

## 太阳能 (000591) 重大事项点评

# 补贴回款进度加快，拐点不断确认

## 事项:

- ❖ 2023年1月4日公司发布公告，自2022年1月1日至2022年12月31日，公司下属光伏发电项目公司共收到可再生能源补贴资金36.26亿元（其中国家可再生能源补贴资金35.01亿元）。上述公司可再生能源补贴资金的回收将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。

## 评论:

- ❖ **22年补贴回款36亿+**，收回程度约在三成，回款进度加快。公司4日发布公告，22年全年可再生能源补贴资金共收回36.26亿元，如果按照上半年补贴拖113.37亿计算，收回程度为32%，考虑到下半年补贴仍有新增，粗略估计目前补贴收回程度约在三成。公司截至Q3共收回补贴6.38亿，意味着仅Q4的回款就达到了30亿的量级，补贴收回速度不断加快。2022年初至今绿电板块“利空”不断，一度有外资频频唱空绿电补贴可能将大部分难以收回。随着公司补贴发放的不断提速，在多层补贴核查不断趋严的背景下公司的回款情况属实难得，所谓“利空”或将被逐渐证伪。
- ❖ **量/价/成本三维度改善，中期看资金“无忧”，看好公司23年年度级别的拐点机会。** 1) **电价端**：公司大基地项目布局较少，电价折价压力相对较小，我们依然维持年度策略中“绿电电价短期虽不看涨，但绝不看空”的基本观点；2) **成本端**：硅料价格下探带动光伏产业链利润流转的行业共识不断形成；3) **装机量**：成本下降将显著带动公司装机放量。中期视角来看，公司完成定增+补贴回款将极大改善现金流情况，与大型央企相比融资压力小，中短期或将不存在再次定增摊薄收益的风险。在三维度的催化之下我们认为绿电估值将触底回升，公司作为稀有的纯光伏运营概念股，或将显著受益并有望获得更高的溢价空间。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级**：我们维持对公司经营业绩的判断，预计22-24年公司收入为81.93/113.39/148.67亿元；同比+16.8%/38.4%/31.1%；归母净利润为14.81/19.66/24.82亿元，同比+25.5%/32.7%/26.3%。公司补贴欠款占比较高且回款进度不断提速；同时近期硅料价格持续回落，后续有望传导至组件环节，组件价格或在23年不断下行。我们认为在一系列行业催化的背景下，行业估值水平将触底回升，公司将显著受益；此外公司定增已尘埃落定，后续项目落地公司的成长性较优，并且作为少有的下游纯光伏运营概念股，公司有望获得更高的溢价空间。结合可比公司给予公司23年22x PE（溢价率+39%），上调23年目标价至11.1元（前值10.6元），较目前股价有46%的上升空间，上调评级至“强推”。
- ❖ **风险提示**：光伏组件原材料价格难以回落的风险，光伏电站推进不及预期，光伏运营电价下降的风险等。

## 主要财务指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万)	7,016	8,193	11,339	14,867
同比增速(%)	32.2%	16.8%	38.4%	31.1%
归母净利润(百万)	1,180	1,481	1,966	2,482
同比增速(%)	14.9%	25.5%	32.7%	26.3%
每股盈利(元)	0.39	0.38	0.50	0.63
市盈率(倍)	19	20	15	12
市净率(倍)	1.5	1.7	1.6	1.5

资料来源: Wind, 华创证券预测

注: 股价为2023年1月4日收盘价

## 强推 (上调)

目标价: 11.1元

当前价: 7.58元

## 华创证券研究所

证券分析师: 庞天一

电话: 010-63214656

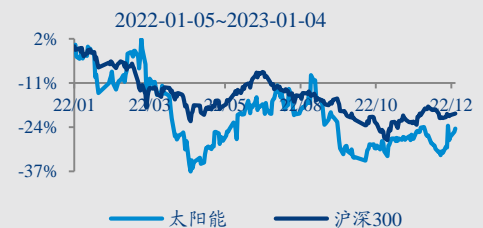
邮箱: pangtianyi@hcyjs.com

执业编号: S0360518070002

## 公司基本数据

总股本(万股)	390,922.74
已上市流通股(万股)	300,706.26
总市值(亿元)	296.32
流通市值(亿元)	227.94
资产负债率(%)	53.27
每股净资产(元)	5.52
12个月内最高/最低价	10.43/6.40

## 市场表现对比图(近12个月)



## 相关研究报告

《太阳能(000591)2022年三季度报点评: 太阳能22年三季度报点评: 经营持续好转, 项目扩张进行时》

2022-10-27

《太阳能(000591)2022年中报点评: 后续增长潜力大, 多重催化已现》

2022-08-29

《太阳能(000591)2021年报点评: 运营顺势而上, 组件触底回升》

2022-04-17

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,360	1,545	1,775	1,750
应收票据	34	189	133	203
应收账款	9,909	11,485	16,502	21,768
预付账款	189	215	371	503
存货	172	216	335	449
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	300	606	613	832
流动资产合计	11,964	14,256	19,729	25,505
其他长期投资	22	26	36	47
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	24,908	24,932	24,738	24,336
在建工程	441	841	1,286	1,626
无形资产	526	473	426	384
其他非流动资产	1,907	1,886	1,869	1,854
非流动资产合计	27,804	28,158	28,355	28,247
<b>资产合计</b>	<b>39,768</b>	<b>42,414</b>	<b>48,084</b>	<b>53,752</b>
短期借款	200	200	700	1,200
应付票据	160	461	662	785
应付账款	988	2,443	3,147	3,853
预收款项	2	0	0	0
合同负债	51	60	83	108
其他应付款	405	405	405	405
一年内到期的非流动负债	3,981	3,981	3,981	3,981
其他流动负债	104	129	171	219
流动负债合计	5,891	7,679	9,149	10,551
长期借款	16,893	15,393	18,393	21,193
应付债券	500	500	500	500
其他非流动负债	1,577	1,577	1,577	1,577
非流动负债合计	18,970	17,470	20,470	23,270
<b>负债合计</b>	<b>24,861</b>	<b>25,149</b>	<b>29,619</b>	<b>33,821</b>
归属母公司所有者权益	14,883	17,260	18,485	19,984
少数股东权益	24	5	-20	-53
<b>所有者权益合计</b>	<b>14,907</b>	<b>17,265</b>	<b>18,465</b>	<b>19,931</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>39,768</b>	<b>42,414</b>	<b>48,084</b>	<b>53,752</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,049</b>	<b>3,536</b>	<b>196</b>	<b>276</b>
现金收益	3,487	3,881	4,524	5,239
存货影响	-19	-44	-119	-114
经营性应收影响	-1,301	-1,615	-4,975	-5,327
经营性应付影响	-461	1,754	904	830
其他影响	343	-440	-139	-352
<b>投资活动现金流</b>	<b>-719</b>	<b>-1,700</b>	<b>-1,525</b>	<b>-1,200</b>
资本支出	-72	-1,721	-1,544	-1,218
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-647	21	19	18
<b>融资活动现金流</b>	<b>-1,359</b>	<b>-1,651</b>	<b>1,559</b>	<b>899</b>
借款增加	78	-1,500	3,500	3,300
股利及利息支付	-1,296	-1,806	-2,218	-2,696
股东融资	0	5,969	0	0
其他影响	-141	-4,314	277	295

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>7,016</b>	<b>8,193</b>	<b>11,339</b>	<b>14,867</b>
营业成本	4,092	4,742	6,927	9,381
税金及附加	70	97	132	170
销售费用	34	40	55	72
管理费用	267	311	431	565
研发费用	117	162	224	293
财务费用	983	1,069	1,243	1,466
信用减值损失	-111	-111	-111	-111
资产减值损失	-142	-142	-142	-142
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-5	20	20	20
其他收益	48	48	48	48
<b>营业利润</b>	<b>1,242</b>	<b>1,587</b>	<b>2,143</b>	<b>2,736</b>
营业外收入	142	142	142	142
营业外支出	29	29	29	29
<b>利润总额</b>	<b>1,355</b>	<b>1,700</b>	<b>2,256</b>	<b>2,849</b>
所得税	190	238	316	399
<b>净利润</b>	<b>1,165</b>	<b>1,462</b>	<b>1,940</b>	<b>2,450</b>
少数股东损益	-15	-19	-26	-32
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,180</b>	<b>1,481</b>	<b>1,966</b>	<b>2,482</b>
NOPLAT	2,011	2,382	3,009	3,710
EPS(摊薄) (元)	0.39	0.38	0.50	0.63

**主要财务比率**

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	32.2%	16.8%	38.4%	31.1%
EBIT 增长率	7.7%	18.4%	26.3%	23.3%
归母净利润增长率	14.9%	25.5%	32.7%	26.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率	41.7%	42.1%	38.9%	36.9%
净利率	16.6%	17.8%	17.1%	16.5%
ROE	7.9%	8.6%	10.6%	12.5%
ROIC	6.1%	7.1%	8.0%	8.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	62.5%	59.3%	61.6%	62.9%
债务权益比	155.3%	125.4%	136.2%	142.7%
流动比率	2.0	1.9	2.2	2.4
速动比率	2.0	1.8	2.1	2.4
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3
应收账款周转天数	470	470	444	463
应付账款周转天数	95	130	145	134
存货周转天数	14	15	14	15
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.39	0.38	0.50	0.63
每股经营现金流	0.52	0.90	0.05	0.07
每股净资产	3.81	4.42	4.73	5.11
<b>估值比率</b>				
P/E	19	20	15	12
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	15	13	11	10

## 环保与公用事业组团队介绍

**组长、首席分析师：庞天一**

吉林大学工学硕士。2017年加入华创证券研究所。2019年新浪金麒麟环保行业新锐分析师第一名。

**助理研究员：霍鹏浩**

阿姆斯特丹大学量化金融硕士。2022年加入华创证券研究所。

**助理研究员：刘汉轩**

英国帝国理工学院理学硕士。2022年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	公募机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	高级销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	刘懿	高级销售经理	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	蔡依林	销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	销售助理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	张嘉慧	销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
	王春丽	销售助理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	曹静婷	销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	邵婧	高级机构销售	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
私募销售组	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
	潘亚琪	销售总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	高级销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	高级销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
王卓伟	销售助理	0755—82756805	wangzhuowei@hcyjs.com	

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522