公司的资产减值部分，公司 2020 年可实现归母净利润约 3.43 亿元，较 2019 年的 2.54 亿元同比提升 35.2%。2021 年前三季度，公司实现主营收入 13.61 亿元，同比上升 14.28%；归母净利润 3.91 亿元，同比上升 11.43%。由于资产减值损失导致的 2020 年业绩低基数，同时 2020 年年底新投产的新能新洋、新能淮安风电项目将在 2021 年贡献业绩，因此我们预计公司 2021 年业绩会出现同比大幅增长。
- **基数小、增速大，“十四五”期间发力新能源。**1) 截止 2020 年年底，公司的风光装机量仅为全省风光装机量的 3.38%，仅为国信集团总装机量的 5.9%。但在“3060”碳中和战略的行业大背景下，不管是江苏省还是国信集团，都需要将新能源作为发展的重点；2) 收购大唐滨海项目 40% 股权，预计可为公司带来约 1.3 亿左右的投资收益；3) 如东 35 万 kw 海上风电项目 2021 年年底投产，2022 年贡献业绩；4) 江苏省 265 万 kw 海上风电竞争配置即将启动；5) 根据《江苏省“十四五”海上风电规划环境影响评价第二次公示》，“十四五”期间江苏省共规划 909 万 kw 海上风电。公司作为国信集团旗下承担新能源发展重任的唯一平台，国信集团本身在“3060”碳中和的行业背景下也有积极发展新能源的诉求，公司“十四五”期间在新能源方面的发展非常值得期待。
- **盈利预测。**预计公司 2021/2022/2023 年实现营收 17.43/26.54/39.26 亿元，归母净利润分别为 5.15/8.41/10.45 亿元，在考虑股份增发的前提下，公司对应的 EPS 分别为 0.751/1.226/1.524 元，对应 PE 分别为 38.12/23.35/18.78。考虑到公司的装机容量基数小，并结合可比公司规划和江苏省“十四五”新能源发展规划，我们认为公司“十四五”期间新能源的成长空间巨大，给予公司 2022 年 25-30 倍 PE，对应股价为 30.65-36.78 元，首次覆盖给予公司“推荐”评级。
- **风险提示：**新能源装机增速不及预期，用电量不及预期。

1 基数小、增速大，“十四五”期间发力新能源

1.1 地方新能源上市平台，2021 年业绩触底反弹

公司是国信集团控股的专业从事新能源业务的上市公司，主营业务为新能源项目的投资开发及建设运营，最初从投资生物质发电项目起步，后来业务布局逐渐扩大至风电和光伏。截至 2020 年末，公司控股装机容量 120.6 万千瓦，其中，风电项目装机容量 99.9 万千瓦，生物质发电项目装机容量 11.5 万千瓦，光伏发电项目装机容量 9.2 万千瓦。2020 年，公司控股新能源发电项目累计上网电量 25.02 亿千瓦时，同比增长 4.48%。

图 1：江苏新能 2020 年装机规模情况，万 kw

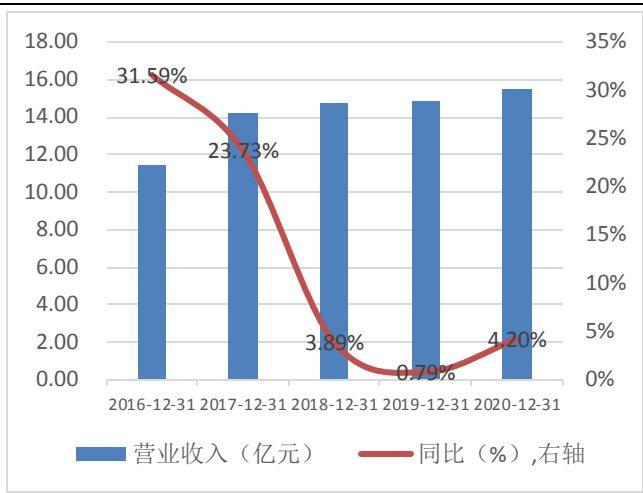


资料来源：公司公告，财信证券

2020 年生物质发电板块计提减值准备 2.88 亿元，拖累公司 2020 年业绩。公司在 2020 年发电量和营收同比增长的情况下，归母净利润出现大幅下滑，主要是受到生物质发电板块的资产减值影响。2020 年 10 月，国家三部委发布《关于<关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见>有关事项的补充通知》（财建[2020]426 号），首次明确了可再生能源发电项目全生命周期内能够享受中央财政补贴资金的合理利用小时数数值。其中，生物质发电项目全生命周期合理利用小时数为 82500 小时，超过合理利用小时数后的发电量，或者自生物质发电项目并网之日起满 15 年后，不再享受中央财政补贴资金，核发绿证准许参与绿证交易。基于上述政策变化，公司对 4 家生物质子公司相关资产组进行减值测试，2020 年度计提资产准备 2.88 亿元。但如果考虑资产减值的影响，公司 2020 年的业绩同比是增长的。我们进行了简单的测算，如果加回公司的资产减值部分，公司 2020 年可实现营业利润 5.11 亿元，较 2019 年的 2.23 亿元同比提升 50.3%；归母净利润约 3.43 亿元，较 2019 年的 2.54 亿元同比提升 35.2%。

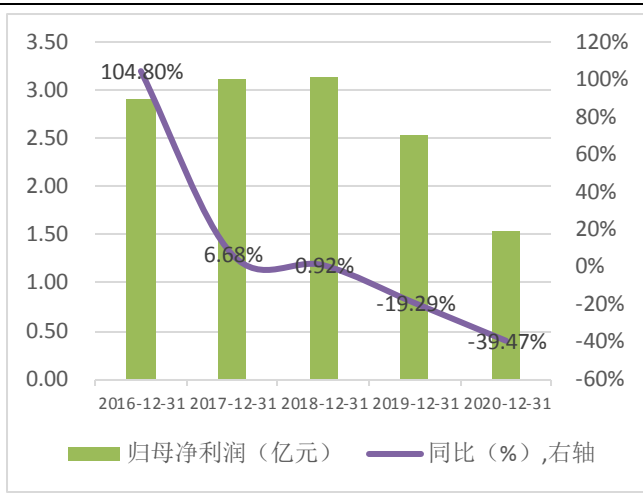
2021 年前三季度，公司实现主营收入 13.61 亿元，同比上升 14.28%；归母净利润 3.91 亿元，同比上升 11.43%；扣非净利润 3.84 亿元，同比上升 11.13%。单三季度来看，公司实现主营收入 4.06 亿元，同比上升 23.98%；归母净利润 9062.89 万元，同比上升 86.01%；单季度扣非净利润 8987.23 万元，同比上升 87.85%。由于资产减值损失导致的 2020 年业绩低基数，同时 2020 年年底新投产的新能新洋、新能淮安风电项目将在 2021 年贡献业绩，因此我们预计公司 2021 年业绩会出现同比大幅增长。

图 2：2016-2020 年营业收入



资料来源：公司公告，财信证券

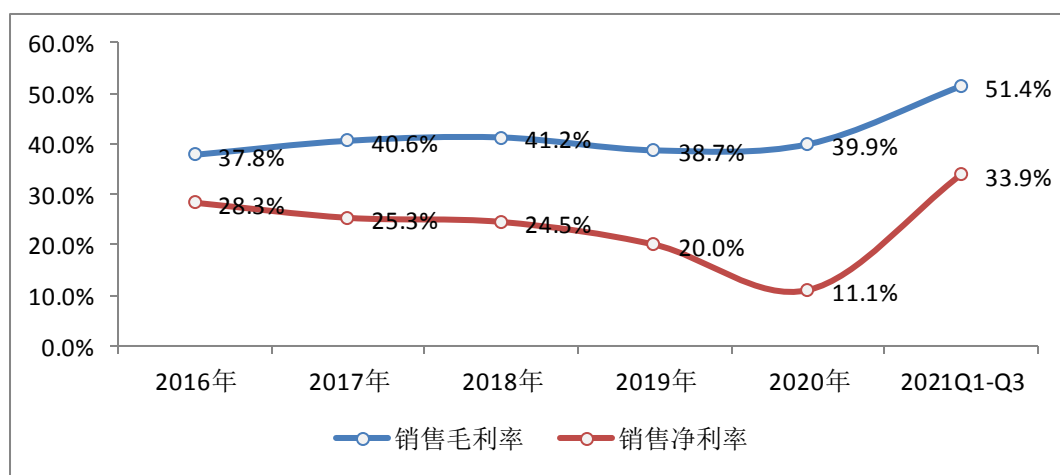
图 3：2016-2020 年归母净利润



资料来源：公司公告，财信证券

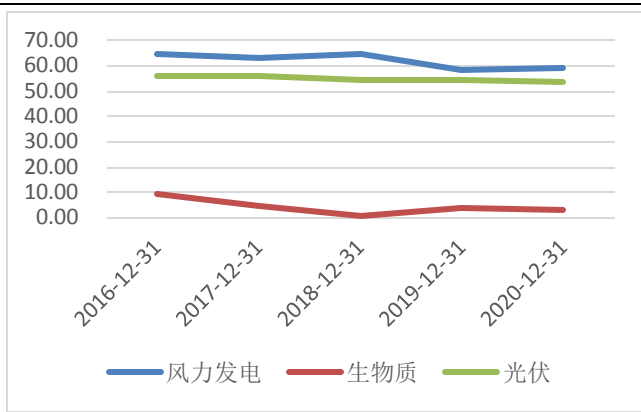
公司盈利能力有所改善。2021 年前三季度，公司毛利率为 51.41%，较去年同期提升 8.24 个百分点；净利率为 33.92%，较去年同期微降 0.12 个百分点。但与 2020 年年底相比，公司 2021 年前三季度毛利率和净利率分别大幅提升 11.5 和 22.86 个百分点，主要原因是：1) 生物质发电量有所减少，占比较大的燃料成本相应有所降低；2) 射阳新洋农场 101.2MW 风电项目、江苏国信淮安 50MW 风力发电项目在 2020 年年底并网投产；3) 江苏地区风资源情况优于上年同期，公司存量风电项目的风况改善带动了利用小时的提升。公司生物质发电毛利率持续偏低，且员工占比偏高。从过去几年的情况来看，生物质发电板块的毛利率明显低于风电和光伏业务板块，2018 年毛利率仅为 0.49%，近五年的平均毛利率也仅为 4.4%。此外，公司 2020 年员工人数为 654 人，但生物质发电板块的员工人数占比约为三分之二，员工占比偏高。

图 4：2016-2021 年毛利率和净利率



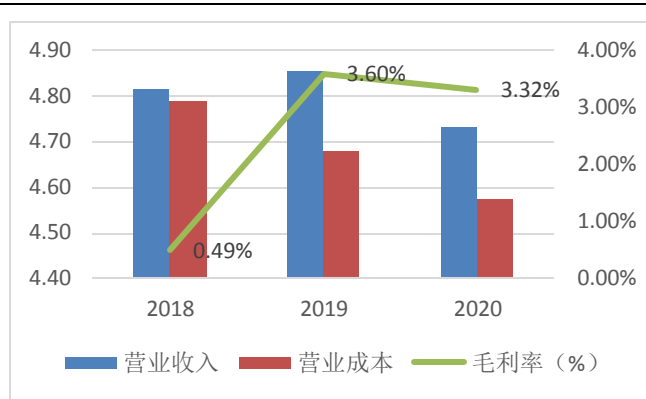
资料来源：公司公告，财信证券

图 5：公司各业务板块毛利率，%



资料来源：公司公告，财信证券

图 6：生物质发电业务表现，亿元，%



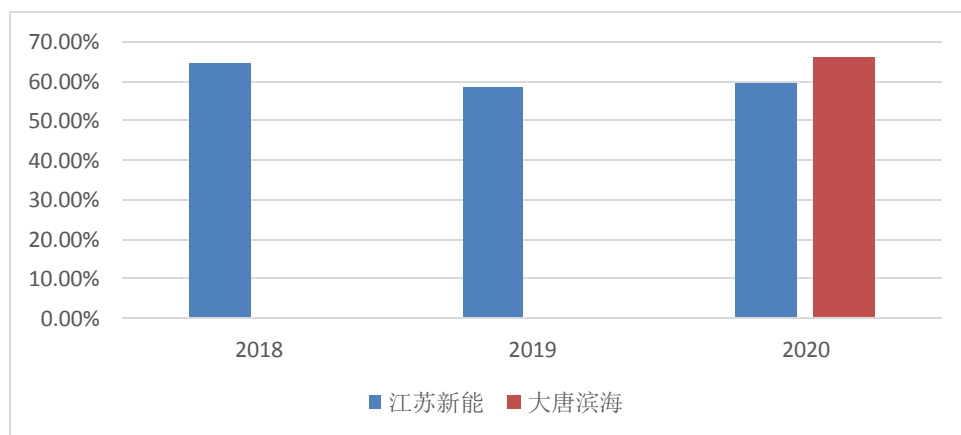
资料来源：公司公告，财信证券

1.2 “十四五”期间发力新能源，海上风电成亮点

我们看好公司“十四五”期间的逻辑可以简单归纳为“基数小、增速大”。截至到 2020 年底，江苏省风电、光伏发电累计装机分别为 1547 万千瓦、1684 万千瓦，而公司 2020 年风电装机为 99.9 万 kW、光伏装机为 9.2 万 kW，公司的风光装机量仅为全省风光装机量的 3.38%。截至 2021 年一季度末，国信集团已投产控股装机总容量 1847 万千瓦，公司风光装机量仅为国信集团总装机量的 5.9%。但在“3060”碳中和战略的行业大背景下，不管是江苏省还是国信集团，都需要将新能源作为发展的重点，因此公司在“十四五”期间将迎来发展的黄金窗口期。

1) 收购大唐滨海项目 40%股权，增厚公司投资收益。公司已经完成对国信集团持有的滨海项目 40%股权收购，该项目为 300MW 海上风电，共安装 96 台风机，2019 年 12 月全部风电机组并网发电。2020 年为滨海项目投产运营的第一个完整自然年度，发电量 8.5 亿 kwh，利用小时 2834 小时，净利润 3.02 亿，营收 6.36 亿元，毛利率 65.93%，高于江苏新能现有风电业务板块的毛利率。根据项目在 2020 年的经营情况，我们预计收购完成后将为公司带来约 1.3 亿左右的投资收益。

图 7：江苏新能与大唐滨海的风电业务毛利率比较情况 (%)



资料来源：公司公告，财信证券

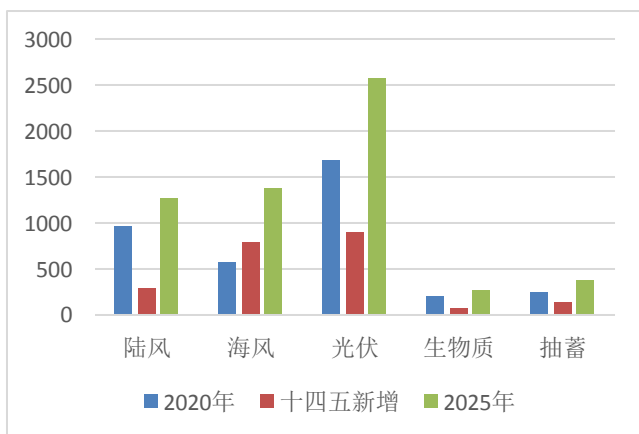
2) 如东 35 万 kW 海上风电项目 2021 年年底投产，2022 年贡献业绩。公司目前正在建

工程为 350MW 的如东 H2#海上风电项目，项目可研报告的规划利用小时为 2966 小时，项目的建设单位为公司控股子公司江苏新能海力海上风力发电有限公司，公司持有其 51% 的股权。截止 2021 年三季报，项目已经完成了首回 220kV 海缆敷设、陆上开关站倒送电、海上升压站的吊装和倒送电、全部风机桩基施工等工程重大节点，风机吊装累计完成 64 台，首批 3 台风机已并网发电，公司正在加紧推进剩余风机并网前的各项工作，预计年底完成并网投产。

3) 江苏省 265 万 kw 海上风电竞争配置即将启动。江苏省即将组织开展 265 万 kw 的海上风电竞争配置，三个项目分别为 100 万 kw、85 万 kw 和 80 万 kw，均为“十三五”期间遗留下来的项目，根据《江苏省 2021 年度海上风电项目竞争性配置工作细则》，本次招标价格为省内燃煤发电机组的标杆上网电价 0.391 元/kwh，公司作为江苏省属新能源发电上市公司，将力争在本次竞争配置中有所收获，并为公司未来的业绩增长奠定基础。

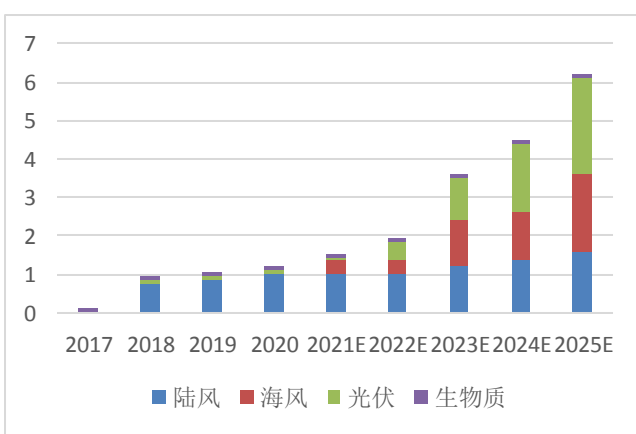
4) “十四五”期间江苏将重点发展海上风电和光伏发电。根据江苏省发改委《关于做好 2021 年风电和光伏发电项目建设工作的通知》，“十四五”期间江苏省将重点发展海上风电和光伏发电。同时，根据《江苏省“十四五”海上风电规划环境影响评价第二次公示》，“十四五”期间江苏省共规划场址 28 个，规模 909 万 kW，规划总面积为 1444km²。截至 2020 年 12 月底，江苏省累计核准海上风电装机规模 1280 万 kW，占全省规划的 87%；建成 573 万 kW，在建 607 万 kW，未核准 280 万 kW(取消响水 H2#5 万 kW)。而《江苏省“十四五”可再生能源发展专项规划（征求意见稿）》中则提出到 2025 年，江苏省风电新增约 1100 万千瓦，新增投资约 1200 亿元，其中海上风电新增约 800 万千瓦，新增投资约 1000 亿元。虽然两份文件在海上风电的具体规划数量有所出入，但我们仍然可以看到，海上风电将成为江苏省“十四五”期间的发展重点。公司作为国信集团旗下承担新能源发展重任的唯一平台，国信集团本身在“3060”碳中和的行业背景下也有积极发展新能源的诉求，虽然公司目前暂未公布具体的“十四五”发展规划，但通过对比分析上海电力、吉电股份、粤电力 A 等现有装机体量与国信集团具有一定可比性的同类公司的“十四五”规划，并结合公司现有装机量和江苏省“十四五”新能源规划，我们认为公司在新能源尤其是海上风电的发展非常值得期待。

图 8：江苏省新能源“十四五”规划，万 kw



资料来源：《江苏省“十四五”可再生能源发展专项规划（征求意见稿）》，财信证券

图 9：江苏新能 2021-2025 年装机预测，GW



资料来源：公司公告，财信证券

2 盈利预测

预计公司 2021/2022/2023 年实现营收分别为 17.43/26.54/39.26 亿元，归母净利润分别为 5.15/8.41/10.45 亿元，公司已于 2021 年 11 月 16 日发布公告宣布发行股份购买大唐滨海项目完成了资产过户的手续，在考虑股份增发的前提下，公司对应的 EPS 分别为 0.751/1.226/1.524 元，对应 PE 分别为 38.12/23.35/18.78。考虑到公司现有装机容量基数小，并结合对江苏省“十四五”新能源发展规划和国信集团“十四五”发展新能源诉求的分析，我们认为公司“十四五”期间新能源的成长空间巨大，给予公司 2022 年 25-30 倍 PE，对应股价为 30.65-36.78 元，首次覆盖给予公司“推荐”评级。

3 风险提示

新能源装机增速不及预期，用电量不及预期。

报表预测 (单位: 百万元)						财务和估值数据摘要					
利润表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	主要指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1484.40	1546.72	1742.86	2653.39	3925.67	营业收入	1484.40	1546.72	1742.86	2653.39	3925.67
减: 营业成本	910.08	929.45	873.39	1184.01	1856.19	增长率(%)	0.79%	4.20%	12.68%	52.24%	47.95%
营业税金及附加	13.18	14.84	15.30	23.29	34.46	归属母公司股东净利润	253.95	153.72	515.08	840.98	1045.29
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	增长率(%)	-19.29%	-39.47%	235.08%	63.27%	24.29%
管理费用	85.16	81.43	96.59	147.05	217.56	每股收益(EPS)	0.411	0.249	0.751	1.226	1.524
研发费用	9.78	0.52	7.32	11.14	16.48	每股股利(DPS)	0.200	0.150	0.412	0.673	0.836
财务费用	114.08	116.07	135.94	398.01	647.73	每股经营现金流	0.837	1.312	1.478	1.031	2.143
资产减值损失	-7.95	-287.87	-91.13	-91.13	-91.13	销售毛利率	38.69%	39.91%	49.89%	55.38%	52.72%
加: 投资收益	7.93	5.69	5.00	130.00	130.00	销售净利率	22.86%	19.46%	32.95%	35.34%	29.69%
公允价值变动损益	0.52	0.49	0.00	0.00	0.00	净资产收益率(ROE)	5.53%	3.30%	9.10%	13.81%	15.80%
其他经营损益	-17.73	-288.39	-97.35	-97.35	-97.35	投入资本回报率(ROIC)	6.71%	5.39%	7.46%	11.72%	13.77%
营业利润	360.57	410.60	624.32	1149.89	1413.24	市盈率(P/E)	69.67	115.10	38.12	23.35	18.78
加: 其他非经营损益	45.67	56.71	50.04	50.04	50.04	市净率(P/B)	3.85	3.80	3.12	2.91	2.67
利润总额	406.25	467.31	674.36	1199.93	1463.28	股息率(分红/股价)	0.007	0.005	0.014	0.023	0.029
减: 所得税	57.19	165.79	88.85	126.05	161.60	主要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	349.06	301.52	585.51	1073.88	1301.67	收益率					
减: 少数股东损益	43.16	17.32	59.22	96.68	120.17	毛利率	38.69%	39.91%	49.89%	55.38%	52.72%
归属母公司股东净利润	253.95	153.72	515.08	840.98	1045.29	三费/销售收入	6.40%	5.30%	5.96%	5.96%	5.96%
资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	EBIT/销售收入	34.39%	37.68%	38.47%	40.51%	34.22%
货币资金	784.99	1026.69	1519.42	1684.86	2446.74	EBITDA/销售收入	58.09%	62.05%	67.90%	65.93%	51.34%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售净利率	22.86%	19.46%	32.95%	35.34%	29.69%
应收和预付款项	1166.10	1369.45	826.54	2515.70	2429.84	资产获利率					
其他应收款(合计)	8.52	10.05	4.73	8.52	10.05	ROE	5.53%	3.30%	9.10%	13.81%	15.80%
存货	45.68	32.67	43.19	59.65	101.57	ROA	6.12%	5.20%	5.88%	8.54%	10.63%
其他流动资产	202.00	262.24	262.24	262.24	262.24	ROIC	6.71%	5.39%	7.46%	11.72%	13.77%
长期股权投资	11.13	11.06	761.06	761.06	761.06	资本结构					
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	39.32%	54.00%	39.68%	43.00%	39.68%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本/总资产	76.78%	64.19%	67.69%	65.54%	66.42%
固定资产和在建工程	5640.18	7349.75	6849.41	6187.47	5525.51	带息债务/总负债	63.77%	48.84%	63.20%	52.77%	56.99%
无形资产和开发支出	61.38	61.75	51.66	41.58	31.49	流动比率	2.35	1.82	22.76	4.64	8.80
其他非流动资产	181.28	911.09	7472.69	6777.88	6062.39	速动比率	2.12	1.63	20.33	4.32	8.21
资产总计	8342.13	11214.1	11395.7	12592.2	12638.1	股利支付率	48.67%	60.31%	49.42%	49.42%	49.42%
短期借款	25.03	100.10	0.00	0.00	0.00	收益留存率	0.51	0.40	0.51	0.51	0.51
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产管理效率					
应付和预收款项	522.58	786.34	121.22	1014.21	613.99	总资产周转率	0.18	0.14	0.15	0.21	0.31
长期借款	2066.68	2857.40	2857.40	2857.40	2857.40	固定资产周转率	0.27	0.31	0.39	0.43	0.71
其他负债	690.82	2411.83	1542.88	1542.88	1542.88	应收账款周转率	1.29	1.14	2.16	1.06	1.64
负债合计	3280.07	6055.56	4521.49	5414.48	5014.26	存货周转率	19.92	28.45	20.22	19.85	18.27
股本	618.00	618.00	685.75	685.75	685.75	估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	3149.86	3149.86	3832.11	3832.11	3832.11	EBIT	510.54	582.86	670.46	1074.86	1343.54
留存收益	824.93	884.90	1145.43	1570.80	2099.51	EBITDA	862.35	959.67	1183.35	1749.27	2015.42
归属母公司股东权益	4592.79	4652.75	5663.28	6088.66	6617.37	NOPLAT	390.06	345.03	537.34	904.02	1136.43
少数股东权益	469.27	505.82	565.03	661.72	781.89	净利润	253.95	153.72	515.08	840.98	1045.29
股东权益合计	5062.05	5158.57	6228.32	6750.37	7399.25	EPS	0.411	0.249	0.751	1.226	1.524
负债和股东权益合计	8342.13	11214.1	11749.8	12264.8	12413.5	BPS	7.432	7.529	9.164	9.852	10.708
现金流量表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	PE	69.67	115.10	38.12	23.35	18.78
经营性现金净流量	517.44	810.80	913.56	637.44	1324.42	PEG	1.42	1.29	N/A	N/A	N/A
投资性现金净流量	-347.93	91542.1	-706.71	43.29	43.29	PB	3.85	3.80	3.12	2.91	2.67
筹资性现金净流量	-427.77	968.72	285.89	-515.29	-605.82	PS	11.92	11.44	10.15	6.67	4.51

资料来源: wind, 财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15%以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5%以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5%以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438