

光伏运营翘楚，平价时代大显身手

华泰研究

2021年3月14日 | 中国内地

首次覆盖

公用环保/公用事业

投资评级(首评):

增持

目标价(人民币):

7.33

研究员 王玮嘉
SAC No. S0570517050002 wangweijia@htsc.com
SFC No. BEB090 +86-21-28972079

研究员 黄波
SAC No. S0570519090003 huangbo@htsc.com
SFC No. BQR122 +86-755-82493570

联系人 惠普
SAC No. S0570120080110 huiipu@htsc.com

积极转型光伏平价发电运营商

公司是国内光伏发电投资运营领域重要厂商,运营规模居于第一梯队。在“碳达峰”与“碳中和”目标驱动下,光伏发电作为重要支柱之一,有望获得长足发展。光伏运营竞争格局正从分散向集中转折,头部企业强者恒强。公司把握上市契机,打通融资渠道,改善资产质量,持续强化运营属性。预计公司20-22年EPS为0.22/0.29/0.36元,21年目标PE 25x,对应目标价7.33元/股。首次覆盖,“增持”评级。

坚定执行存量补贴置换战略,着力于扩大平价项目优势

截至2019年末,公司光伏发电并网容量为3GW,在国内光伏运营商中排名第9、民企中排名第3。公司承受较大的补贴回款压力,为快速回笼资金,正逐步出售存量补贴电站。基于公司在光伏项目开发上的优势,在手光伏平价项目陆续投产,我们认为公司有望维持运营规模竞争优势。我们测算20-22年公司期末并网容量分别为2,950/3,950/5,950MW,且平价项目占比上升。我们预测光伏电站运营业务收入将分别达到27.7/30.0/34.4亿元,同比-6.3%/+8.4%/+14.7%，“十四五”期间CAGR有望达到16%。

光伏电站的长期价值有望重估,扩张运营布局势在必行

我们认为,平价时代光伏发电运营的中长期价值将逐步显现,表现为:1)光伏技术进步逐渐拉低初始投资,公司新的光伏平价项目依然可实现7-11%的IRR;2)长期稳定的发电收入,不依赖于政府补贴,账面收入可快速转化为现金流;3)较低的发电边际成本,折旧占比75%左右,自用电消耗不到0.5%。平价时代对项目收益与成本的把控提出更高要求,项目开发与融资能力相对不足的参与者将陆续退出市场,行业“头部效应”有望显现。受行业竞争加剧影响,光伏电站EPC业务整体利润率或维持较低水平,更加凸显电站运营的长期价值。

看好中长期业绩增速,首次覆盖给予“增持”评级

公司通过置换存量补贴电站,加速光伏平价电站运营布局,长期价值有望厚积薄发。我们预测公司20-22年收入分别为44.5/48.0/53.7亿元,归母净利润分别为6.2/8.1/10.0亿元,对应EPS分别为0.22/0.29/0.36元。当前股价对应20-22年P/E为28/22/18x,P/B为1.55/1.45/1.35x。参考可比公司21年Wind一致预期P/E均值为24x,公司积极转型平价电站运营商,资产与负债结构更加优化,21-22年EPS CAGR有望达到27.0%,略高于行业平均值(26.6%),给予公司21年25x目标PE,对应目标价为7.33元,首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示:光伏发电竞争加剧;电站转让进度不及预期;弃光限电风险。

经营预测指标与估值

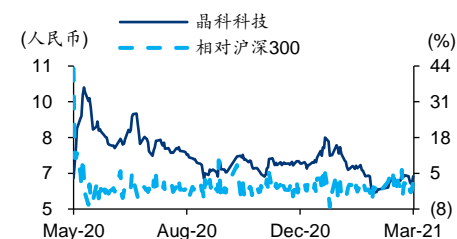
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(人民币百万)	7,066	5,340	4,445	4,796	5,367
+/-%	74.34	(24.43)	(16.75)	7.89	11.90
归属母公司净利润(人民币百万)	902.06	728.70	621.29	810.34	1,001
+/-%	34.32	(19.22)	(14.74)	30.43	23.57
EPS(人民币,最新摊薄)	0.33	0.26	0.22	0.29	0.36
ROE(%)	13.66	9.24	6.32	6.88	7.94
PE(倍)	19.53	24.17	28.35	21.74	17.59
PB(倍)	2.34	2.13	1.55	1.45	1.35
EV EBITDA(倍)	6.88	8.52	8.44	7.58	6.80

资料来源:公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价(人民币)	7.33
收盘价(人民币 截至3月12日)	6.37
市值(人民币百万)	17,616
6个月平均日成交额(人民币百万)	155.51
52周价格范围(人民币)	5.67-10.10
BVPS(人民币)	3.98

股价走势图



资料来源: Wind

正文目录

核心推荐逻辑及投资概要	3
与市场观点的不同之处.....	3
报告亮点.....	3
优质光伏运营商，短期业绩承压，长期价值有望显现	4
光伏电站运营规模具备优势，资产长期价值有望逐渐显现.....	4
EPC 业务短期受外部因素压制，静待行业利润率回升.....	7
直接融资扩大改善资产结构，现金流呈现“滚雪球”效应.....	8
光伏渐成新能源发电主力，运营集中度有望提升	11
2020 年光伏装机增速回升，“十四五”规模与占比有望大幅提升.....	11
光伏平价上网渐成现实，技术创新是核心驱动力.....	11
光伏电站运营集中度有望回升，扩张运营布局势在必行.....	14
首次覆盖给予“增持”评级，目标价 7.33 元	16
收入预测：2020-22 年收入增速-16.8%/+7.9%/+11.9%.....	16
毛利率预测：2020-22 年毛利率为 38.4%/38.3%/38.5%.....	17
费用预测：2020-22 年财务费用率为 19.3%/16.1%/14.0%.....	18
净利润预测：2020-22 年归母净利润为 6.2/8.1/10.0 亿元.....	18
首次覆盖给予“增持”评级，目标价 7.33 元.....	19
风险提示.....	19
附录：公司股权结构图、光伏发电上网电价构成与会计处理方法	20

核心推荐逻辑及投资概要

公司正处于向光伏平价电站运营商转型阶段,光伏电站运营和 EPC 是公司的两大支柱业务。我们对报告的核心观点和推荐逻辑总结如下:

光伏电站运营: 由于 18-20 年光伏发电国补拖欠等问题,民营光伏运营商现金流压力增大,陆续退出市场。公司是目前为数不多仍在从事光伏运营的民企之一。随着“十四五”国内光伏行业进入平价时代,新投产的光伏电站现金流有望大幅改善;与此同时,由于不再有抢装截止时间的限制,电站投产的灵活度也有望提高。公司在手光伏项目储备丰富,积极出售补贴电站,快速回笼资金蓄力迎接光伏平价时代。我们看好公司运营业务的长期价值。

光伏电站 EPC: 2017-18 年公司光伏 EPC 业务大幅增长,推动公司收入规模快速提升。19-20 年随着 EPC 行业竞争趋于激烈,行业整体利润回落。我们认为 EPC 业务复苏与否将取决于资金实力和利润率两个关键点。公司电力工程承包资质由三级升为二级,有助于未来获得更多大容量 EPC 项目。

与市场观点的不同之处

市场认为现金流压力下民企将彻底退出光伏运营市场。 我们认为公司经营策略执行坚决,积极转让存量补贴项目与开发平价项目;上市后直接融资手段更加丰富,资金压力有望逐步缓解。公司已做好项目和资金储备,转型光伏平价电站运营商。

市场认为随着 2021 年国内光伏行业进入平价时代,光伏运营项目收益率将大幅降低。 我们认为公司项目开发经验丰富,在项目盈利水平的把控和运维潜力的挖掘等方面具备一定优势,未来平价电站项目仍可保持不错的利润率。根据公司可转债募投项目可研报告披露(2020 年 9 月公告),IRR 普遍在 7%-11% 区间内。

报告亮点

从公司业务范围、行业地位、战略方向等方面挖掘公司发展的核心优势,从行业情况、公司竞争力角度做详细分析,对公司电站运营规模、做详细分析,并对未来收入、毛利、费用率预测做了较为详细的拆分。

优质光伏运营商，短期业绩承压，长期价值有望显现

业内领先的光伏电站服务商。公司成立于2011年，前身为晶科能源工程有限公司。公司作为清洁能源服务商，主营业务包括光伏电站运营、转让和EPC，具备“开发-投建-运营-转让”全方位的服务能力。公司在国内光伏发电投资领域具备竞争优势，运营规模处于国内第一梯队（2019年排名第9，民企排名第3），控股股东晶科集团（未上市）可给予全面的技术与融资支持，兄弟公司晶科能源（JKS US）拥有垂直一体化的光伏制造能力。

图表1：晶科科技业务构成



资料来源：晶科科技官方网站，华泰研究

光伏电站运营规模具备优势，资产长期价值有望逐渐显现

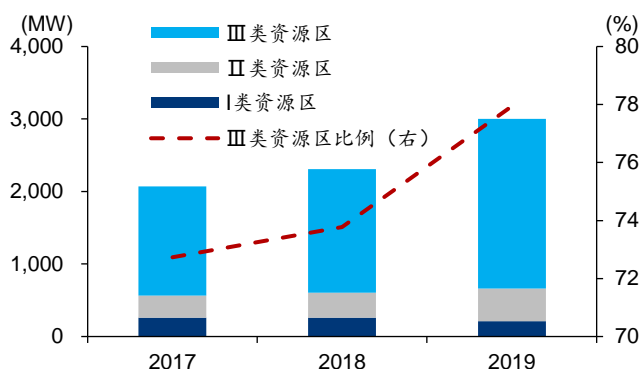
光伏运营规模处于国内第一梯队。截至2019年末，公司光伏发电并网容量为3GW，在国内光伏运营商中排名第9、民企中排名第3，与国电投（央企，19GW）、协鑫新能源（民企，7GW）相比仍有一定差距。2019年末公司在建电站440MW，拟建304MW，2020年公司IPO及转债募投项目规模合计1,070MW。2017-19年公司光伏运营规模变化不大，主要是承受应收电价补贴压力，公司为快速回笼资金，逐步出售存量补贴电站。随着在手项目的陆续投产以及公司逐步将补贴项目置换为平价项目，我们认为公司有望维持运营规模竞争优势。

图表2：截至 2019 年末公司自有光伏发电运营规模在国内排第 9、民企排第 3

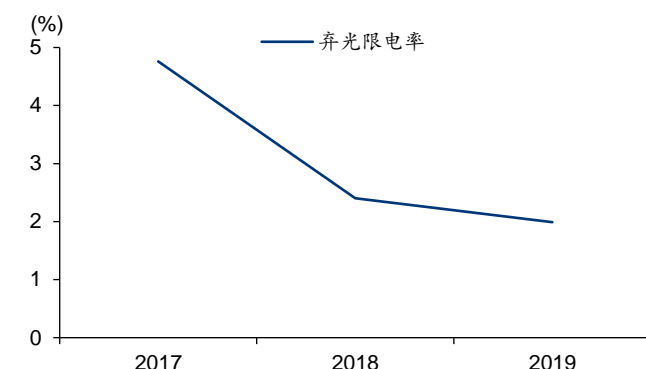
装机规模 (MW)	公司代码	公司性质	2017	2018	2019	2019 排名
国电投集团	未上市	央企	11,660	15,370	19,290	1
协鑫新能源	0451 HK	民企	5,990	7,309	7,145	2
中广核集团	1811 HK	央企	2,300	4,233	5,240	3
三峡新能源	未上市	央企	2,524	3,299	4,319	4
华能集团	未上市	央企	2,430	3,180	4,000	5
太阳能	000591 CH	央企	4,017	3,211	3,831	6
正泰电器	601877 CH	民企	2,315	2,422	3,712	7
华电集团	未上市	央企	2,806	2,949	3,199	8
晶科科技	601778 CH	民企	2,705	3,093	3,004	9
北控清洁能源	1250 HK	地方国企	2,225	2,668	2,850	10
京能清洁能源	0579 HK	地方国企	798	1,168	2,072	11
熊猫绿能	0686 HK	地方国企	2,087	2,199	1,979	12
顺风清洁能源	1165 HK	民企	1,500	1,500	1,500	13
林洋能源	601222 CH	民企	1,303	1,500	1,500	14
大唐集团	1798 HK	央企	1,006	1,112	1,463	15

资料来源：央企社会责任报告/上市公司年报，华泰研究

机组集中于华东地区，有利于就近消纳。公司现有光伏电站分布于国内 20 多个省份，且主要集中在经济发展水平较高、工商业集聚、人口集中的华东地区。2019 年末，公司在华东地区装机容量占比达到 55.54%，有利于提升公司电力就地消纳能力。从资源区域划分来看，由于 III 类资源区弃光限电程度较低且上网电价较高，公司重点推进该区域的电站投资建设，2019 年末 III 类资源区仍为公司机组主要分布区且装机占比持续上升。得益于此，2017-19 年公司整体的弃光限电率逐年下滑，分别为 4.8%/2.4%/2.0%。

图表3：17-19 年公司分布于 III 类资源区的项目规模与比例逐年提升


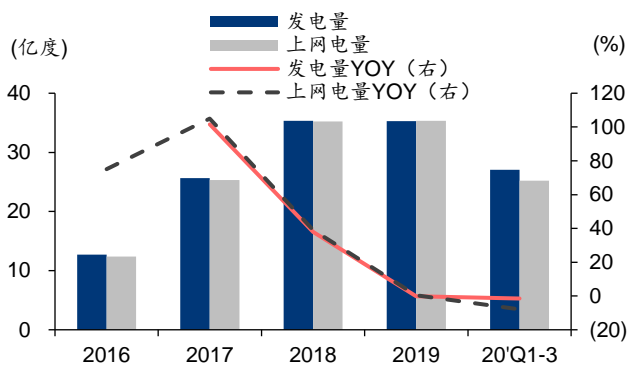
资料来源：晶科科技招股说明书，华泰研究

图表4：III 类资源区消纳条件更好，公司整体弃光限电率下降


资料来源：晶科科技招股说明书，华泰研究

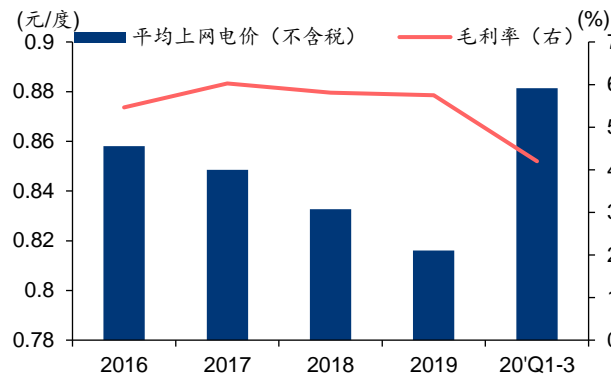
并网容量上升推动电量走高，电价下滑无碍光伏电站高盈利水平。得益于并网容量的上升，2016-19 年公司光伏电站发电量由 12.71 亿度增长至 35.3 亿度，CAGR 达到 41%。“十四五”期间，公司有望继续扩充光伏发电平价项目的并网容量，我们认为，光伏发电运营的中长期价值将逐步显现，表现为：1) 光伏技术进步逐年拉低初始投资；2) 长期稳定的发电收入，不依赖于补贴，账面收入可快速形成现金流；3) 较低的发电边际成本，折旧占比 75%左右，自用电消耗不到 0.5%。根据公司 2020 年转债募集可行性分析报告披露（2020 年 9 月 4 日公告），公司募投拟建 5 个光伏平价项目依然可实现 7-11%的 IRR。

图表5: 2016-19年公司发电量/上网电量走高



资料来源:公司公告, 华泰研究

图表6: 2016-19年平均上网电价逐年走低, 但毛利率波动较小



资料来源:公司公告, 华泰研究

积极出售补贴电站, 快速回笼资金蓄力迎接光伏平价时代。公司自 2018 年开始开展光伏电站转让业务, 通过股权转让出售电站, 主要为以前年度并网且享受较高补贴电价的电站项目。2019 年公司共转让电站项目公司 6 家, 装机规模合计 453MW, 其中一家海外电站 (NOVASOL INVEST LA ISLA, S.L.U.) 贡献 1.07 亿投资收益。截至 20 年 9 月末, 公司存量电站的应收国补规模为 48 亿元, 分布于应收账款与合同资产中, 我们认为, 公司将持续通过出售存量电站, 来改善现金流以及提高资产流动性, 避免补贴拖欠规模继续扩大的风险。

以公司 2020 年 12 月出售的两座电站为例, 公司出售权益规模 33MW 的补贴电站, 可获得的现金流入合计 1.2 亿元 (股权转让款+股东欠款)、税前利润合计 1,351 万元, 应收国补减少约 5,227 万元; 不考虑财务杠杆, 回笼的 1.2 亿元现金可支撑约 22MW 的平价电站建设; 按照 30% 自有资本+70% 外部融资的杠杆比例, 则可支撑约 73MW 的平价电站建设。平价光伏项目回款能力更好 (不依赖补贴), 有望为公司带来更加稳定的现金流。

图表7: 公司出售电站资产实例

	安陆盛和	建德晶科
股权转让价 (万元)	2,373	1,834
股权转让比例	100%	70%
备案装机容量 (MW)	20	20
实际装机容量 (MW)	19.77	18.41
转让期末净资产 (万元)	2,540	2,991
应收国补 (万元)	*2,857	2,370
股东欠款 (万元)	4,534	3,232
融资担保余额 (万元)	10,736	7,909
历史三年年均发电量 (万度)	2,254	1,870
承诺未来三年年均发电量 (万度)	2,248	未披露
预计税前利润 (万元)	1,711	-360
交易对象	湖北能源	国电投

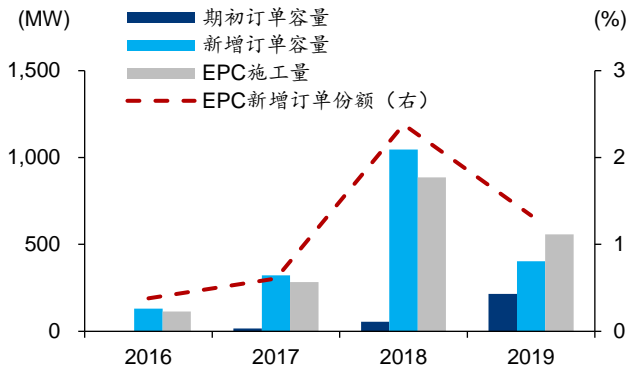
注: *安陆盛和未披露应收国补规模, 参考建德晶科应收国补数据, 按照历史三年发电量做等比例折算

资料来源:公司公告, 华泰研究

EPC 业务短期受外部因素压制，静待行业利润率回升

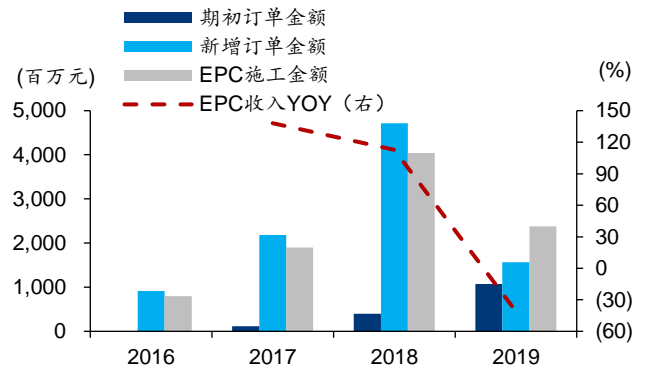
EPC 业务规模下滑，受到疫情等短期因素影响。公司光伏电站 EPC (Engineering Procurement Construction, 工程总承包) 业务主要由本部及下辖设计院联合开展, 2016-20 年项目获取方式、结算方式未发生重大变化。16-18 年公司 EPC 业务新增订单与完成量均大幅增长; 19 年业务规模同比下降, 有国内光伏新增装机规模下降与公司份额下滑两方面的原因; 20 年公司 EPC 业务存量项目受到疫情影响, 进度较计划推迟; 同时, 光伏竞价项目申报截止时间亦有所推迟, 进一步影响公司后续的 EPC 项目订单获取时间与开工时间。随着国内疫情逐渐平息、疫苗进展突破有望缓解全球疫情, 短期不利因素有望消除, 全球光伏新增装机有望保持较快增长。

图表8: 18 年是公司 EPC 业务高峰, 19 年行业规模与公司份额下降



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表9: 19 年 EPC 业务收入跟随订单下降而同比下滑



资料来源: 公司公告, 华泰研究

公司是否加大 EPC 业务投入，主要取决于资金实力与利润率。2018-19 年公司 EPC 新增订单在国内份额分别为 2.4%/1.3%，相比头部企业仍有较大差距; 根据 IHS Markit 发布的 2019 年全球光伏 EPC 和集成商排名, 全球 CR30 约为 26%，共完成 28GW 光伏电站安装, 市场仍较为分散, 排名前两位的分别是中国电建 (601669 CH, 2019 年完成 2.5GW, 中国 1GW+越南 1GW+南美 0.5GW)、阳光电源 (300274 CH, 2019 年在中国国内市场份额为 6%)。中长期来看, 随着全球光伏新增装机规模的增长, 光伏 EPC 行业整体规模仍将上升。但是公司的 EPC 业务能否复苏, 我们认为将主要取决于两个关键点: 1) 资金实力, 光伏电站 EPC 业务通常需要垫付资金, 用于采购设备和光伏组件; 2) 行业利润率, 16-19 年公司 EPC 业务毛利率持续下滑, 竞争对手该业务也出现同样趋势。考虑到合理费用与税费等因素, 资金实力不足的参与者或将降低竞投标的意愿, 尾部企业逐步退出市场; 但另一方面, EPC 行业出清节奏较难把握, 未来 2-3 年我们认为行业利润率仍将保持较低水平。

图表10: 2016-18 年公司 EPC 订单份额大幅提升, 2019 年受到招标推迟影响公司份额有所下滑

	2016	2017	2018	2019
国内光伏电站新增装机规模 (GW)	34.24	53.06	43.97	30.23
YOY	126.3%	55.0%	-17.1%	-31.2%
晶科 EPC 新增订单份额	0.4%	0.6%	2.4%	1.3%

资料来源: 晶科科技招股说明书, 国家能源局, 华泰研究

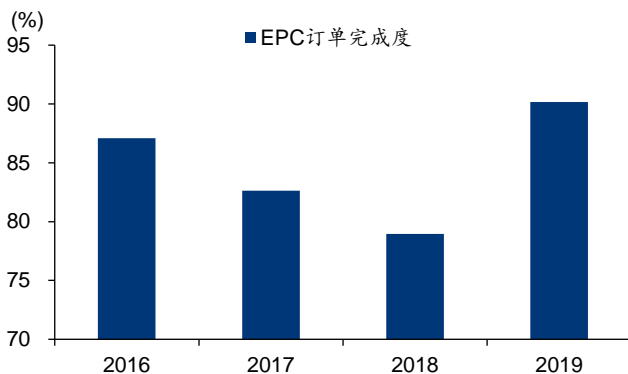
承包资质升级有利于承接更大规模项目。在公司过往 EPC 项目中, 最大合同容量为 145MW (河北海兴 145MW 领跑者 EPC 项目, 2019 年 5 月开工)。2020 年公司电力工程施工总承包资质升为二级, 可承包发电工程单机容量由 10 万千瓦 (100MW) 上升为 20 万千瓦 (200MW), 公司有望在未来获得更多大容量的 EPC 项目。

图表11： 电力工程施工总承包资质分级

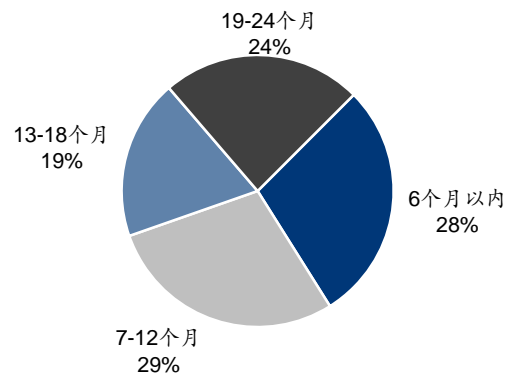
	一级资质	二级资质	三级资质
承包工程范围	各类发电工程、各种电压等级送电线路和变电站工程	单机容量 200MW 及以下发电工程、220KV 及以下送电线路和变电站工程	单机容量 100MW 及以下发电工程、110KV 及以下送电线路和变电站工程
净资产	1 亿元以上	4000 万元以上	800 万元以上
机电工程专业注册建造师	一级不少于 15 人	不少于 10 人	不少于 5 人
技术负责人技术管理工作经历	10 年以上/高级职称	8 年以上/高级职称/一级注册建造师	5 年以上/中级职称/注册建造师
电力工程中级以上职称	不少于 60 人	不少于 30 人	不少于 10 人
施工现场管理人员	不少于 50 人	不少于 30 人	不少于 15 人
中级工及以上技术工人	不少于 150 人	不少于 75 人	不少于 30 人
技术负责人完成工程业绩	5 类中 2 类： (1)累计电站装机容量 180 万千瓦以上； (2)单机容量 20 万千瓦机组累计 6 台； (3)220 千伏送电线路累计 600 公里； (4)220 千伏电压等级变电站累计 8 座； (5)220 千伏电缆工程累计 100 公里。	5 类中 2 类： (1)累计电站装机容量 100 万千瓦以上； (2)单机容量 10 万千瓦机组累计 4 台； (3)110 千伏送电线路累计 700 公里； (4)110 千伏电压等级变电站累计 7 座； (5)110 千伏电缆工程累计 200 公里。	不少于 2 项

资料来源：中国住建部，华泰研究

EPC 工程建造速度较快，部分项目受到外部因素影响工期。2016-19 年公司 EPC 订单当年完成度均在 78%-90%之间（当年完成合同量占存量与新增合同量的比例），工程建造进度把控良好。从 25MW 以上 EPC 项目施工周期来看，除部分项目受到外部因素影响工期较长，大部分项目施工周期在 12 个月以内。

图表12： 2016-19 年公司 EPC 订单当年完成度均在 78%-90%之间


资料来源：公司公告，华泰研究

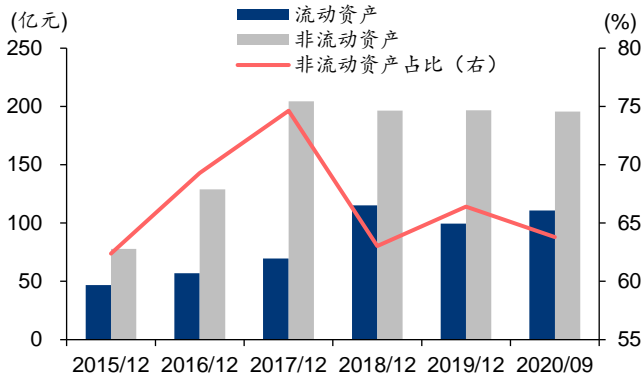
图表13： 16-19 年公司 25MW 以上 EPC 项目完成工期分布


资料来源：公司公告，华泰研究

直接融资扩大改善资产结构，现金流呈现“滚雪球”效应

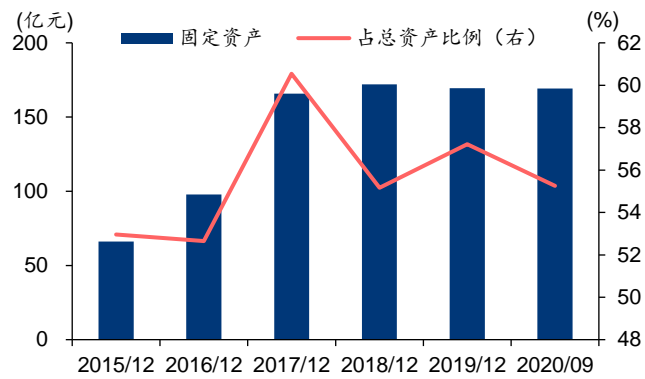
应收规模上升导致非流动资产占比下降，有望通过电站转让降低应收规模。2017-19 年及 20 年三季度末公司非流动资产占总资产比例为 75%/63%/66%/64%，其中固定资产占比为 61%/55%/57%/55%，光伏电站是公司资产主要构成，公司正在通过电站转让调整资产流动性。公司应收账款中，补贴电费的占比自 18 年以来快速上升，EPC 工程款占比相应下降。补贴电费结算周期较长，受国家补贴发放政策和进度影响，光伏电站自其首次并网至进入国家补贴目录并陆续收到补贴款，周期一般需 2-3 年左右。公司已进入国补目录电站数量为 106 座，占比 30%。截至 20 年 6 月末 EPC 工程款账龄集中在半年以内，属于正常信用周期，但上半年 EPC 工程款周转率较低，主要是受疫情影响国内光伏电站建设基本处于停滞状态，公司 EPC 实际有效施工周期只有 3 个月，导致上半年 EPC 收入较低。

图14: 公司总资产中以非流动资产为主



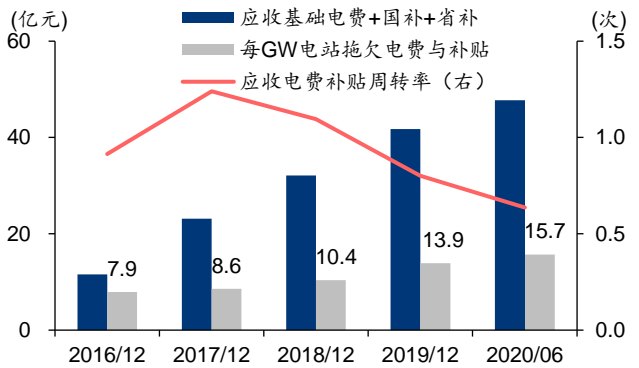
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图15: 固定资产占比较大, 光伏电站是资产主要构成



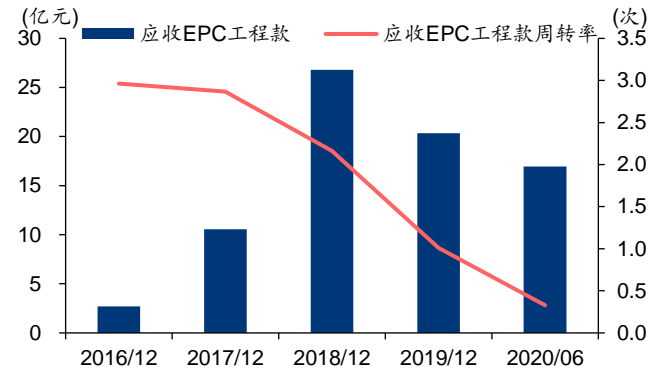
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图16: 应收电费补贴平均规模上升, 侧面反映出补贴发放进度放缓



注: 应收电费补贴周转率=运营业务收入/平均应收电费补贴; 20H1为周转率年化数据, 即运营业务收入x2/平均应收电费补贴
资料来源: 公司公告, 华泰研究

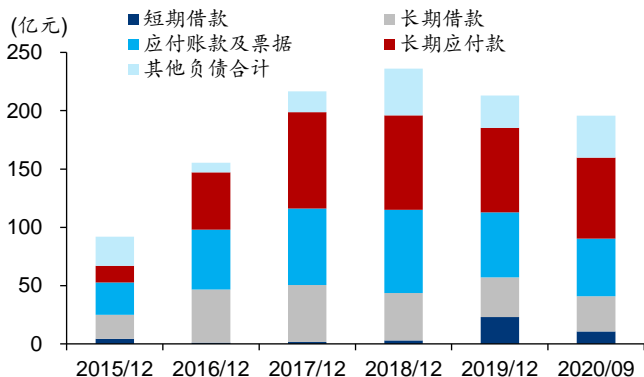
图17: 20年上半年EPC收入大幅降低导致工程款周转率较低



注: 应收EPC工程款周转率=EPC业务收入/平均应收EPC工程款; 20H1为周转率年化数据, 即EPC业务收入x2/平均应收EPC工程款
资料来源: 公司公告, 华泰研究

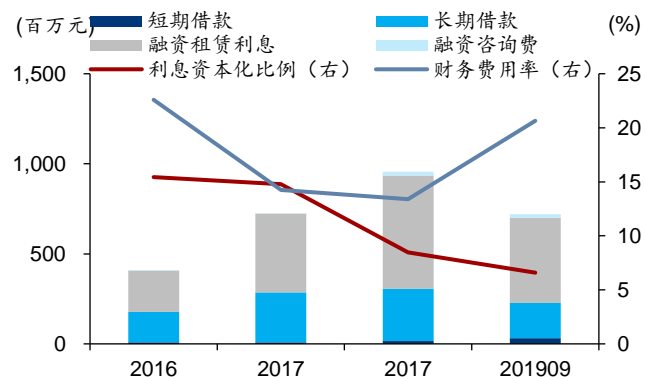
直接融资渠道打通, 资产结构有望优化。公司负债结构中, 长期应付款占比较高, 主要为融资租赁款(2019年占长期应付款比例为96%, 期限为10年以上)。上市前公司主要通过长期借款、融资租赁借款等方式解决电站建设的资金需求, 导致长期借款及长期应付款增长较快; 另一方面随着光伏电站运营业务规模持续扩大, 而电费补贴发放进度有所放缓, 公司资金处于两头承压的状态。公司2020年5月IPO募集资金25.98亿元, 6亿元用于偿还银行贷款; 2020年9月公告拟发行可转债募资32.09亿元, 9亿元用于偿还金融机构借款, 截至2021年1月仍处于证监会审核阶段。公司直接融资规模扩大加上运营平价电站较好的现金流, 公司偿债能力增强, 短期债务规模有望降低, 资本结构有望持续改善。

图18: 公司负债结构中以长期借款与应付款为主



资料来源: 公司公告, 华泰研究

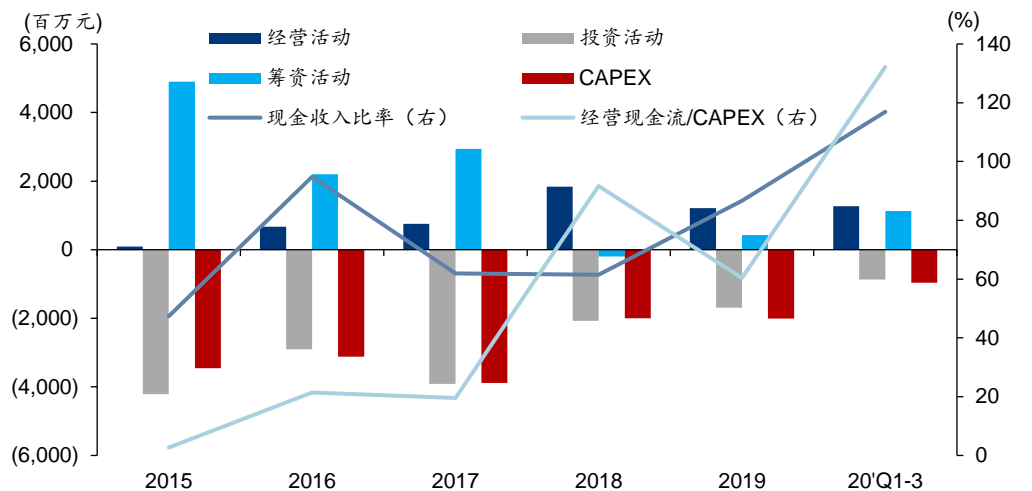
图19: 公司利息主要来源于长期借款与融资租赁利息



资料来源: 公司公告, 华泰研究

经营活动现金获取能力有所增强，运营电站规模增长有望带来“滚雪球”效应。公司经营活动现金流入保持增长，主要为电费收入及光伏电站 EPC 业务形成的现金流入，经营业务现金获取能力有所增强；经营活动现金流出为公司光伏电站运营等形成的现金流出，净现金流入有所下降，但规模仍然较大。随着公司运营电站规模的扩大尤其是平价电站占比的上升，经营现金流规模对未来投资电站支出的覆盖度将逐步提升，依赖外部融资的需求降低，公司自身造血功能有望强化，从而形成正向的“滚雪球”效应。

图表20： 2018年至2020年前三季度公司现金收入比率好转，经营现金流对CAPEX覆盖度较15-17年有所好转



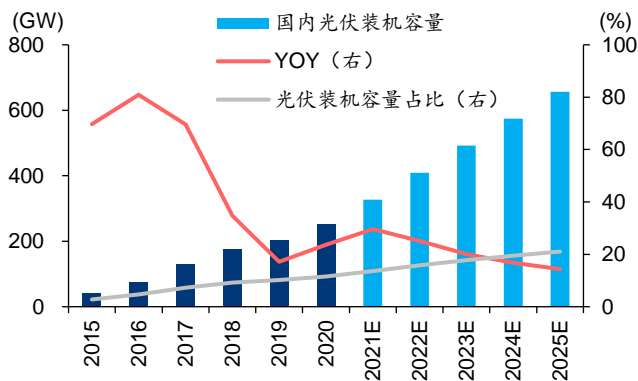
资料来源：公司公告，华泰研究

光伏渐成新能源发电主力，运营集中度有望提升

2020 年光伏装机增速回升，“十四五”规模与占比有望大幅提升

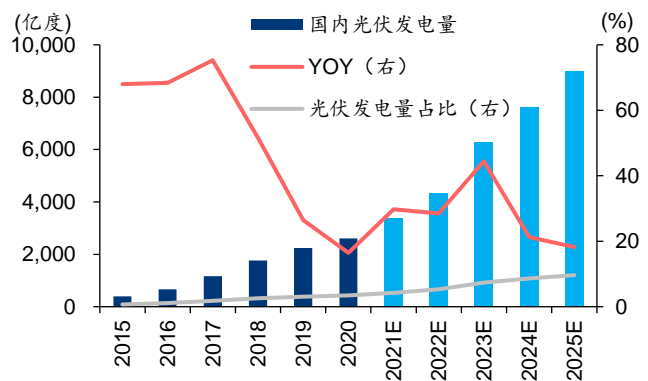
2020 年光伏新增装机与消纳总量明显提升，“十四五”国内装机有望年均新增 80GW。根据能源局规划，20 年电网光伏新增消纳空间为 48.45GW，远高于 19 年国内光伏新增装机 29.85GW。消纳规划利好下，20 年国内光伏新增装机 48.2GW，同比+61%，年末国内光伏累计并网容量 252GW；其中集中式新增 32.7GW（同比+83%），分布式新增 15.5GW（同比+27%）。碳减排已成为全球共识，中国力争实现 2030 年碳达峰，2060 年碳中和（即“3060 目标”）。我们预计“十四五”年均新增装机光伏 80GW（中国光伏行业协会 CPIA 预测区间为 70-90GW），对应 25 年装机/电量占比将达到 21%/10%（20 年为 11%/3%）。

图表21： 预计“十四五”国内光伏装机容量占比将从11%升至21%



资料来源：国家能源局，华泰研究预测

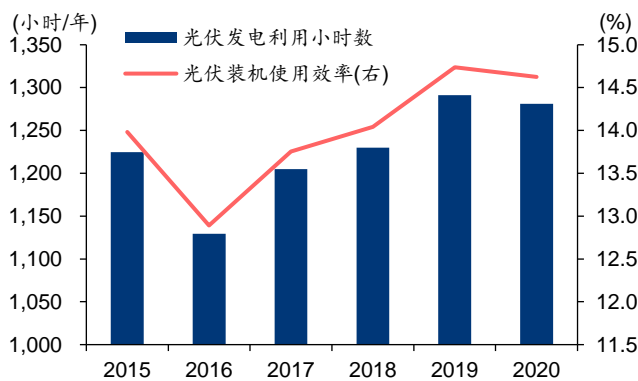
图表22： 预计“十四五”国内光伏发电量占比将从3%升至10%



资料来源：国家能源局，华泰研究预测

2017 年以来全国“弃光”现象持续改善。光伏发电量由光照时间、光伏阵列总功率、发电效率三项因素决定，光伏发电的利用小时数低于其他各类电源。从消纳顺序来看，新能源（风电、光伏等）优先级最高，但由于不稳定的特点以及区域供给过剩，导致 2016 年全国“弃光”率达到顶峰（17%）。2017 年以来，随着国内特高压投运与火电机组逐步退出，全国光伏“弃光”现象逐步改善。2020 年 1-9 月全国平均弃光率为 1.7%。

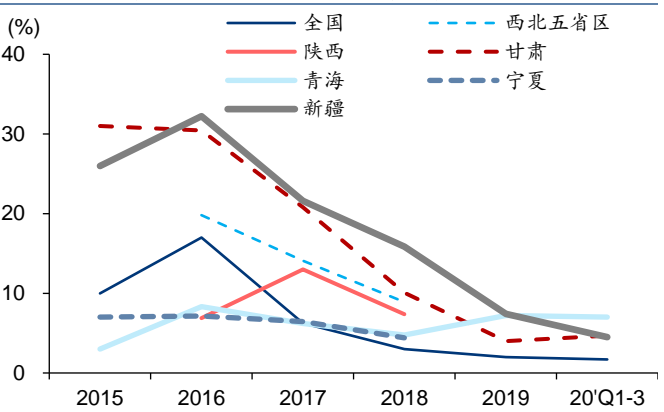
图表23： 2016-20 年国内光伏发电平均利用小时数逐年回升



注：光伏装机使用效率=利用小时数/(24 小时 x 365 天)

资料来源：国家能源局，华泰研究

图表24： 20 年 1-9 月全国光伏“弃光”率已降至 1.7%



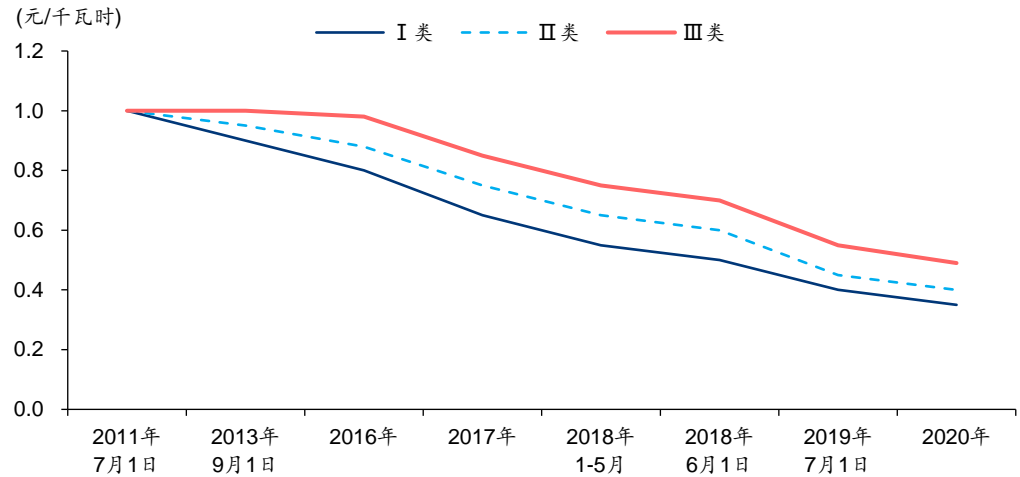
资料来源：国家能源局，华泰研究

光伏平价上网渐成现实，技术创新是核心驱动力

补贴逐步退出，2021 年国内新增光伏电站全面平价上网。20 年 3 月，发改委颁布《关于 2020 年光伏发电上网电价政策有关事项的通知》，通知明确 2020 年集中式光伏发电仍为指导价，I-III 类资源区分别为每千瓦时 0.35/0.4/0.49 元，且不低于项目所在地燃煤发电基准价；新增集中式光伏电站上网电价原则上通过市场竞争方式确定，不超过指导价。工商业分布式光伏发电补贴标准降低。其中“自发自用、余量上网”模式项目补贴标准调整为每

千瓦时 0.05 元，“全额上网”模式项目按所在资源区集中式指导价执行。户用分布式补贴标准降低为每千瓦时 0.08 元。根据 2019 年 4 月《国家发展改革委关于完善光伏发电上网电价机制有关问题的通知》显示，2021 年开始，除户用分布式光伏以外，光伏项目将全面去补贴，进入平价时代。

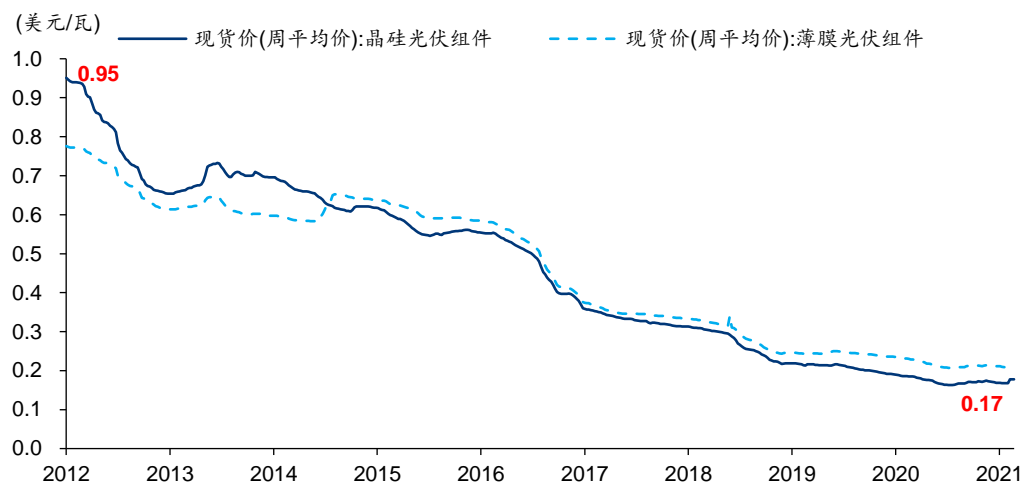
图表25：国内光伏 I/II/III 类资源区发电电价变化



资料来源：国家发改委，华泰研究

技术进步与创新提升光伏发电效率，推动组件成本下降。在上游产能扩张和技术革新的推动下，近年来光伏电站的建设成本呈现大幅下降趋势，其中，占到电站建设成本约一半的光伏组件价格显著下降。Wind 数据显示，晶硅光伏组件现货价格（周平均）由 2012 年初的 0.95 美元/瓦下降至 2020 年末的 0.17 美元/瓦，降幅达 82%。技术加速进步有望促进平价上网提前来临。以领跑者项目为例，已出现平价上网项目；同时，以 HIT/HJT 等新技术为例，在不改变支架形态的基础上，发电小时数也可实现较大提升。

图表26：2012-19 年晶硅光伏组件现货价格显著下降（周均价：美元/瓦）



资料来源：Wind，华泰研究

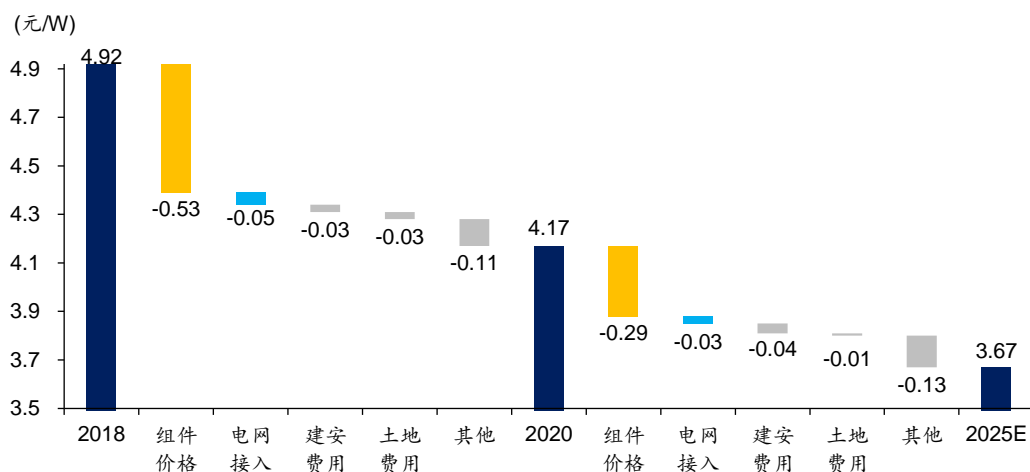
图表27: 领跑者项目投标电价(元/千瓦时)

项目	规模(MW)	最低中标电价	最高中标电价	脱硫煤电价	与煤电价差值	最低投标电价
达拉特	500	0.34	0.36	0.2829	0.0571	0.32
大同	500	0.4	0.45	0.332	0.068	0.36
白城	500	0.41	0.45	0.3731	0.0369	0.39
寿阳	500	0.44	0.48	0.332	0.108	0.44
泗洪	500	0.49	0.53	0.391	0.099	0.48
海兴	500	0.44	0.48	0.372	0.068	0.44
宝应	500	0.46	0.49	0.391	0.069	0.46
渭南	500	0.48	0.54	0.3545	0.1255	0.48
格尔木	500	0.31	0.34	0.3247	-0.0147	0.31
德令哈	500	0.32	0.36	0.3247	-0.0047	0.32

资料来源: 晶科科技招股说明书, 华泰研究

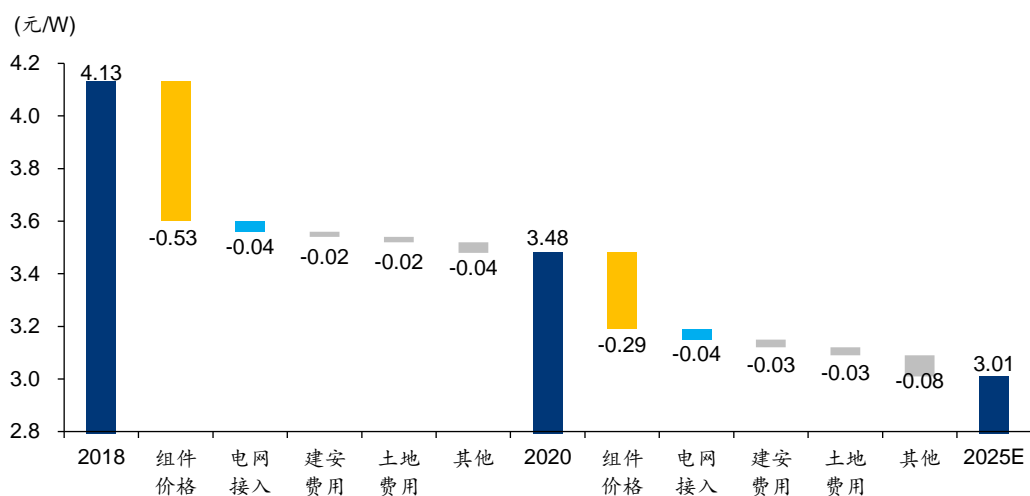
光伏组件价格下降也带动了光伏电站初始投资成本的下行。根据中国光伏行业协会、中国电子信息产业发展研究院联合发布的《中国光伏产业发展路线图(2018年版)》, 2018年我国地面光伏系统和工商业分布式光伏系统的初始投资成本分别为4.92元/W左右和4.13元/W左右, 到2020年可分别下降至4.17元/W和3.48元/W, 降幅分别达15.24%和15.74%。

图表28: 2018-25年国内地面光伏系统初始投资变化(以建设50MW、接入110KV地面光伏系统为例)



资料来源: 《中国光伏产业发展路线图(2018年版)》, 华泰研究

图表29: 2018-25年国内工商业分布式光伏系统初始投资变化

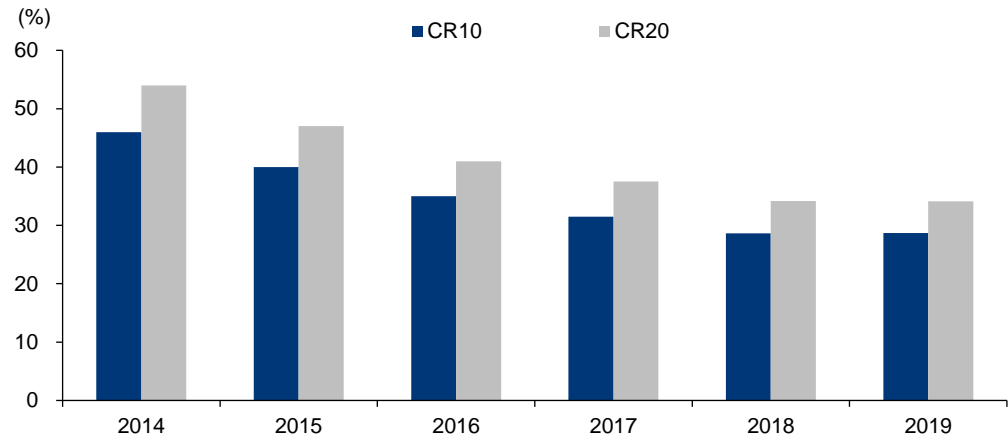


资料来源: 《中国光伏产业发展路线图(2018年版)》, 华泰研究

光伏电站运营集中度有望回升，扩张运营布局势在必行

2014-18年国内光伏运营行业百花齐放。2014-18年民营资本快速进入光伏行业，推动国内光伏电站运营的多元化发展，行业集中度有所降低，民营光伏电站运营企业市场地位和竞争力显著提升。根据《中国太阳能发电建设统计评价报告》的统计，国内光伏电站运营商CR10由14年的46%降至19年的29%，其中19年与18年基本持平。

图表30： 2014-18年国内光伏运营行业集中度持续下降



资料来源：公司公告，公司官网，华泰研究

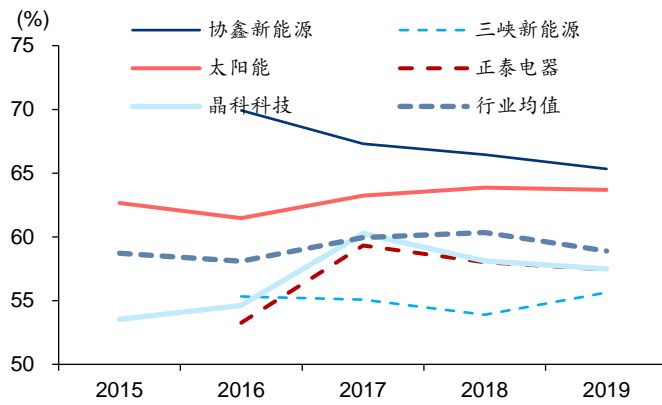
国企入局，民企优胜劣汰，国内光伏运营行业“头部效应”有望逐步显现。但国补的拖欠叠加融资成本高企，2018年“531新政”（《关于2018年光伏发电有关事项的通知》）之后民企的信心动摇，市场竞争格局发生了显著的变化——央企国企通过收购和自建的方式大举进入非水可再生能源发电，其中光伏领域更为显著。随着国内光伏发电行业逐渐步入高质量发展阶段，平价时代对项目收益与成本的把控提出更高要求，我们预计“十四五”期间项目开发与融资能力相对不足的参与者将陆续退出市场，行业“头部效应”有望显现。

图表31：“十三五”央企/国企收购民企风光发电项目统计

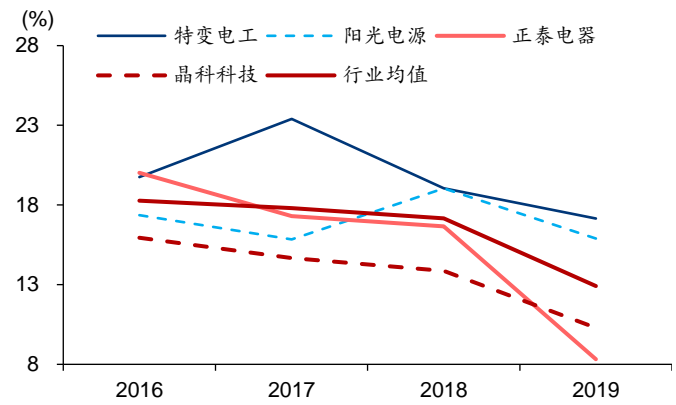
		2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
风电	容量(MW)	96			988	424
	股权比例	50%			83%	100%
	交易价格(亿元)	0.81	0.00	0.00	25.75	10.66
	PB	1.05			1.48	1.25
光伏发电	容量(MW)	300	50	735	2,277	3,133
	股权比例	100%	100%	66%	84%	96%
	交易价格(亿元)	8.95	0.50	15.85	40.64	79.90
	PB	1.65	7.70	1.44	1.60	1.49
合计	容量(MW)	396	50	735	3,265	3,614
	股权比例	75%	100%	66%	84%	95%
	交易价格(亿元)	9.76	0.50	15.85	66.38	91.09
	PB	1.35	7.70	1.44	1.55	1.47

资料来源：公司公告，社会责任报告，华泰研究

光伏电站 EPC 利润空间趋薄，运营凸显长期价值，加强电站运营布局势在必行。影响光伏电站运营业务利润水平的主要因素包括上网电价、年发电量及上游光伏组件价格等。近年来发改委逐步降低新建光伏电站标杆上网电价，但光伏组件价格及其他非技术成本亦有所下降。光伏电站运营的成本端与收益端同步减少，因此光伏电站运营业务的利润水平相对稳定。影响光伏电站 EPC 业务利润水平的主要因素有订单情况、人员工资水平及上游光伏组件价格等。受行业竞争加剧影响，光伏电站 EPC 业务整体利润率水平趋于下降，对单家公司而言，存在因大额订单导致公司整体业务毛利率波动的情形。

图表32： 光伏运营业务毛利率水平较为稳定


资料来源：公司公告，华泰研究

图表33： 光伏 EPC 业务利润率持续下滑


注：特变电工（600089 CH）

资料来源：公司公告，华泰研究

首次覆盖给予“增持”评级，目标价 7.33 元

收入预测：2020-22 年收入增速-16.8%/+7.9%/+11.9%

公司营业收入由光伏电站运营与 EPC 构成。2017-19 年公司营业收入同比增速分别为 +118%/+74%/-24%，我们预计 2020 年公司营业收入将继续承压（同比-16.8%），21-22 年营收增速有望回升至+7.9%/+11.9%，主要基于以下核心假设与细分业务分析：

1) 核心假设：“十四五”国内光伏新增装机规模维持高位，全球规模持续增长。在 2030 年“碳达峰”与 2060 年“碳中和”的目标下，中国及全球新能源发电规模增长空间广阔。我们预计 2021-25 年国内光伏每年新增装机为 80GW（取自 CPIA 预测区间 70-90GW 均值）。

2) 光伏电站运营：预计 20-22 年收入同比-6.3%/+8.4%/+14.7%。基于并网容量、发电小时数、上网电价三项预测：

并网容量：19 年末公司光伏电站并网容量为 3,004MW，在建容量 440MW，储备容量 304MW。公司 20 年 IPO 募投项目容量 486MW，其中 100MW 于 6 个月内投产，386MW 将于 2 年内投产；2020 年可转债募投项目容量 584MW，预计将于 2 年内投产。公司正通过电站转让与开发，将存量补贴电站替换为新增平价电站，以优化资产结构和改善流动性。19 年转让规模为 453MW，我们假设 20-22 年转让规模分别为 494/1000/1000MW。同时考虑新投产与转让，我们测算 20-22 年公司期末并网容量分别为 2,950/3,950/5,950MW。

图表34：2016A-2022E 公司运营电站并网/新增/转让数据

单位：MW	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
并网容量	1,461	2,705	3,093	3,004	2,950	3,950	5,950
新增容量	-	1,244	392	364	440	2,000	3,000
转让容量	-	-	3	453	494	1,000	1,000

资料来源：公司公告，华泰研究预测

发电小时数：19 年公司电站发电小时数仅为 1,140 小时，低于过往 3 年均值(1,238 小时)，主要受到当年雨水偏多影响。不考虑 20-22 年极端气候变化，我们预计发电小时数有望向均值回归，20-22 年预测为 1,140/1,170/1,200 小时。

上网电价：17-19 年公司光伏电站平均上网电价同比分别为-1.12%/-1.86%/-2.00%，符合电价补贴下降的趋势。随着 20-22 年公司光伏平价项目占比上升，长期来看，公司电价应处于下行阶段；另一方面，短中期内存量补贴项目对电价仍有一定支撑。我们预计 21-22 年公司平均上网电价将出现加速下降的过程，20-21 年分别为 0.7998/0.7309/0.5718 元，同比为-2.0%/-8.6%/-21.8%。

图表35：2016A-2022E 公司光伏电站运营历史及预测数据

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
运营收入（百万元）	1,061	2,155	3,029	2,958	2,771	3,002	3,443
YOY	73.91%	103.14%	40.54%	-2.34%	-6.33%	8.36%	14.66%
发电量（亿度）	12.71	25.62	35.35	35.30	33.94	40.36	59.40
YOY	-	101.57%	37.98%	-0.14%	-3.86%	18.94%	47.16%
发电小时数（h）	1,195	1,257	1,263	1,140	1,140	1,170	1,200
上网电量（亿度）	12.36	25.33	35.20	35.34	33.77	40.16	59.10
YOY	75.05%	105.0%	38.98%	0.39%	-4.45%	18.94%	47.16%
自用比例	2.8%	1.1%	0.4%	-0.1%	0.50%	0.50%	0.50%
平均上网电价（税后，元/度）	0.8581	0.8485	0.8327	0.8161	0.7998	0.7309	0.5718
YOY	-	-1.12%	-1.86%	-2.00%	-2.00%	-8.60%	-21.78%
补贴电站电价	0.8581	0.8485	0.8327	0.8161	0.7998	0.7998	0.7998
平价电站电价	-	-	-	-	-	0.3384	0.3384
平价电站发电量占比	0%	0%	0%	0%	0%	14%	41%

注：平价电站电价取自公司 2020 年可转债募投项目电价均值

资料来源：公司公告，华泰研究预测

3) 光伏电站 EPC: 预计 20-22 年收入同比-29.7%/+7.1%/+7.3%。公司电力施工资质升级, 资金压力缓解, EPC 新增订单容量与金额有望上升, 我们预计 20-22 年 EPC 新增合同容量为 488/525/723MW。16-19 年公司当年 EPC 订单合同容量完成度为 80-90%, 保守假设 20-22 年为 80%/80%/80% (随着新增订单规模的增长, 施工速度有所下降)。由于光伏组件与系统等成本下降, 单位容量对应金额持续下行, 预计 20-22 年完成订单的平均合同金额 (单位: 元/W) 同比为-10.6%/-7.3%/-19.8%。

图表36: 2016A-2022E 公司光伏电站 EPC 历史及预测数据

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
EPC 收入 (百万元)	797	1,898	4,037	2,381	1,674	1,793	1,924
YOY		138.1%	112.7%	-41.0%	-29.7%	7.1%	7.3%
订单合同金额 (百万元)							
期初	3	118	399	1,076	301	483	514
新增	913	2,179	4,714	1,565	1,856	1,824	1,964
完成	797	1,898	4,037	2,381	1,674	1,793	1,924
期末	118	399	1,076	301	483	514	553
完成度%	87.1%	82.6%	79.0%	90.2%	77.6%	77.7%	77.7%
订单合同容量 (MW)							
期初	1	17	55	216	61	110	127
新增	130	322	1,047	403	488	525	723
新增份额	0.38%	0.61%	2.38%	1.33%	1.01%	0.70%	0.85%
完成	114	283	886	558	439	508	680
期末	17	55	216	61	110	127	170
完成度%	87.0%	83.7%	80.4%	90.1%	80.0%	80.0%	80.0%
平均合同金额 (元/W)							
新增	7.02	6.78	4.50	3.88	3.80	3.47	2.72
YOY		-3.5%	-33.5%	-13.9%	-2.0%	-8.6%	-21.8%
完成	7.02	6.70	4.56	4.26	3.81	3.53	2.83
YOY		-4.5%	-32.0%	-6.4%	-10.6%	-7.3%	-19.8%

注: 新增份额=晶科 EPC 新增合同容量/国内光伏新增装机规模

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

毛利率预测: 2020-22 年毛利率为 38.4%/38.3%/38.5%

2017-19 年公司毛利率为 38.9%/32.8%/36.4%, 毛利率波动较大, 主要受 EPC 业务占比变化影响。我们预计 2020-22 年公司毛利率分别为 38.4%/38.3%/38.5%, 基于对两个业务板块的分析:

1) 光伏电站运营: 2016-19 年成本中折旧占比为 79%/79%/74%/75%, 其他成本包括人工成本、运维成本、土地/屋顶租金与保险费等。因此折旧是影响公司运营业务毛利率水平的核心变量。考虑到 20-22 年公司同步进行转让电站与投产电站, 我们根据装机容量变化的简化假设, 测算出 20-22 年折旧分别为 8.9/9.3/10.1 亿元, 占比为 74%/70%/65%, 新投资的平价电站单位投资额下降, 导致折旧占比降低; 随着运营规模的扩大, 我们认为公司会在合理范围内增加运维人员的配备, 但职工薪酬增速应当低于并网容量的增长; 运维成本、土地租金及屋顶使用费和并网容量成正比; 电费和发电量成正比。综合来看, 我们预计 20-22 年光伏电站运营的毛利率分别为 56.8%/56.1%/55.0%。

2) 光伏电站 EPC: 主要为劳务分包成本 (平均容量成本相对稳定, 又可分为支付工程施工分包商、设计分包商等供应商的费用)、光伏设备采购成本 (随着组件价格降低, 平均采购成本逐年下降) 以及前期费用等其他成本。2016-19 年随着行业竞争加剧, EPC 业务毛利率处于下行阶段; EPC 行业出清节奏较难把握, 未来 2-3 年我们认为行业利润率仍将保持较低水平, 公司或通过效率提升与业务人员优化等手段尽力提升 EPC 业务的毛利空间。我们假设 20-22 年 EPC 毛利率逐年小幅回升, 分别为 8.0%/8.5%/9.0%。

图表37： 分部毛利及毛利率预测（百万元）

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利	707	1,577	2,320	1,946	1,707	1,836	2,068
毛利率	38.0%	38.9%	32.8%	36.4%	38.4%	38.3%	38.5%
光伏电站运营	580	1,299	1,760	1,700	1,573	1,684	1,895
毛利率	54.6%	60.3%	58.1%	57.5%	56.8%	56.1%	55.0%
折旧	379	675	941	942	888	927	1,008
职工薪酬	37	55	121	109	107	123	136
运维成本	22	42	63	66	65	87	131
土地租金及屋顶使用费	11	36	80	83	82	109	165
电费	8	13	17	18	17	21	31
其他	24	35	46	40	39	52	78
光伏电站 EPC	127	279	560	245	134	152	173
毛利率	15.9%	14.7%	13.9%	10.3%	8.0%	8.5%	9.0%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

费用预测：2020-22 年财务费用率为 19.3%/16.1%/14.0%

财务费用是公司期间费用的主要构成，20-22 年公司有望通过资产优化和融资降本实现财务费用的降低。2017-19 年公司财务费用增长较快，费用率分别为 14.3%/13.4%/17.9%，主要是光伏电站项目投入增加，资金量需求加大，银行借款等外部债务融资规模持续增加。公司上市后，打通直接融资渠道，公司有望借力更多低成本的融资手段。另一方面，随着公司平价光伏电站占比的上升，运营业务也将带来更好的现金流。我们预计 20-22 年公司财务费用率分别为 19.3%/16.1%/14.0%；20 年财务费用率有所增加，主要是电站出售与 EPC 业务收缩导致收入下降，而财务费用的降幅不及收入降幅。

图表38： 2016A-2022E 公司财务与管理费用历史及预测数据

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
财务费用	420	578	946	956	856	773	753
财务费用率	22.6%	14.3%	13.4%	17.9%	19.3%	16.1%	14.0%
期末：							
短期借款	100	150	290	2,304	1,022	959	912
一年内到期的长期负债	671	1,393	1,874	1,955	1,760	1,584	1,425
长期借款	4,555	4,905	4,072	3,412	2,976	3,557	3,225
长期应付款	4,944	8,282	8,148	7,339	6,972	6,623	5,299
应付债券	0	0	0	0	602	3,602	5,602
管理费用	210	256	263	292	289	288	322
管理费用率	11.3%	6.3%	3.7%	5.5%	6.5%	6.0%	6.0%
销售费用	2	13	30	42	36	38	43
销售费用率	0.1%	0.3%	0.4%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
研发费用	5	5	5	7	6	6	7
研发费用率	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
四项费用合计	637	851	1,244	1,296	1,186	1,105	1,126
四项费用率合计	34.3%	21.0%	17.6%	24.3%	26.7%	23.0%	21.0%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

净利润预测：2020-22 年归母净利润为 6.2/8.1/10.0 亿元

图表39： 2016A-2022E 公司归母净利润/EBIT/EBITDA 历史及预测数据

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
归母净利润	97	672	902	729	621	810	1,001
净利率	5.2%	16.6%	12.8%	13.6%	14.0%	16.9%	18.7%
EBIT	480	1,284	1,977	1,587	1,361	1,487	1,677
EBIT 利润率	25.8%	31.7%	28.0%	29.7%	30.6%	31.0%	31.3%
EBITDA	857	1,962	2,940	2,563	2,358	2,533	2,868
EBITDA 利润率	46.1%	48.4%	41.6%	48.0%	53.0%	52.8%	53.4%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

首次覆盖给予“增持”评级，目标价 7.33 元

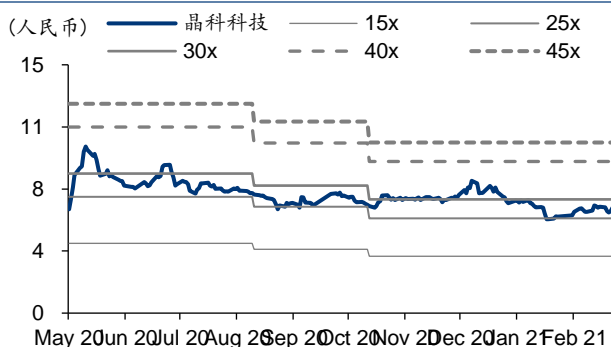
公司通过置换存量补贴电站，加速光伏平价电站运营布局，长期价值有望厚积薄发。我们预测公司 20-22 年收入分别为 44.5/48.0/53.7 亿元，归母净利润分别为 6.2/8.1/10.0 亿元，对应 EPS 分别为 0.22/0.29/0.36 元。当前股价对应 20-22 年 P/E 为 28/22/18x，P/B 为 1.55/1.45/1.35x。参考可比公司 21 年 Wind 一致预期 P/E 均值为 24x，公司积极转型平价电站运营商，资产与负债结构更加优化，21-22 年 EPS CAGR 有望达到 27.0%，略高于行业平均值 (26.6%)。给予公司 21 年 25x 目标 PE，对应目标价为 7.33 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表40：可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价(元/股)		P/E (x)			EPS		P/B(x)		
		2021/3/12	2021/3/12	20E	21E	22E	CAGR	20E	21E	22E	
隆基股份	601012 CH	91.08	3,435	40.4	29.9	24.3	29.1%	9.6	7.3	5.7	
通威股份	600438 CH	33.69	1,517	32.8	27.1	22.2	21.6%	6.6	5.5	4.5	
阳光电源	300274 CH	78.66	1,146	58.9	40.2	31.2	37.5%	10.9	8.8	7.0	
太阳能	000591 CH	7.40	223	21.1	16.9	12.8	28.4%	-	-	-	
正泰电器	601877 CH	35.94	773	16.5	15.3	13.2	12.1%	2.8	2.5	2.2	
协鑫新能源	0451 HK	0.29	61	26.9	16.3	14.9	34.0%	0.9	0.9	0.8	
信义能源	3868 HK	3.97	282	30.6	22.9	20.2	23.2%	2.4	2.2	2.1	
平均值				32.5	24.1	19.8	26.6%	5.5	4.5	3.7	
晶科科技	601778 CH	6.37	176	28.35	21.74	17.59	27.0%	1.55	1.45	1.35	

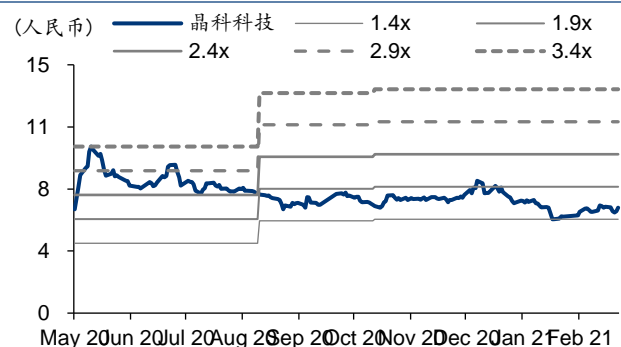
注：CAGR 为 21-22E，考虑到 2019-20 年公司积极转让补贴电站导致并表收入与净利润有所下滑，而 2021 年以后随着平价电站占比提升，公司有望重回增长轨道
资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰研究预测

图表41：晶科科技 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表42：晶科科技 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

风险提示

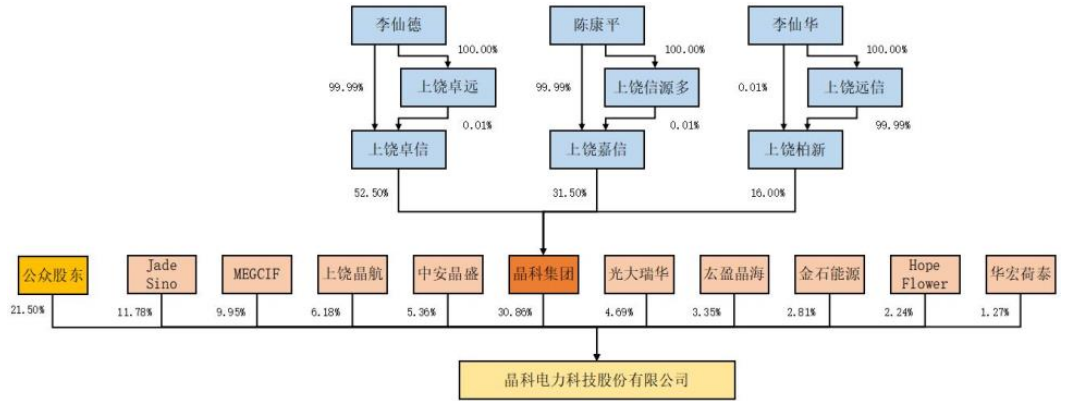
光伏发电行业竞争加剧。光伏发电行业近年来发展迅速，新进入者持续增加，在抢夺优质光照地区、取得地方政府支持、获得信贷融资等方面的市场竞争日趋激烈。除国家五大发电集团、中节能集团等国企外，民营光伏企业也继续扩大光伏发电业务。作为清洁能源，虽然随着光伏组件转换效率的提升，近年来光伏发电成本在逐年下降，但相较于其他清洁能源，光伏发电成本仍然较高，光伏发电行业还面临着风电、水电、核电等其他清洁能源的竞争。

电站转让进度不及预期。公司正通过转让存量有补贴的光伏电站，快速回笼资金，已支撑未来平价光伏电站投资。如果电站转让进度迟缓，同时电价补贴收款相对滞后，可能影响公司资金周转速度，进而导致平价项目发展速度不及预期。

弃光限电风险。已并网光伏项目需服从电网统一调度，并按调度指令调整发电量。当电网用电需求小于发电供应时，发电企业需要服从调度要求，使发电量低于发电设备的额定发电量，即所谓“限电”。由于太阳能资源难以跨期储存、周转，限电使得光伏发电企业无法充分利用项目所在地的太阳能资源，即所谓“弃光”。未来如果出现消纳需求降低、电网整体负荷变化等情况而导致相关光伏电站弃光限电，则会对公司发电业务收入产生不利影响。

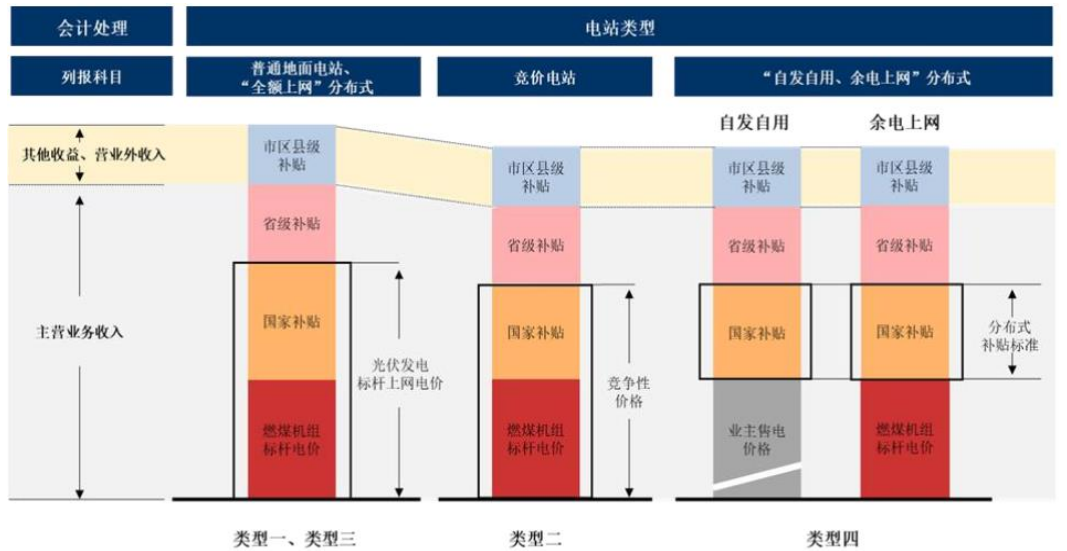
附录：公司股权结构图、光伏发电上网电价构成与会计处理方法

图表43： 股权结构图（截至 2020 年 9 月末）



资料来源：21 晶电 01 公司公告，华泰研究

图表44： 光伏发电上网电价构成与会计处理方法



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	11,531	9,946	9,864	10,056	8,587
现金	1,750	1,490	1,701	2,943	2,250
应收账款	5,888	6,304	6,189	5,073	4,189
其他应收账款	246.72	510.90	425.31	458.86	513.46
预付账款	220.80	180.71	145.79	157.60	175.65
存货	114.89	38.75	30.00	32.43	36.15
其他流动资产	3,311	1,421	1,372	1,391	1,423
非流动资产	19,656	19,671	20,680	24,398	27,261
长期投资	170.03	543.93	543.93	543.93	543.93
固定投资	17,202	16,948	16,237	16,949	19,938
无形资产	224.63	212.45	200.83	189.74	179.15
其他非流动资产	2,059	1,967	3,698	6,716	6,599
资产总计	31,186	29,617	30,543	34,454	35,848
流动负债	11,381	10,541	8,517	8,442	8,566
短期借款	290.00	2,304	1,022	959.17	912.32
应付账款	5,643	4,805	4,501	4,541	4,700
其他流动负债	5,449	3,431	2,994	2,942	2,955
非流动负债	12,220	10,750	10,550	13,783	14,126
长期借款	4,072	3,412	2,976	3,557	3,225
其他非流动负债	8,148	7,339	7,574	10,226	10,901
负债合计	23,601	21,291	19,067	22,225	22,692
少数股东权益	60.50	70.34	75.31	81.81	89.83
股本	2,171	2,171	2,766	2,766	2,766
资本公积	3,712	3,712	5,537	5,537	5,537
留存公积	1,641	2,370	3,098	3,845	4,763
归属母公司股东权益	7,525	8,256	11,401	12,147	13,066
负债和股东权益	31,186	29,617	30,543	34,454	35,848

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	1,834	1,213	2,155	3,766	3,963
净利润	902.06	728.70	621.29	810.34	1,001
折旧摊销	1,007	1,018	1,038	1,087	1,232
财务费用	946.43	955.66	856.05	772.74	753.92
投资损失	(19.32)	(113.21)	(113.21)	(124.53)	(136.98)
营运资金变动	(1,102)	(1,474)	(290.59)	1,175	1,066
其他经营现金	99.73	98.15	43.76	45.27	46.80
投资活动现金	(2,073)	(1,688)	(1,934)	(4,681)	(3,957)
资本支出	2,000	2,009	1,984	4,743	4,031
长期投资	122.65	13.13	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(49.56)	(334.62)	(50.44)	(61.77)	(74.22)
筹资活动现金	(195.48)	429.09	(10.12)	2,157	(698.83)
短期借款	140.00	2,014	(1,282)	(63.23)	(46.85)
长期借款	(832.46)	(660.58)	(435.58)	581.24	(332.00)
普通股增加	170.91	0.00	594.59	0.00	0.00
资本公积增加	771.49	0.00	1,825	0.00	0.00
其他筹资现金	(445.42)	(924.77)	(712.38)	1,639	(319.98)
现金净增加额	(434.82)	(46.34)	211.86	1,242	(692.94)

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7,066	5,340	4,445	4,796	5,367
营业成本	4,746	3,394	2,738	2,960	3,299
营业税金及附加	45.12	18.53	15.43	16.64	18.62
营业费用	29.80	41.85	35.56	38.37	42.93
管理费用	263.12	291.70	288.94	287.75	321.99
财务费用	946.43	955.66	856.05	772.74	753.92
资产减值损失	(70.40)	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(14.77)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	19.32	113.21	113.21	124.53	136.98
营业利润	1,084	828.21	701.94	923.14	1,146
营业外收入	1.55	4.85	10.00	10.00	10.00
营业外支出	61.40	45.91	20.00	20.00	20.00
利润总额	1,024	787.14	691.94	913.14	1,136
所得税	113.50	52.60	65.67	96.32	126.55
净利润	910.44	734.54	626.27	816.83	1,009
少数股东损益	8.39	5.84	4.98	6.49	8.02
归属母公司净利润	902.06	728.70	621.29	810.34	1,001
EBITDA	2,940	2,563	2,358	2,533	2,868
EPS (人民币, 基本)	0.33	0.26	0.22	0.29	0.36

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	74.34	(24.43)	(16.75)	7.89	11.90
营业利润	48.24	(23.58)	(15.25)	31.51	24.13
归属母公司净利润	34.32	(19.22)	(14.74)	30.43	23.57
获利能力 (%)					
毛利率	32.83	36.44	38.41	38.29	38.53
净利率	12.77	13.65	13.98	16.90	18.66
ROE	13.66	9.24	6.32	6.88	7.94
ROIC	19.30	13.49	9.84	10.09	10.75
偿债能力					
资产负债率 (%)	75.68	71.89	62.43	64.51	63.30
净负债比率 (%)	26.42	36.03	30.20	27.45	24.51
流动比率	1.01	0.94	1.16	1.19	1.00
流动比率	1.00	0.94	1.15	1.19	1.00
营运能力					
总资产周转率	0.24	0.18	0.15	0.15	0.15
应收账款周转率	1.53	0.88	0.71	0.85	1.16
应付账款周转率	0.82	0.65	0.59	0.65	0.71
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.33	0.26	0.22	0.29	0.36
每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	0.44	0.78	1.36	1.43
每股净资产(最新摊薄)	2.72	2.99	4.12	4.39	4.72
估值比率					
PE (倍)	19.53	24.17	28.35	21.74	17.59
PB (倍)	2.34	2.13	1.55	1.45	1.35
EV EBITDA (倍)	6.88	8.52	8.44	7.58	6.80

免责声明

分析师声明

本人, 王玮嘉、黄波, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师王玮嘉、黄波本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司