

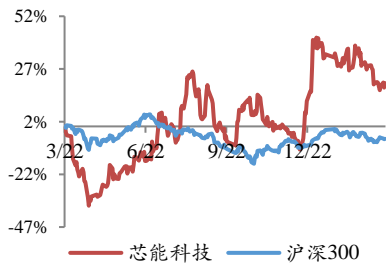
# 分布式光伏运营领跑者，光储充一体化加速布局

**投资评级：买入（首次）**

报告日期：2023-03-30

收盘价(元) **15.84**  
近12个月最高/最低(元) **18.65/8.27**  
总股本(百万股) **500**  
流通股本(百万股) **500**  
流通股比例(%) **100.00**  
总市值(亿元) **79**  
流通市值(亿元) **79**

## 公司价格与沪深300走势比较



分析师：余楷丽

执业证书号：S0010522080003

邮箱：yukaili@hazq.com

## 相关报告

## 主要观点：

### ● 聚焦自持分布式光伏电站投资运营，量价齐升盈利能力快速增长

公司2008年从浙江省起家，成立之初从事晶体硅片的研发制造，2014年后逐渐专注于分布式光伏电站的投资、建设和运营，是国内最早一批进入分布式光伏领域的企业之一。截至目前，公司累计完成太阳能分布式电站装机容量超1.2GW，年发电量最高可超12亿kWh。2022年归母净利润1.9亿元，同比增长74.1%，扣非归母净利润1.9亿元，同比增长101.6%。受益于大工业电价提升带来的综合度电收入上升、以及公司自持分布式光伏电站规模的不断扩大，公司转型后业务结构优化明显、营收净利快速增长，毛利率、净利率快速提升。

### ● 双碳背景下政策频出推动行业需求放量，电价中枢上升“自发自用”模式优势明显

(1) 行业放量：光伏发电不纳入能源消费总量考核，能耗双控趋严提升了企业屋顶资源开发意愿；“整县推进”背景下，EPC+电站运维市场需求开始释放；央行碳减排支持工具对标LPR利率，有望降低民营新能源运营商的融资压力和财务费用支出，提升装机增速。(2) 单价提升：公司自发自用部分电价基于一定折扣锚定大工业电价，2021年下半年以来“分时电价”及“电力市场化”政策持续推进，大工业电价同比上调，公司综合电价提升0.1元/度，光伏发电业务收入、利润进一步增厚；光伏可参与CCER从碳交易市场取得额外收益，测算得公司发电业务CCER贡献收入弹性约4.0%，利润弹性8.1%；此外，隔墙售电、绿电等政策持续推进，拓展售电渠道，望进一步推高综合度电收入。

### ● 公司资源获取&地域&产业链多重优势筑壁垒

(1) 分布式光伏的非标化、碎片化特性对实施经验和运维质量要求高，公司已成功实施了众多项目，客户黏性强，优质服务打造品牌效应，为后续电站规模再扩大和发展新业务奠定基础；(2) 当前自持电站投资的组件成本占比超过50%，公司拥有500MW的光伏组件生产线优先供内部使用，较完整的分布式光伏产业链布局打造成本优势，光储充一体化加速布局；(3) 浙江、江苏等主要业务区域电价优势明显，未来广东等高电价、高用电量省份为重点拓展区域。

● **投资建议：**预计2023-2025年归母净利润分别为2.6/3.4/4.3亿元，对应年份EPS分别为0.51/0.68/0.86元。对应PE分别为30.9X/23.5X/18.5X，首次覆盖给予“买入”评级。

● **风险提示：**行业竞争加剧，政策变动风险，市场开拓风险，自持电站项目开发不及预期，测算假设存在误差风险等。

### ● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	650	822	1033	1253
收入同比(%)	46.0%	26.5%	25.7%	21.2%
归属母公司净利润	192	256	338	429
净利润同比(%)	74.1%	33.9%	31.7%	27.0%
毛利率(%)	54.9%	56.5%	57.1%	57.1%
ROE(%)	10.9%	12.7%	14.3%	15.4%
每股收益(元)	0.38	0.51	0.68	0.86
P/E	38.76	30.88	23.45	18.47
P/B	4.17	3.92	3.36	2.84
EV/EBITDA	18.14	15.95	13.37	11.51

资料来源：wind，华安证券研究所

## 正文目录

1 聚焦自持电站运营, 积极拓展储能、充电桩 .....	5
1.1 浙江省硅片制造起家, 逐步扩大业务、地域版图 .....	5
1.2 家族民营企业, 股权相对集中 .....	8
1.3 受益于量价齐升, 盈利能力快速增长 .....	9
2 政策利好持续释放, 行业景气向上迎发展机遇 .....	12
2.1 “双碳”目标叠加能耗双控, 政策频出推动行业需求释放 .....	12
2.1.1 提升清洁能源装机是双碳目标的必然要求, 期待 CCER 重启增厚业绩 .....	12
2.1.2 碳减排支持工具助力降低融资成本 .....	13
2.1.3 能耗双控趋严, 提升企业屋顶资源开发意愿 .....	14
2.1.4 “整县推进”背景下行业空间广阔 .....	15
2.2 电价中枢提升, 分布式光伏“自发自用”模式优势明显 .....	16
2.2.1 自发自用电价锚定大工业电价, 综合度电收入显著高于全额上网 .....	16
2.2.2 隔墙售电政策拓展售电渠道, 进一步推高综合度电收入 .....	17
3 公司资源获取&地域&产业链多重优势筑壁垒 .....	18
3.1 公司屋顶资源获取能力强, 构筑核心壁垒 .....	18
3.2 主要业务区域电价优势明显, 以点带面拓展地域版图 .....	19
3.3 全产业链布局打通上下游, 自供组件打造成本优势 .....	20
3.4 积极拓展充电桩、储能领域, 期待业绩新增长点 .....	21
4 盈利预测: .....	22
5 风险提示: .....	24
财务报表与盈利预测 .....	25

## 图表目录

图表 1 芯能科技发展历史沿革	5
图表 2 芯能科技主营业务布局（以自持分布式光伏电站为主）	6
图表 3 分布式光伏电站示意图	6
图表 4 分布式光伏项目开发建设及服务业务构成	7
图表 5 芯能科技充电桩投资与运营业务	7
图表 6 芯能科技业务覆盖地区	8
图表 7 公司股权结构（截至 2022 年底）	8
图表 8 公司 2016-2022 年营收（亿元）及增速	9
图表 9 公司 2016-2022 年归母净利润（亿元）及同比增速	9
图表 10 2016-2022 年公司各业务营收（亿元）	10
图表 11 2022 全年公司各业务营收结构（%）	10
图表 12 公司 2016-2022 年毛利率、净利率逐年提升（%）	10
图表 13 公司 2016-2022 年分业务毛利率情况（%）	10
图表 14 公司 2016-2022 年期间费用率（%）	11
图表 15 公司资产负债率及资产周转率较稳定（%，次）	11
图表 16 公司 2016-2022 年现金流情况（亿元）	11
图表 17 公司加权净资产收益率快速回升（%）	11
图表 18 公司 2017-2022 年自持电站并网容量（MW）	12
图表 19 公司 2017-2022 年自持电站发电量及增速（GWh）	12
图表 20 全国 2016-2022 年光伏累计并网装机容量（万千瓦）	12
图表 21 公司自持分布式光伏电站发电业务参与 CCER 后收入、利润弹性测算	13
图表 22 央行碳减排支持工具操作流程	14
图表 23 企业安装分布式光伏发电系统八大优势	15
图表 24 自发自用电价折扣/屋顶资源租金收益方案内容	16
图表 25 浙江、江苏、广东 1kV-10kV 大工业用电尖/峰电价变化情况（元/度）	16
图表 26 全国各地地区尖/峰/平/谷电价比	17
图表 27 推进分布式发电市场化交易主要政策梳理	18
图表 28 公司部分客户企业	19
图表 29 公司敏实项目地区辐射图	20
图表 30 公司分布式光伏产业链布局（不包括虚线框环节）	21
图表 31 智慧电动汽车充电站设备系统示意图	21
图表 32 智慧电动汽车充电站主要组成	21
图表 33 集装箱式储能系统产品特点	22
图表 34 集装箱储能系统应用场景	22

图表 35 营收假设拆分 (单位: 百万元) .....	23
图表 36 毛利率假设拆分 .....	23

# 1 聚焦自持电站运营，积极拓展储能、充电桩

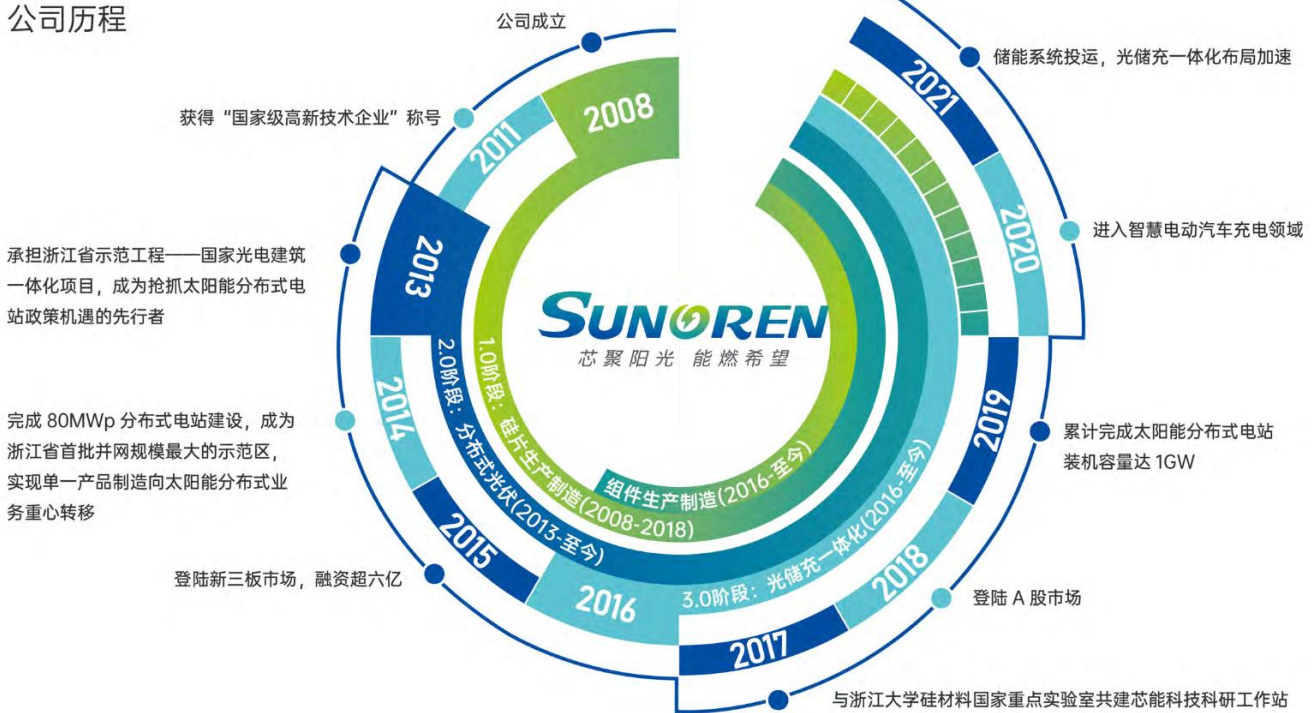
## 1.1 浙江省硅片制造起家，逐步扩大业务、地域版图

2008年成立，2014年后专注于分布式光伏电站。浙江芯能光伏科技股份有限公司(简称“芯能科技”)是一家以分布式光伏为核心的清洁能源运营服务商，2008年成立以来，公司多年深耕于太阳能分布式发电这一细分领域。公司成立之初从事晶体硅片的研发制造；2011年获得“国家级高新技术企业”称号；2014年后逐渐专注于分布式光伏电站的投资、建设和运营，是国内最早一批进入分布式光伏领域的企业之一，完成80MWp分布式电站建设，使海宁成为浙江省首批并网规模最大的示范区，公司实现单一产品制造向太阳能分布式业务重心转移；2018年登陆A股市场，代码603105.SH，借资本市场东风扬帆远航；2020年进入智慧电动汽车充电领域；2021年储能系统投运，光储充一体化布局加速成型。

图表 1 芯能科技发展历史沿革

### COMPANY HISTORY

#### 公司历程



资料来源：公司公告，华安证券研究所

聚焦自持分布式光伏电站，布局全产业链积极拓展储能、充电桩业务。公司主营业务包括分布式光伏电站投资运营（自持分布式光伏电站，为公司核心业务）、分布式光伏项目开发建设及服务（屋顶开发+EPC+运维）、光伏产品生产销售、充电桩投资与运营：

图表 2 芯能科技主营业务布局 (以自持分布式光伏电站为主)



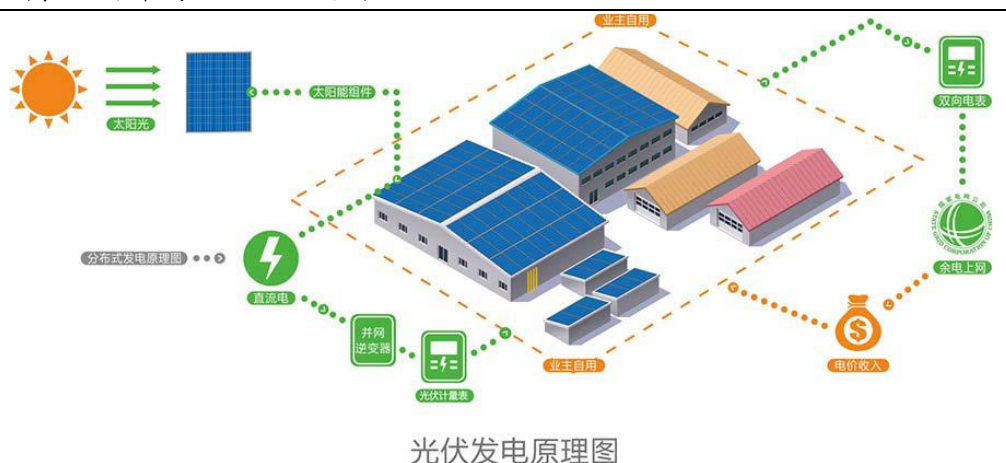
资料来源：公司公告，华安证券研究所

- ✓ (1) 分布式光伏电站投资运营业务：主要是自持并运营分布式光伏电站，根据“自发自用，余电上网”原则与屋顶资源业主签订 20 年左右的能源管理合同，电站所发电量以一定的电价折扣（或支付屋顶资源业主一定租赁费用）优先供应屋顶资源业主使用，余电全额上网。分为 BAPV（在现有建筑上安装光伏组件）与 BIPV（光伏建筑一体化）两种形式，2017 年至今公司已累计建成并网 BIPV 项目装机规模超 40MW，具备成熟的 BIPV 方案实施经验，未来可快速切入 BIPV 行业。

相较于集中式光伏电站“全额上网”消纳模式，以及户用、渔农林光互补等自发自用电量占比低、几乎等同于全额上网的分布式光伏电站，公司自持分布式光伏电站皆为“自发自用，余电上网”模式，自发自用部分电价锚定大工业电价，度电收入远高于全额上网的脱硫煤标杆电价，盈利能力强，收入利润弹性大。

**电费收入=屋顶资源业主自用电量\*大工业电价\*折扣+余电上网电量\*脱硫煤标杆电价**

图表 3 分布式光伏电站示意图



资料来源：公司公告，华安证券研究所

- ✓ **（2）分布式光伏项目开发建设及服务业务：**主要包括三项业务，①EPC，电站投资方负责提供屋顶资源及所需资金，公司 EPC 承包多环节；②分布式光伏项目开发及服务业务，该业务与 EPC 业务不同之处在于屋顶资源由公司开发；③电站运维业务，为电站持有方提供专业化、精细化的运维服务实现运维收入。

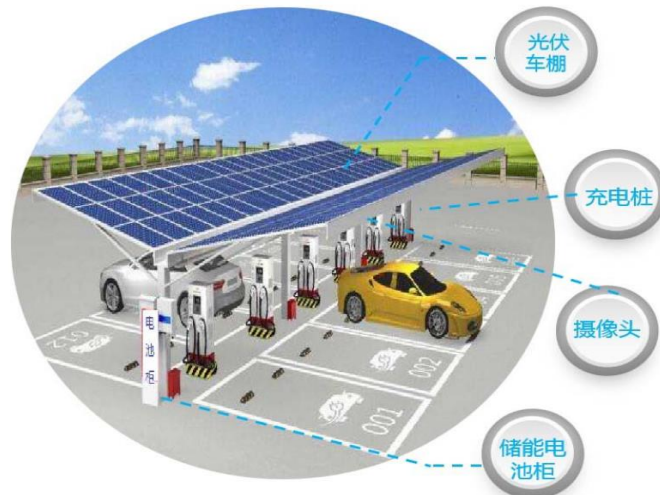
图表 4 分布式光伏项目开发建设及服务业务构成

业务	业务构成	主要内容
分布式光伏项目开发建设及服务	EPC	电站投资方负责提供屋顶资源及所需资金,公司 EPC 承包范围涵盖屋顶整理、电站设计、施工安装、自产组件供应、配件采购、试运行、并网支持等多环节
	分布式光伏项目开发及服务业务	分布式光伏项目开发及服务业务,该业务与 EPC 业务不同之处在于屋顶资源由公司开发(每年屋顶资源开发能力有限的情况下 公司所获取的优质屋顶资源优先用于建设自持电站),通过工程实施并交付电站,以“组件+服务”的形式实现收入
	电站运维	电站运维业务,为电站持有方提供专业化、精细化的运维服务实现运维收入。随着“整县推进”项目的逐步落地,项目分布更加呈现零散化、碎片化的特征,电站持有方对运维需求放大。公司在运维方面具备较强优势,能够与电站持有方形成优势互补。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

- ✓ **（3）光伏产品生产销售业务：**主要为光伏组件的生产销售，公司组件生产规模较小，其定位在优先满足电站业务对光伏组件需求的前提下，根据市场行情及订单情况生产销售光伏组件。
- ✓ **（4）充电桩投资与运营：**主要依托现有分布式光伏屋顶资源企业主，在业主产业园区及网点投资、铺设并持有、运营直流快充充电桩，对外部运营车辆及企业员工提供充电服务，并根据电网购电价格向电动车主收取相应的充电电费及服务费。

图表 5 芯能科技充电桩投资与运营业务



资料来源：公司公告，华安证券研究所

- ✓ (5) 储能: ①工商业储能运营, 公司前期已实施多个“网荷光储充智能微网”示范项目, 现已正式对外开展工商业用户侧分布式储能聚合业务, 未来随着储能系统成本的逐步降低将视收益情况有序灵活推进该业务; ②户用储能产品研发制造, 现已设立户用储能产品研发中心完成产品试制。

截至目前, 公司累计完成太阳能分布式电站 (包括自持电站及开发服务项目) 总装机容量超 1.2GW, 年发电量最高可超 12 亿 kWh, 年节约标煤约 44 万吨 (减少 CO<sub>2</sub> 排放 120 万吨), 为实体经济年节约能源成本超过 1 亿元。从浙江省起家, 业务已覆盖华东、华南、华中、华北等地, 为近千家企业提供绿色环保方案。未来, 公司在继续聚焦自持电站建设的基础上, 依托现有分布式光伏客户资源稳步推进充电桩和工商业分布式储能业务。

图表 6 芯能科技业务覆盖地区

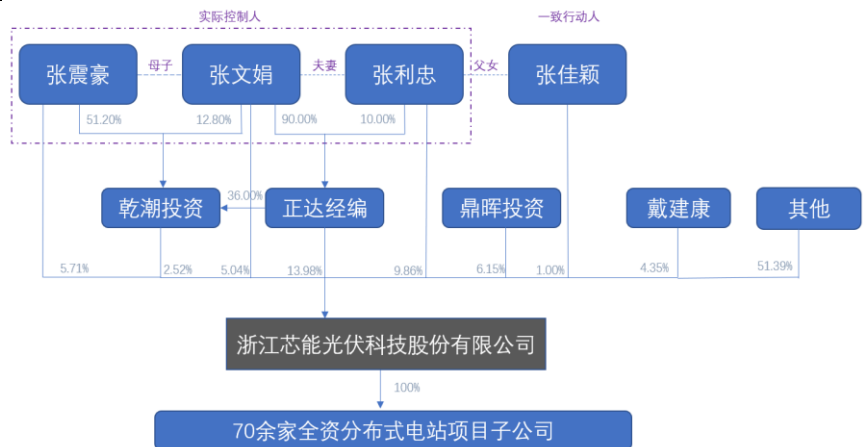


资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 1.2 家族民营企业, 股权相对集中

公司实际控制人为董事长张利忠、其配偶张文娟、总经理张震豪 (二人之子), 三人直接及间接通过海宁市正达经编和乾潮投资持有的公司股份合计占比 37.11%, 加上张佳颖 (张震豪之妹) 作为一致行动人持有的 1% 公司股份, 合计持有公司股份占比 38.11%, 公司旗下子公司超过 70 家。

图表 7 公司股权结构 (截至 2022 年底)





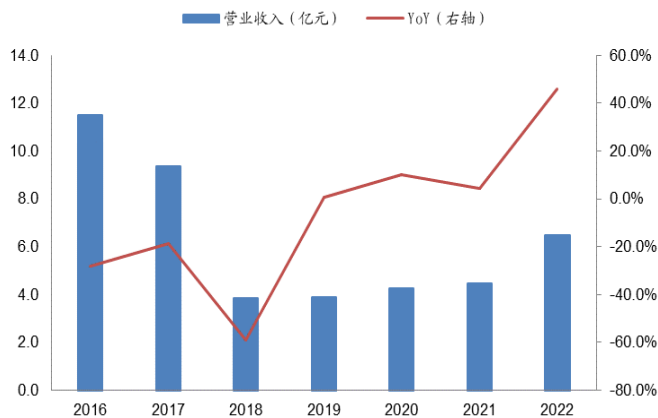
资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 1.3 受益于量价齐升，盈利能力快速增长

受益于大工业电价提升带来的综合度电收入上升、以及公司自持分布式光伏电站规模的不断扩大，公司转型后业务结构优化明显、营收净利快速增长。2016-2021 年公司营收分别为 11.5/9.4/3.8/3.9/4.3/4.5 亿元，2022 年为 6.5 亿元，同比增长 46.0%，由于业务结构调整，公司 2016 年以来营收波动较大，2016 年开始到 2018 年公司营收下降的主要原因是①公司从 2016 年开始加大自持分布式电站投资建设，从而减少了对外提供分布式光伏开发及服务的业务规模，导致该业务收入的下降；②受硅片市场行情波动因素以及公司硅片生产线金刚线技改、部分自产硅片用于加工成组件等因素的影响，光伏产品销量有所下降；③虽然新增自持分布式光伏电站陆续并网且毛利率较高，但对当期收入贡献较小。

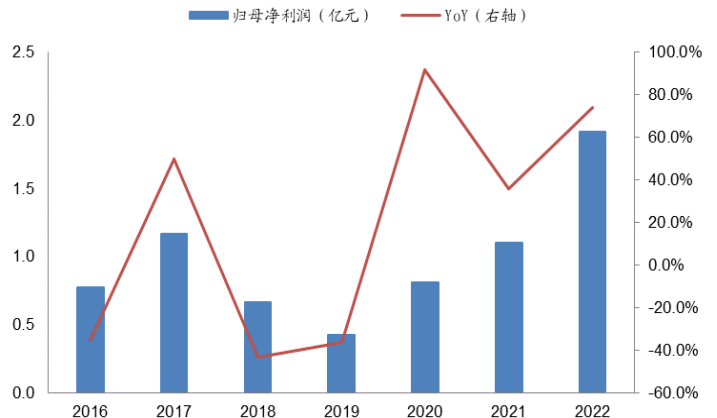
2016-2021 年公司归母净利润分别为 0.8/1.2/0.7/0.4/0.8/1.1 亿元，2022 年为 1.9 亿元，同比增长 74.1%，扣非归母净利润 1.9 亿元，同比增长 101.6%。2020 年起，公司业务调整逐渐完成，净利触底回升，随着公司高毛利率的自持电站营收占比的快速提升，行业景气向上以及政策支持助力公司业绩持续高增长。

图表 8 公司 2016-2022 年营收 (亿元) 及增速



资料来源：iFIND，华安证券研究所

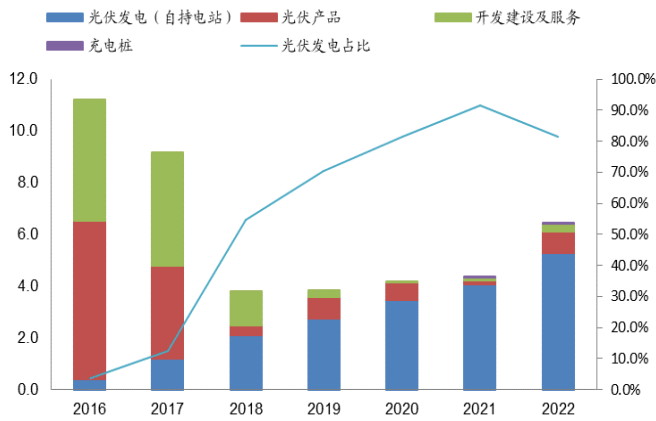
图表 9 公司 2016-2022 年归母净利润 (亿元) 及同比增速



资料来源：iFIND，华安证券研究所

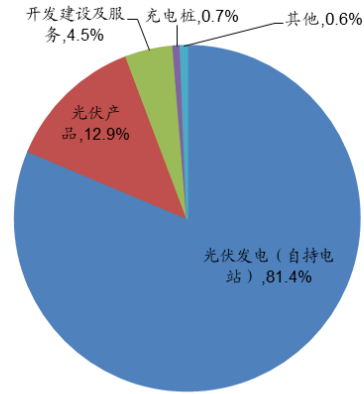
高毛利的自持分布式光伏电站投资运营已成为公司核心业务及主要营收来源。随着公司业务结构调整，近年来自持电站业务营收占比快速提升，由 2016 年的 3.6% 迅速提升至 2022 年的 81.4%，2022 年公司营业收入 6.50 亿元，其中自持分布式光伏电站发电收入 5.29 亿元、光伏产品类收入 0.84 亿元、开发建设及服务 0.29 亿元、充电桩 0.04 亿元，分别占比 81.4%/12.9%/4.5%/0.7%，成为公司核心业务及主要营收来源；2021 年起充电桩业务开始贡献业绩，成为公司新增长点；光伏产品由外销转为优先满足自身电站业务对光伏组件需求的定位，2022 年营收占比降至 12.9%；由于在每年屋顶资源开发能力有限的情况下，公司所获取的优质屋顶资源优先用于建设自持电站，开发建设及服务业务 2022 年营收占比降至 4.5%。

图表 10 2016-2022 年公司各业务营收 (亿元)



资料来源: iFIND, 华安证券研究所

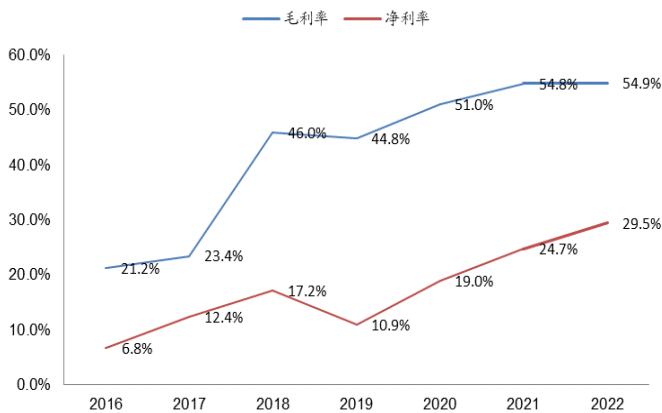
图表 11 2022 年全年公司各业务营收结构 (%)



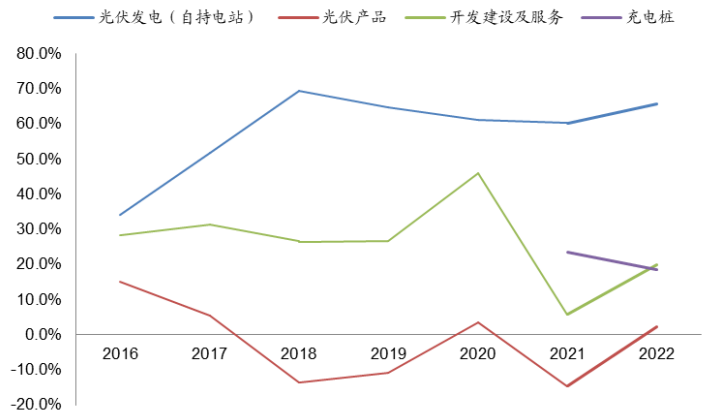
资料来源: iFIND, 华安证券研究所

随着公司业务结构优化, 毛利率、净利率持续快速提升。2018 年来自持分布式光伏电站发电业务毛利率稳定在 60% 以上, 随着自建电站的投产和业绩释放以及公司对低毛利率光伏产品业务规模的合理控制, 公司毛利率和净利率持续提升, 毛利率由 2016 年的 21.2% 提升至 2022 年的 54.9%, 净利率由 2016 年的 6.8% 提升至 2022 年的 29.5%, 利润率逐年持续提升。其中, 2019 年利润率同比下降的原因是当年光伏产品营收占比相较于 2018 年有所增加, 拉低整体毛利率。

图表 12 公司 2016-2022 年毛利率、净利率逐年提升 (%) 图表 13 公司 2016-2022 年分业务毛利率情况 (%)



资料来源: iFIND, 华安证券研究所

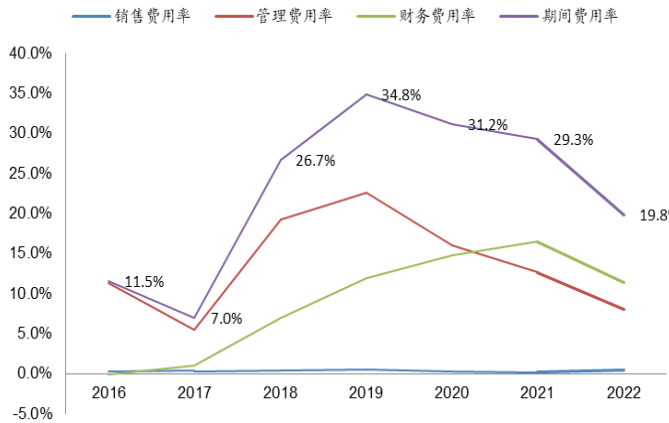


资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

费用管控良好, 管理费用率大幅下降, 财务费用成为最主要的费用支出。2018 年公司自持分布式光伏电站规模扩大, 相关管理费用和项目银行借款利息支出增加导致管理、财务费用率上升, 随着成本管控加强, 管理费用率快速下降, 由 2018 年的 19.3% 大幅降至 2022 年的 8.0%, 财务费用率在 2022 年亦降至 11.4%, 费用管控得当。

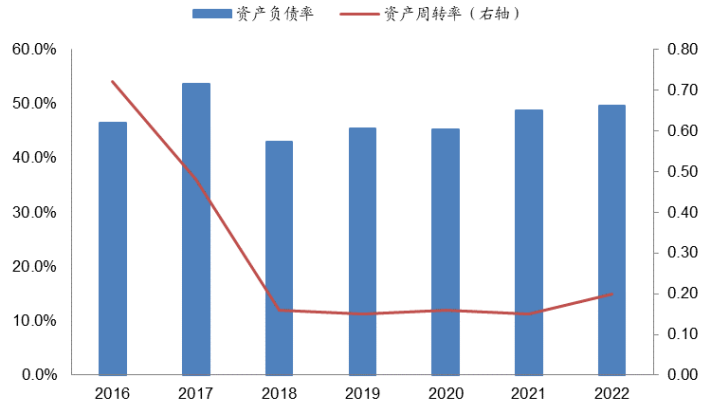
资产负债率及资产周转率较稳定。资产负债率在 2018 年因 IPO 由 53.6% 大幅下降至 43.0%, 之后随着公司自持电站业务规模的快速扩张, 借款增长而逐年上升, 到 2022 年资产负债率为 49.7% (由于公司一般以 50% 资本金比例进行分布式光伏电站投资运营, 公司整体资产负债率也接近 50%); 另外, 公司主营业务由开发建设服务及光伏产品转为自持电站后, 总资产周转率受行业影响降至 0.15 左右, 并保持相对稳定。

图表 14 公司 2016-2022 年期间费用率 (%)



资料来源: iFIND, 华安证券研究所

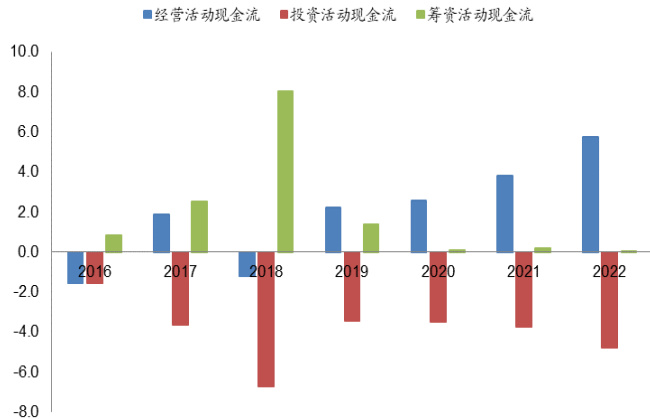
图表 15 公司资产负债率及资产周转率较稳定 (%，次)



资料来源: iFIND, 华安证券研究所

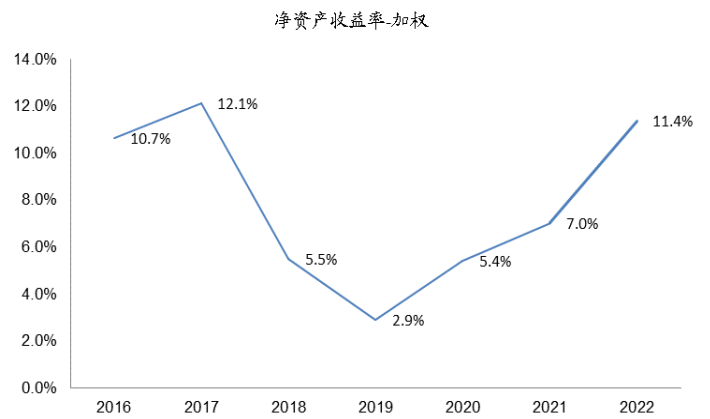
**2019 年起经营活动现金流提升明显, ROE 快速回升。**随着公司自持电站业绩放量 and 综合利润率的回升, 2019 年后 CFO 及 ROE 逐年提升明显, 2022 年经营活动现金流 5.7 亿元为历史最高, 加权 ROE 回升至 11.4%, 目前仍处于上升通道。发电业务电费收入每月结算、收取, 坏账风险低, 持续 13-20 年提供稳定现金流, 公司电费收入可有效支持自持电站后续投资, 进一步扩大自持电站规模, 实现业绩的不断提升。

图表 16 公司 2016-2022 年现金流情况 (亿元)



资料来源: iFIND, 华安证券研究所

图表 17 公司加权净资产收益率快速回升 (%)

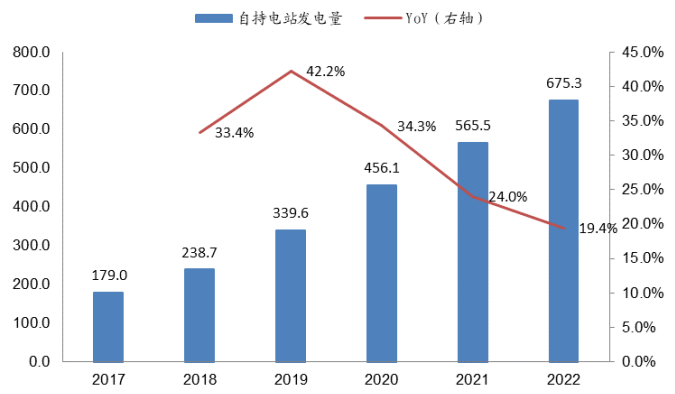
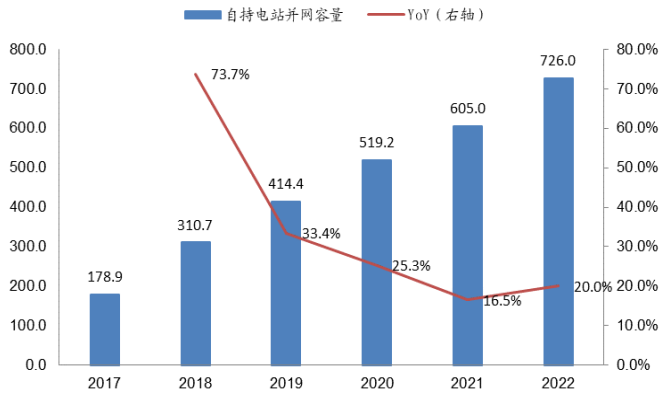


资料来源: iFIND, 华安证券研究所

**公司自持电站并网装机容量&自持电站总发电量稳步提升, 复合增长率均在 30%以上。**2017-2021 年公司并网装机容量分别为 178.9/310.7/414.4/519.2/605.0MW, 4 年复合增速达 35.6%, 截至 2022 年底公司自持分布式光伏电站累计并网规模约 726MW, 较 2021 年底增加约 121MW, 另有在建、待建和拟签订合同的自持分布式光伏电站约 172MW, 公司自持电站规模继续以稳定的增长态势向 GW 级迈进; 2017-2021 年发电量分别为 179.0/238.7/339.6/456.1/565.5GWh, 4 年复合增速 33.3%, 2022 年公司发电量为 675.3GWh, 同比增长 19.4%。

图表 18 公司 2017-2022 年自持电站并网容量 (MW)

图表 19 公司 2017-2022 年自持电站发电量及增速 (GWh)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

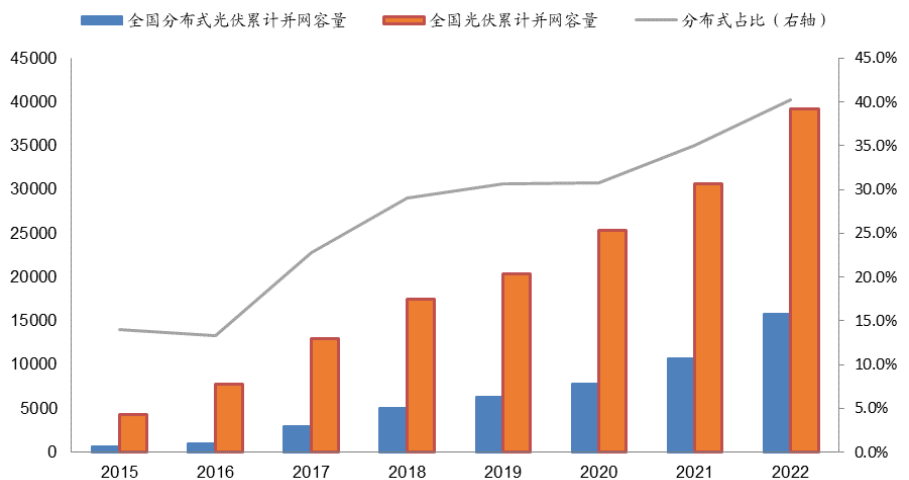
## 2 政策利好持续释放，行业景气向上迎发展机遇

### 2.1 “双碳”目标叠加能耗双控，政策频出推动行业需求释放

#### 2.1.1 提升清洁能源装机是双碳目标的必然要求，期待 CCER 重启增厚业绩

双碳目标顶层设计下持续看好电力系统深度脱碳，可再生能源发电装机占比亟待提升。分部门看，我国能源领域碳排放主要来自电力及工业部门，其中电力部门占据我国能源相关 CO<sub>2</sub> 排放约 40%，是重点减排领域之一，且是目前碳配额市场首次覆盖行业。目前电源装机结构仍以煤电为主，截至 2022 年 12 月底火电装机占比近 52.0%，发电侧碳排放形势严峻，改变电源结构、构建以新能源为主体的新型电力系统迫在眉睫。截至 2022 年 12 月底中国风电、光伏发电装机规模分别达到 3.7 亿千瓦和 3.9 亿千瓦，据中电联预测，2023 年风电、光伏新增规模约为 60GW、100GW。伴随着未来全国用电量的持续增长，2030 年风、光发电总装机规模 1200GW 目标仅仅只是下限，预计产业的内在需求将远超这一数值，在加速能源转型背景下光伏行业迎来历史发展契机。

图表 20 全国 2016-2022 年光伏累计并网装机容量 (万千瓦)



资料来源：国家统计局、国家能源局，华安证券研究所

**期待 CCER 重启增厚业绩。**2021 年 7 月 16 日全国碳配额市场启动，当前我国碳排放权交易市场主要有两种交易产品，分别为碳排放配额（CEA）及国家核证自愿减排量（CCER），CEA 交易对象主要为重点排放单位获配的碳排放额，CCER 的交易对象主要是通过实施项目削减温室气体而取得的减排凭证，主要涉及风电、光伏、生物质能等清洁能源企业。“十四五”是中国实现碳达峰、碳中和的关键时期，中国碳减排压力大任务重，我们预期碳配额将逐步收紧，未来逐渐丰富交易品种和交易方式，我们预计 CCER 全国市场有望 2023 年开放，碳价长期看涨，在碳价稳定上行背景下 CCER 价格有支撑。

**公司自持光伏电站发电 CCER 利润弹性 8.1%**，光伏发电作为清洁能源的典型代表，可通过 CCER 上线交易从碳交易市场取得额外收益，假设年利用小时数 1150h，保守估计 CCER 价格 35 元/吨，度电收入按照 2021 年水平，**测算得相较于参与 CCER 市场前，发电业务收入弹性约 4.0%，利润弹性约 8.1%。**

**图表 21 公司自持分布式光伏电站发电业务参与 CCER 后收入、利润弹性测算**

	光伏项目（参与 CCER 前）	光伏项目（参与 CCER 后）
年利用小时数（h）	1150	1150
项目机组容量（MW）	300	300
年发电量（亿度）	3.45	3.45
火电单位碳排放（克/千瓦时）	817	817
机组碳减排量（万吨）	28.19	28.19
CCER 价格（元/吨）	35	35
出售 CCER 收入（万元）	-	986.53
度电收入增加（元）	-	0.029
度电电价（元）	0.72	0.72
<b>收入弹性</b>	<b>-</b>	<b>4.0%</b>
毛利（亿元）	1.62	1.71
期间费用率	25%	25%
营业利润（亿元）	1.21	1.31
所得税率	15%	15%
净利润（亿元）	1.03	1.11
<b>利润弹性</b>	<b>-</b>	<b>8.1%</b>

资料来源：华安证券研究所测算

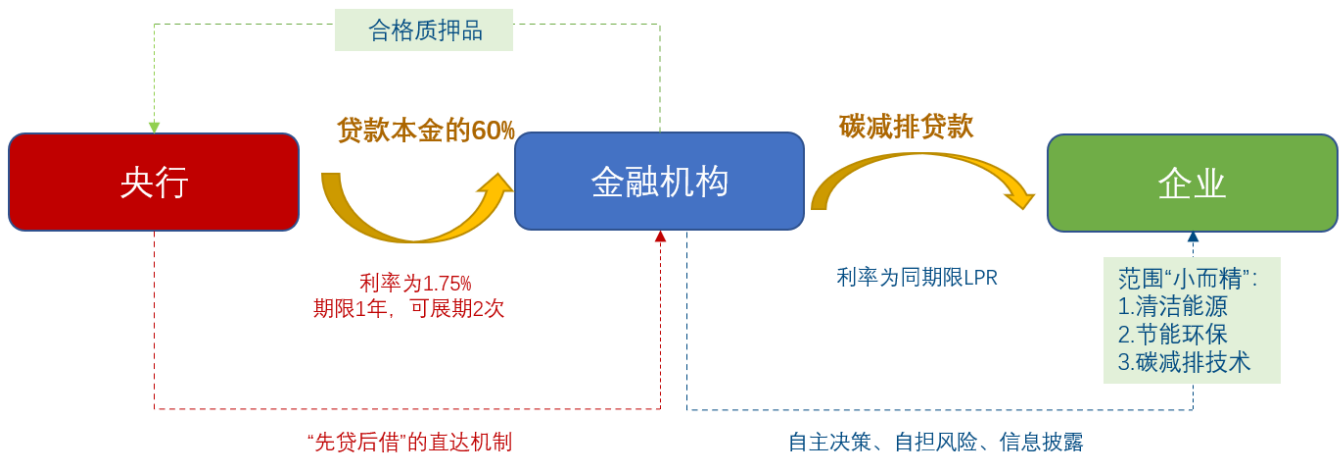
### 2.1.2 碳减排支持工具助力降低融资成本

**央行碳减排支持工具的推出有望缓解民营新能源运营商的融资压力，公司贷款置换可降低财务费用支出。**2021 年 11 月 8 日，中国人民银行发文，为贯彻落实党中央、国务院关于碳达峰、碳中和的重要决策部署，创设推出碳减排支持工具这一结构性货币政策工具。新能源运营商具有重资产属性，结构性宽松提供的流动性助力民营企业融资成本下降，提升装机增速。

初期支持范围“小而精”，重点聚焦清洁能源、节能环保和碳减排技术领域，其中清洁能源领域主要包括风力发电、太阳能利用、生物质能源利用、抽水蓄能、氢能利用、地热能利用、海洋能利用、热泵、高效储能、智能电网、大型风电光伏源网荷储一体化项目、户用分布式光伏整县推进、跨地区清洁电力输送系统、应急备用和调峰电源等。

碳减排支持工具贷款利率与 LPR 大致持平，已累计支持贷款超 4000 亿元。央行将通过碳减排支持工具向金融机构提供低成本资金，引导金融机构在自主决策、自担风险的前提下，向碳减排重点领域内的各类企业一视同仁提供碳减排贷款，贷款利率应与同期限档次贷款市场报价利率 (LPR) 大致持平。央行通过“先贷后借”的直达机制 (adopt "the system for direct funds")，对金融机构向碳减排重点领域内相关企业发放的符合条件的碳减排贷款，按贷款本金的 60% 提供资金支持，利率为 1.75%，期限 1 年，可展期两次。截至 2022 年 9 月末，央行累计发放碳减排支持工具资金 2469 亿元，即支持金融机构向碳减排领域企业发放贷款 4115 亿元。

图表 22 央行碳减排支持工具操作流程



资料来源：中国人民银行，华安证券研究所绘制

### 2.1.3 能耗双控趋严，提升企业屋顶资源开发意愿

2021 年起严控能耗总量和强度。2021 年 9 月，国家发改委印发了《完善能源消费强度和总量双控制度方案》，就能耗双控制度给出更为完善的指标设置以及分解落实机制。从考核机制来看，“能耗双控”中能耗强度的优先度更高，降低单位 GDP 能源消费也是达成碳中和目标的重要因素。

光伏发电不纳入能源消费总量考核。各地“能耗双控”政策频出，部分企业被通过停产、限电的方式控制能耗以完成年度能源“双控”目标。对业主来说，其使用光伏电不仅能降低用电成本，还能缓解所存在的限电压力，且所用光伏电不纳入能源消费总量考核，一举多得，业主出于降本增效的目的，安装光伏电站的意愿大幅增强，助力屋顶资源开发效率提升。在此背景下，“自发自用，余电上网”的工商业分布式光伏作为能从供给侧贯穿至消费侧实现零碳排放的清洁能源，迎来发展新机遇。

图表 23 企业安装分布式光伏发电系统八大优势



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

### 2.1.4 “整县推进”背景下行业空间广阔

2021年8月, 国家能源局提出屋顶分布式光伏整县推进, 同年9月《关于公布整县(市、区)屋顶分布式光伏开发试点名单的通知》中676个县被纳入试点名单, 其中山东、河南、江苏三省入选总数达195个, 将近占总体数量的30%。分布式光伏正进入加速发展的全新周期。

“整县推进”政策的出台旨在鼓励分布式光伏宜建尽建, 应接尽接, 在党政机关、公共建筑、工商业、农村居民屋顶总面积可安装光伏发电比例分别不低于50%、40%、30%、20%。通过开发学校、医院、写字楼等闲置、低效的分布式屋顶资源, 以提高分布式光伏渗透率及屋顶资源利用率, 实现降碳减排。按照国家发改委及能源局披露数据, 2021年全国整县推进屋顶分布式光伏试点县累计备案容量4623万千瓦, 主要分布在山东、河南和浙江; 累计并网容量1778万千瓦, 主要分布在山东、浙江和广东; 截至2022H1全国整县试点累计备案规模6615万千瓦。从上报的项目开发主体来看, 央企、地方国企、民企成立公司的合作投资开发模式占比超过60%

“整县推进”背景下, EPC及电站运维市场需求开始释放, 公司分布式光伏项目开发建设及服务业务收入有望进一步增加。2021年公司已开始承接央、国企EPC业务, 2021年实现业务收入434.2万元, 2022年实现2899.4万元, 同比增加194.6%, 目前收入规模相对较小, 但呈现出良好的业务前景, 后续随着“整县推进”项目逐步落地, 公司开发+EPC+运维收入有望增加。

## 2.2 电价中枢提升，分布式光伏“自发自用”模式优势明显

### 2.2.1 自发自用电价锚定大工业电价，综合度电收入显著高于全额上网

公司自发自用部分电价基于一定折扣锚定大工业电价，显著高于全额上网的脱硫煤标杆电价，电费收入=屋顶资源业主自用电量\*大工业电价\*折扣+余电上网电量\*脱硫煤标杆电价；或者向屋顶资源业主按所提供的屋顶资源面积支付租金，具体折扣及租金收益方案见下图。

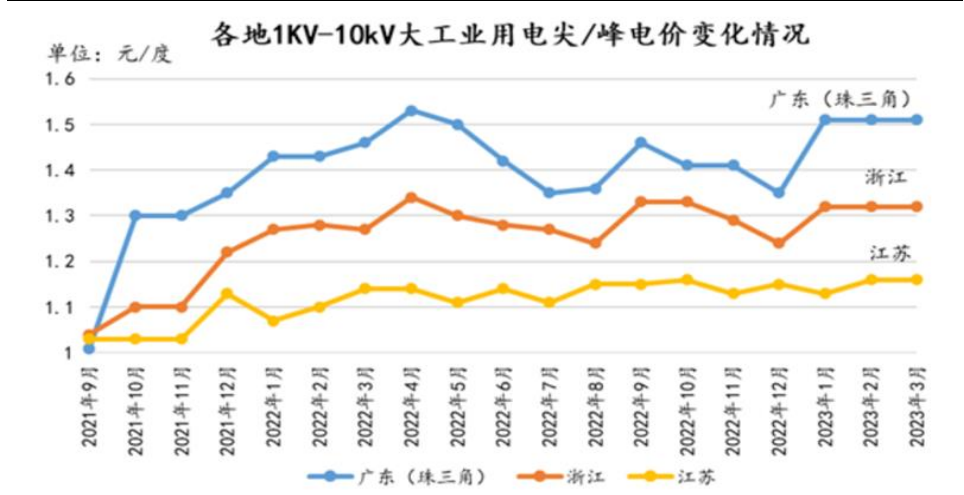
图表 24 自发自用电价折扣/屋顶资源租金收益方案内容

时间	方案	对应折扣或收益	户主收益
第1-25年	方案1：电价折扣	第1-20年：电价9折 第21-25年：电价5折	大工业电价*10%*发电量 大工业电价*50%*发电量
	方案2：屋顶资源租赁	向屋顶资源业主支付租赁费用	屋顶资源面积*每平方米租金
第26年起	免费使用自持电站发电量		大工业电价*发电量

资料来源：公司公告，华安证券研究所

大工业电价同比上调，光伏发电业务收入、利润进一步增厚。公司自持电站“自发自用”部分电费在与用电业主结算时，结算价格根据业主当地大工业实时电价的基础上给予用电业主一定折扣，故光伏发电的度电收入紧扣大工业电价而同步变动。大工业平均用电价格提高意味着“自发自用，余电上网”分布式光伏电站综合度电收入相应提高，存量和新增的分布式电站项目收益率将提高。

图表 25 浙江、江苏、广东 1kv-10kv 大工业用电尖/峰电价变化情况 (元/度)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

分时电价拉大峰谷价差。2021年下半年全国绝大部分省份陆续出台分时电价政策，调整峰谷电价及峰谷时段，其中以江苏、广东、浙江为例的经济发达省份率先、多次调整，峰谷价差有较大幅度的扩大，尖、峰时段也有不同程度的延长，大工业平均用电价格提高。其中，浙江省系统峰谷差属于全国最高的省份之一，根据浙江省发改委《关于进一步完善我省分时电价政策有关事项的通知》，最大峰谷差率超50%，于2021年10月15日起分别提高大工业尖峰电价每千瓦时5.6分、高峰电价每千瓦时6分，降低低谷电价每千瓦时6.38分。



**2022 年公司综合度电收入同比增加 21%。**受“分时电价”、“电力市场化”政策驱动，自 2021 年下半年至今，全国绝大部分省份陆续上调大工业电价，其中公司自持电站广泛分布及重点开发的浙江省、江苏省、广东省等诸多**东中部经济发达省份电价上调尤为明显。**  
**2022 年公司综合度电收入（不含补贴）较上年同期增加约 0.1 元/度，同比增加约 21%。**大工业电价的上调使得未来新增电站项目的投资回报率空间进一步打开，同时也体现了“自发自用，余电上网”光伏电站相较于“全额上网”光伏电站的优势。

**图表 26 全国各地尖/峰/平/谷电价比**

全国各地峰平谷电价比					
地区	尖峰	峰	平	谷	
广东	1.25*高峰电价	1.7	1	0.38	
江苏	大工业用电	1.2*高峰电价	1.7196	1	0.4185
	100千伏安及以上普通工业用电	/	1.6719	1	0.4518
山东	2	1.7	1	0.3(深谷0.1)	
山西	1.2*高峰电价	1.6	1	0.45	
浙江	大工业(7-8月)	1.81	1.53	1	0.38
	大工业其他季节	1.81	1.5	1	0.42
	一般工商业及其他	1.76	1.31	1	0.52
河南	1月、12月、7月、8月	1.2*高峰电价	1.71	1	0.47
	其他月份	/	1.64	1	0.41
安徽	1月、7月、8月、9月、12月	高峰电价+0.072元/千瓦时	1.813	1	0.412
安徽	其他月份	/	1.71	1	
冀北电网	1.2*高峰电价	1.5	1	0.5	
河北电网	1.2*高峰电价	1.7	1	0.3	
四川	1.2*高峰电价	1.6	1	0.4	
重庆	1.2*高峰电价	1.6	1	0.38	
天津	1.2*高峰电价	1.5	1	0.46	
湖南	1.2*高峰电价	1.6	1	0.4	
湖北	冬季1月、12月, 夏季7、8月	2	1.49	1	0.45
	其他月份	1.8	1.49	1	0.48
江西	1.2*高峰电价	1.5	1	0.5	
上海	一般工商业及其他两部制、大工业两部制(1、7、8、9、12月)	1.25*高峰电价	1.8	1	0.4
	一般工商业及其他两部制、大工业两部制 其他月份	/	1.6	1	0.5
	一般工商业及其他单一制(1、7、8、9、12月)	/	1.2	1	0.55
	一般工商业及其他单一制 其他月份	/	1.17	1	0.55
海南	1.2*高峰电价	1.7	1	0.4	
广西	1.2*高峰电价	1.5	1	0.5	
青海	1.2*高峰电价	1.63	1	0.37	
陕西	大工业	1.2*高峰电价	1.63	1	0.37
	一般工商业及其他	1.2*高峰电价	1.5	1	0.5
甘肃	/	1.5	1	0.5	
黑龙江	1.2*高峰电价	1.5	1	0.5	
吉林	1.2*高峰电价	1.5	1	0.5	
辽宁	1.25*高峰电价	1.5	1	0.5	
蒙东电网	1.2*高峰电价	1.5	1	0.5	
蒙西电网	大风季(1-5月、9-12月)	/	1.48	1	0.79
	小风季(6-8月)	1.2*高峰电价	1.48	1	0.47
新疆	1.2*高峰电价	1.65	1	0.35	
宁夏	/	1.5	1	0.5	
贵州	/	1.5	1	0.5	

资料来源：北极星售电网，华安证券研究所

### 2.2.2 隔墙售电政策拓展售电渠道，进一步推高综合度电收入

早在 2017 年，国家发改委、国家能源局便印发《关于开展分布式发电市场化交易试点的通知》，提出分布式发电市场化交易试点，标志着分布式光伏发电市场化交易的启动；**2019 年，分布式发电市场化交易试点名单正式发布。**

**2023 年浙江落地隔墙售电政策，有望进一步提升分布式光伏发电盈利。**2022 年 9 月 29 日，浙江省表决通过《浙江省电力条例》(以下简称《条例》)，已于 2023 年 1 月 1 日起正式施行，《条例》提出分布式发电企业可以与周边用户按照规定直接交易。《条例》是“双碳”目标提出后颁布的第一部综合型地方性电力法规，也是分布式发电市场化交易的先行者。

**图表 27 推进分布式发电市场化交易主要政策梳理**

时间	相应政策	主要内容
2017 年 10 月	国家发改委、国家能源局《关于开展分布式发电市场化交易试点的通知》	提出分布式发电市场化交易试点，允许分布式发电项目单位与配电网内就近电力用户进行电力交易，标志着分布式光伏发电市场化交易的启动。
2019 年 5 月	国家发改委、国家能源局《2019 年分布式发电市场化交易试点名单》	分布式发电市场化交易试点名单正式发布，试点区域风电、光伏交易规模合计 165 万千瓦，其中新建规模 147 万千瓦。
2022 年 8 月	《国家能源局 2022 年深化“放管服”改革优化营商环境重点任务分工方案》	完善市场交易机制，支持分布式发电就近参与市场交易，推动分布式发电参与绿色电力交易。
2022 年 9 月	《浙江省电力条例》	分布式发电企业可以与周边用户按照规定直接交易

资料来源：各政府官网，华安证券研究所

**绿电推进增厚盈利能力。**绿电交易价格较当地中长期交易价格高 3-5 分/度，成交价格中明确绿色电力的环境价值，绿电溢价增厚新能源盈利能力。

## 3 公司资源获取&地域&产业链多重优势筑壁垒

### 3.1 公司屋顶资源获取能力强，构筑核心壁垒

**公司客户黏性强，优质服务打造品牌效应。**经过多年经营积累，公司现拥有 GW 级以上的优质分布式客户资源，为飞利浦、敏实集团、娃哈哈、中国巨石、火星人等近千家下游客户提供优质服务，由于已成功实施了众多项目，公司在分布式光伏发电投资方、地方电网、屋顶资源业主方面均享有较好的声誉，形成了较强的客户黏性和品牌效应，为后续电站规模再扩大、推进充电桩和工商业分布式储能业务提供了有利条件，也为后期进一步拓宽分布式新应用场景，深度挖掘客户潜在价值提供了可能性。

图表 28 公司部分客户企业



资料来源：公司公告，华安证券研究所

**非标特性对实施经验和运营质量要求高。**一方面，由于分布式光伏是利用闲散屋顶资源建设分布式光伏电站，其需要根据不同的应用场景定制高度个性化的解决方案，属于非标产品。许多参与者对分布式光伏稍显陌生，缺乏实施经验和技術优势，无法兼顾设计、采购、安装施工、并网等诸多环节，需要与具有高度专业、丰富经验、成熟技术的工程承包商合作。在此形势下，对于已在分布式光伏市场崭露头角的企业，包括系统集成商、EPC 企业将迎来新契机，EPC 业务的市场空间将进一步打开；

**碎片化特性对运维服务商要求较高。**另一方面，落地的电站项目分布零散，极度碎片化，较难自主地形成系统性、规范性的运维体系。许多参与者因缺少运维团队和运维经验，需要与能够提供优质运维服务的企业开展合作，对于已在运维服务方面深耕多年，享有良好口碑，拥有专业运维团队和经验技术，成熟、完整的运维体系，能够提供高效、智能、数据化运维服务的企业，其竞争力将进一步提升，运维业务的市场空间也将进一步打开。

### 3.2 主要业务区域电价优势明显，以点带面拓展地域版图

**立足本省，辐射全国。**东中部高耗电、高购电等经济发达地区将是未来分布式光伏规模的重要增长区域。公司已形成随客户业务发展向外地辐射的业务发展趋势，如敏实集团、中国巨石、华孚时尚、娃哈哈等案例。

图表 29 公司敏实项目地区辐射图



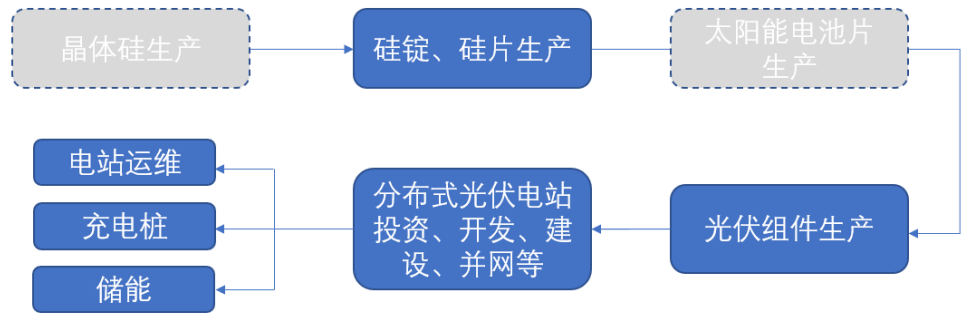
资料来源：公司公告，华安证券研究所

未来将继续向电价高、用电量大、光照条件好、优质企业多、符合公司投资收益要求的经济发达地区拓展。公司自持电站中约 90%集中在浙江省。在公司业务发展初期，由于浙江省经济发达，工业用电需求大，光伏产业链完备，补贴及时、足额发放，分布式光伏电站投资回报率较高，故浙江省为公司前期业务开拓的重点省份。在光伏补贴退坡直至完全取消补贴后，工商业分布式光伏已实现平价上网，对于项目的筛选和投资已无需考虑补贴，近年来公司立足本省辐射全国，加速省外布局，已开拓江苏、广东、江西、安徽、湖北、天津等地的市场。截至 2022 年底，省外累计装机约 95MW，占总装机比例为 13.02%，较上年提升近 4 个百分点；从年内新增装机量的角度来看，2022 年公司省外装机增加约 39MW，占新增装机比例为 32.23%；从储备的装机量来看，截至 2022 年底，公司储备省外装机约 58MW，占储备装机比例为 33.72%。从总量、增量、储备量及其占比来看，省外装机较上年皆有明显提升。公司通过自身优势打破地域限制，实现了跨区域、多省份自持光伏电站装机量的联动增长，且随着储备电站项目的陆续建设、并网，增长态势仍将持续，省外装机占比将进一步提升。

### 3.3 全产业链布局打通上下游，自供组件打造成本优势

公司具备较为完整的分布式光伏产业链，自持电站投资成本低于行业平均。当前自持电站投资的组件成本占比超过 50%，公司拥有自建的、设计产能为 500MW 的光伏组件生产线，光伏产品业务将优先满足公司电站业务对光伏产品的需求，为公司目前持续加大自持分布式电站规模奠定了坚实基础，保证所供应产品的质量和稳定的供货周期，提升电站开发的效率和可控性。

图表 30 公司分布式光伏产业链布局 (不包括虚线框环节)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所绘制

光伏供应链价格持续全线下降, 下游利润传递可期。2022 年 12 月至今, 光伏供应链各环节产品价格均开启下跌趋势, 是行业回归平价上网的正常表现, 2023 年初包括光伏玻璃在内的供应链价格持续全线下降, 2023 年有望成为需求放量大年。

### 3.4 积极拓展充电桩、储能领域, 期待业绩新增长点

充电桩依托已有客户资源, 获客及投资成本较低。公司在投资充电桩时, 按“收益优先, 稳步推进”的原则, 相较于其他充电桩投资商, 公司具备以下两个突出优势: ①获取资源成本低。公司在分布式领域已先后为近千家企业提供服务, 优质的服务使公司获得了客户的充分认可和信任, 形成了较强的客户黏性, 充电桩业务能够依托现有分布式客户资源进行拓展, 有效降低资源的获取成本; ②投资成本较低。公司在充电桩建设过程中, 可以利用分布式业务客户相关电力设施的冗余资源, 降低充电桩的投资成本, 形成较强的成本优势。

公司已稳定运营的充电桩平均每日有效充电小时数可达 2 小时, 投资回收期约为 3-4 年, 该项业务投资回报率相对较高。随着新能源汽车充电需求的增加, 有效充电小时数有望持续提高, 为充电桩业务带来更高的边际贡献, 增强盈利能力。

图表 31 智慧电动汽车充电站设备系统示意图

图表 32 智慧电动汽车充电站主要组成



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

稳步推进工商业储能运营业务，加快户用储能产品研发制造，谋求新利润增长点。

①工商业储能运营业务：当前储能系统成本相对较高，该模式尚未具备大规模商业化应用条件。公司前期已实施多个“网荷光储充智能微网”示范项目，通过项目储备了扎实的技术基础和丰富的实施经验，现已正式对外开展工商业用户侧分布式储能聚合业务。未来，随着技术的革新、上下游产业链的成熟完善，储能系统成本将逐步降低，公司将视收益情况有序、灵活推进该业务；②户用储能产品研发与制造业务：公司前期已进行大量市场调研并对户用储能产品的开发进行了技术储备，现已设立户用储能产品研发中心，完成了产品规划、目标市场筛选和产品试制。后续将对试制产品进一步打磨、优化使其具备市场竞争力，同步加快海内外市场渠道建设，争取早日实现批量化生产与销售。

图表 33 集装箱式储能系统产品特点



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 34 集装箱储能系统应用场景



资料来源：公司官网，华安证券研究所

## 4 盈利预测：

**关键假设：**新型电力系统建设加速推动分布式光伏需求持续旺盛，假设公司 2023-2025 年自持分布式光伏电站装机分别为 960/1210/1460MW。电力市场化等政策推动下，假设未来电价保持小幅上升趋势，毛利率维持在 66%左右水平；当前整县推进正逐步推进中，分布式光伏开发建设及服务广阔空间释放，预计 2023-2025 年该板块营收增速分别为 82.5%/37.8%/27.4%；充电桩假设 2023-2025 年营收增速分别为 116.7%/90.0%/90.0%，其他业务 2023-2025 营收分别为 12.7/13.9/15.3 百万元，光伏产品对外销售规模保持相对稳定。营收、毛利率拆分详见图表 35 及图表 36：

**图表 35 营收假设拆分 (单位: 百万元)**

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
光伏发电 (自持电站)	273.1	347.0	407.6	528.7	685.4	863.9	1042.4
YoY	30.2%	27.1%	17.4%	29.7%	29.6%	26.0%	20.7%
光伏项目开发建设 及服务	24.4	4.9	9.8	29.0	52.9	72.9	92.9
YoY	-81.8%	-79.8%	99.4%	194.6%	82.5%	37.8%	27.4%
光伏产品	85.7	66.5	14.6	83.8	61.6	64.7	67.9
YoY	124.4%	-22.4%	-78.0%	472.3%	-26.5%	5.0%	5.0%
充电桩			2.6	4.3	9.4	17.9	34.0
YoY				66.58%	116.71%	90.00%	90.00%
其他业务	3.8	8.3	10.5	4.0	12.7	13.9	15.3
YoY	71.4%	116.9%	26.5%	-61.6%	215.1%	10.0%	10.0%
<b>总营收</b>	<b>387.1</b>	<b>426.7</b>	<b>445.1</b>	<b>649.9</b>	<b>822.0</b>	<b>1033.3</b>	<b>1252.5</b>
YoY	<b>0.8%</b>	<b>10.2%</b>	<b>4.3%</b>	<b>46.0%</b>	<b>26.5%</b>	<b>25.7%</b>	<b>21.2%</b>

资料来源: 华安证券研究所预测

**图表 36 毛利率假设拆分**

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
光伏发电 (自持电站)	64.8%	61.2%	60.2%	65.5%	65.8%	66.0%	66.0%
光伏项目开发建设 及服务	26.8%	45.9%	5.8%	19.9%	17.0%	18.0%	18.0%
光伏产品	-11.0%	3.4%	-14.6%	2.3%	3.5%	3.5%	3.5%
充电桩			23.4%	18.6%	20.0%	20.0%	20.0%
其他业务	-23.5%	5.6%	-4.3%	43.4%	5.0%	5.0%	5.0%
<b>毛利率</b>	<b>44.8%</b>	<b>51.0%</b>	<b>54.8%</b>	<b>54.9%</b>	<b>56.5%</b>	<b>57.1%</b>	<b>57.1%</b>

资料来源: 华安证券研究所预测

**投资建议:** 公司作为国内最早一批进入分布式光伏领域的企业之一, 具有客户黏性强、主要业务地区电价优势明显、较完整产业链布局降低成本等优势, 且受益于国内政策频出推动, 行业广阔空间放量、电价中枢提升, 期待未来 CCER 重启、各省隔墙售电政策逐步落地贡献额外业绩, 近年公司自持电站规模持续扩大, 量价齐升、业绩弹性强。预计 2023-2025 年归母净利润分别为 2.6/3.4/4.3 亿元, 对应年份 EPS 分别为 0.51/0.68/0.86 元。对应 PE 分别为 30.9X/23.5X/18.5X, 公司作为“自发自用、余电上网”领域稀缺标的, 业绩弹性较强, 应享有一定溢价, 首次覆盖给予“买入”评级。

## 5 风险提示：

**（1）行业竞争加剧：**后续若进入同一行业的竞争者增加且以价格战形式加剧行业竞争，可能影响公司毛利率。

**（2）政策变动风险：**若政策后续落地执行力度不及预期，或出现大工业用电价格下降情况，将影响行业空间放量和公司盈利水平。

**（3）市场开拓风险：**若公司在未来业务拓展过程中，将面临日益激烈的市场竞争和各地区可能相异的地方产业政策，如果缺乏当地营销网络资源或受到地方保护主义等不利因素的影响，市场拓展的难度将增加。

**（4）自持电站项目开发不及预期：**若公司自持分布式光伏电站项目开发速度不及预期，可能导致公司业绩增长不及预期情况。

**（5）测算假设存在误差风险：**正文中 CCER 价格基于目前碳配额价格和试点地区历史价格规律进行假设，以及盈利预测假设等基于公司发展态势和行业发展一般情况，实际发电量还受到光照变化等因素的影响，可能与实际情况存在一定误差。



**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	408	578	829	1228	<b>营业收入</b>	650	822	1033	1253
现金	253	193	603	790	营业成本	293	357	443	538
应收账款	67	185	120	213	营业税金及附加	3	3	4	5
其他应收款	3	19	7	21	销售费用	3	2	3	4
预付账款	5	6	7	8	管理费用	52	101	113	130
存货	15	115	28	126	财务费用	74	75	85	86
其他流动资产	66	61	64	70	资产减值损失	0	-4	0	-1
<b>非流动资产</b>	3101	3394	3711	4008	公允价值变动收益	-2	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	2690	2867	3028	3202	<b>营业利润</b>	214	290	385	485
无形资产	36	43	52	57	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	376	485	631	749	营业外支出	1	0	0	0
<b>资产总计</b>	3509	3972	4540	5236	<b>利润总额</b>	215	290	385	485
<b>流动负债</b>	563	649	749	877	所得税	24	34	47	56
短期借款	30	50	70	90	<b>净利润</b>	192	256	338	429
应付账款	65	160	73	207	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	467	439	606	580	<b>归属母公司净利润</b>	192	256	338	429
<b>非流动负债</b>	1181	1301	1431	1571	EBITDA	469	580	673	780
长期借款	1079	1179	1289	1409	EPS (元)	0.38	0.51	0.68	0.86
其他非流动负债	102	122	142	162					
<b>负债合计</b>	1744	1950	2180	2448					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	500	500	500	500					
资本公积	715	715	715	715					
留存收益	550	806	1144	1573					
归属母公司股东权益	1765	2022	2359	2788					
<b>负债和股东权益</b>	3509	3972	4540	5236					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	573	388	869	631	<b>成长能力</b>				
净利润	192	256	338	429	营业收入	46.0%	26.5%	25.7%	21.2%
折旧摊销	171	202	191	193	营业利润	70.2%	35.7%	32.5%	26.1%
财务费用	76	80	89	98	归属于母公司净利	74.1%	33.9%	31.7%	27.0%
投资损失	0	0	0	0	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	127	-164	239	-104	毛利率 (%)	54.9%	56.5%	57.1%	57.1%
其他经营现金流	72	434	112	548	净利率 (%)	29.5%	31.2%	32.7%	34.2%
<b>投资活动现金流</b>	-478	-508	-520	-506	ROE (%)	10.9%	12.7%	14.3%	15.4%
资本支出	-437	-496	-505	-493	ROIC (%)	8.4%	9.4%	10.5%	11.2%
长期投资	3	-13	-15	-14	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	-44	0	0	0	资产负债率 (%)	49.7%	49.1%	48.0%	46.8%
<b>筹资活动现金流</b>	0	60	61	62	净负债比率 (%)	98.8%	96.5%	92.4%	87.8%
短期借款	-62	20	20	20	流动比率	0.73	0.89	1.11	1.40
长期借款	187	100	110	120	速动比率	0.60	0.62	0.99	1.19
普通股增加	0	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.20	0.22	0.24	0.26
其他筹资现金流	-125	-60	-69	-78	应收账款周转率	10.17	6.55	6.78	7.53
<b>现金净增加额</b>	96	-61	410	187	应付账款周转率	4.93	3.18	3.81	3.84

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	0.38	0.51	0.68	0.86	P/E	38.76	30.88	23.45	18.47
每股经营现金流薄)	1.15	0.78	1.74	1.26	P/B	4.17	3.92	3.36	2.84
每股净资产	3.53	4.04	4.72	5.58	EV/EBITDA	18.14	15.95	13.37	11.51

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**余楷丽，女，硕士，就职于华安证券，环保公用行业分析师，证书编号：S0010522080003。曾任职于国盛证券，中国人民大学资源与环境经济学学士，香港中文大学经济学硕士。2020 及 2021 年新财富环保行业第四名团队核心成员，2020 年新浪金麒麟最佳分析师环保行业第二名、2021 年第三名团队核心成员，2021 年卖方分析师水晶球奖第五名团队核心成员。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。