

证券研究报告—动态报告/公司快评

电气设备新能源

新能源

江苏新能 (603693)

重大事件快评

买入

(首次评级)

2020年08月14日

江苏新能源运营龙头，资源优势助力成长

证券分析师： 王蔚祺

wangweiqi2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号：S0980520080003

事项：

近期各部委研究解决我国可再生能源补贴拖欠问题的报道频繁在行业媒体出现，一旦补贴资金拖欠得以解决，将全面提升我国新能源运营企业的估值水平。区域新能源运营商江苏新能背靠江苏本地强有力的电力需求和海上风电资源，在现金流得以改善的预期下有望稳步发展扩张。

国信电新观点：1) 海风凭借力：公司控股的350MW如东H2#海上风电场项目于2022年正式投运，预期每年将贡献1亿元以上的增量业绩；2) 陆风抢装红利，2020年完成控股150MW陆上风场并网，增加权益装机13%。3) 回款改善预期：新能源补贴拖欠若得到彻底解决，公司首先率将从目前85%附近恢复到100%；4) 平价时代大有可为：公司地处经济发达地区，电力需求和基础电价较高，同时江苏拥有丰富的海上风电和陆上风光资源，公司作为本地代表型企业，平价时代大有可为。5) 投资建议：公司作为江苏本地新能源运营商，背靠江苏本地强有力的电力需求和海上风电资源，1-2年内完成风电项目抢装，带动发电资产规模和业绩增长；中期将充分获益本地资源和电力需求优势，发展前景良好；同时短期或受益于板块估值修复弹性。预计2020-22年归母净利润4.85/4.85/5.98亿，业绩同比增速91.1%/0.0%/23.3%，EPS为0.74/0.74/0.91元，对应当前股价PE为20.6/20.6/16.7X。结合股权自由现金流折现绝对估值方法，我们给予公司合理估值区间18.07-19.78元，对应2020年PE24.4-26.7X，较当前股价溢价20-32%，首次覆盖给予“买入”评级。

评论：

■ 江苏国有新能源运营龙头企业，专注风电、光伏和生物质发电业务

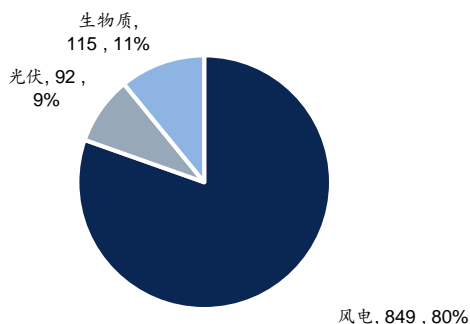
公司是一家隶属于江苏省人民政府旗下的地方国有企业，第一大股东为江苏省国信集团有限公司，控股比例53%；2018年7月于上交所上市。公司专业从事风电、光伏和生物质能项目的投资开发及建设运营业务，2019年风电发电收入占比为55%，生物质32.7%，光伏8%，供汽供水及其他业务4%。截至2019年底，拥有控股装机容量1055MW，其中风电849MW，光伏91.6MW，生物质发电115MW；另外公司已核准的在建控股风电项目501MW，包括350MW海上风电，151MW陆上风电项目。

表1：公司前四大股东及相应实际控制人

排名	股东名称	占总股本比例(%)	股东的实际控制人
1	江苏省国信集团有限公司	53	江苏省人民政府
2	盐城市国能投资有限公司	12	江苏省盐城市国资委
3	江苏省沿海开发集团有限公司	12	江苏省国资委
4	江苏省农垦集团有限公司	4	江苏省国资委
	合计	81	

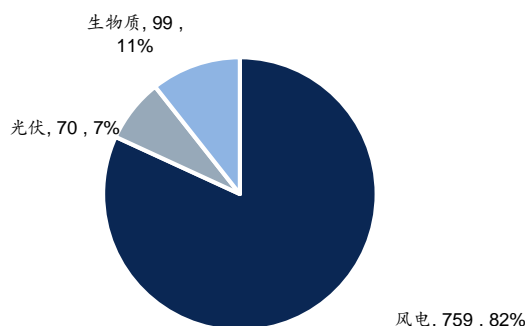
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 1: 公司分板块控股装机容量 (MW)



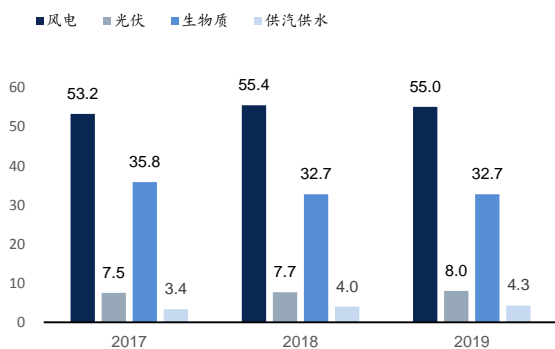
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 2: 公司分板块权益装机容量 (MW)



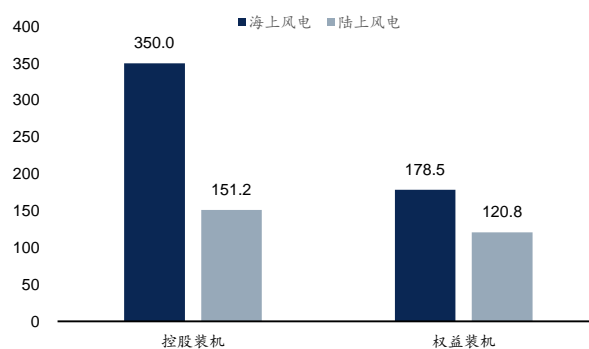
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 3: 公司历史分板块营收占比 (%)



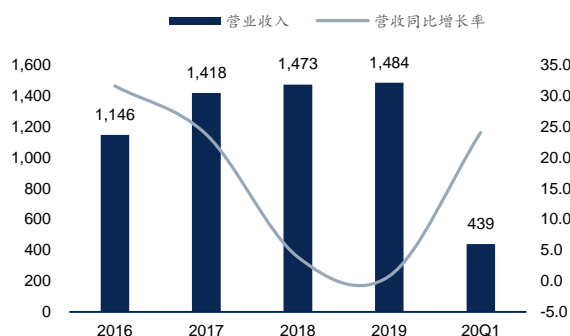
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 公司在建项目 (MW)



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理 注: 陆上在建容量预期 2021 年投运, 海上在建项目预期 2022 年投运

图 5: 公司营业总收入及同比增速-右轴 (百万元, %)



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: 公司归母净利润、及同比增速-右轴 (百万元, %)



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理 注: 陆上在建容量预期 2021 年投运, 海上在建项目预期 2022 年投运

2019 年, 公司业绩较上年同期有所降低, 主要原因为 2019 年江苏地区风速明显低于上年同期, 降幅达 10.97%。公司风电总发电量、上网电量出现下滑, 风电收益同比降幅明显。此外, 因国家可再生能源电价附加补助资金缺口严重, 公司各项目可再生能源补贴结算延迟, 公司对可再生能源电价补贴资金形成的应收账款按账龄分析法计提坏账准备, 当年合计计提坏账准备 5797 万元, 同比大幅增加; 但 2020 年第一季度又冲回信用减值损失 5415 万元。

■ 向海而生、把握抢装红利期，风电规模迎来跨越式发展

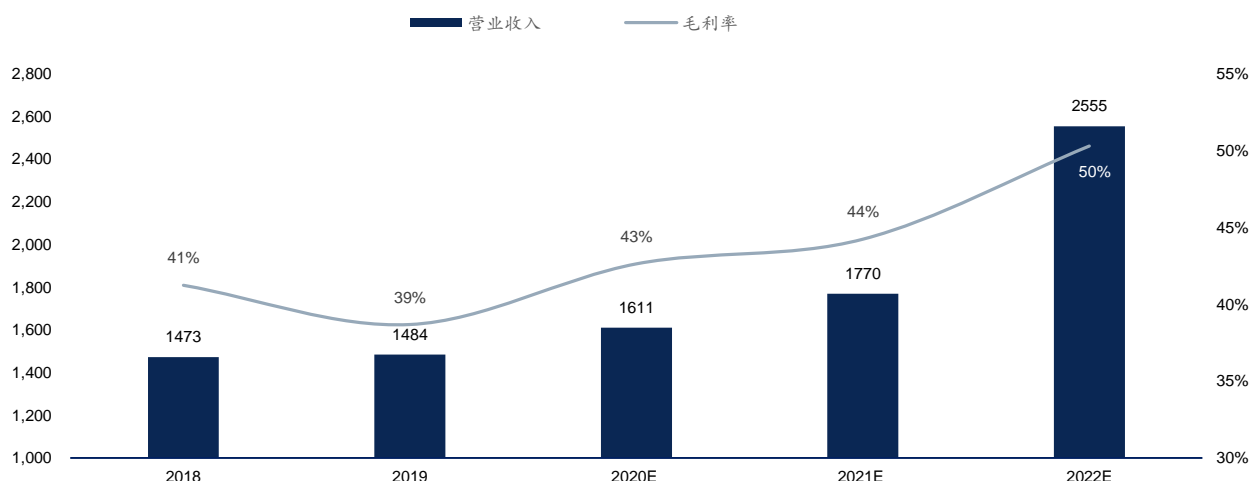
截至 2019 年 12 月 31 日，公司已核准的在建/拟建机组容量 501MW，包括 350MW 海上风电项目（如东 H2 海上风电，预期 2021 年底并网），151.2MW 陆上风电项目（新洋风电 101.2MW，淮安风电 50MW，预期 2020 年 12 月并网），预期 2021 和 2022 年公司投运风电场和发电量将实现快速增长。

表 2：公司在建发电项目以及未来三年投产权益装机容量（MW）

	在建项目明细				合计投产权益容量		
	标杆电价（含税）	控股容量	股权比例	在建权益容量	2020	2021E	2022E
射阳新洋农场（在建 2020 年底并网）	0.60	101	0.7	70.8			
淮安风力发电（在建 2020 年底并网）	0.60	50	1	50.0			
如东 H2 海上风电（江苏新能海力）（在建，2021 年底并网）	0.85	350	0.51	178.5			
合计		501		299	927	1,048	1,226

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 7：公司 2020-2022 年营收和毛利率预测（百万元，%）



资料来源：国信证券经济研究所预测

■ 地处资源大省，新能源资源与电力负荷需求俱佳，发展适逢天时、地利、人和

公司作为江苏省内新能源运营企业，依托本地丰富的光伏和海上风电资源，背靠雄厚的国有资本，同时面对符合需求强劲的电力用户，正逢我国历史存量补贴拖欠将得到解决的政策机遇期，同时迎来新能源平价时代的来临，适逢天时、地利、人和。

除了继续开拓平价项目资源以外，公司也在开展分布式微电网项目、分散式风电等新方向研究，拓宽发展思路。2019 年公司光伏路面发电试点项目投运，“新型相变储热材料在多能互补示范项目中储热供热应用的研究”等研究课题也在立项实施中。

■ 投资建议

公司作为江苏本地新能源运营商，背靠江苏本地强有力的电力需求和海上风电资源，1-2 年内完成风电项目抢装，带动发电资产规模和业绩增长；中期将充分获益本地资源和电力需求优势，发展前景良好；同时短期或受益于板块估值修复弹性。预计 2020-22 年归母净利润 4.85/4.85/5.98 亿，业绩同比增速 91.1%/0.0%/23.3%，EPS 为 0.74/0.74/0.91 元，对

应当前股价 PE 为 20.6/20.6/16.7X。结合股权自由现金流折现绝对估值方法，我们给予公司合理估值区间 18.07-19.78 元，对应 2020 年 PE24.4-26.7X，较当前股价溢价 20-32%，首次覆盖给予“买入”评级。

■ 风险提示

公司在建项目并网延迟导致无法获得补贴电价。

表 3: 可比公司估值表

代码	简称	评级	股价	归母净利润			总市值 (亿元)	PE			PB (2019)	PEG (2020)
				2019	2020E	2021E		2019	2020E	2021E		
591	太阳能	买入	5.11	0.32	0.37	0.44	154	15.98	13.90	11.58	0.83	0.80
601222	林洋能源	买入	7.48	0.45	0.57	0.72	131	16.44	13.24	10.39	0.88	0.51
002202	金风科技	增持	11.82	0.52	0.86	0.95	499	22.60	13.80	12.47	1.74	0.40
603693	江苏新能	买入	15.04	0.41	0.74	0.74	93	36.60	20.27	20.28	2.02	0.59

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	785	1600	1600	1843
应收款项	1163	706	485	630
存货净额	46	18	5	4
其他流动资产	205	64	71	102
流动资产合计	2459	2649	2421	2839
固定资产	5640	6343	11104	10566
无形资产及其他	61	60	58	57
投资性房地产	170	170	170	170
长期股权投资	11	11	11	11
资产总计	8342	9233	13764	13644
短期借款及交易性金融负债	518	555	445	200
应付款项	372	137	70	105
其他流动负债	155	40	26	38
流动负债合计	1045	732	541	344
长期借款及应付债券	2067	3027	7507	7462
其他长期负债	169	169	169	169
长期负债合计	2235	3195	7675	7630
负债合计	3280	3928	8216	7974
少数股东权益	469	470	470	472
股东权益	4593	4835	5078	5198
负债和股东权益总计	8342	9233	13764	13644

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.41	0.74	0.74	0.91
每股红利	0.41	0.37	0.37	0.73
每股净资产	7.43	7.39	7.76	7.95
ROIC	6%	7%	5%	8%
ROE	6%	10%	10%	12%
毛利率	39%	43%	44%	50%
EBIT Margin	32%	37%	38%	44%
EBITDA Margin	56%	75%	85%	85%
收入增长	1%	8%	10%	44%
净利润增长率	-19%	91%	0%	23%
资产负债率	45%	48%	63%	62%
息率	2.7%	2.6%	2.6%	5.2%
P/E	36.6	20.3	20.3	16.4
P/B	2.02	2.0	1.9	1.9
EV/EBITDA	15.2	11.4	11.9	8.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1484	1611	1770	2555
营业成本	910	924	987	1270
营业税金及附加	13	16	18	26
销售费用	0	0	0	0
管理费用	158	69	90	129
财务费用	114	94	131	344
投资收益	8	4	4	4
资产减值及公允价值变动	8	54	6	0
其他收入	35	2	2	2
营业利润	339	568	555	792
营业外净收支	1	47	47	47
利润总额	340	615	602	839
所得税费用	43	69	72	101
少数股东损益	43	61	45	140
归属于母公司净利润	254	485	485	598

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	254	485	485	598
资产减值准备	44	(53)	10	(1)
折旧摊销	351	608	837	1040
公允价值变动损失	(8)	(54)	(6)	0
财务费用	114	94	131	344
营运资本变动	(235)	222	156	(128)
其它	(43)	54	(9)	2
经营活动现金流	362	1261	1472	1512
资本开支	(742)	(1201)	(5600)	(500)
其它投资现金流	(261)	0	0	0
投资活动现金流	(1002)	(1201)	(5600)	(500)
权益性融资	5	0	0	0
负债净变化	(111)	960	4480	(45)
支付股利、利息	(252)	(243)	(243)	(479)
其它融资现金流	496	37	(110)	(245)
融资活动现金流	(224)	755	4128	(769)
现金净变动	(865)	815	0	243
货币资金的期初余额	1650	785	1600	1600
货币资金的期末余额	785	1600	1600	1843
企业自由现金流	(210)	164	(4012)	1408
权益自由现金流	175	1078	243	815

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 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 楼
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