

装机容量快速扩张保障公司业绩增长
—金开新能（600821）深度报告
所属部门：行业公司部

报告类别：公司研究报告

报告时间：2022年7月20日

分析师：孙灿

执业证书：S1100517100001

联系方式：Suncan@cczq.com

北京：东城区建国门内大街28号民生金融中心A座6层，100005

深圳：福田区福华一路6号免税商务大厦32层，518000

上海：陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120

成都：高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

❖ 双碳目标促电力结构转型，风光装机维持快速增长

“双碳”目标对我国电力结构优化转型提出的新的要求，风光装机有望维持快速增长。随着新能源装机的高速增长以及平价项目占比越来越高，存量补贴款拖欠的影响将会越来越小，且存量补贴款的问题有望逐步得到政策的重视和改善。

❖ 股东背景实力强劲，有助于公司融资渠道的打开

公司背靠天津国资委与国开行，股东实力强劲，品牌优势较强。公司通过增发积极引入三峡资本、金风资本、特变电工等产业资本，实现股东结构优化。公司已逐步搭建起广泛的间接融资渠道，可较为充分地保障整体资金链畅通，并有效降低融资成本。

❖ 公司规模快速扩张，经营效率行业领先

公司持续通过自主开发及对外收购光伏、风电项目，实现了并网装机容量的快速扩张，2021 新增并网装机 3122 兆瓦，同比增加 63%。此外，公司积极拓展储能、氢能、电力交易、增量配网等多种形式的能源延伸服务。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

我们预计 2022-2024 年，公司可实现营业收入 26.45 亿元（同比增长 38.61%）、35.71 和 47.64 亿元，以 2021 年为基数未来三年复合增长 35.66%；归属母公司净利润 5.30（同比增长 4.63%）、8.38 和 12.39 亿元。总股本 15.36 亿股，对应 EPS0.34、0.55 和 0.81 元。2022 年 7 月 18 日，股价 7.53 元，对应市值 116 亿元，2022-2024 年 PE 约为 22、14 和 9 倍。首次覆盖，我们给予“增持”评级。

❖ 风险提示：
盈利预测与估值

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	1907.93	2644.59	3571.26	4764.02
+/-%	40.61%	38.61%	35.04%	33.40%
净利润(百万)	406.16	529.83	837.82	1239.11
+/-%	620.56%	30.45%	58.13%	47.90%
EPS(元)	0.26	0.34	0.55	0.81
PE	28.48	21.84	13.81	9.34

资料来源：公司公告，预测截止日期 2022 年 7 月 19 日，川财证券研究所

正文目录

一、	公司发展历程、实际控制人和股权结构.....	4
1.1.	公司发展历程.....	4
1.2.	控股股东和实际控制人基本情况及最新股权结构.....	4
1.1.1.	控股股东和实际控制人.....	4
1.1.2.	公司最新股权结构：公司实际控制人未发生变化.....	4
二、	营业务结构和变化.....	5
2.1	主要业务和产品.....	5
2.1.1.	主营业务概述.....	5
2.1.2.	主营业务结构.....	5
2.1.3.	收入、利润和盈利能力变化.....	6
2.2	公司的主要业务布局和发展战略规划.....	7
2.1.4.	公司近期工作.....	7
2.1.5.	公司发展规划.....	10
三、	公司近年重大资本运作.....	11
3.1	公司近年重大资本运作情况.....	11
3.2	公司近年定增资金应用.....	11
四、	投资建议.....	12
4.1	投资逻辑和观点.....	12
4.1.1.	“双碳”目标促电力结构转型，风光装机维持快速增长.....	12
4.1.2.	股东背景实力强劲，有助于公司融资渠道的打开.....	12
4.1.3.	公司规模快速扩张，经营效率行业领先.....	12
4.2	盈利预测与估值比较.....	12
4.2.1.	盈利预测.....	12
4.2.2.	估值比较.....	13
	盈利预测.....	15
	风险提示.....	16
	相关报告.....	16

图表目录

图 2: 2021 年年度业务分行业收入结构	6
图 3: 2021 年年度业务毛利结构	6
图 4: 历年收入和毛利变化 (单位: 亿元)	6
图 5: 历年营业利润和净利润 (单位: 亿元)	6
图 6: 销售毛利率和净利率变化 (%)	7
图 7: 投资回报情况 (单位: %)	7
图 8: 负债结构和流动性 (%)	7
图 9: 杠杆运用和资产运营状况.....	7
表格 1. 公司 2022 年一季报最新十大股东情况	4
表格 2. 公司 2021 年公司装机容量分析	9
表格 3. 公司 2021 年光伏电站累计运营情况	9
表格 4. 公司近年重大资本运作关键时间节点和状态	11
表格 5. 公司近年资本运作资金投向	11
表格 6. 公司分业务收入和毛利率假设	13
表格 7. 可比公司估值	14

一、公司发展历程、实际控制人和股权结构

1.1. 公司发展历程

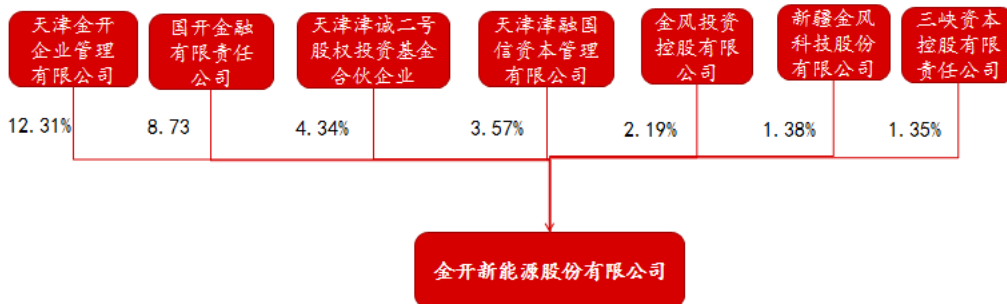
金开新能源成立于 2014 年 12 月，由国开金融牵头组建，多家全球知名投资机构联合参与投资的新能源投资与实业管理平台。天津国资运营平台天津津诚于 2019 年 8 月通过增资成为公司第一大股东。2020 年 8 月，公司重大资产重组实施完成。2021 年 7 月，公司非公开发行股票完成。

1.2. 控股股东和实际控制人基本情况及最新股权结构

1.1.1. 控股股东和实际控制人

公司控股股东为天津金开企业管理有限公司，截至 2022 年第一季度，天津金开企业管理有限公司直接持有公司 1.89 亿股，持股占比为 12.31%，此外，公司股东还包含以国开金融为代表的大型国资金融机构，及以金风科技、三峡资本为代表的行业头部企业，公司实际控制人天津市国资委。

图 1：公司与控股股东之间的产权及控制关系的方框图



资料来源：公告；公司年报，iFinD，川财证券研究所，时间截至 2022 年一季度

1.1.2. 公司最新股权结构：公司实际控制人未发生变化

根据 2022 年一季报披露的信息，天津金开企业管理有限公司直接持有公司 1.89 亿股，占公司总股本的 12.31%，为公司控股股东。公司最终的实际控制人是天津市人民政府国有资产监督管理委员会。

表格 1. 公司 2022 年一季报最新十大股东情况

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例 (%)	变化
1	天津金开企业管理有限公司	189,078,638	12.3100	不变
2	国开金融有限责任公司	134,118,015	8.7300	不变
3	天津津诚二号股权投资基金合伙企业(有限合伙)	66,702,186	4.3400	不变
4	珠海普罗中欧新能源股权投资合伙企业(有限合伙)	66,138,746	4.3000	减少

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

	中青芯鑫致胜(上海)股权投资合伙			
5	企业(有限合伙)	62,877,358	4.0900	不变
6	天津津融国信资本管理有限公司	54,918,156	3.5700	新进
7	金风投资控股有限公司	33,653,978	2.1900	不变
8	新疆金风科技股份有限公司	21,217,413	1.3800	不变
9	三峡资本控股有限责任公司	20,774,767	1.3500	减少
10	新疆特变电工集团有限公司	14,150,943	0.9200	新进
	合计	663,630,200	43.1800	

资料来源：公司公告；2022年一季报，iFinD，川财证券研究所

二、营业业务结构和变化

2.1 主要业务和产品

2.1.1. 主营业务概述

公司的主营业务为新能源电力的开发、投资、建设及运营，目前主要包括光伏发电和风力发电两个板块，主要经营模式为光伏电站和风电场的开发、投资、建设及运营。公司集中式光伏电站及风电场主要分布在新疆、宁夏、山东、河北、山西等风光资源丰富的地区，生产的电力主要销售给电网公司；分布式光伏电站主要分布于上海、浙江、安徽、山东等经济发达省份，分为“全额上网”和“自发自用，余电上网”两种模式，其中“全额上网”模式下的电站运营与集中式类似，公司与电网公司签署购售电协议，将所发电量并入指定的并网点；“自发自用，余电上网”模式主要直接面对终端客户，利用业主企业建筑物屋顶架设光伏发电组件，所发电量优先供业主企业使用，若存在剩余电量则并入当地电网公司系统。截至2021年12月31日，公司核准装机容量4,775兆瓦，并网容量3,122兆瓦，分别同比增长129%、63%。其中，光伏项目并网容量2,274兆瓦，风电项目并网容量848兆瓦。报告期内，公司累计完成发电量37.59亿千瓦时，同比增长64.75%。

2.1.2. 主营业务结构

公司2021年年度的主营业务结构：公司主营业务主要是光伏发电、风力发电、其他业务。截至2021年12月31日，公司合并报表口径总资产约为251.96亿元，较上年末增长75.93%；负债合计约为199.61亿元，资产负债率79.22%；归属于母公司股东的权益约为48.89亿元，较上年末增长54.73%。公司实现合并报表口径营业收入约为19.08亿元，较去年同期增长40.61%；归属于母公司股东的净利润约为4.06亿元，较去年同期增长620.56%；经营活动产生的现金流量净额约为8.76亿元，较去年同期增加15.26%。

光伏发电：2021年度，该部分实现营业收入12.84亿元，同比增长27.76%；成本5.31亿元，同比增长35.11%，毛利7.53亿元，同比增加23.04%；

风力发电：2021年度，该部分实现营业收入5.94亿元，同比增加73.18%；成本1.83亿元，同比增加69.44%，毛利4.11亿元，同比增加74.89%；

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

其他业务：2021 年度，该部分实现营业收入 0.30 亿元，同比增加 328.57%；成本 0.01 亿元，同比增长 0%，毛利 0.29 亿元，同比增加 383.33%；

图 2：2021 年年度业务分行业收入结构

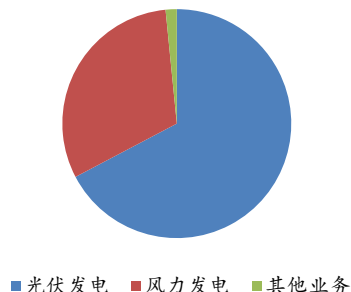
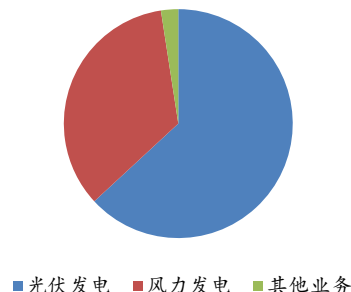


图 3：2021 年年度业务毛利结构



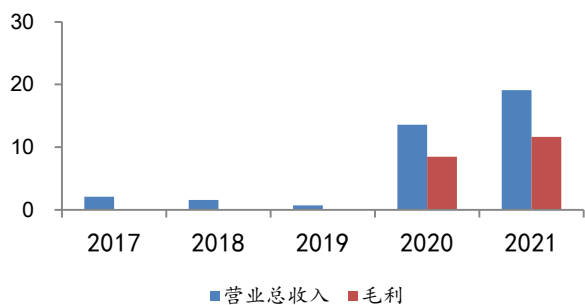
资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

2.1.3. 收入、利润和盈利能力变化

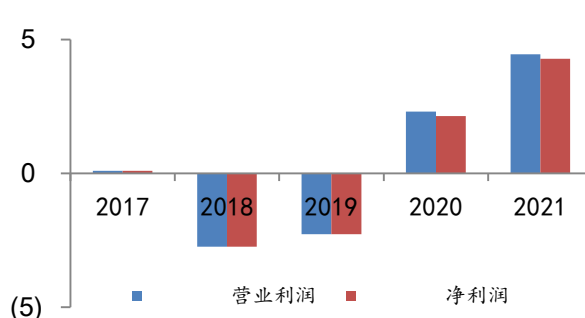
光伏发电和风力发电收入占据公司销售收入和毛利中绝大部分。公司 2021 年实现营业收入 19.08 亿元，同比增加 40.61%；归属母公司净利润 4.06 亿元，同比增加 620.56%。2022 年一季度公司实现营业收入 6.22 亿元，同比增加 69.96%；营业利润 1.01 亿元，同比增加 24.21%；归属母公司净利润 0.77 亿元，同比增加 13.24%。

图 4：历年收入和毛利变化（单位：亿元）



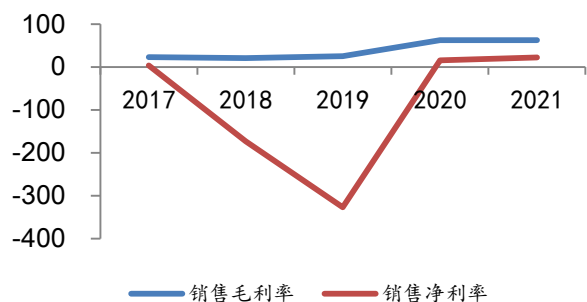
资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

图 5：历年营业利润和净利润（单位：亿元）

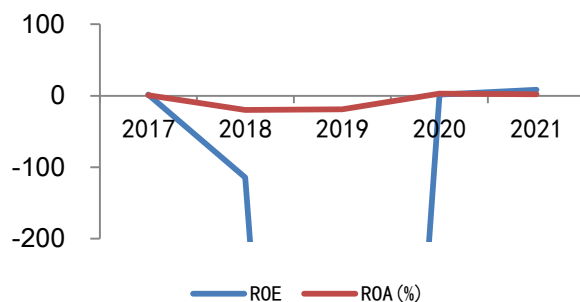


资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

2021 年公司综合毛利率和净利率分别为 62.52%和 22.43%，相比 2020 年的 62.95%和 15.79%，毛利率和净利率都有一定改善。2022 年一季度，公司综合毛利率和净利率分别为 57.55%和 13.60%，公司整体盈利能力一定下滑，主要由于上游原材料价格上涨以及国内疫情部分爆发，后续随着原材料成本下降以及疫情得以控制，公司在 2022 年二季度盈利能力整体有望恢复。

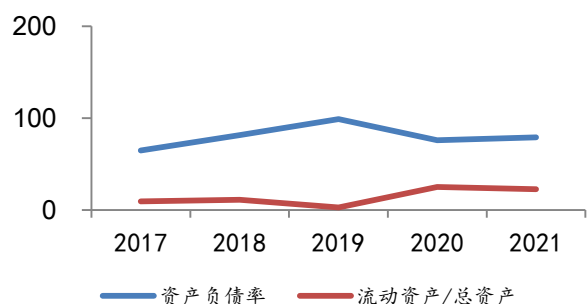
图 6: 销售毛利率和净利率变化 (%)


资料来源: 公司公告, iFinD, 川财证券研究所

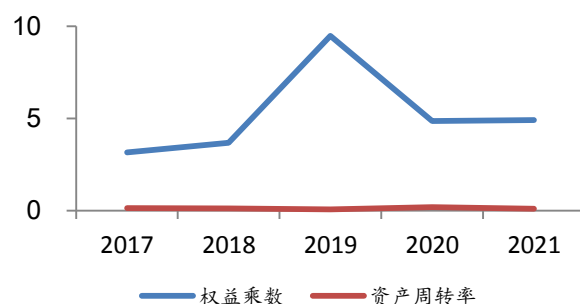
图 7: 投资回报情况 (单位: %)


资料来源: 公司公告, iFinD, 川财证券研究所

2022 年一季度, 公司 ROE 和 ROA 分别为 1.52% 和 0.32%, 同比出现一定下滑, 预计后续疫情得到管控, 公司经营能力不断提高, 公司的资本回报率有望继续提高。公司资产负债率与行业平均水平持平, 作为国有企业, 信用资源保证公司偿债能力。公司近几年财务杠杆出现改善下降, 资产周转率呈现向好趋势, 证明公司整体运营能力正在不断提高, 经营效率不断改善。

图 8: 负债结构和流动性 (%)


资料来源: 公司公告, iFinD, 川财证券研究所

图 9: 杠杆运用和资产运营状况


资料来源: 公司公告, iFinD, 川财证券研究所

2.2 公司的主要业务布局和发展战略规划

2.1.4. 公司近期工作

(一) 装机规模高速增长

报告期内, 公司在投资、并购、管理、市场多线发展, 资产规模进一步扩大, 切实维护了公司股东特别是广大中小股东的利益。

2021 年, 公司累计完成发电量 37.59 亿千瓦时, 同比增长 64.75%, 公司历史累计发电量超过 100 亿度。截至 2021 年底, 公司所属新能源场站核准装机 4,775 兆瓦, 同比增加 129%; 其中光伏电站核准装机 3,302 兆瓦, 风电场核准装机 1,473 兆瓦; 实际并网容量为 3,122 兆瓦, 同比增长 63%。电站项目主要分布在山东、河北、山西、宁夏、新疆等经济发达或风光资源优良的区域。

(二) 财务指标稳步提升



截至 2021 年 12 月 31 日，公司资产总额为 251.96 亿元，同比增长 75.93%；归属于上市公司股东净资产 48.89 亿元，同比增长 54.73%；报告期内，公司实现营业收入 19.08 亿元，同比增长 40.61%；实现利润总额 4.73 亿元，同比增长 99.89%；实现归母净利润 4.06 亿元，同比增长 620.56%。

（三）资产结构显著优化

开发方式上，2021 年公司自主开发项目取得风电光伏建设指标 830 兆瓦，占年度新增容量的三分之一，主要集中在湖北、广西、天津等电力供需偏紧的地区。装机类型上，截至 2021 年底，公司风电核准规模达到 1,473 兆瓦，占总核准装机规模的三分之一，风电业务从无到有，并实现快速发展。区域布局上，公司在大湾区、长江中游经济带、长三角、京津冀等地区已取得装机容量近 2 吉瓦，直送江浙沪地区的准皖直流大通道装机超 1 吉瓦，合计比例接近三分之二。

（四）高效完成年度并网任务

2021 年，在面临光伏组件价格大幅波动，全行业交货受到影响的不利形势下，公司上下通力协作，所有在建工程项目任务目标按期完成，新项目稳步推进。在保证工程数量全部完成的前提下，通过全年强化施工细节管控，工程质量也有了较大提升。同时，公司通过加强与行业单位交流合作，积极推动工程技术创新，公司 10MW 光伏系统效率实证对比基地投运。此外，荧光光纤测温技术在箱变中应用、逆变器与跟踪支架职能联控管技术、光伏组件 IV 技术智能诊断三个科技应用成果，荣获省部级创新奖项。

（五）新技术新业态稳步推进

按照“创新项目自主开发、核心技术联合攻关、优质企业股权投资”思路，坚持推进氢能、储能赛道立体布局。2021 年，公司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，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。公司与三峡集团、中诚信联合成立的中碳科技（湖北）有限公司也已落地，在碳金融、碳咨询领域高起点实现业务布局。

（六）科技创新体系初步成形

截至目前，公司与中国石油大学（北京）能源互联网联合研究中心，已取得 3 项软著成果（高精度电流监测传感软件（证书号：软著登字第 8693427 号）、电力物资编码管理软件（证书号：软著登字第 8498948 号）、光伏电站资产估值系统（证书号：软著登字第 8498949 号）），9 项联合研究专利成果正在组织申报。国开新能源全资科技子公司北京孚威科技有限公司正在同步申请“中关村高新技术企业”。2021 年，公司还与对外经济贸易大学建立全面战略合作关系，通过改组共建中国国际低碳经济研究所，在区域碳中和治理、绿色金融领域开展联合研究，助力地区和国家双碳转型同时，支撑企业发展。

(七) 数字化转型迈出坚实步伐

2021 年是公司数字化转型元年，明确了数字化作为发展三条曲线之一的战略定位，成立了专项工作组保障工作落地。生产领域，利用云大物智移技术，实现了现场感知由天级到秒级的跨越。财务领域，逐步由财务会计向管理会计转型，提升资金管理、利用水平。其他领域也加速布局，探索电站资产评级等市场化应用场景。

表格 2.公司 2021 年公司装机容量分析

地区	并网装机容量 (MW)	新投产机组的并网装机容量 (MW)	新增核准项目装机容量 (MW)	在建项目容量 (MW)
宁夏	539.13	-	-	100
河北	270	-	-	-
黑龙江	40	-	-	70
辽宁	71.7	-	89.2	-
浙江	10	-	53.177	-
安徽	50.4	-	-	-
上海	9.77	4.2	6.4	-
山东	443	223	70	-
江西	80	-	-	-
广西	10.1	-	310	-
江苏	100	-	94.6	-
山西	450	250	100	-
新疆	1,047.5	748.5	211.6	-
湖北	-	-	273.37	-
天津	-	-	120	-
河南	-	-	72	-
青海	-	-	50	50
福建	-	-	22.86	-
合计	3,121.60	1,225.70	1,473.207	220

资料来源：公司公告；2021 年年报，iFind，川财证券研究所

重点工作和成绩：2021 年，公司完成发电量 37.59 亿千瓦时，比上年同期增加 14.77 亿千瓦时，同比增长 64.75%；实现利润总额 4.73 亿元，去年同期为 2.36 亿元；实现归属上市公司股东净利润 4.06 亿元，去年同期为 0.56 亿元；实现基本每股收益 0.29 元，去年同期为 0.07 元。

表格 3.公司 2021 年光伏电站累计运营情况

区域	装机容量 (MW)	发电量 (万千瓦时)	上网电量 (万千瓦时)	结算电量 (万千瓦时)	上网电价 (元/千瓦时)	电费收入	补贴
集中式							
宁夏	520	62,969.72	62,715.26	62,119.46	0.55	30,103.53	18,180.75
河北	180	25,114.42	24,981.53	24,934.94	0.95	20,887.10	13,004.47
黑龙江	40	6,025.63	5,976.74	5,968.78	0.63	3,307.29	1,774.79
安徽	40	4,488.65	4,484.76	4,340.12	0.89	3,432.97	1,970.78
山东	20	2,585.74	2,547.95	2,547.20	0.57	1,278.19	415.67
山西	450	32,880.23	32,627.10	32,427.15	0.40	11,449.10	3,813.81
新疆	450	54,082.84	53,550.86	53,789.61	0.54	25,484.15	14,122.69
江西	80	7,023.19	6,962.87	6,975.54	0.43	2,659.34	94.39
江苏	100	13,840.34	13,601.83	13,561.02	0.99	11,884.46	7,308.55
合计	1,880	209,010.76	207,448.90	206,663.82	不适用	110,486.13	60,685.90
分布式							
河北	40	5,059.28	5,040.34	4,998.24	0.98	4,320.61	2,811.40
宁夏	19.13	3,146.43	3,141.46	3,085.80	0.91	2,490.71	1,782.07
安徽	10.4	973.05	972.49	971.15	0.98	842.24	511.87

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明



辽宁	71.7	7,157.70	7,032.55	7,192.85	0.77	4,906.08	2,072.63
浙江	10	938.33	932.73	923.72	1.16	947.48	428.64
上海	9.77	1,114.46	1,104.58	1,110.27	1.02	1,002.47	327.89
山东	223	6464	6464	6,463.87	0.45	2,574.11	0
广西	10.1	1,000.36	988.45	981.86	0.97	841.48	321.49
合计	394.10	25,853.61	25,676.6	25,727.76	-	17,925.18	8,255.99

资料来源：公司公告；2021 年年报，iFinD，川财证券研究所

2.1.5. 公司发展规划

（一）公司发展战略

基于对宏观、行业的战略研判和自身优劣势分析，公司制定了“三条曲线”战略布局，具体如下：

第一曲线：聚焦“新能源”，巩固光伏、风电行业地位的前提下，在综合能源服务、燃气发电、抽水蓄能等领域加快布局。

第二曲线：聚焦“新技术”，在光伏、风电、氢能和储能的高端装备制造和新材料生产领域取得实质性进展，同时注意发挥主业开发协同作用。

第三曲线：聚焦“数字化”，从信息资产中挖潜，提升智能运维、智能电力交易、碳交易等管理能力，真正让数据创造价值。

为了保障“三条曲线”战略的落地执行，公司同步制定了“三步走”战略安排，具体如下：

第一步，用 2 年时间，到 2022 年，公司新能源发电装机规模突破 6GW，高端装备、高端材料创新业务取得重要进展，在资产规模、盈利能力上，进入清洁能源企业发展第一梯队。

第二步，用 5 年时间，到 2025 年，公司新能源发电装机规模突破 13GW，电站投资和运营业务核心竞争力突出，同时在储能和氢能产业链形成较大影响力，创新驱动发展能力突出，具备较强的国际化发展能力，成为国内一流的新能源投资企业。

第三步，用 15 年时间，到 2035 年，公司立足新能源发电，最终转换到零碳能源生产、供应和制造的“终极赛道”，构建起开放、共享、共赢的产业生态体系，成为具有全球竞争力的能源生态型企业。

（二）公司 2022 年度经营展望

1. 确保新开工项目如期并网

2022 年，公司仅年初筹备待建项目已达 20 个。目前各项目准备工作稳步推进中，已于一季度陆续开工。公司各部门将依托多年来积累的项目建设经验，合理运用数字化手段，解决好项目建设中的难点问题，确保新开工项目如期并网。同时，将进一步加强项目建设进度体系、质量体系和安全体系的全过程管控，确保把每一个项目都打造成优质工程、精品工程和廉洁工程。

2. 确保自开发能力再上新台阶

本报告由川财证券有限责任公司编制 敬请参阅本页的重要声明



公司将充分利用“十四五”窗口机遇期，全面提升自主开发能力，用好产业链上下游资源整合能力，着力提升在大湾区、长江中游经济带、长三角、京津冀经济发达区域深耕布局能力，加速形成“储备一批、核准一批，建设一批，并网一批”的梯次开发格局，保持规模持续增长。

3. 全面提升生产运维价值创造能力

2022 年，工商业电量已全部入市，电力交易已经常态化。鉴于此，公司将从电量管理进入到收入管理和利润管理，突出抓好收入权重大、绩效影响大的重点电站、关键电站、潜力电站的运维和电力交易工作。运用好智能运维平台，突出抓好电量、电价、单瓦运维成本管理，挖掘降本增效潜力，提升价值创造水平。

4. 全面提升公司数字化能力

公司将坚持以赋能主业为核心，以统一的技术基础实现低成本、短周期的建设模式，积极推进数字化转型落地。其中，业务赋能方面，将以投资闭环为目标实现电站智慧运维业务和金融机构资产评级业务实质落地；管理提升方面，以资金协同为目标，完成业财融合信息化平台建设，以经营跟踪为目标，实现商业智能系统建设，提升管理水平和决策能力。创新增长方面，从内部数字化成果孵化市场化产品机会，实现业务机遇拓展和新的业务增长点。

三、公司近年重大资本运作

3.1 公司近年重大资本运作情况

表格 4. 公司近年重大资本运作关键时间节点和状态

序号	重要资本运作	状态	时间
1	发行股份购买资产	完成	2020/8/11
2	光伏项目建设	完成	2021/5/28
3	光伏项目建设	股东大会	2022/3/19

资料来源：公司定增公告，iFinD，川财证券研究所

3.2 公司近年定增资金应用

表格 5. 公司近年资本运作资金投向

序号	项目	金额（亿元）	时间
1	国开新能源主要从事新能源电站项目的开发、投资、建设及运维业务，本次交易全部实施完成后，国开新能源将成为公司全资子公司，公司通过本次交易将大幅提高公司盈利能力。	24.29	2021/8/11
2	募集资金净额拟用于以下用途：宁夏卫钢新能源有限公司沙坡头区 200MW 光伏复合项目，东乡区磨圩镇 50MWp 渔光互补光伏电站项目，补充流动资金。	13.35	2021/5/28
3	募集资金净额拟用于以下用途：1. 贵港市港南桥圩	32.61	2022/3/19

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

镇 200MWp 农光储互补平价上网光伏发电复合项目；2. 君能新能源公安县狮子口镇 100MWp 渔光互补光伏发电项目；3. 湖北昌昊新能源科技有限公司监利市黄歇口镇马嘶湖渔场（西片）100MW 渔光互补光伏电站项目；4. 湖北开奥光伏发电有限公司石首市团山寺镇 70MW 渔光互补光伏发电项目；5. 峰城区 20MW 综合立体开发光伏发电项目；6. 补充流动资金。

资料来源：公司定增公告，iFinD，川财证券研究所

四、投资建议

4.1 投资逻辑和观点

4.1.1. “双碳”目标促电力结构转型，风光装机维持快速增长

“双碳”目标对我国电力结构优化转型提出的新的要求，风光装机有望维持快速增长。随着新能源装机的高速增长以及平价项目占比越来越高，存量补贴款拖欠的影响将会越来越小，且存量补贴款的问题有望逐步得到政策的重视和改善。在政策对绿电明确扶持的背景之下，绿电的环境属性特性有望让绿电溢价交易长期存在，这将利好新能源发电运营商在收入和利润两端实现稳定增长。绿电溢价有望接棒电价补贴，成为新能源发电运营行业的加速器。

4.1.2. 股东背景实力强劲，有助于公司融资渠道的打开

公司背靠天津国资委与国开行，股东实力强劲，品牌优势较强。公司通过增发积极引入三峡资本、金风资本、特变电工等产业资本，实现股东结构优化。公司已逐步搭建起广泛的间接融资渠道，可较为充分地保障整体资金链畅通，并有效降低融资成本。公司规模快速扩张，经营效率行业领先

4.1.3. 公司规模快速扩张，经营效率行业领先

公司持续通过自主开发及对外收购光伏、风电项目，实现了并网装机容量的快速扩张，2021 新增并网装机 3122 兆瓦，同比增加 63%。此外，公司积极拓展储能、氢能、电力交易、增量配网等多种形式的能源延伸服务。盈利能力方面，公司毛利率处于行业偏高水平；2021 年光伏发电毛利率 58.62%，风电毛利率 69.25%。

4.2 盈利预测与估值比较

4.2.1. 盈利预测

1. 近期关键财务数据

公司 2021 年年度的主营业务结构：公司主营业务主要是光伏发电、风力发电和其他业务 3 个板块。公司 2021 年实现营业利润 19.08 亿元，同比增加 40.61%；归属母公司净



利润 4.06 亿元，同比增加 620.56%。2022 年一季度公司实现营业收入 6.22 亿元，同比增加 69.96%；营业利润 1.01 亿元，同比增加 24.21%；归属母公司净利润 0.77 亿元，同比增加 13.24%；2022 年一季度公司实现营业收入 6.22 亿元，同比增加 69.96%；营业利润 1.01 亿元，同比增加 24.21%；归属母公司净利润 0.77 亿元，同比增加 13.24%。

2. 盈利预测假设：

收入：公司的主营板块中，“碳中和”政策推动我国新能源装机规模快速增长，作为兼具天津市国资委和国开行背景的新能源运营商，金开新能未来将加快步伐布局新能源光伏发电和风力发电板块随着公司后续新的电站建设完成以及上网电价的调整提升。我们预测光伏发电板块未来有望维持 20%左右的增长，风力发电板块未来有望维持 70%左右的增长。

毛利率：我们预测未来发电业务的毛利率基本维持稳定，主要原因是公司内部运营能力的提升以及新电站技术的进步，另外考虑到国家政策对绿电政策倾斜，使得绿电的上网电价未来有望小幅提升，公司其余板块业务，随着收入的自然增长，毛利率整体维持稳定。

3. 盈利预测结论：

我们预计 2022-2024 年，公司可实现营业收入 26.45 亿元（同比增长 38.61%）、35.71 和 47.64 亿元，以 2021 年为基数未来三年复合增长 35.66%；归属母公司净利润 5.30（同比增长 4.63%）、8.38 和 12.39 亿元。总股本 15.36 亿股，对应 EPS0.34、0.55 和 0.81 元。

表格 6.公司分业务收入和毛利率假设

指标	分业务	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	光伏发电		1,005.18	1,284.11	1,605.14	1,926.17	2,311.40
	同比增长			27.75%	25.00%	20.00%	20.00%
	风力发电		343.34	593.77	1,009.41	1,615.05	2,422.57
	同比增长			72.94%	70.00%	60.00%	50.00%
	其他业务		7.36	30.04	30.04	30.04	30.04
	同比增长			308.08%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	光伏发电		60.92%	58.62%	58.00%	58.00%	58.00%
	风力发电		68.55%	69.25%	68.00%	68.00%	68.00%
	其他业务		86.04%	96.52%	90.00%	90.00%	90.00%

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

4.2.2. 估值比较

2022 年 7 月 18 日，股价 7.53 元，对应市值 116 亿元，2022-2024 年 PE 约为 22、14 和 9 倍。公司背靠天津国资委与国开行，股东实力强劲，品牌优势较强。公司通过增发积极引入三峡资本、金风资本、特变电工等产业资本，实现股东结构优化。公司已逐步搭建起广泛的间接融资渠道，可较为充分地保障整体资金链畅通，并有效降低融

资成本。公司持续通过自主开发及对外收购光伏、风电项目，实现了并网装机容量的快速扩张，2021 新增并网装机 3122 兆瓦，同比增加 63%。此外，公司积极拓展储能、氢能、电力交易、增量配网等多种形式的能源延伸服务。盈利能力方面，公司毛利率处于行业偏高水平；2021 年光伏发电毛利率 58.62%，风电毛利率 69.25%。首次覆盖，我们给予“增持”评级。

表格 7.可比公司估值

序号	代码	公司	股价/元	市值/亿元		净利润/亿元			PE			PB	ROE
				总计	流通	2021	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	最新	21
1	000155.SZ	川能动力	24.5	365.1	361.6	7.14	9.45	25.05	45.25	45.73	18.67	6.71	0.15
2	600163.SH	中闽能源	7.9	155.5	150.0	8.14	9.25	11.94	19.46	17.12	13.26	3.17	0.16
3	600905.SH	三峡能源	6.5	1892	1857.5	70.5	82.02	100.37	25.94	22.28	18.18	2.66	0.10
4	600956.SH	新天绿能	14.2	608.8	332.7	25.8	23.6	30.43	20.27	22.16	17.19	2.66	0.13
5	601016.SH	节能风电	5.6	280.7	281.7	8.37	13.09	15.95	28.61	18.31	15.02	2.25	0.08
6	603693.SH	江苏新能	19.4	137.0	133.2	2.89	7.93	9.3	47.15	17.19	14.67	2.41	0.05
		算数平均	13.0	573.2	519.5	20.5	24.2	32.2	31.1	23.8	16.2	3.3	0.1

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所，数据更新于 2022/7/18

盈利预测

财务报表预测及比率分析													
资产负债表						利润表							
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	13.68	1041.13	563.71	264.46	357.13	476.40	营业收入	69.76	1356.86	1907.93	2644.59	3571.26	4764.02
应收票据及账款	0.00	2254.42	3862.37	4873.82	6581.62	8779.80	营业成本	52.09	502.66	715.02	1000.17	1328.81	1749.02
预付账款	0.00	59.18	20.79	72.08	97.34	129.85	税金及附加	14.36	16.28	8.56	11.86	16.02	21.37
其他应收款	1.40	45.23	131.47	107.86	145.66	194.31	销售费用	7.24	1.87	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	1.76	5.24	5.20	17.15	22.79	30.00	管理费用	97.82	214.39	206.30	285.95	386.14	515.11
其他流动资产	12.97	199.48	1151.19	1280.90	1422.06	1603.75	研发费用	0.00	3.88	1.83	2.53	3.42	4.56
流动资产总计	29.81	3604.67	5734.73	6616.29	8626.60	11214.12	财务费用	59.34	409.30	545.21	762.41	898.77	1071.42
长期股权投资	502.73	89.45	630.81	636.29	641.77	647.25	资产减值损失	-58.36	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	524.08	8335.15	15759.89	19062.37	23648.65	29460.54	信用减值损失	2.99	0.71	6.14	4.95	6.68	8.91
在建工程	1.72	364.65	215.85	143.90	71.95	0.00	其他经营损益	0.00	-0.00	0.00	-0.00	-0.00	-0.00
无形资产	19.67	17.09	51.20	44.80	38.40	32.00	投资收益	-12.06	18.88	5.67	12.28	12.28	12.28
长期待摊费用	6.16	477.10	446.44	223.22	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.97	1.20	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0.00	1433.65	2357.02	2357.02	2357.02	2357.02	资产处置收益	0.00	0.00	0.19	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1054.36	10717.08	19461.22	22467.60	26757.79	32496.81	其他收益	0.31	0.95	0.17	0.00	0.00	0.00
资产总计	1084.18	14321.76	25195.95	29083.89	35384.39	43710.93	营业利润	-228.22	229.99	444.38	598.88	957.05	1423.73
短期借款	355.48	0.00	0.00	3994.14	8228.47	13299.49	营业外收入	0.18	8.15	28.31	18.23	18.23	18.23
应付票据及账款	47.48	1246.99	603.45	1412.33	1876.39	2469.75	营业外支出	0.02	1.75	0.18	0.97	0.97	0.97
其他流动负债	670.60	1120.53	4793.11	4375.34	5820.18	7668.58	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1073.57	2367.53	5396.57	9781.81	15925.03	23437.83	利润总额	-228.06	236.39	472.51	616.14	974.31	1440.99
长期借款	0.00	8517.23	14558.72	13503.09	12777.49	12285.48	所得税	0.00	22.11	44.50	57.83	91.44	135.24
其他非流动负债	0.58	5.93	5.89	5.89	5.89	5.89	净利润	-228.06	214.28	428.00	558.32	882.87	1305.75
非流动负债合计	0.58	8523.16	14564.61	13508.98	12783.38	12291.37	少数股东损益	-1.54	157.91	21.84	28.49	45.06	66.64
负债合计	1074.14	10890.69	19961.17	23290.79	28708.42	35729.20	归属母公司股东净	-226.52	56.37	406.16	529.83	837.82	1239.11
股本	416.27	1221.50	1536.36	1536.36	1536.36	1536.36	EBITDA	-142.26	1085.00	1643.09	2377.66	3088.37	3778.87
资本公积	178.66	2436.32	3444.50	3444.50	3444.50	3444.50	NOPLAT	-168.88	578.63	895.13	1233.54	1681.65	2260.98
留存收益	-583.06	-498.11	-91.95	437.88	1275.70	2514.81	EPS(元)	-0.15	0.04	0.26	0.34	0.55	0.81
归属母公司权益	11.87	3159.71	4888.91	5418.74	6256.55	7495.67							
少数股东权益	-1.83	271.35	345.87	374.36	419.42	486.06							
股东权益合计	10.03	3431.07	5234.78	5793.10	6675.97	7981.73							
负债和股东权益合计	1084.18	14321.76	25195.95	29083.89	35384.39	43710.93							
现金流量表													
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E							
税后经营利润	-228.06	214.28	428.00	531.55	856.11	1278.99							
折旧与摊销	26.46	439.31	625.38	999.10	1215.29	1266.46							
财务费用	59.34	409.30	545.21	762.41	898.77	1071.42							
投资损失	12.06	-18.88	-5.67	-12.28	-12.28	-12.28							
营运资金变动	-58.38	-268.46	-679.68	-789.71	-8.74	-26.47							
其他经营现金流	55.61	-15.62	-37.43	29.54	29.54	29.54							
经营性现金净流量	-132.97	759.94	875.80	1520.62	2978.69	3607.65							
资本支出	0.51	2111.53	4353.42	4000.00	5500.00	7000.00							
长期投资	28.53	-783.73	-1588.78	0.00	0.00	0.00							
其他投资现金流	0.42	-4435.30	-8895.86	-7995.97	-10995.97	-13995.97							
投资性现金净流量	29.46	-3107.50	-6131.22	-3995.97	-5495.97	-6995.97							
短期借款	17.48	-355.48	0.00	3994.14	4234.32	5071.03							
长期借款	0.00	8517.23	6041.48	-1055.63	-725.60	-492.01							
普通股增加	0.00	805.23	314.86	0.00	0.00	0.00							
资本公积增加	0.00	2257.66	1008.18	0.00	0.00	0.00							
其他筹资现金流	45.04	-8512.28	-2547.99	-762.41	-898.77	-1071.42							
筹资性现金净流量	62.53	2712.36	4816.53	2176.10	2609.95	3507.60							
现金流量净额	-40.98	364.80	-438.89	-299.25	92.67	119.28							
主要财务比率													
会计年度							2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
成长能力													
营收增长率	-56.08%	1845.07%	40.61%	38.61%	35.04%	33.40%							
营业利润增长率	16.82%	200.78%	93.22%	34.77%	59.81%	48.76%							
EBIT增长率	26.76%	482.69%	57.62%	35.46%	35.87%	34.13%							
EBITDA增长率	30.11%	862.69%	51.44%	44.71%	29.89%	22.36%							
归母净利润增长率	17.32%	124.88%	620.56%	30.45%	58.13%	47.90%							
经营现金流增长率	-2646.46%	671.52%	15.25%	73.63%	95.89%	21.12%							
盈利能力													
毛利率	25.32%	62.95%	62.52%	62.18%	62.79%	63.29%							
净利率	-326.93%	15.79%	22.43%	21.11%	24.72%	27.41%							
营业利润率	-327.15%	16.95%	23.29%	22.65%	26.80%	29.89%							
ROE	-1908.96%	1.78%	8.31%	9.78%	13.39%	16.53%							
ROA	-20.89%	0.39%	1.61%	1.82%	2.37%	2.83%							
ROIC	-36.50%	161.26%	8.13%	6.65%	7.50%	8.44%							
估值倍数													
P/E	-51.07	205.24	28.48	21.84	13.81	9.34							
P/S	165.84	8.53	6.06	4.37	3.24	2.43							
P/B	974.92	3.66	2.37	2.13	1.85	1.54							
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%							
EV/EBIT	-13.38	20.91	27.74	20.72	17.15	14.63							
EV/EBITDA	-15.87	12.44	17.18	12.01	10.40	9.73							
EV/NOPLAT	-13.37	23.33	31.54	23.15	19.10	16.26							

数据来源：同花顺iFind

风险提示

燃料价格上涨超预期；
新布局的低碳能源项目投产及运行低于预期；
国家低碳能源相关补贴落地低于预期。

相关报告

【川财研究】通裕重工（300185）2021 年报和一季报点评：21 年核心业务毛利率超预期下行，二季度有望见底回升(20220429)

【川财研究】利君股份（002651）2021 年报和一季报点评：22 年一季度业绩略超预期，疫情管制带来二季度增长的不确定(20220427)

【川财研究】新莱应材（300260）2021 年报和一季报点评：公司业绩持续超预期，半导体业务景气度持续高位(20220426)

【川财研究】沪电股份（002463）2021 年报和一季报点评：21 年业绩低于预期，公司业绩修复程度受 22 年芯片出货量影响(20220426)

【川财研究】锋龙股份（002931）2021 年报和一季报点评：公司毛利率修复情况低于我们预期，疫情制约公司二季度经营发力(20220423)

【川财研究】杭氧股份（002430）2021 年报点评：气体业务稳步发展，装备业务期待石化和氢能发力(20220329)

川财证券

川财证券有限责任公司成立于 1988 年 7 月,前身为经四川省人民政府批准、由四川省财政出资兴办的证券公司,是全国首家由财政国债中介机构整体转制而成的专业证券公司。经过三十余载的变革与成长,现今公司已发展成为由中国华电集团资本控股有限公司、四川省国有资产经营投资管理有限责任公司、四川省水电投资经营集团有限公司等资本和实力雄厚的大型企业共同持股的证券公司。公司一贯秉承诚实守信、专业运作、健康发展的经营理念,矢志服务客户、服务社会,创造了良好的经济效益和社会效益;目前,公司是中国证券业协会、中国国债协会、上海证券交易所、深圳证券交易所、中国银行间市场交易商协会会员。

研究所

川财证券研究所目前下设北京、上海、深圳、成都四个办公区域。团队成员主要来自国内一流学府。致力于为金融机构、企业集团和政府部门提供专业的研究、咨询和调研服务,以及投资综合解决方案。



分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司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。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

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，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，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。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本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：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明