

2021年12月18日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 清源股份(603628):户用支架与EPC业务双轮驱动,国内市场发力前景可期

推荐 (首次)

投资要点

分析师:张涵

执业证书编号:S1050521110008

邮箱: zhanghan3@cfsc.com.cn

联系人:臧天律

执业证书编号:S1050121110015

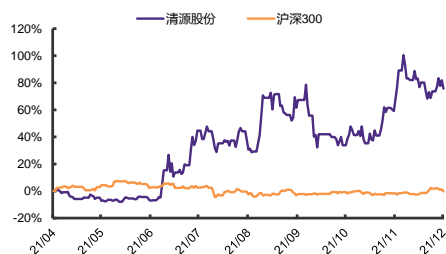
邮箱: zangtl@cfsc.com.cn

## 基本数据

2021/12/18

当前股价(元)	14.69
总市值(亿元)	40.2
总股本(百万股)	273.8
流通股本(百万股)	273.8
52周价格范围(元)	7.11-16.9
日均成交额(百万元)	78.9

## 市场表现



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

## 相关研究

### 澳洲光伏支架龙头

公司以光伏支架销售作为主营方向,定位中高端客户和市场。自2007年公司成立至今,先后发展了澳洲、日本、中国、欧洲以及东南亚等市场。公司在澳洲市场占有率超过50%,创下连续十一年澳洲屋顶光伏市场占有率第一的记录。公司2021年上半年度实现营收5.2亿元(yoy+40.0%),实现归母净利润0.35亿元(yoy+24.7%);其中光伏支架业务营收4.5亿元(yoy+63.6%),支架业务占比86%。公司主营业务收入以境外为主,2020年公司境外收入5.8亿元,占比达65%。

目前公司主营业务可以分成光伏支架与跟踪器制作与销售(包括分布式支架、地面固定与跟踪),EPC工程项目与运维和光伏电站投资(自持或委托开发)三个部分,其中国内EPC工程项目与光伏支架中户用支架业务有望成为公司未来增长引擎。

### 整县推进助力户用发展,助公司打开国内市场

户用光伏方兴未艾,政策助力持续加码。2021年6月,国家能源局发布《关于报送整县(市、区)屋顶分布式光伏开发试点方案的通知》,在全国推进试点整县分布式光伏项目。随着整县推进的项目逐步落地,户用与分布式光伏需求逐渐增强。2021年1-10月户用新增装机13.6GW,其中10月户用装机占光伏总装机51.5%。预计2022年我国光伏新增装机规模为60-75GW,户用装机需求为30GW,对应户用光伏支架市场空间为60亿元。

户用支架销售管理经验丰富,规模效应下成本可控。公司一直以来都是澳洲市场户用光伏支架龙头,具有非常丰富的户用光伏电站解决方案和渠道运营管理和售后服务经验。去年以来公司抓住机遇,开始大力开发国内户用市场,预计明年出货量有望迎来爆发。公司在国内户用销售模式分为自行开发和代理商制度,后者通过与承包商建立战略合作关系,每个月出货量相对稳定。公司通过提前控制备货等方式,控制原材料采购的时点,从而降低成本,提高公司的盈利能力。

### 合资公司助力EPC业务发展

2021年11月,公司通过与厦门建发共同出资成立厦门建发清源新能源有限公司,形成了国资委企业+光伏企业合作开发模式。公司依托于厦门周边资源,有望将现有县区资源开发

成为厦门样板城市，从而辐射福建省，打开未来EPC业务的市场空间。

## ■ 盈利预测

我们看好公司明年在国内市场EPC业务以及户用支架的发展。考虑到今年汇率波动，预计财务费用有所提升对公司利润略有影响。预测公司2021-2023年收入分别为9.9、19.2、26.2亿元，EPS分别为0.18、0.39、0.53元，当前股价对应PE分别为81、37、28倍，给予“推荐”投资评级。

## ■ 风险提示

光伏组件价格过高、整县推进落地不达预期、国际关系变化等。

预测指标	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入（百万元）	900	989	1,924	2,620
增长率（%）	-28.0%	9.8%	94.6%	36.2%
归母净利润（百万元）	68	50	108	145
增长率（%）	-221.6%	-27.1%	115.6%	35.0%
EPS（元）	0.25	0.18	0.39	0.53
ROE	7.1%	5.0%	10.2%	12.6%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>900</b>	<b>989</b>	<b>1,924</b>	<b>2,620</b>
现金及现金等价物	411	490	303	274	营业成本	675	753	1,546	2,157
应收款	436	424	773	1,017	营业税金及附加	5	6	11	15
存货	121	115	331	479	销售费用	46	51	87	105
其他流动资产	105	168	250	288	管理费用	61	49	77	92
流动资产合计	1,073	1,198	1,657	2,058	财务费用	34	59	58	66
<b>非流动资产:</b>					研发费用	11	25	38	39
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	152	184	260	301
固定资产	787	734	685	640	资产减值损失	-85	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	-2	-2	-2	-2
无形资产	13	8	7	7	投资收益	20	6	6	6
长期股权投资	21	21	21	21	<b>营业利润</b>	<b>53</b>	<b>50</b>	<b>112</b>	<b>152</b>
其他非流动资产	96	96	96	96	加: 营业外收入	3	3	3	3
非流动资产合计	916	859	809	763	减: 营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1,989	2,057	2,466	2,821	<b>利润总额</b>	<b>56</b>	<b>53</b>	<b>115</b>	<b>155</b>
<b>流动负债:</b>					所得税费用	-15	2	3	5
短期借款	399	399	399	399	<b>净利润</b>	<b>71</b>	<b>52</b>	<b>111</b>	<b>150</b>
应付账款、票据	289	326	668	932	少数股东损益	2	2	3	5
其他流动负债	91	91	91	91	<b>归母净利润</b>	<b>68</b>	<b>50</b>	<b>108</b>	<b>145</b>
流动负债合计	779	815	1,158	1,422					
<b>非流动负债:</b>					<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
长期借款	135	135	135	135	<b>成长性</b>				
其他非流动负债	115	115	115	115	营业收入增长率	-28.0%	9.8%	94.6%	36.2%
非流动负债合计	249	249	249	249	归母净利润增长率	-221.6%	-27.1%	115.6%	35.0%
负债合计	1,029	1,065	1,407	1,671	<b>盈利能力</b>				
<b>所有者权益</b>					毛利率	25.1%	23.8%	19.6%	17.7%
股本	274	274	274	274	四项费用/营收	16.8%	18.6%	13.5%	11.5%
股东权益	960	992	1,059	1,150	净利率	7.8%	5.2%	5.8%	5.7%
负债和所有者权益	1,989	2,057	2,466	2,821	ROE	7.1%	5.0%	10.2%	12.6%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	资产负债率	51.7%	51.8%	57.1%	59.2%
净利润	71	52	111	150	<b>营运能力</b>				
少数股东权益	2	2	3	5	总资产周转率	0.5	0.5	0.8	0.9
折旧摊销	45	53	49	46	应收账款周转率	2.1	2.3	2.5	2.6
公允价值变动	-2	-2	-2	-2	存货周转率	5.6	6.6	4.7	4.5
营运资金变动	223	-82	-988	-694	<b>每股数据 (元/股)</b>				
经营活动现金净流量	340	95	-141	32	EPS	0.25	0.18	0.39	0.53
投资活动现金净流量	28	52	49	46	P/E	58.8	80.6	37.4	27.7
筹资活动现金净流量	-411	-20	-44	-59	P/S	4.5	4.1	2.1	1.5
现金流量净额	-43	127	-136	19	P/B	4.2	4.1	3.8	3.5

资料来源: Wind、华鑫证券研究

## ■ 电力设备新能源组介绍

张涵：金融学硕士，中山大学理学学士，4年证券行业研究经验，研究方向为受益于新能源发展的新材料公司。

臧天津：金融工程硕士，CFA、FRM持证人。上海交通大学金融本科，4年金融行业研究经验，研究方向为新能源光伏行业。

## ■ 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准

确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。