

东旭蓝天(000040)

公用事业

发布时间: 2022-10-19

证券研究报告 / 公司深度报告

增持

上次评级: 增持

聚焦新能源主业，全产业链协同发展

报告摘要:

新能源转型加速，绿色发展行稳致远。公司紧跟国家“碳达峰、碳中和”目标和乡村振兴战略指引，持续聚焦新能源及环保绿色产业，2021年荣获“2021中国全球新能源企业500强”荣誉。2022H1，公司营业总收入为17.25亿元，同比+0.70%，其中新能源/供应链业务/环保工程/物业收入分别11.22/4.09/1.25/0.69亿元，分别占比65.04%/23.71%/7.24%/4.02%。**政策引领，光伏行业迈入发展快车道。**近年来，国家陆续出台了一系列鼓励和扶持太阳能光伏产业发展的政策。在政策的引领下，光伏应用市场不断增长，我国光伏新增装机容量由2010年的2.70GW升至2021年的54.90GW，年均复合增长率达35.15%；我国光伏组件产量由2017年的76GW升至2021年的182GW，CAGR达到24.40%。

全产业链布局，蓄势待发成长可期。2022H1，自持光伏电站并网装机容量约1GW，自运维及代运维项目2GW。公司组件种类丰富，性能优异，智能化产线亮眼，目前公司共有组件总产能2GW，未来产能规模有望达7GW。在工程EPC领域，公司项目经验丰富，并着眼生态农业，探索渔光互补、农光互补等多元互补模式，其中金寨茶油综合体项目是“农光互补”模式典范，光伏装机容量100MW，年发电量1.3亿千瓦时。

集团债务处理落地，黎明时刻已至。公司金融债务共计约101亿元，适用本次《债务重组方案》，公司将通过延长偿债期限、降低利率等多种方式予以实施。预计每年减少公司财务费用3-4亿元（后续以年度审计为准）。该债务重组方案的通过、实施为公司经营发展创造了有利条件，有利于公司信用的恢复及生产经营状况的改善。

盈利预测：维持“增持”评级。我们预测2022-2024年公司实现营业收入分别为40.09/48.06/60.90亿元，归母净利润分别为0.02/1.67/3.49亿元，PE分别为3065.96x/37.82x/18.07x。

风险提示：国际形势变化大幅超过预期；国内疫情控制不及预期；债务处理进程不及预期；新能源规模增速不及预期；相关补贴进度不及预期；盈利预测与估值模型不及预期

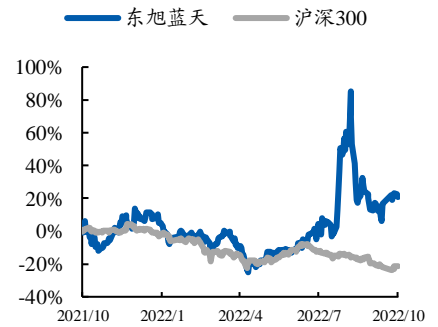
财务摘要(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,471	3,877	4,009	4,806	6,090
(+/-)%	-48.99%	11.68%	3.40%	19.90%	26.72%
归属母公司净利润	-1,021	-590	2	167	349
(+/-)%	-6.66%	42.18%	100.35%	8005.83%	109.28%
每股收益(元)	-0.69	-0.40	0.00	0.11	0.23
市盈率	—	—	3065.96	37.82	18.07
市净率	0.43	0.50	0.53	0.51	0.48
净资产收益率(%)	-8.39%	-5.10%	0.02%	1.34%	2.67%
股息收益率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.47%	0.71%
总股本(百万股)	1,487	1,487	1,487	1,487	1,487

股票数据

2022/10/18

6个月目标价(元)	--
收盘价(元)	4.24
12个月股价区间(元)	2.63~6.50
总市值(百万元)	6,304.35
总股本(百万股)	1,487
A股(百万股)	1,487
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	63

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	7%	16%	21%
相对收益	9%	26%	42%

相关报告

《东旭蓝天(000040)事件点评：金融债务重组落地，涅槃重生正当时》

--20220930

《核电行业深度：“双碳”目标驱动，核能未来可期》

--20220811

《天然气行业深度：国际天然气高位震荡，国内市场长期向好》

--20220605

证券分析师：廖浩祥

执业证书编号：S0550522070001

18390955638 liaohx@nesc.cn

目 录

1.	新能源转型加速，绿色发展行稳致远	5
1.1.	2014 年成立，现为新能源 500 强企业	5
1.2.	大股东持股占比高，股权结构稳定.....	5
1.3.	新能源占比提升，盈利能力有望持续边际改善.....	6
2.	政策引领，光伏行业迈入发展快车道	8
2.1.	双碳背景下光伏优势显现，装机规模呈爆发式增长	8
2.2.	国内外需求激增，组件市场空间广阔	13
2.3.	补贴加速发放，新能源企业现金流有望改善.....	18
3.	全产业链布局，蓄势待发成长可期	20
3.1.	自持电站遍布全国，压舱石作用进一步凸显	20
3.2.	技术加持，组件规模化发展稳步推进	21
3.3.	多点开花，EPC 业务有望贡献增量	23
3.4.	智能运维雏形初显.....	24
4.	东旭集团：金融债务重组落地，提升核心竞争力奋力破局	26
4.1.	集团概况	26
4.2.	受 2019 年债务违约风波影响，业绩持续承压	26
4.3.	金融债务重组落地，偿债压力大幅减轻	28
4.4.	核心竞争力仍在，逆境破局未来可期	28
5.	盈利预测、估值与投资建议	30
6.	风险提示	31

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司股权结构.....	6
图 3: 2017-2022H1 公司营业总收入及同比增速.....	6
图 4: 2017-2022H1 公司归母净利润及同比增速.....	6
图 5: 2017-2022H1 公司按产品收入构成.....	7
图 6: 2022H1 公司毛利结构.....	7
图 7: 2017-2022H1 毛利率及净利率变化.....	7
图 8: 2017-2022H1 期间费用率变化.....	7
图 9: 2017-2022H1 的 ROE (加权).....	8
图 10: 2017-2022H1 预付款项变化 (亿元).....	8
图 11: 我国光伏发电潜力.....	9
图 12: 各种发电方式二氧化碳排放量对比.....	9
图 13: 2010-2021 年全球光伏 LCOE 变化.....	10
图 14: 2010-2021 年中国光伏 LCOE 变化.....	10
图 15: 2010-2021 年全球光伏新增装机.....	12
图 16: 2011-2021 年中国光伏新增装机.....	12
图 17: 2017-2022H1 中国光伏新增装机容量结构.....	12
图 18: 屋顶光伏.....	13
图 19: 农光互补.....	13
图 20: 渔光互补.....	13
图 21: 光伏扶贫.....	13
图 22: 光伏电池工作原理.....	13
图 23: 组件的制造过程.....	14
图 24: 2018-2021 年中国光伏组件产能.....	15
图 25: 2017-2021 年中国光伏组件产量.....	15
图 26: 2021 年组件出口地区分布.....	16
图 27: 2022H1 组件出口地区分布.....	16
图 28: 中国月度组件出口数据.....	16
图 29: 组件价格变化(美元/瓦).....	17
图 30: 2021 年光伏上市公司应收账款及票据 (亿元).....	19
图 31: 中央本级政府性基金支出 (可再生能源)(亿元).....	19
图 32: 公司经营性现金流净额 (亿元).....	20
图 33: 公司应收账款及票据 (亿元).....	20
图 34: 光伏装机容量变化 (GW).....	20
图 35: 光伏发电量变化 (亿度).....	20
图 36: 公司电站分布.....	21
图 37: 多项产品认证.....	21
图 38: 组件种类丰富.....	22
图 39: 机器人自动排版.....	22
图 40: EI 外观检测.....	22
图 41: 自动裁切铺设.....	22
图 42: 90 度翻转测试.....	22
图 43: 组件出口.....	23

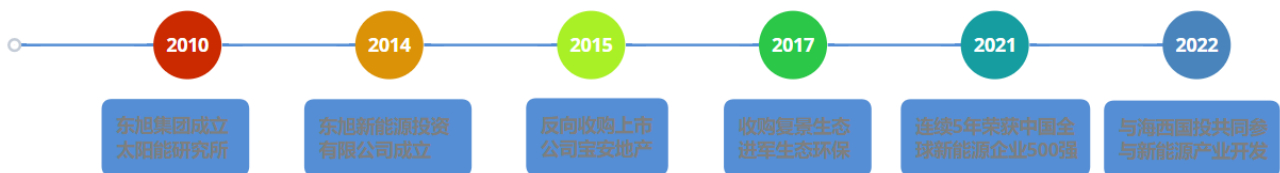
图 44: 阿拉善风电项目	24
图 45: 金寨茶油综合体	24
图 46: iSUN 系列光伏智能运维机器人	24
图 47: 无人机巡检	25
图 48: 智慧能源云服务平台特点	25
图 49: 主要客户	26
图 50: 2017-2022H1 集团营业总收入(亿元)	27
图 51: 2017-2022H1 集团归母净利润(亿元)	27
图 52: 2017-2022H1 三家子公司营业总收入(亿元)	27
图 53: 2017-2022H1 三家子公司归母净利润(亿元)	27
图 54: 2017-2022H1 资产负债率变化	28
图 55: 技术实力	29
表 1: 股东情况	5
表 2: 我国国家自主贡献目标对比	8
表 3: 主要新能源发电类型对比	10
表 4: 光伏相关政策	11
表 5: 国内组件 TOP10 出货量	14
表 6: 主要厂商组件扩产计划	15
表 7: 组件市场空间	17
表 8: 光伏补贴政策	18
表 9: 光伏补贴发放情况	19
表 10: 主营分项业务预测(百万元, %)	30

1. 新能源转型加速，绿色发展行稳致远

1.1. 2014 年成立，现为新能源 500 强企业

2010 年 1 月，公司的前身东旭集团太阳能研究所成立。2014 年东旭新能源投资有限公司的成立，标志着公司正式进入新能源电站投资领域。2015 年公司反向收购上市公司宝安地产。2017 年公司收购复兴集团旗下的星景生态，正式进军生态环保领域。公司紧跟国家“碳达峰、碳中和”目标和乡村振兴战略指引，持续聚焦新能源及环保绿色产业，巩固推进“智慧能源+环保治理”产业模式，2017-2021 年连续 5 年荣获“中国全球新能源企业 500 强”荣誉。2022 年 5 月，公司根据国家发改委文件指示精神与青海省海西州洽谈新能源领域增量混合所有制改革重点项目，与海西国投共同参与新能源产业开发，与国电投、京能等企业紧密配合探索形成与央企、国企合作新模式新方式。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司公告，东北证券

1.2. 大股东持股占比高，股权结构稳定

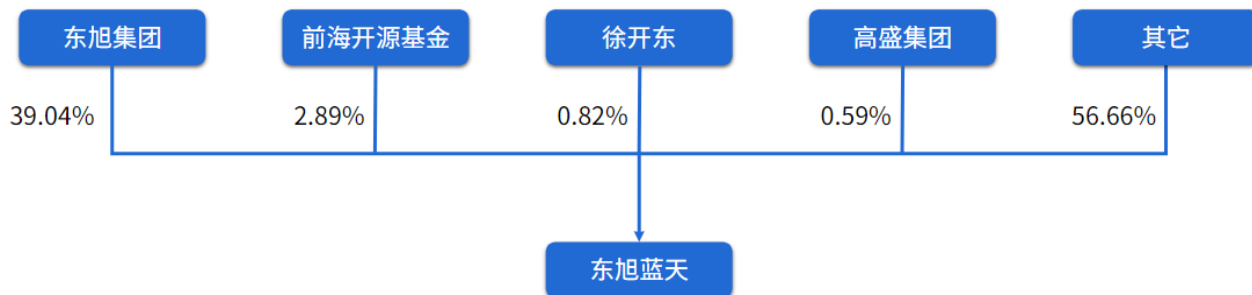
公司的控股股东为东旭集团，实际控制人为东旭集团董事长李兆廷。东旭集团实力雄厚，目前是集半导体光电显示材料、高端装备制造、环保新能源等产业为一体的综合型实业集团。截至 2022H1，东旭集团持股数为 5.80 亿股，占公司 39.04% 的股份。截至 2022 年 8 月 19 日，公司共有股东 125089 户，户均持股市值 6.69 万元。

表 1：股东情况

股东总户数 (户)	A 股户数 (户)	户均持股数 (股)	流通 A 股户均持股数 (股)	户均持股市值 (万元)
125089	125089	11886.53	8476.69	6.69

数据来源：wind，东北证券

图 2：公司股权结构

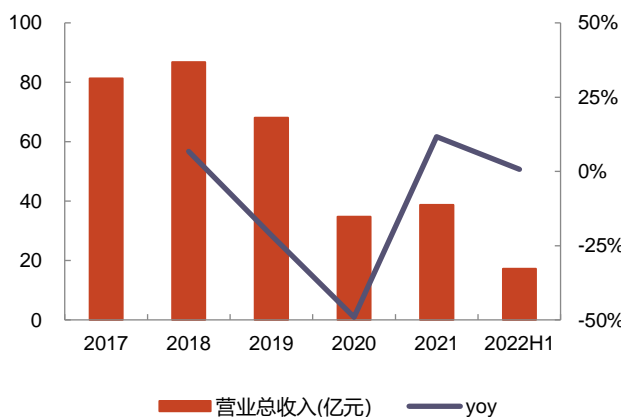


数据来源：wind，东北证券

1.3. 新能源占比提升，盈利能力有望持续边际改善

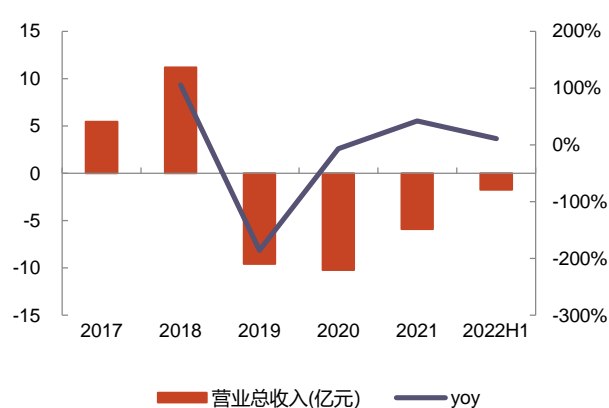
营收触底反弹，归母净利润有望回正。受宏观经济形势、行业政策波动及市场需求转换等因素影响，公司收入从2019年开始连续两年下降，2020年营业总收入为34.71亿元，同比-48.99%。2021年，公司通过对外强力开拓市场、强化资金回笼，对内增强管理效能、降本提质增效等措施，改善公司经营困境，营业总收入达到38.77亿元，同比+11.68%。归母净利润在营收恢复增长后亏损额持续减少。2022H1，公司营业总收入为17.25亿元，同比+0.70%；归母净利润为-1.75亿元，同比+11.06%。

图 3：2017-2022H1 公司营业总收入及同比增速



数据来源：wind，东北证券

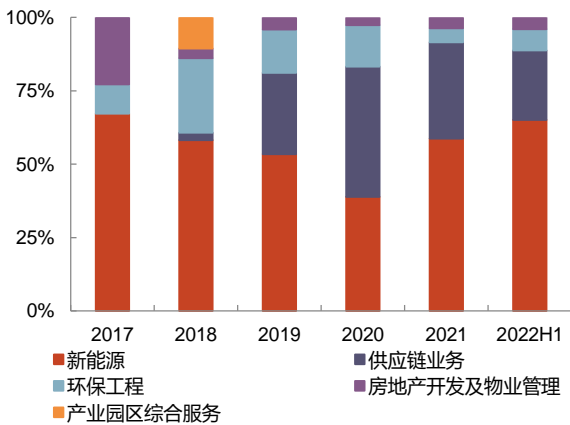
图 4：2017-2022H1 公司归母净利润及同比增速



数据来源：wind，东北证券

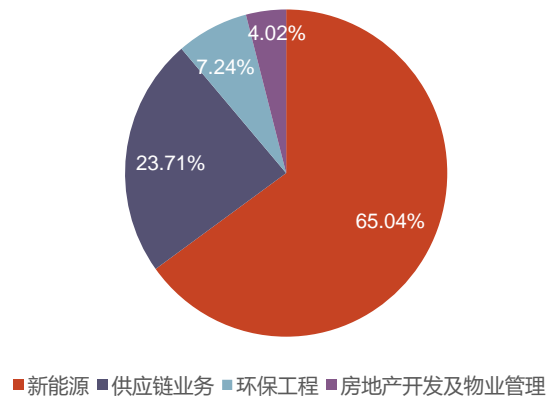
坚定新能源主业，供应链业务占比将进一步减小。公司的新能源收入占比从2021年开始上升，2022H1，公司新能源/供应链业务/环保工程/房地产开发及物业管理收入分别为11.22/4.09/1.25/0.69亿元，分别占比65.04%/23.71%/7.24%/4.02%，新能源已成公司主要毛利来源。公司的供应链业务主要是为河北华融环保产业园区入园企业提供丝网原材料，公司子公司曾负责园区经营，该子公司被转让后，出于过往的良好合作关系，公司至今仍负责丝网制品原材料的供应。随着公司抽出更多资金聚焦新能源主业，供应链业务占比将持续下降。

图 5: 2017-2022H1 公司按产品收入构成



数据来源: wind, 东北证券

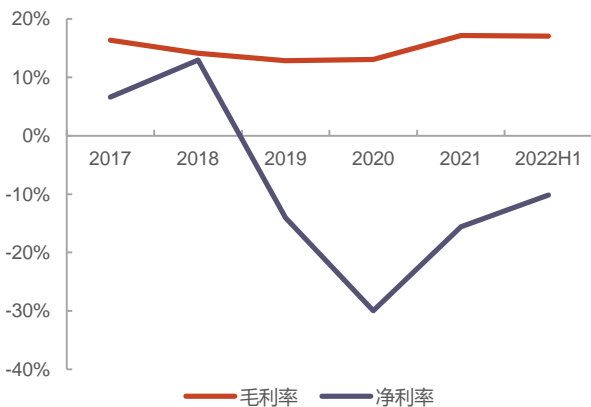
图 6: 2022H1 公司毛利结构



数据来源: wind, 东北证券

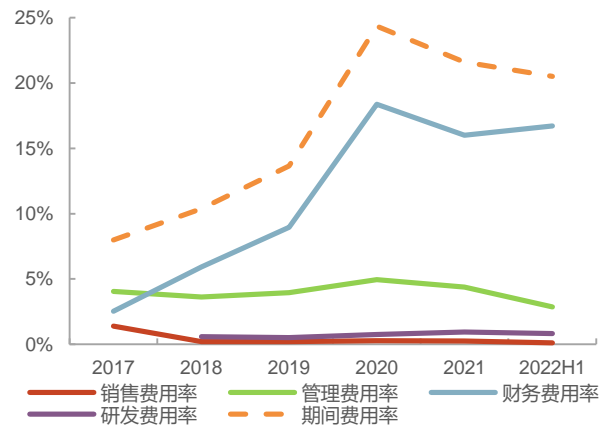
盈利能力修复, 费用率有所上升。公司的毛利率和净利率分别从 2020 年和 2021 年开始恢复增长, 2022H1, 公司毛利率/净利率分别为 17.04%/-10.17%, 分别同比 +1.34/1.46pct。公司的期间费用率在 2021 年出现明显下降, 主要系占比较大的管理费用受到人员变动薪酬减少的影响, 财务费用受到融资展期的影响, 均出现下降所致。2022H1, 公司期间费用率为 20.51%, 同比+1.74pct, 其中销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 0.11%/2.86%/16.70%/0.83%, 分别同比-0.11/-0.96/+2.81/-0.01pct。公司的财务费用率居高不下主要系公司存量债务融资规模较大所致。

图 7: 2017-2022H1 毛利率及净利率变化



数据来源: wind, 东北证券

图 8: 2017-2022H1 期间费用率变化

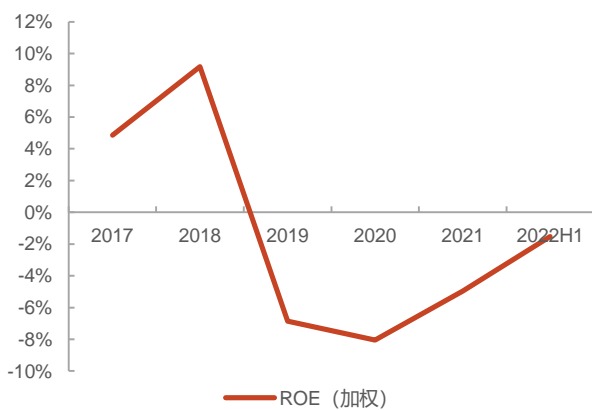


数据来源: wind, 东北证券

净资产收益率有所好转, 预付账款居于高位。公司的 ROE 变化趋势与净利率一致, 2021 年开始明显改善, 2022H1, 公司的 ROE 为 -1.52%, 未来有望回正。公司的预付账款在 2018 年升至 46.42 亿元, 同比+1034.96%, 主要系预付 EPC 及生态环保工程采购款增加所致。之后, 公司的预付款项一直在 35 亿元以上变化。2022H1, 公司的预付款项为 37.56 亿元, 同比-1.83%。公司的预付款项自 2020 年开始持续下降, 主要由于预付款项当中的 EPC 工程款、组件采购款是根据公司当时项目及业务发展规模的需要签订的, 公司根据当前的战略安排, 对前期推进缓慢的项目进行了重新梳理, 对确定终止类的项目协调退回预付款项或变更采购项目, 要求各暂未

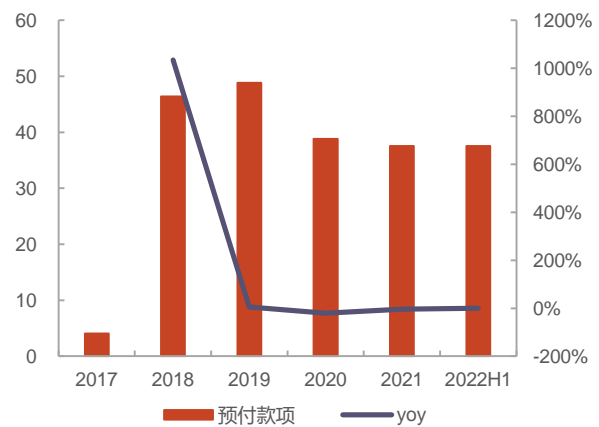
发货的供应商退回部分前期已支付的采购款，是公司对预付款实行压降措施的体现。

图 9: 2017-2022H1 的 ROE (加权)



数据来源: wind, 东北证券

图 10: 2017-2022H1 预付款项变化 (亿元)



数据来源: wind, 东北证券

2. 政策引领，光伏行业迈入发展快车道

2.1. 双碳背景下光伏优势显现，装机规模呈爆发式增长

全球减排行动持续推进。在全球气候变暖及化石能源日益枯竭的大背景下，大力发展可再生能源已成为世界各国的共识。2015年12月，178个缔约方一致通过《巴黎协定》。《巴黎协定》的长期目标是将全球平均气温较前工业化时期上升幅度控制在2摄氏度以内，并努力将温度上升幅度限制在1.5摄氏度以内。2015年184个国家首次正式提交了国家自主贡献目标，2021年格拉斯哥气候大会(COP26)召开前和召开期间，已经有151个国家(占《协定》签署国的近70%，占全球排放量的57%)更新了国家自主贡献目标，预计2030年的排放目标减少15%-17%。

我国积极迈入“双碳”浪潮。2020年9月，我国宣布提高“国家自主贡献”力度，二氧化碳排放力争2030年前达到峰值，努力争取2060年前实现“碳中和”。作为全球最大的碳排放国，我国一次能源的资源储量远低于世界平均水平，加快降低碳排放步伐，有利于引导绿色技术创新，提高我国产业和经济的全球竞争力。

表 2: 我国国家自主贡献目标对比

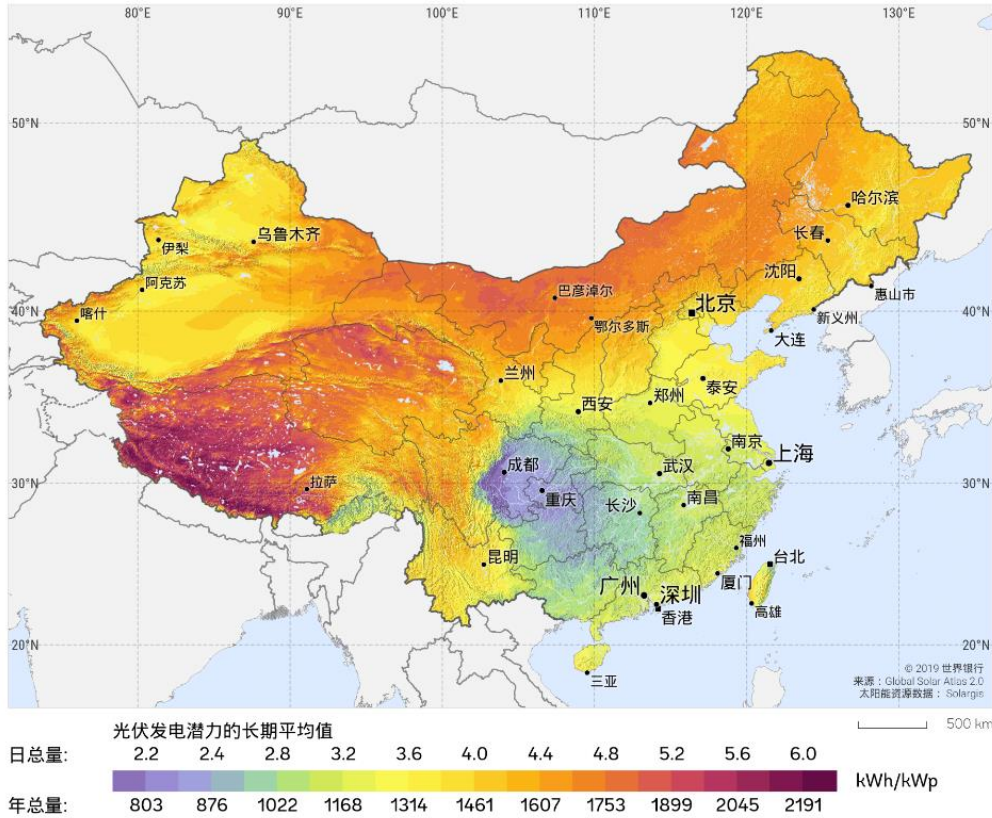
	首次提交的国家自主贡献	更新后的国家自主贡献
目标 1	预计在 2030 年达到温室气体排放量峰值，在此过程中将尽力提前达到峰值。	2030 年实现碳达峰，2060 年实现碳中和。
目标 2	国内生产总值二氧化碳排放 在 2030 年相对 2005 年排放量下降 60-65%。	到 2030 年，国内生产总值二氧化碳排放对比 2005 年下降 65% 以上，非化石能源占一次能源消费比重将达到 25% 左右。

数据来源: 《<巴黎协定>中的国家自主贡献机制研究》，东北证券

我国光伏发电潜力巨大。我国光照资源丰富，从全国太阳年辐射总量的分布来看，西藏、青海、新疆、内蒙古等广大地区的太阳辐射总量很大，全国大部分地区的光伏发电年总量在 1168kWh/kWp 以上。光伏也是一种清洁能源，其碳排放量远低于传统能源。根据世界核协会统计，太阳能光伏发电二氧化碳排放量为 45g/kWh，远

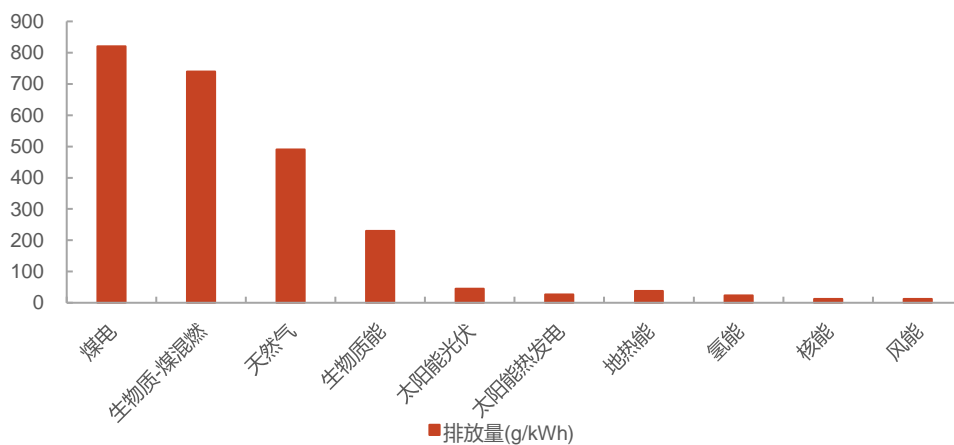
低于煤（820g/kWh）、天然气（490g/kWh）等传统能源。同时，光伏发电不消耗燃料，且发电过程简单，应用潜力巨大。

图 11：我国光伏发电潜力



数据来源：世界银行集团，东北证券

图 12：各种发电方式二氧化碳排放量对比



数据来源：世界核协会，东北证券

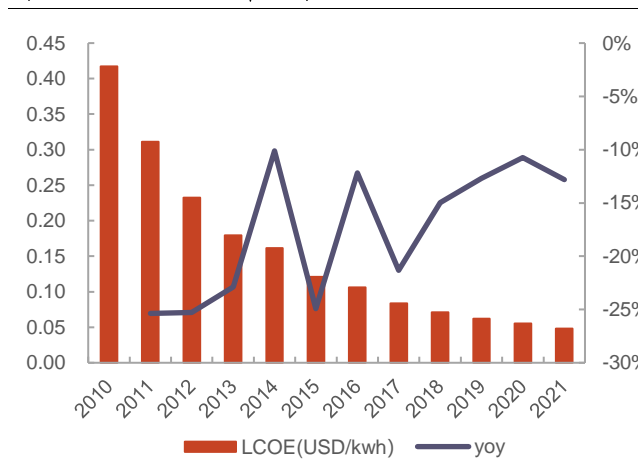
表 3: 主要新能源发电类型对比

类型	优势	劣势
太阳能	发电过程简单; 不消耗燃料、无污染	占地面积大; 能量密度与转换效率较低
风电	清洁、环境效益好; 装机规模灵活	成本高; 占地面积大、噪音大
生物质能发电	受自然条件限制小; 可靠性高、燃料来源广泛	建设和运营成本较高; 技术开发能力薄弱、产业体系薄弱
水电	发电成本低、发电效率高; 调控能力较强	生态破坏、移民安置难度大; 用电需求不确定
核电	燃料体积小、方便运输; 发电成本稳定、资源消耗低	产生高低阶放射性废料; 能量转换率低于水电、建核电厂选址要求高

数据来源: 头豹研究院, 东北证券

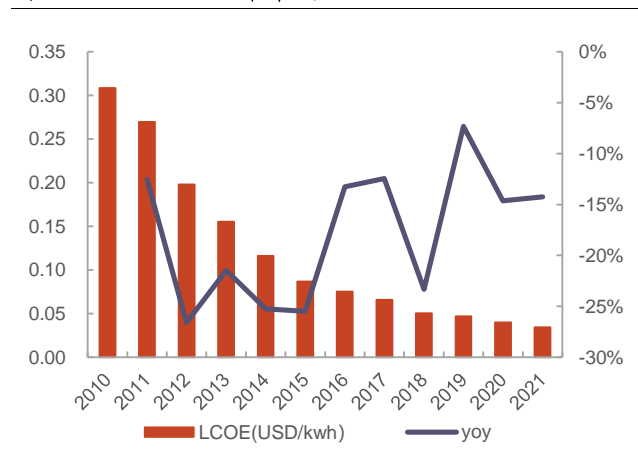
光伏的 LCOE 显著下降。 LCOE 即光伏发电平准化度电成本(Levelized Cost of Energy),可用于横向比较不同类型(如光伏、风电、火电等)发电项目的成本。根据 IRENA 的数据,全球光伏发电的 LCOE 由 2010 年的 0.42USD/KWh 降至 2021 年的 0.05USD/KWh, 年均复合增长率达-17.79%; 中国光伏发电的 LCOE 由 2010 年的 0.31USD/KWh 降至 2021 年的 0.03USD/KWh, 年均复合增长率达-18.12%。度电成本的降低,显示了光伏行业的商业化条件不断成熟,有助于行业持续向好发展。

图 13: 2010-2021 年全球光伏 LCOE 变化



数据来源: IRENA, 东北证券

图 14: 2010-2021 年中国光伏 LCOE 变化



数据来源: IRENA, 东北证券

相关政策持续落地。近年来,国家陆续出台了一系列鼓励和扶持太阳能光伏产业发展的政策,为行业的健康、持续发展创造了良好的政策环境。《“十四五”现代能源体系规划》中就提到,要“全面推进风电和太阳能发电大规模开发和高质量发展,优先就地就近开发利用,加快负荷中心及周边地区分散式风电和分布式光伏建设。”政策支持有利于改变我国光伏行业无序竞争的局面,引导光伏企业加快产业结构升级和提高技术水平,进一步增强我国光伏企业的市场竞争力,从而推动我国光伏产业持续、快速、健康发展。

表 4: 光伏相关政策

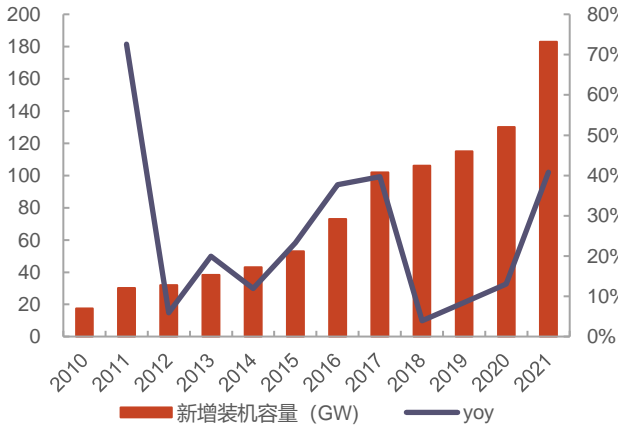
时间	部门	政策文件	要点
2021/2/22	国务院	《关于加快建立健全绿色低碳循环经济体系的指导意见》	提升可再生能源利用比例，大力推动风电、光伏发电发展
2021/2/24	发改委	《关于引导加大金融支持力度促进风电和光伏发电等行业健康有序发展的通知》	金融机构按照商业化原则与可再生能源企业协商展期或续贷；金融机构按照市场化、法治化原则自主发放补贴确权贷款；对补贴确权贷款给予合理支持
2021/2/25	发改委	《关于推进电力源网荷储一体化和多能互补发展的指导意见》	统筹各类电源规划、设计、建设、运营，优先发展新能源，积极实施存量“风光水火储一体化”提升
2021/4/19	国家能源局	《2021 年能源工作指导意见》	能源资源配置更加合理、利用效率大幅提高，风电、光伏发电等可再生能源利用率保持较高水平，跨区输电通道平均利用小时数提升至 4100 小时左右
2021/7/1	发改委	《关于印发“十四五”循环经济发展规划的通知》	积极利用余热余压资源，推行热电联产、分布式能源及光伏储能一体化系统应用，推动能源梯级利用
2021/10/24	国务院	《关于印发 2030 年前碳达峰行动方案的通知》	全面推进风电、太阳能发电大规模开发和高质量发展，坚持集中式与分布式并举，加快建设风电和光伏发电基地
2021/12/31	工信部	《智能光伏产业创新发展行动计划》	到 2025 年，光伏行业智能化水平显著提升，产业技术创新取得突破。新型高效太阳能电池量产化转换效率显著提升，形成完善的硅料、硅片、装备、材料、器件等配套能力
2022/1/29	发改委	《“十四五”现代能源体系规划》	全面推进风电和太阳能发电大规模开发和高质量发展，优先就地就近开发利用，加快负荷中心及周边地区分散式风电和分布式光伏建设
2022/2/22	中共中央	《关于做好 2022 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》	巩固光伏扶贫工程成效，在有条件的脱贫地区发展光伏产业
2022/3/17	国家能源局	《2022 年能源工作指导意见》	加大力度规划建设以大型风光基地为基础、以其周边清洁高效先进节能的煤电为支撑、以稳定安全可靠的特高压输变电线路为载体的新能源供给消纳体系
2022/5/14	国务院	《关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案》	加快推进以沙漠、戈壁、荒漠地区为重点的大型风电光伏基地建设；促进新能源开发利用与乡村振兴融合发展；推动新能源在工业和建筑领域应用；引导全社会消费新能源等绿色电力

数据来源：各部委网站，东北证券

国内外光伏应用市场不断增长。由于光伏自身独特的优势和世界各国对光伏产业的高度重视，在全球各国共同推动下，光伏产业化水平不断提高，产业规模持续扩大。

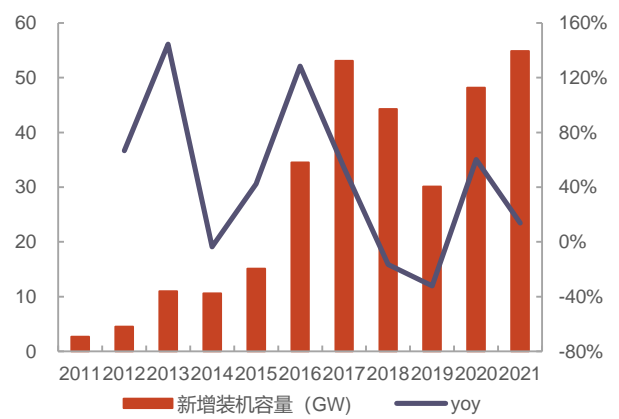
全球光伏新增装机容量由 2010 年的 17.50GW 升至 2021 年的 183.00GW，年均复合增长率达 23.79%；中国光伏新增装机容量由 2010 年的 2.70GW 升至 2021 年的 54.90GW，年均复合增长率达 35.15%。光伏发电已逐步成为促进能源多样化和实现可持续发展的重要能源。

图 15: 2010-2021 年全球光伏新增装机



数据来源：隆基股份公司公告，产业经济信息网，东北证券

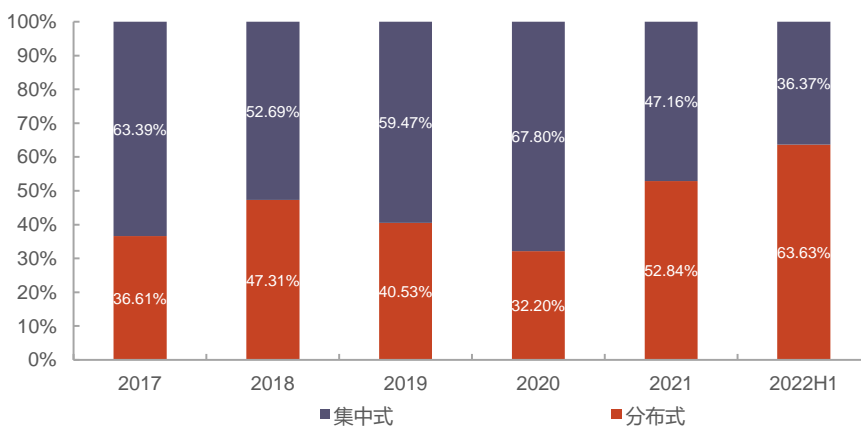
图 16: 2011-2021 年中国光伏新增装机



数据来源：隆基股份公司公告，国家能源局，东北证券

分布式光伏有望引领未来。分布式光伏指在用户所在场地或附近建设运行，以用户侧自发自用为主、余电上网的光伏发电设施。集中式光伏存在长距离运输的电力损耗高和大规模开发需要大量资金投入等问题；而分布式电站具有建设周期短、选址灵活、就近利用、分散布局、因地制宜等特点，近年来发展较快。我国分布式光伏装机容量占比从 2021 年起恢复增长，2022H1，我国分布式/集中式光伏新增装机容量分别为 19.65/11.23GW，占总装机容量的比重分别为 63.63%/36.37%。目前我国分布式光伏发电市场呈现多元化发展格局，不仅存在工商业、居民用户屋顶光伏的形式，也有“农光互补”、“渔光互补”以及“光伏扶贫”等多种应用方式，促进分布式光伏发电应用快速发展。

图 17: 2017-2022H1 中国光伏新增装机容量结构



数据来源：中商情报网，隆基股份公司公告，国家能源局，东北证券

图 18: 屋顶光伏



数据来源: 新浪, 东北证券

图 19: 农光互补



数据来源: 搜狐, 东北证券

图 20: 渔光互补



数据来源: 大华网, 东北证券

图 21: 光伏扶贫

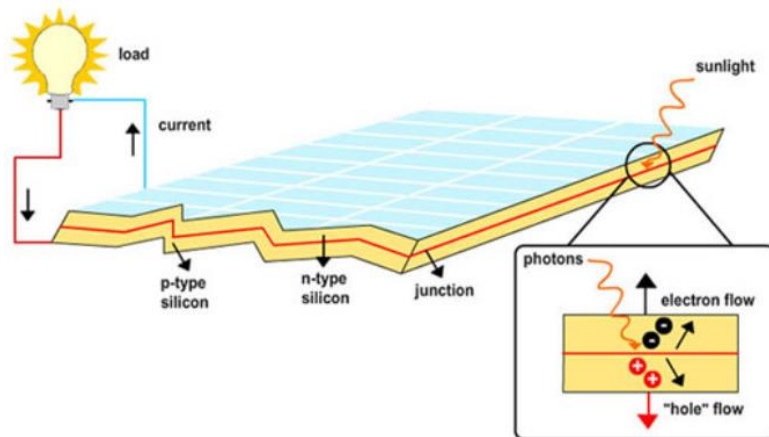


数据来源: 网易, 东北证券

2.2. 国内外需求激增, 组件市场空间广阔

光电效应是光伏发电的主要原理。当太阳光照在光伏电池表面上, 光伏电池的正面电极和背面电极之间产生光电压, 空穴由 n 区流向 p 区, 电子由 p 区流向 n 区, 接通电路后就形成电流。

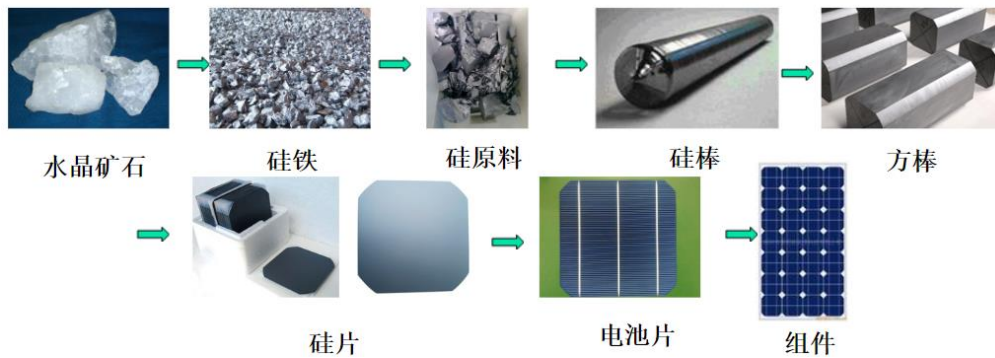
图 22: 光伏电池工作原理



数据来源: 公开资料整理, 东北证券

光伏组件是光伏电站的核心构件。由于单片太阳电池输出电压较低，加之未封装的电池由于环境的影响电极容易脱落，因此必须将一定数量的单片电池采用串、并联的方式密封成太阳电池组件，以避免电池电极和互连线受到腐蚀，同时封装也避免了电池碎裂，方便了户外安装。光伏组件的制造历经了从水晶矿石提取硅原料，加工成硅片、电池片，最终安装成组件的过程。

图 23: 组件的制造过程



数据来源：公开资料整理，东北证券

在全球光伏产业高速增长的大背景下，组件需求量激增，行业集中度进一步提升。2022H1，国内 TOP10 组件企业总出货量达 99GW，其中 TOP4 的晶科能源/天合光能/隆基绿能/晶澳科技出货量分别为 18.21/18.05/18.02/15.67GW，分别同比+113%/72%/6%/55%，占上半年总出货量比重达 71%。2022 年上半年 TOP10 组件企业总出货量已达到 2021 年全年出货量的 65%，今年 TOP10 组件的全年出货量或将再度创下新高，行业集中度进一步提升。

表 5: 国内组件 TOP10 出货量

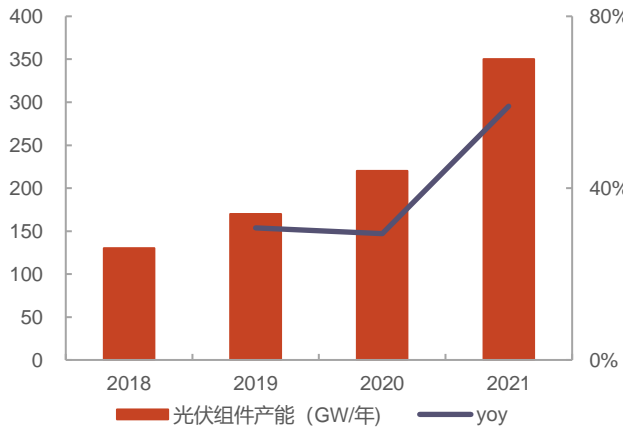
名次	组件制造商	2022H1 出货量 (GW)	2021H1 出货量 (GW)	增幅	2021 年出货量 (GW)
1	晶科能源	18.21	8.53	113%	22.23
2	天合光能（光伏产品）	18.05	10.5	72%	24.81
3	隆基绿能	18.02	17.01	6%	38.52
4	晶澳科技（含电池）	15.67	10.12	55%	24.53
5	阿特斯	8.73	6.8	28%	14.49
6	东方日升	5.67	3.4	67%	8.11
7	正泰	5.5	--	--	7.3
8	无锡尚德	3.75	--	--	6.29
9	环晟光伏	3	--	--	4.1
10	一道新能	2.5	--	--	--

数据来源：北极星太阳能光伏网，全国能源信息平台，东北证券

产能产量双增长，组件厂商积极扩产。我国光伏组件产能由 2018 年的 130GW 升至

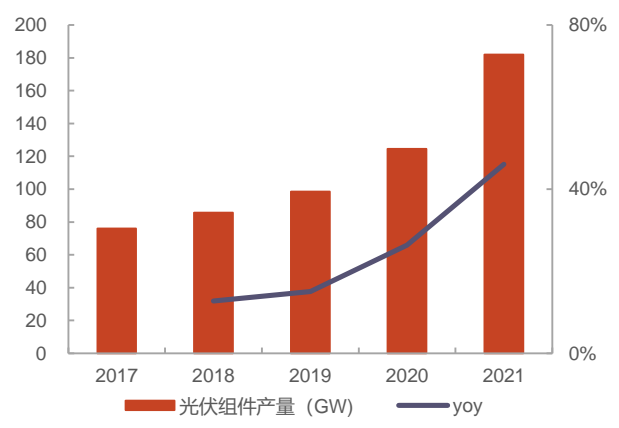
2021 年的 350GW, CAGR 达到 39.12%; 光伏组件产量由 2017 年的 76GW 升至 2021 年的 182GW, CAGR 达到 24.40%。尽管上半年疫情对于光伏产业的需求带来一定程度的冲击, 但基于对行业未来发展空间的良好预期, 国内主要组件厂商的产能扩张仍在持续, 截至 5 月末, 主要厂商扩产计划已达 99GW。

图 24: 2018-2021 年中国光伏组件产能



数据来源: 智研咨询, 东北证券

图 25: 2017-2021 年中国光伏组件产量



数据来源: 智研咨询, 东北证券

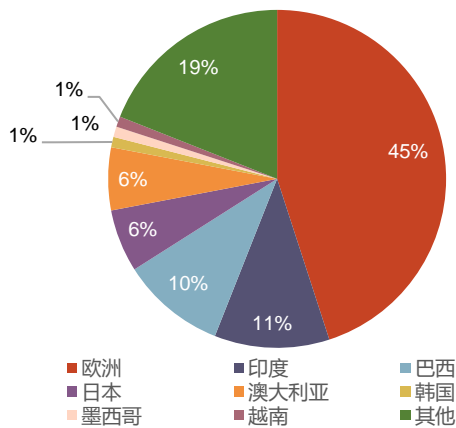
表 6: 主要厂商组件扩产计划

日期	企业	项目名称	扩产规模 (GW)	地点	投资金额 (亿元)
2022/1/17	亿晶光电	常州年产 5GW 高效太阳能组件	5	江苏常州	8.57
2022/1/18	阿特斯/华能	3GW 高效光伏组件绿色装备项目和 0.5GW 地面光伏发电项目	3	河北平山	
2022/1/27	横店东磁	年产 2.5GW 高效组件项目	2.5	江苏泗洪	3.39
2022/1/28	东方日升	年产 15GW 高效太阳能组件项目	15	浙江宁海	
2022/2/25	华晟新能源	5GW 异质结电池及组件项目	5	江苏无锡	
2022/2/28	天合光能	2GW 光伏生产制造项目及地面光伏发电项目	2	云南曲靖	90
2022/3/6	隆基股份	曲靖年产 10GW 单晶硅片项目	10	云南曲靖	
2022/3/7	晶澳科技	曲靖年产 5GW 高效组件项目	5	云南曲靖	
2022/3/11	双良节能	年产 20GW 高效光伏组件项目	20	内蒙古包头	6
2022/3/13	隆基股份	鄂尔多斯年产 5GW 高效光伏组件项目	5	内蒙古鄂尔多斯	16
2022/3/18	晶科能源	上饶年产 24GW 高效光伏组件项目一期	8	江西上饶	
2022/3/20	宝丰集团	2.5GW/年光伏组件生产装置	2.5	甘肃酒泉	
2022/3/22	中利集团	阜平年产 5GW 光伏组件制造项目	5	河北阜平	
2022/4/13	ST 新海	1GW 光伏组件制造项目	1	内蒙古杭锦旗	
2022/5/27	华能 & 上海原乐	10GW 高效光伏组件制造项目	10	广西北海	50

数据来源: 腾讯, 东北证券

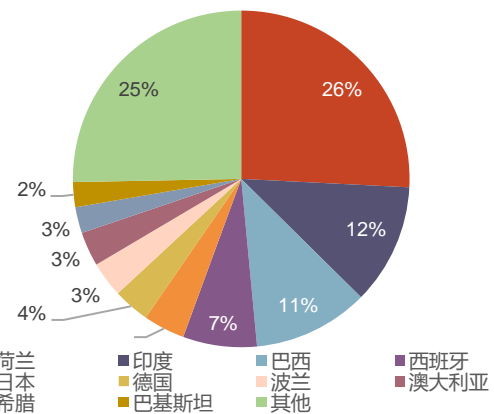
受俄乌冲突造成的天然气供应紧缩影响，欧洲等国际市场对光伏组件的需求加剧，国产组件迎来出口机遇期。2022年2月24日，俄罗斯对乌克兰开展“特别军事行动”以来，以美国为首的西方国家对俄罗斯实施了史上最严厉的经济制裁。美国、欧盟、日本、加拿大、澳大利亚等国宣布对俄罗斯油气、铁路、水电等关系国家经济命脉的国有企业实施制裁。2022年3月14日，欧盟宣布将对俄罗斯石油公司、俄罗斯石油管道运输公司和俄罗斯天然气工业石油公司实施制裁，限制其贷款和债务融资，并计划在2022年内减少三分之二的俄罗斯天然气进口，在2030年前完全切断对俄依赖。为了达成这一目的，欧洲将加速新能源领域的开发。根据《欧洲廉价、安全、可持续能源联合行动》，欧盟到2025年光伏和风能发电将提高一倍，到2030年提高到两倍。中国作为全球最大的光伏组件生产国，将在欧洲能源转型中发挥积极作用。2021年，我国光伏组件在欧洲的出口量为45.30GW，占总出口量比重达到45%。2022H1，我国光伏组件在欧洲的出口量为42.40GW，同比+137%，其中荷兰/西班牙/德国/波兰/希腊地区出口量占比分别为26%/7%/4%/3%/3%。从月度数据来看，上半年我国出口了78.70GW的组件，同比+102%，单月增幅均在80%以上，表明全球对中国光伏产品的依赖。截至2022年9月14日，晶硅/薄膜光伏组件现货价（周均价）分别为0.21/0.24USD/W，分别同比+9.18%/4.89%。

图 26: 2021 年组件出口地区分布



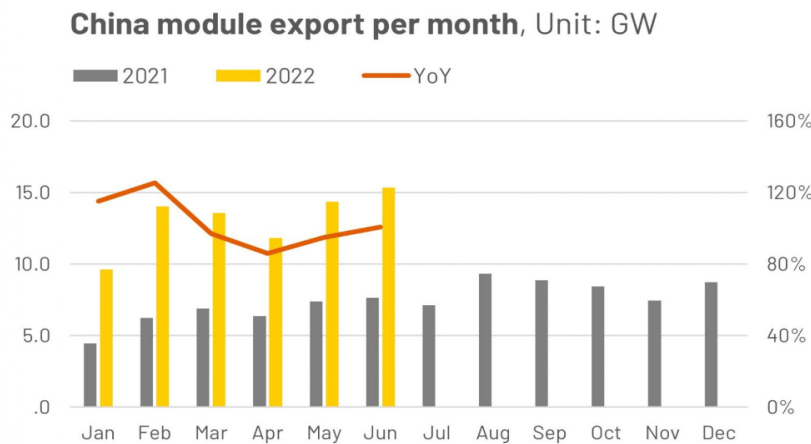
数据来源：智研咨询，东北证券

图 27: 2022H1 组件出口地区分布



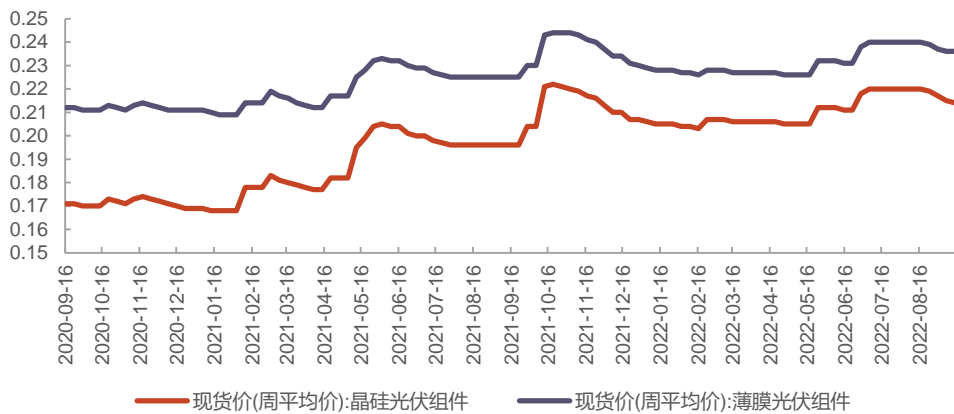
数据来源：中商产业研究院，东北证券

图 28: 中国月度组件出口数据



数据来源：InfoLink，东北证券

图 29: 组件价格变化(美元/瓦)



数据来源: wind, 东北证券

2025 年国内光伏组件市场空间有望超 400 亿美元:

关键假设 1: 以 CPIA 的预测为依据, 在保守情况下 2022/2023/2024/2025 年全球光伏新增装机容量分别为 195/220/245/270GW, 乐观情况下全球光伏新增装机容量分别为 240/275/300/330GW; 在保守情况下 2022/2023/2024/2025 年我国光伏新增装机容量分别为 75/80/85/90GW, 乐观情况下全球光伏新增装机容量分别为 90/95/100/110GW。

关键假设 2: 根据《光伏发电系统效能规范》, 组件容配比应在 1.0-1.8 之间, 我们选取其平均值 1.4 进行预测, 装机容量与容配比的乘积即需求量。

关键假设 3: 今年上半年由于疫情叠加限电影响, 硅料价格上涨, 此外俄乌冲突加速欧洲能源转型, 组件需求增加, 2022H1 组件均价为 0.22USD/W, 同比+8.13%。考虑到由于奥密克戎变异, 仍存在疫情风险, 且随着时间进入冬季, 欧洲能源问题进一步凸显, 我们预测乐观/保守情况下 2022 年全年的组件均价增幅在 8%/4%, 随着产能扩张, 均价增幅有望下降, 预计乐观情况下 2023/2024/2025 年组件均价增幅分别为 7%/6%/5%, 保守情况下 2023/2024/2025 年组件均价增幅分别为 3%/2%/1%。

基于以上假设, 我们预测**乐观情况下 2025 年全球/中国光伏组件市场空间为 1249/416 亿美元, 保守情况下 2025 年全球/中国光伏组件市场空间为 877/292 亿美元。**

表 7: 组件市场空间

年份	乐观情况				保守情况			
	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
全球新增装机容量 (GW)	240	275	300	330	195	220	245	270
我国新增装机容量 (GW)	90	95	100	110	75	80	85	90
容配比	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
全球光伏组件需求量(GW)	336	385	420	462	273	308	343	378
中国光伏组件需求量(GW)	126	133	140	154	105	112	119	126
组件均价 (USD/W)	0.227	0.243	0.257	0.270	0.219	0.225	0.230	0.232
全球光伏组件市场空间(亿美元)	763	935	1081	1249	597	693	788	877
中国光伏组件市场空间(亿美元)	286	323	360	416	229	252	273	292

数据来源: CPIA, 《光伏发电系统效能规范 (NB/T 10394-2020)》, wind, 东北证券

2.3. 补贴加速发放，新能源企业现金流有望改善

光伏补贴八年之痒已至，布局光伏运营较早的企业仍能享受补贴红利。我国光伏的国家财政补贴从 2013 年开始，当时由于受到美国“双反”调查的影响，光伏行业的发展放缓，为了缓解这一局面，国家发改委下发了《关于发挥价格杠杆作用促进光伏产业健康发展的通知》(发改价格[2013]1638 号)，对分布式光伏提供 0.42 元/千瓦时的度电补贴，同时提出“光伏发电项目自投入运营起执行标杆上网电价或电价补贴标准，期限原则上为 20 年”。该政策不仅调动了业主投资的积极性，也在光伏科普工作中发挥了重要作用。当时市场处于萌芽阶段，分布式光伏市场发展得并不快，这一补贴政策延续了 4 年之久。随着光伏装机规模的持续增长，为了减少企业对补贴的依赖，促进光伏产业健康有序发展，分布式光伏补贴于 2017 年首次出现下调，降至 0.37 元/千瓦时，之后又历经 4 次下调。2021 年 6 月 7 日，发改委下发了《关于 2021 年新能源上网电价政策有关事项的通知》，提出“2021 年起，对新备案集中式光伏电站、工商业分布式光伏项目和新核准陆上风电项目，中央财政不再补贴，实行平价上网”，历时 8 年之久的国家补贴宣告结束。目前对于 2021 年以前备案核准的光伏项目，“补贴 20 年不变”的政策仍未改变，相关企业可持续获得补贴。

表 8: 光伏补贴政策

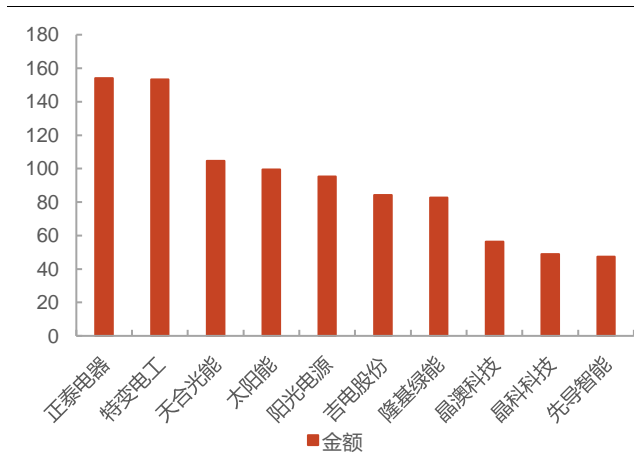
文件编号	执法日期	补贴标准
发改价格[2013]1638 号	2013 年 8 月 26 日	分布式光伏补贴标准为每千瓦时 0.42 元(含税)
发改价格规[2017]2196 号	2017 年 12 月 19 日	分布式光伏补贴标准调整为每千瓦时 0.37 元(含税)
发改价格[2018]823 号	2018 年 5 月 31 日	分布式补贴标准调整为每千瓦时 0.32 元(含税)
发改价格[2019]882 号	2019 年 4 月 28 日	户用分布式光伏调整为每千瓦时 0.18 元，工商业为每千瓦时 0.12 元
发改价格[2020]511 号	2020 年 4 月 2 日	户用分布式光伏调整为每千瓦时 0.08 元，工商业为每千瓦时 0.05 元
发改价格[2021]833 号	2021 年 6 月 7 日	户用分布式光伏调整为每千瓦时 0.03 元，2022 年不再补贴

数据来源：全国能源信息平台，发改委，东北证券

中央政府性基金支出倍增，补贴拖欠问题有望得到解决。由于可再生能源产业发展过快，以可再生能源电价附加费为主体收入的可再生能源发展基金增速难以跟上补贴的规模增速，从而形成了发电补贴拖欠这一历史遗留问题，相关企业的应收账款金额居高不下。2021 年我国光伏行业上市公司中，正泰电器/特变电工/天合光能的应收账款及票据金额分别为 154.03/153.36/104.67 亿元，合计超 400 亿元。为了解决这一问题，从去年 11 月开始，政府先后四次对新能源领域进行补贴拨款。中央本级政府性基金支出中可再生能源电价附加收入安排的支出也由 2017 年的 648.73 亿元升至 2021 年的 835.45 亿元，CAGR 达 28.78%。2022 年 3 月 6 日，《关于 2021 年中央和地方预算执行情况与 2022 年中央和地方预算草案的报告》提出，要“促进优化能源结构，完善清洁能源支持政策，大力发展可再生能源，推动解决可再生能源发电补贴资金缺口”。根据《2022 年中央政府性基金支出预算表》，我国其他政府性基金支出中，中央本级支出的预算数达到 4528.52 亿元，预算数为上年执行数的 487.8%，为解决我国光伏补贴拖欠问题提供了有力的财政保障。2022 年 8 月 11 日，南方电网决定成立广州可再生能源发展结算服务有限公司，主要职责是协助组织可再生能源发电项目补贴清单审核，以及负责对补贴资金缺口开展专项融资等。国家电网也

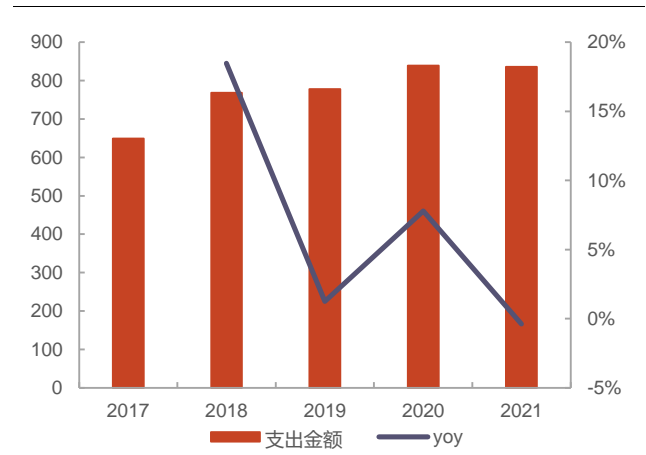
将成立北京可再生能源发展结算服务有限公司，统筹解决可再生能源发电补贴问题。

图 30: 2021 年光伏上市公司应收账款及票据(亿元)



数据来源: wind, 东北证券

图 31: 中央本级政府性基金支出(可再生能源)(亿元)



数据来源: wind, 财政部, 东北证券

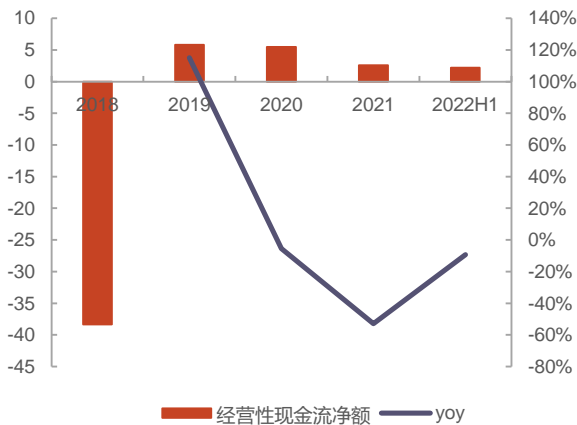
表 9: 光伏补贴发放情况

日期	政策文件	补贴金额(亿元)
2021 年 11 月 16 日	《关于提前下达 2022 年可再生能源电价附加补助地方资金预算的通知》	22.8
2022 年 5 月 11 日	国务院常务会议	500(新能源总额)
2022 年 6 月 24 日	《财政部关于下达 2022 年可再生能源电价附加补助地方资金预算的通知》	12.6
2022 年 7 月 15 日	《国家电网有限公司关于 2022 年年度预算第 1 次可再生能源电价附加补助资金拨付情况的公告》	260.7

数据来源: 智汇光伏公众号, 东北证券

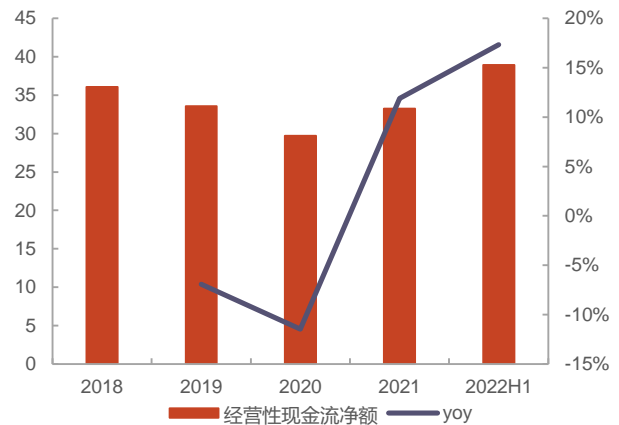
受补贴发放影响, 公司现金流将进一步改善。由于受到经营活动支出增加的影响和补贴拖欠的影响, 公司现金流持续下降, 应收账款及票据居于高位。2022H1, 公司经营性现金流净额为 2.22 亿元, 同比-9.39%; 公司应收账款及票据金额为 38.92 亿元, 同比+17.33%。在公司自持的 57 个电站(装机容量 1GW)中, 80%以上都能获得国家电费补贴, 且公司布局光伏领域较早, 国家补贴额度较高, 维持在 0.35-0.4 元/千瓦时之间。根据目前国家相关政策, 公司今年有望获得一次性 16 亿的补贴, 后续每年还将获得 4 亿元的国家补贴, 将对公司的现金流产生积极影响, 应收账款及应收票据也将大幅下降。

图 32: 公司经营性现金流净额 (亿元)



数据来源: wind, 东北证券

图 33: 公司应收账款及票据 (亿元)



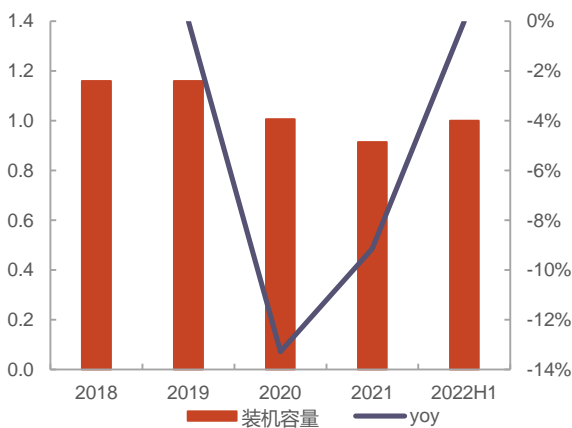
数据来源: wind, 东北证券

3. 全产业链布局, 蓄势待发成长可期

3.1. 自持电站遍布全国, 压舱石作用进一步凸显

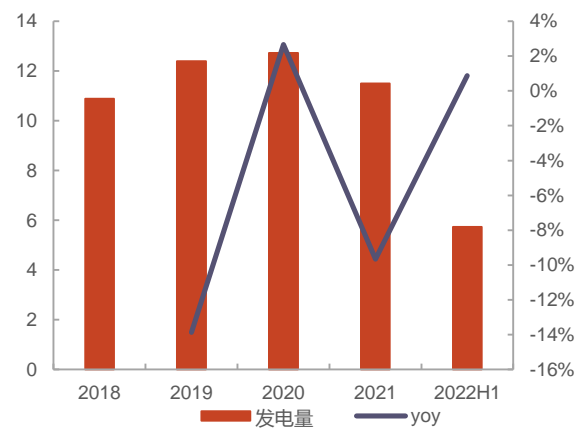
装机容量保持稳定, 发电量小幅增长。公司依托强大的业务体系后盾, 通过近年来新能源项目开发的业务积累, 在全国百余县市建立了电站项目公司, 同当地政府保持了良好的合作关系。2021 年, 公司装机容量较去年同期减少约 92MW, 主要系汪清电站出售减少 130MW, 新收购蒙阴电站 20MW, 都昌电站 18MW; 发电量小幅下降, 主要系公司电站所在区域光资源略有下降, 其次部分区域如山东、冀北、宁夏、蒙东等地限电率较上年同期略有增加, 导致发电利用小时数减少。2022H1, 公司并网电站规模为 1GW, 同比持平; 发电量为 5.73 亿度, 同比+0.88%。

图 34: 光伏装机容量变化 (GW)



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 35: 光伏发电量变化 (亿度)



数据来源: 公司公告, 东北证券

全国布局, 已有自持电站将提供稳定业绩保障。受 2019 年 11 月份的债务违约影响, 公司融资受到限制, 自持电站短时间内无扩张计划。公司目前已有自持 57 个, 遍布山西、河北、河南、山东等 20 余个省份。由于公司已建成电站批复电价维持二十年不变, 每年可带来 8 亿元的营收, 是公司重要的压舱石资产。

图 36: 公司电站分布



数据来源: 公司官网, 东北证券

3.2. 技术加持, 组件规模化发展稳步推进

产品获多项国内外认证。公司的金寨县的高效光伏组件基地起步于 2016 年, 是集光伏组件研发、制造、销售于一体的大型制造基地。公司依托专业的团队、先进的技术、精准的制造、全方位的品控和高端的标准等综合优势, 先后获得国家高新技术企业、国家工信部两化融合管理体系认证、智能工厂、数字化车间等荣誉称号, 其高效晶体硅光伏组件产品通过 TUV、CQC、JET 等国际产品认证和 ISO9001、ISO14001、ISO45001 等体系认证。

图 37: 多项产品认证



数据来源: 公司官网, 东北证券

组件种类丰富, 性能优异, 智能化产线亮眼。公司生产的高效光伏组件产品序列, 集先进自动化、信息化和精益化于一体, 发电稳定性、环境适应性、光电转化效率处于业内领先水平, 组件最高功率达 670W 以上, 转换效率可达 21.6%。产品涵盖电池规格有 182、210、230 尺寸电池片, 预留 TOPcon 和 HJT 电池的升级窗口, 组件封装综合目前行业先进技术水平, 产品包含 50-78 片等各规格电池片尺寸。在生

产制造端，公司致力于以工匠精神驱动精准制造和卓越制造，通过高度自动化的流程控制、先进的设备、国际一流的生产工艺、科学高效的流程管理，保障其产品的高端制造水准。

图 38: 组件种类丰富



数据来源：公司官网，东北证券

图 39: 机器人自动排版



数据来源：公司官网，东北证券

图 40: EI 外观检测



数据来源：公司官网，东北证券

图 41: 自动裁切铺设



数据来源：公司官网，东北证券

图 42: 90度翻转测试



数据来源：公司官网，东北证券

日超新能源一期项目投产，产能持续扩张可期。2022年6月20日上午，东旭蓝天全资子公司——安徽日超新能源科技有限公司与金寨县经济开发区管委会合作投资建设的光伏组件生产项目一期实现投产，具备年产1GW高端光伏组件的量产能力，目前公司在安徽省金寨县建有组件总产能2GW。由于公司组件产品主要用于出口，产品远销东南亚、欧洲、非洲、美洲等地区，预计随着国际上光伏组件的需求量增加，公司产能将进一步扩产。公司现在已经在跟多个地方政府洽谈，若条件谈妥，将扩产5GW的产能，产能规模有望达7GW。

图 43: 组件出口



数据来源：公司宣传册，东北证券

3.3. 多点开花，EPC 业务有望贡献增量

公司在光伏、风电领域的 EPC 项目经验丰富。公司承接 EPC 工程的总量为 5GW，内蒙古阿拉善风电站、河北张北风电站、吉林汪清 200MW 光伏扶贫项目、湖北通山光伏扶贫集中式电站项目等均为典型项目。其中，阿拉善大红新能源 100MW 风电 EPC 总承包项目于 2018 年 12 月成功并网发电，该项目位于内蒙古阿拉善左旗嘉尔嘎勒赛汉镇，装机容量 100MW，总投资额 7.6 亿元，共安装 50 台单机容量为 2MW 的风力发电机组，建设 220kV 升压变电站一座及 52 公里 220kV 送出线路。项目全部投产后，每年将向当地提供 3.159 亿 kWh 清洁电力，能够满足约 20 万户城乡家庭的用电需求，相当于节约煤耗约 9.8 万吨，减少二氧化碳排放量约 27 万吨、烟尘排放量约 18 万吨、二氧化硫约 83 万吨，种植阔叶林约 725 公顷，具有显著的经济效益和生态环境效益。该项目的顺利并网标志着东旭蓝天在风电 EPC 工程方面取得重大突破。

着眼生态农业，探索渔光互补、农光互补等多元互补模式。2021 年，中央一号文件《关于全面推进乡村振兴，加快农业农村现代化的意见》，把“乡村振兴”提高到“十四五”时期的最高国家战略之一。推动实现乡村振兴需要农业、农村、农民的全面发展，公司积极投身生态农业，探索渔光互补、农光互补模式。公司的金寨茶油综合体项目是“农光互补”模式典范，该项目不仅完善了油茶产业循环经济链、推动金寨县稳定脱贫持续增收，还实现了资源利用最大化，对金寨生态环境保护意义重大。目前该项目共有油茶种植基地 5000 余亩，油茶良种育种基地 296 亩，光伏装机容量 100MW，年发电量 1.3 亿千瓦时。

图 44: 阿拉善风电项目



数据来源: 公司宣传册, 东北证券

图 45: 金寨茶油综合体



数据来源: 公司宣传册, 东北证券

3.4. 智能运维雏形初显

安轩科技是智能运维的主要子公司。上海安轩自动化科技有限公司成立于 2013 年，是一家基于人工智能、物联网和大数据技术研究的高科技公司，主要业务包括：机器人研发、智慧能源产品和智慧运维服务三大版块。公司以“让发电量更高一点”为使命，怀揣着“打造世界最先进的光伏电站无人化智能运维平台”的愿景，研发创造了一系列智慧能源产品，如光伏智能运维机器人、光伏电站智能运维平台等，改变了光伏电站的传统运维方式，实现了光伏电站无人值班，少人值守，使更加智能化、专业化的运维服务深入人心。安轩科技第一大股东是公司旗下的东旭新能源投资有限公司，持股比例为 51.00%。

智能运维优势显著。在智能运维设备方面，公司自主研发的 iSUN 系列光伏智能运维机器人，采用多项专利技术，首次实现了组件间前后、高低跨越、长距离跨串、平单轴同步角度误差跨越清洁工作，结合智能运维机器人摆渡车，率先实现跨排清洁功能，能平稳快速的在前后面板间移动，并结合线上智能化运维平台，实现分布式光伏电站的高效、智能、自动化运维。另外，公司自主研发的光伏电站无人机巡检系统，通过挂载高分辨率红外相机的无人机和后台分析系统的配合，解决无人机巡检的“最后一公里”问题，能够按既定路径飞行，自动分析热斑故障点，无需人为干预和处理，实实在在地提高运维巡检地效率。

图 46: iSUN 系列光伏智能运维机器人



数据来源: 子公司安轩科技官网, 东北证券

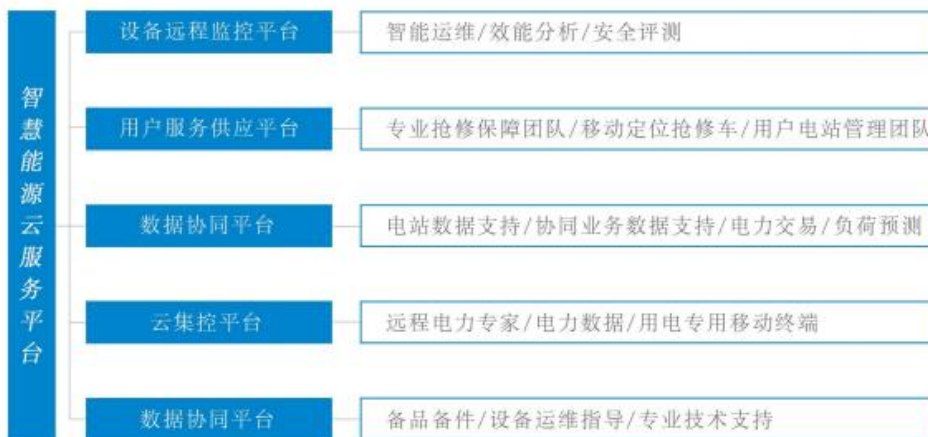
图 47: 无人机巡检



数据来源：子公司安轩科技官网，东北证券

智能运维平台助力智慧能源管理。公司的智慧能源云服务平台通过采集光伏电站高压侧、逆变器、组串的电流量数据，集中对电站的数据进行分析，通过科学指标评价体系，提升电站的运营水平，实现了光伏电站大数据采集、智能化故障诊断、运维管理全周期的智慧能源管理。

图 48: 智慧能源云服务平台特点



数据来源：公司宣传册，东北证券

项目经验丰富，服务多家知名国企。目前公司已经为江苏镇江东昇光伏屋顶电站、江阴扬子江造船厂屋顶电站、陕西榆林国电投地面电站、上海宝钢屋顶电站、上海晶澳太阳能屋顶电站、上海太阳能工程中心屋顶电站、苏州春兴新能源屋顶电站、银川中电投地面电站等多个项目提供智能运维服务。公司的核心技术团队来自上海交通大学、南京大学等高等院校，其自主研发的光伏电站智能运维机器人，已应用于超过 1GW 光伏电站。

图 49: 主要客户



数据来源：子公司安轩科技官网，东北证券

扩大代运维业务，引领光伏运维发展。公司目前代运维电站的装机容量为 1GW，并计划到年底增加 1GW 的规模。公司通过谈判的方式确定运维费用，一般情况下运维费用在 0.03-0.05 元/瓦之间，2GW 的规模将为公司带来 3000-5000 万的收入。由于国内目前没有单纯的代运维企业，公司计划未来单独成立一家公司专门从事代运维业务，形成品牌效应，引领光伏运维领域的发展。

4. 东旭集团：金融债务重组落地，提升核心竞争力奋力破局

4.1. 集团概况

东旭集团是一家综合型实业集团。集团始创于 1997 年，经 25 年奋发图强，不断提升自主创新能力，抢占行业制高点，发展成为集半导体光电显示材料、高端装备制造、环保新能源、新能源汽车、前沿新材料等产业为一体的综合型实业集团。现控股股东旭光电(000413.SZ)、东旭蓝天(000040.SZ)、嘉麟杰(002486.SZ)三家主板上市公司。目前公司总资产超 2500 亿元，员工近 23000 人。

东旭光电：东旭光电科技股份有限公司成立于 1992 年，1996 年在深圳证券交易所挂牌上市。公司从光电显示产业起步，逐渐发展成为集液晶玻璃基板、盖板玻璃、彩色滤光片、蓝宝石玻璃等光电显示材料和高端装备制造及系统集成、新能源汽车研发及制造、石墨烯产业化应用业务为一体的综合性高新技术企业，产业上下游纵向布局及横向联动不断深化，逐渐形成了具有综合竞争力的新兴产业集群。

嘉麟杰：上海嘉麟杰纺织品股份有限公司成立于 2001 年，主营产品有自主研发的针织面料系列，包括以高弹纤维形成高密挡风层服装面料为代表的起绒类面料系列、以薄型保暖弹性内衣面料为代表的纬编羊毛面料系列和以导湿保暖空气夹层服装面料为代表的运动型功能面料系列，并根据客户的需求对部分面料做进一步精加工，以成衣的形式向全球客户销售。

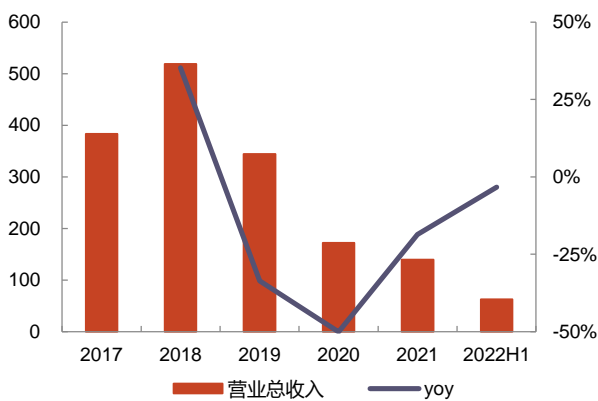
4.2. 受 2019 年债务违约风波影响，业绩持续承压

集团受困债务违约。2019 年以前，公司面对美国康宁、日本旭硝子等国际巨头日趋残酷的行业竞争，在寻求新产业突破方面涉足产业领域过多，扩张速度过快，产业

投资过于激进，内部经营管理水平和风险管理能力未能及时跟上。2019年，在国内经济增长逐步进入“新常态”以及国家去杠杆的背景下，公司盈利能力和偿债能力骤然恶化，根据集团2019年年报，“17东集02”、“18东集02”、“18东集03”、“18东旭02”出现未能及时足额支付到期（包括提前到期）本息的情况，规模超44亿元，“17东集02”、“18东集02”、“18东集03”、“18东旭01”、“18东旭02”的偿付风险较高。

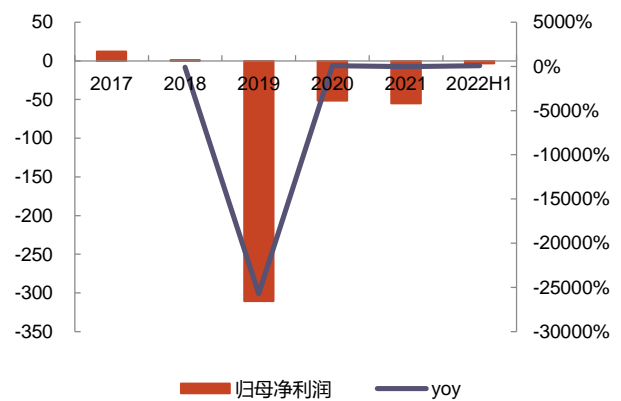
业绩持续承压，未来有望边际改善。集团层面2019年营业总收入为344.35亿元，同比-33.60%；归母净利润为-310.74亿元，同比-25700.31%。旗下的东旭光电/嘉麟杰/东旭蓝天营业总收入分别为175.29/10.05/68.06亿元，分别同比-37.87%/+14.36%/-21.56%；归母净利润分别为-15.23/-0.17/-9.57亿元，分别同比-170.41%/-198.65%/-185.63%。2022H1，集团营收利润迎来边际改善，营业总收入为62.54亿元，同比-3.36%；归母净利润为-3.73亿元，同比+71.26%。

图 50: 2017-2022H1 集团营业总收入(亿元)



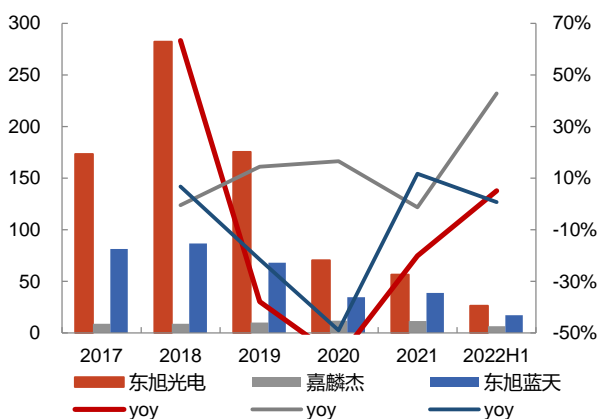
数据来源: wind, 东北证券

图 51: 2017-2022H1 集团归母净利润(亿元)



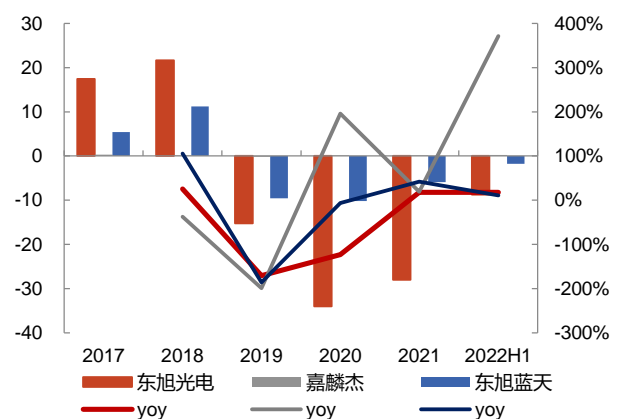
数据来源: wind, 东北证券

图 52: 2017-2022H1 三家子公司营业总收入(亿元)



数据来源: wind, 东北证券

图 53: 2017-2022H1 三家子公司归母净利润(亿元)

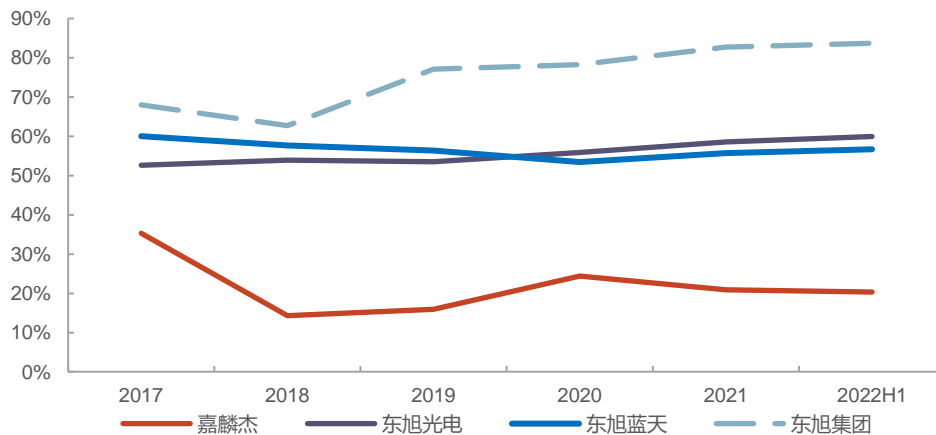


数据来源: wind, 东北证券

资产负债率高企。2019年集团公司的资产负债率为77.15%,同比+14.45pct,其中嘉麟杰/东旭光电/东旭蓝天的资产负债率分别为15.95/53.49/56.37%,分别同比+1.61/-0.46/-1.30pct,此后集团公司的资产负债率呈逐年上升的趋势。2022H1,集团的资产负债率为83.73%,同比+4.39pct,其中嘉麟杰/东旭光电/东旭蓝天的资产负债率分别

为 20.31/59.93/56.57%,分别同比-2.49/+4.24/+2.06pct。

图 54: 2017-2022H1 资产负债率变化



数据来源: wind, 东北证券

4.3. 金融债务重组落地, 偿债压力大幅减轻

东旭蓝天金融债务共计约 101 亿元, 适用本次《债务重组方案》, 公司将通过延长偿债期限、降低利率等多种方式予以实施。该债务重组方案的通过、实施为公司经营发展创造了有利条件, 有利于公司信用的恢复及生产经营状况的改善, 将整体减轻公司偿债压力。经初步估算, 预计每年减少公司财务费用 3-4 亿元 (具体影响金额以最终年度审计结果为准), 对公司本年度及以后年度经营业绩产生积极影响, 为公司未来发展奠定良好的基础。

东旭光电金融债务共计约 200 亿元, 债务重组方案实施预计每年减少公司财务费用 7 亿-9 亿元。

嘉麟杰披露, 东旭集团为公司第二大股东、控股股东一致行动人, 此次债务重组不涉及公司金融债务, **公司财务状况良好**, 东旭集团债务重组方案通过及实施, 一定程度上能为公司业务开拓营造更好的环境。

4.4. 核心竞争力仍在, 逆境破局未来可期

技术实力雄厚, 旗下子公司多领域布局。公司不断进行技术创新, 在国家级科技奖、专利成果、产学研合作、研发体系方面都取得了突出成就。旗下的东旭光电未来将继续发挥现有优势, 加强产业协同, 推动技术创新, 借助国家 2025 中国制造政策东风, 拓展智能制造产业, 加速推动智慧城市建设与运营, 打造具有国际竞争优势的智能高端制造企业。嘉麟杰则在不断推出户外运动功能性面料新产品的的基础上, 积极寻求产业并购整合机会, 努力开拓国家支持的战略性实体产业, 力求通过资产收购, 实现主业平稳与产业转型升级的兼顾, 进而优化资源配置、进一步提升经营业绩。此外, 集团以现有产业为依托, 以“以产兴城, 产城结合”为发展目标, 将地产和产业协同发展, 并积极布局金融领域, 为客户企业提供综合金融服务, 助力集团实现多元增值和可持续发展。

图 55: 技术实力



数据来源：东旭集团官网，东北证券

5. 盈利预测、估值与投资建议

公司处于金融债务困境反转期,债务重组后预计每年减少公司财务费用 3-4 亿元(后续以年度审计为准)。该债务重组方案的通过、实施为公司经营发展创造了有利条件,有利于公司信用的恢复及生产经营状况的改善。后续公司积极进行项目拓展,回归正轨后,业绩有望实现稳定盈利。我们预测 2022-2024 年公司实现营业收入分别为 40.09/48.06/60.90 亿元,归母净利润分别为 0.02/1.67 /3.49 亿元,PE 分别为 3065.96x/37.82x/18.07x。

表 10: 主营分项业务预测 (百万元, %)

供应链业务	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1542.33	1274.80	850.00	875.50	919.28
增长率	-18.12	-17.35	-33.32	3.00	5.00
毛利率	-0.23	-0.06	0.20	0.20	0.25
环保工程					
营业收入	490.93	183.74	400.00	440.00	528.00
增长率	-51.19	-62.57	117.70	10.00	20.00
毛利率	1.00	4.64	28.00	28.00	30.00
新能源					
营业收入	1347.75	2274.38	2606.00	3257.50	4397.63
增长率	-62.91	68.75	14.58	25.00	35.00
毛利率	33.07	25.54	19.58	20.00	21.00
物业管理					
营业收入	87.75	143.14	150.00	230.00	241.50
增长率	-68.96	63.12	4.79	53.33	5.00
毛利率	12.81	53.76	62.00	63.00	63.00
其他业务					
营业收入	2.67	0.66	2.50	3.00	3.60
增长率	--	-75.21	278.09	20.00	20.00
毛利率	--	73.20	50.00	50.00	50.00

数据来源:公司公告,东北证券

6. 风险提示

- 1)、国际形势变化大幅超过预期
- 2)、国内疫情控制不及预期
- 3)、债务处理进程不及预期
- 4)、新能源规模增速不及预期
- 5)、相关补贴进度不及预期
- 6)、盈利预测与估值模型不及预期

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,386	3,226	2,365	1,651
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	3,325	2,922	3,794	4,538
存货	86	97	76	194
其他流动资产	6,005	6,004	7,104	8,582
流动资产合计	12,802	12,249	13,338	14,966
可供出售金融资产				
长期投资净额	10	10	11	11
固定资产	5,398	5,405	5,355	5,298
无形资产	102	80	52	22
商誉	619	496	369	241
非流动资产合计	13,350	13,373	13,022	12,723
资产总计	26,153	25,622	26,361	27,689
短期借款	1,644	1,564	1,484	1,424
应付款项	3,022	3,263	3,720	4,461
预收款项	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	4,963	4,137	4,299	4,356
流动负债合计	10,933	10,086	10,783	11,753
长期借款	1,867	1,667	1,267	967
其他长期负债	1,772	1,935	1,887	1,884
长期负债合计	3,638	3,602	3,153	2,850
负债合计	14,571	13,688	13,936	14,604
归属于母公司股东权益合计	11,585	11,937	12,424	13,078
少数股东权益	-3	-3	0	7
负债和股东权益总计	26,153	25,622	26,361	27,689

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,877	4,009	4,806	6,090
营业成本	3,211	3,290	3,883	4,852
营业税金及附加	23	16	23	29
资产减值损失	-300	-18	-18	-18
销售费用	10	8	11	14
管理费用	170	173	214	268
财务费用	620	183	125	131
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	-3	12	15	15
营业利润	-433	19	239	485
营业外收支净额	-131	-16	-26	-40
利润总额	-564	3	212	445
所得税	40	1	42	89
净利润	-604	2	170	356
归属于母公司净利润	-590	2	167	349
少数股东损益	-13	0	3	7

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	-604	2	170	356
资产减值准备	402	318	318	318
折旧及摊销	406	960	984	1,002
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	621	160	142	122
投资损失	3	-12	-15	-15
运营资本变动	-579	152	-1,634	-1,668
其他	9	21	26	44
经营活动净现金流量	258	1,601	-10	158
投资活动净现金流量	-214	-1,006	-663	-750
融资活动净现金流量	56	-1,106	-538	-473
企业自由现金流	1,975	1,161	516	549

财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
每股指标				
每股收益 (元)	-0.40	0.00	0.11	0.23
每股净资产 (元)	7.79	8.03	8.36	8.80
每股经营性现金流量 (元)	0.17	1.08	-0.01	0.11
成长性指标				
营业收入增长率	11.7%	3.4%	19.9%	26.7%
净利润增长率	42.2%	100.3%	8005.8%	109.3%
盈利能力指标				
毛利率	17.2%	17.9%	19.2%	20.3%
净利润率	-15.2%	0.1%	3.5%	5.7%
运营效率指标				
应收账款周转天数	287.26	290.00	270.00	260.00
存货周转天数	10.22	10.00	8.00	10.00
偿债能力指标				
资产负债率	55.7%	53.4%	52.9%	52.7%
流动比率	1.17	1.21	1.24	1.27
速动比率	0.67	0.68	0.65	0.62
费用率指标				
销售费用率	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用率	4.4%	4.3%	4.4%	4.4%
财务费用率	16.0%	4.6%	2.6%	2.2%
分红指标				
股息收益率	0.0%	0.0%	0.5%	0.7%
估值指标				
P/E (倍)	—	3,065.96	37.82	18.07
P/B (倍)	0.50	0.53	0.51	0.48
P/S (倍)	1.63	1.57	1.31	1.04
净资产收益率	-5.1%	0.0%	1.3%	2.7%

资料来源：东北证券

研究团队简介:

廖浩祥: 上海交通大学硕士环境工程专业, 湖南大学本科环境工程专业。曾就职中信证券, 衍生品市场方向。2021 年入职东北证券, 任低碳环保组组长。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准: A 股市场以沪深 300 指数为市场基准, 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)为市场基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准; 美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
王一 (副总监)	021-61001802	13761867866	wangyi1@nesc.cn
吴肖寅	021-61001803	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
李瑞暄	021-61001802	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-61001827	18516728369	zhoujq@nesc.cn
陈梓佳	021-61001887	19512360962	chen_zj@nesc.cn
屠诚	021-61001986	13120615210	tucheng@nesc.cn
康杭	021-61001986	18815275517	kangh@nesc.cn
丁园	021-61001986	19514638854	dingyuan@nesc.cn
吴一凡	021-20361258	19821564226	wuyifan@nesc.cn
王若舟	021-61002073	17720152425	wangrz@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
吕奕伟	010-58034553	15533699982	lyyw@nesc.com
孙伟豪	010-58034553	18811582591	sunwh@nesc.cn
陈思	010-58034553	18388039903	chen_si@nesc.cn
徐鹏程	010-58034553	18210496816	xupc@nesc.cn
曲浩蕴	010-58034555	18810920858	quhy@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
王熙然	0755-33975865	13266512936	wangxr_7561@nesc.cn
阳晶晶	0755-33975865	18565707197	yang_jj@nesc.cn
张楠淇	0755-33975865	13823218716	zhangnq@nesc.cn
钟云柯	0755-33975865	13923804000	zhongyk@nesc.cn
杨婧	010-63210892	18817867663	yangjing2@nesc.cn
梁家滢	0755-33975865	13242061327	liangjy@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-61002151	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-61002136	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-61002152	19512216027	wangtg@nesc.cn
王家豪	021-61002135	18258963370	wangjiahao@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimk@nesc.cn
刘刚	021-61002151	18817570273	liugang@nesc.cn
曹李阳	021-61002151	13506279099	caoly@nesc.cn
曲林峰	021-61002151	18717828970	qulf@nesc.cn
华北地区机构销售			
温中朝 (副总监)	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
闫琳	010-58034555	17862705380	yanlin@nesc.cn
张煜苑	010-58034553	13701150680	zhangy2@nesc.cn