

金开新能 (600821.SH)

2023 年公司业绩平稳增长，新能源装机稳步增加

买入

核心观点

2023 年收入利润稳步增长，2023Q4 归母净利润有所下滑。2023 年，公司实现营收 33.28 亿元 (+7.96%)，归母净利润 8.02 亿元 (+9.54%)。单四季度营收 7.40 亿元 (+9.16%)，归母净利润 0.65 亿元 (-26.51%)。2023 年公司营收和归母净利润增加主要系公司风光新能源装机容量增长致发电量增加以及公司费用率水平有所下降。

2023 年风电和光伏装机、发电量、上网电量持续提升，上网电价有所下滑。2023 年，公司光伏发电并网容量 3097MW，同比+22%；风电并网容量 1257MW，同比+3%。2023 年，公司风电发电量 31.84 亿千瓦时 (+8%)，上网电量 30.92 亿千瓦时 (+9%)；光伏发电量 39.16 亿千瓦时 (+17%)，上网电量 38.70 亿千瓦时 (+17%)。2023 年，公司光伏平均上网电价为 0.477 元/千瓦时，同比下降 10%；风电平均上网电价为 0.443 元/千瓦时，同比下降 2%。整体看，目前电价波动变化对公司存量项目的影响较为有限，且部分区域未来电力交易及政策层面有望出现边际改善。

2023 年毛利率下行，费用率水平下降，净利率有所上升。2023 年，公司毛利率为 56.99%，同比-5.72pct，毛利率下降主要系营业成本增幅较大（为 24.53%）。费用率方面，2023 年，公司财务费用率、管理费用率分别为 23.68%、7.41%，财务费用率同比减少 3.56pct，管理费用率同比增加 0.64pct，整体期间费用率有所下降，主要系公司综合融资利率降低使财务费用减少。受益于公司费用率水平下降，2023 年公司净利率同比增加 0.24pct 至 25.86%。

新能源项目投运推动业绩稳步增长，光伏产业链上游降价带动收益率提升。公司持续布局风光新能源业务，2023 年公司核准装机容量 6448MW (+16%)，并规划 2025 年核准装机突破 13GW。此外，随着光伏产业链上游供需格局变化，组件价格出现显著下降。组件价格下降有助于降低公司光伏项目投资成本，推动光伏项目收益率维持在合理水平，使得盈利水平保持稳定。

投资建议：考虑公司 2023 年上网电价有所下行，及 2023 年 3-4 季度归母净利润同比下滑，我们下调盈利预测；同时考虑电价波动对公司项目盈利的影响逐步弱化，且新能源项目装机容量持续增长，预计未来业绩有望稳步提升。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.50/0.71/0.87 元（2023-2024 年前值为 0.68/0.82 元，下调幅度 27%/13%），当前股价对应 PE 为 11.8/8.3/6.7X。给予公司 2024 年 12-14 倍 PE，对应权益市值为 120-140 亿元，对应 6.01-7.01 元/股合理价值，较当前股价有 2%-19%的溢价，维持“买入”评级。

风险提示：装机增长不及预期；用电量下滑；电价下调；行业政策变化。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,082	3,328	3,706	4,871	5,975
(+/-%)	61.6%	8.0%	11.4%	31.4%	22.7%
净利润(百万元)	732	802	1000	1419	1747
(+/-%)	80.2%	9.6%	24.6%	42.0%	23.1%
每股收益(元)	0.37	0.40	0.50	0.71	0.87
EBIT Margin	54.7%	49.1%	46.3%	46.0%	45.9%
净资产收益率 (ROE)	8.7%	9.0%	10.5%	13.8%	15.4%
市盈率 (PE)	16.1	14.7	11.8	8.3	6.7
EV/EBITDA	13.6	12.6	13.5	10.9	10.3
市净率 (PB)	1.41	1.32	1.24	1.14	1.04

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

证券分析师: 李依琳 010-88005029
liyilin1@guosen.com.cn
S0980521070002

联系人: 崔佳诚 021-60375416
cuijiacheng@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	6.01 - 7.01 元
收盘价	5.89 元
总市值/流通市值	11764/11764 百万元
52 周最高价/最低价	7.10/4.87 元
近 3 个月日均成交额	95.21 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

- 《金开新能 (600821.SH) - 股份回购稳步推进，电价对公司新能源发展的影响弱化》——2024-02-27
- 《金开新能 (600821.SH) - 三季度净利润同比下降，新能源装机持续增加》——2023-10-31
- 《金开新能 (600821.SH) - 费用率下降助力业绩增长，新能源持续稳健发展》——2023-09-01
- 《金开新能 (600821.SH) - 装机稳步增长，盈利能力持续提升》——2023-05-14
- 《金开新能 (600821.SH) - 经营业绩大幅增长，盈利能力进一步提升》——2023-04-01

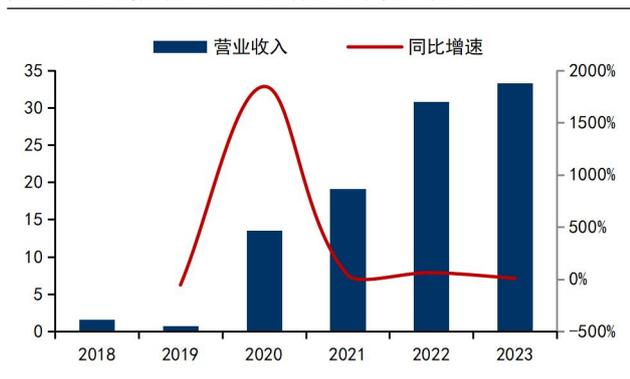
2023 年收入利润稳步增长，2023Q4 归母净利润有所下滑。2023 年，公司实现营业收入 33.28 亿元（+7.96%），归母净利润 8.02 亿元（+9.54%），扣非归母净利润 7.33 亿元（+7.14%）。其中，第四季度单季营收 7.40 亿元（+9.16%），归母净利润 0.65 亿元（-26.51%），扣非归母净利润 0.44 亿元（-31.30%）。2023 年公司营收和归母净利润增加主要系公司风光新能源装机容量增长致发电量增加以及公司费用率水平有所下降。截至 2023 年 12 月，公司累计并网容量 4480MW（+19%）。2023 年，公司累计完成发电量 71.48 亿千瓦时（+13.86%）。

2023 年风电和光伏装机持续提升。2023 年，公司光伏发电项目并网容量 3097MW，较 2022 年新增 56MW（同比+22%）；风电项目并网容量 1257MW，较 2022 年新增 4MW（同比+3%）。

2023 年风电和光伏发电量和上网电量持续增长。2023 年，公司发电量为 71.48 亿千瓦时（+13.86%）；上网电量 70.00 亿千瓦时（+14.30%）。分不同电源来看，风电发电量 31.84 亿千瓦时（+8.20%），上网电量 30.92 亿千瓦时（+9.27%）；光伏发电量 39.16 亿千瓦时（+17.40%），上网电量 38.70 亿千瓦时（+17.46%）。

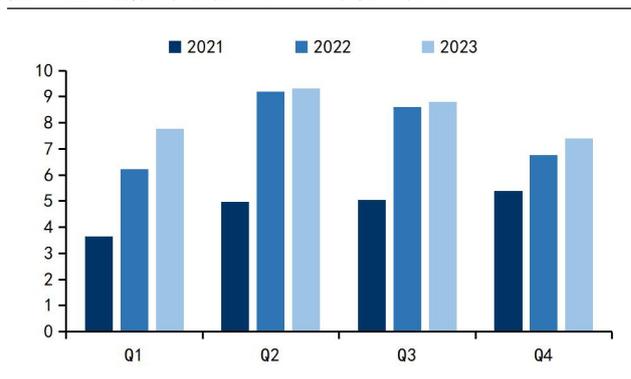
2023 年光伏平均上网电价明显下滑，风电平均上网电价略有下滑。2023 年，公司光伏平均上网电价为 0.477 元/千瓦时，同比下降 10%；风电平均上网电价为 0.443 元/千瓦时，同比下降 2%。

图1：金开新能营业收入及增速（单位：亿元）



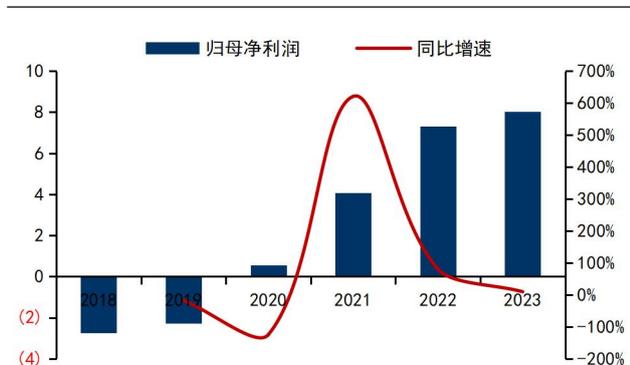
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：金开新能单季营业收入（单位：亿元）



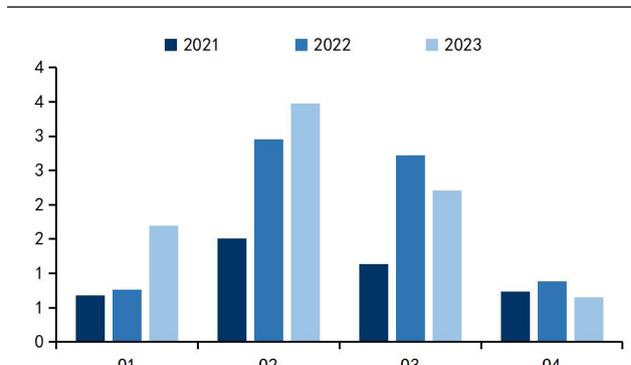
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：金开新能归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

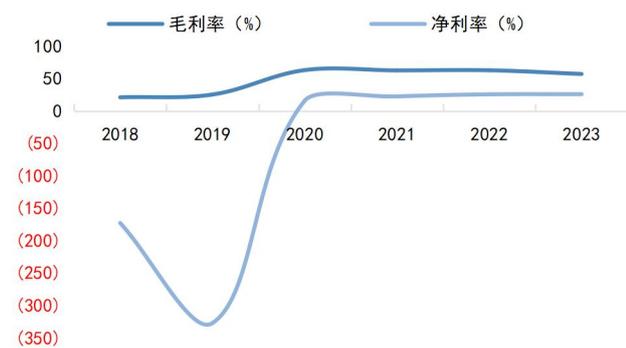
图4：金开新能单季归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

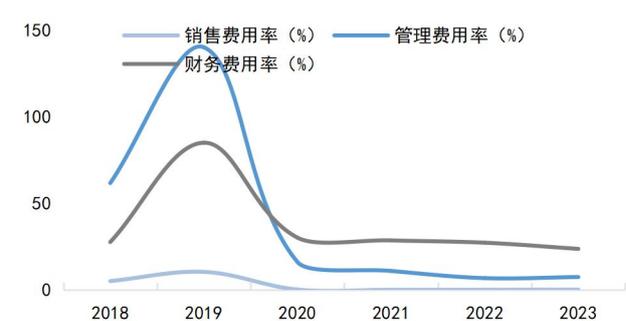
2023年毛利率下行，费用率水平下降，净利率有所上升。2023年，公司毛利率为56.99%，同比-5.72pct，毛利率下降主要系营业成本增幅较大（为24.53%）。费用率方面，2023年，公司财务费用率、管理费用率分别为23.68%、7.41%，财务费用率同比减少3.56pct，管理费用率同比增加0.64pct，整体期间费用率有所下降，主要系公司综合融资利率降低使财务费用减少。受益于公司费用率水平下降，2023年公司净利率同比增加0.24pct至25.86%。

图5：金开新能毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：金开新能三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

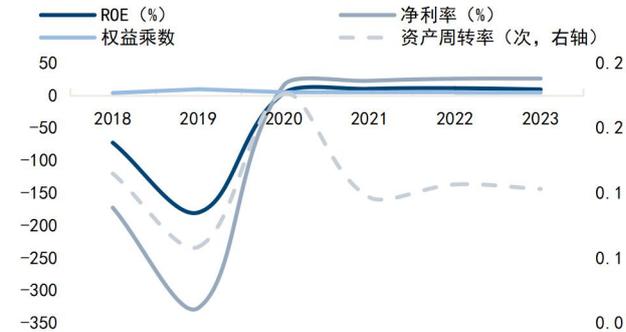
2023年ROE同比下降，经营性净现金流有所下降。2023年，由于权益乘数同比降低，公司ROE下降，较2022年减少1.77pct至9.27%。现金流方面，2023年，公司经营性净现金流为21.55亿元，同比下降29.23%，主要系增值税留抵退税减少、供应链业务采购支付增加以及支付的员工薪酬和各项税费增加影响。

图7：金开新能现金流情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：金开新能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

电价对公司新能源发展的影响或已触底，公司盈利有望趋稳。存量项目中，新疆区域占公司总发电量超1/3，且几乎全部为国家规划西电东送大通道准皖直流项目，受端为华东电网，电价极具竞争力，属于优质资产；宁夏区域，公司主要为光伏资产，2023年中长期交易政策对该区域内电价影响较大，但目前电价或已处于底部；山西区域现货市场已试运行3年，从过去3年的交易情况来看，电价每年都在逐步提升，且公司在山西区域均为光伏领跑者项目，未来可能会发布差异化电价政策。整体来看，目前电价波动变化对公司存量项目的影响较为有限，且部分区域未来电力交易及政策层面有望出现边际改善。

风光新能源项目装机容量持续增加，未来业绩增长有保障。2023年，公司新增装

机容量 726MW，较 2022 年底的 3754MW 增长 19%；截至 2023 年 12 月，公司累计投运风光新能源装机容量合计 4480MW，其中光伏装机 3097MW，风电装机 1257MW。资源储备方面，截至 2023 年 12 月，公司核准装机容量达 6448MW，同比增长 16%。2023 年，公司重点在消纳情况良好且具备电价优势的津冀、长江经济带及珠三角等中东南地区开展业务布局，其中津冀地区新增核准规模 305MW，长江经济带新增核准规模 205MW，珠三角新增核准装机规模 10MW。展望未来，公司规划 2025 年核准装机突破 13GW。

光伏产业链上游持续降价，有利于公司项目收益率维持在合理水平。随着上游光伏产业链供需格局变化，组件价格出现显著下降，近期央企华电集团光伏组件招标中 N 型组件最低报价为 1.08 元/W，P 型组件最低报价为 0.9933 元/W。组件价格下降有助于降低公司光伏项目投资成本，推动光伏项目收益率维持在合理水平，使得盈利水平保持稳定。

常态化现金分红机制形成，2023 年分红比例达 46%。目前，公司已建立起常态化的现金分红机制。2023 年 9 月，公司在半年报弥补了重组前遗留近 8 亿元亏损、首次具备分红条件后，立即派发现金股利 2 亿元，占 2023 上半年归母净利润近 40%，折合年化股息率 3.3%（半年股息率 1.63%）。2023 年公司累计分红 3.69 亿元（含股份回购累计金额，其中现金分红 3.47 亿元），占归母净利润的 45.94%。

盈利预测与投资建议：考虑公司 2023 年上网电价有所下行，及 2023 年 3-4 季度归母净利润同比连续下滑，我们下调 2024-2025 年盈利预测并新增 2026 年盈利预测；同时考虑电价波动对公司项目盈利的影响逐步弱化，且新能源项目装机容量持续增长，预计未来公司业绩有望稳步提升。

我们预计公司 2024-2026 年营业收入为 37.06/48.71/59.75 亿元（2024-2025 年前值为 47.98/59.67 亿元，下调幅度为 23%和 18%），同比增长 11.4%/31.4%/22.7%；归母净利润分别为 10.00/14.19/17.47 亿元（2024-2025 年前值为 13.63/16.40 亿元，下调幅度为 27%和 13%），同比增长 24.6%/42.0%/23.1%；EPS 分别为 0.50/0.71/0.87 元（2023-2024 年前值为 0.68/0.82 元，下调幅度 27%/13%），当前股价对应 PE 为 11.8/8.3/6.7X。给予公司 2024 年 12-14 倍 PE，对应权益市值为 120-140 亿元，对应 6.01-7.01 元/股合理价值，较当前股价有 2%-19%的溢价，维持“买入”评级。

表 1：公司业绩拆分和盈利预测

项目	2023A	2024E	2025E	2026E	
光伏发电	营业收入（亿元）	18.4	21.1	29.5	37.8
	同比增速	5.5%	14.4%	39.7%	28.1%
	毛利率	52.4%	48.7%	50.0%	50.9%
风力发电	营业收入（亿元）	13.7	14.6	17.6	20.2
	同比增速	7.3%	6.6%	20.5%	14.8%
	毛利率	63.9%	62.6%	61.0%	59.9%
其他业务	营业收入（亿元）	114.0	136.8	164.2	180.6
	同比增速	95.7%	20.0%	20.0%	10.0%
	毛利率	47.7%	47.7%	47.7%	47.7%
合计营业收入	营业收入（亿元）	33.3	37.1	48.7	59.8
	同比增速	8.0%	11.4%	31.4%	22.7%
	毛利率	57.0%	54.1%	53.9%	53.9%
归母净利润（亿元）	8.0	10.0	14.2	17.5	
同比增速	9.6%	24.6%	42.0%	23.1%	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

表2: 公司盈利预测调整表

项目	2023A	2024E	2025E	2026E
前值	33.3	48.0	59.7	70.9
营业收入(亿元) 上调幅度	-	-23%	-18%	-16%
现值	33.3	37.1	48.7	59.8
前值	435	755	935	1105
装机容量(万千瓦) 上调幅度	-	-18.5%	-15.0%	-12.7%
现值	435	615	795	965
前值	71	103	130	156
发电量(亿千瓦时) 上调幅度	-	-22.1%	-17.4%	-14.4%
现值	71	81	108	134
前值	0.48	0.49	0.48	0.48
光伏平均上网电价(元/千瓦) 上调幅度	-	-8.5%	-10.2%	-11.3%
现值	0.48	0.46	0.45	0.45
前值	57.0%	58.3%	57.8%	57.6%
毛利率(%) 上调幅度	-	-4.1pct	-3.9pct	-3.8pct
现值	57.0%	54.1%	53.9%	53.9%
前值	8.0	13.6	16.4	18.8
归母净利润(亿元) 上调幅度	-	-27%	-13%	-7%
现值	8.0	10.0	14.2	17.5

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

表3: 可比公司估值表(更新至2024年4月17日)

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE 加权 (23A)	投资 评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E		
600905.SH	三峡能源	4.9	1,391.0	0.3	0.3	0.3	0.4	19.4	18.9	15.2	13.1	9.2%	买入
001289.SZ	龙源电力	18.6	1,556.6	0.6	0.7	1.0	1.1	31.9	25.6	18.4	17.1	9.1%	增持
600483.SH	福能股份	10.6	270.4	1.3	1.0	1.2	1.2	7.9	10.3	9.0	8.6	12.5%	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2625	292	541	491	491	营业收入	3082	3328	3706	4871	5975
应收款项	5562	6159	6860	2002	818	营业成本	1149	1431	1700	2246	2756
存货净额	5	44	26	51	78	营业税金及附加	44	39	41	54	66
其他流动资产	707	305	630	779	896	销售费用	1	4	4	5	6
流动资产合计	8999	6889	8148	3415	2377	管理费用	228	262	360	440	515
固定资产	19306	19986	26163	31716	39656	财务费用	840	788	590	612	645
无形资产及其他	90	145	186	228	271	投资收益	50	145	145	145	145
投资性房地产	3276	4045	4045	4045	4045	资产减值及公允价值变动	(26)	(71)	(113)	(133)	(191)
长期股权投资	1024	867	1126	1292	1381	其他收入	23	40	111	118	119
资产总计	32694	31933	39669	40696	47731	营业利润	867	918	1155	1643	2060
短期借款及交易性金融负债	1366	1898	4940	2586	5992	营业外净收支	25	56	56	76	56
应付款项	1506	1011	1373	1886	2379	利润总额	892	974	1211	1720	2116
其他流动负债	3045	1915	4900	6204	7284	所得税费用	102	114	139	198	243
流动负债合计	5917	4824	11213	10676	15654	少数股东损益	57	58	72	102	126
长期借款及应付债券	17574	17299	17899	18498	19396	归属于母公司净利润	732	802	1000	1419	1747
其他长期负债	374	416	551	649	740						
长期负债合计	17948	17715	18451	19147	20137	现金流量表 (百万元)					
负债合计	23864	22539	29664	29824	35791	净利润	732	802	1000	1419	1747
少数股东权益	458	451	492	550	622	资产减值准备	27	44	22	20	28
股东权益	8371	8943	9513	10322	11318	折旧摊销	933	1086	1358	1562	1863
负债和股东权益总计	32694	31933	39669	40696	47731	公允价值变动损失	27	44	22	20	28
						财务费用	840	788	590	612	645
关键财务与估值指标						营运资本变动	(1850)	(1858)	2339	6501	2611
每股收益	0.37	0.40	0.50	0.71	0.87	其它	3175	2036	464	505	544
每股红利	0.00	0.17	0.22	0.31	0.38	经营活动现金流	3045	2155	5205	10029	6820
每股净资产	4.19	4.48	4.76	5.17	5.67	资本开支	(3659)	(2081)	(7598)	(7178)	(9875)
ROIC	6.57%	5.30%	5%	6%	7%	其它投资现金流	778	10	(1)	(1)	(1)
ROE	8.74%	8.97%	10.51%	13.75%	15.43%	投资活动现金流	(3529)	(2856)	(7858)	(7344)	(9965)
毛利率	63%	57%	54%	54%	54%	权益性融资	2694	0	0	0	0
EBIT Margin	55%	49%	46%	46%	46%	负债净变化	3269	(274)	600	599	898
EBITDA Margin	85%	82%	83%	78%	77%	支付股利、利息	0	(347)	(430)	(610)	(751)
收入增长	62%	8%	11%	31%	23%	其它融资现金流	(2753)	(412)	3042	(2354)	3405
净利润增长率	80%	10%	25%	42%	23%	融资活动现金流	2534	(1634)	2902	(2735)	3144
资产负债率	74%	72%	76%	75%	76%	现金净变动	2061	(2333)	250	(50)	0
股息率	0.0%	3.0%	3.7%	5.2%	6.4%	货币资金的期初余额	564	2625	292	541	491
P/E	16.1	14.7	11.8	8.3	6.7	货币资金的期末余额	2625	292	541	491	491
P/B	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0	企业自由现金流	0	(1411)	(2383)	2868	(2971)
EV/EBITDA	13.6	12.6	13.5	10.9	10.3	权益自由现金流	0	(2097)	736	571	762

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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。本报告仅供我公司客户使用，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