

2022年11月08日

证券研究报告·公司研究报告

东旭蓝天(000040) 公用事业

当前价: 3.93元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

电力业务稳定业绩, 精准发力乡村振兴

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 受益于国家“双碳”目标, 光伏行业迎来快速发展。公司自持光伏电站 1GW, 并已搭建光伏电站智能运维平台, 自运维及代运维项目 2GW, 受益行业高景气实现良好发展。2) 公司布局大尺寸光伏组件市场, 产品种类丰富, 具备较强竞争力, 产能释放提供业绩增长保障。3) 集团债务重组方案通过, 预计每年减少公司财务费用 3-4 亿元, 经营业绩有望持续改善。
- 公司业绩短期承压, 归母净利润有望持续修复。** 2022Q3, 公司实现营收 10.1 亿元, 同比下降 8.3%; 归母净利润 738 万元, 环比实现扭亏为盈。2022 年前三季度, 公司归母净利润为 -1.7 亿元, 较上年同期改善 0.1 亿元, 伴随公司经营情况改善, 未来利润有望迎来进一步修复。2022H1, 公司发电量为 5.7 亿千瓦时, 同比上升 0.4%, 与上年同期基本持平。公司已建成电站批复电价维持二十年不变, 是公司重要的压舱石资产, 有望带来稳定的业绩保障。
- 大力发展可再生能源, 光伏为主, 向风电领域拓展。** 2021 年公司自持装机容量 914MW, 同比下降 9.1%, 主要系汪清电站出售减少 130MW, 新收购蒙阴电站 20MW、都昌电站 18MW。公司已搭建起光伏电站智能运维管理平台, 2021 年公司自运维及代运维装机容量超 2GW。此外, 公司大力发展可再生能源, 基于与央企合作开发的新模式, 在光伏、风电等新能源等项目上实现优势互补, 2021 年 12 月公司合作开发的河北尚义 200MW 风电项目实现全部并网发电。
- 布局大尺寸光伏组件市场, 精准发力乡村振兴。** 自 2021 年以来, 高功率组件发展迅猛, 成为光伏行业的显著趋势。国内乃至全球范围来看, 大尺寸、高功率组件的需求在逐步提升。2021 年 6 月, 东旭蓝天全资子公司安徽日超新能源高功率大尺寸组件成功下线, 意味着东旭组件正式迈入“600W+时代”。在国家乡村振兴战略的指引下, 公司大力发展生态农业, 依托现有光伏基地, 建成以大别山油茶产业化为基础, 从育种到油茶压榨全流程农产品产业。
- 盈利预测:** 预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 40.5/48.6/58.7 亿元, 2022 归母净利润亏损收窄, 2023 年扭亏为盈, 2024 年增速为 85.7%。
- 风险提示:** 民企融资相对困难的风险; 行业竞争激烈的风险; 疫情反复的风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3876.72	4046.29	4858.99	5869.73
增长率	11.68%	4.37%	20.08%	20.80%
归属母公司净利润(百万元)	-590.28	-7.29	176.59	327.99
增长率	-	-	-	85.74%
每股收益 EPS(元)	-0.40	0.00	0.12	0.22
净资产收益率 ROE	-5.21%	-0.06%	1.54%	2.78%
PE	-	-	33.1	17.8
PB	0.50	0.50	0.50	0.49

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨

执业证号: S1250520100002

电话: 021-58351923

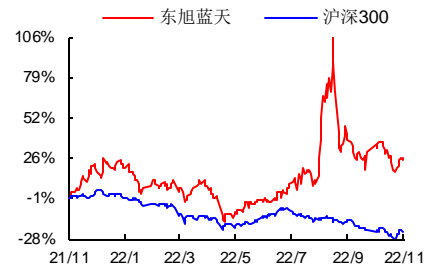
邮箱: hch@swsc.com.cn

联系人: 李昂

电话: 021-58351923

邮箱: liang@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)	14.87
流通 A 股(亿股)	10.60
52 周内股价区间(元)	2.63-6.5
总市值(亿元)	59.03
总资产(亿元)	265.57
每股净资产(元)	8.07

相关研究

目 录

1 “智慧能源+环保治理”，全球新能源 500 强企业.....	1
2 “碳达峰、碳中和”+乡村振兴战略，业绩有望乘势而起.....	3
3 新能源业务与生态农业并重，公司经济效益向好.....	8
4 盈利预测与估值.....	11
4.1 盈利预测.....	11
4.2 相对估值.....	11
5 风险提示.....	12

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 控股股东为东旭集团, 持股 39.04% (截至 2022Q3)	1
图 3: 2022 前三季度公司营业收入实现 27.4 亿元.....	3
图 4: 2022 前三季度公司归母净利润-1.7 亿元.....	3
图 5: 2022Q3 公司经营性现金流净额 3.6 亿元.....	3
图 6: 2019-2022Q3 公司资产负债率保持稳定.....	3
图 7: 预计 2022 年全球新增光伏装机 260GW.....	5
图 8: 2021 年全球光伏安装分布中国占 37%.....	5
图 9: 2022Q3 我国光伏新增装机 21.7GW(万千瓦).....	5
图 10: 光伏组件制造工艺.....	6
图 11: 光伏电池工作原理.....	6
图 12: 2021 年光伏组件产量 182GW	6
图 13: 光伏组件行业集中度提升	6
图 14: 组件价格走势 (元/W)	6
图 15: 2020 年全球风电装机 93GW (GW)	7
图 16: 2021 年全球新增风电装机中国占比 51%.....	7
图 17: 2022 年业主招标容量 (截止 11 月 08 日)	7
图 18: 2022H1 新能源业务营收约 11.2 亿元, 占比 65%.....	8
图 19: 不断拓展国内业务, 覆盖 20 个省市自治区.....	8
图 20: 聚焦主业, 供应链业务等占比持续下降.....	8
图 21: 新能源业务全国分布图.....	8
图 22: 2021 年公司清洁能源装机约 914MW	9
图 23: 2021 年公司发电量 11.5 亿千瓦时.....	9
图 24: 高功率大尺寸光伏组件.....	9
图 25: 新能源业务商业模式.....	9
图 26: 五位一体智能运维平台.....	10
图 27: 东旭大别山油茶加工企业	10
图 28: 推动金寨县稳定脱贫.....	10

表 目 录

表 1: 公司主要在研项目情况.....	2
表 2: 2021-2022 年部分产业政策.....	4
表 3: 营业收入及毛利率.....	11
表 4: 可比公司估值.....	11
附表: 财务预测与估值.....	13

1 “智慧能源+环保治理”，全球新能源 500 强企业

东旭蓝天新能源股份有限公司是于 1993 年在原深圳市鸿基运输实业股份有限公司的基础上改组设立的公众公司。2015 年东旭集团通过收购中国宝安集团所持有的本公司 14.99% 股份成为公司的第一大控股股东，并于 2016 年正式将公司名称变更为“东旭蓝天”。其运营主体前身则是 2010 成立的东旭集团太阳能研究所和 2014 年成立的东旭新能源投资有限公司。经过多年在能源环保产业的布局，公司已经形成聚焦绿色产业和“智慧能源+环保治理”独特产业模式，致力于成为具有突出竞争力的环保新能源综合服务商。

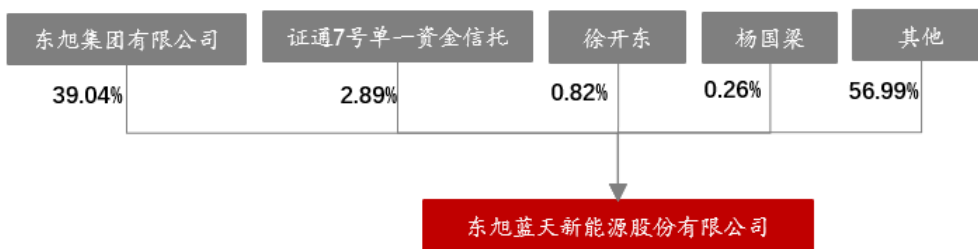
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

股权结构稳定，大股东持股比例高。截至 2022 年三季度，公司第一大股东为东旭集团，持股 39.04%。东旭集团始创于 1997 年，是一家大型高科技企业集团。近年来，东旭集团通过不断提升自主创新能力，已经发展成为集涵盖光电显示材料、高端装备制造、半导体硅碳材料、新能源发电及组件、新能源汽车、高端医用药玻包材六大核心业务为一体的综合性实业集团。与此同时，东旭集团的债务问题迎来拐点，2022 年 9 月东旭集团进行金融债务重组，通过延长偿债期限、降低利率等多种方式予以实施，整体减轻公司偿债压力。经初步估算，预计每年减少集团财务费用 3-4 亿元，对公司本年度及以后年度经营业绩产生积极影响。

图 2：控股股东为东旭集团，持股 39.04%（截至 2022Q3）



数据来源：公司公告，西南证券整理

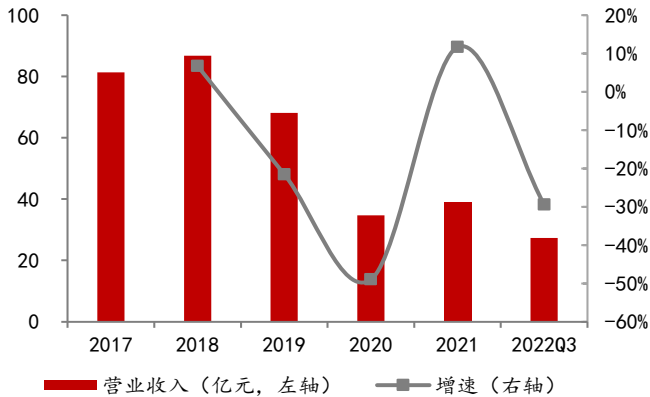
重视技术创新，国际体系认证。公司主要产业分别是新能源产业、生态环保产业和生态农业，主要提供的产品有高效光伏组件和大别山茶油。公司现已建成国内领先的高效光伏组件生产基地和茶油精深加工生产线。在光伏组件的生产制造端，公司致力于以工匠精神驱动精准制造和卓越制造，并重视技术研发，先后获得国家高新技术企业、国家工信部两化融合管理体系认证、智能工厂、数字化车间等荣誉称号，其高效晶体硅光伏组件产品通过 TUV、CQC、JET 等国际产品认证和 ISO9001.ISO14001.ISO45001 等体系认证。

表 1：公司主要在研项目情况

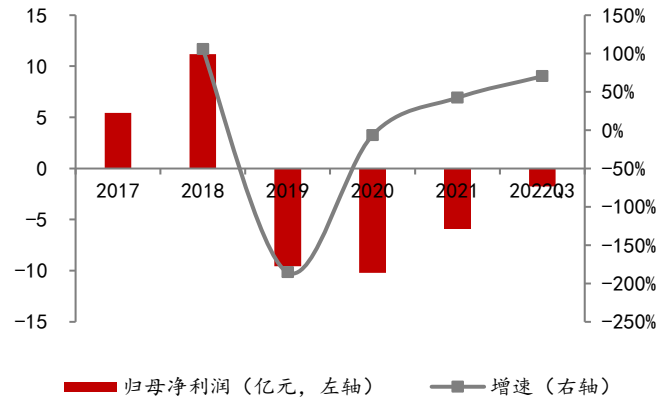
主要研发项目	项目目的	项目进展	拟达到目标	预计对公司发展的影响
变电站运维一体化现场工作信息采集装置以及采集系统	实现运维一体化中现场数据采集的标准化作业	研发中	建立完善高效的变电站运维一体化现场工作信息采集装置以及采集系统, 实现数据采集的高效标准化	实现公司发展方式转变, 助力变电站运维班组职能转变, 实现运维一体化
光伏发电系统 MR 技术研究	研发一种光伏发电系统方法, 具备更强的全局寻优能力, 提高系统的稳定性	已完成项目验收	研发一种光伏发电系统控制方法, 具备更强的全局寻优能力, 提高系统的稳定性	通过“光伏发电系统 MJH 控制方法”在实际技术服务项目中得到应用, 为公司带来经济收益
基于北斗与 SLAM 融合的大型光伏电站自动运维系统	保障光伏组件寿命, 降低相关损失	研发中	达成基于北斗与 SLAM 融合的大型光伏电站自动运维系统	保证光伏电站的核心组件安全, 为企业降低不必要的损失
基于泛在电力物联网的变电设备状态监测系统	提出一种基于泛在电力物联网的变电设备状态监测系统, 实现数据融通共享与应用	研发中	提出一种基于泛在电力物联网的变电设备状态监测系统, 实现数据融通共享与应用	提供企业资源利用率, 降低建设成本
面向多能互补的分布式光伏与气电混合容量规划方法	研发一种多能互补系统的分布式光伏与气电混合容量规划方法, 提升准确性	已完成项目验收	提供一种更准确的多能互补系统的分布式光伏与气电混合容量规划方法	通过“多能互补系统的分布式光伏与气电混合容量规划方法”在实际技术服务项目中得到应用, 为公司带来经济收益
应用于光伏电站的状态预测及故障诊断装置	提高光伏电站状态预测及故障诊断的效率	研发中	提供一种光伏电站状态预测及故障诊断方法和系统	保障光伏电站稳定运营, 降低公司相关成本
模块化建筑系统	小生态环境建设	研发中	增加更多的绿化空间	节约土地, 提高绿地使用效率
塑钢窗的安装结构	增加焊接后的塑钢型材连接强度和可靠性	研发中	增加整体美观性和可靠性	提高产品质量, 提升客户购厂率
一种适应不同地形的树木支撑架	提供一种适用多种地形的园林绿化树木支撑架	研发中	可以调节支撑高度及角度的功能	实用新型可以适用于不同地形的变化
用于矿山岩区生态修复的绿化种植构件	解决现有技术中存在的问题	研发中	使用方便成本低, 优化坡面草坪铺设	降低成本, 利于矿区生态环境改造

数据来源：公司公告，西南证券整理

2022Q3 公司营收 27.4 亿元 (-2.8%)，归母净利润有望持续修复。收入端：2021 年公司营收 38.8 亿元，同比上升 11.7%。2022H1 公司发电量 5.7 亿千瓦时，同比上升 0.4%，与上年同期基本持平，已建成电站批复电价维持二十年不变，可带来持续稳定的业绩保障，是公司重要的压舱石资产。**利润端**：2021 年公司归母净利润-5.9 亿元，亏损较 2020 年减少。2022 前三季度公司归母净利润为-1.7 亿元，亏损幅度收窄，比上年同期改善 0.1 亿元。预计在新一届董事会及管理层的带领下，公司将对外开拓市场、强化资金回笼，对内增强管理效能、降本提质增效，并且积极谋划部署各项新项目合作，整体而言未来归母净利润有望进一步修复。

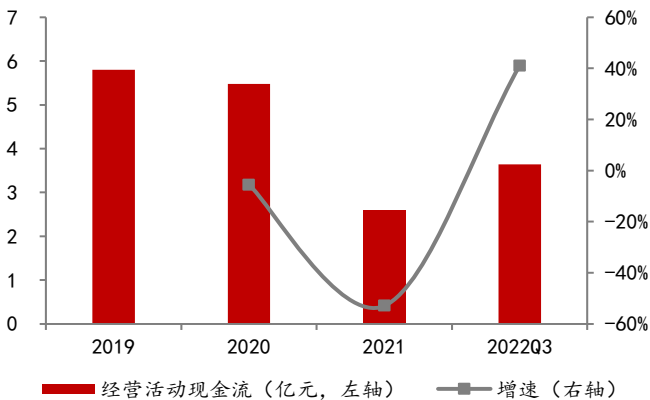
图 3：2022 前三季度公司营业收入实现 27.4 亿元


数据来源：wind，西南证券整理

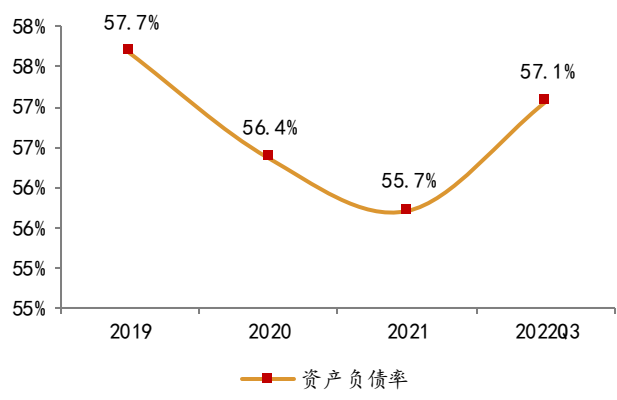
图 4：2022 前三季度公司归母净利润-1.7 亿元


数据来源：wind，西南证券整理

公司现金流逐渐恢复，资产负债结构保持稳定。2021 年公司经营活动现金流净额降至 2.6 亿元，同比下降 52.9%，主要原因系经营支出增加。2022Q3 公司现金流水平提升，2022 前三季度公司经营活动现金流净额达到 3.6 亿元，同比增长 22.1%，一方面是因为随着公司所在行业增长进入景气周期，公司紧跟国家战略步调，坚守主业。另一方面是因为公司持续改善现有资源配置和资产结构等多重因素。此外，公司资产负债结构保持稳定，常年维持在 57% 附近。

图 5：2022Q3 公司经营性现金流净额 3.6 亿元


数据来源：wind，西南证券整理

图 6：2019-2022Q3 公司资产负债率保持稳定


数据来源：wind，西南证券整理

2 “碳达峰、碳中和”+乡村振兴战略，业绩有望乘势而起

政策引领，新能源业务巨大利好。全球已有 130 多个国家提出了“零碳”或“碳中和”目标，向清洁低碳能源转型已成为必由之路。2021 年 10 月，国务院印发《2030 年前碳达峰行动方案的通知》，作为碳达峰碳中和“1+N”政策体系中的纲领性文件，进一步明确了光伏、风电、储能将在实现碳达峰碳中和目标过程中承担重要任务，提出全面推进风电、太阳能发电大规模开发和高质量发展；到 2030 年，风电、太阳能发电总装机容量达 12 亿 KW 以上。同月，国务院印发《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》进一步强调了发展可再生能源对实现“双碳”目标的重要作用，明确 2025 年非化石能源消费比重达到 20%，2030 年达到 25% 的发展目标。地方层面，各地也在继续深入落实“十

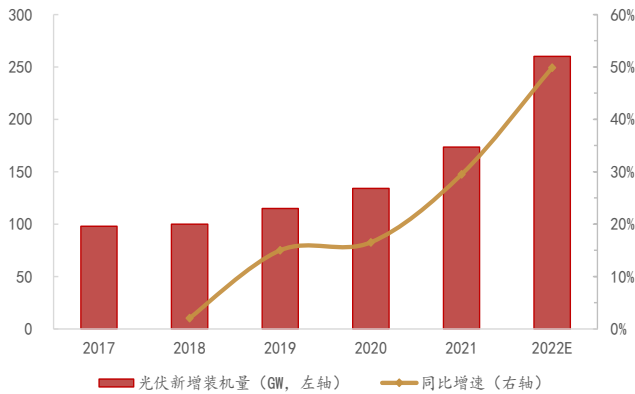
四五”相关产业发展规划，加快出台支持“光伏+”应用相关政策，加强光伏产业链供应链协同发展。无论是全球政策还是国内政策，光伏产业未来五年内将迎来巨大政策利好。

表 2：2021-2022 年部分产业政策

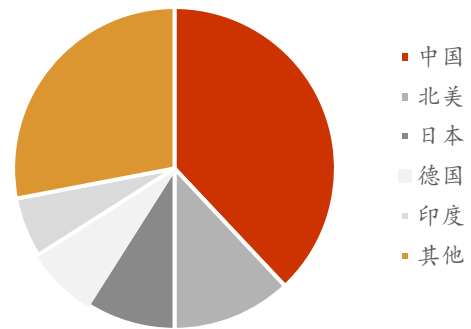
发布时间	文件名称
2021 年 2 月	《关于加快建立健全绿色低碳循环经济体系的指导意见》
2021 年 2 月	《关于引导加大金融支持力度促进风电和光伏发电等行业健康有序发展的通知》
2021 年 2 月	《关于推进电力源网荷储一体化和多能互补发展的指导意见》
2021 年 4 月	《2021 年能源工作指导意见》
2021 年 7 月	《“十四五”循环经济发展规划》
2021 年 10 月	《2030 年前碳达峰行动方案的通知》
2021 年 10 月	《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》
2021 年 12 月	《智能光伏产业创新发展行动计划》
2022 年 1 月	《“十四五”现代能源体系规划》
2022 年 1 月	《加快农村能源转型发展助力乡村振兴的实施意见》
2022 年 1 月	《智能光伏产业创新发展行动计划（2021-2025 年）》
2022 年 2 月	《关于印发促进工业经济平稳增长的若干政策通知》
2022 年 2 月	《中共中央国务院关于做好 2022 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》
2022 年 3 月	《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》
2022 年 4 月	《“十四五”能源领域科技创新规划》
2022 年 5 月	《鼓励外商投资产业目录（2022 年版）（征求意见稿）》
2022 年 5 月	《关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案》
2022 年 5 月	《财政支持做好碳达峰碳中和工作的意见》
2022 年 8 月	《工业领域碳达峰实施方案的通知》
2022 年 8 月	《关于促进光伏产业链供应协同发展的通知》
2022 年 9 月	《光伏电站开发建设管理办法（二次征求意见稿）》

数据来源：国务院，西南证券整理

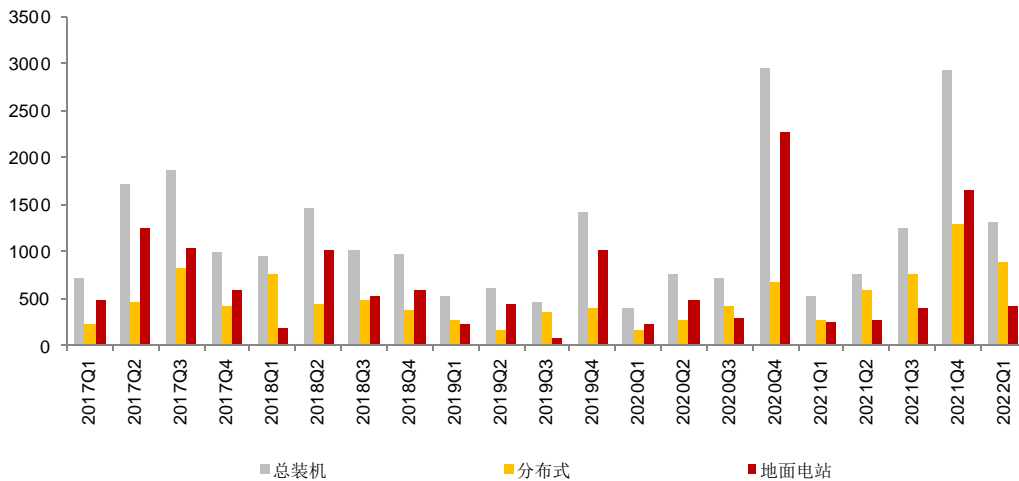
光伏产业发展提速，打开业绩增长空间。新能源业务方面，2021 年我国新增光伏发电并网装机容量约 54.9GW，风电装机容量约 3.3 亿千瓦，同比增长 13.9%。其中新增光伏连续 9 年稳居世界首位，2021 年光伏安装总量占比达到 37%。客观来看，我国光照资源丰富，主要集中在西藏、青海、新疆、内蒙古等广大地区，光伏发电开发前景仍然巨大。另根据 IEA 发布的 2021 年全球光伏报告，2021 年全球光伏新增装机 175GW，同比增速约为 30%，累计装机达 942GW。2022 年光伏行业依旧保持高景气成长，上半年全球硅片产量新增 153GW，IEA 预计全年全球光伏新增装机量有望达 260GW 以上，同比增速约 50%。

图 7：预计 2022 年全球新增光伏装机 260GW


数据来源：IEAPVPS, 北极星光伏网, 西南证券整理

图 8：2021 年全球光伏安装分布中国占 37%


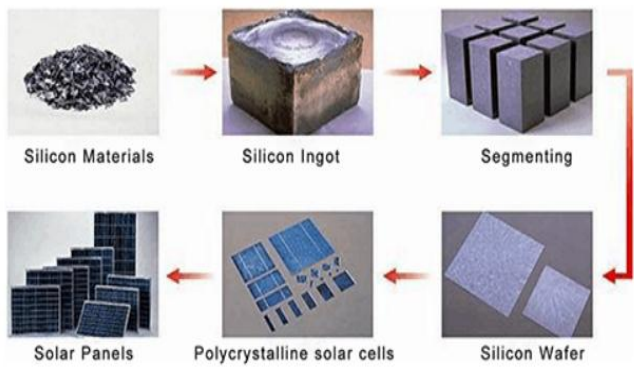
数据来源：statista, 西南证券整理

图 9：2022Q3 我国光伏新增装机 21.7GW(万千瓦)


数据来源：能源局, 西南证券整理

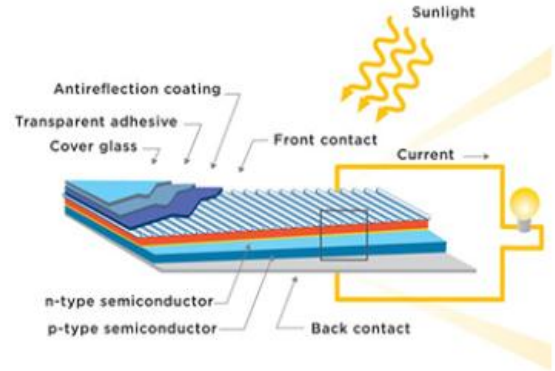
光伏组件需求旺盛，国内外市场空间广阔。PV 组件光伏系统中最重要的组件，因为其能够将阳光转化为可用的电能。每个模块由很多相互连接的太阳能电池组成，这些电池一般是由硅制成，通常使用的类型是晶体硅组件与薄膜组件。据 GMI 数据，太阳能光伏组件市场规模在 2021 年超过 610 亿美元，预计 2021 至 2028 年间将以超过 4% 的复合年增长率增长。由于政府的政策支持和技术改进，以及消费者和监管对清洁能源的偏爱，光伏组件将进一步增强业务前景。另一方面，我国光伏产业领先全球，出口通道通畅。据彭博社估计，由于国内企业在技术和价格上的优势，2021 年美国组装的太阳能电池板价值的 60% 左右来自中国。

图 10: 光伏组件制造工艺



数据来源: solarlight, 西南证券整理

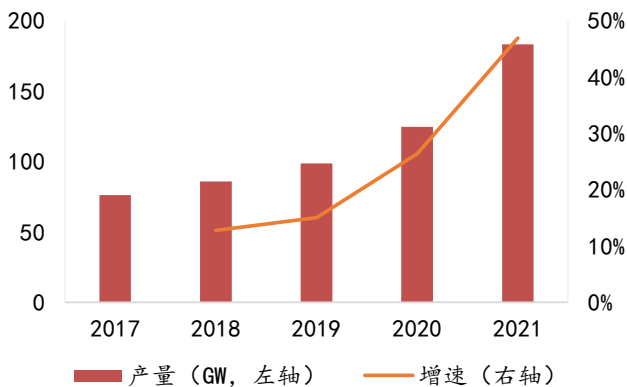
图 11: 光伏电池工作原理



数据来源: solarlight, 西南证券整理

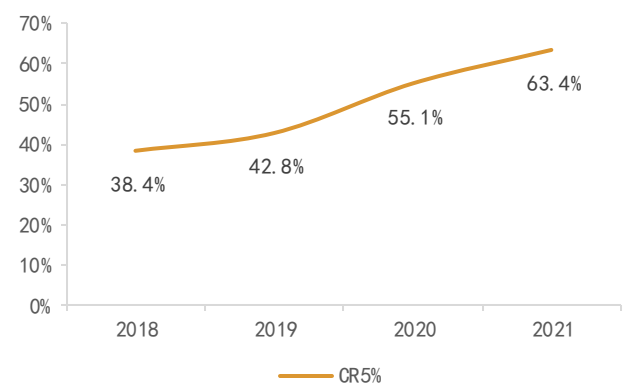
光伏组件产量提升,行业集中度加大。2020年中国光伏组件产量为 124.6GW, 同比 2019 年增涨 26.4%。2021 年中国光伏组件产量为 182GW, 同比 2020 年增涨 46.1%。与此同时光伏组件产业行业集中度进一步加剧,据中国光伏行业协会统计,2021 年行业 CR5 是 63.4%, 其中出货量前五名分别是晶科能源、天合光能、隆基绿能、晶澳科技和阿特斯。

图 12: 2021 年光伏组件产量 182GW



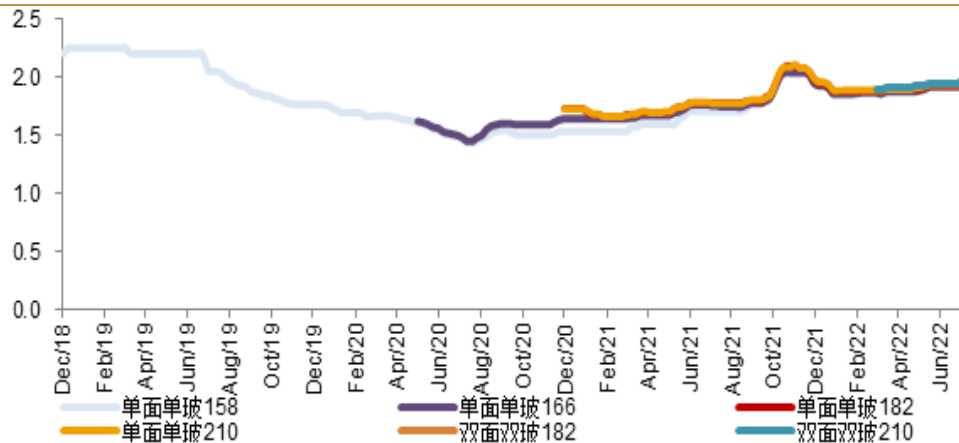
数据来源: 中国光伏行业协会, 西南证券整理

图 13: 光伏组件行业集中度提升



数据来源: 中国光伏行业协会, 西南证券整理

图 14: 组件价格走势 (元/W)



数据来源: Wind, 西南证券整理

全球风电行业快速发展，新增装机半数来自于中国。风电作为清洁能源重要组成部分之一，中长期需求有望保持稳定增长。据 GWEC 报告，2021 年全球风电装机新增并网容量 93.6GW，其中陆上风电新增装机 72.5GW，海上风电新增装机 21.1GW，累计装机量达到 837GW，较 2020 年增长 12%。GWEC 同时预计 2022-2030 年间全球将新增 260GW 的海上风电容量，到 2030 年全球累计海上风电并网容量将达到 316GW。

图 15：2020 年全球风电装机 93GW (GW)

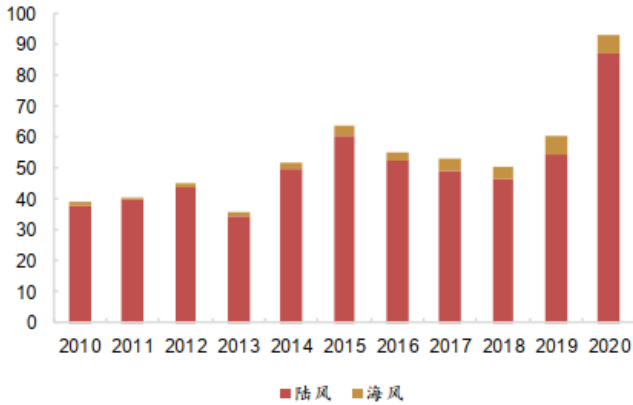
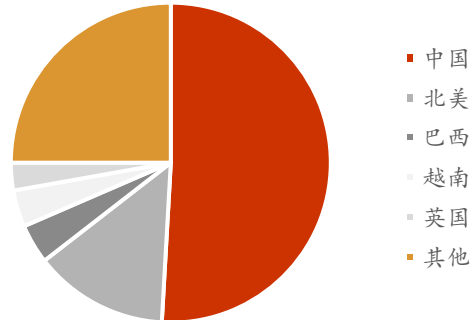


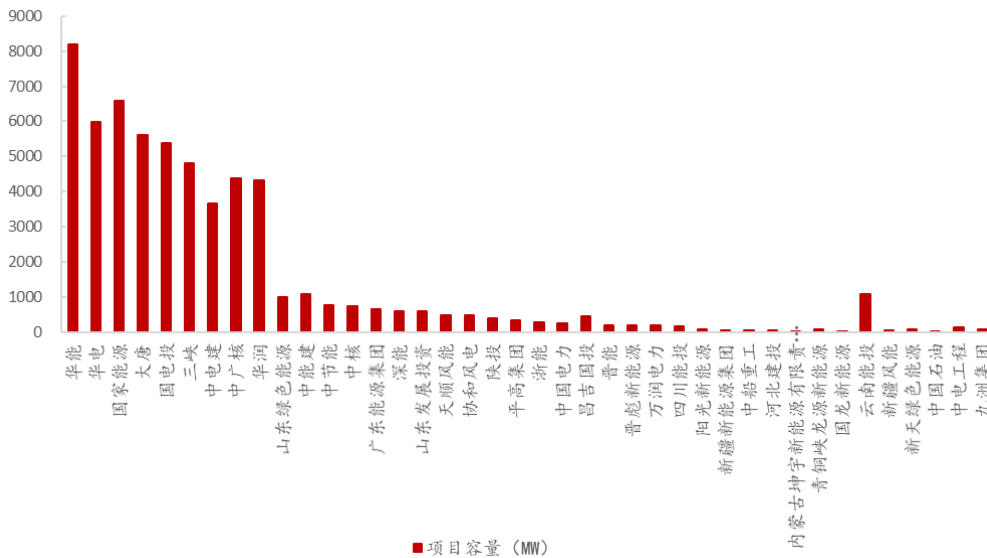
图 16：2021 年全球新增风电装机中国占比 51%



数据来源：GWEC，西南证券整理

数据来源：GWEC，西南证券整理

图 17：2022 年业主招标容量 (截止 11 月 08 日)



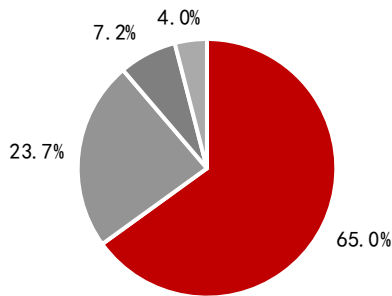
数据来源：风电能源，西南证券整理

助力乡村振兴，生态环保行业大有可为。2021 年 12 月，《加快农村能源转型发展助力乡村振兴的实施意见》提出到 2025 年，建成一批农村能源绿色低碳试点，风电、太阳能、生物质能、地热能等占农村能源的比重持续提升，农村电网保障能力进一步增强，分布式可再生能源发展壮大，绿色低碳新模式新业态得到广泛应用。2022 年 2 月，中央一号文件也进一步指出，将持续实施农村人居环境整治提升行动，推进农村光伏、生物质能等清洁能源建设。在美丽中国建设目标下，未来新能源产业将成为农村经济的重要补充和农民增收的重要渠道，环保产业将担负起服务生态文明建设。

3 新能源业务与生态农业并重，公司经济效益向好

主营电力业务，业务覆盖全国 20 个省市自治区。2022H1 公司营业收入 17.2 亿元，其中按照产品分类，公司新能源业务营业收入为 11.2 亿元，占比 65%；供应链业务收入为 4.1 亿元，占比 23.7%；生态环保业务收入 1.2 亿元，占比 7.2%；物业及房屋租赁收入 0.7 亿元。按照地区分类，公司华东地区营业收入为 7.2 亿元，占比 42%；华北地区营业收入 4.5 亿元，占比为 26.1%；公司西北地区营业收入 2.1 亿元，占比 12.2%；公司华南地区收入 1.6 亿元，占比 9.5%。公司自持光伏电站 57 座，覆盖全国 20 个省市自治区。

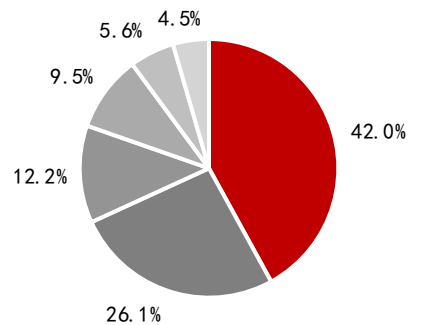
图 18：2022H1 新能源业务营收约 11.2 亿元，占比 65%



■ 新能源业务 ■ 供应链业务 ■ 生态环保业务 ■ 物业及房屋租赁

数据来源：wind，西南证券整理

图 19：不断拓展国内业务，覆盖 20 个省市自治区

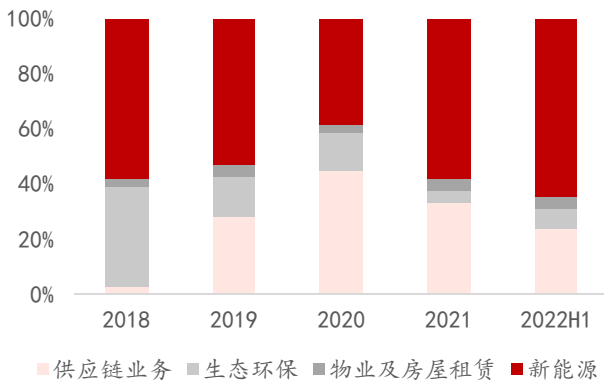


■ 华东 ■ 华北 ■ 西北 ■ 华南 ■ 华中 ■ 其他

数据来源：公司公告，西南证券整理

聚焦绿色产业，供应链业务占比下降。在业务层面，公司旨在特定区域内打造优质环境，提供多能互补、发配售一体、冷热电联供的智慧能源。逐步聚焦主业，通过生态环保、新能源协同开发带动，提供一揽子绿色解决方案。公司有一部分供应链业务主要是为河北华融环保产业园区入园企业提供丝网原材料。这主要是因为公司的子公司过往曾负责园区经营，该子公司被转让后，出于过往的良好合作关系，公司在一段时间内仍协助受让方保持供应链客户稳定、渠道畅通，及业务延续性，故转让至今仍从事原有丝网制品原材料的集中采购。预计未来随着公司继续集中资源发展主业，及新能源、生态环保等主营业务的收入规模逐步回升，供应链占比正逐渐下降。

图 20：聚焦主业，供应链业务等占比持续下降



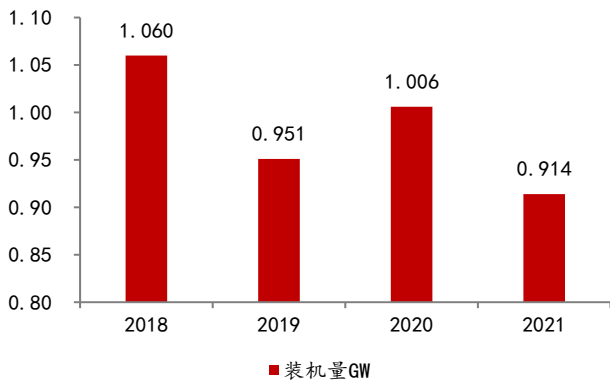
数据来源：wind，西南证券整理

图 21：新能源业务全国分布图

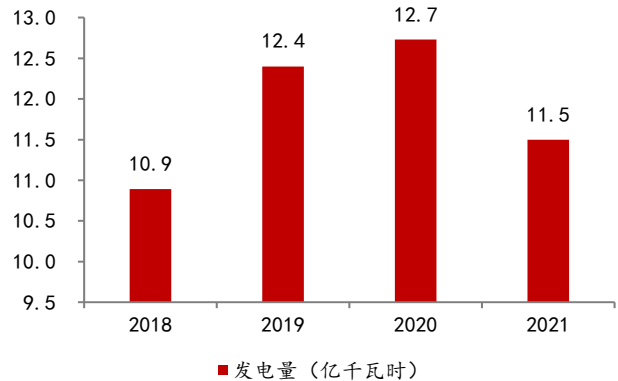


数据来源：公司官网，西南证券整理

大力发展可再生能源，光伏为主，向风电领域拓展。公司已搭建起光伏电站智能运维管理平台，2021 公司自运维及代运维装机容量超 2GW。2021 年公司自持装机容量 0.9GW，同比下降 9.1%，主要系汪清电站出售减少 0.1GW，新收购蒙阴电站 20MW，都昌电站 18MW。2021 发电量达 11.5 亿千瓦时，同比下降 9.7%，主要系公司电站所在区域光资源略有下降，发电厂等效利用小时数较上年同期小幅下降。与此同时，公司业务向风电领域拓展，2021 年 12 月 26 日，公司与北京京能清洁能源电力股份有限公司合作开发的河北尚义闫家梁 200MW 风电项目实现全部并网发电，标志着公司风电领域的突破。目前公司正在大力发展可再生能源，基于与央企合作开发的新模式，在光伏、风电等新能源等项目上实现优势互补。

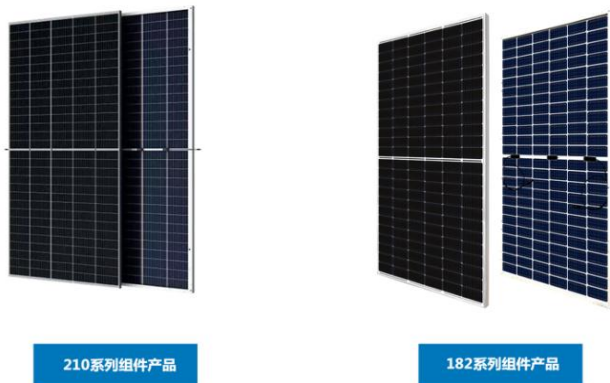
图 22：2021 公司清洁能源装机约 914MW


数据来源：公司公告，西南证券整理

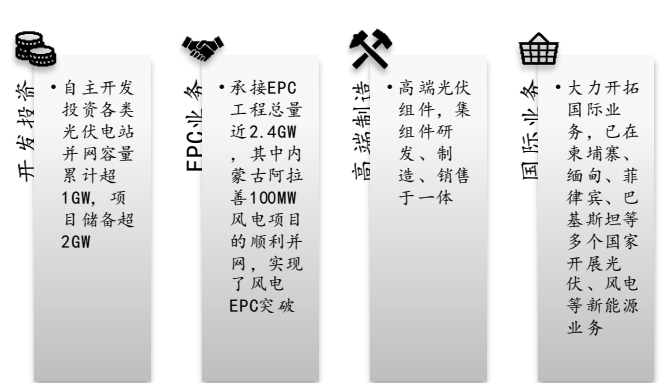
图 23：2021 公司发电量 11.5 亿千瓦时


数据来源：公司公告，西南证券整理

把握市场先机，布局大尺寸光伏组件市场。自 2021 年以来，高功率组件发展迅猛，高功率组件已成为光伏行业的显著趋势。国内乃至全球范围来看，大尺寸、高功率组件的需求在逐步提升。截至 2021 年底，国内产线 182 尺寸兼容 210 尺寸的组件企业数量占比持续提升，20 余家组件企业已迈入 600W+ 行列。2021 年 6 月，东旭蓝天全资子公司安徽日超新能源高功率大尺寸组件成功下线，意味着东旭组件正式迈入“600W+ 时代”。其中，182 大尺寸单晶双面双玻组件最高功率达 550W+，210 大尺寸单晶双面双玻组件最高功率达 670W+，在降低 BOS 成本、度电成本 LCOE 以及高可靠性方面具有显著优势。

图 24：高功率大尺寸光伏组件


数据来源：wind，西南证券整理

图 25：新能源业务商业模式


数据来源：公司官网，西南证券整理

运维能力突出，发电能力领跑行业。公司拥有光伏组件生产、电站开发、施工建设、智能运维、技术研发等完整光伏发电体系，自持光伏电站并网装机容量约 1GW。并且公司已搭建起光伏电站智能运维管理平台，实现了光伏电站大数据采集、智能化故障诊断、运维管理全周期的智慧能源管理，自运维及代运维项目超 2GW。

图 26：五位一体智能运维平台



数据来源：公司官网，西南证券整理

“农光互补”模式典范，精准发力乡村振兴。在国家乡村振兴战略的指引下，公司大力发展生态农业，依托现有光伏基地，采用“农光互补”模式，试点“茶园综合体”项目，建成以大别山油茶产业化为基础，从育种、育苗、栽培到油茶压榨全流程农产品产业。公司 2017 年成立安徽东旭大别山农业科技有限公司，总投资 4.5 亿元，目前已成长为安徽省集科、农、工、贸于一体的大型油茶加工企业，是国家林业产业龙头企业、全国油茶产业重点企业、安徽省林业和农业产业化龙头企业。在河北安平，公司推出华融环保产业园，致力于实现真正的绿色循环产业经济。

图 27：东旭大别山油茶加工企业



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 28：推动金寨县稳定脱贫



数据来源：公司官网，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

公司主营为发电业务，我们结合公司过往运营数据和十四五发展规划，对公司主营业务作如下关键假设：

假设 1：公司已建成电站批复电价 20 年不变，可带来稳定收入来源，预计 2022-2024 年订单增速分别为 25%/23%/23%。

假设 2：公司积极进行业务拓展，成本管控能力有望进一步提升，利润有望持续修复，预计 2022-2024 年电力业务的毛利率为 39%/40%/41%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年收入成本如下表：

表 3：营业收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
新能源业务	收入	2274.0	2842.5	3496.3	4300.4
	增速	68.8%	25.0%	23.0%	23.0%
	毛利率	34.3%	39.0%	40.0%	41.0%
供应链业务	收入	1275.0	777.8	808.9	849.3
	增速	-17.4%	-39.0%	4.0%	5.0%
	毛利率	-0.08%	0.5%	0.5%	0.5%
其他业务	收入	327.7	426.0	553.9	720.0
	增速	-43.4%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	26.3%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	收入	3876.7	4046.3	4859.0	5869.7
	增速	11.7%	4.4%	20.1%	20.8%
	毛利率	17.2%	29.6%	31.1%	32.6%

数据来源：Wind, 西南证券

4.2 相对估值

公司业务类型以新能源为主。我们选取三家同行公司进行比较，2023 年三家公司平均 PE 为 15.06 倍。预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 40.5/48.6/58.7 亿元，2022 归母净利润亏损收窄，2023 年扭亏为盈，2024 年增速为 85.7%。公司风光业务有望加速发展，经营业绩有望持续改善。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS				PE（倍）			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
000591.SZ	太阳能	7.21	0.39	0.40	0.53	0.70	28.52	18.03	13.60	10.30
000875.SZ	吉电股份	6.29	0.16	0.32	0.42	0.56	56.31	19.66	14.98	11.23
600032.SH	浙江新能	11.95	0.22	0.51		0.89	70.68	23.43	16.60	13.43

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS				PE (倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
平均值							51.83	20.37	15.06	11.65

数据来源: Wind, 西南证券整理

5 风险提示

- 1) 民营企业融资相对困难的风险;
- 2) 行业竞争日益激烈的风险;
- 3) 疫情反复的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3876.72	4046.29	4858.99	5869.73	净利润	-603.72	-7.45	180.49	335.20
营业成本	3210.59	2848.62	3345.66	3958.31	折旧与摊销	387.57	394.32	447.16	497.34
营业税金及附加	23.27	24.29	29.16	35.23	财务费用	620.40	593.20	493.84	444.64
销售费用	9.65	10.43	12.31	15.00	资产减值损失	-300.39	-300.00	-445.00	-650.00
管理费用	170.24	177.68	213.37	257.76	经营营运资本变动	-113.05	727.60	-1153.50	-1137.01
财务费用	620.40	593.20	493.84	444.64	其他	266.94	249.21	455.34	657.76
资产减值损失	-300.39	-300.00	-445.00	-650.00	经营活动现金流净额	257.75	1656.88	-21.67	147.93
投资收益	-2.84	10.00	10.00	10.00	资本支出	-216.75	-1400.00	-1000.00	-1000.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	3.07	-10.36	16.79	7.74
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-213.68	-1410.36	-983.21	-992.26
营业利润	-432.88	102.07	329.64	518.79	短期借款	-102.99	-1644.16	121.50	1697.27
其他非经营损益	-130.98	-111.05	-112.18	-114.94	长期借款	-637.74	2200.00	-100.00	-300.00
利润总额	-563.86	-8.98	217.46	403.85	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	39.86	-1.53	36.97	68.66	支付股利	0.00	0.00	2.19	-52.98
净利润	-603.72	-7.45	180.49	335.20	其他	796.67	-1752.05	-240.47	-247.27
少数股东损益	-13.44	-0.16	3.90	7.21	筹资活动现金流净额	55.94	-1196.21	-216.78	1097.02
归属母公司股东净利润	-590.28	-7.29	176.59	327.99	现金流量净额	99.44	-949.69	-1221.66	252.69
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3386.10	2436.41	1214.75	1467.43	成长能力				
应收和预付款项	7624.71	6987.82	8666.42	10307.86	销售收入增长率	11.68%	4.37%	20.08%	20.80%
存货	85.87	265.04	205.19	266.92	营业利润增长率	55.61%	123.58%	222.95%	57.38%
其他流动资产	1705.81	815.08	996.21	1180.40	净利润增长率	42.01%	98.77%	2521.83%	85.72%
长期股权投资	10.09	10.09	10.09	10.09	EBITDA 增长率	503.96%	89.47%	16.62%	14.96%
投资性房地产	1432.68	1453.04	1446.25	1448.52	获利能力				
固定资产和在建工程	6298.23	7358.14	7965.20	8522.09	毛利率	17.18%	29.60%	31.14%	32.56%
无形资产和开发支出	721.73	717.56	713.40	709.23	三费率	20.64%	19.31%	14.81%	12.22%
其他非流动资产	4887.70	4837.64	4787.59	4737.53	净利率	-15.57%	-0.18%	3.71%	5.71%
资产总计	26152.93	24880.83	26005.10	28650.06	ROE	-5.21%	-0.06%	1.54%	2.78%
短期借款	1644.16	0.00	121.50	1818.77	ROA	-2.31%	-0.03%	0.69%	1.17%
应付和预收款项	3137.40	2868.02	3395.88	3992.82	ROIC	1.76%	4.90%	5.28%	5.37%
长期借款	1866.70	4066.70	3966.70	3666.70	EBITDA/销售收入	14.83%	26.93%	26.15%	24.89%
其他负债	7922.65	6371.54	6763.78	7132.30	营运能力				
负债合计	14570.91	13306.26	14247.86	16610.59	总资产周转率	0.15	0.16	0.19	0.21
股本	1486.87	1486.87	1486.87	1486.87	固定资产周转率	0.73	0.70	0.74	0.82
资本公积	10675.79	10675.79	10675.79	10675.79	应收账款周转率	1.25	1.32	1.44	1.39
留存收益	-581.78	-589.07	-410.30	-135.28	存货周转率	29.97	14.26	13.23	15.48
归属母公司股东权益	11585.28	11577.98	11756.76	12031.77	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.66%	—	—	—
少数股东权益	-3.26	-3.41	0.49	7.69	资本结构				
股东权益合计	11582.02	11574.57	11757.25	12039.47	资产负债率	55.71%	53.48%	54.79%	57.98%
负债和股东权益合计	26152.93	24880.83	26005.10	28650.06	带息债务/总负债	24.10%	30.56%	28.69%	33.02%
					流动比率	1.17	1.40	1.30	1.18
					速动比率	1.16	1.37	1.28	1.16
					股利支付率	0.00%	0.00%	-1.24%	16.15%
					每股指标				
					每股收益	-0.40	0.00	0.12	0.22
					每股净资产	7.79	7.78	7.91	8.10
					每股经营现金	0.17	1.11	-0.01	0.10
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.04
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	575.08	1089.58	1270.64	1460.77					
PE	-9.90	-801.13	33.09	17.82					
PB	0.50	0.50	0.50	0.49					
PS	1.51	1.44	1.20	1.00					
EV/EBITDA	3.47	2.10	3.00	3.53					
股息率	0.00%	0.00%	—	0.91%					

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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 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：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

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	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@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
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	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
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn