

芯能科技 (603105.SH)

分布式光伏发电量价齐升，2022年归母净利润同比增长74.1%

买入

核心观点

2022年度收入和利润同比大增。2022年度，公司营业收入6.50亿，同比提升46.00%，归母净利润1.92亿，同比提升74.10%，主要是光伏发电收入和毛利大增及光伏组件销售收入增加。

光伏发电业务量、价、利齐升，盈利能力显著增强。公司2022年度光伏发电平均综合度电收入（不含补贴）同比提升0.1元/度（+21%）；自持电站实现光伏发电量约6.75亿度，较上年同期增加1.10亿度。2022年度实现营收5.29亿元（+29.72%），占总营收比81.36%；毛利3.47亿元（+41.19%），毛利率达65.54%（+5.32pct），净利润同比增长74.10%。

装机规模稳步提升，光伏发电业务全国布局。截至2022年末，公司累计自持分布式光伏电站并网容量约726MW，较期初增加约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。同时省外装机有明显提升：截至2022年末，公司省外累计装机约95MW（13.02%），2022年新增装机增加约39MW（32.23%）。

费用结构进一步优化，ROE持续提升，光伏发电业务贡献充足经营性现金流。22年，除研发费用率外，公司期间费用率均有不同程度下降。22年公司ROE为11.35%，同比提升4.35pct，净利率、权益乘数、资产周转率均有提升。2022年经营性净现金流5.73亿元，同比增长51.44%。投资性现金净流出4.78亿元，同比增长27.46%。

切入储能赛道先发优势明显，有望贡献二次增长曲线。工商业储能贴近于工商业用户侧进行谷充峰放，可实现分布式“虚拟电厂”功能。公司作为分布式光伏专业运营商，自持726MW分布式光伏装机，同时拥有GW级的分布式客户资源，已形成分布式的供电用电商业模式，因此具备先发优势。

风险提示：装机规模增长不及预期；电价大幅下降。

投资建议：维持“买入”评级。因锂电价格下跌，工商业储能建设有望加速，上调盈利预测，预计2023-2025年净利润分别为2.71/3.55/4.17亿元（前值为2.60/3.16/3.67）。预计2023年公司储能业务归母净利润为0.10亿元，给予38-40倍PE，对应权益市值3.8-4.0亿元。综上，对应公司权益市值为97.4-100.2亿元，对应19.48-20.04元/股合理价值，较当前股价有22%-26%的溢价。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	445	650	961	1,202	1,450
(+/-%)	4.3%	46.0%	47.9%	25.0%	20.7%
净利润(百万元)	110	192	270.57	354.95	417.43
(+/-%)	36.0%	74.1%	41.3%	31.2%	17.6%
每股收益(元)	0.22	0.38	0.54	0.71	0.83
EBIT Margin	44.0%	45.2%	38.1%	39.0%	39.6%
净资产收益率 (ROE)	6.8%	10.9%	14.0%	16.5%	17.4%
市盈率 (PE)	72.3	41.5	29.4	22.4	19.1
EV/EBITDA	27.4	21.3	18.8	16.2	14.0
市净率 (PB)	4.95	4.51	4.12	3.71	3.31

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

公用事业·电力

证券分析师：黄秀杰

021-61761029

huangxiujie@guosen.com.cn

S0980521060002

证券分析师：郑汉林

0755-81982169

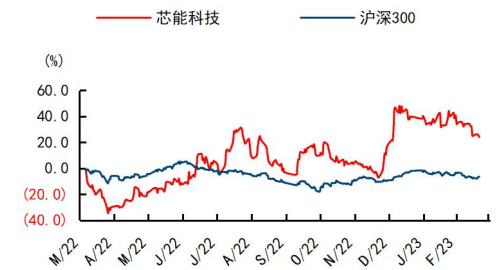
zhenghanlin@guosen.com.cn

S0980522090003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	19.48 - 20.04元
收盘价	15.64元
总市值/流通市值	7820/7820百万元
52周最高价/最低价	19.60/8.07元
近3个月日均成交额	371.27百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

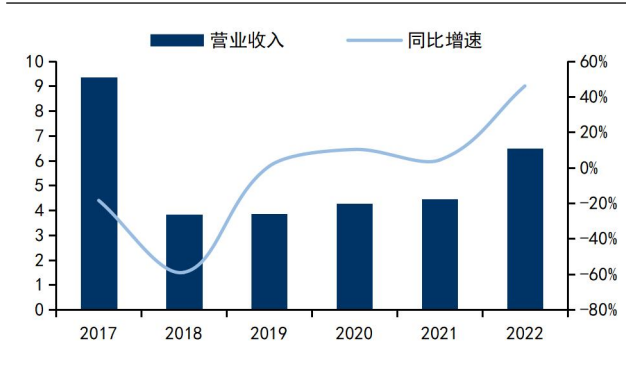
《芯能科技(603105.SH) - “自发自用、余电上网”光伏运营龙头，独立储能业务具备先发优势》——2022-12-27

《芯能科技(603105.SH) - 分布式光伏发电量价齐升，三季度净利润同比增长129%》——2022-10-22

《芯能科技(603105.SH) - 电价上涨驱动分布式光伏业绩大增，积极布局独立储能运营》——2022-08-17

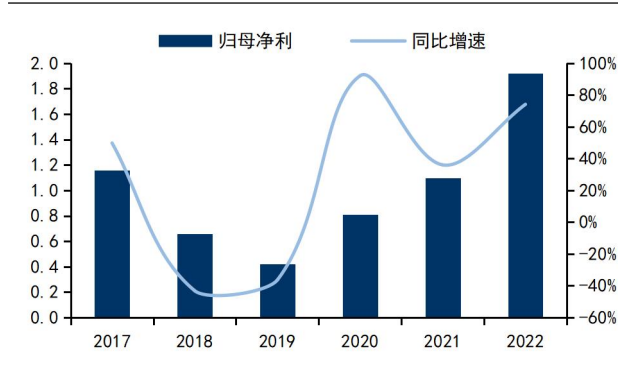
2022 年度收入和利润同比大增。2022 年度，公司营业收入 6.50 亿，同比提升 46.00%，归母净利润 1.92 亿，同比提升 74.10%。业绩实现大幅增长主要原因是光伏发电收入及光伏组件销售收入的增加，并且大工业电价同比上调，光伏发电业务收入、利润进一步增厚以及自持电站规模持续扩大，光伏发电量稳步增加导致光伏发电业务收入及毛利大幅增加。

图1：公司整体营业收入情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司整体归母净利润情况（单位：亿元）

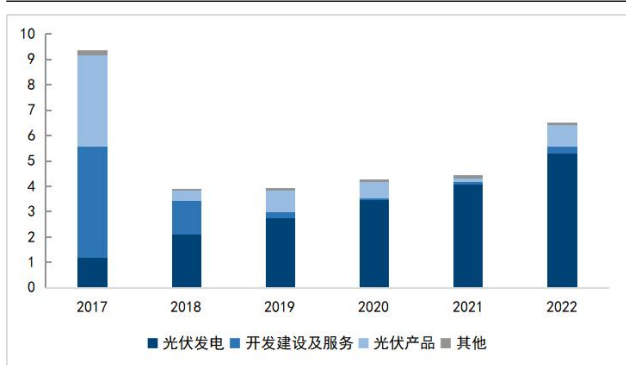


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司收入主要来自光伏发电，高毛利率发电业务收入的增加带动净利润及净利率大幅提升。2022 年，分布式光伏电站投资运营（光伏发电）营业收入为 5.29 亿元（+29.72%），占总营收比 81.36%；净利润同比增加 74.10%，净利率为 29.47%（+4.76pct）；毛利 3.47 亿元（+41.19%），毛利率达 65.54%（+5.32pct）。高毛利率的自持分布式电站业务规模持续扩大，发电业务收入及收益增厚，公司经营的可持续性和抗风险能力将不断提升。

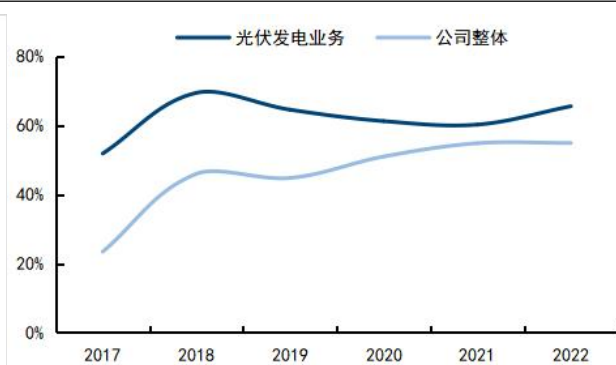
光伏产品和 EPC 业务收利双增，产品毛利率修复。除光伏发电业务外，光伏产品、分布式光伏开发建设服务业务（开发+EPC+运维）、充电桩业务 2022 年营收分别同比增长 472.26%、194.56%、66.51%，规模分别为 0.84 亿元、0.29 亿元和 0.04 亿元。光伏产品单瓦盈利改善，毛利率由负转正，同比增加 16.90 个 pct；开发建设服务业务毛利较上年增加 520.39 万元，毛利率达 19.90%，同比提升 14.15 个 pct。

图3：公司营业收入结构（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司毛利率情况

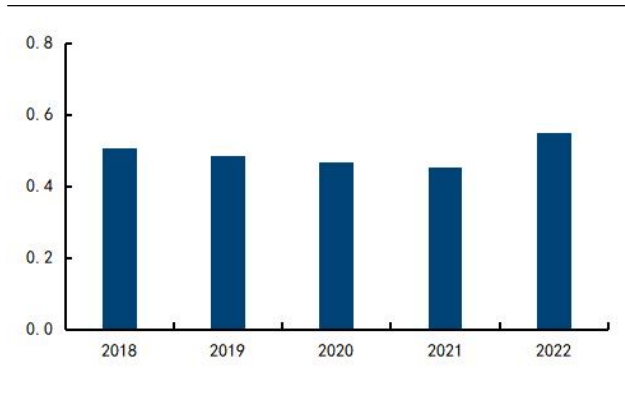


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2022 年度光伏发电业务量、价、利齐升，盈利能力显著增强。电价方面，2021

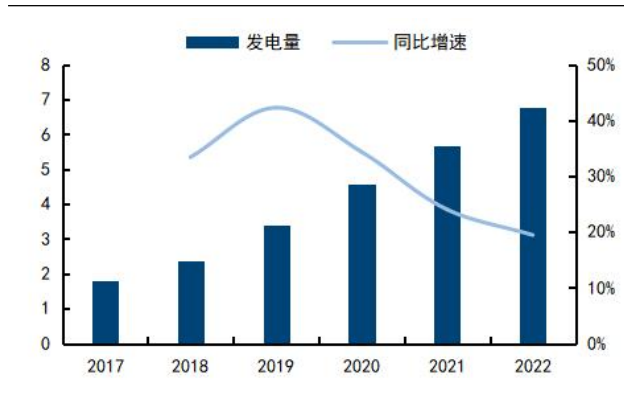
年下半年至今，全国绝大部分省份陆续上调大工业电价，公司 2022 年度光伏发电平均综合度电收入（不含补贴）同比提升 0.1 元/度（+21%）。电量方面，自持电站实现光伏发电量约 6.75 亿度，较上年同期增加 1.10 亿度。

图5：光伏发电度电收入情况（去除补贴，单位：元/度）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

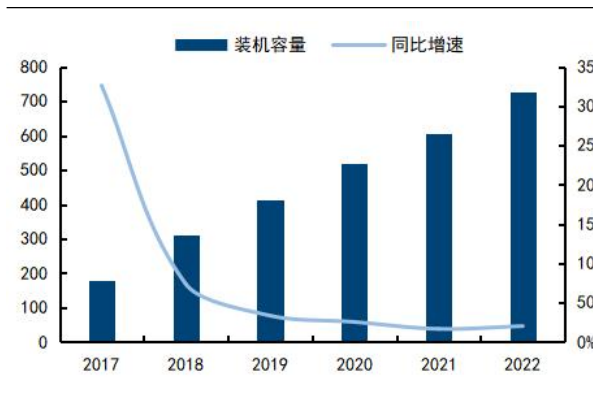
图6：光伏发电业务发电量情况（单位：亿度）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

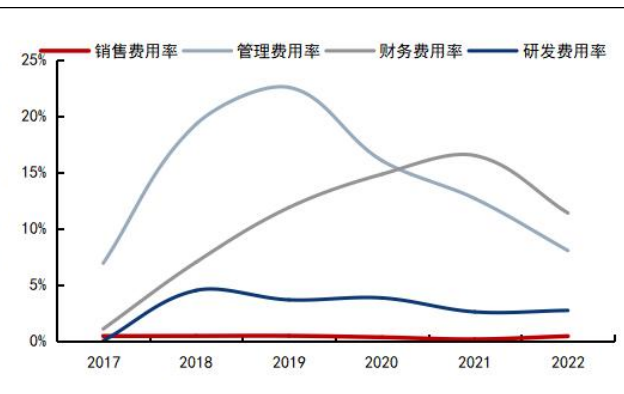
装机规模稳步提升，光伏发电业务全国布局。截至 2022 年末，公司累计自持分布式光伏电站并网容量约 726MW，较期初增加约 121MW，另有在建、待建和拟签订合同的自持分布式光伏电站约 172MW，公司自持分布式光伏电站规模继续以稳定的增长态势向 GW 级迈进。同时从总量、增量、储备量及其占比来看，省外装机皆有明显提升。截至 2022 年末，公司省外累计装机约 95MW（13.02%），同比提升近 4 个 pct；储备装机约 58MW（33.72%）；2022 年新增装机增加约 39MW（32.23%）。
费用结构进一步优化。公司财务费用主要源于电站项目贷款利息，在贷款规模增加的情况下，随着 LPR 及商业贷款利率的下行，财务费用与上年基本持平，实现了高效的财务成本管理。公司加强内部成本管控，管理费用有所减少，费用构成主要是人员薪酬及与电站相关的财产保险费支出。公司于深圳成立储能产品研发中心，加大了储能逆变器等产品的研发投入，本期研发费用有所增加。未来，随着自持电站规模的继续扩大，边际效益将进一步提升。

图7：光伏发电业务装机容量情况（单位：亿度）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

ROE 持续提升，光伏发电业务贡献充足经营性现金流。2022 年公司 ROE 为 11.35%，同比提升 4.35pct，净利率、权益乘数、资产周转率均有提升，其中资产周转率

增幅最高, 2022 年净利率为 0.20, 同比提升 33.33%。2022 年经营性净现金流 5.73 亿元, 同比增长 51.44%, 主要因为光伏发电业务电费增加及税费返还; 因持续购建自持电站以及新建产业园区, 投资性现金净流出 4.78 亿元, 同比增长 27.46%。公司现金流充足, 2022 年融资性净现金流仅 41 万元。

图9: 公司 ROE 及杜邦分析



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 公司现金流情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

切入储能赛道先发优势明显, 未来“虚拟电厂”业务有望贡献二次增长曲线。工商业储能贴近于工商业用户侧进行谷充峰放, 有效缓解电力系统压力, 并获取相关峰谷价差收益及电网需求响应补贴, 是一种多方受益的商业模式。公司作为分布式光伏专业运营商, 自持超 726MW 分布式光伏装机, 同时拥有 GW 级的分布式客户资源, 已形成供电用电商业模式, 因此具备先发优势。

投资建议:

维持“买入”评级。根据我们测算, 2023 年公司工商业分布式光伏归母净利润为 2.6 亿元, 给予 36-37 倍 PE, 对应权益市值 93.6-96.2 亿元。预计 2023 年公司储能业务归母净利润为 0.10 亿元, 给予 38-40 倍 PE, 对应权益市值 3.8-4.0 亿元。综上, 对应公司权益市值为 97.4-100.2 亿元, 对应 19.48-20.04 元/股合理价值, 较当前股价有 22%-26%的溢价。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E	
现金及现金等价物	113	253	550	572	777	营业收入	445	650	961	1202	1450
应收款项	67	70	77	64	37	营业成本	201	293	454	554	657
存货净额	35	15	29	35	41	营业税金及附加	1	3	4	4	5
其他流动资产	188	70	103	129	156	销售费用	1	3	3	3	4
流动资产合计	410	408	760	801	1011	管理费用	59	56	120	149	179
固定资产	2546	2919	3396	4537	5280	财务费用	73	74	60	85	116
无形资产及其他	37	36	42	49	56	投资收益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
						资产减值及公允价值变					
投资性房地产	147	146	146	146	146	动	2	(3)	(7)	(3)	(7)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	14	(4)	(11)	(6)	(14)
资产总计	3140	3509	4344	5533	6493	营业利润	126	214	303	397	468
短期借款及交易性金融						营业外净收支	2	1	1	1	1
负债	308	234	234	234	234	利润总额	128	215	304	399	469
应付款项	200	292	581	695	798	所得税费用	18	24	33	44	51
其他流动负债	24	36	75	90	106	少数股东损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	532	563	889	1019	1138	归属于母公司净利润	110	192	271	355	417
长期借款及应付债券	892	1079	1396	2202	2770						
其他长期负债	107	102	130	166	185	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
长期负债合计	999	1181	1526	2368	2955	净利润	110	192	271	355	417
负债合计	1531	1744	2414	3387	4093	资产减值准备	(17)	4	5	(4)	3
少数股东权益	0	0	0	0	0	折旧摊销	150	163	186	232	288
股东权益	1609	1765	1930	2146	2400	公允价值变动损失	(17)	4	5	(4)	3
负债和股东权益总计	3140	3509	4344	5533	6493	财务费用	73	74	60	85	116
						营运资本变动	134	240	271	112	113
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	其它	18	(30)	56	89	113
每股收益	0.22	0.38	0.54	0.71	0.83	经营活动现金流	378	573	793	780	938
每股红利	0.07	0.15	0.21	0.28	0.33	资本开支	(344)	(448)	(674)	(1376)	(1041)
每股净资产	3.22	3.53	3.86	4.29	4.80	其它投资现金流	(5)	7	0	0	0
ROIC	5.91%	9.05%	11%	12%	12%	投资活动现金流	(375)	(478)	(674)	(1376)	(1041)
ROE	6.84%	10.85%	14.02%	16.54%	17.39%	权益性融资	0	0	0	0	0
毛利率	55%	55%	53%	54%	55%	负债净变化	84	187	317	806	568
EBIT Margin	44%	45%	38%	39%	40%	支付股利、利息	(35)	(75)	(106)	(139)	(163)
EBITDA Margin	78%	70%	57%	58%	59%	其它融资现金流	(44)	(33)	0	0	0
收入增长	4%	46%	48%	25%	21%	融资活动现金流	19	0	177	619	308
净利润增长率	36%	74%	41%	31%	18%	现金净变动	45	140	297	22	205
资产负债率	49%	50%	56%	61%	63%	货币资金的期初余额	69	113	253	550	572
股息率	0.4%	0.9%	1.3%	1.7%	2.1%	货币资金的期末余额	113	253	550	572	777
P/E	72.3	41.5	29.4	22.4	19.1						

P/B	4.9	4.5	4.1	3.7	3.3	企业自由现金流	0	217	109	(614)	(129)
EV/EBITDA	27.4	21.3	18.8	16.2	14.0	权益自由现金流	0	371	372	116	336

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032