

## 发电业务稳中有进，组件&EPC业务承压静待修复

### 投资要点

- **事件：**公司发布2023年年报，2023年公司实现营业收入6.86亿元，同比增长5.59%；实现归母净利润2.20亿元，同比增长14.95%。2023Q4公司实现营业收入1.43亿元，同比增长8.61%，环比减少32.71%；实现归母净利润0.34亿元，同比增长12.09%，环比减少55.07%。
- **光伏发电稳中有进，收入占比提升。**报告期内公司实现光伏发电收入5.95亿元，同比增加12.77%，收入占比达88.9%，实现毛利3.91亿元，毛利率达65.66%，报告期内公司光伏发电业务收入稳定增加主要系公司自持电站规模持续扩大，光伏发电量同步增加，报告期内公司自持电站发电量8.08亿度，同比增加19.73%。
- **再融资加码分布式光伏电站建设。**截至报告期末，公司累计自持分布式光伏电站并网容量约828MW，较期初并网容量增加约102MW。报告期内，公司成功发行可转换公司债券，募集资金共计8.8亿元用于分布式光伏电站建设和偿还银行贷款。根据公告，该项目建设周期约为1年，建成后总装机容量约为166.26MW，其中分布式光伏电站建设项目分布于浙江、江苏、广东、湖北、安徽、天津六个经济发达地区，公司持续扩大资产规模，推动光伏电站在全国高电价、高耗电、优质企业众多的地区布局，预计该项目的投产将有效增厚公司电站业务利润。
- **光伏组件销售承压，静待产业供需平衡。**报告期内公司光伏产品实现收入0.51亿元，同比降低38.8%，毛利率降至-2.1%（同比-4.44pp），EPC项目实现收入0.17亿元，同比降低39.9%，毛利率降至7.6%（同比-12.28pp），业务规模有所收缩，收入和毛利相应承压。报告期内公司主要受光伏行业阶段性产能过剩、产业供需关系暂时性失衡影响，行业光伏组件和EPC价格持续走低，因此视毛利率对外销售光伏组件和承接EPC订单，随着光伏行业落后产能的逐步出清，光伏产业链价格企稳，供需逐渐恢复平衡，公司光伏产品业务和EPC业务毛利率有望得到修复。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司24-26年归母净利润分别为2.8亿元/3.3亿元/3.8亿元，对应24-26年PE分别为17/14.2/12.4倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新业务发展或不及预期，自持分布式光伏电站装机或不及预期，原材料价格上涨风险，电价下调风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	686.21	769.56	884.99	1009.00
增长率	5.59%	12.15%	15.00%	14.01%
归属母公司净利润(百万元)	220.16	277.17	331.21	381.51
增长率	14.95%	25.90%	19.50%	15.19%
每股收益EPS(元)	0.44	0.55	0.66	0.76
净资产收益率ROE	10.63%	12.03%	12.84%	13.18%
PE	21.4	17.0	14.2	12.4
PB	2.28	2.05	1.83	1.63

数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：池天惠  
执业证号：S1250522100001  
电话：13003109597  
邮箱：cth@swsc.com.cn

分析师：刘洋  
执业证号：S1250523070005  
电话：18019200867  
邮箱：ly21@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)	5.00
流通A股(亿股)	5.00
52周内股价区间(元)	7.52-18.24
总市值(亿元)	47.15
总资产(亿元)	43.51
每股净资产(元)	3.85

### 相关研究

1. 芯能科技（603105）：光伏发电平稳增长，打造储能业务第二增长曲线（2023-09-01）

## 盈利预测

### 关键假设：

假设 1：光伏发电业务系公司主业，全国绝大部分省份大工业用电价格显著上调，加上公司自持电站规模逐年扩大，“自发自用，余电上网”分布式光伏电站综合度电收入相应提高，光伏发电业务盈利能力有望持续维持高位，预计 2024-2026 年该业务毛利率分别为 64.1%/65.0%/64.5%。

假设 2：开发建设及服务业务包括开发、EPC 及运维，结合公司经营数据来看，2023 年公司 EPC 业务收入较同期下滑，但本身业务毛利率相对较低，对经营业绩整体影响较小，因此我们预计 2024-2026 年该业务收入增速分别为 10%/10%/9.5%，毛利率分别为 7.6%/7.6%/7.6%。

假设 3：光伏产品业务目前以光伏组件的产售为主，在光伏产业产能阶段性过剩背景下，预计 2024-2026 年该业务收入增速分别为 15%/10%/10%，毛利率分别为 1.2%/0.5%/1.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

**表 1：营业收入及毛利率**

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
光伏发电业务	收入	596	667	772	884
	增速	12.7%	12.0%	15.7%	14.5%
	成本	205	239	270	314
	毛利率	65.7%	64.1%	65.0%	64.5%
开发建设及服务业务	收入	17	19	21	23
	增速	-39.9%	10.0%	10.0%	9.5%
	成本	16	18	19	21
	毛利率	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%
光伏产品业务	收入	51	59	65	71
	增速	-38.8%	15.0%	10.0%	10.0%
	成本	52	58	65	71
	毛利率	-2.1%	1.2%	0.5%	1.0%
充电桩业务	收入	5.4	7.2	9.4	12.2
	增速	23.3%	35.0%	30.0%	30.0%
	成本	5.2	6.9	9.0	11.7
	毛利率	3.6%	5.0%	4.5%	4.5%
工业储能	收入	0.5	0.9	1.4	2.0
	增速	-	80.0%	55.0%	40.0%
	成本	0.31	0.6	0.9	1.3
	毛利率	38.0%	36.1%	34.3%	32.6%
储能产品	收入	0.16	0.3	0.4	0.6
	增速	-	80.0%	55.0%	40.0%
	成本	0.15	0.3	0.4	0.6
	毛利率	6.3%	5.9%	5.6%	5.4%
其他业务	收入	15.6	15.6	15.6	15.6
	增速	286.1%	0.0%	0.0%	0.0%

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
	成本	14.2	14.3	14.3	14.3
	毛利率	8.7%	8.0%	8.0%	8.0%
合计	收入	686	770	885	1009
	增速	5.6%	12.1%	15.0%	14.0%
	成本	292	337	379	434
	毛利率	57.4%	56.2%	57.2%	57.0%

数据来源：Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	686.21	769.56	884.99	1009.00	净利润	220.16	277.17	331.21	381.51
营业成本	292.45	337.27	378.93	433.73	折旧与摊销	177.69	188.92	195.88	201.74
营业税金及附加	2.89	3.28	3.84	4.33	财务费用	73.14	52.78	58.01	60.88
销售费用	2.07	1.54	2.65	4.04	资产减值损失	0.03	0.00	0.00	0.00
管理费用	53.08	60.80	69.03	77.69	经营营运资本变动	-354.50	67.82	-49.39	-6.05
财务费用	73.14	52.78	58.01	60.88	其他	242.54	-82.87	15.03	9.17
资产减值损失	0.03	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>359.06</b>	<b>503.82</b>	<b>550.75</b>	<b>647.26</b>
投资收益	0.41	-0.30	-0.40	-0.50	资本支出	-345.92	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	-0.12	-0.84	-0.32	其他	-134.09	-11.48	17.02	6.47
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-480.01</b>	<b>-111.48</b>	<b>-82.98</b>	<b>-93.53</b>
<b>营业利润</b>	<b>244.24</b>	<b>313.47</b>	<b>371.29</b>	<b>427.52</b>	短期借款	130.29	-130.32	0.00	0.00
其他非经营损益	0.16	0.16	0.16	0.16	长期借款	-242.66	90.00	90.00	90.00
<b>利润总额</b>	<b>244.41</b>	<b>313.63</b>	<b>371.46</b>	<b>427.68</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	24.25	36.47	40.24	46.16	支付股利	-60.00	-44.03	-55.43	-66.24
净利润	220.16	277.17	331.21	381.51	其他	784.23	-46.75	-61.02	-59.37
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>611.86</b>	<b>-131.10</b>	<b>-26.46</b>	<b>-35.62</b>
归属母公司股东净利润	220.16	277.17	331.21	381.51	<b>现金流量净额</b>	<b>490.91</b>	<b>261.25</b>	<b>441.31</b>	<b>518.11</b>
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	684.84	946.08	1387.39	1905.50	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	187.20	167.81	208.86	232.05	销售收入增长率	5.59%	12.15%	15.00%	14.01%
存货	30.94	76.54	109.78	122.63	营业利润增长率	14.15%	28.34%	18.45%	15.14%
其他流动资产	47.61	93.76	81.38	96.31	净利润增长率	14.95%	25.90%	19.50%	15.19%
长期股权投资	1.71	1.71	1.71	1.71	EBITDA 增长率	9.88%	12.14%	12.61%	10.39%
投资性房地产	4.80	12.31	10.99	10.40	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	3117.26	3030.06	2935.91	2835.89	毛利率	57.38%	56.17%	57.18%	57.01%
无形资产和开发支出	41.59	40.00	38.41	36.81	三费率	18.69%	14.96%	14.65%	14.13%
其他非流动资产	234.62	238.03	220.97	214.15	净利率	32.08%	36.02%	37.43%	37.81%
<b>资产总计</b>	<b>4350.57</b>	<b>4606.31</b>	<b>4995.40</b>	<b>5455.45</b>	ROE	10.63%	12.03%	12.84%	13.18%
短期借款	160.32	30.00	30.00	30.00	ROA	5.06%	6.02%	6.63%	6.99%
应付和预收款项	233.89	303.40	328.66	380.97	ROIC	9.74%	10.18%	12.22%	14.17%
长期借款	836.71	926.71	1016.71	1106.71	EBITDA/销售收入	72.15%	72.14%	70.64%	68.40%
其他负债	1048.40	1041.82	1039.86	1042.33	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2279.32</b>	<b>2301.93</b>	<b>2415.23</b>	<b>2560.01</b>	总资产周转率	0.17	0.17	0.18	0.19
股本	500.00	500.00	500.00	500.00	固定资产周转率	0.25	0.27	0.31	0.37
资本公积	715.35	715.35	715.35	715.35	应收账款周转率	5.47	4.50	4.86	4.74
留存收益	711.98	945.12	1220.90	1536.17	存货周转率	2.65	1.82	2.01	1.95
归属母公司股东权益	2071.25	2304.39	2580.17	2895.44	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	74.99%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2071.25</b>	<b>2304.39</b>	<b>2580.17</b>	<b>2895.44</b>	资产负债率	52.39%	49.97%	48.35%	46.93%
负债和股东权益合计	4350.57	4606.31	4995.40	5455.45	带息债务/总负债	75.97%	73.47%	73.75%	73.09%
					流动比率	1.57	2.39	3.19	3.83
					速动比率	1.52	2.25	2.99	3.63
					股利支付率	27.25%	15.89%	16.74%	17.36%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.44	0.55	0.66	0.76
					每股净资产	4.14	4.61	5.16	5.79
					每股经营现金	0.72	1.01	1.10	1.29
					每股股利	0.12	0.09	0.11	0.13
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	495.07	555.17	625.18	690.13					
PE	21.42	17.01	14.24	12.36					
PB	2.28	2.05	1.83	1.63					
PS	6.87	6.13	5.33	4.67					
EV/EBITDA	11.53	9.70	8.08	6.71					
股息率	1.27%	0.93%	1.18%	1.40%					

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

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。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@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
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@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
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn

---