



风光资产布局合理，装机容量加速成长

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 公司 23Q1 风光装机 4.01GW, 规划 25 年突破 13GW, 按规划 23-25 年新能源装机 CAGR 约为 51.3%, 公司装机规划保障高增长。2) 23 年产业链上游降价利好电站收益率, 公司 22 年光伏核准装机 4.2GW, 储备资源丰富, 布局合理多位于三北地区或华东沿海地区。3) 19 年开拓风电, 22 年风电装机 1.2GW, 22 年核准风电装机量 1.3GW, 在手资源充足。
- **立足新能源赛道, 装机规划保障高增长。** 公司股权结构多元化, 实控人天津国资委, 其他股东中有国开行和新能源龙头公司。22 年公司光伏/风电营收占比分别为 58%/42%, 19-23Q1 风光装机量由 1.3GW 增至 4.0GW, 其中光伏 2.8GW, 风电 1.2GW, 25 年新能源规划装机超 13GW。22 年公司营收达 30.8 亿元, 同比+62%, 归母净利润 7.3 亿元, 同比+80%; 23Q1 公司营收 7.8 亿元, 同比+25%, 归母净利润 1.7 亿元, 同比+121%。
- **光伏上游降本下游扬帆起航, 公司资产优质兼具成长性。** 自 22 年 12 月起多晶硅价格由高点的 303 元/kg 降至 23 年 6 月的 98 元/kg, 同期组件价格由 1.98 元/W 逐渐降至 1.59 元/W, 上游光伏成本的降价推动下游收益率的提升。19-23Q1 公司光伏装机量由 1.0GW 快速增至 2.8GW, 储备资源丰富, 22 年末公司核准光伏装机量达 4.2GW。公司集中式光伏项目布局三北地区, 分布式光伏项目布局沿海地区, 整体盈利水平较高, 22 年毛利率高达 63%, 高于同行, 集中式光伏所在区域利用小时数较高, 分布式光伏所在区域上网电价水平高。
- **进军风电乘风起航, 积极布局储能氢能。** 19-23Q1 公司风电装机量由 0.3GW 增至 1.2GW, 核准装机量 1.3GW, 在手资源充足。公司风电项目主要分布在三北, 可利用小时数均高于全国平均水平。此外公司股权投资国投氢能, 设立北京孚威科技, 积极布局储能及氢能领域。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 23-25 年归母净利润复合增速达 38.6%, 基于上游价格下降的预期及公司未来风光项目的稳定开拓, 给予 23 年 18 倍估值, 对应目标价 9.54 元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 政策推进或不及预期, 原材料价格存在上涨风险等。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	3082.26	3909.69	5031.32	6462.46
增长率	61.55%	26.84%	28.69%	28.44%
归属母公司净利润 (百万元)	732.02	1055.35	1492.41	1949.38
增长率	80.23%	44.17%	41.41%	30.62%
每股收益 EPS (元)	0.37	0.53	0.75	0.98
净资产收益率 ROE	8.94%	11.68%	14.58%	16.56%
PE	18.7	12.9	9.2	7.0
PB	1.63	1.48	1.32	1.15

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 池天惠
执业证号: S1250522100001
电话: 13003109597
邮箱: cth@swsc.com.cn
联系人: 刘洋
电话: 18019200867
邮箱: ly21@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)	19.97
流通 A 股(亿股)	17.41
52 周内股价区间(元)	6.08-8.04
总市值(亿元)	136.61
总资产(亿元)	284.14
每股净资产(元)	3.28

相关研究

目 录

1 天津新能源企业，装机业绩高速增长	1
1.1 天津新能源龙头，装机规划保障成长	1
1.2 业绩快速增长，盈利能力提升.....	3
2 光伏降本推动下游发展，公司资产优质成长	6
2.1 光伏行业市场空间广阔，产业链降本利好收益率	6
2.2 装机快速增长，布局资产优质.....	9
3 进军风电乘风起航，积极布局储能氢能	13
3.1 风电赛道景气攀升，进军风电乘风起航.....	13
3.2 积极布局储能氢能，注入发展新动能	15
4 盈利预测与估值	18
4.1 盈利预测.....	18
4.2 相对估值.....	19
5 风险提示	19

图 目 录

图 1: 金开新能发展历程.....	1
图 2: 金开新能实控人为天津国资委 (截至 2023 年 4 月)	2
图 3: 2022 年公司光伏发电营收 17.5 亿元 (占比 58%)	2
图 4: 2022 年公司光伏发电毛利 10.2 亿元 (占比 54%)	2
图 5: 规划 25 年新能源装机突破 13GW, 实现装机高增.....	3
图 6: 聚焦于“准皖直流”大通道上的风光项目超 1GW.....	3
图 7: 公司三条曲线战略布局.....	3
图 8: 公司三步走战略安排	3
图 9: 2023Q1 公司营收 7.8 亿元 (+25%)	4
图 10: 2023Q1 公司归母净利润 1.7 亿元 (+12%)	4
图 11: 2020-2022 年公司毛利率稳定在 62-63%.....	4
图 12: 2020-2022 年公司净利率由 15.8%提升至 25.6%.....	4
图 13: 2022 年公司毛利率 63%领跑同行.....	5
图 14: 2022 年公司净利率 26%仍处于行业中下水平.....	5
图 15: 2022 年公司资产负债率 73%.....	5
图 16: 2022 年公司现金到期债务比为 114%.....	5
图 17: 2022 年公司现金流入占营收比为 99%.....	6
图 18: 2022 年公司人均创利 210 万元.....	6
图 19: 26 个省市十四五新增光伏装机约 479GW (不含未区分风光省份)	6
图 20: 预计 2023E 国内多晶硅产能过剩.....	7
图 21: 预计 2023E 国内多晶硅产量 146 万吨.....	7
图 22: 2022 年初至今多晶硅价格走势.....	7
图 23: 2022 年初至今单晶硅片价格走势.....	7
图 24: 2022 年初至今单晶 PERC 电池片价格走势.....	8
图 25: 2022 年初至今单面单晶 PERC 组件价格走势.....	8
图 26: 2023Q1 公司光伏装机达 2.8GW (+21%)	9
图 27: 2023Q1 公司光伏发电量 8.5 亿千瓦时 (+12.8%)	9
图 28: 2022 年公司光伏核准装机 4.23GW (+28%)	10
图 29: 2019-2022 年公司光伏毛利率均在 58%以上.....	10
图 30: 2022 年全国年水平面总辐照量分布图.....	11
图 31: 2022 年公司光伏装机分布.....	11
图 32: 2022 年光伏装机重点布局区域可利用小时数	11
图 33: 2022 年公司光伏重点布局区域光伏并网消纳情况.....	11
图 34: 2022 年公司沿海区域光伏上网电价较高	12
图 35: 2022 年公司光伏装机分布.....	12
图 36: 2022 年电力缺口较大省份主要集中在华东和华南沿海.....	12
图 37: 2023 年全国电力供需形势.....	12
图 38: 25 个省市十四五新增风电装机约 260GW (不含未区分风光省份)	13
图 39: 新增陆风/海风机组平均单机容量趋于大型化.....	13

图 40: 新增陆风/海风 LCOE 显著下降	13
图 41: 2023Q1 公司风电装机为 122 万千瓦 (+22%)	14
图 42: 2023Q1 公司风电发电量为 7.7 亿千瓦时 (+36%)	14
图 43: 2022 公司风电核准装机 1.3GW	15
图 44: 2022 年公司风电毛利率为 68%	15
图 45: 2022 年公司风电可利用小时数高于全国平均水平	15
图 46: 20 个各省市十四五预计新型储能规模达 53.9GW	16
图 47: 理想场景下预测中国新型储能累计投运规模	16
图 48: 我国氢能产业的发展目标	17
图 49: 中国氢能的能源比重柱状图	17

表 目 录

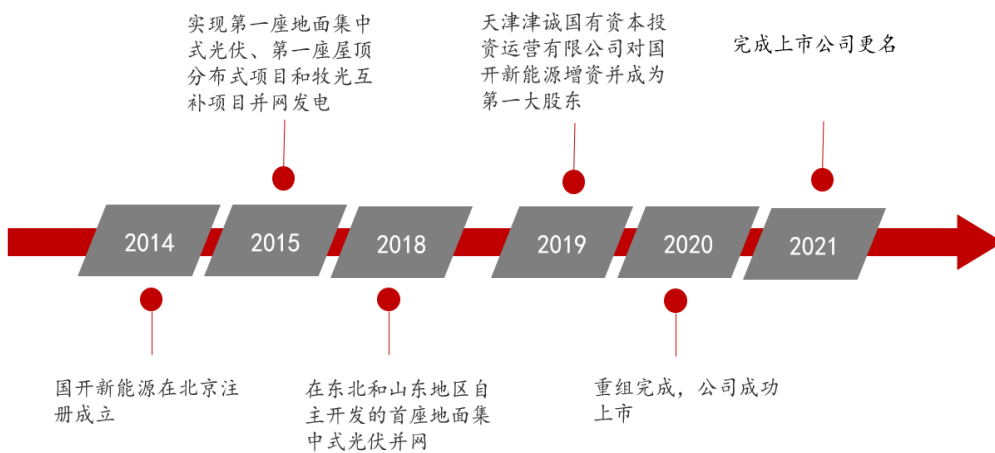
表 1: 光伏项目核心数据假设	8
表 2: 光伏组件价格&配储成本对光伏项目 IRR 敏感性分析	9
表 3: 近年公司收购的光伏项目	10
表 4: 公司和英利能源发展有限公司的关联交易	12
表 5: 近年公司收购的风电项目	14
表 6: 当前各省份普遍以新能源装机 10%/市场 2h 为配储下限	16
表 7: 公司积极布局储能和氢能领域	17
表 8: 分业务收入及毛利率	18
表 9: 可比公司估值	19
附表: 财务预测与估值	20

1 天津新能源企业，装机业绩高速增长

1.1 天津新能源龙头，装机规划保障成长

完成资产重组，进军新能源行业。金开新能源股份有限公司前身为天津劝业场（集团）股份有限公司，2020年8月公司完成重大资产重组，交易方案包括重大资产置换、发行股份购买资产和募集资金三部分，公司将原有百货零售资产全部置出，置入国开新能源科技有限公司（现已更名为金开新能科技有限公司）100%股权。资产重组完成后，金开有限公司全资子公司，上市公司主营业务变更为新能源电力的开发、投资、建设及运营，公司进军新能源行业。2014年，置入资产国开新能源在北京注册成立，重组完成后公司于2021年更名为金开新能源股份有限公司（简称金开有限）。

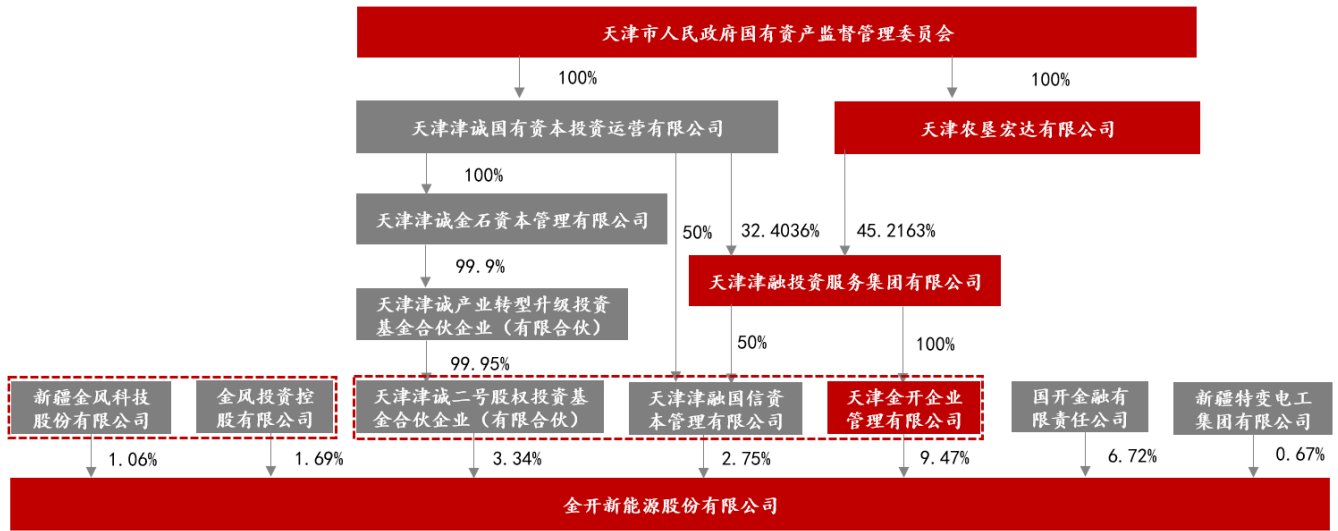
图 1：金开新能发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

天津国资委是实控人，而国开行背景提升公司资金实力。截至2023年4月，公司的控股股东是金开企管，持股9.47%；天津津融国信资本和天津金开企管为一致行动人，合计持股15.56%，天津国资委为实控人。国开金融是国开行的全资子公司，是公司第二大股东，持股6.72%，国开金融是国开行的非金融类投资平台，凭借国开行背景，公司得以享有广泛的政府资源和行业认同，并提升资金实力。此外公司股权结构多元化，股东中还有新能源和新材料龙头企业，有利于公司的长远发展。

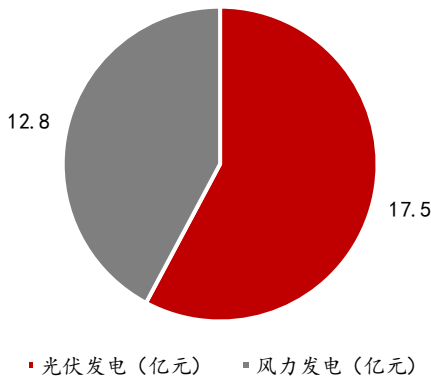
图 2：金开新能实控人为天津国资委（截至 2023 年 4 月）



数据来源：公司官网，西南证券整理

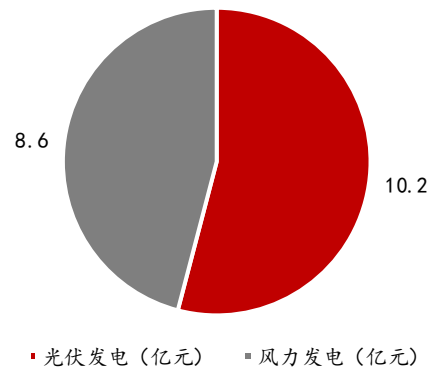
2022 年光伏/风电营收占比分别为 58%/42%，聚焦光伏发电和风力发电两大业务。资产重组后，公司主要通过全资子公司金开有限开展风光业务，金开有限早期主营光伏发电，2019 年开拓风电市场。2022 年，公司光伏发电/风力发电营业收入分别为 17.5/12.8 亿元，占营业收入比重分别为 58%/42%，此外公司光伏发电/风力发电毛利分别为 10.2/8.6 亿元，占毛利比重分别为 54%/46%，公司主营光伏和风力发电两大业务。

图 3：2022 年公司光伏发电营收 17.5 亿元（占比 58%）



数据来源：Wind，西南证券整理

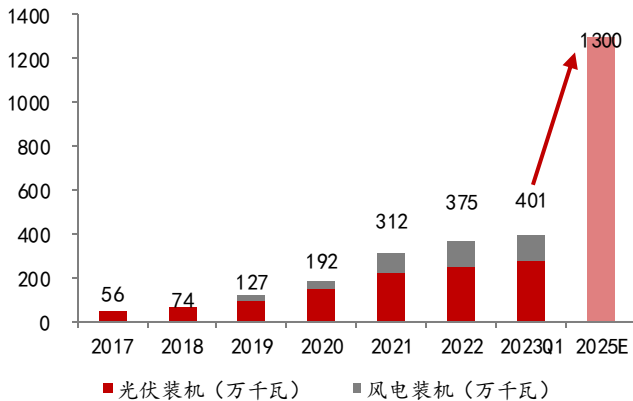
图 4：2022 年公司光伏发电毛利 10.2 亿元（占比 54%）



数据来源：Wind，西南证券整理

规划 25 年新能源装机突破 13GW，目前聚焦于“准皖直流”大通道上的风光项目超 1GW。2017-2023Q1 公司装机规模稳步增长，截至 2023 年 3 月末，公司总装机达到 401 万千瓦，其中光伏装机容量占比达到 70%。公司规划 2025 年新能源发电装机规模突破 13GW，按规划 23-25 年新能源装机 CAGR 约为 51.3%，实现装机高增。此外公司聚焦于“准皖直流”大通道上的风光项目超 1GW，公司有将近三分之一的风光项目为江浙沪皖等华东地区直送绿色电量，保障公司新能源项目消纳的同时推动区域双碳战略目标的实现。公司成为了该通道上新能源主力供电企业之一，逐步推动业务发展向规模化开发为主转变，助力构建高质量发展格局。

图 5：规划 25 年新能源装机突破 13GW，实现装机高增



数据来源：公司公告，西南证券整理

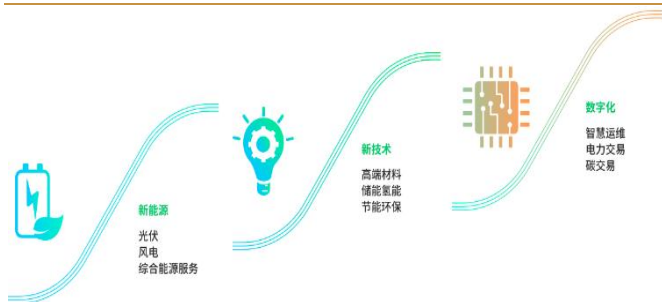
图 6：聚焦于“准皖直流”大通道上的风光项目超 1GW



数据来源：公司公告，西南证券整理

聚焦新能源，在巩固光伏、风电行业地位的前提下，加快布局综合能源服务、燃气发电、抽水蓄能等领域；聚焦新领域，在光风氢储的高端装备制造和新材料生产领域取得实质性进展；聚焦数字化，让数据创造价值。为此规划 2022 年进入清洁能源企业发展第一梯队；2025 年装机规模突破 13GW，同时在储能和氢能产业链形成较大影响力，成为国内一流的新能源投资企业；2035 年加速领跑，成为具有全球竞争力的能源生态型企业。

图 7：公司三条曲线战略布局



数据来源：公司公告，西南证券整理

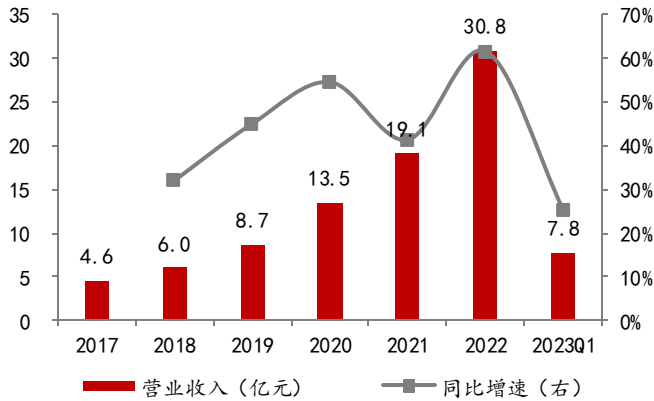
图 8：公司三步走战略安排



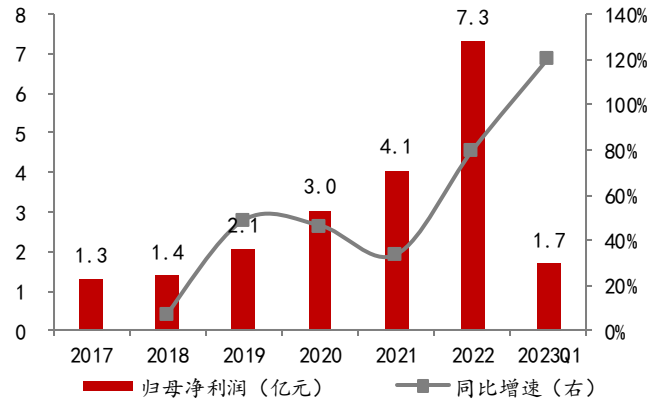
数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 业绩快速增长，盈利能力提升

公司营收稳步增长，2022 年归母净利润同比高增。公司营收规模由 2017 年的 4.6 亿元增至 2022 年的 30.8 亿元，实现 6.7 倍增长；同期归母净利润则由 1.3 亿元增至 7.3 亿元，实现近 6 倍增长。公司不断收购和自建新能源项目，发电量显著提升，驱动营收及利润高增。2023Q1 公司营收 7.8 亿元，同比增长 25%；归母净利润 1.7 亿元，同比增长 121%，公司业绩仍处于高速增长期。

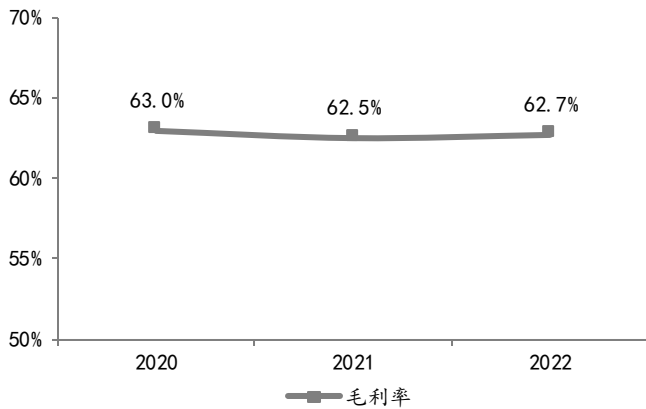
图 9：2023Q1 公司营收 7.8 亿元 (+25%)


数据来源：公司公告，西南证券整理

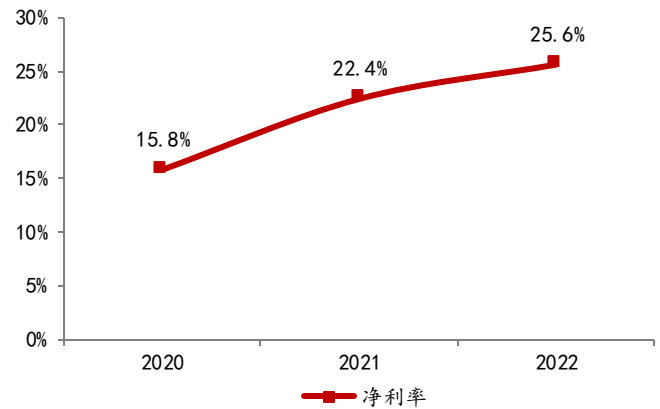
图 10：2023Q1 公司归母净利润 1.7 亿元 (+12%)


数据来源：公司公告，西南证券整理

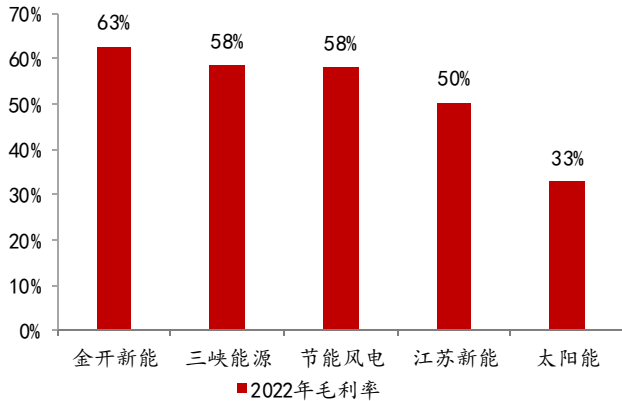
公司盈利能力持续提升，毛利率位居行业前列。2020-2022 年公司毛利率保持平稳，净利率则由 15.8% 提升至 25.6%，主要系公司以“精细化管理+智能运维+智慧交易”为定位，发掘发电运营潜力，发挥集约化及专业化管控优势，全面提升盈利能力。与同行相比，净利率水平处于中下游，仍有提升空间；而毛利率则处于同行领先地位，2022 年金开新能/三峡能源/节能风电/江苏新能/太阳能的销售毛利率分别为 63%/58%/58%/50%/33%，这反映出公司资产较为优质，电站布局区位优势明显。

图 11：2020-2022 年公司毛利率稳定在 62-63%


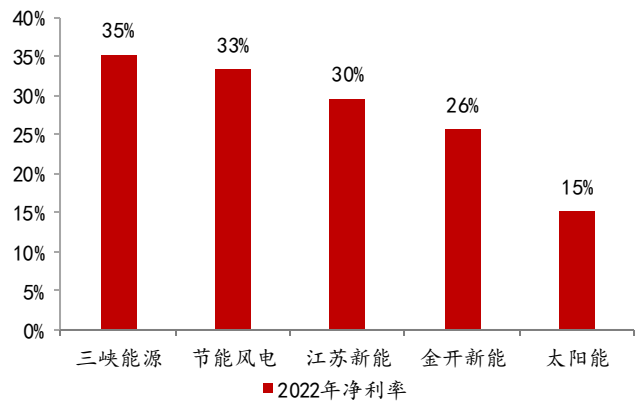
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：2020-2022 公司净利率由 15.8% 提升至 25.6%


数据来源：公司公告，西南证券整理

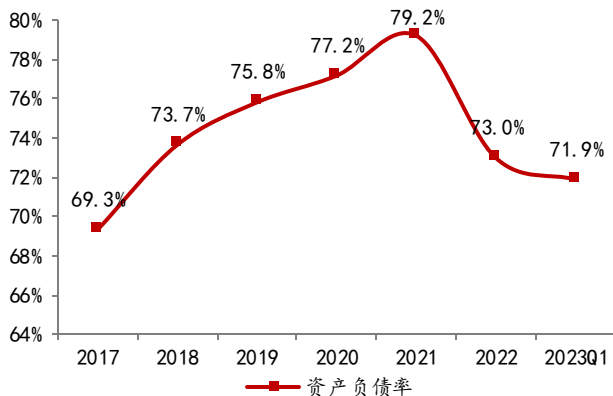
图 13: 2022 年公司毛利率 63%领跑同行


数据来源: wind, 公司公告, 西南证券整理

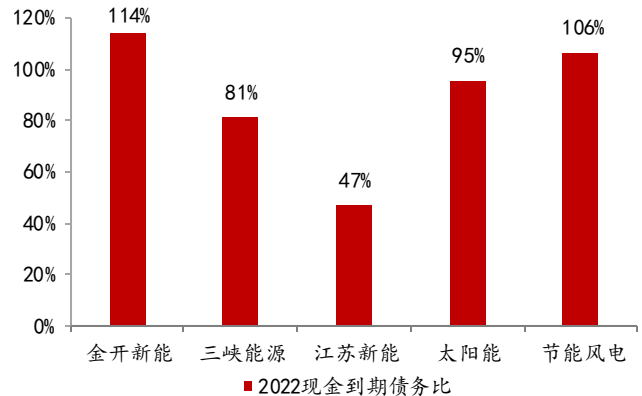
图 14: 2022 年公司净利率 26%仍处于行业中下水平


数据来源: wind, 公司公告, 西南证券整理

公司资产负债率下降, 2022 年公司现金到期债务比为 114%, 财务状况良好。2017-2022 年公司资产负债率增加主要系公司近年扩张新能源业务, 2021-2022 年公司资产负债率从 79.2%降至 73%, 下降了 6.2pp, 显示公司偿债能力提升, 财务风险减少, 主要系公司发展了科学合理、规范高效的风控体系。2022 年金开新能/三峡能源/节能风电/太阳能/江苏新能的现金债务比分别为 114.3%/81.1%/106.5%/95.4%/46.9%, 显示公司相较于同行具有更好的偿债能力和风险控制能力。

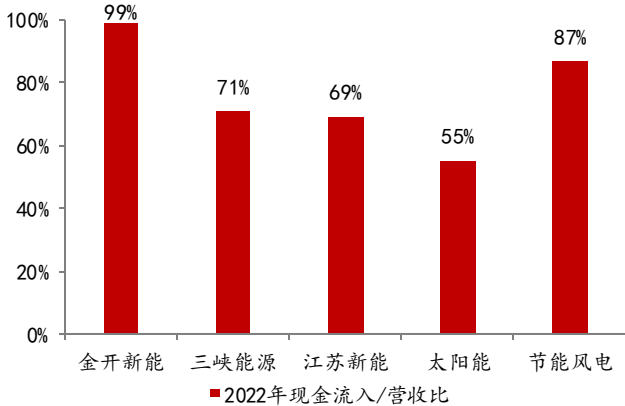
图 15: 2022 年公司资产负债率 73%


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

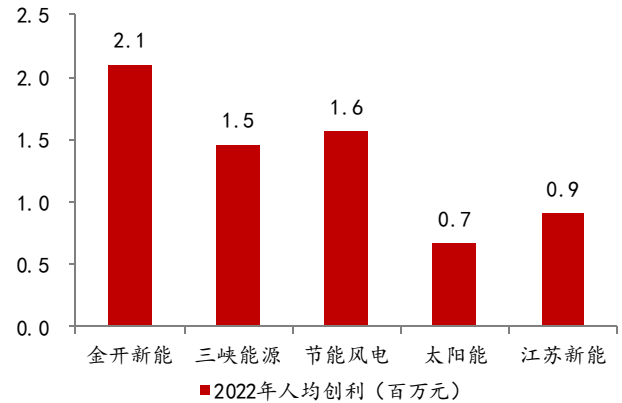
图 16: 2022 年公司现金到期债务比为 114%


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2022 年公司现金流入/营收比为 99%, 2022 年人均创利指标为 210 万元, 均优于同行。2022 年金开新能/节能风电/三峡能源/江苏新能/太阳能的现金流入/营收比分别为 99%/71%/69%/55%/87%, 公司获取现金能力较强, 营收质量较好。2022 年金开新能/三峡能源/节能风电/太阳能/江苏新能人均创利分别为 210/150/160/70/90 万元, 公司资产和人员效率领先同行, 人均创利指标优于同行, 运营管理效率优势较好。

图 17: 2022 年公司现金流入占营收比为 99%


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

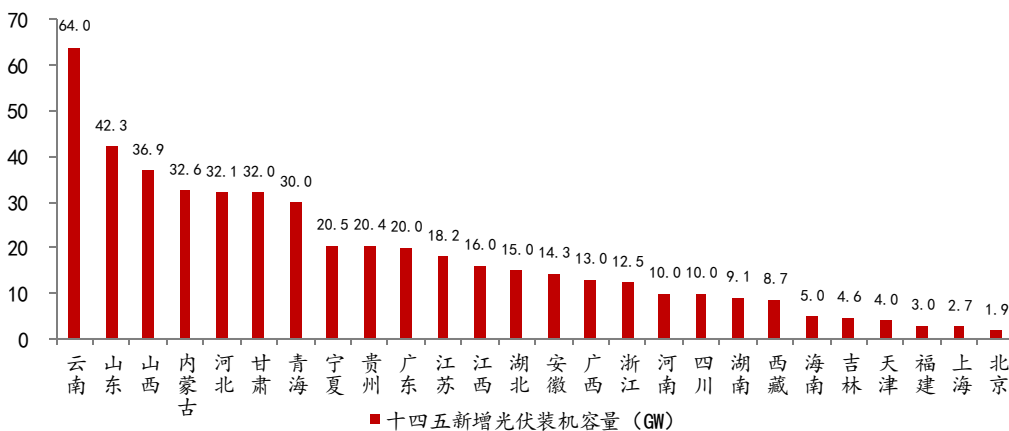
图 18: 2022 年公司人均创利 210 万元


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2 光伏降本推动下游发展, 公司资产优质成长

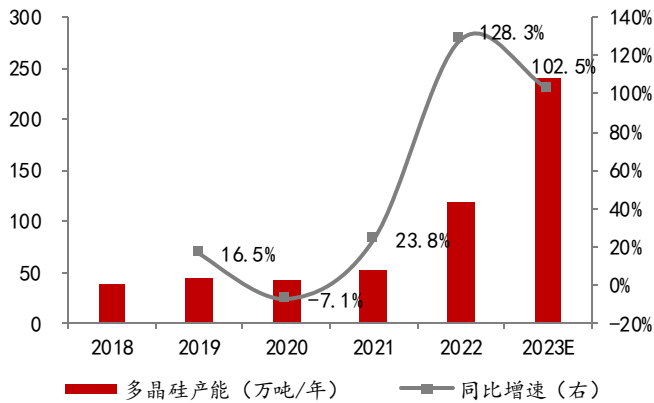
2.1 光伏行业市场空间广阔, 产业链降本利好收益率

光伏行业政策支持, 前景广阔。光伏行业是国家重点发展的战略性新兴产业, 近年来国家从多个方面出台了一系列支持政策。2022 年 6 月, 国家发改委、国家能源局等九个部门联合发布了《“十四五”可再生能源发展规划》, 明确了碳达峰、碳中和和 2035 年远景目标。根据 2025 年非化石能源消费占比 20% 的任务要求, 积极推进可再生能源发电开发利用, 并扩大非电利用规模。在“双碳”趋势下, 光伏发电以其能源稳定、转换过程简单、环保优势显著等特点, 被视为未来最主要的绿色电力供应来源, 已成为我国新能源电力建设的核心领域。26 个省市十四五期间新增光伏装机目标 479GW, 考虑到未包含未区分风光装机的省份, 初略假设十四五期间新增光伏装机 500GW。根据国家能源局设立的目标, 预计 2023 年光伏装机规模将达到 490GW。同时, 考虑到 2020 年全国光伏装机规模为 253GW, 按照平均增速的假设, 预计 2024 年光伏装机将达到 620GW, 2025 年光伏装机预计将达到 751GW。

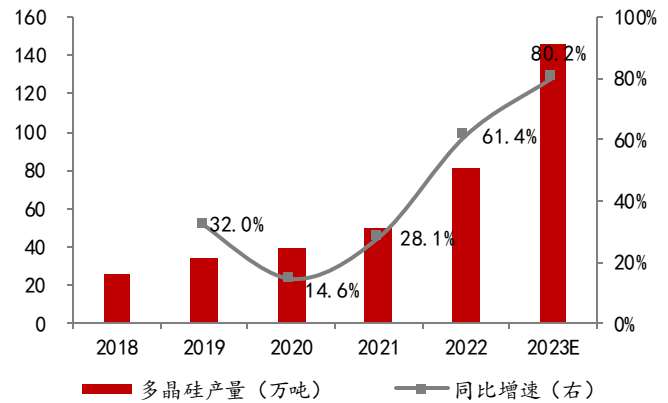
图 19: 26 个省市十四五新增光伏装机约 479GW (不含未区分风光省份)


数据来源: 各政府官网, 新闻公告, 西南证券整理

预计 2023E 国内硅料产能充足, 带动光伏项目盈利增加。据硅业分会和 CPIA 数据显示, 预计 2023 年我国多晶硅产能可达 240 万吨/年, 国内企业产量可达 146 万吨。由于硅料中途停产会导致较高成本, 具有持续性生产的特点, 预计未来国内硅料产能会持续扩张, 将支撑组件产出增加。此外据《中国光伏产业路线图 (2022-2023 年)》数据, 组件约占投资成本的 47%, 随着上游硅料产能持续扩张, 带动组件价格逐步下降至合理水平, 光伏系统初始全投资也将逐渐降低, 这将极大地推动光伏新增装机增长。

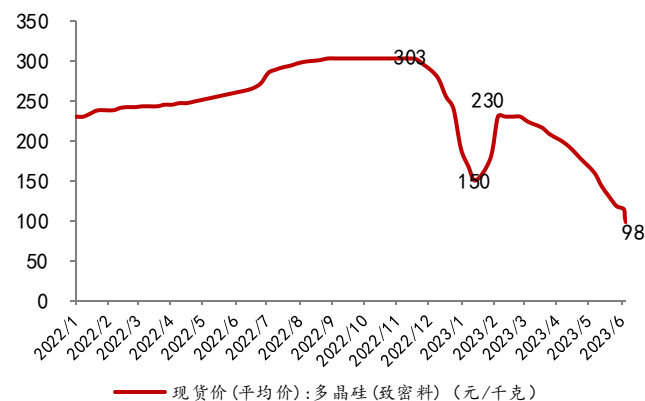
图 20: 预计 2023E 国内多晶硅产能过剩


数据来源: CPIA, 硅业分会, 西南证券整理

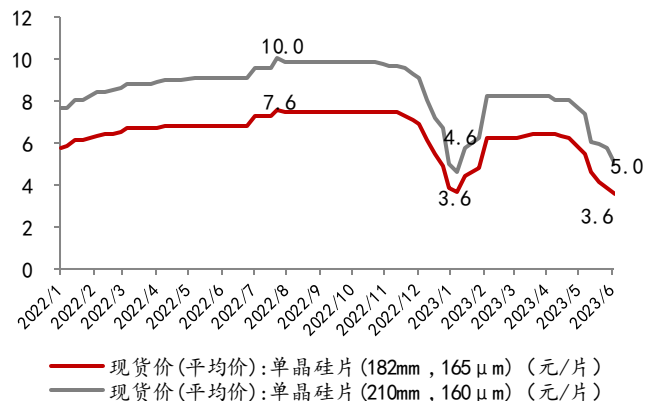
图 21: 预计 2023E 国内多晶硅产量 146 万吨


数据来源: CPIA, 硅业分会, 西南证券整理

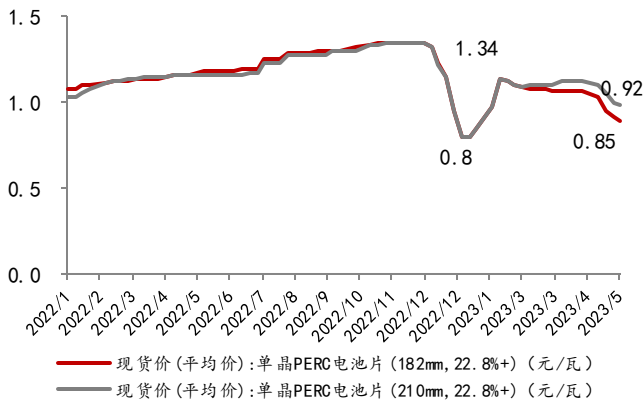
长期看产业链上游各环节价格有望下降, 光伏项目建设有望放量。2023 年 6 月 9 日多晶硅致密料均价 98 元/千克, 较最高点 303 元/千克的降幅为 210%, 自 2022 年 12 月中下旬硅料价格出现断崖式下降; 2023 年 6 月 7 日 182mm 和 210mm 单晶硅片价格为 3.6 和 5 元/片, 均达到 2022 年初至今的最低点, 较最高点相比降幅过半; 182mm 和 210mm 单晶 perC 电池片价格最低点较最高点降幅分别为 110.6% 和 117.6%; 182mm 和 210mm 单面单晶 perC 出现明显下降, 1 月下旬先后开始反弹, 但从长期来看, 考虑到 2023 年产能扩张带来的供过于求的局面, 预计未来仍有下降空间, 光伏项目建设有望放量。

图 22: 2022 年初至今多晶硅价格走势


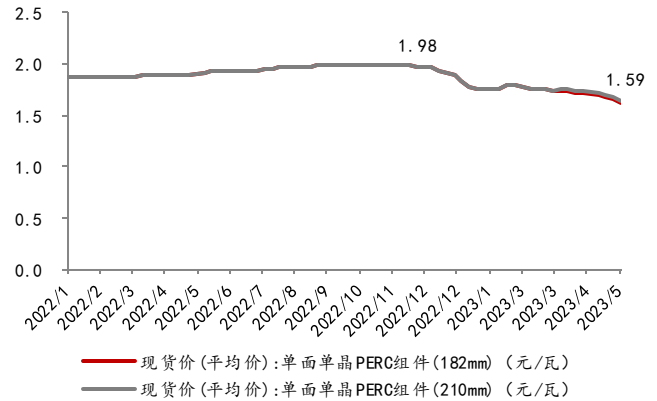
数据来源: wind, 西南证券整理

图 23: 2022 年初至今单晶硅片价格走势


数据来源: wind, 西南证券整理

图 24：2022 年初至今单晶 PERC 电池片价格走势


数据来源：wind，西南证券整理

图 25：2022 年初至今单面单晶 PERC 组件价格走势


数据来源：wind，西南证券整理

结合新能源配储的两种建设方式，我们测算了光伏组件价格和配储成本对光伏项目 IRR 的影响，核心假设如表 1 所示：

表 1：光伏项目核心数据假设

收入端			
装机量 (MW)	130	上网电量占比	95%
光伏上网电价 (元/kWh)	0.37	可利用小时数 (h)	1300
成本端			
配置比例	15%	配置小时	2
项目自有资金投入比例	30%	融资成本	3.80%
每年运营维护成本占固定资产比例	3%	企业综合税收负担率	35%
折旧年限	20	折旧残值	5%

数据来源：Wind，北极星太阳能光伏网，阳光工匠光伏网等，西南证券整理

测算结果显示：1) 配置储能情况下，光伏组件价格每下降 0.05 元/W，项目 IRR 提高 0.2%-0.3%；2) 在不考虑其他条件时，同一组件价格下，容量租赁模式下的项目 IRR 要高于自建模式；3) 在自建储能模式下，当组件价格下降至 1.45 元/W 以下时，能逐渐覆盖配储成本压力；在容量租赁模式下，当组件价格下降至 1.60 元/W 以下时，能逐渐覆盖配储成本压力。

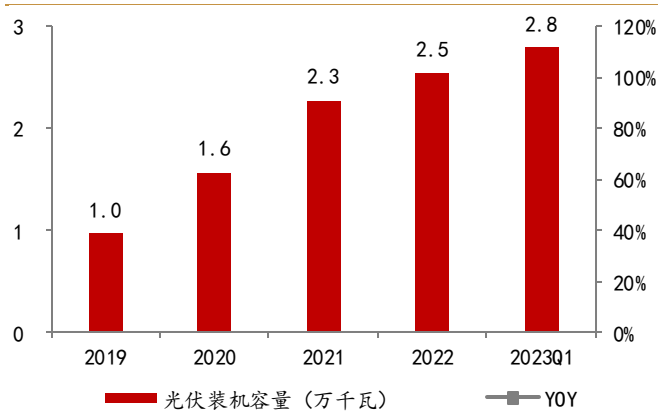
表 2：光伏组件价格&配储成本对光伏项目 IRR 敏感性分析

		组件价格 (元/W)											
		1.95	1.90	1.85	1.80	1.75	1.70	1.65	1.60	1.55	1.50	1.45	1.40
不配置储能		9.2%	9.5%	9.8%	10.1%	10.4%	10.7%	11.0%	11.3%	11.6%	11.9%	12.3%	12.6%
自建储能													
储能造价 (元/Wh)	2.2	5.6%	5.9%	6.2%	6.4%	6.7%	6.9%	7.2%	7.5%	7.8%	8.0%	8.3%	8.6%
	2.1	5.8%	6.1%	6.3%	6.6%	6.8%	7.1%	7.4%	7.6%	7.9%	8.2%	8.5%	8.8%
	2.0	5.9%	6.2%	6.5%	6.7%	7.0%	7.3%	7.5%	7.8%	8.1%	8.4%	8.6%	8.9%
	1.9	6.1%	6.4%	6.6%	6.9%	7.2%	7.4%	7.7%	8.0%	8.3%	8.5%	8.8%	9.1%
	1.8	6.3%	6.5%	6.8%	7.1%	7.3%	7.6%	7.9%	8.1%	8.4%	8.7%	9.0%	9.3%
	1.7	6.4%	6.7%	6.9%	7.2%	7.5%	7.8%	8.0%	8.3%	8.6%	8.9%	9.2%	9.4%
	1.6	6.6%	6.8%	7.1%	7.4%	7.6%	7.9%	8.2%	8.5%	8.8%	9.0%	9.3%	9.6%
容量租赁													
租赁费用 (元/kW·年)	400	7.0%	7.3%	7.5%	7.8%	8.1%	8.4%	8.6%	8.9%	9.2%	9.5%	9.8%	10.1%
	380	7.1%	7.4%	7.6%	7.9%	8.2%	8.5%	8.8%	9.0%	9.3%	9.6%	9.9%	10.2%
	360	7.2%	7.5%	7.8%	8.0%	8.3%	8.6%	8.9%	9.2%	9.4%	9.7%	10.0%	10.3%
	340	7.3%	7.6%	7.9%	8.1%	8.4%	8.7%	9.0%	9.3%	9.6%	9.9%	10.1%	10.4%
	320	7.4%	7.7%	8.0%	8.3%	8.5%	8.8%	9.1%	9.4%	9.7%	10.0%	10.3%	10.6%
	300	7.5%	7.8%	8.1%	8.4%	8.6%	8.9%	9.2%	9.5%	9.8%	10.1%	10.4%	10.7%

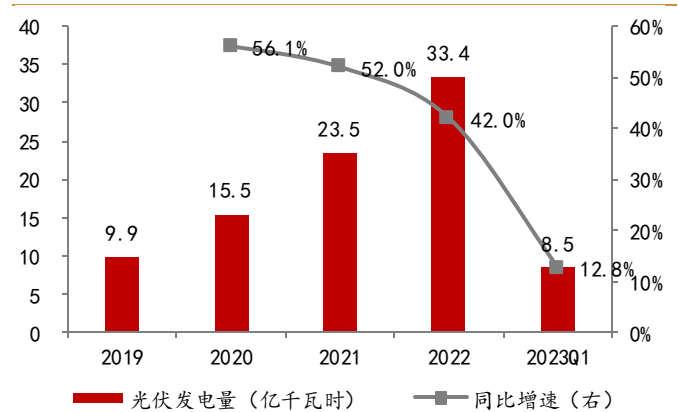
数据来源：Wind，北极星太阳能光伏网，阳光工匠光伏网，储能与电力市场公众号等，西南证券整理

2.2 装机快速增长，布局资产优质

公司光伏装机量已增至 2.8GW，发电量也稳步增加。2019-2023Q1 公司光伏扩张步伐较快，装机量由 1.0GW 增至 2.8GW，同比增速均在 20%以上，公司持续开发及不断对外收购光伏项目。预计随着上游各环节的降价，公司有望加快光伏项目的扩张步伐。此外受益于公司光伏装机的稳步增长，发电量也稳步增加。2019-2022 年公司光伏发电量由 9.9 亿千瓦时增至 33.4 亿千瓦时，同比增速均在 40%以上，2023Q1 达到 8.5 亿千瓦时，同比增长 13%。

图 26：2023Q1 公司光伏装机达 2.8GW (+21%)


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 27：2023Q1 公司光伏发电量 8.5 亿千瓦时 (+12.8%)


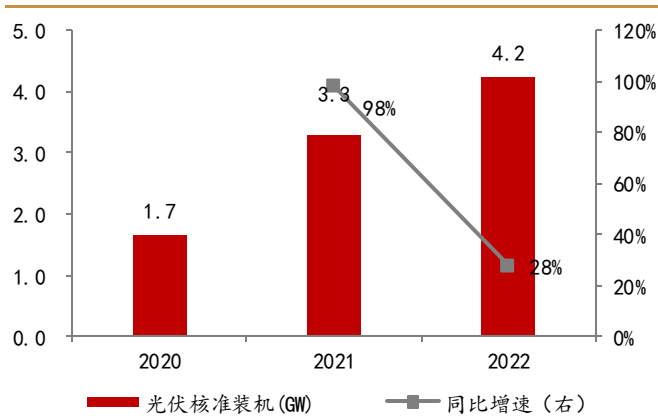
数据来源：公司公告，西南证券整理

表 3：近年公司收购的光伏项目

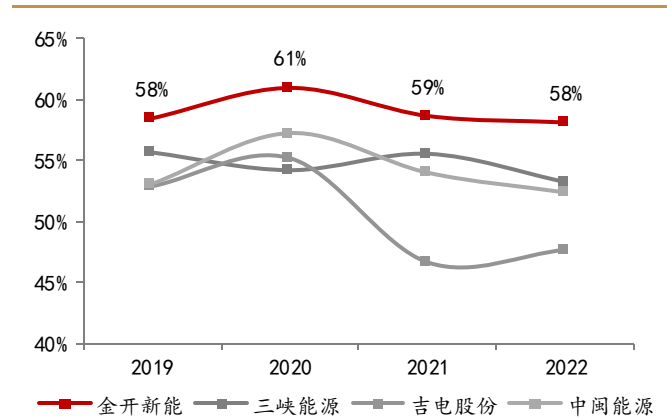
收购项目	项目概况
-	收购福建宁德上汽 21MW 分布式光伏项目
-	收购宁夏红寺堡上电 100MW 光伏项目
-	收购浙江中拓 3.177MW 分布式光伏项目
收购常州长合新能源有限公司 90% 股权	山西 250MW 光伏项目
收购五家渠保利招商联合新能源有限公司 100% 股权	五家渠北塔山保利招商 100MW 项目
收购新疆中惠天合节能环保科技有限公司 100% 股权	五家渠北塔山中惠天合 50MW 项目
收购木垒联合光伏发电有限公司 100% 股权	木垒联合 100MW 项目
收购滨州绿筑光伏能源有限公司 70% 股权	215.5MW 分布式光伏电站项目

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司光伏储备资源丰富，22 年核准装机量高达 4.2GW。2020-2022 年公司光伏核准装机稳步增长，由 1.7GW 增至 4.2GW。2022 年公司光伏核准装机占公司风光新增核准资源的 76%，同比增速高达 28%，增速有所放缓，主要原因为 22 年上游成本较高，预计 23 年增速将有所回升，以达到 25 年 13GW 的风光总目标。2019-2022 年公司光伏毛利率均在 58% 以上，光伏项目毛利率水平高于同行，2022 年金开新能/三峡能源/吉电股份/中闽能源光伏毛利率为 58%/53%/48%/52%。此外 2022 年 12 月中旬开始硅料价格大幅下滑，预计后续随着光伏上游各环节价格下跌，2023 年公司光伏项目毛利率有望持续上行。

图 28：2022 年公司光伏核准装机 4.23GW (+28%)


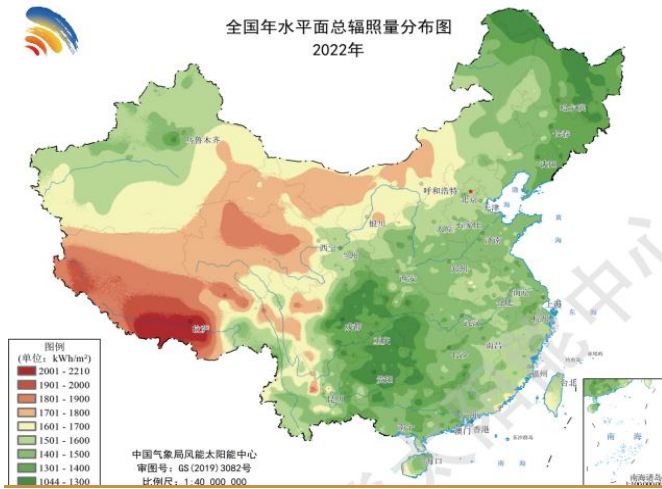
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 29：2019-2022 年公司光伏毛利率均在 58% 以上


数据来源：公司公告，西南证券整理

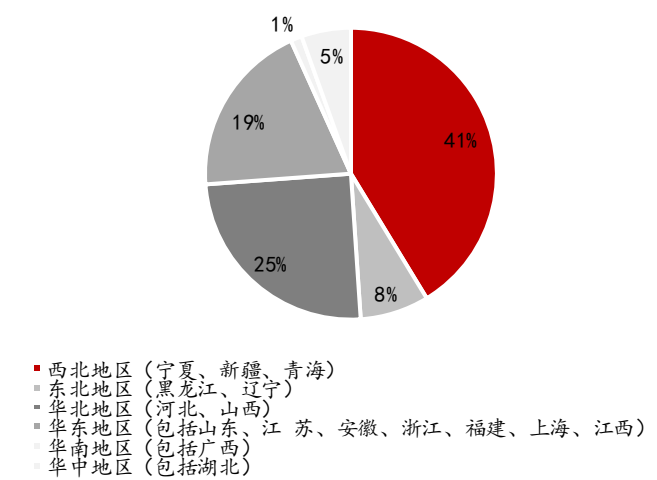
公司光伏项目所在地区太阳能资源较好，西北区域占比超 4 成。据中国气象局风能太阳能中心发布的《2022 年中国风能太阳能资源年景公报》数据显示，2021 年我国新疆大部、山西北部、河北北部等地区年水平面总辐照量为 1400kWh/m²-1750kWh/m²，太阳能资源很丰富；东北大部、华北东部南部、华东大部等地区年水平总辐照量为 1050kWh/m²-1400kWh/m²，太阳能资源丰富。2022 年公司光伏装机分布上，西北地区/华北地区占比分别为 41%/25%，资源禀赋优势明显。

图 30：2022 年全国年水平面总辐照量分布图



数据来源:《2022 年中国风能太阳能资源年景公报》,西南证券整理

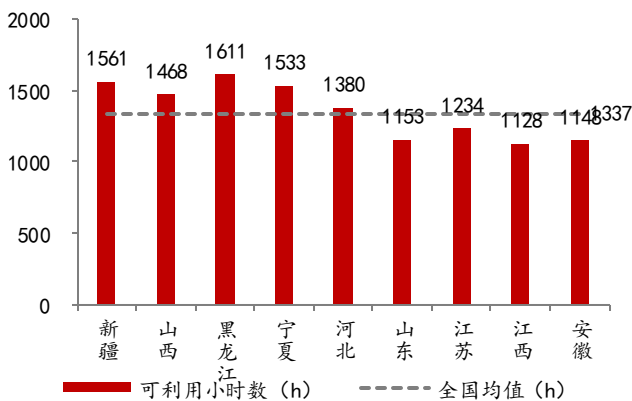
图 31：2022 年公司光伏装机分布



数据来源:公司公告,西南证券整理

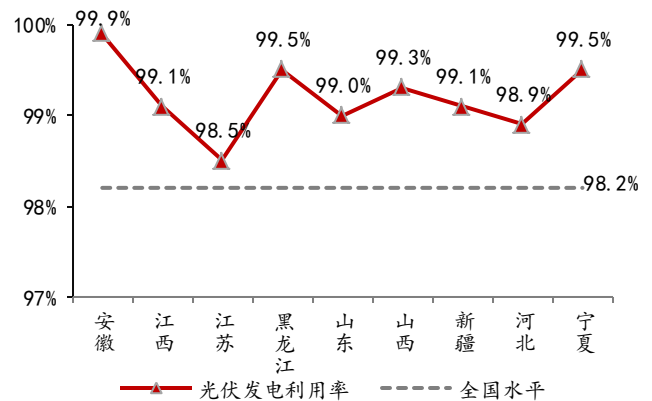
公司光伏所在区域的可利用小时数大部分高于全国均值,布局区域的光伏利用率则均高于全国水平。2022 年全国光伏发电利用小时数为 1337 小时,公司光伏项目主要布局的新疆 / 山西 / 黑龙江 / 宁夏 / 河北 / 山东 / 江苏的可利用小时数分别为 1561/1468/1611/1533/1380/1153/1234/1128/1148 小时,其中 5 个个省份的可利用小时数分别高于全国均值水平 224/131/274/196/43 小时。此外 2022 年全国光伏发电利用率为 98.2%,公司光伏装机重点布局区域的并网消纳情况也基本优于全国水平。

图 32：2022 年光伏装机重点布局区域可利用小时数



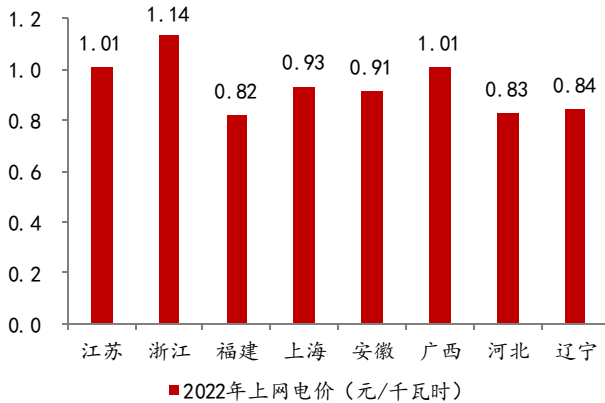
数据来源:公司公告,西南证券整理

图 33：2022 年公司光伏重点布局区域光伏并网消纳情况

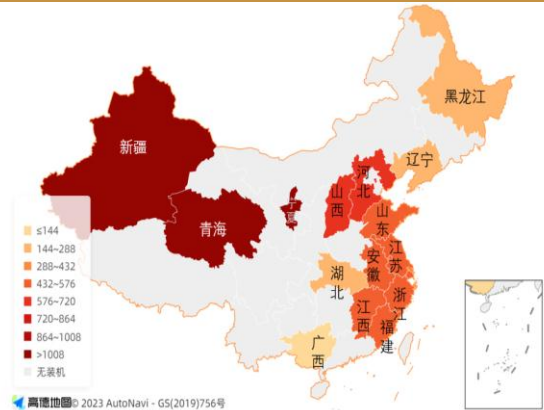


数据来源:国家能源局,西南证券整理

公司分布式光伏项目多布局在经济发达省份,上网电价较高。公司分布式光伏项目分布区域多布局在上海、浙江和山东等沿海区域,分布式光伏项目的上网电价水平较高,利好项目盈利,江苏/浙江/上海/安徽/福建/广西/河北/辽宁区域上网电价均超过 0.8 元/千瓦时。

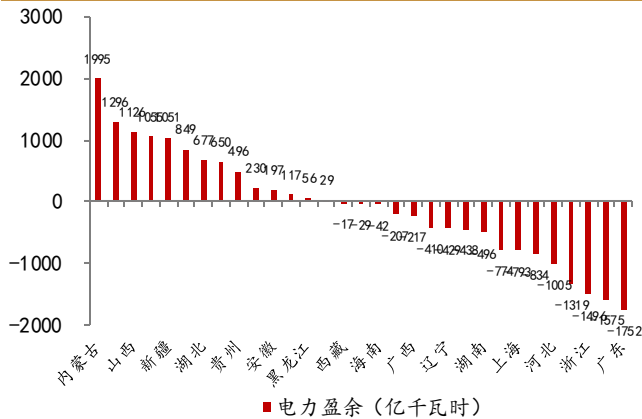
图 34：2022 年公司沿海区域光伏上网电价较高


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 35：2022 年公司光伏装机分布


数据来源：公司公告，西南证券整理

光伏项目多数布局在供需偏紧区域，公司分布式光伏资产结构较好。据电规总院《未来三年电力供需形势分析》数据显示，预计 2023 年全国供需紧张地区为 6 个，分别是安徽/湖南/江西/重庆/贵州/冀南；偏紧地区为 17 个，分别为新疆/青海/四川/云南/陕西/河南/湖北/广西/广东/山东/江苏/浙江/北京/上海/天津/海南/冀北。2021 年电力缺口较大的省份集中在广东/山东/浙江/江苏等沿海地区，各省多布局电力供需偏紧区域，光伏资产结构较好。

图 36：2022 年电力缺口较大省份主要集中在华东和华南沿海


数据来源：wind，西南证券整理

图 37：2023 年全国电力供需形势


数据来源：电规总院《未来三年电力供需形势分析》，西南证券整理

积极布局光伏产业链，参股投资英利能源发展有限公司。公司参股投资英利能源，英利能源主营光伏太阳能电池、组件的生产。2022 年公司向英利能源发展有限公司销售原材料 46 亿元，购买组件 0.33 亿元。2022 年公司新设二级子公司金开供应链，金开供应链以光伏产业链为切入点，以英利发展为重要抓手，专注于风、光、储及 EPC 服务，向产业链上游纵向拓展，协同母公司在新能源产业布局。2022 年金开供应链已与上游 40 家供应商发生业务往来，实现利润总额 5165 万元。公司积极布局光伏制造领域，优化产业布局。

表 4：公司和英利能源发展有限公司的关联交易

关联交易	2022 年预计金额 (亿元)	占同类业务比例	2022 年发生额 (亿元)
向关联人销售原材料	60	60%-70%	46
向关联人购买组件	16	50%-60%	0.33

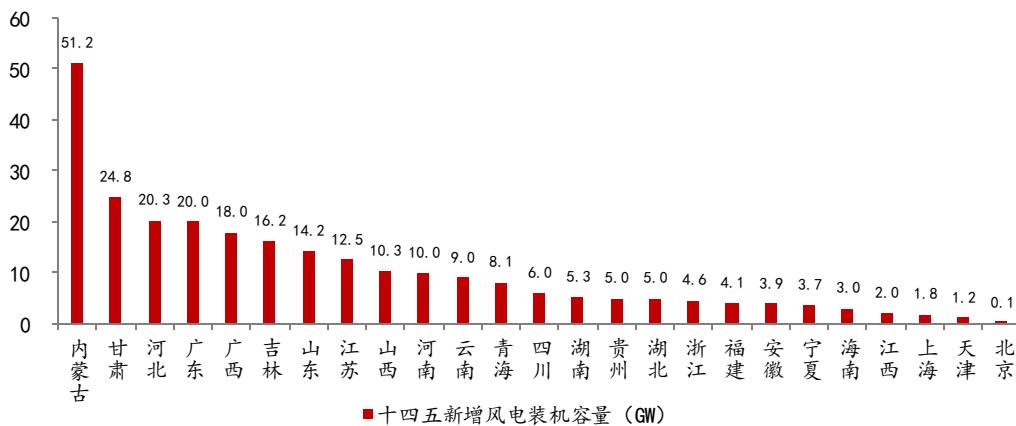
数据来源：公司公告，西南证券整理

3 进军风电乘风起航，积极布局储能氢能

3.1 风电赛道景气攀升，进军风电乘风启航

风电装机稳步增长，成为推动我国能源结构转型的重要驱动力。25 个省市十四五期间新增风电装机目标 260GW（未包含未区分风光装机的省份），2022 年全国风电装机规模为 365GW，根据国家能源局设立的目标，2023 年全国风电装机规模达到 430GW，风电装机稳步增长，成为推动我国能源结构转型的重要驱动力。

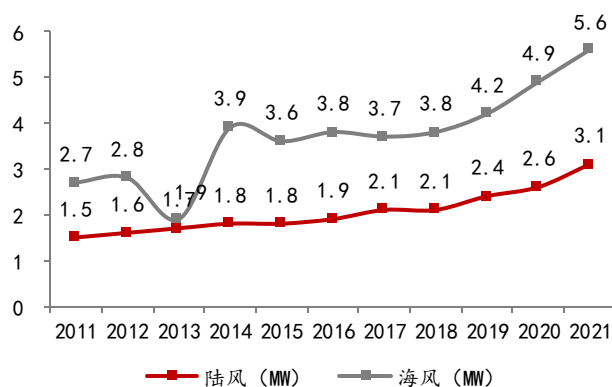
图 38：25 个省市十四五新增风电装机约 260GW（不含未区分风光省份）



数据来源：各政府官网，新闻公告，西南证券整理

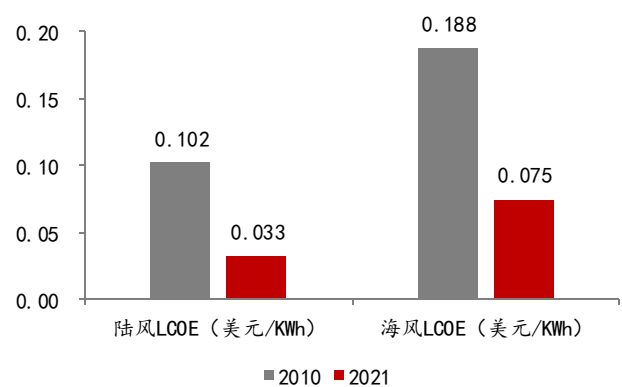
新增陆风/海风机组平均单机容量趋于大型化，带动风电成本显著下降。据 CWEA 数据显示，2011-2021 年我国新增陆风机组平均单机容量从 1.5MW 增至 3.1MW，涨幅达 107%；新增海风机组平均单机容量从 2.7MW 增至 5.6MW，涨幅达 107%，风机趋向大型化显著带动风电成本下降，2021 年新增的陆风项目全球加权平均平准化度电成本（LCOE）为 0.033 美元/kwh，较 2010 年降幅达 67.6%；新增的海风项目 LCOE 为 0.075 美元/kwh，较 2010 年降幅达 60.1%，而同为可再生能源的太阳能光伏项目 LCOE 为 0.048 美元/kwh。2022 年我国陆风装机占比为 91.7%，以陆风为主。综合来看，我国风电成本较低，具有较好的经济性。随着双碳战略的持续推进，风电将迎来发展机遇期，乘风起航蓬勃发展。

图 39：新增陆风/海风机组平均单机容量趋于大型化



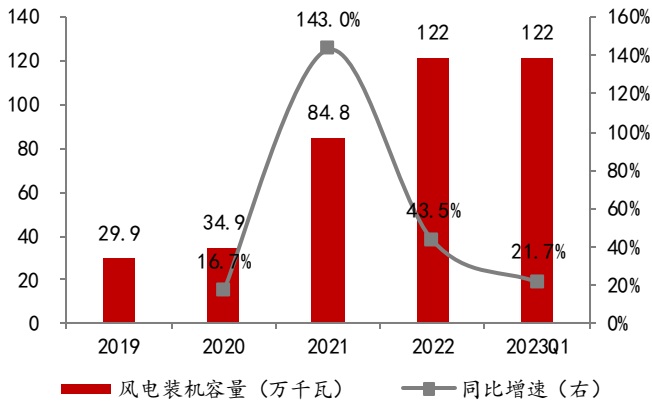
数据来源：CWEA，西南证券整理

图 40：新增陆风/海风 LCOE 显著下降

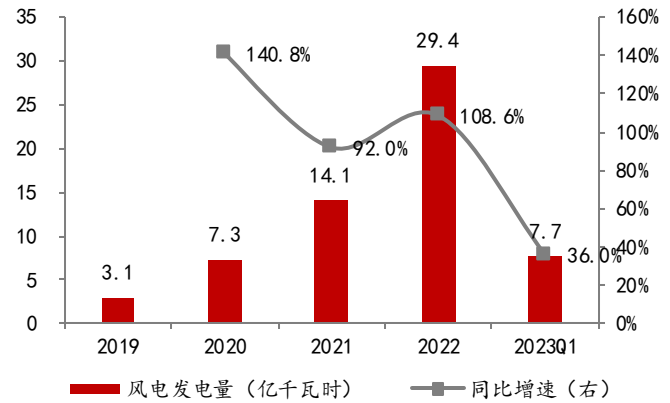


数据来源：IRENA，西南证券整理

公司风电装机稳步增加，带动 2023Q1 发电量增至 23 亿千瓦时。2018 年国开新能源通过了《关于公司开展风电业务的议案》，国开新能源开始着手准备并决定收购金风科技下属公司德州润津（一期、二期项目装机均为 10 万千瓦）和托克逊（一期、二期项目装机均为 4.95 万千瓦），2019 年完成项目交割，公司正式进军风电领域。2019-2023Q1 公司通过不断自建和收购风电项目，使得风电装机容量从 29.9 万千瓦增至 122 万千瓦，带动公司风电发电量实现高增，2023Q1 发电量达到 7.7 亿千瓦时，较 2021 年同比增加 36%。

图 41：2023Q1 公司风电装机为 122 万千瓦 (+22%)


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 42：2023Q1 公司风电发电量为 7.7 亿千瓦时 (+36%)


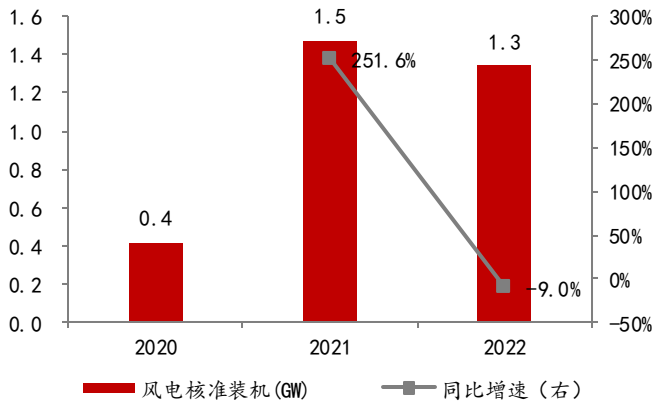
数据来源：公司公告，西南证券整理

表 5：近年公司收购的风电项目

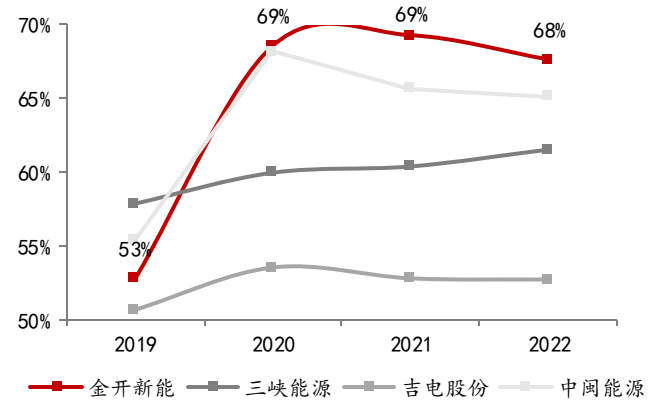
收购项目	项目概况
-	收购辽宁阜新东矿 6.6MW 分散式风电项目和辽宁法库依牛堡 5.6MW 分散式风电项目
-	收购广西贵港高传 60MW 风电项目
收购上海电气（木垒）风力发电有限公司 55% 股权	新疆木垒大石头第三风电场 100MW 项目
收购乌鲁木齐瑞和光晟电力科技有限公司 100% 股权	收购新疆奇台新科 100MW 风电项目
收购菏泽新新能源科技有限公司 90% 股权	山东菏泽 50MW 风电项目
收购新疆鑫瑞浦源能源科技有限公司 100% 股权	浦类海 100MW 风力发电项目
收购乌鲁木齐市国鑫乾立新能源有限公司 100% 股权	国新天立 50MW 风电项目
收购新疆丝路创新旅游文化投资有限公司 100% 股权	丝路大成木垒一期 50MW 风力发电项目
收购乌鲁木齐辉嘉光晟电力科技有限公司 100% 股权	100MW 风力发电项目
收购木垒县采风丝路风电有限公司 100% 股权	木垒大石头第五风电场 200MW 风电站项目

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司风电在手资源充足，风电毛利率高于同行。2022 年公司风电核准装机为 1.3GW，占公司风光核准资源的 23.4%。此外 2022 年金开新能/三峡能源/吉电股份/中闽能源风电毛利率分别为 67.61%/61.54%/52.77%/65.10%，公司风电毛利率水平显著高于同行，且 2019-2022 年公司风电业务毛利率稳步增长，提高了 14.81pp。公司风电业务盈利能力较强，预计受益于公司风电项目的稳步投产，公司的业绩也将稳步增长。

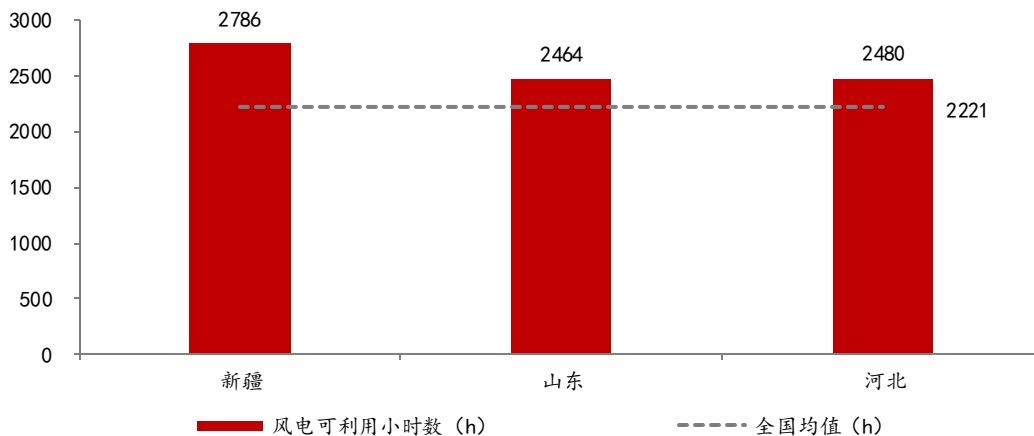
图 43: 2022 年公司风电核准装机 1.3GW


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 44: 2022 年公司风电毛利率为 68%


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司风电项目主要分布在三北地区, 风电可利用小时数高于全国平均水平。2023Q1 三北地区的风电装机容量分别为 79.75/5.86/5.06 万千瓦, 占公司 2023Q1 年风电装机的 74.5%, 公司风电项目主要聚集于三北地区。此外 2022 年公司分布于新疆/山东/河北的风电项目可利用小时数分别为 2786/2464/2480 小时, 分别高于全国平均水平 565/543/259 小时, 公司风电项目资源禀赋较好。

图 45: 2022 年公司风电可利用小时数高于全国平均水平


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3.2 积极布局储能氢能, 注入发展新动能

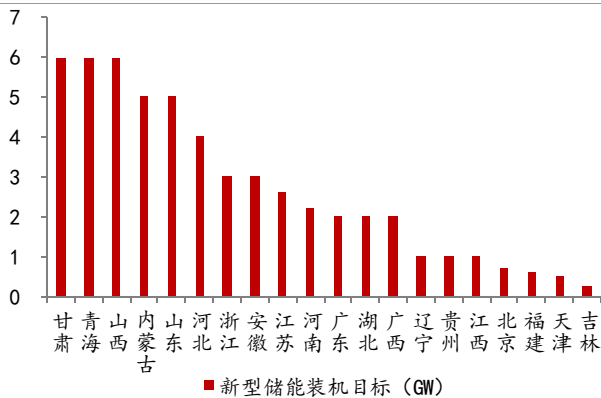
多地明确新能源配套储能, 储能战略地位凸显。面对新能源发电间歇性和波动性等特点, 安全平稳上网所需发电调峰压力加大。为保障电力系统的稳定运行, 各省先后提出配储要求, 储能战略地位凸显。当前各省份普遍以新能源装机 10%/市场 2h 为配储下限, 新疆、河南、广西、西藏、上海和陕西等地配置比例已提升至 20% 以上, 新疆、西藏、上海、辽宁、内蒙古和福建等地最高时长已提升至 4h。此外还有部分省份下属市区明确配套储能要求, 比如浙江杭州临安要求结合电网提升统筹规划储能设施布局, 按光伏及风电装机容量 10%~20 配置储能; 甘肃嘉峪关在“十四五”第一批光伏发电项目竞争性配置公告中要求储能规模不低于项目规模的 20%, 储能放电时长不小于 2h。

表 6：当前各省份普遍以新能源装机 10%/市场 2h 为配储下限

地区	配储要求			地区	配储要求			地区	配储要求		
	风电	光伏	时长		风电	光伏	时长		风电	光伏	时长
新疆	25%	25%	2h~4h	河北	10~15%	10~15%	2h~3h	贵州	10%	10%	2h
河南	20~55%	20%	2h	山西	10%	10~15%	2h	江西	-	10%	1h
广西	20%	15%	2h	福建	-	10~15%	2h~4h	海南	-	10%	-
西藏	-	20%	4h	天津	15%	10%	1h	云南	10%	10%	-
上海	20%	-	4h	宁夏	10%	10%	2h	湖南	15%	5%	2h
陕西	10%	10~20%	2h	湖北	10%	10%	2h	江苏	-	8~10%	2h
辽宁	15%	15%	3h~4h	山东	10%	10%	2h	甘肃	5~10%	5~10%	2h
内蒙古	15%	15%	2h~4h	青海	10%	10%	2h	安徽	5%	5%	2h
吉林	15%	15%	2h	四川	10%	10%	2h				

数据来源：北极星太阳能光伏网、各省文件、西南证券整理

20 个省市发布文件预计 2025 年末新型储能规模达 53.9GW，理想场景下 2026 年有望达到 79.5GW。截至目前，已有 20 个省市发布相关文件披露十四五末新型储能装机目标，预计 2025 年末 20 个省市的新型储能规模合计达 53.9GW，其中甘肃/青海/山西/内蒙古/山东的十四五新型储能装机目标均在 5GW 以上，分别为 6/6/6/5/5GW，合计 28GW，占比达 51.9%。此外据 CNESA 预测，在理想场景下（即储能规划目标顺利实现）预计 2026 年我国新型储能规模将达到 79.5GW，2022-2026 年复合年均增长率（CAGR）达 69.2%，预计未来我国新型储能将迎来稳步快速的增长。

图 46：20 个各省市十四五预计新型储能规模达 53.9GW


数据来源：各省政府文件，西南证券整理

图 47：理想场景下预测中国新型储能累计投运规模


数据来源：CNESA，西南证券整理

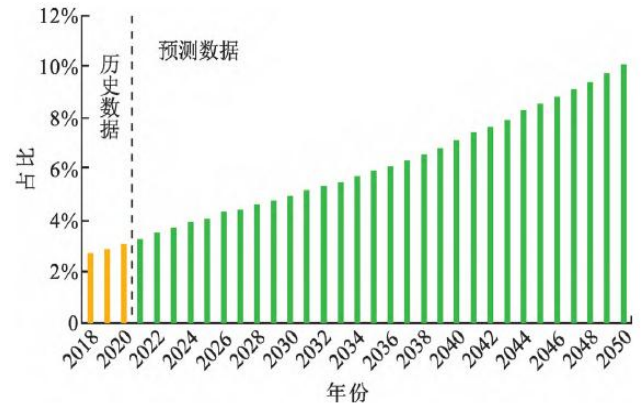
国家重视氢能产业的发展，预计 2049 年氢能在能源结构中的占比将达到 10%。氢能是目前最有潜力去替代化石资源的能源之一，是实现碳中和的重要选择。2022 年 3 月国家发展改革委和国家能源局联合印发《氢能产业发展中长期规划（2021-2035 年）》，文件指出我国氢能产业现在仍处于发展初期，但氢能是未来国家能源体系中的重要组成部分，需加快培育氢能产业，预计 2025 年形成较为完善的氢能产业发展制度政策环境；2030 年形成较为完备的氢能产业技术创新体系、清洁能源制氢及供应体系；2035 年形成氢能产业体系，构建涵盖交通、储能、工业等领域的多元氢能应用生态。氢能产业的发展已经成为国家能源战略布局的重要部分。此外据《中国氢能产业技术发展现状及未来展望》数据显示，随着我国氢

能产业的不断发展，氢能在能源结构中的占比也将逐年增加，预计 2049 年氢能在能源结构中的占比将达到 10%，助力双碳目标的实现，推进我国能源清洁低碳转型。

图 48：我国氢能产业的发展目标

2025年
形成较为完善的氢能产业发展制度政策环境，产业创新能力显著提高，基本掌握核心技术和制造工艺，初步建立较为完整的供应链和产业体系。
2030年
形成较为完备的氢能产业技术创新体系、清洁能源制氢及供应体系，产业布局合理有序，可再生能源制氢广泛应用，有力支撑碳达峰目标实现。
2035年
形成氢能产业体系，构建涵盖交通、储能、工业等领域的多元氢能应用生态。可再生能源制氢在终端能源消费中的比重明显提升，对能源绿色转型发展起到重要支撑作用。

数据来源：《氢能产业发展中长期规划（2021-2035年）》，西南证券整理

图 49：中国氢能的能源比重柱状图


数据来源：《中国氢能产业技术发展现状及未来展望》张智等，西南证券整理

公司积极布局储能和氢能领域，计划 2025 年在储能和氢能产业链形成较大影响力。2020 年公司成立首个校企联合研究中心，截至 2021 年已取得 3 项软著成果，9 项联合研究专利成果正在组织申报；2020 年注册设立北京孚威科技有限公司，在同步申请“中关村高新技术企业”中；2021 年完成对国家电投氢能的股权投资，国家电投氢能有望实现催化剂、质子膜、扩散层、膜电极、双极板、电堆组装 6 项燃料电池关键技术的全材料级自主，其在湖北、广东、吉林等地布局制造业基地，有望与公司项目开发形成互动。此外公司高端锂电池新材料项目前期工作取得实质性进展，光伏制氢“制储运用”一体化示范项目及相关前沿技术联合科研工作也在有序推进中。公司积极联合社会各界科技创新力量和资源，布局储能和氢能领域，攻关卡脖子技术，为公司发展注入新动能。

表 7：公司积极布局储能和氢能领域

时间	概况
2021	完成对国家电投集团氢能科技发展有限公司（“国家电投氢能”）股权投资。
2020	成立首个校企联合研究中心，依托中国石油大学（北京）、中科院、航天 101 所等单位科学家组建联合研究团队，联合攻关方向包括碳基新材料、储能、氢能多个领域。
2020	注册设立全资创新子公司——北京孚威科技有限公司，公司经营范围：光伏、风电、氢能、储能的技术开发、技术推广、技术转让、技术咨询、技术服务；工程和技术研究与试验发展；信息系统集成服务；规划管理；加氢及储氢设施销售；销售电子产品、机械设备；制造制氢设备。

数据来源：公司公告，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

1) 考虑到 22 年公司风电装机新增 122 万千瓦，22 年核准 129 万千瓦，以及公司 22 年 10 月收购广西贵港高传 6 万千瓦风电、辽宁阜新东矿 0.66 万千瓦分散式风电项目和辽宁法库依牛堡 0.56 万千瓦分散式风电项目等因素，我们假设 23/24/25 年公司风电新增装机 90/120/170 万千瓦，考虑到随着技术的升级及风机的大型化，风电的造价逐渐降低，但又存在一定的配储成本压力，假设 23/24/25 年毛利率为 69%/69%/68%。

2) 考虑到 22 年公司光伏装机新增 253.7 万千瓦，22 年核准 395 万千瓦，以及公司 22 年 10 月收购福建宁德上汽 2.1 万千瓦分布式光伏项目和光伏产业链上游降价等因素，我们假设 23/24/25 年公司光伏新增装机 130/180/230 万千瓦，考虑到 22 年光伏上游产业链价格高企，预期 23 年光伏上游降价，光伏的造价会逐渐降低，但又存在一定的配储成本压力，假设 23/24/25 年毛利率为 57%/57%/56%。

基于以上假设，预计公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 8：分业务收入及毛利率

业务情况		2022A	2023E	2024E	2025E
风力发电	营业收入（百万元）	594	980	1568	2351
	yoy	73.0%	65.0%	60.0%	50.0%
	营业成本（百万元）	183	304	486	752
	毛利率	69.3%	69.0%	69.0%	68.0%
光伏发电	营业收入（百万元）	1284	1605	2006	2508
	yoy	27.7%	25.0%	25.0%	25.0%
	营业成本（百万元）	531	690	863	1104
	毛利率	58.62%	57.0%	57.0%	56.0%
其他	营业收入（百万元）	1204	1325	1457	1603
	yoy	115.3%	10.0%	10.0%	10.0%
	营业成本（百万元）	435	530	583	641
	毛利率	63.9%	60.0%	60.0%	60.0%
合计	营业收入（百万元）	3082	3910	5031	6462
	增速	61.6%	26.8%	28.7%	28.4%
	营业成本（百万元）	1149	1524	1932	2497
	毛利率	62.7%	61.0%	61.6%	61.4%

数据来源：公司公告，西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 39.1 亿元 (+26.8%)、50.3 亿元 (+28.7%) 和 64.6 亿元 (+28.4%)，归母净利润分别为 10.6 亿元 (+44.2%)、14.9 亿元 (+41.4%)、19.5 亿元 (+30.6%)，EPS 分别为 0.53 元、0.75 元、0.98 元，对应动态 PE 分别为 12.9 倍、9.2 倍、7.0 倍。

4.2 相对估值

考虑到公司主营光伏和风电，我们选取了 5 家风光运营商作为估值参考，可比公司 2023 年平均值为 23 倍。考虑到公司业绩增速较快，存量风光资产布局合理，资产较为优质，未来会持续性开拓和收购风光项目。此外上游产品的价格下降使建设光伏电站及风电场的成本大幅降低，带来行业确定性发展红利，业绩有望延续高质量快速增长的趋势，看好公司业绩的成长性，给予 2023 年 18 倍估值，对应目标价 9.54 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 9：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
600905.SH	三峡能源	5.34	0.25	0.32	0.39	0.45	22.60	16.69	13.69	11.87
601778.SH	晶科科技	5.03	0.07	0.15	0.19	0.27	76.08	33.53	26.47	18.63
603105.SH	芯能科技	16.68	0.38	0.52	0.66	0.84	38.45	32.08	25.27	19.86
000591.SZ	太阳能	6.96	0.35	0.54	0.70	0.85	20.67	12.89	9.94	8.19
000537.SZ	广宇发展	11.70	0.34	0.58	1.05	1.66	38.95	20.17	11.14	7.05
平均值							38.70	23.07	17.30	13.12

数据来源：Wind，西南证券整理（最新价为 2023 年 6 月 19 日股价数据）

5 风险提示

政策推进或不及预期：公司所处的新能源行业受到了政策较大的支持，若后续政策推进不及预期，行业景气度回落，公司项目的开拓和发展也会受影响。

原材料价格上涨风险：22 年由于组件价格过高，一定程度上阻碍了光伏项目的开发建设，若 23 年组件价格或其他原材料价格继续攀升，公司项目收益率降低，不利于项目的释放。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3082.26	3909.69	5031.32	6462.46	净利润	789.39	1138.06	1609.38	2102.16
营业成本	1149.28	1523.85	1931.63	2497.19	折旧与摊销	933.30	1096.55	1254.99	1373.72
营业税金及附加	43.80	55.56	71.50	91.84	财务费用	839.81	853.13	956.15	1158.92
销售费用	0.72	0.46	0.88	0.95	资产减值损失	-28.73	0.00	0.00	0.00
管理费用	201.35	255.40	328.66	422.15	经营营运资本变动	-1867.46	109.63	218.14	1201.01
财务费用	839.81	853.13	956.15	1158.92	其他	2379.13	-22.10	-42.33	-45.73
资产减值损失	-28.73	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	3045.44	3175.26	3996.34	5790.07
投资收益	49.59	27.20	38.76	43.33	资本支出	-3635.92	-3290.00	-3000.00	-3000.00
公允价值变动损益	2.65	2.16	2.32	2.27	其他	106.83	-730.11	-372.42	-483.23
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3529.09	-4020.11	-3372.42	-3483.23
营业利润	866.67	1250.66	1783.56	2337.01	短期借款	85.13	-85.13	0.00	0.00
其他非经营损益	24.97	24.97	24.97	24.97	长期借款	3269.40	2500.00	2000.00	1000.00
利润总额	891.64	1275.63	1808.53	2361.98	股权融资	2672.95	0.00	0.00	0.00
所得税	102.25	137.57	199.15	259.82	支付股利	0.00	-219.61	-316.60	-447.72
净利润	789.39	1138.06	1609.38	2102.16	其他	-3493.71	-998.11	-870.22	-1186.88
少数股东损益	57.37	82.71	116.96	152.78	筹资活动现金流净额	2533.78	1197.15	813.17	-634.61
归属母公司股东净利润	732.02	1055.35	1492.41	1949.38	现金流量净额	2050.13	352.31	1437.09	1672.23
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2624.82	2977.13	4414.21	6086.45	成长能力				
应收和预付款项	5702.05	7563.58	8648.16	8518.99	销售收入增长率	61.55%	26.84%	28.69%	28.44%
存货	5.16	8.26	9.87	13.02	营业利润增长率	95.03%	44.31%	42.61%	31.03%
其他流动资产	666.69	749.82	739.17	916.23	净利润增长率	84.44%	44.17%	41.41%	30.62%
长期股权投资	1023.98	1323.98	1623.98	1923.98	EBITDA 增长率	67.59%	21.23%	24.82%	21.90%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	18840.42	20773.56	22549.26	24207.23	毛利率	62.71%	61.02%	61.61%	61.36%
无形资产和开发支出	1592.54	1876.10	1869.67	1863.23	三费率	33.80%	28.36%	25.55%	24.48%
其他非流动资产	2238.14	2434.89	2630.63	2825.38	净利率	25.61%	29.11%	31.99%	32.53%
资产总计	32693.79	37707.31	42484.96	46354.51	ROE	8.94%	11.68%	14.58%	16.56%
短期借款	85.13	0.00	0.00	0.00	ROA	2.41%	3.02%	3.79%	4.53%
应付和预收款项	1731.20	2108.94	2752.42	3523.92	ROIC	7.40%	7.66%	9.14%	11.07%
长期借款	17573.65	20073.65	22073.65	23073.65	EBITDA/销售收入	85.64%	81.86%	79.40%	75.35%
其他负债	4474.46	5780.03	6621.42	7065.03	营运能力				
负债合计	23864.44	27962.62	31447.49	33662.60	总资产周转率	0.11	0.11	0.13	0.15
股本	1997.26	1997.26	1997.26	1997.26	固定资产周转率	0.19	0.21	0.24	0.29
资本公积	5656.54	5656.54	5656.54	5656.54	应收账款周转率	0.68	0.63	0.67	0.82
留存收益	714.44	1550.19	2726.00	4227.66	存货周转率	221.83	227.12	213.13	218.23
归属母公司股东权益	8371.37	9203.99	10379.80	11881.46	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	164.47%	—	—	—
少数股东权益	457.99	540.70	657.66	810.44	资本结构				
股东权益合计	8829.35	9744.69	11037.46	12691.90	资产负债率	72.99%	74.16%	74.02%	72.62%
负债和股东权益合计	32693.79	37707.31	42484.96	46354.51	带息债务/总负债	74.00%	71.79%	70.19%	68.54%
					流动比率	1.52	1.51	1.54	1.53
					速动比率	1.52	1.50	1.54	1.52
					股利支付率	0.00%	20.81%	21.21%	22.97%
					每股指标				
					每股收益	0.37	0.53	0.75	0.98
					每股净资产	4.19	4.61	5.20	5.95
					每股经营现金	1.52	1.59	2.00	2.90
					每股股利	0.00	0.11	0.16	0.22
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	2639.78	3200.34	3994.71	4869.65					
PE	18.66	12.94	9.15	7.01					
PB	1.63	1.48	1.32	1.15					
PS	4.43	3.49	2.72	2.11					
EV/EBITDA	10.65	9.23	7.53	5.98					
股息率	0.00%	1.61%	2.32%	3.28%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyr@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yf@swsc.com.cn
北京	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	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
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	徐铭婉	销售经理	15204539291	15204539291	xumw@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn	
巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn	

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn