

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

买入

核心观点

营业收入稳步增长，归母净利润显著增加。2023H1，公司实现营收 17.08 亿元（+10.72%），归母净利润 5.17 亿元（+38.72%），扣非归母净利润 4.69 亿元（+29.22%）。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。上半年公司累计完成发电量 36.35 亿千瓦时（+11%）。

毛利率和费用率水平下降，净利率有所上升。2023H1，公司毛利率为 60.04%，同比-4.40pct，毛利率下降主要系 2023H1 并网容量高于去年同期，营业成本增幅较大，2023H1 公司营业成本为 6.83 亿元（+24.43%）。费用率方面，2023H1，公司财务费用率、管理费用率分别为 23.22%、6.60%，财务费用率同比减少 4.71pct，管理费用率同比增加 0.30pct，整体费用率有所下降，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，公司净利率较 2022 同期增加 6.16pct 至 32.30%。

ROE 同比下降，经营性净现金流有所下降。2023H1，由于权益乘数同比降低，公司 ROE 下降，较 2022 年同期减少 1.24pct 至 5.99%。现金流方面，2023H1，公司经营性净现金流为 7.50 亿元，同比下降 59.67%，主要系去年同期收到的增值税留抵退税金额较大，由于增值税留抵退税大部分于去年收回，2023H1 收回金额大幅减少；另外支付供应链业务采购金额以及支付员工薪酬和各项税费增加，故经营活动现金净流量减少。

风光新能源项目装机容量持续增加，未来业绩增长有保障。2023H1，公司新增装机容量 510MW，较 2022 年底的 3754MW 增长 13.6%；截至 2023H1，公司累计投运风光新能源装机容量合计 4140MW，其中光伏、风电分别为 2922、1217MW。资源储备方面，截至 2023 年 6 月底，公司核准装机容量达 5920MW，同比增长 13%，未来风光新能源项目投运将推动公司业绩持续增长。

风险提示：装机增长不及预期；用电量下滑；电价下调；市场竞争加剧；行业政策变化。

投资建议：维持盈利预测，我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 35.76/50.11/64.22 亿元，同比增长 16.0%/40.1%/28.2%；归母净利润分别为 10.43/14.52/18.31 亿元，同比增长 42.5%/39.3%/26.1%；EPS 分别为 0.52、0.73、0.92 元，当前股价对应 PE 为 12.9/9.2/7.3X。给予公司 2023 年 15-16 倍 PE，对应公司权益市值为 156-167 亿元，对应 7.83-8.35 元/股合理价值，较当前股价有 17%-25%的溢价，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,908	3,082	3,576	5,011	6,422
(+/-%)	40.6%	61.6%	16.0%	40.1%	28.2%
净利润(百万元)	406	732	1043	1452	1831
(+/-%)	620.6%	80.2%	42.5%	39.3%	26.1%
每股收益(元)	0.26	0.48	0.52	0.73	0.92
EBIT Margin	52.2%	55.1%	52.8%	51.0%	50.4%
净资产收益率(ROE)	8.3%	8.7%	11.3%	14.0%	15.5%
市盈率(PE)	25.4	14.1	12.9	9.2	7.3
EV/EBITDA	19.1	13.0	14.8	12.3	11.5
市净率(PB)	2.11	1.23	1.46	1.30	1.14

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

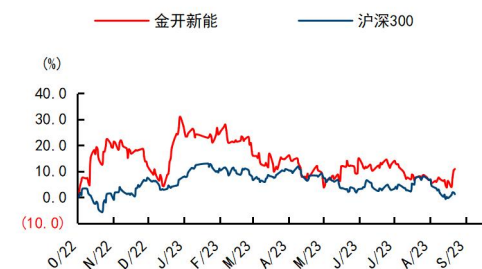
zhenghanlin@guosen.com.cn

S0980522090003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	7.83 - 8.35 元
收盘价	6.74 元
总市值/流通市值	13462/13462 百万元
52 周最高价/最低价	8.20/6.04 元
近 3 个月日均成交额	100.21 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）-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
- 《金开新能（600821.SH）-业绩稳步增长，未来有望受益于光伏产业链降本》——2023-02-01
- 《金开新能（600821.SH）-绿电运营“小而美”，长期发展稳健向好》——2023-01-04

营业收入稳步增长，归母净利润显著增加。2023H1，公司实现营收 17.08 亿元（+10.72%），归母净利润 5.17 亿元（+38.72%），扣非归母净利润 4.69 亿元（+29.22%）。其中，第二季度单季营收 9.31 亿元（+1.10%），归母净利润 3.47 亿元（+17.49%）。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 2023H1，公司累计并网容量 4264MW（+23%），其中光伏 2922MW，风电 1217MW，储能及生物质项目 124MW。上半年公司累计完成发电量 36.35 亿千瓦时（+11%）。

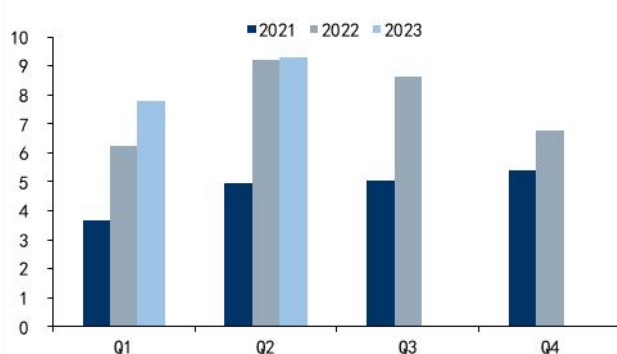
发电量、上网电量持续增长，风电发电量增幅较大。2023H1，公司发电量为 36.35 亿千瓦时（+11.23%）；上网电量 36.04 亿千瓦时（+11.15%）。分不同电源来看，风电发电量 17.216 亿千瓦时（+14.94%），上网电量 17.03 亿千瓦时（+14.92%）；光伏发电量 19.02 亿千瓦时（+7.43%），上网电量 18.87 亿千瓦时（+7.19%）。

图1：金开新能营业收入及增速（单位：亿元）



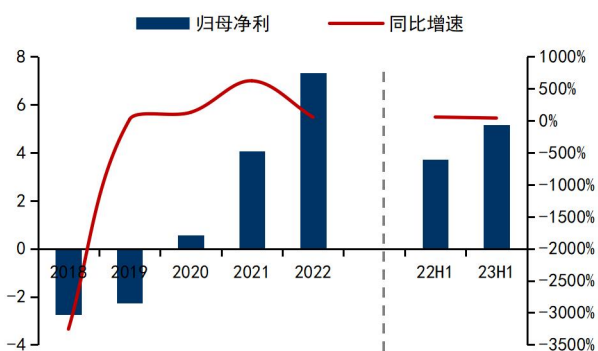
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：金开新能单季营业收入（单位：亿元）



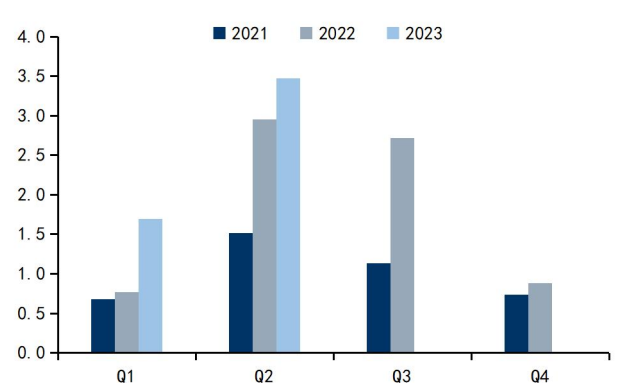
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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）

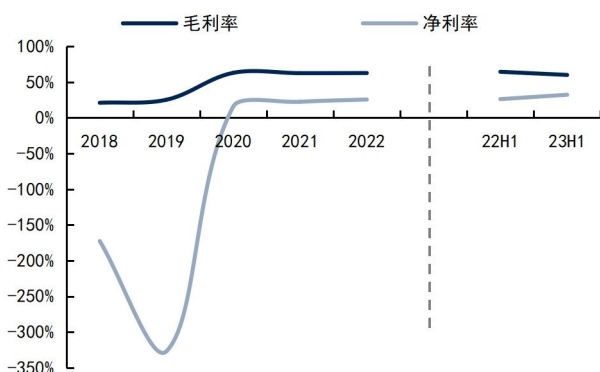


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率和费用率水平下降，净利率有所上升。2023H1，公司毛利率为 60.04%，同比-4.40pct，毛利率下降主要系 2023H1 并网容量高于去年同期，营业成本增幅较大，2023H1 公司营业成本为 6.83 亿元（+24.43%）。费用率方面，2023H1，公司财务费用率、管理费用率分别为 23.22%、6.60%，财务费用率同比减少 4.71pct，管理费用率同比增加 0.30pct，整体费用率有所下降，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，公司净利率较 2022 同期增加

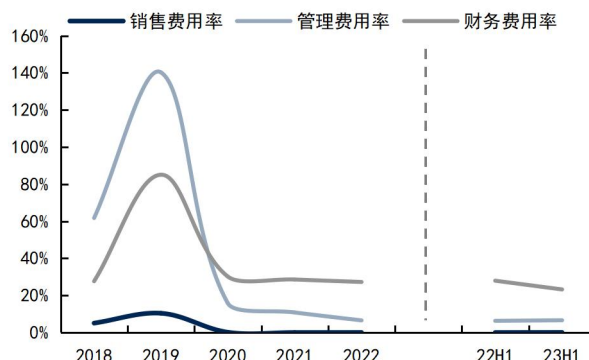
6.16pct 至 32.30%。

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

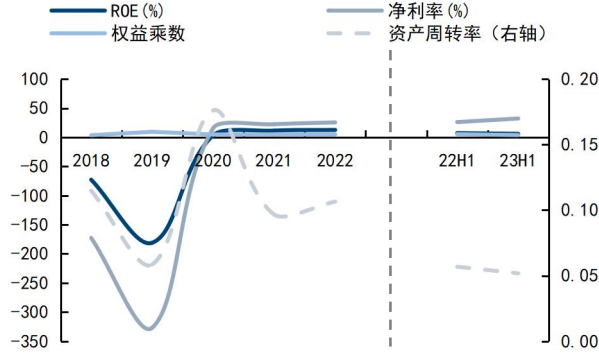
ROE 同比下降，经营性净现金流有所下降。2023H1，由于权益乘数同比降低，公司 ROE 下降，较 2022 年同期减少 1.24pct 至 5.99%。现金流方面，2023H1，公司经营性净现金流为 7.50 亿元，同比下降 59.67%，主要系去年同期收到的增值税留抵退税金额较大，由于增值税留抵退税大部分于去年收回，2023H1 收回金额大幅减少；另外支付供应链业务采购金额以及支付员工薪酬和各项税费增加，故经营活动现金净流量减少。融资性净现金流-7.75 亿元，同比-453.19%，大幅降低的主要原因在于 2023 上半年新增融资借款发生额低于上年同期，筹资活动现金流入低于去年同期。

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

风光新能源项目装机容量持续增加，未来业绩增长有保障。2023H1，公司新增装机容量 510MW，较 2022 年底的 3754MW 增长 13.6%；截至 2023H1，公司累计投运风光新能源装机容量合计 4140MW，其中光伏、风电分别为 2922、1217MW。资源储备方面，截至 2023 年 6 月底，公司核准装机容量达 5920MW，同比增长 13%。未来风光新能源项目投运将推动公司业绩持续增长。

商业模式实现创新发展，深化业务协同。公司围绕“三条曲线”战略，积极布局上游光伏组件制造业、新能源供应链服务、综合智慧能源、电站智慧运维、高端锂电负极材料、氢能产业关键核心科技创新企业等创新业务领域。同时，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，并协同新能源产业布局，挖掘产业链中优质企业，开展股权类投资。2023H1，公司收购福建光泽凯圣 24MW 生物质项目，生物质电站实现从无到有的突破。

投资建议：维持盈利预测，我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 35.76/50.11/64.22 亿元，同比增长 16.0%/40.1%/28.2%；归母净利润分别为 10.43/14.52/18.31 亿元，同比增长 42.5%/39.3%/26.1%；EPS 分别为 0.52、0.73、0.92 元，当前股价对应 PE 为 12.9/9.2/7.3X。给予公司 2023 年 15-16 倍 PE，对应公司权益市值为 156-167 亿元，对应 7.83-8.35 元/股合理价值，较当前股价有 17%-25%的溢价，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值		EPS				PE				ROE	投资评级
			亿元	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	(23A)		
600905.SH	三峡能源	5.01	1434	0.25	0.32	0.38	0.44	20	16	13	11	9.3%	买入	
001289.SZ	龙源电力	19.66	1648	0.61	1.01	1.09	1.18	32	19	18	17	7.4%	增持	
600483.SH	福能股份	8.11	206	1.02	1.03	1.17	1.23	8	8	7	7	13.0%	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）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	564	2625	541	491	491	营业收入	1908	3082	3576	5011	6422
应收款项	3883	5562	6453	2059	880	营业成本	715	1149	1426	2037	2643
存货净额	5	5	12	20	19	营业税金及附加	9	44	51	71	91
其他流动资产	404	707	608	802	963	销售费用	0	1	1	1	2
流动资产合计	5735	8999	7714	3474	2456	管理费用	225	228	313	440	532
固定资产	15917	19306	30125	38673	52609	财务费用	545	840	641	764	892
无形资产及其他	51	90	110	131	151	投资收益	6	50	50	50	50
投资性房地产	2862	3276	3267	3267	3267	资产减值及公允价值变动	1	(26)	(55)	(75)	(126)
长期股权投资	631	1024	1198	1567	1879	其他收入	23	23	100	97	90
资产总计	25196	32694	42415	47112	60363	营业利润	444	867	1238	1769	2276
短期借款及交易性金融负债	977	1366	7289	4684	15691	营业外净收支	28	25	25	45	25
应付款项	603	1506	979	1572	1588	利润总额	473	892	1263	1814	2301
其他流动负债	3816	3045	3343	8050	7681	所得税费用	45	102	139	245	322
流动负债合计	5397	5917	11610	14305	24960	少数股东损益	22	57	81	117	148
长期借款及应付债券	14304	17574	20598	21197	22095	归属于母公司净利润	406	732	1043	1452	1831
其他长期负债	260	374	497	662	796						
长期负债合计	14565	17948	21095	21859	22891	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	19961	23864	32706	36164	47851	净利润	406	732	1043	1452	1831
少数股东权益	346	458	394	486	603	资产减值准备	(0)	27	9	20	21
股东权益	4889	8371	9195	10343	11789	折旧摊销	586	933	1218	1480	2092
负债和股东权益总计	25196	32694	42295	46992	60243	公允价值变动损失	(0)	27	9	20	21
						财务费用	545	840	641	764	892
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	1169	(1850)	(1027)	9491	667
每股收益	0.26	0.48	0.52	0.73	0.92	其它	(1285)	3175	646	786	938
每股红利	0.13	0.10	0.11	0.15	0.19	经营活动现金流	876	3045	1899	13250	5570
每股净资产	3.18	5.45	4.60	5.18	5.90	资本开支	(4353)	(3659)	(12067)	(10068)	(16070)
ROIC	5.61%	6.57%	5%	6%	7%	其它投资现金流	(852)	778	(1)	(1)	(1)
ROE	8.31%	8.74%	11.34%	14.04%	15.53%	投资活动现金流	(6131)	(3529)	(12242)	(10439)	(16383)
毛利率	63%	63%	60%	59%	59%	权益性融资	1312	2694	0	0	0
EBIT Margin	52%	55%	53%	51%	50%	负债净变化	5787	3269	3024	599	898
EBITDA Margin	83%	85%	87%	81%	83%	支付股利、利息	(194)	(154)	(219)	(305)	(384)
收入增长	41%	62%	16%	40%	28%	其它融资现金流	(1804)	(2599)	5922	(2605)	11007
净利润增长率	621%	80%	42%	39%	26%	融资活动现金流	4817	2534	8260	(2861)	10813
资产负债率	81%	74%	78%	78%	80%	现金净变动	(477)	2061	(2083)	(50)	0
股息率	1.9%	1.5%	2.1%	3.0%	3.7%	货币资金的期初余额	1041	564	2625	541	491
P/E	25.4	14.1	12.9	9.2	7.3	货币资金的期末余额	564	2625	541	491	491
P/B	2.1	1.2	1.5	1.3	1.1	企业自由现金流	0	(3071)	(10197)	3112	(10524)
EV/EBITDA	19.1	13.0	14.8	12.3	11.5	权益自由现金流	0	(2400)	(1821)	445	614

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