

公司研究

现金流显著改善，持续推进光伏电站建设

——太阳能（000591.SZ）2022 年年报点评

要点

事件：公司发布 2022 年年报：公司 2022 年营业收入为 92.36 亿元，同比增长 31.44%（调整后口径）；实现归母净利润 13.87 亿元，同比增长 16.6%（调整后口径）；实现扣非归母净利润 12.94 亿元，同比增长 20.84%（调整后口径）。

点评：

光伏运营行业龙头，截至 2022 年底运营装机容量 4.35GW：2022 年，公司光伏电站板块销售收入 43.56 亿元，占公司总收入的 47.16%；2022 年销售电量 59.37 亿千瓦时；2022 年售电含税均价为 0.829 元/千瓦时。截至 2022 年底，公司运营电站约 4.35GW、在建电站约 1.78GW、拟建设电站或正在进行收购的电站规模约 2.81GW，合计约 8.94GW。

项目储备丰富，增长潜力巨大：截至 2022 年底，公司在光资源较好、上网条件好、政策条件好的地区已累计锁定了约 16GW 的优质自建太阳能光伏发电项目和收购项目规模，为可持续发展提供了有力的保证。2025 年末，公司力争光伏电站板块实现电站累计装机 20GW。

22 年补贴回款 36.26 亿元，现金流显著改善：2022 年，公司共计收到电费补贴 36.26 亿元，其中国补 35.01 亿元。期末尚未结算的电费补贴金额 92.92 亿元，其中国补 87.84 亿元，较上年末减少 5.10 亿元。2022 年可再生能源补贴资金的回收显著改善公司光伏电站的现金流，对公司未来光伏电站的运营产生积极影响。

定增落地，为光伏电站建设提供资金保障：公司非公开发行股票申请于 2022 年 4 月 25 日获得中国证监会发行审核委员会审核通过，募集资金净额为 59.69 亿元。同时，公司还开展了公开发行绿色公司债券工作，计划募集资金 20 亿元，为公司实现发展目标提供支持，2022 年 2 月，公司成功发行绿色公司债首期 10 亿元。充足的资金为公司快速加码电站建设提供了有力的保障。

盈利预测、估值与评级：考虑到公司装机节奏的调整，我们下调 2023-2024 年的归母净利润预测为 21.98/28.10 亿元（分别下调 14%/7%），新增 2025 年归母净利润预测为 34.04 亿元，当前股价对应 PE 为 12/9/8 倍。公司深耕光伏运营领域多年，经验丰富，受益于“碳中和”背景下绿电需求提升，**维持“买入”评级。**

风险提示：各地方政府推进光伏电站建设不及预期；光伏行业原材料价格大幅上涨影响公司盈利能力；电网灵活性改造及储能设施建设力度不及预期从而影响消纳；可再生能源补贴拖欠风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	7,016	9,236	10,946	13,570	16,250
营业收入增长率	32.25%	31.65%	18.51%	23.97%	19.75%
归母净利润（百万元）	1,181	1,387	2,198	2,810	3,404
归母净利润增长率	14.87%	17.42%	58.51%	27.85%	21.15%
EPS（元，按最新股本计）	0.30	0.35	0.56	0.72	0.87
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.93%	6.35%	9.34%	10.85%	11.85%
P/E	23	19	12	9	8
P/B	1.4	1.2	1.1	1.0	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-04-12

买入（维持）

当前价：6.81 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsecn.com

分析师：郝霖

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsecn.com

分析师：黄帅斌

执业证书编号：S0930520080005

021-52523828

huangshuaibin@ebsecn.com

联系人：和霖

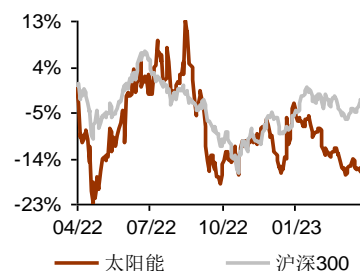
021-52523853

helin@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	39.09
总市值(亿元)	266.22
一年最低/最高(元)	6.12/9.39
近 3 月换手率	61.00%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.23	-13.19	-7.46
绝对	-1.02	-11.21	-8.02

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	7,016	9,236	10,946	13,570	16,250
营业成本	4,092	6,210	7,018	8,649	10,399
折旧和摊销	1,331	1,392	1,597	1,709	1,843
税金及附加	70	85	100	125	149
销售费用	34	54	64	79	95
管理费用	267	253	300	371	445
研发费用	117	233	276	342	409
财务费用	983	823	671	776	831
投资收益	-5	29	32	35	39
营业利润	1,242	1,657	2,592	3,322	4,032
利润总额	1,355	1,671	2,617	3,347	4,057
所得税	190	273	428	548	664
净利润	1,165	1,397	2,189	2,800	3,393
少数股东损益	-15	11	-9	-10	-11
归属母公司净利润	1,181	1,387	2,198	2,810	3,404
EPS(元, 按最新股本计)	0.30	0.35	0.56	0.72	0.87

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,049	5,099	4,592	4,653	5,149
净利润	1,181	1,387	2,198	2,810	3,404
折旧摊销	1,331	1,392	1,597	1,709	1,843
净营运资金增加	2,594	-360	329	1,384	1,683
其他	-3,057	2,680	469	-1,249	-1,781
投资活动产生现金流	-719	-4,921	-7,720	-6,995	-6,991
净资本支出	-774	-2,168	-7,030	-7,030	-7,030
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	55	-2,752	-690	35	39
融资活动现金流	-1,359	3,012	4,228	4,786	4,609
股本变化	0	902	0	0	0
债务净变化	78	-1,649	5,400	6,000	6,000
无息负债变化	-207	1,450	321	845	905
净现金流	-29	3,190	1,100	2,444	2,766

主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	41.7%	32.8%	35.9%	36.3%	36.0%
EBITDA 率	56.5%	42.0%	44.2%	42.5%	41.0%
EBIT 率	37.4%	26.9%	29.6%	29.9%	29.7%
税前净利润率	19.3%	18.1%	23.9%	24.7%	25.0%
归母净利润率	16.8%	15.0%	20.1%	20.7%	21.0%
ROA	2.9%	3.0%	4.1%	4.4%	4.7%
ROE (摊薄)	7.9%	6.4%	9.3%	10.9%	11.8%
经营性 ROIC	6.1%	5.6%	6.2%	6.7%	7.0%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	63%	53%	56%	59%	61%
流动比率	2.03	2.34	2.45	2.65	2.86
速动比率	2.00	2.30	2.41	2.60	2.82
归母权益/有息债务	0.69	1.10	0.93	0.83	0.77
有形资产/有息债务	1.81	2.30	2.10	1.99	1.93

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	39,768	46,500	53,908	63,116	72,854
货币资金	1,360	4,572	5,672	8,117	10,883
交易性金融资产	0	2,700	2,700	2,700	2,700
应收账款	9,909	10,158	10,946	12,213	13,813
应收票据	34	104	123	153	183
其他应收款 (合计)	68	53	62	77	93
存货	172	289	321	397	478
其他流动资产	232	84	84	84	84
流动资产合计	11,964	18,181	20,156	24,042	28,592
其他权益工具	17	16	16	16	16
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	24,908	24,077	24,437	24,705	25,533
在建工程	441	2,348	7,457	12,544	16,935
无形资产	526	513	521	530	538
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	868	299	299	299	299
非流动资产合计	27,804	28,319	33,753	39,074	44,261
总负债	24,860	24,662	30,382	37,227	44,132
短期借款	200	601	0	0	0
应付账款	988	1,865	2,807	3,460	4,160
应付票据	160	609	688	848	1,020
预收账款	2	2	3	4	4
其他流动负债	7	36	36	36	36
流动负债合计	5,891	7,778	8,237	9,082	9,987
长期借款	16,893	13,687	19,687	25,687	31,687
应付债券	500	1,500	1,500	1,500	1,500
其他非流动负债	469	441	441	441	441
非流动负债合计	18,970	16,884	22,145	28,145	34,145
股东权益	14,908	21,838	23,526	25,888	28,721
股本	3,007	3,909	3,909	3,909	3,909
公积金	6,957	12,093	12,312	12,593	12,934
未分配利润	4,912	5,821	7,299	9,390	11,894
归属母公司权益	14,883	21,825	23,522	25,895	28,739
少数股东权益	24	13	4	-6	-18

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	0.48%	0.58%	0.58%	0.58%	0.58%
管理费用率	3.80%	2.74%	2.74%	2.74%	2.74%
财务费用率	14.02%	8.91%	6.13%	5.72%	5.12%
研发费用率	1.67%	2.52%	2.52%	2.52%	2.52%
所得税率	14%	16%	16%	16%	16%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.00	0.13	0.11	0.14	0.17
每股经营现金流	0.68	1.30	1.17	1.19	1.32
每股净资产	4.95	5.58	6.02	6.62	7.35
每股销售收入	2.33	2.36	2.80	3.47	4.16

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	23	19	12	9	8
PB	1.4	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	10.8	10.9	9.7	8.9	8.3
股息率	0.0%	1.9%	1.6%	2.1%	2.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE