

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

买入

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 公用事业 · 电力

◆ 投资评级：买入(维持评级)

证券分析师：黄秀杰	021-61761029	huangxiujie@guosen.com.cn	执证编码：S0980521060002
证券分析师：郑汉林	0755-81982169	zhenghanlin@guosen.com.cn	执证编码：S0980522090003

事项：

公司发布公告，预计 2022 年实现归母净利润 6.0-7.2 亿元，同比增长 24.86%-49.83%（追溯调整后）；预计实现扣非归母净利润 5.6-6.8 亿元，同比增长 27.74%-55.11%（追溯调整后）。

国信环保公用观点：受益于“双碳”目标政策推进，公司在手的新能源项目数量和并网容量快速增长，发电量显著提升，驱动公司业绩增长。公司预计 2022 年实现归母净利润 6.0-7.2 亿元，同比增长 24.86%-49.83%。目前，光伏产业链上游降本推进，公司光伏项目收益率及装机容量均有望提升，公司将充分受益于光伏产业链降价；同时，公司长期新能源装机规划清晰，同时在手风光新能源项目储备充足，未来长期业绩增长有保障。考虑到公司 2022 年装机增长不及预期以及成本费用处理等因素，我们下调了公司 2022 年的盈利预测，而 2023 年以后将受益于光伏产业链上游价格下行驱动装机快速增长，公司业绩有望保持快速增长态势。预计 2022-2024 年公司归属母公司净利润分别为 6.62/10.36/14.17 亿元（调整前分别为 7.41/10.36/14.17 亿元），每股收益分别为 0.33/0.52/0.71 元（调整前分别为 0.37/0.52/0.71 元）。给予公司 2023 年 18~20 倍 PE，对应公司权益市值为 186~206 亿元，对应 9.29~10.33 元/股合理价值，较当前股价有 24%-38%的溢价，维持“买入”评级。

评论：

◆ 公司风光新能源装机容量稳步增加，驱动归母净利润持续增长

受益于“双碳”目标政策推进，公司在手的新能源项目数量和并网容量快速增长，发电量显著提升。截至 2022 年三季度，公司新能源并网容量 3572MW，其中光伏、风电并网容量分别为 2473、1099MW。2022 前三季度，公司光伏、风电发电量分别为 26.68、22.98 亿 kwh，同比增长 51.1%、83.4%。

图1：金开新能光伏和风电项目并网容量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：2017 至 2020 年数据来自于金开有限，2021 至今数据来自于金开新能

图2：金开新能光伏和风电发电量

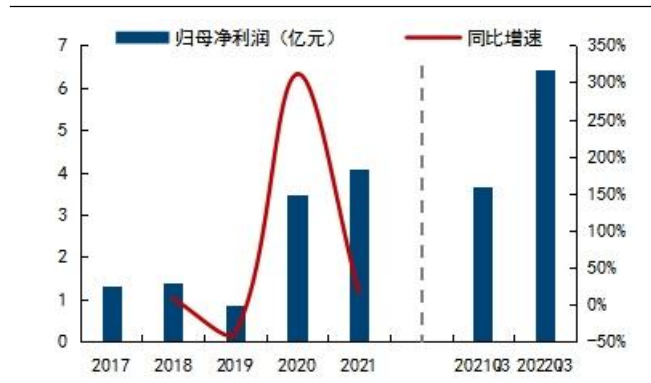


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：2017 至 2020 年数据来自于金开有限，2021 至今数据来自于金开新能

随着公司装机规模不断扩大，公司所属电站项目发电量相应增加，公司营业收入和归母净利润同比增长。根据公司公告，公司预计 2022 年实现归母净利润 6.0-7.2 亿元，同比增长 24.86%-49.83%（追溯调整后）；预计实现扣非归母净利润 5.6-6.8 亿元，同比增长 27.74%-55.11%（追溯调整后）。

图3：金开新能营业收入及增长率


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：2017 至 2020 年数据来自于金开有限，2021 至今数据来自于金开新能

图4：金开新能归母净利润及增长率


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：2017 至 2020 年数据来自于金开有限，2021 至今数据来自于金开新能

◆ 光伏产业链上游降本推进，公司光伏项目收益率及装机容量有望提升

2021 年下半年以来，上游硅料供需偏紧导致组件价格高企，而未来新增硅料产能逐步释放，供需格局有望改善，国内硅料价格逐步下行，进而引致硅片、电池片以及光伏组件价格下降，光伏产业链上游迎来价格拐点。根据 PVInfoLink 数据，截至 2023 年 1 月 18 日，多晶硅致密料价格为 150 元/kg，周环比下跌 10.7%；国内单晶硅片 182、210mm 的均价分别为 4.43、5.78 元/片，单晶电池片 182、210mm 的均价分别为 0.85、0.85 元/片，硅片、电池片价格均处于近一年低位；单面单玻组件 182、210 型均价分别为 1.75、1.75 元/W，周环比变化分别为-2.2%、-2.2%；双面双玻组件 182、210 型均价分别为 1.77、1.77 元/W，周环比变化分别为-2.1%、-2.1%；

预计随着光伏上游硅料新增产能逐步释放，产业链供需格局将逐步趋于平衡，未来组件价格将回落下行，这将有助于光伏项目收益率回升，增加发电企业光伏装机意愿。当前，公司储备了大量光伏项目资源，当未来光伏组件价格回落，光伏项目收益率达到合理水平时，公司将有望加快储备的光伏项目建设及投运，驱动未来光伏装机规模持续增长。

◆ 新能源装机规划明晰，未来长期成长性向好

致力于成为具有全球竞争力的能源生态型企业。2021 年，公司制定了中长期发展规划，以及“三步走”的战略安排，计划到 2025 年，公司风光新能源装机突破 13GW；到 2035 年，公司立足新能源发电，最终转换到零碳能源生产、供应和制造的“终极赛道”，构建起开放、共享、共赢的产业生态体系，成为具有全球竞争力的能源生态型企业。

公司新能源资源储备充足，有力支撑未来装机增长。公司主要通过两种方式扩大项目资源池，一是加快自主开发、自建电站，二是积极寻找优质新能源企业发起收购。公司在手的项目资源储备较为充足，截至 2022 年 8 月底，公司核准装机容量 5400MW。随着公司储备的项目资源逐步建设完成，公司风光新能源装机规模将有望持续增长。

2020 年公司重组后发起两轮定增，自建电站项目加速上马，保障装机快速增长。公司于 2020 年 11 月、2022 年 2 月披露了两次定增预案，并于 2021 年 7 月、2022 年 11 月完成发行。随着公司定增发行完成，资金实力有所增强，公司加快新能源项目建设，推动项目落地。两次定增中包含 7 个电站项目，拟使用募集资金 28.2 亿元，项目规划装机合计 740MW。2017 至 2021 年，公司并网容量年均复合增长率 59.7%，2022 年三

季度末并网容量为 3572MW，同比增长 33.50%。

◆ 投资建议：维持“买入”评级

公司风光新能源装机规模有望持续增加，驱动公司业绩稳步增长。考虑到公司 2022 年装机增长不及预期以及成本费用处理等因素，我们下调了公司 2022 年的盈利预测，而 2023 年以后将受益于光伏产业链上游价格下行驱动装机快速增长，公司业绩有望保持快速增长态势。预计 2022-2024 年公司归属母公司净利润分别为 6.62/10.36/14.17 亿元（调整前分别为 7.41/10.36/14.17 亿元），每股收益分别为 0.33/0.52/0.71 元（调整前分别为 0.37/0.52/0.71 元）。给予公司 2023 年 18~20 倍 PE，对应公司权益市值为 186~206 亿元，对应 9.29~10.33 元/股合理价值，较当前股价有 24%-38%的溢价。

◆ 风险提示

装机增长不及预期，组件价格下降不及预期，电价下调，市场竞争加剧。

《金开新能（600821.SH）-绿电运营“小而美”，长期发展稳健向好》——2023-01-04

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E	
现金及现金等价物	1041	564	541	491	491	营业收入	1357	1908	2715	3355	4791
应收款项	2262	3883	5527	1379	656	营业成本	503	715	963	1201	1806
存货净额	5	5	4	3	4	营业税金及附加	16	9	12	15	21
其他流动资产	270	404	462	537	719	销售费用	2	0	0	0	0
流动资产合计	3605	5735	7421	3306	2775	管理费用	242	225	306	240	296
固定资产	9177	15917	26935	35713	49917	财务费用	409	545	631	879	1082
无形资产及其他	17	51	59	67	76	投资收益	19	6	(46)	86	6
投资性房地产	1434	2862	2854	2854	2854	资产减值及公允价值变动	1	1	2	3	4
长期股权投资	89	631	669	725	936	其他收入	25	23	(2)	72	57
资产总计	14322	25196	37938	42665	56557	营业利润	230	444	756	1180	1652
短期借款及交易性金融负债	873	977	12671	16335	27100	营业外净收支	6	28	28	48	28
应付款项	1247	603	266	169	211	利润总额	236	473	784	1229	1680
其他流动负债	247	3816	1633	1350	2385	所得税费用	22	45	118	184	252
流动负债合计	2368	5397	14571	17853	29697	少数股东损益	158	22	5	8	11
长期借款及应付债券	8517	14304	17329	17928	18826	归属于母公司净利润	56	406	662	1036	1417
其他长期负债	6	260	346	461	614						
长期负债合计	8523	14565	17675	18389	19439	现金流量表（百万元）					
负债合计	10891	19961	32245	36242	49136	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
少数股东权益	271	346	342	348	356	净利润	56	406	662	1036	1417
股东权益	3160	4889	5351	6076	7067	资产减值准备	(59)	(0)	(1)	(1)	(1)
负债和股东权益总计	14322	25196	37939	42666	56559	折旧摊销	439	586	971	1212	1788
关键财务与估值指标						公允价值变动损失	(59)	(0)	(1)	(1)	(1)
2020	2021	2022E	2023E	2024E		财务费用	409	545	631	879	1082
每股收益	0.05	0.33	0.33	0.52	0.71	营运资本变动	(1745)	1169	(4219)	3693	1618
每股红利	0.13	0.10	0.10	0.16	0.21	其它	2128	(1285)	681	800	1085
每股净资产	2.59	4.00	2.68	3.04	3.54	经营活动现金流	760	876	(1906)	6738	5905
ROIC	8.98%	5.61%	5%	5%	5%	资本开支	(2117)	(4353)	(11997)	(9998)	(15998)
ROE	1.78%	8.31%	12.36%	17.05%	20.05%	其它投资现金流	(26)	(852)	(9)	(9)	(9)
毛利率	63%	63%	65%	64%	62%	投资活动现金流	(3108)	(6131)	(12044)	(10062)	(16219)
EBIT Margin	47%	52%	56%	59%	57%	权益性融资	464	1312	0	0	0
EBITDA Margin	80%	82%	92%	95%	94%	负债净变化	8517	5787	3024	599	898
收入增长	1845%	41%	42%	24%	43%	支付股利、利息	(154)	(122)	(199)	(312)	(426)
净利润增长率	-125%	621%	63%	57%	37%	其它融资现金流	(5730)	(1875)	11694	3663	10766
资产负债率	78%	81%	86%	86%	88%	融资活动现金流	2712	4817	13927	3273	10314
股息率	1.7%	1.3%	2.2%	3.4%	4.7%	现金净变动	1027	(477)	(22)	(50)	0
P/E	162.3	22.5	22.6	14.4	10.6	货币资金的期初余额	14	1041	564	541	491
P/B	2.9	1.9	2.8	2.5	2.1	货币资金的期末余额	1041	564	541	491	491
EV/EBITDA	18.6	18.5	18.9	16.1	14.2	企业自由现金流	0	(1706)	(13949)	(3419)	(10279)
						权益自由现金流	0	2206	233	97	465

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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