

芯能科技 (603105.SH)

业绩表现超预期，工商业光储未来可期

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	445	650	791	945	1,195
增长率 yoy (%)	4.3	46.0	21.7	19.5	26.5
归母净利润(百万元)	110	192	251	305	376
增长率 yoy (%)	36.0	74.1	30.8	21.9	23.2
ROE (%)	6.8	10.9	12.8	13.7	14.6
EPS 最新摊薄(元)	0.22	0.38	0.50	0.61	0.75
P/E(倍)	75.8	43.5	33.3	27.3	22.2
P/B(倍)	5.2	4.7	4.3	3.7	3.2

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 3 月 15 日收盘价

事件: 2023 年 3 月 15 日, 公司发布 2022 年年报。报告期内, 公司实现营业收入 6.49 亿元, 同比增长 46.00%; 实现归母净利润 1.92 亿元, 同比增加 74.10%, 实现归母扣非净利润 1.87 亿元, 同比增加 101.57%, 高出业绩预告上限, 表现超预期。

“最好的项目+最好的地区”, 工商业光伏电站主业提振业绩。 2022 年在新冠疫情反复扰动的影下, 公司仍然实现 121MW 的自持电站并网容量新增, 累计并网容量规模达 726.49MW, 另有在建、待建和拟签订合同的自持分布式光伏电站约 172MW, 全年自持电站实现光伏发电量约 67531 万度, 同比增加 10983 万度。公司项目质量领跑行业, 电站均为“自发自用, 余电上网”模式, 合作工商业客户优质自用比例高, 分布于浙江省、江苏省、广东省等诸多东中部经济发达地区, 余电上网消纳好, 充分享受电价上涨红利, 22 年综合度电收入(不含补贴)较上年同期增加约 0.1 元/度, 同比增加约 21%; 平均结算电价(不含税)达 0.78 元/度, 同比提升 0.06 元/度, 自发自用比例高达 76.58%, 板块量价齐升贡献营收 5.29 亿元, 同比上升 29.72%, 毛利率高达 65.54%, 同比上升 5.32 个 pct, 驱动公司业绩持续向好。

可转债积极推进, 为优质项目保驾护航。 公司拟向不特定对象发行可转换公司债券, 募资不超过 88,000.00 万元用于分布式光伏电站建设与偿还银行贷款。其中分布式光伏电站建设拟总投资 72,340.78 万元, 项目分布浙江省、江苏省、广东省、湖北省、安徽省及天津市等地区的工商业企业屋顶, 建成后总装机容量约为 166.26MW, 预计年均发电量约为 15,740.44 万千瓦时, 各大拟投电站项目综合税后 IRR 达 9.51%, 保持高盈利性。目前公司正加速向浙江省外扩张, 电站累计装机、新增装机、储备装机的省外项目占比分别为 13.02%、33.23%、33.72%, 品牌、客户优势帮助打破地域限制逻辑兑现, 自持规模向 GW 级稳步发展。可转债的推进将帮助公司加速开发省内优质项目、优化财务费用负担, 我们对公司后续的业绩成长与盈利能力保持乐观。

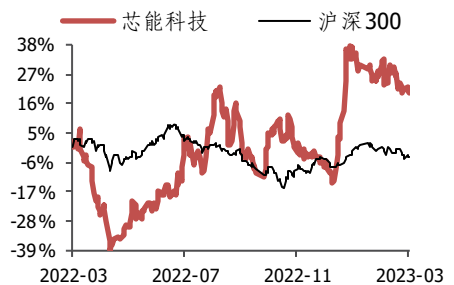
受益产业链价格下降与峰谷价差拉大, 工商业光储景气上行。 当下节点, 由于硅料厂商的库存策略与石英坩埚的供给紧缺, 硅料与硅片的价格仍在高位震荡运行, 但我们认为, 价格的根本始终在于供需变化, 在后续硅料供给持续释放的带动下, 光伏产业链价格下行趋势依然具有较大确定性, 下游电站

买入 (维持评级)

股票信息

行业	电力及公用事业
2023 年 3 月 15 日收盘价(元)	16.67
总市值(百万元)	8,335.00
流通市值(百万元)	8,335.00
总股本(百万股)	500.00
流通股本(百万股)	500.00
近 3 月日均成交额(百万元)	375.18

股价走势



作者

分析师 于夕朦

执业证书编号: S1070520030003

邮箱: yuximeng@cgws.com

联系人 吴念峻

执业证书编号: S1070122070011

邮箱: wunianjun@cgws.com

相关研究

- 《工商业分布式项目优质提振业绩, 光伏产业链价格松动持续受益—芯能科技(603105)公司动态点评》
2023-01-17
- 《国内优质工商业分布式光伏运营商, 渠道复用推动多极增长—芯能科技(603105)公司深度报告》
2022-10-27

的投资成本有望持续下降，在电价上涨周期的支撑下，电站收益有望再上一层楼。而各省峰谷价差的拉大则提振了储能项目的经济性，尤其对于工商业储能而言，以浙江为例，1-10千伏的大工业电价峰谷价差已达 0.97 元/度，且每日可实现两充两放，项目 IRR 乐观可达 10%，叠加锂电池价格下滑带来的成本宽松，工商业储能有望在浙江、广东等地放量落地。公司深耕浙江多年，工商业项目优势显著，深度绑定优质客户资源，光储业务开拓有望超预期。

投资建议：预计公司 2023-2025 年实现营业收入分别为 7.91 亿元、9.45 亿元和 11.95 亿元，实现归母净利润分别为 2.51 亿元、3.05 亿元、3.76 亿元，同比增长 30.8%、21.9%、23.2%。对应 EPS 分别为 0.50、0.61、0.75，当前股价对应的 PE 倍数分别为 33X、27X、32X，维持“买入”评级。

风险提示：政策不及预期风险；行业竞争加剧；客户信用风险；用电量下滑风险；电价下调风险等。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	410	408	442	543	735
现金	113	253	158	319	380
应收票据及应收账款	61	67	78	102	121
其他应收款	6	3	8	5	11
预付账款	3	5	5	6	8
存货	35	15	64	13	102
其他流动资产	191	65	129	98	113
非流动资产	2730	3101	3411	3681	4082
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2414	2690	3143	3501	3930
无形资产	37	36	38	40	43
其他非流动资产	279	376	230	141	110
资产总计	3140	3509	3853	4224	4817
流动负债	532	563	628	672	814
短期借款	92	30	215	90	120
应付票据及应付账款	200	292	251	395	481
其他流动负债	240	240	161	187	213
非流动负债	999	1181	1269	1321	1433
长期借款	892	1079	1167	1219	1331
其他非流动负债	107	102	102	102	102
负债合计	1531	1744	1897	1993	2247
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	500	500	500	500	500
资本公积	715	715	715	715	715
留存收益	393	550	742	957	1224
归属母公司股东权益	1609	1765	1956	2231	2570
负债和股东权益	3140	3509	3853	4224	4817

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	378	573	332	807	655
净利润	110	192	251	305	376
折旧摊销	150	163	163	195	227
财务费用	73	74	82	90	90
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	35	127	-186	196	-63
其他经营现金流	9	17	22	21	24
投资活动现金流	-375	-478	-483	-474	-637
资本支出	344	448	395	480	648
长期投资	-4	4	0	0	0
其他投资现金流	-28	-34	-89	6	10
筹资活动现金流	19	0	-9	-107	44
短期借款	38	-62	185	-125	30
长期借款	84	187	87	52	112
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-104	-125	-282	-34	-98
现金净增加额	22	96	-161	226	62

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	445	650	791	945	1195
营业成本	201	293	322	384	520
营业税金及附加	1	3	3	3	4
营业费用	1	3	1	2	3
管理费用	56	52	62	73	91
研发费用	11	18	32	41	53
财务费用	73	74	82	90	90
资产减值损失	-0	-0	-0	-0	-0
其他收益	22	12	17	15	16
公允价值变动收益	2	-2	-3	-3	-3
投资净收益	-0	-0	-0	-0	-0
资产处置收益	-7	-7	-7	-6	-5
营业利润	126	214	283	345	427
营业外收入	3	2	4	2	3
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	128	215	286	347	429
所得税	18	24	36	42	52
净利润	110	192	251	305	376
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	110	192	251	305	376
EBITDA	339	443	518	615	728
EPS (元/股)	0.22	0.38	0.50	0.61	0.75

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	4.3	46.0	21.7	19.5	26.5
营业利润 (%)	40.2	70.2	32.4	21.9	23.6
归属母公司净利润 (%)	36.0	74.1	30.8	21.9	23.2
获利能力					
毛利率 (%)	54.8	54.9	59.3	59.3	56.5
净利率 (%)	24.7	29.5	31.7	32.3	31.5
ROE (%)	6.8	10.9	12.8	13.7	14.6
ROIC (%)	5.8	8.1	8.9	10.0	10.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	48.8	49.7	49.2	47.2	46.6
净负债比率 (%)	68.6	60.9	70.0	51.8	49.2
流动比率	0.8	0.7	0.7	0.8	0.9
速动比率	0.4	0.6	0.4	0.7	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3
应收账款周转率	5.2	10.2	11.0	10.6	10.8
应付账款周转率	3.7	4.9	4.3	4.6	4.5
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.22	0.38	0.50	0.61	0.75
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.76	1.15	0.66	1.61	1.31
每股净资产 (最新摊薄)	3.22	3.53	3.91	4.46	5.14
估值比率					
P/E	75.8	43.5	33.3	27.3	22.2
P/B	5.2	4.7	4.3	3.7	3.2
EV/EBITDA	27.8	21.2	18.7	15.4	13.2

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 3 月 15 日收盘价

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，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到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044

传真：86-10-88366686