

## 光伏发电平稳增长，打造储能业务第二增长曲线

### 投资要点

- **事件：**公司发布2023年半年报，实现营收3.3亿元，同比增长13%；实现归母净利润1.1亿元，同比增长36%，利润增加主要系光伏发电量随自持电站规模增加而上升，收入、毛利同步提升。
- **光伏发电平稳增长，装机规模逐渐扩大。**分季度看，Q1/Q2分别实现收入1.3/2.0亿元，同比分别增长9%/15%；实现归母净利润0.3/0.8亿元，同比分别增长180%/14%。公司光伏发电业务实现收入2.8亿元，同比增长17%，占总营收比重89%，实现毛利1.9亿元，同比增长18%；光伏产品/EPC/充电桩分别实现收入0.3/0.04/0.03亿元。截至23H1公司累计自持分布式光伏电站并网容量约782MW，较期初并网容量增加约56MW，另有在建、待建和拟签订合同的自持分布式光伏电站约169MW，公司自持分布式光伏电站规模继续以稳定的增长态势向GW级迈进。
- **期间费用率下降，盈利能力提升。**23H1公司净利率为32.9%（+5.6pp），期间费用率为19.5%（-3pp），销售/管理/财务费用率分别为0.2%/8.9%/10.4%，较22年同期分别+0.09pp/-0.54pp/2.59pp。公司财务费用主要源于电站项目贷款利息，随着LPR及商业贷款利率的下行，公司通过低息置换的方式，存量、增量贷款利率同步降低，随着光伏电站项目贷款的陆续到期，财务费用率未来仍有下降空间；23H1公司研发费用率提升0.73pp至2.4%，上升系储能逆变器等产品研发投入增加。
- **构建双轮驱动储能业务发展格局，打造第二利润增长曲线。**（1）**工商业储能：**公司已实施多个“网荷光储充智能微网”示范项目，具备扎实的技术基础和丰富的实施经验，公司将有效利用分布式客户资源优势，加大工商业储能业务开拓；（2）**户用储能产品：**公司针对户储产品的开发进行了技术储备，并围绕既有的逆变器研发团队设立户储产品研发中心，目前已规划离网储能逆变器、便携式移动电源和并离网储能逆变器三类产品，其中离网储能逆变器已具有对外销售资质并已在海外小规模投放，公司正在加快搭建销售渠道，完善供应链，有望打造第二利润增长曲线。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司23-25年归母净利润分别为2.6亿元/3.3亿元/4.1亿元，对应23-25年PE分别为27.3/21.7/17.5倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新业务发展或不及预期，自持分布式光伏电站装机或不及预期，原材料价格上涨风险，电价下调风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	649.88	783.25	978.30	1166.88
增长率	46.00%	20.52%	24.90%	19.28%
归属母公司净利润（百万元）	191.53	260.55	327.75	406.99
增长率	74.10%	36.03%	25.79%	24.18%
每股收益EPS（元）	0.38	0.52	0.66	0.81
净资产收益率ROE	10.85%	13.11%	14.48%	15.63%
PE	37.1	27.3	21.7	17.5
PB	4.03	3.58	3.14	2.73

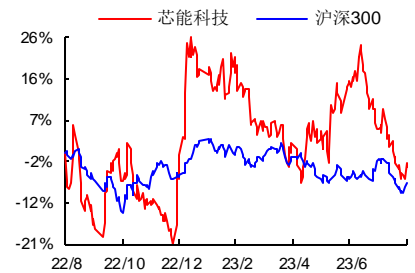
数据来源：Wind，西南证券

### 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

分析师：刘洋  
执业证号：S1250523070005  
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)	5.00
流通A股(亿股)	5.00
52周内股价区间(元)	11.74-18.65
总市值(亿元)	71.10
总资产(亿元)	36.71
每股净资产(元)	3.63

### 相关研究

1. 芯能科技（603105）：光伏发电业务量价利齐升，储能及充电桩注入新动能（2023-03-18）

## 盈利预测

### 关键假设：

假设 1：光伏发电业务系公司主业，全国绝大部分省份大工业用电价格显著上调，加上公司自持电站规模逐年扩大，“自发自用，余电上网”分布式光伏电站综合度电收入相应提高，光伏发电业务盈利能力有望持续维持高位，假设公司 2023-2025 年装机容量分别为 800/1000/1200MW，预计 2023-2025 年该业务毛利率分别为 65.5%/66.0%/66.0%。

假设 2：开发建设及服务业务包括开发、EPC 及运维，结合公司经营数据来看，23H1 公司 EPC 业务实现营收 404.5 万元，收入较同期下滑，但本身业务毛利率相对较低，对经营业绩整体影响较小，因此我们预计 2023-2025 年该业务增速分别为 -20%/35%/25%，毛利率分别为 22.0%/23.0%/22.0%。

假设 3：光伏产品业务目前以光伏组件的产售为主，生产规模较小，在优先满足自用的前提下，视行情及订单情况进行生产销售。在“整县推进”的背景下，预计 2023-2025 年光伏组件销售量为 66/85/94 兆瓦，销售单价为 2.0/2.1/2.0 元/瓦。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

**表 1：营业收入及毛利率**

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
光伏发电业务	收入	529	619	761	921
	增速	29.7%	17.0%	23.0%	21.0%
	成本	182	213	259	313
	毛利率	65.5%	65.5%	66.0%	66.0%
开发建设及服务业务	收入	29.0	23	31	39
	增速	194.6%	-20.0%	35.0%	25.0%
	成本	23.2	18	24	31
	毛利率	19.9%	22.0%	23.0%	22.0%
光伏产品业务	收入	83.8	134	174	192
	增速	472.3%	60.0%	30.0%	10.0%
	成本	81.9	127	166	184
	毛利率	2.3%	5.0%	4.6%	4.3%
充电桩业务	收入	4.3	7.4	11.8	15.3
	增速	66.6%	70.0%	60.0%	30.0%
	成本	3.5	5.8	9.2	11.8
	毛利率	18.7%	21.0%	22.0%	23.0%
其他业务	收入	4.0	4.8	5.8	7.0
	增速	-61.5%	20.0%	20.0%	20.0%
	成本	2.3	3.6	4.2	4.9
	毛利率	43.3%	25.0%	28.0%	30.0%
合计	收入	650	783	978	1167
	增速	46.0%	20.5%	24.9%	19.3%
	成本	293	368	462	544
	毛利率	54.9%	53.0%	52.7%	53.4%

数据来源：Wind，西南证券

**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	649.88	783.25	978.30	1166.88	净利润	191.53	260.55	327.75	406.99
营业成本	293.07	368.34	462.49	543.74	折旧与摊销	162.69	168.98	173.41	178.01
营业税金及附加	3.12	3.12	4.06	4.91	财务费用	73.87	54.24	59.80	63.09
销售费用	2.66	1.57	2.93	4.67	资产减值损失	-0.12	0.00	0.00	0.00
管理费用	52.20	61.88	76.31	89.85	经营营运资本变动	252.49	-104.34	62.45	26.58
财务费用	73.87	54.24	59.80	63.09	其他	-107.59	5.10	1.87	4.35
资产减值损失	-0.12	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>572.88</b>	<b>384.52</b>	<b>625.28</b>	<b>679.01</b>
投资收益	-0.14	-0.30	-0.40	-0.50	资本支出	-363.59	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	-2.38	-0.04	-0.14	-0.85	其他	-114.39	-74.82	-58.96	-67.19
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-477.98</b>	<b>-174.82</b>	<b>-158.96</b>	<b>-167.19</b>
<b>营业利润</b>	<b>213.97</b>	<b>293.76</b>	<b>372.17</b>	<b>459.27</b>	短期借款	-62.36	-0.03	0.00	0.00
其他非经营损益	1.13	1.13	1.13	1.13	长期借款	187.37	90.00	90.00	90.00
<b>利润总额</b>	<b>215.09</b>	<b>294.89</b>	<b>373.30</b>	<b>460.40</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	23.56	34.34	45.55	53.41	支付股利	-35.00	-38.31	-52.11	-65.55
净利润	191.53	260.55	327.75	406.99	其他	-89.60	-48.45	-62.69	-61.64
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>0.41</b>	<b>3.21</b>	<b>-24.80</b>	<b>-37.19</b>
归属母公司股东净利润	191.53	260.55	327.75	406.99	<b>现金流量净额</b>	<b>95.89</b>	<b>212.92</b>	<b>441.52</b>	<b>474.63</b>
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	253.34	466.26	907.78	1382.41	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	74.67	102.03	122.65	148.10	销售收入增长率	46.00%	20.52%	24.90%	19.28%
存货	14.84	34.04	36.34	45.29	营业利润增长率	70.20%	37.29%	26.69%	23.40%
其他流动资产	65.31	201.60	219.18	246.11	净利润增长率	74.10%	36.03%	25.79%	24.18%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	28.97%	14.75%	17.10%	15.69%
投资性房地产	19.40	18.80	19.32	19.16	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2772.08	2704.65	2632.78	2556.31	毛利率	54.90%	52.97%	52.73%	53.40%
无形资产和开发支出	36.07	34.75	33.42	32.10	三费率	19.81%	15.02%	14.21%	13.51%
其他非流动资产	273.69	346.31	404.74	470.27	净利率	29.47%	33.26%	33.50%	34.88%
<b>资产总计</b>	<b>3509.41</b>	<b>3908.44</b>	<b>4376.21</b>	<b>4899.75</b>	ROE	10.85%	13.11%	14.48%	15.63%
短期借款	30.03	30.00	30.00	30.00	ROA	5.46%	6.67%	7.49%	8.31%
应付和预收款项	323.16	405.53	509.03	598.83	ROIC	9.88%	11.42%	14.19%	17.84%
长期借款	1079.37	1169.37	1259.37	1349.37	EBITDA/销售收入	69.33%	66.00%	61.88%	60.02%
其他负债	311.62	316.07	314.70	317.00	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1744.18</b>	<b>1920.97</b>	<b>2113.09</b>	<b>2295.20</b>	总资产周转率	0.20	0.21	0.24	0.25
股本	500.00	500.00	500.00	500.00	固定资产周转率	0.25	0.30	0.38	0.47
资本公积	715.35	715.35	715.35	715.35	应收账款周转率	9.57	9.42	9.32	9.21
留存收益	549.88	772.12	1047.76	1389.20	存货周转率	11.60	15.01	13.08	13.28
归属母公司股东权益	1765.23	1987.47	2263.11	2604.55	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.86%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1765.23</b>	<b>1987.47</b>	<b>2263.11</b>	<b>2604.55</b>	资产负债率	49.70%	49.15%	48.29%	46.84%
负债和股东权益合计	3509.41	3908.44	4376.21	4899.75	带息债务/总负债	63.61%	62.44%	61.02%	60.10%
					流动比率	0.73	1.24	1.71	2.16
					速动比率	0.70	1.19	1.66	2.11
					股利支付率	18.27%	14.70%	15.90%	16.11%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.38	0.52	0.66	0.81
					每股净资产	3.53	3.97	4.53	5.21
					每股经营现金	1.15	0.77	1.25	1.36
					每股股利	0.07	0.08	0.10	0.13
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	450.53	516.97	605.38	700.36					
PE	37.12	27.29	21.69	17.47					
PB	4.03	3.58	3.14	2.73					
PS	10.94	9.08	7.27	6.09					
EV/EBITDA	17.40	14.80	11.95	9.69					
股息率	0.49%	0.54%	0.73%	0.92%					

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

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 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@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	yfliyu@swsc.com.cn
	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
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@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
	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
	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

---

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	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
广深	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

---