

聚焦优质风光资源，装机成长空间广阔

2025 年 1 月 23 日

核心观点

- **公司持续聚集优质风光资源，装机扩张带动业绩提升。**公司于 2020 年 8 月完成重大资产重组，置入“国开新能源”100%股权，置出原有百货零售资产。重组后，公司专注优质风光资源开发运营。2023 年公司光伏、风电收入占比分别为 55.43%、41.15%。“十四五”以来公司风光装机容量高速增长，2020-2024H1，公司装机容量由 1916MW 增至 4767MW（其中风电 1390MW，光伏 3251MW），年化增速 29.76%。受益于装机规模持续扩张，公司收入和净利润呈现快速增长，2023 年公司实现营业收入 33.28 亿元，归母净利润 8.02 亿元，2021-2023 三年复合增速分别达到 34.76%/142.84%。
- **我国新能源装机增长空间大，电价下行压力有望缓解。**“双碳”目标引领我国新能源装机快速增长，累计装机从 2019 年的 414GW 增长至 2024 年 11 月末的 1311GW（其中风电 492GW、光伏 818GW），占发电累计装机的比例从 21%提升至 41%。国际能源署预计 2024-2030 年新能源新增装机规模将达 3097GW（其中风电 539GW、光伏 2558GW），新能源发电量占比有望在 2030 年接近 40%。同时，电价下行压力在政策与市场机制的优化下逐步缓解。2024 年广西率先推出政府授权合约，将新能源电价稳定在 0.38 元/千瓦时，减少现货市场波动风险，为其他省份提供了可复制的政策样本。此外，非水电消纳责任权重上调、碳市场扩容等措施有望推动绿电环境价值持续兑现。随着碳价上涨与电碳市场的深度联动，绿电溢价已初见成效，进一步对冲电价下行压力，为新能源发电企业的长期收益提供保障。
- **公司盈利能力优于同行，丰富核准装机打开成长空间。**尽管受电价持续下行的影响，公司凭借消纳条件良好、具备电价优势的优质项目布局，2023 年公司风电、光伏毛利率分别为 63.9%、52.4%，分别领先可比公司平均水平 5pct、7.5pct。公司在京津冀、长江经济带及珠三角等电力消纳优越的地区持续推进核准装机规模增长，2024H1 公司累计核准装机达到 6958MW，占在运装机比例为 146%，打开公司装机长期增长空间。
- **积极布局源网荷储一体化、绿电+、智能算力等，打开第二成长曲线。**公司探索开展源网荷储一体化、零碳示范区等开发模式；挖掘绿电产业链延伸价值，探索绿电+氢能+甲醇/氨/航油等绿色产品开发模式，提高绿电附加值。在产业协同创新方面，公司依托金开供应链与金开智维，纵向拓展产业链上下游，发挥“资本+实业”优势，成为清洁能源行业资源整合型企业，并协同在新能源产业布局，挖掘产业链中优质企业开展股权类投资。在创新投资机会挖掘方面，持续关注对接产业优质资源包括钙钛矿新型电池、电池正/负极材料、智能算力设施等优质标的，以股权形式优化主业强链、补链、延链。
- **投资建议：**预计公司 24-26 年归母净利润分别为 8.17、9.08、11.13 亿元，对应当前 PE 分别为 12.5x、11.3x、9.2x。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**装机增长不及预期的风险；上网电价下调的风险；可再生能源补贴回款风险等。

主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3327.75	3564.27	4005.35	4602.69
收入增长率%	7.96	7.11	12.37	14.91
归母净利润(百万元)	802.35	817.19	908.19	1113.47
利润增速%	9.54	1.85	11.14	22.60
毛利率%	56.99	54.26	52.43	52.53
摊薄 EPS(元)	0.40	0.41	0.45	0.56
PE	12.77	12.54	11.28	9.20

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

金开新能 (600821.SH)

推荐 首次评级

分析师

陶贻功

☎: 010-8092-7673

✉: taoyigong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030001

梁悠南

☎: 010-8092-7656

✉: liangyounan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523070002

研究助理: 马敏

✉: mamin_yj@chinastock.com.cn

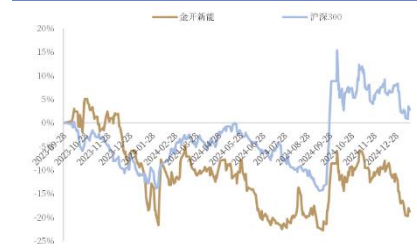
市场数据

2025-01-16

股票代码	600821
A 股收盘价(元)	5.13
上证指数	3,236.03
总股本(万股)	199,726
实际流通 A 股(万股)	199,726
流通 A 股市值(亿元)	102

相对沪深 300 表现图

2025-01-16



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

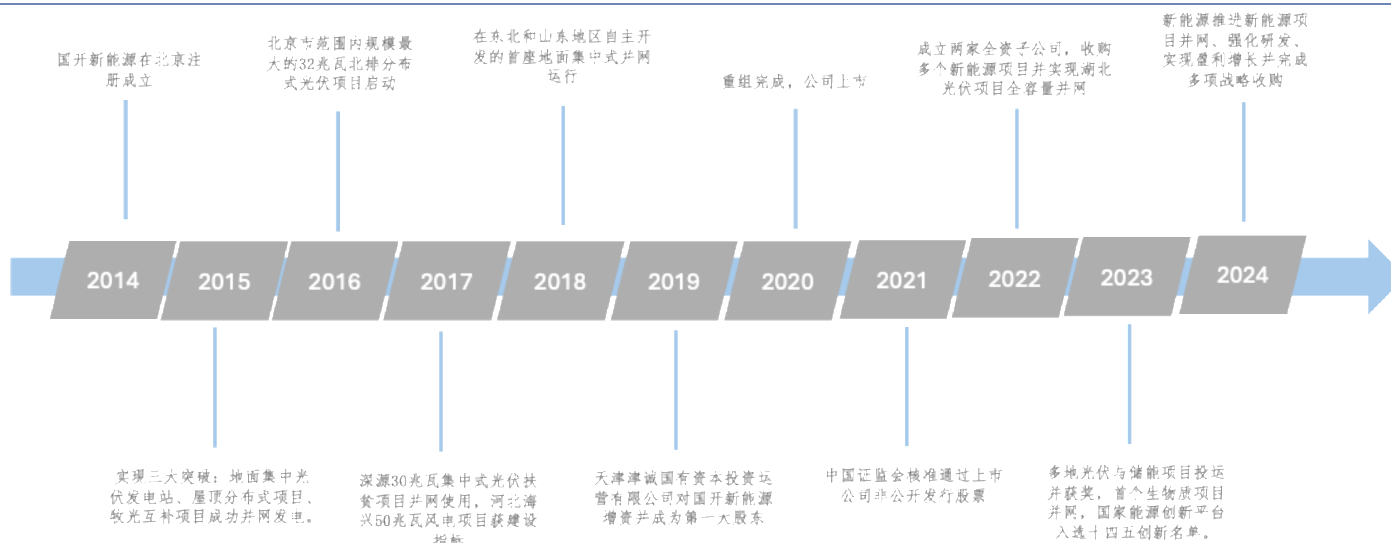
目录

Catalog

一、 聚焦优质风光资源，装机业绩高速增长	3
（一） 转型为新能源企业，股东资源支持公司发展	3
（二） 装机规模持续扩张，带动业绩快速增长	4
（三） 财务结构持续优化，分红、回购等方式积极回报股东	5
二、 新能源装机增长空间大，电价压力有望缓解	8
（一） 新能源快速发展，预计基准情形下 24-30 年新增装机 3097GW	8
（二） 政府授权合约及环境价值提升有望缓解电价下行压力	11
三、 核准装机打开成长空间，拓展第二成长曲线	14
（一） 盈利能力领先可比公司，丰富核准装机打开成长空间	14
（二） 积极布局源网荷储一体化、绿电+、智能算力等，打开第二成长曲线	16
四、 盈利预测与估值	17
（一） 盈利预测	17
（二） 相对估值	18
（三） 绝对估值	18
五、 风险提示	20

（一）转型为新能源企业，股东资源支持公司发展

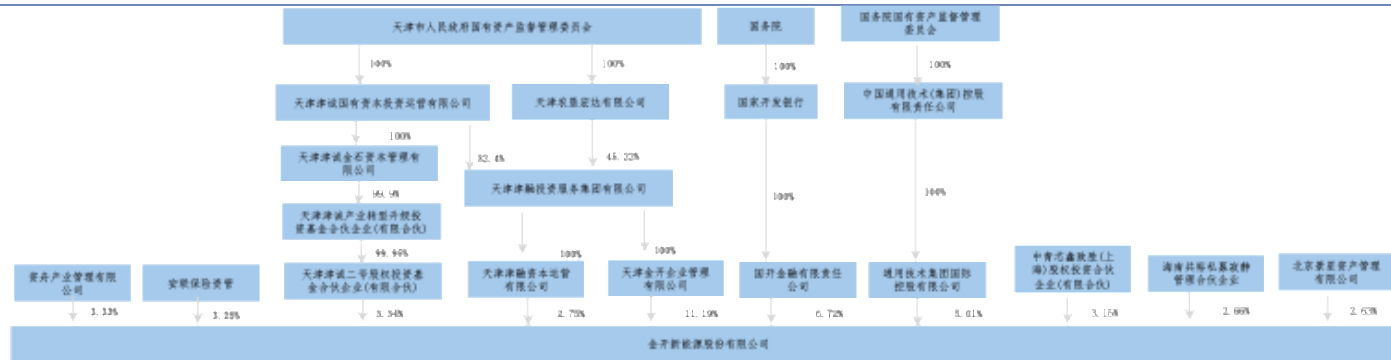
图1: 金开新能发展历程



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

天津国资委是公司实际控制人，同时国开行背景增强了公司资金实力。截至 2024 年第三季度，公司实际控制人为天津市人民政府国有资产监督管理委员会，通过其全资子公司天津津融国信资本和天津金开企业管理有限公司合计持股 13.94%。国开金融作为国家开发银行的全资子公司，持股 6.72%，是公司第二大股东。国开金融作为国开行的非金融类投资平台，凭借国开行的政策支持，公司在资金实力和资源整合方面具备优势。此外，公司股权结构多元化，股东中包含新能源及新材料领域的龙头企业，为公司的长期发展提供了有力支持。

图2：金开新能股权结构（截至 2024Q3）

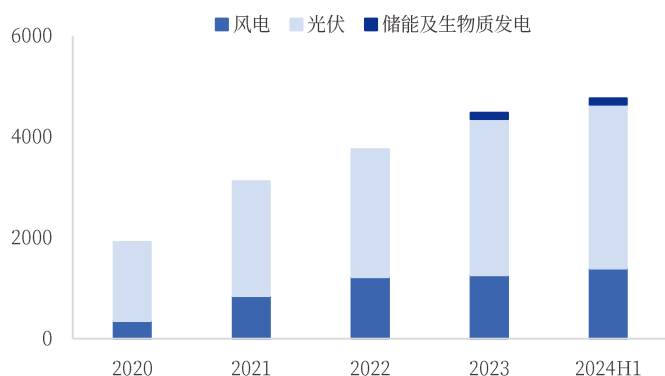


资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

（二）装机规模持续扩张，带动业绩快速增长

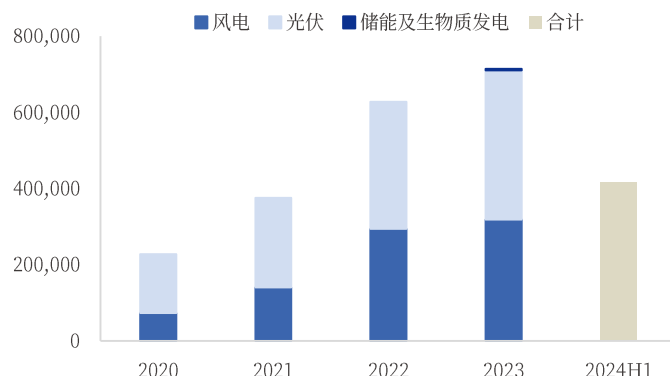
“十四五”以来，公司装机容量和发电量实现快速增长。截至 2024 年上半年，公司累计装机容量从 2020 年的 1916MW 增长至 4767MW，十四五以来年化复合增速 29.76%；其中风电装机容量由 349MW 增至 1390MW，年化复合增速 48.42%；光伏装机容量从 1567MW 增至 3251MW，年化复合增速 23.18%。发电量方面，公司总发电量从 2020 年的 22.81 亿千瓦时增长至 2023 年的 71.48 亿千瓦时。此外，公司自 2023 年起布局储能及生物质发电，为未来业务多元化发展奠定了坚实基础。

图3：公司 2020-2024H1 累计装机容量（MW）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

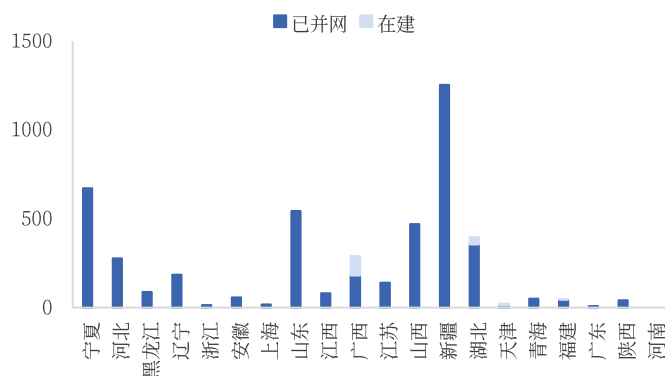
图4：公司 2020-2024H1 发电量（万 kWh）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

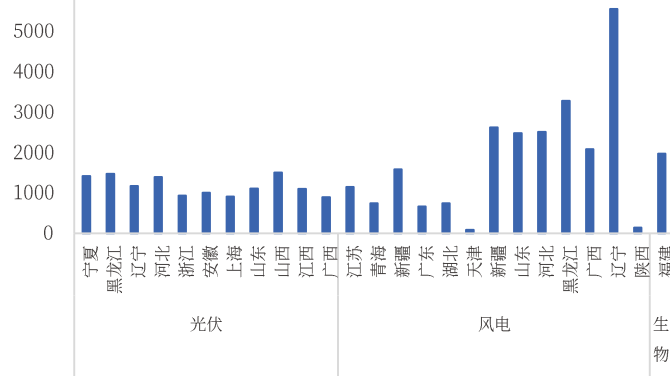
金开新能源的业务覆盖了全国 20 多个省份。截止 2023 年，公司装机容量合计达 4480MW，主要集中于新疆、宁夏、山东等光伏和风电资源丰富的地区，其中新疆并网装机容量最高，达到 1252.76MW，在建项目以广西和部分中西部地区为主。在可利用小时数方面，公司光伏/风电平均利用小时数达 1171 小时/1815 小时。此外，公司也在积极发展生物质能项目，逐步构建多元化的能源结构。

图5：公司 2023 年装机容量（MW）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图6：公司 2023 年装机可利用小时数

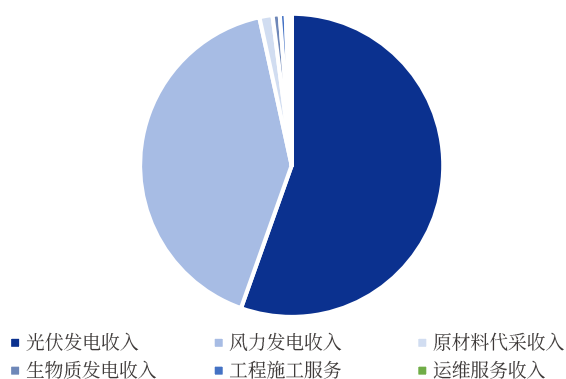


资料来源：Wind、中国银河证券研究院

（三）财务结构持续优化，分红、回购等方式积极回报股东

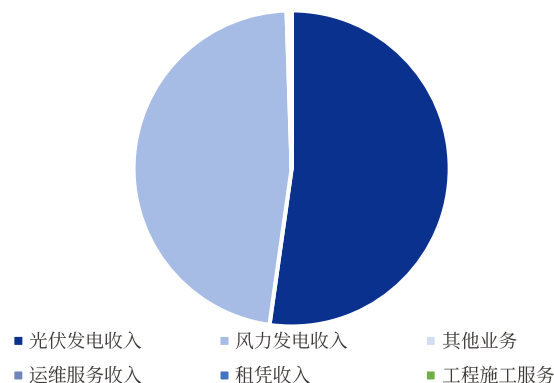
持续聚焦光伏发电和风力发电两大主营业务，2023 年光伏/风电营收占比分别为 55.44%/41.16%。2023 年，公司光伏发电和风力发电营业收入分别为 18.4 亿元和 13.7 亿元，毛利分别为 9.7 亿元和 8.7 亿元，毛利占比分别达到 51%和 46%。此外，公司在生物质发电、原材料采购、运维服务和工程施工服务等领域收入合计占比 3.4%，为主营业务提供了进一步的补充支持。

图7：公司 2023 年营收占比



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

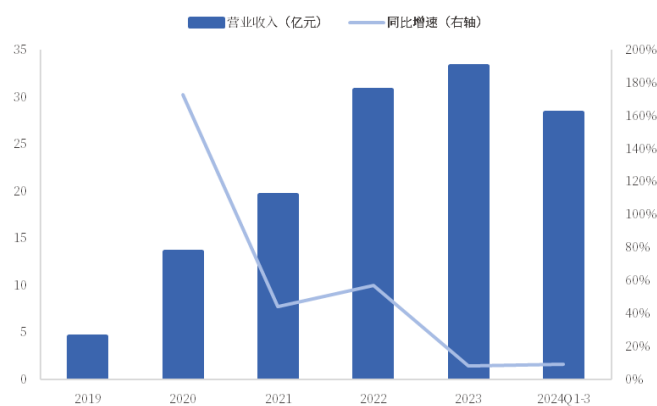
图8：公司 2023 年毛利占比



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

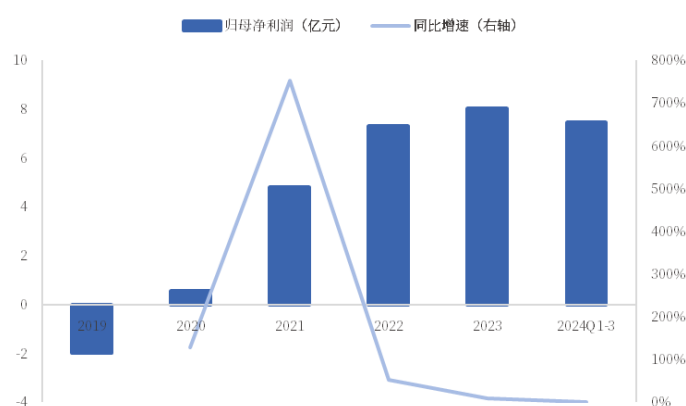
受益于公司装机容量和发电量实现快速增长，营业收入与归母净利润保持稳定增长。2019-2023 年，公司营业收入从合并调整后的 4.6 亿元增长至 33.28 亿元，年化增速为 64%；2024 年前三季度实现营业收入 28.3 亿元，同比增速 9%。归母净利润由 2019 年的合并调整后-2 亿元实现扭亏为盈，2023 年增至 8.02 亿元，三年复合增速达 142.84%；2024 年前三季度归母净利润为 7.5 亿元，同比增长 1%。

图9：公司 2019-2024 年三季度营收及同比



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图10：公司 2019-2024 年三季度归母净利润

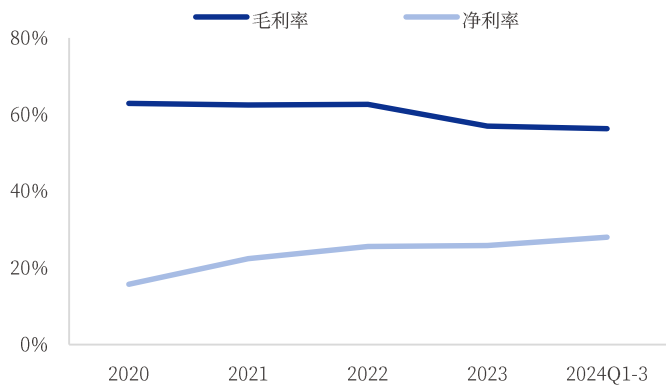


资料来源：Wind、中国银河证券研究院

期间费用率优化对冲毛利率下降，净利率实现稳步增长。2020-2023 年，公司毛利率从 62.95% 下降至 56.99%，毛利率下降主要受新能源电站建设成本上升、市场电价波动及补贴退坡影响，同时固定资产折旧和运营成本增加也进一步压缩毛利空间。同期，净利率从 15.79% 提升至 25.86%，期间费用率由 46.39% 下降至 31.20%。其中，2022 年因电站项目增加导致贷款规模扩大，利息支出上

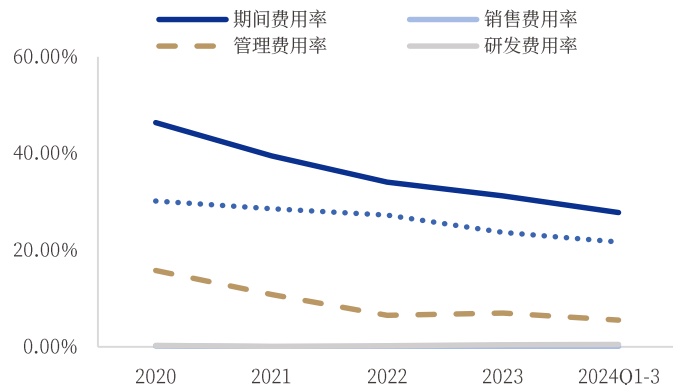
升推高财务费用，但公司通过融资置换及利率调降等措施有效控制成本，使得 2023 年至 2024 第三季度财务费用率继续下降。2024 年前三季度，毛利率为 56.35%，净利率提升至 28.01%，期间费用率进一步降至 27.75%。

图11：公司 2020-2024Q1-3 年三季度毛利率、净利率



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

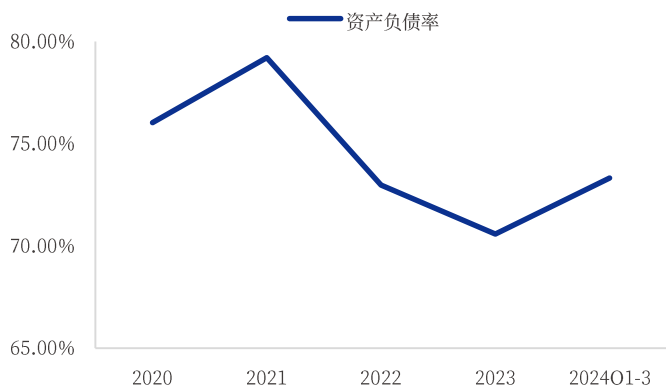
图12：公司 2019-2024 年三季度期间费用率



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

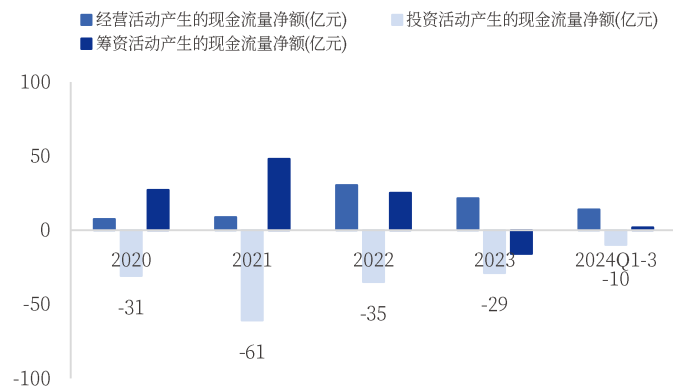
资产负债率稳步下降，现金流表现稳定。 公司资产负债率从 2020 年的 76.04% 上升至 2021 年的 79.22%，主要系公司扩张新能源业务，随后逐步下降至 2023 年的 70.58%，显示公司偿债能力提升，财务风险减少，期间，经营活动现金流量净额在 2021 年达到 48.17 亿元的高点后逐步回落，2023 年减少主要由于上年同期收到的增值税留抵退税金额较大，报告期内退税金额减少，以及支付供应链业务采购金额、员工薪酬和各项税费增加所致；投资活动现金流量净额从 -31 亿元至 -35 亿元；筹资活动现金流量净额则从 61 亿元下降至 -29 亿元，显示出公司融资强度有所降低。2024 年第三季度，资产负债率为 73.33%，经营活动现金流量净额为 1.90 亿元，投资活动现金流量净额降至 -10 亿元。

图13：公司资产负债率



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

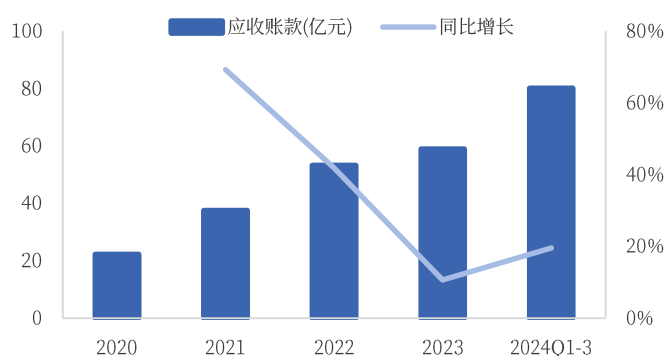
图14：公司现金流情况



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

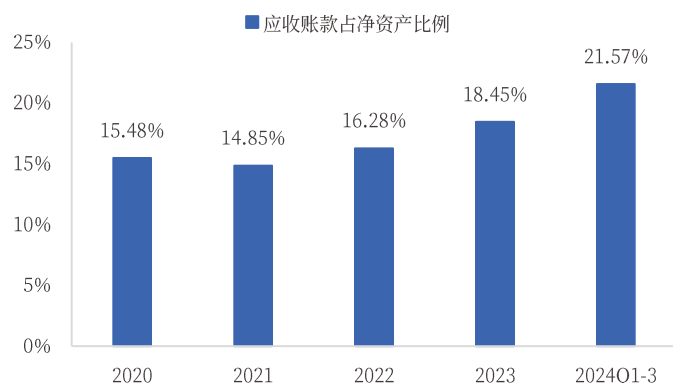
应收账款持续增长，占净资产比例逐步提升。 2020-2023 年，公司应收账款从 22.17 亿元增长至 58.90 亿元，占净资产比例从 15% 上升至 18%，增长主要来源于业务规模的快速扩张及新能源项目增加，同时供应链业务及国家可再生能源补贴应收增加进一步推动了应收账款的增长。2024 年前三季度，应收账款进一步增至 80.13 亿元，占净资产比例提升至 22%，同比增速为 19.58%。

图15: 公司应收账款及同比



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

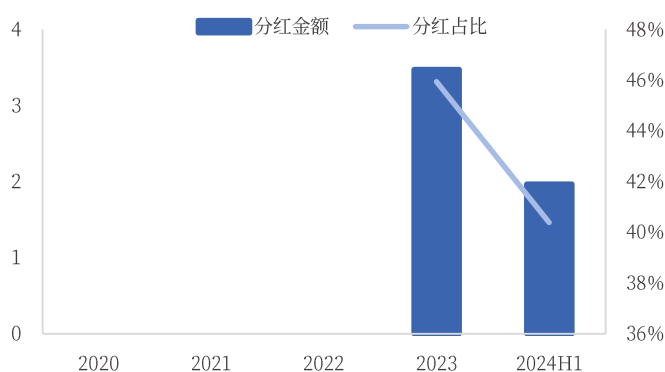
图16: 公司应收账款占净资产比例



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

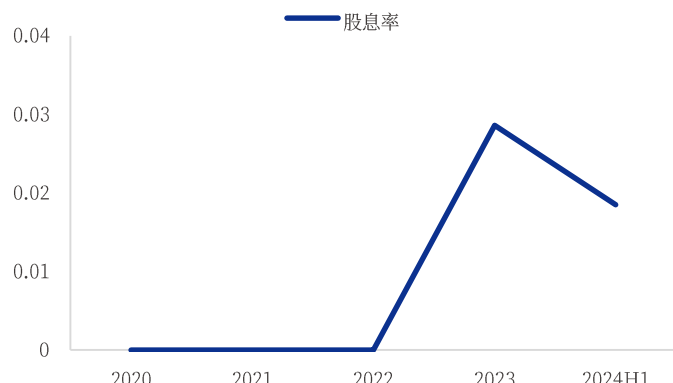
公司高度重视回报股东，制定合理的分红、回购政策，与股东共享发展成果。截至2024年10月底，公司共计回购股份2,993.85万股，占比总股本约1.5%，支付资金总额近1.7亿元。上半年分红+回购共占同期归母净利润70.85%，在营业业绩不断增长的背景下，公司积极实施分红政策，2023年现金分红金额为3.47亿元，占公司2023年度归属上市公司股东净利润的45.94%。2024年公司宣布进行中期利润分配，公司拟派发现金红利金额为1.97亿元，占2024年上半年度归属上市公司股东净利润40.38%。

图17: 公司年度现金分红金额（亿元）、分红占比（右轴）



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图18: 公司年度股息率



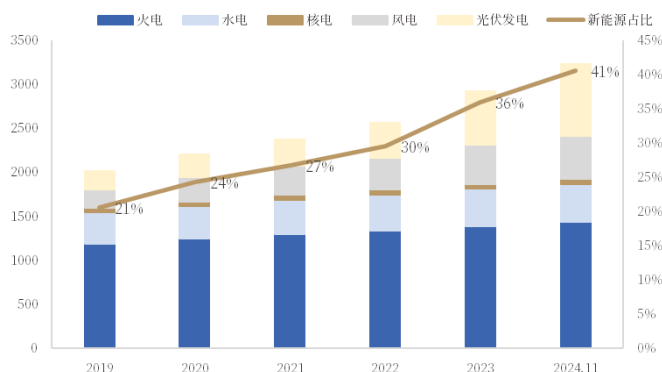
资料来源: Wind、中国银河证券研究院

二、新能源装机增长空间大，电价压力有望缓解

（一）新能源快速发展，预计基准情形下 24-30 年新增装机 3097GW

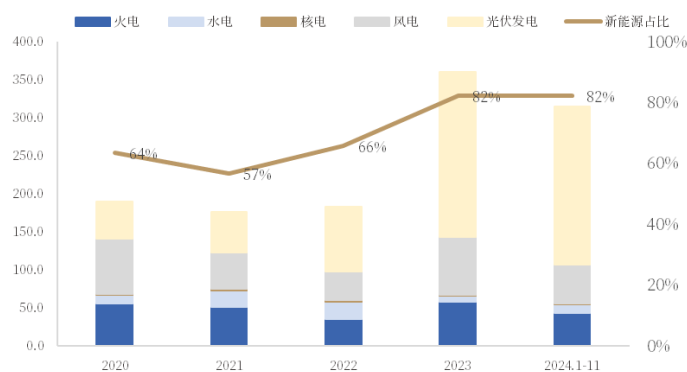
截至 2024 年 11 月末，我国新能源发电累计装机达到 1311GW，占比 41%。在我国双碳目标政策导向下，近年来新能源发展取得了显著成效，新能源发电累计装机从 2019 年的 414GW（其中风电 209GW、光伏发电 205GW）增长至 2024 年 11 月末的 1311GW（其中风电 492GW、光伏发电 818GW），占发电累计装机的比例从 21%提升至 41%。而从新增装机来看，新能源无疑是近年发电新增装机的主力军，2020 年-2024.1-11，新能源发电新增装机占发电新增装机的比例从 64%提升至 82%。

图19：我国发电累计装机结构（GW）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

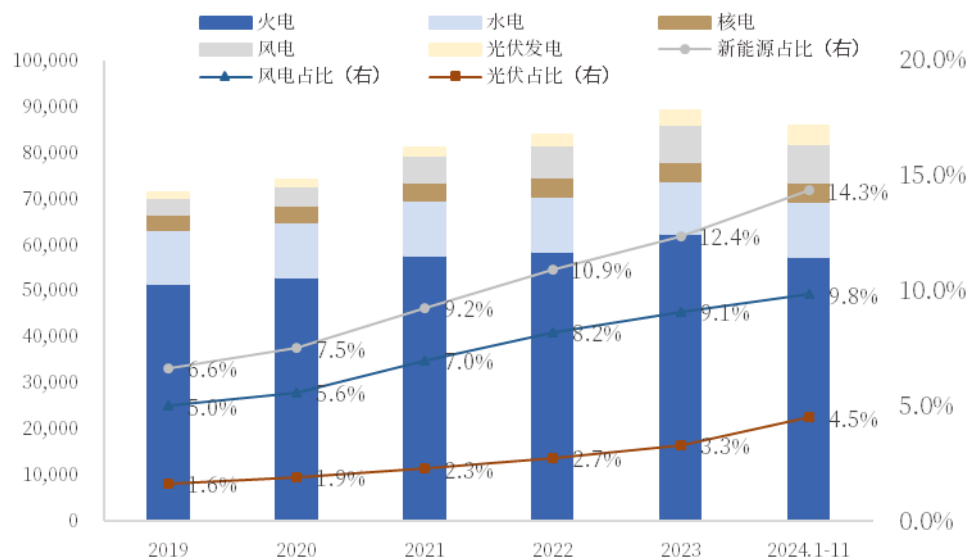
图20：我国发电新增装机结构（GW）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

2024 年 1-11 月，新能源发电量达到 12294 亿千瓦时，占比 14.3%。由于新能源发电利用小时数低于传统电源，因此，其发电量占比明显低于装机占比。2024.1-11，新能源发电量为 12294 亿千瓦时（其中风电 8438 亿千瓦时，光伏发电 3856 亿千瓦时），占整体发电量的比例达到 14.3%（其中风电占比 9.8%、光伏占比 4.5%），相较 2019 年已实现翻倍。

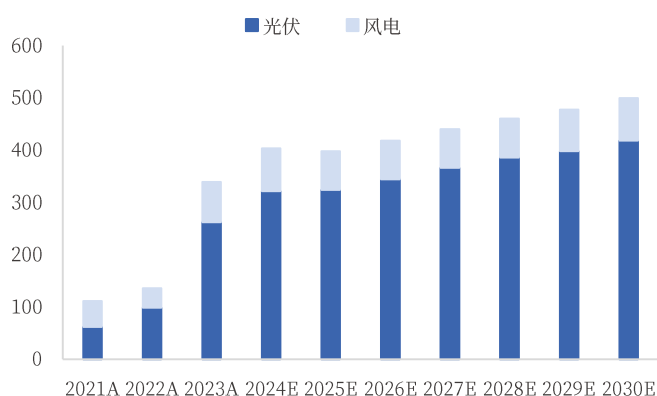
图21：我国发电量结构（亿千瓦时）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

预计基准情形下 2024-2030 年新能源新增装机规模为 3097GW。根据国际能源署 IEA《2024 年可再生能源报告》，在光伏组件价格大幅下降、融资利率处于低位，电力市场改革不断推进、绿电绿证交易体系持续完善的背景下，叠加整县推进、风光大基地等政策加持，预计国内新能源发电行业具备较大增长潜力。2024-2030 年，预计基准情形下新能源新增装机规模将达到 3097GW（其中光伏新增装机规模显著大于风电，为 2558GW；风电为 539GW）。在此基础上，如果考虑电网建设加强、电力市场改革等对新能源消纳情况的改善，那么在乐观情形下，我国风电、光伏新增装机规模将进一步提升，有望达到 3428GW（其中光伏 2795GW，风电 633GW），较基准情形增幅约 11%。

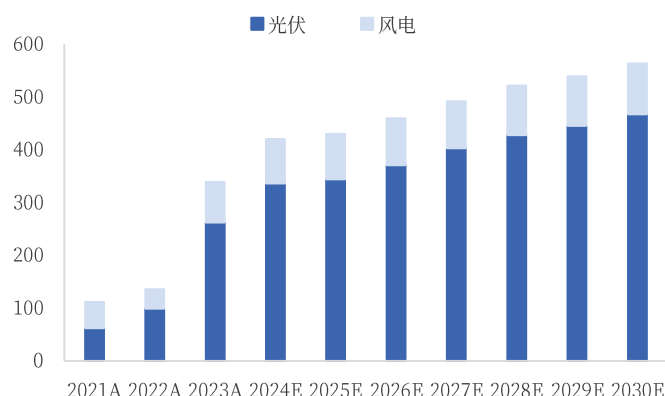
图22：基准情形下新能源新增装机预测（GW）



资料来源：IEA、中国银河证券研究院

注：IEA 统计中的光伏装机为直流侧（DC）数据，下同。

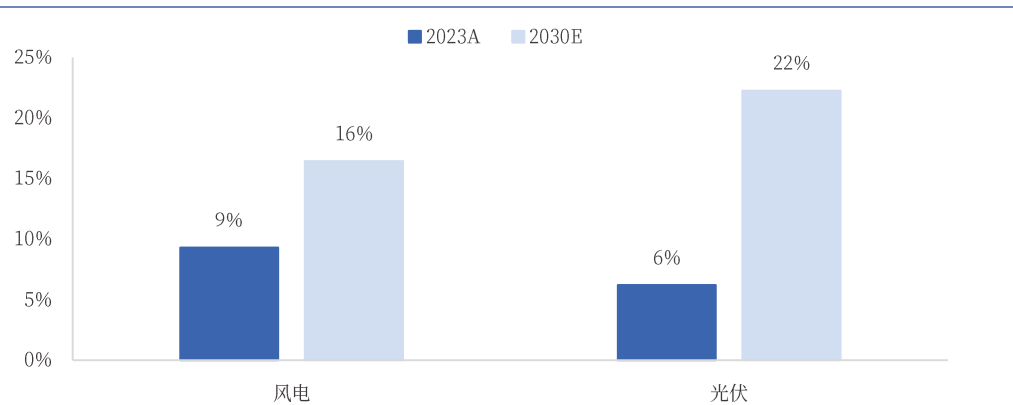
图23：乐观情形下新能源新增装机预测（GW）



资料来源：IEA、中国银河证券研究院

基准情形下，预计 2030 年国内新能源发电量占比有望接近 40%，是 2023 年的 2.5 倍。基于前述对新增装机容量的预测，IEA 预计到 2030 年我国新能源发电量占比将提升至 39%，是 2023 年的 2.5 倍。从结构上来看，由于光伏装机的快速增长，预计未来光伏发电量占比将超过风电，2030 年达到 22%。

图24：2030 年新能源发电量占比预测



资料来源：IEA、中国银河证券研究院

注：2023 年数据为 IEA 统计口径，或与国内数据存在一定差异。

（二）政府授权合约及环境价值提升有望缓解电价下行压力

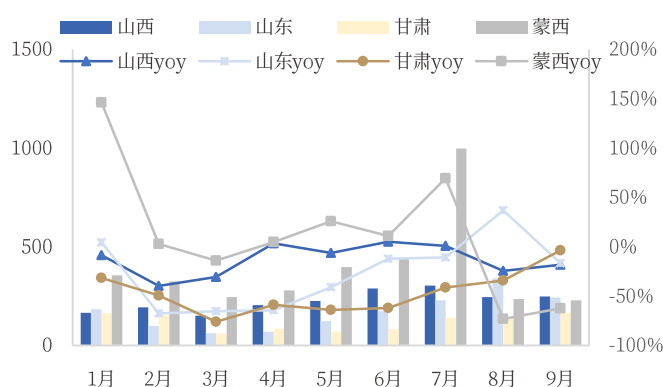
新能源入市导致电价承压，现货市场压力更甚。2022年1月28日，国家发改委、国家能源局发布《关于加快建设全国统一电力市场体系的指导意见》，提出到2030年新能源全面参与市场交易的发展目标。由于新能源出力曲线与用电负荷曲线在时间维度上存在较为明显的错配，且出力较难预测，面临更大的功率预测偏差风险，所以新能源参与市场往往会出现一定程度的折价。根据部分省份2024年电力交易方案，宁夏、云南、甘肃、广西等省份新能源中长期电价相较燃煤基准价出现0.03~0.15元/千瓦时的折价。而在现货市场，2024年前9个月，山西、山东、甘肃、蒙西光伏电价同比下降14.58%、24.07%、47.71%、11.79%，风电电价同比下降1.16%、12.88%、25.90%、3.29%。

表1：部分省份2024年新能源电价情况

省份	煤电基准价 (元/千瓦时)	2024年新能源电价政策	电价下降 (元/千瓦时)
宁夏	0.2595	优先部分执行0.2595/度，超过87%参与交易，最高0.182元/度	约0.068
黑龙江	0.3723	平价、低价风、光保障性小时分别按1950小时、1300小时确定，剩余电量及其他类型风、光项目全部进入市场交易	---
云南	0.3358	35%-45%的电量参与交易，交易价约0.15-0.27元/度	超0.03
青海	0.2277 (水)	新能源年度交易合约量不低于市场化总量的80%；谷电价(11:00-16:00, 5个小时)在平电价的基础上下浮不低于20%形成	---
甘肃	0.3078	全部参与交易，交易电价不高于0.1539元/度	超0.15
广西	0.4207	500小时以内按0.4207元/度结算，其余按0.38元/度结算	约0.025
河南	0.3779	除光伏扶贫，风光电量按不高于燃煤基准价参与交易	---
内蒙古	0.2829 (蒙西) 0.3035 (蒙东)	领跑者、低价光伏按1500小时，常规光伏按250小时按基准价(竞价)结算，超出部分参与市场化交易	---

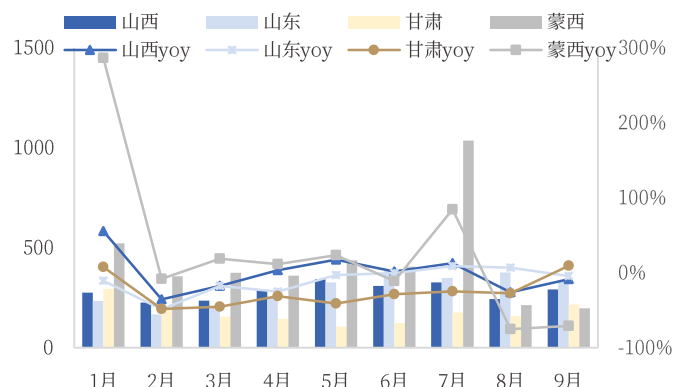
资料来源：智汇光伏、中国银河证券研究院

图25：现货省份光伏月度现货均价 (元/MWh)



资料来源：兰木达电力现货、中国银河证券研究院

图26：现货省份风电月度现货均价 (元/MWh)



资料来源：兰木达电力现货、中国银河证券研究院

针对电价下行，边际改善一：广西授权合约推出，未来有望在其他省份推广，带来稳电价预期。

2024年广西推出政府授权合约，根据国家能源局南方监管局印发的《2024年广西电力市场交易实施方案》，集中式风电、光伏发电企业执行政府授权合约机制，政府授权合约价格为0.38元/千瓦时。《实施方案》将用户侧均价与0.38元/千瓦时进行比较，若大于0.38元/千瓦时，将对新能源场站交易价格进行部分回收；若小于0.38元/千瓦时，将对新能源场站交易价格进行部分补偿；从而有助于新能源市场化电量的最终价格稳定在0.38元/千瓦时附近。政府授权合约的推出降低了新能源在现货市场的风险敞口，即合约电量最终的结算电价基本稳定在合约价格附近，仅合约未覆盖的

小部分电量按现货价格进行结算，从而稳定新能源的电价预期，保障其合理收益。我们认为广西推出政府授权合约释放了积极的信号，也为其他省份提供了参考，更大范围的新能源稳电价政策值得期待。

表2：不同情景下采用政府授权合约机制的新能源市场化电价测算（元/MWh）

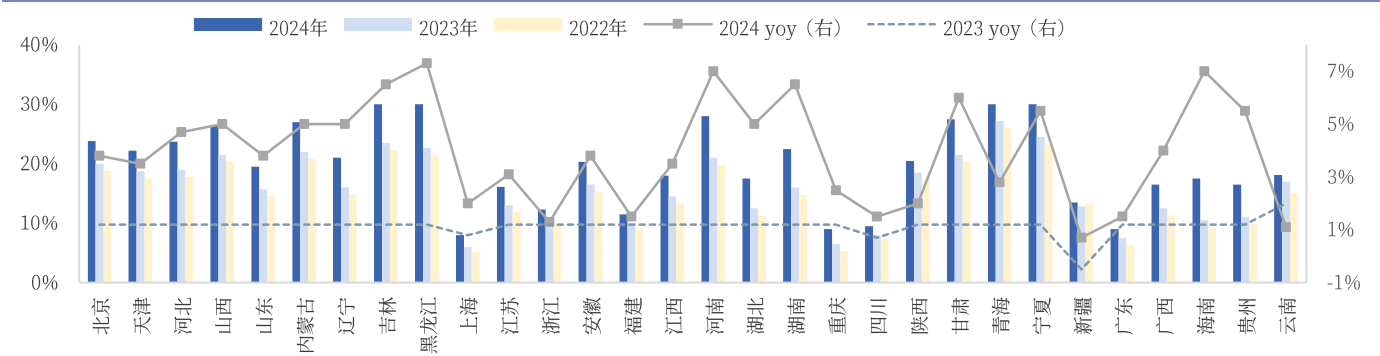
情景分类		合约价格	用户侧月度均价 (对标价格)	新能源场站月度均价	Kc	度电回收/补偿价格	市场化电量最终价格
对标价格≥合约价格		380	437	402	0.920	-52.44	349.60
		380	437	415	0.950	-54.15	361.00
		380	437	437	1.000	-57.00	380.00
		380	437	459	1.050	-59.85	399.00
		380	437	472	1.080	-61.56	410.40
对标价格<合约价格	Kc<1	380	323	297	1.087	82.84	380.00
		380	323	307	1.053	73.15	380.00
	Kc≥1	380	323	323	1.000	57.00	380.00
		380	323	339	0.952	54.29	393.44
		380	323	349	0.926	52.78	401.62

资料来源：《2024 年广西电力市场交易实施方案》、中国银河证券研究院

针对电价下行，边际改善二：节能降碳政策频出，绿电环境价值持续兑现。

➢ 2024 年非水电消纳责任权重明显上调，且消纳责任权重向重点用能单位分解，有利于激发用户侧消费绿电的积极性。2024 年 5 月 29 日，国务院印发《2024—2025 年节能降碳行动方案》，规划到 2025 年底，全国非化石能源发电量占比达到 39%左右，而 2024 年 1-9 月，我国非火电发电量占比约为 33%，距离完成目标仍存 6pct 的提升空间。此外，《方案》也对高耗能项目的非化石能源消费比例进行了规定，即“十四五”后两年新上高耗能项目的非化石能源消费比例不得低于 20%，鼓励地方结合实际提高比例要求。随后在 2024 年 8 月 2 日，国家发改委、国家能源局印发《关于 2024 年可再生能源电力消纳责任权重及有关事项的通知》，《通知》对各省/区 2024 年非水电消纳责任权重进行了明显上调，上调幅度在 0.7~7.3pct，明显高于 2023 年的-0.5~2.0pct；且首次将消纳责任权重向高耗能企业进行分解，各地电解铝企业 2024 年绿电消费比例在 21%~70%。我们认为上述政策一方面提高了强制消费绿电的比例，另一方面也更利于压实主体责任，引导用户侧重视绿电消费。

图27：2022-2024 年非水电消纳责任权重



资料来源：国家发改委、国家能源局、中国银河证券研究院

- **碳配额收紧叠加碳市场扩容催化碳价上涨。**目前，我国强制碳市场仅纳入发电行业，每个履约周期碳配额呈现收紧态势。以 300MW 等级以上常规燃煤机组为例，2021/2022 年的配额分配基准值分别为 0.8218/0.8177，年均下降 0.5%；而 2023/2024 年的基准值分别为 0.7950/0.7910，2023 年同比口径下（计算方法和管控范围变化导致基准值不具有直接可比性）下降 1% 左右，降幅有所扩大，2024 年较 2023 年继续保持 0.5% 的下降幅度。此外，基于发电行业纳入碳市场的经验积累，2024 年 9 月 9 日，生态环境部发布《全国碳排放权交易市场覆盖水泥、钢铁、电解铝行业工作方案（征求意见稿）》，明确 2024 年为水泥、钢铁、电解铝行业首个管控年度，2025 年底前完成首次履约工作；预计新增重点排放单位约 1500 家，覆盖排放量新增加约 30 亿吨。对比来看，前两个履约周期共纳入重点排放单位 2162/2257 家，年覆盖 CO₂ 排放量约 45 亿吨/超 50 亿吨，此次扩容有望带动我国碳市场规模显著扩大。随着碳配额收紧和碳市场扩容，我们预计碳价中枢将进入上行通道。截至 2024 年 10 月 24 日，全国碳市场碳排放配额收盘价已达到 104.04 元/吨，但相比较为成熟的欧盟市场 63 欧元/吨的价格仍存在较大差距。

图28：全国碳市场碳排放配额(CEA):收盘价



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

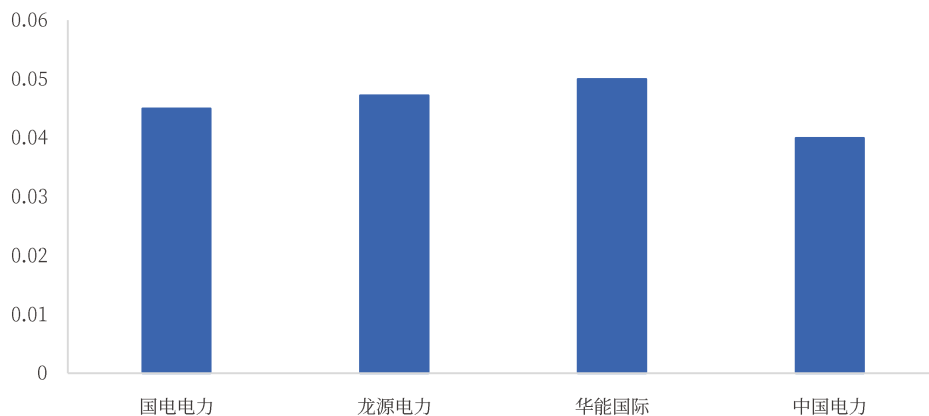
图29：欧盟碳价（欧元/吨）



资料来源：Trading Economics、中国银河证券研究院

- **电碳市场衔接加强的趋势下，碳价上涨有力支撑绿电溢价走阔，对冲电价下行压力。**目前，上海、北京、天津等地均已认可外购绿电的排放因子为 0，增加绿电消费比例有利于降低控排企业的碳排放，因此，碳价上涨将有力支撑绿电溢价走阔，而绿电环境价值的兑现有望对冲电价下行的压力。从绿电上市公司的交易结果来看，24H1 绿电溢价普遍在 4-5 分/千瓦时，环境价值有待未来进一步释放。

图30：主要绿电企业/火转绿企业绿电交易溢价（元/千瓦时）



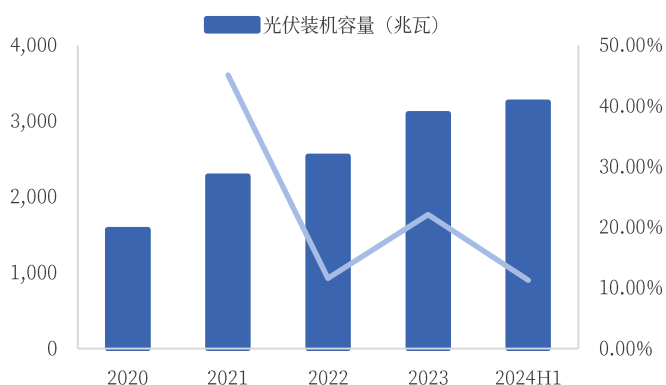
资料来源：相关公司公告、中国银河证券研究院

三、核准装机打开成长空间，拓展第二成长曲线

（一）盈利能力领先可比公司，丰富核准装机打开成长空间

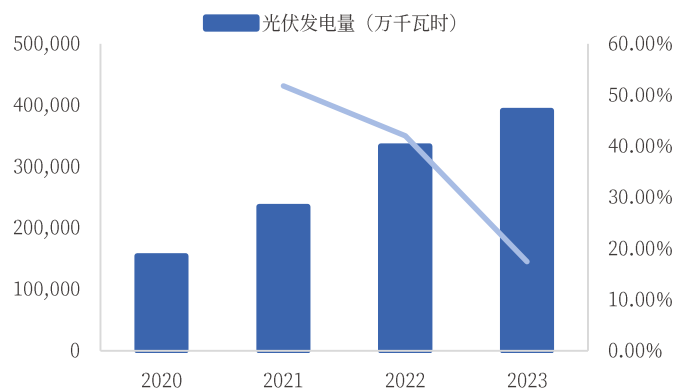
“十四五”以来，光伏业务保持稳健增长，装机容量年化复合增速达到 23%。至 2024 年上半年，光伏装机容量累计达到 3,251MW，2020-2024 上半年复合增长率约为 23%。光伏发电量从 2020 年的 154701 万千瓦时增长至 2023 年的 391586 万千瓦时，年化复合增长率约为 36%。

图31：公司光伏装机容量



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

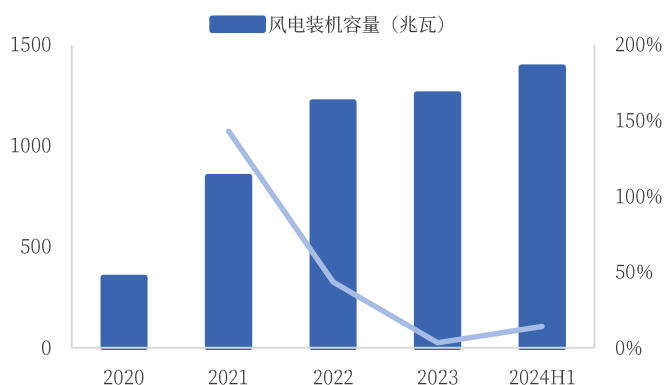
图32：公司光伏发电量



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

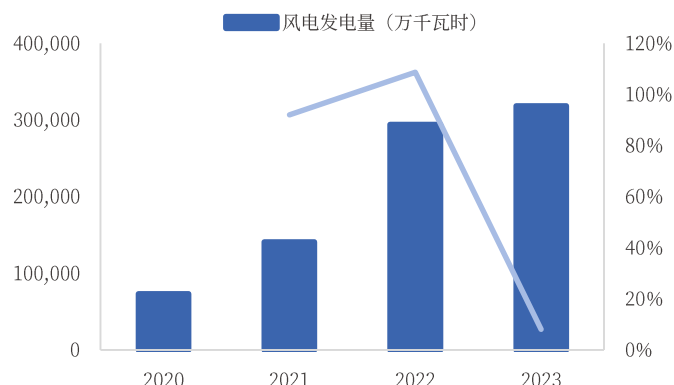
“十四五”以来，风电业务高速发展，装机容量年化复合增速高达 48%。2020-2023 年，公司风电装机容量实现快速增长，累计装机容量从 2020 年的 349MW 增长至 2023 年的 1,257MW，年化复合增速达 48%。2024 年上半年装机容量进一步增至 1,390MW，同比增速为 14.22%。从发电量来看，风电发电量从 2020 年的 73452 万千瓦时增长至 2023 年的 318425 万千瓦时，年化复合增速达 63%。

图33：公司风电装机容量



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

图34：公司风电发电量

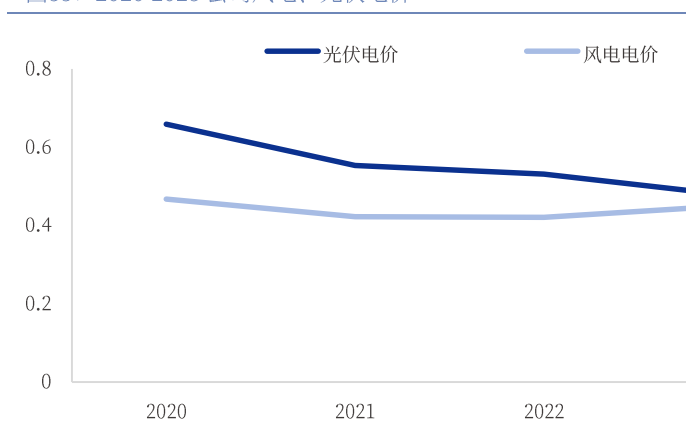


资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

风电电价相对稳定，光伏电价承压明显。2020 至 2023 年，公司风电与光伏电价均有所下降，

其中,光伏电价的下降尤为显著,主要受到近年来新增平价项目增多及新能源入市比率提升的影响。光伏电价从 0.659 元/kWh 降至 0.476 元/kWh, 年均复合下降率为 10%; 风电电价则从 0.467 元/kWh 小幅下降后回升至 0.451 元/kWh。

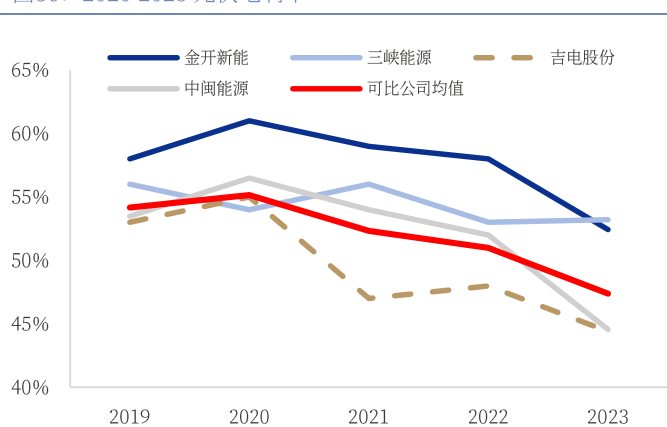
图35: 2020-2023 公司风电、光伏电价



资料来源: 公司公告、中国银河证券研究院

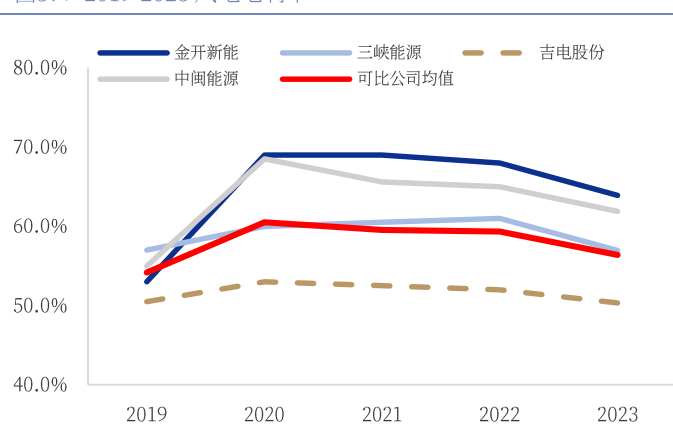
公司光伏与风电毛利率表现优异, 保持可比公司领先地位。2019 至 2023 年, 公司光伏毛利率始终处于行业前列, 并在 2020 年达到峰值 61%。受上网电价持续下行的影响, 2023 年光伏毛利率降至 52.44%, 但仍高于可比公司均值 5.05pct。风电方面, 公司盈利能力显著领先同行, 2023 年风电毛利率达到 63.89%, 高于可比公司 7.51pct。

图36: 2020-2023 光伏毛利率



资料来源: 公司公告、中国银河证券研究院

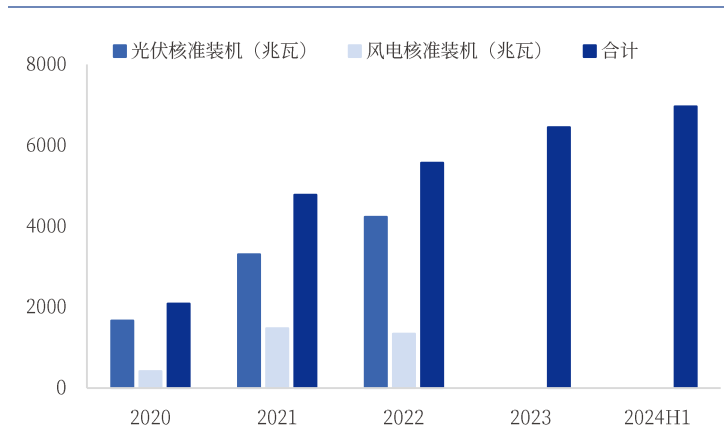
图37: 2019-2023 风电毛利率



资料来源: 公司公告、中国银河证券研究院

光伏与风电核准装机持续稳步增长。2020 至 2024 年上半年, 公司光伏与风电核准装机容量实现显著提升。截至 2024 年上半年, 光伏与风电核准装机容量累计达到 6,958 兆瓦, 占在运装机比例为 146%。

图38: 2020-2024H1 光伏、风电核准装机



资料来源: 公司公告、中国银河证券研究院

(二) 积极布局源网荷储一体化、绿电+、智能算力等，打开第二成长曲线

积极布局源网荷储一体化、绿电+、智能算力等，打开第二成长曲线。公司探索开展源网荷储一体化、零碳示范区等开发模式；挖掘绿电产业链延伸价值，探索绿电+氢能+甲醇/氨/航油等绿色产品开发模式，提高绿电附加值。在产业协同创新方面，公司依托金开供应链与金开智维，纵向拓展产业链上下游，发挥“资本+实业”优势，成为清洁能源行业资源整合型企业，并协同在新能源产业布局，挖掘产业链中优质企业开展股权类投资。在创新投资机会挖掘方面，持续关注对接产业优质资源包括钙钛矿新型电池、电池正/负极材料、智能算力设施等优质标的，以股权形式优化主业强链、补链、延链。

四、盈利预测与估值

（一）盈利预测

➤ 新能源发电

- a. 光伏发电：基于公司在建项目储备和投产节奏，我们假设 24-26 年光伏新增装机容量分别为 50、65、60 万千瓦。考虑新增并网导致的电网消纳压力，预计利用小时数有所下降。上网电价端，随着市场化交易占比提升和大规模平价项目并网，我们预计 24-26 年光伏上网电价分别为 0.435、0.420、0.410 元/千瓦时，同比-7.6%、-3.4%、-2.4%。发电成本方面，考虑光伏装机成本下行，预计 24-26 年度电成本分别 0.222、0.222、0.218 元/千瓦时。
- b. 风电：基于公司在建项目储备和投产节奏，我们假设 24-26 年风电新增装机容量分别为 20、35、40 万千瓦。考虑新增并网导致的电网消纳压力，预计利用小时数有所下降。上网电价端，随着市场化交易占比提升和大规模平价项目并网，我们预计 24-26 年风电上网电价分别为 0.416、0.405、0.400 元/千瓦时，同比-3.3%、-2.6%、-1.2%。发电成本方面，预计 24-26 年度电成本分别 0.159、0.164、0.162 元/千瓦时。

➤ 其他：

主要包括生物质、储能等业务，假设 24-26 年营收增速保持在 5%，毛利率保持在 48%。

基于上述假设，我们预计公司 24-26 年营业收入分别为 35.64、40.05、46.03 亿元，同比增长 7.1%、12.4%、14.9%；实现归母净利润 8.19、9.08、11.13 亿元，同比增长 1.9%、11.1%、22.6%；对应 EPS 分别为 0.41、0.45、0.56 元，2025 年 1 月 16 日收盘价对应的 PE 分别为 12.54x、11.28x、9.20x。

表3：金开新能营收拆分&预测

业务类型	项目	2023A	2024E	2025E	2026E
光伏	装机（万千瓦）	309.7	359.7	424.7	484.7
	利用小时数（h）	1390	1350	1320	1300
	发电量（亿 kWh）	39.16	45.18	51.77	59.11
	平均上网电价（元/kWh，不含税）	0.471	0.435	0.420	0.410
	收入（亿元）	18.44	19.66	21.74	24.24
	成本（亿元）	8.77	10.02	11.51	12.87
	毛利（亿元）	9.67	9.63	10.23	11.37
	毛利率	52.44%	49.0%	47.1%	46.9%
风电	装机（万千瓦）	125.7	145.7	180.7	220.7
	利用小时数（h）	2574	2620	2580	2550
	发电量（亿 kWh）	31.84	35.55	42.11	51.18
	平均上网电价（元/kWh，不含税）	0.430	0.416	0.405	0.400
	收入（亿元）	13.69	14.79	17.05	20.47
	成本（亿元）	4.94	5.66	6.89	8.29
	毛利（亿元）	8.75	9.13	10.16	12.18

	毛利率	63.89%	61.73%	59.60%	59.49%
其他	收入（亿元）	1.14	1.20	1.26	1.32
	成本（亿元）		5%	5%	5%
	毛利（亿元）	0.60	0.62	0.65	0.69
	毛利率	0.54	0.57	0.60	0.63
合计	营业收入（亿元）	33.28	35.64	40.05	46.03
	营业成本（亿元）	14.31	16.30	19.05	21.85
	毛利（亿元）	18.97	19.34	21.00	24.18
	毛利率	56.99%	54.26%	52.43%	52.53%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

（二）相对估值

- 选取三峡能源、龙源电力、太阳能、节能风电作为可比公司，公司估值水平低于可比公司平均，我们认为公司估值有提升空间。

表4：公司&可比公司估值水平（截至 2025 年 1 月 16 日）

代码	简称	股价	EPS				PE				PB（最新）
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
600905.SH	三峡能源	4.20	0.25	0.30	0.34	0.38	16.7	14.0	12.2	11.0	1.40
001289.SZ	龙源电力	14.97	0.75	0.92	1.02	1.14	20.0	16.3	14.6	13.1	1.73
000591.SZ	太阳能	4.45	0.40	0.44	0.48	0.52	11.0	10.0	9.2	8.6	0.74
601016.SH	节能风电	3.02	0.23	0.24	0.26	0.28	12.9	12.4	11.4	10.6	1.14
	平均数						15.2	13.2	11.9	10.8	1.3
600821.SH	金开新能	5.13	0.40	0.41	0.45	0.56	12.8	12.5	11.4	9.2	1.11

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

（三）绝对估值

我们采用三阶段 DCF 法进行绝对估值。第一阶段为 2024-2026 年，参照本节及附录中盈利预测；第二阶段为 2027-2029 年，我们假设过渡期增长率为 5%；第三阶段为 2029 年以后，我们假设永续增长率为 1.5%。我们对永续增长率和贴现率两个参数进行敏感性分析，在二者正负波动 0.05% 的情况下，公司合理每股价值区间为 4.90-9.11 元，对应市值 98-182 亿元。

表5：基本假设及关键参数

估值假设	参数设置
预测期年数	3
过渡期年数	3
过渡期增长率	5.00%
永续增长率	1.50%
贝塔值 (β)	0.79
无风险利率 (Rf)	1.65%
市场预期收益率 (Rm)	5.00%
有效税率 (T)	15.00%
债务资本成本 Kd	4.18%
债务资本成本比重 Wd	68.84%

股权资本成本 Ke	4.30%
加权平均资本成本 WACC	3.78%

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

表6：绝对估值敏感性分析

目标价		折现率						
		3.63%	3.68%	3.73%	3.78%	3.83%	3.88%	3.93%
永续 增长 率	1.35%	6.84	6.49	6.14	5.81	5.50	5.20	4.90
	1.40%	7.18	6.81	6.45	6.11	5.78	5.46	5.16
	1.45%	7.53	7.14	6.77	6.41	6.07	5.74	5.43
	1.50%	7.90	7.49	7.10	6.73	6.38	6.04	5.71
	1.55%	8.29	7.86	7.45	7.07	6.70	6.34	6.00
	1.60%	8.69	8.24	7.82	7.42	7.03	6.66	6.30
	1.65%	9.11	8.65	8.20	7.78	7.38	6.99	6.62

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

五、风险提示

装机增长不及预期的风险：公司多年来盈利能力提升来自装机增长，如果公司后续年份装机增长不及预期，对利润增速影响较大；

上网电价下调的风险：上网电价直接影响公司的收入端，如上网电价超预期下调，将对公司业绩产生不利影响；

可再生能源补贴回款风险：如果可再生能源补贴回款持续拖欠，对公司现金流、财务费用将造成不利影响。

图表目录

图 1: 金开新能发展历程.....	3
图 2: 金开新能股权结构 (截至 2024Q3)	3
图 3: 公司 2020-2024H1 累计装机容量 (MW)	4
图 4: 公司 2020-2024H1 发电量 (万 kWh)	4
图 5: 公司 2023 年装机容量 (MW)	4
图 6: 公司 2023 年装机可利用小时数	4
图 7: 公司 2023 年营收占比	5
图 8: 公司 2023 年毛利占比	5
图 9: 公司 2019-2024 年三季度营收及同比	5
图 10: 公司 2019-2024 年三季度归母净利润	5
图 11: 公司 2020-2024Q1-3 年三季度毛利率、净利率	6
图 12: 公司 2019-2024 年三季度期间费用率	6
图 13: 公司资产负债率	6
图 14: 公司现金流情况	6
图 15: 公司应收账款及同比	7
图 16: 公司应收账款占净资产比例	7
图 17: 公司年度现金分红金额、分红占比	7
图 18: 公司年度股息率	7
图 19: 我国发电累计装机结构 (GW)	8
图 20: 我国发电新增装机结构 (GW)	8
图 21: 我国发电量结构 (亿千瓦时)	9
图 22: 基准情形下新能源新增装机预测 (GW)	9
图 23: 乐观情形下新能源新增装机预测 (GW)	9
图 24: 2030 年新能源发电量占比预测	10
图 25: 现货省份光伏月度现货均价 (元/MWh)	11
图 26: 现货省份风电月度现货均价 (元/MWh)	11
图 27: 2022-2024 年非水电消纳责任权重	12
图 28: 全国碳市场碳排放配额(CEA):收盘价	13
图 29: 欧盟碳价 (欧元/吨)	13
图 30: 主要绿电企业/火转绿企业绿电交易溢价 (元/千瓦时)	13
图 31: 公司光伏装机容量	14
图 32: 公司光伏发电量	14
图 33: 公司风电装机容量	14
图 34: 公司风电发电量	14

图 35: 2020-2023 公司风电、光伏电价..... 15

图 36: 2020-2023 光伏毛利率..... 15

图 37: 2019-2023 风电毛利率..... 15

图 38: 2020-2024H1 光伏、风电核准装机..... 16

表 1: 部分省份 2024 年新能源电价情况..... 11

表 2: 不同情景下采用政府授权合约机制的新能源市场化电价测算 (元/MWh)..... 12

表 3: 金开新能营收拆分&预测..... 17

表 4: 公司&可比公司估值水平 (截至 2025 年 1 月 16 日)..... 18

表 5: 基本假设及关键参数..... 18

表 6: 绝对估值敏感性分析..... 19

附录：

公司财务预测表

资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6889.14	9305.97	9966.15	11362.04
现金	291.84	1393.94	1346.69	1777.04
应收账款	5890.23	6920.53	7545.66	8408.27
其它应收款	87.54	99.01	111.26	127.85
预付账款	60.89	81.52	95.27	109.24
存货	43.74	67.93	79.40	91.03
其他	514.90	743.03	787.87	848.60
非流动资产	25043.52	27074.04	28993.34	30536.64
长期投资	867.20	947.20	1027.20	1107.20
固定资产	18800.29	20102.99	21501.70	22505.90
无形资产	145.24	187.43	226.08	265.00
其他	5230.80	5836.42	6238.36	6658.55
资产总计	31932.66	36380.01	38959.48	41898.68
流动负债	4823.55	7606.59	8110.44	8643.88
短期借款	90.00	1690.00	1690.00	1690.00
应付账款	261.32	294.38	344.05	394.48
其他	4472.23	5622.21	6076.39	6559.40
非流动负债	17715.07	19010.81	20510.81	22210.81
长期借款	17299.43	17799.43	18299.43	18799.43
其他	415.64	1211.38	2211.38	3411.38
负债合计	22538.62	26617.41	28621.25	30854.70
少数股东权益	450.91	503.07	561.04	632.11
归属母公司股东权益	8943.13	9259.53	9777.19	10411.87
负债和股东权益	31932.66	36380.01	38959.48	41898.68

现金流量表(百万元)	2024A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2155.27	2860.97	3328.86	3638.86
净利润	860.40	869.35	966.16	1184.54
折旧摊销	1130.33	1545.54	1863.92	2171.34
财务费用	789.15	803.35	858.62	898.19
投资损失	-145.07	-160.39	-180.24	-207.12
营运资金变动	-547.39	-226.44	-213.59	-442.09
其它	67.85	29.56	34.00	34.00
投资活动现金流	-2856.35	-3496.18	-3626.98	-3531.52
资本支出	-2080.70	-3151.74	-3600.79	-3503.79
长期投资	28.57	-130.00	-80.00	-80.00
其他	-804.22	-214.43	53.81	52.27
筹资活动现金流	-1634.38	1737.31	250.86	323.02
短期借款	4.87	1600.00	0.00	0.00
长期借款	-274.22	500.00	500.00	500.00
其他	-1365.03	-362.69	-249.14	-176.98
现金净增加额	-2335.46	1102.10	-47.25	430.35

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3327.75	3564.27	4005.35	4602.69
营业成本	1431.22	1630.43	1905.50	2184.82
营业税金及附加	38.87	39.21	44.06	50.63
营业费用	3.54	3.56	4.01	4.60
管理费用	232.28	220.99	248.33	285.37
财务费用	788.11	798.97	837.71	877.99
资产减值损失	-73.42	-75.00	-75.00	-75.00
公允价值变动收益	2.86	0.00	0.00	0.00
投资净收益	145.07	160.39	180.24	207.12
营业利润	918.12	962.23	1079.01	1342.58
营业外收入	62.70	55.00	55.00	55.00
营业外支出	6.59	4.00	4.00	4.00
利润总额	974.24	1013.23	1130.01	1393.58
所得税	113.84	143.88	163.85	209.04
净利润	860.40	869.35	966.16	1184.54
少数股东损益	58.05	52.16	57.97	71.07
归属母公司净利润	802.35	817.19	908.19	1113.47
EBITDA	2762.20	3357.74	3831.63	4442.90
EPS（元）	0.40	0.41	0.45	0.56

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7.96%	7.11%	12.37%	14.91%
营业利润	5.94%	4.80%	12.14%	24.43%
归属母公司净利润	9.54%	1.85%	11.14%	22.60%
毛利率	56.99%	54.26%	52.43%	52.53%
净利率	24.11%	22.93%	22.67%	24.19%
ROE	8.97%	8.83%	9.29%	10.69%
ROIC	4.97%	4.80%	4.88%	5.24%
资产负债率	70.58%	73.16%	73.46%	73.64%
净负债比率	205.48%	217.59%	220.44%	217.85%
流动比率	1.43	1.22	1.23	1.31
速动比率	1.36	1.17	1.18	1.26
总资产周转率	0.10	0.10	0.11	0.11
应收账款周转率	0.59	0.56	0.55	0.58
应付账款周转率	6.11	5.87	5.97	5.92
每股收益	0.40	0.41	0.45	0.56
每股经营现金	1.08	1.43	1.67	1.82
每股净资产	4.48	4.64	4.90	5.21
P/E	12.77	12.54	11.28	9.20
P/B	1.15	1.11	1.05	0.98
EV/EBITDA	11.41	9.38	8.62	7.72
P/S	3.08	2.87	2.56	2.23

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陶贻功，环保公用行业首席分析师，毕业于中国矿业大学(北京)，超过 10 年行业研究经验，长期从事环保公用及产业链上下游研究工作。曾就职于民生证券、太平洋证券，2022 年 1 月加入中国银河证券。

梁悠南，公用事业行业分析师，毕业于清华大学(本科)，加州大学洛杉矶分校(硕士)，纽约州立大学布法罗分校(硕士)。于 2021 年加入中国银河证券，从事公用事业行业研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn