

# 芯能科技 (603105.SH)

分布式光伏发电量价齐升，三季度净利润同比增长 129%

买入

## 核心观点

**三季度收入和利润同比大增。**公司三季度营业收入 2.24 亿，同比提升 69.6%，归母净利润 8056 万，同比提升 128.8%。前三季度营业收入 5.19 亿，同比提升 50.3%，归母净利润 1.61 亿，同比提升 68.7%。

**前三季度量价齐升，分布式光伏业务毛利率大幅增长。**公司前三季度光伏发电平均综合度电收入(不含补贴)0.58 元，同比提升 0.11 元(+23.4%)。光伏发电业务毛利率为 69.1%，较上年同期毛利率 61.9%，提升 7.2pct；电量方面，前三季度光伏发电量 5.47 亿度，同比增加 1.02 亿度(+22.9%)。单季度表现方面，公司三季度电量 2.38 亿度，去年同期 1.78 亿度，同比增加 0.61 亿度(+34.1%)。

**ROE 大幅提升，光伏发电业务贡献充足经营性现金流。**Q3ROE 为 4.75%，同比提升 2.5pct，净利率、权益乘数、资产周转率均有提升，其中净利率增幅最高，2022Q3 净利率为 35.9%，同比提升 9.3pct。2022Q3 经营性净现金流入 1.51 亿元，同比增长 30.2%，主要因为发电业务收到的电费增加。

**切入储能赛道先发优势明显，有望贡献二次增长曲线。**工商业储能贴近于工商业用户侧进行谷充峰放，可实现分布式“虚拟电厂”功能。公司作为分布式光伏专业运营商，自持 662MW 分布式光伏装机，同时拥有 GW 级的分布式客户资源，已形成分布式的供电用电商业模式，因此具备先发优势。

**风险提示：**装机规模增长不及预期；电价大幅下降。

**投资建议：**维持“买入”评级。因受到不可抗力因素，光伏项目并网受到影响，公司投产略不及预期。预计公司 2022-2024 年光伏售电量为 7.3、10.0、13.7 亿千瓦时。预计 2022-2024 年公司实现营业收入分别为 6.9、9.3、12.6 亿元，毛利率分别为 56%、58%、60%。预计公司 2022-2024 年实现归母净利润为 2.1、2.9、4.0 亿元（原值 2.1、3.0、4.2 亿元）。根据我们测算，2023 年公司工商业分布式光伏归母净利润为 2.87 亿元，给予 33-34 倍 PE，对应权益市值 94.7-97.6 亿元。2024 年公司储能业务归母净利润为 0.15 亿元，给予 18-20 倍 PE，对应权益市值 2.7-3.0 亿元。综上，对应公司权益市值为 97.4-100.6 亿元，对应 19.48-20.12 元/股合理价值，较当前股价有 33%-38%的溢价。

## 盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	427	445	693	927	1,264
(+/-%)	10.2%	4.3%	55.6%	33.8%	36.4%
净利润(百万元)	81	110	206.80	292.67	400.44
(+/-%)	92.0%	36.0%	88.0%	41.5%	36.8%
每股收益(元)	0.16	0.22	0.41	0.59	0.80
EBIT Margin	40.0%	44.0%	43.5%	44.5%	46.0%
净资产收益率(ROE)	5.3%	6.8%	12.4%	16.6%	21.1%
市盈率(PE)	90.3	66.4	35.3	25.0	18.2
EV/EBITDA	27.4	25.5	20.3	16.8	13.7
市净率(PB)	4.77	4.54	4.36	4.13	3.85

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

### 公用事业·电力

证券分析师：黄秀杰

021-61761029

huangxiujie@guosen.com.cn

S0980521060002

证券分析师：郑汉林

0755-81982169

zhenghanlin@guosen.com.cn

S0980522090003

### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	19.48 - 20.12 元
收盘价	14.61 元
总市值/流通市值	7305/7305 百万元
52 周最高价/最低价	20.55/8.07 元
近 3 个月日均成交额	209.53 百万元

### 市场走势



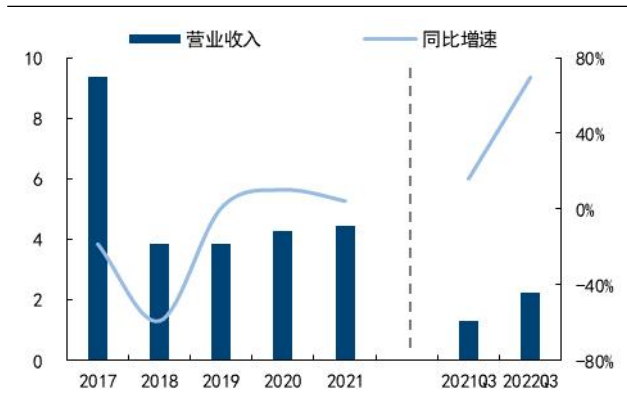
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

《芯能科技(603105.SH)-电价上涨驱动分布式光伏业绩大增，积极布局独立储能运营》——2022-08-17

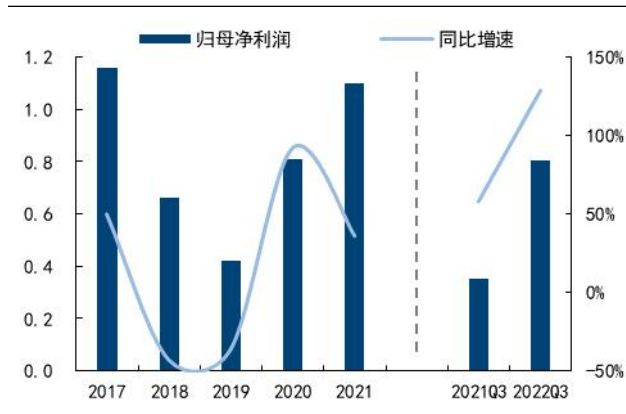
**三季度收入和利润同比大增。**公司三季度营业收入 2.24 亿，同比提升 69.6%，归母净利润 8056 万，同比提升 128.8%。前三季度营业收入 5.19 亿，同比提升 50.3%，归母净利润 1.61 亿，同比提升 68.7%。

图1：公司整体营业收入情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

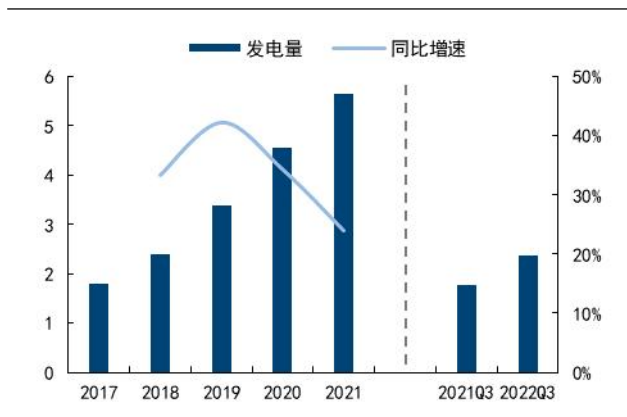
图2：公司整体归母净利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

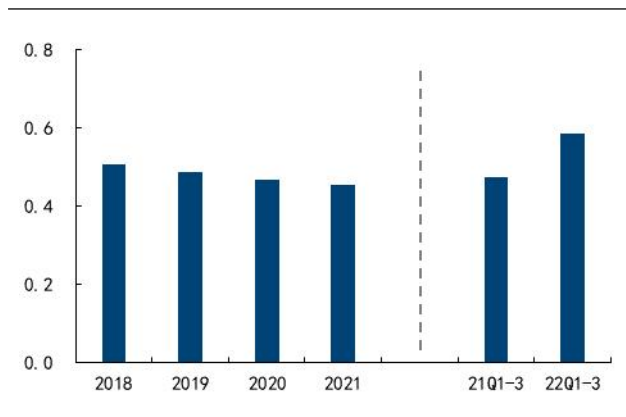
**前三季度量价齐升，分布式光伏业务毛利率大幅增长。**电价方面，公司前三季度光伏发电平均综合度电收入（不含补贴）0.58 元，同比提升 0.11 元（+23.4%）。光伏发电业务毛利率为 69.1%，较上年同期毛利率 61.9%，提升 7.2pct；电量方面，得益于公司自持电站规模的稳步扩大和三季度利用小时数提升，前三季度光伏发电量 5.47 亿度，同比增加 1.02 亿度（+22.9%）。单季度表现方面，公司三季度电量 2.38 亿度，去年同期 1.78 亿度，同比增加 0.61 亿度（+34.1%）。

图3：分布式光伏业务电量情况（单位：亿度）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：分布式光伏度电收入情况（去除补贴，单位：元/度）



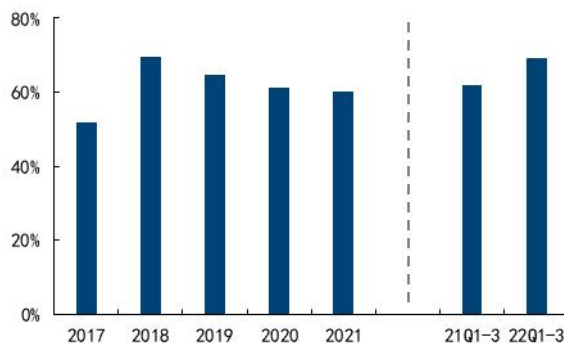
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司毛利率情况

图6：公司分布式光伏业务毛利率情况



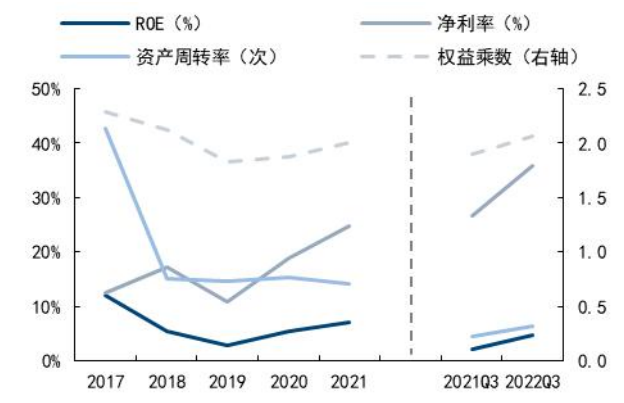
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

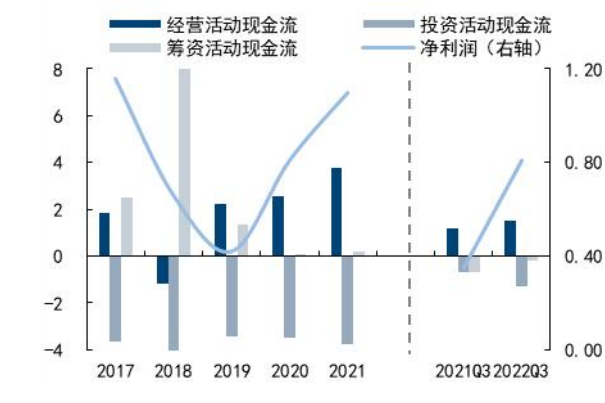
**ROE 大幅提升，光伏发电业务贡献充足经营性现金流。**2022Q3 公司 ROE 为 4.75%，同比提升 2.5pct，净利率、权益乘数、资产周转率均有提升，其中净利率增幅最高，2022Q3 净利率为 35.9%，同比提升 9.3pct。2022Q2 经营性净现金流入 1.51 亿元，同比增长 30.2%，主要因为发电业务收到的电费增加；因稳步扩大光伏装机规模，投资性现金净流出 1.27 亿元，同比增长 84.1%。公司现金流充足，2022Q3 融资净流出 0.20 亿元。

图7: 公司 ROE 及杜邦分析



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司现金流情况 (单位: 亿元)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**切入储能赛道先发优势明显，未来“虚拟电厂”业务有望贡献二次增长曲线。**工商业储能贴近于工商业用户侧进行谷充峰放，有效缓解电力系统压力，并获取相关峰谷价差收益及电网需求响应补贴，是一种多方受益的商业模式。公司作为分布式光伏专业运营商，自持超 662MW 分布式光伏装机，同时拥有 GW 级的分布式客户资源，已形成供电用电商业模式，因此具备先发优势。

### 投资建议：

维持“买入”评级。因受到不可抗力因素，光伏项目并网受到影响，公司投产略不及预期。预计公司 2022-2024 年光伏售电量为 7.3、10.0、13.7 亿千瓦时。预计 2022-2024 年公司实现营业收入分别为 6.9、9.3、12.6 亿元，毛利率分别为 56%、58%、60%。预计公司 2022-2024 年实现归母净利润为 2.1、2.9、4.0 亿元（原值 2.1、3.0、4.2 亿元），EPS 为 0.41、0.59、0.80 元，当前股价对应 PE 为 35.3、

25.0、18.2x。

工商业分布式光伏业务方面，目前分布式光伏运营商大部分以“全额上网”的方式直接向电网售电的方式为主，如正泰电器、林洋能源等，而以“自发自用、余电上网”运营分布式光伏电站的运营商较少，而“全额上网”只能以上网电价进行售电，低于直接向工商业用户售电的盈利水平。目前只有背靠南方电网集团的工商业综合能源服务龙头南网能源处于同一个“自发自用、余电上网”的细分赛道，因此可作为同类公司进行比较。南网能源 2022 年 PE 为 35.12 倍，考虑到芯能科技业务结构更加明确，给予公司工商业分布式光伏业务 33-34 倍 PE。

储能运营业务方面，选取快速开拓储能电站业务且储备超 4GWh 项目资源的林洋能源、已投运 4 个合计 40MW 储能电站并拟投资建设 1000MW 规模的万里扬作为可比公司，上述可比公司 2022 年平均 PE 为 18.33 倍。考虑到公司深耕工商业分布式光伏多年，非常熟悉用户的电力使用需求，有实力通过运营将储能电站的峰谷价差实现最大化利用，因此给予公司储能业务 18-20 倍 PE。

根据我们测算，2023 年公司工商业分布式光伏归母净利润为 2.87 亿元，对应权益市值 94.7-97.6 亿元。2024 年公司储能业务归母净利润为 0.15 亿元，对应权益市值 2.7-3.0 亿元。综上，对应公司权益市值为 97.4-100.6 亿元，对应 19.48-20.12 元/股合理价值，较当前股价有 33%-38%的溢价。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				PEG 22E	投资评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E		
003035.SZ	南网能源	5.97	226	0.13	0.17	0.21	0.26	45.9	35.1	28.4	23.0	1.05	无
601222.SH	林洋能源	7.75	160	0.45	0.49	0.64	0.78	17.22	15.82	12.11	9.94	1.04	无
002434.SZ	万里扬	8.13	107	-0.56	0.39	0.52	0.63	-14.52	20.85	15.63	12.90	0.63	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：盈利数据取自 Wind 一致预测。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	69	113	282	232	222	<b>营业收入</b>	<b>427</b>	<b>445</b>	<b>693</b>	<b>927</b>	<b>1264</b>
应收款项	118	67	85	89	86	营业成本	209	201	304	391	507
存货净额	51	35	88	114	147	营业税金及附加	1	1	2	3	4
其他流动资产	206	188	292	391	533	销售费用	1	1	1	1	2
<b>流动资产合计</b>	<b>445</b>	<b>410</b>	<b>759</b>	<b>843</b>	<b>1016</b>	管理费用	72	59	91	120	163
固定资产	2297	2546	3032	4074	5253	财务费用	63	73	62	92	138
无形资产及其他	14	37	42	47	52	投资收益	1	(0)	(0)	(0)	(0)
						资产减值及公允价值变					
投资性房地产	41	147	147	147	147	动	(15)	2	(10)	(12)	(10)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	25	14	16	31	23
<b>资产总计</b>	<b>2797</b>	<b>3140</b>	<b>3980</b>	<b>5111</b>	<b>6468</b>	营业利润	90	126	238	338	463
短期借款及交易性金融						营业外净收支	0	2	2	2	2
负债	262	308	308	308	308	利润总额	90	128	240	340	466
应付款项	146	200	498	644	829	<b>所得税费用</b>	<b>9</b>	<b>18</b>	<b>34</b>	<b>48</b>	<b>65</b>
其他流动负债	28	24	49	64	84	少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>436</b>	<b>532</b>	<b>854</b>	<b>1015</b>	<b>1221</b>	归属于母公司净利润	81	110	207	293	400
长期借款及应付债券	808	892	1318	2157	3131						
其他长期负债	21	107	133	171	221	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>828</b>	<b>999</b>	<b>1451</b>	<b>2328</b>	<b>3352</b>	<b>净利润</b>	<b>81</b>	<b>110</b>	<b>207</b>	<b>293</b>	<b>400</b>
<b>负债合计</b>	<b>1265</b>	<b>1531</b>	<b>2305</b>	<b>3343</b>	<b>4573</b>	资产减值准备	7	(17)	12	2	(3)
少数股东权益	0	0	0	0	0	折旧摊销	142	150	173	220	285
股东权益	1532	1609	1675	1768	1895	公允价值变动损失	7	(17)	12	2	(3)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2797</b>	<b>3140</b>	<b>3980</b>	<b>5111</b>	<b>6468</b>	财务费用	63	73	62	92	138
						营运资本变动	(52)	134	147	33	33
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	其它	71	18	50	90	141
每股收益	0.16	0.22	0.41	0.59	0.80	<b>经营活动现金流</b>	<b>256</b>	<b>378</b>	<b>600</b>	<b>640</b>	<b>854</b>
每股红利	0.05	0.15	0.28	0.40	0.55	资本开支	(204)	(344)	(676)	(1269)	(1467)
每股净资产	3.06	3.22	3.35	3.54	3.79	其它投资现金流	2	(5)	(4)	(6)	(10)
ROIC	5.34%	5.91%	9%	10%	11%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(348)</b>	<b>(375)</b>	<b>(680)</b>	<b>(1275)</b>	<b>(1477)</b>
ROE	5.28%	6.84%	12.35%	16.56%	21.13%	权益性融资	0	0	0	0	0
毛利率	51%	55%	56%	58%	60%	负债净变化	199	84	426	839	974
EBIT Margin	40%	44%	44%	44%	46%	支付股利、利息	(25)	(75)	(141)	(200)	(273)
EBITDA Margin	73%	78%	68%	68%	69%	其它融资现金流	(103)	(4)	0	0	0
收入增长	10%	4%	56%	34%	36%	<b>融资活动现金流</b>	<b>10</b>	<b>19</b>	<b>249</b>	<b>585</b>	<b>613</b>
净利润增长率	92%	36%	88%	42%	37%	<b>现金净变动</b>	<b>(102)</b>	<b>45</b>	<b>169</b>	<b>(50)</b>	<b>(10)</b>
资产负债率	45%	49%	58%	65%	71%	货币资金的期初余额	170	69	113	282	232
股息率	0.3%	1.0%	1.9%	2.7%	3.7%	货币资金的期末余额	69	113	282	232	222
P/E	90.3	66.4	35.3	25.0	18.2						

P/B	4.8	4.5	4.4	4.1	3.9	企业自由现金流	0	109	(97)	(662)	(649)
EV/EBITDA	27.4	25.5	20.3	16.8	13.7	权益自由现金流	0	190	276	98	206

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032