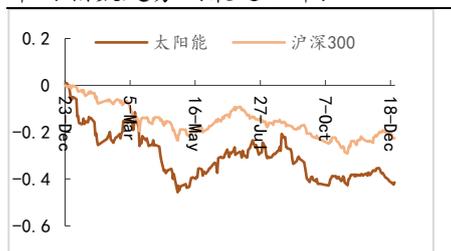


评级： 买入

董海军  
联席首席分析师  
SAC 执证编号：S0110522090001  
donghaijun@sczq.com.cn  
电话：86-10-5651 1712

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

### 公司基本数据

|              |            |
|--------------|------------|
| 最新收盘价（元）     | 6.90       |
| 一年内最高/最低价（元） | 12.35/6.11 |
| 市盈率（当前）      | 72.80      |
| 市净率（当前）      | 1.25       |
| 总股本（亿股）      | 39.09      |
| 总市值（亿元）      | 269.74     |

资料来源：聚源数据

### 相关研究

### 核心观点

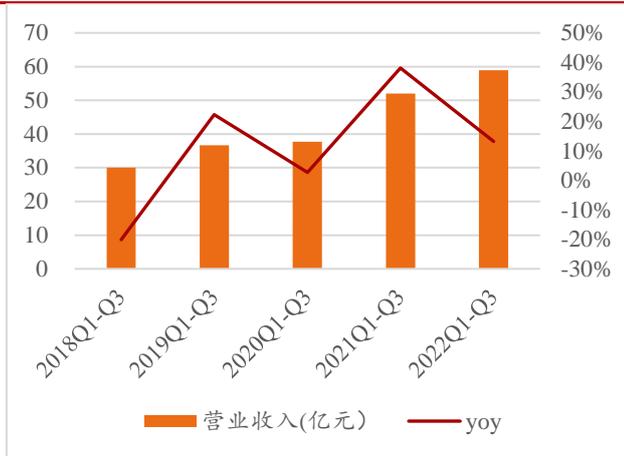
- **光伏发电业务稳定增长，电站高质量投资建设助力营收增加。**截止 2022 年 6 月 30 日，公司运营装机容量 4.30 吉瓦，核准计划装机容量 1.69 吉瓦，在建计划装机容量 1.27 吉瓦，总装机容量达到 7.26 吉瓦，同比增长 39.88%。公司持续推进光伏电站高质量投资建设，截止 2022 年 9 月 30 日，公司在建工程金额达到 14.93 亿元，较本年初增加 238.41%，增长主要源于对电站投资的增加。预计至年底公司总装机容量将达 8 吉瓦。公司持续加大投资，重视光伏电站技术改造，电站发电量不断提高，推动公司营收增长。
- **镇江公司 1.5 吉瓦新组件建成投产，光伏制造业务产能增加。**太阳能产品制造方面，受益于太阳能组件销售单价和销售数量提升，截止 6 月 30 日，太阳能产品销售收入同比增长 12.81%，达到 12.98 亿元，占公司总收入的 36.70%。公司于年初始建的 1.5 吉瓦高效组件项目已在 8 月下线首块产品，公司正推进该项目产能爬坡，公司太阳能产品制造产能同比大幅提高。今年前 10 个月份，硅料有效产能需求偏紧，价格持续走高，公司精细化控制成本，稳定原料价格。产能提升叠加成本管理控制，预计 2022 年全年制造端业务营收仍能实现稳定增长。
- **上游硅料、硅片产能释放价格下行，光伏电站运营盈利能力增强。**硅料价格高企驱动的企业扩产成果开始显现，11 月以来由于产能释放供应增加，上游硅料及硅片价格开始回落。根据中国有色金属协会硅业分会 12 月 21 日数据，M6、M10、G12 单晶硅片成交均价周环比大幅下跌，均已接近 20%。随着上游硅料产能逐步落地释放，预计上游材料价格仍有较大下行空间。上游材料价格下降将促进光伏电站装机成本下降、盈利能力提升，预计公司将充分受益。同时，公司规划至 2025 年装机容量将达到 20GW，成本下降及疫情管控放开，预计公司后续装机速度将会明显提升。
- **盈利预测与投资评级：**预测 2022-2024 年，公司归母净利润分别为 16.6/23.6/29.3 亿元，同比增速分别为 40.9%/42.1%/24.1%；对应 PE 分别为 16.2/11.4/9.2 倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**上游原材料价格下降低于预期；太阳能产品制造业盈利能力下降；电站建设进度不及预期；交易电价大幅下降等。

### 盈利预测

|          | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 营收（亿元）   | 70.2  | 82.1  | 112.5 | 144.0 |
| 营收增速（%）  | 32.2  | 17.1  | 37.0  | 28.1  |
| 净利润（亿元）  | 11.8  | 16.6  | 23.6  | 29.3  |
| 净利润增速（%） | 14.9  | 40.9  | 42.1  | 24.1  |
| EPS(元/股) | 0.39  | 0.43  | 0.60  | 0.75  |
| PE       | 17.6  | 16.2  | 11.4  | 9.2   |

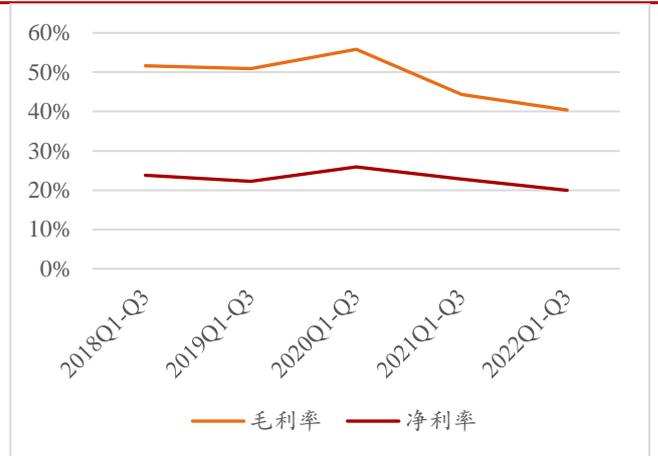
资料来源：Wind，首创证券

图 1：营业收入及增速



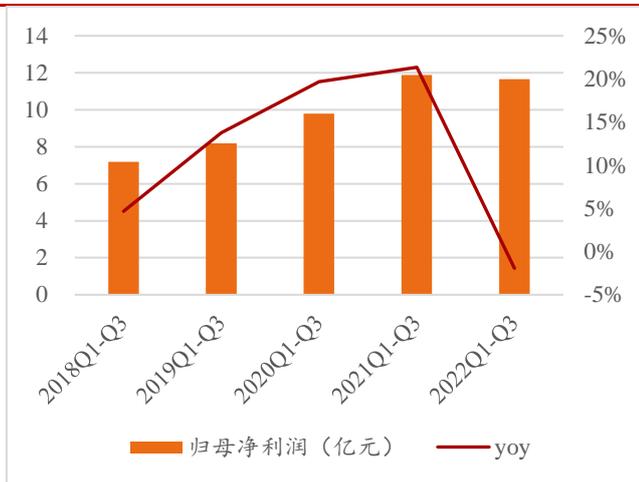
资料来源：Wind，首创证券

图 2：毛利率及净利率



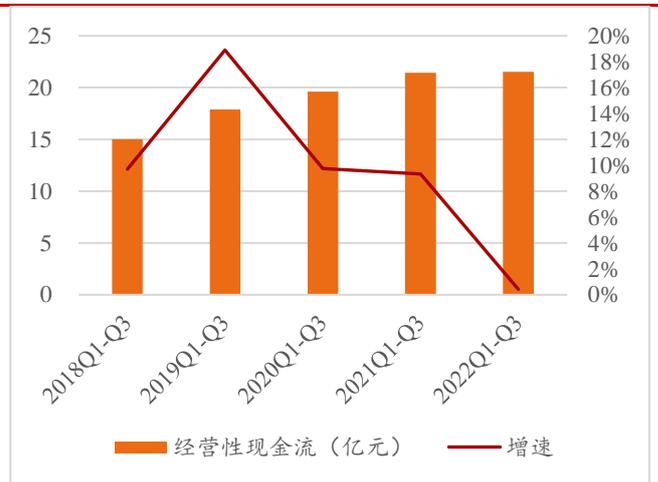
资料来源：Wind，首创证券

图 3：归母净利润及增速



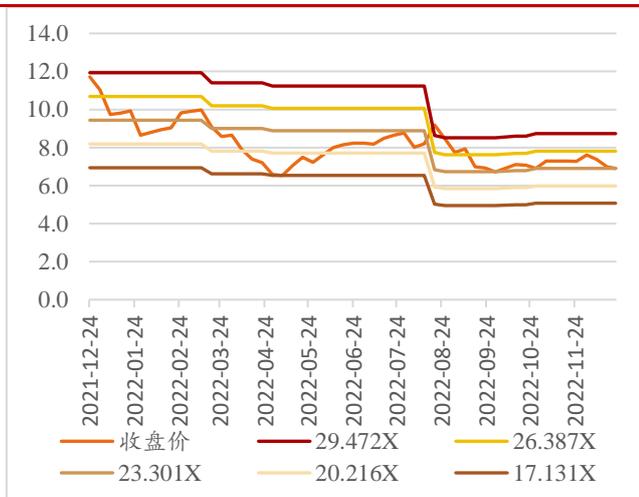
资料来源：Wind，首创证券

图 4：经营性现金流及增速



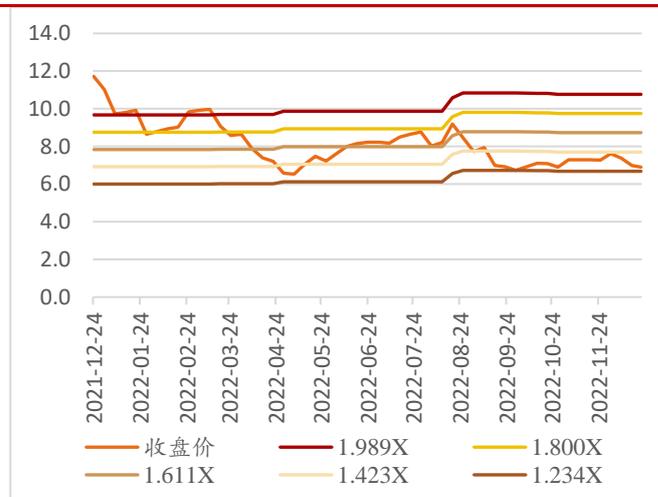
资料来源：Wind，首创证券

图 5：PE-band



资料来源：Wind，首创证券

图 6：PB-band



资料来源：Wind，首创证券

## 财务报表和主要财务比率

| 资产负债表 (百万元)      | 2021A        | 2022E        | 2023E        | 2024E        | 现金流量表 (百万元)   | 2021A        | 2022E        | 2023E        | 2024E        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产             | 11964        | 13809        | 18372        | 23152        | 经营活动现金流       | 2049         | 2466         | 1002         | 1897         |
| 现金               | 1360         | 1440         | 1429         | 1438         | 净利润           | 1181         | 1664         | 2364         | 2935         |
| 应收账款             | 9909         | 11577        | 15854        | 20303        | 折旧摊销          | 1338         | 1346         | 1504         | 1709         |
| 其它应收款            | 68           | 79           | 109          | 139          | 财务费用          | 996          | 1081         | 1253         | 1500         |
| 预付账款             | 189          | 215          | 297          | 389          | 投资损失          | 5            | -56          | -52          | -50          |
| 存货               | 172          | 186          | 257          | 337          | 营运资金变动        | -1417        | -1553        | -4068        | -4194        |
| 其他               | 232          | 272          | 372          | 477          | 其它            | -38          | 6            | 15           | 15           |
| 非流动资产            | 27804        | 30996        | 35082        | 38501        | 投资活动现金流       | -719         | -4485        | -5541        | -5080        |
| 长期投资             | 0            | 0            | 0            | 0            | 资本支出          | -775         | -4540        | -5605        | -5105        |
| 固定资产             | 24908        | 28169        | 32327        | 35774        | 长期投资          | 802          | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产             | 528          | 481          | 438          | 399          | 其他            | -746         | 55           | 64           | 25           |
| 其他               | 1734         | 1734         | 1721         | 1746         | 筹资活动现金流       | -1359        | 2099         | 4528         | 3192         |
| 资产总计             | 39768        | 44805        | 53454        | 61654        | 短期借款          | 200          | 3370         | 5131         | 4111         |
| 流动负债             | 5891         | 7176         | 12930        | 17707        | 长期借款          | 1279         | -1168        | 1281         | 1202         |
| 短期借款             | 200          | 3571         | 8702         | 12812        | 其他            | -1977        | 978          | -631         | -620         |
| 应付账款             | 988          | 1124         | 1548         | 2031         | 现金净增加额        | -29          | 80           | -11          | 9            |
| 其他               | 7            | 8            | 10           | 14           |               |              |              |              |              |
| 非流动负债            | 18970        | 20178        | 21221        | 22437        | <b>主要财务比率</b> | <b>2021A</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> |
| 长期借款             | 16893        | 18026        | 19201        | 20328        | 成长能力          |              |              |              |              |
| 其他               | 1156         | 1231         | 1099         | 1188         | 营业收入          | 32.2%        | 17.1%        | 37.0%        | 28.1%        |
| 负债合计             | 24860        | 27354        | 34151        | 40144        | 营业利润          | 8.1%         | 51.7%        | 43.8%        | 24.4%        |
| 少数股东权益           | 24           | 3            | -12          | -29          | 归属母公司净利润      | 14.9%        | 40.9%        | 42.1%        | 24.1%        |
| 归属母公司股东权益        | 14883        | 17449        | 19314        | 21540        | 获利能力          |              |              |              |              |
| 负债和股东权益          | 39768        | 44805        | 53454        | 61654        | 毛利率           | 41.7%        | 43.3%        | 43.0%        | 41.6%        |
|                  |              |              |              |              | 净利率           | 16.8%        | 20.3%        | 21.0%        | 20.4%        |
|                  |              |              |              |              | ROE           | 7.9%         | 9.5%         | 12.2%        | 13.6%        |
|                  |              |              |              |              | ROIC          | 5.3%         | 6.2%         | 6.9%         | 7.4%         |
| <b>利润表 (百万元)</b> | <b>2021A</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | 偿债能力          |              |              |              |              |
| 营业收入             | 7016         | 8213         | 11247        | 14403        | 资产负债率         | 62.5%        | 61.0%        | 63.9%        | 65.1%        |
| 营业成本             | 4092         | 4653         | 6408         | 8409         | 净负债比率         | 53.0%        | 51.9%        | 55.5%        | 56.8%        |
| 营业税金及附加          | 70           | 82           | 112          | 143          | 流动比率          | 2.03         | 1.92         | 1.42         | 1.31         |
| 营业费用             | 34           | 40           | 54           | 69           | 速动比率          | 2.00         | 1.90         | 1.40         | 1.29         |
| 研发费用             | 117          | 137          | 188          | 241          | 营运能力          |              |              |              |              |
| 管理费用             | 267          | 320          | 439          | 562          | 总资产周转率        | 0.18         | 0.18         | 0.21         | 0.23         |
| 财务费用             | 983          | 1081         | 1253         | 1500         | 应收账款周转率       | 0.76         | 0.76         | 0.82         | 0.79         |
| 资产减值损失           | -253         | -71          | -136         | -158         | 应付账款周转率       | 3.13         | 3.79         | 4.13         | 4.05         |
| 公允价值变动收益         | 0            | 0            | 0            | 0            | 每股指标(元)       |              |              |              |              |
| 投资净收益            | 43           | 56           | 52           | 50           | 每股收益          | 0.39         | 0.43         | 0.60         | 0.75         |
| 营业利润             | 1242         | 1884         | 2710         | 3371         | 每股经营现金        | 0.68         | 0.63         | 0.26         | 0.49         |
| 营业外收入            | 142          | 61           | 69           | 76           | 每股净资产         | 4.95         | 4.46         | 4.94         | 5.51         |
| 营业外支出            | 29           | 34           | 40           | 45           | 估值比率          |              |              |              |              |
| 利润总额             | 1355         | 1910         | 2739         | 3402         | P/E           | 17.6         | 16.2         | 11.4         | 9.2          |
| 所得税              | 190          | 268          | 389          | 485          | P/B           | 1.39         | 1.55         | 1.40         | 1.25         |
| 净利润              | 1165         | 1642         | 2350         | 2917         |               |              |              |              |              |
| 少数股东损益           | -15          | -22          | -14          | -18          |               |              |              |              |              |
| 归属母公司净利润         | 1181         | 1664         | 2364         | 2935         |               |              |              |              |              |
| EBITDA           | 3535         | 4311         | 5467         | 6580         |               |              |              |              |              |
| EPS (元)          | 0.39         | 0.43         | 0.60         | 0.75         |               |              |              |              |              |

## 分析師簡介

董海軍，分析師，北京大學碩士，2020年8月加入首創證券。

## 分析師聲明

本報告清晰準確地反映了作者的研究觀點，力求獨立、客觀和公正，結論不受任何第三方的授意或影響，作者將對報告的內容和觀點負責。

## 免責聲明

本報告由首創證券股份有限公司（已具備中國證監會批復的證券投資諮詢業務資格）制作。本報告所在資料的來源及觀點的出處皆被首創證券認為可靠，但首創證券不保證其準確性或完整性。該等信息、意見並未考慮到獲取本報告人員的具體投資目的、財務狀況以及特定需求，在任何時候均不構成對任何人的個人推薦。投資者應當對本報告中的信息和意見進行獨立評估，並應同時考量各自的投資目的、財務狀況和特定需求，必要時就法律、商業、財務、稅收等方面諮詢專業財務顧問的意見。對依據或者使用本報告所造成的一切後果，首創證券及/或其關聯人員均不承擔任何法律責任。投資者需自主作出投資決策並自行承擔投資風險，任何形式的分享證券投資收益或者分擔證券投資損失的書面或口頭承諾均為無效。

本報告所載的信息、材料或分析工具僅提供給閣下作參考用，不是也不應被視為出售、購買或認購證券或其他金融工具的要約或要約邀請。該等信息、材料及預測無需通知即可隨時更改。過往的表現亦不應作為日後表現的預示和擔保。在不同時期，首創證券可能會發出與本報告所載意見、評估及預測不一致的研究報告。

首創證券的銷售人員、交易人員以及其他專業人士可能會依據不同假設和標準、採用不同的分析方法而口頭或書面發表與本報告意見及建議不一致的市場評論和/或交易觀點。首創證券沒有將此意見及建議向報告所有接收者進行更新的義務。首創證券的自營部門以及其他投資業務部門可能獨立做出與本報告中的意見或建議不一致的投資決策。

在法律許可的情況下，首創證券可能會持有本報告中提及公司所發行的證券頭寸並進行交易，也可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行業務服務。因此，投資者應當考慮到首創證券及/或其相關人員可能存在影響本報告觀點客觀性的潛在利益衝突。投資者請勿將本報告視為投資或其他決定的唯一信賴依據。

本報告的版權僅為首創證券所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式轉發、翻版、複製、刊登、發表或引用。

## 評級說明

|  | 評級            | 說明                  |
|--|---------------|---------------------|
| <b>1. 投資建議的比較標準</b>  |               |                     |
| 投資評級分為股票評級和行業評級  | <b>股票投資評級</b> | 買入 相對沪深300指數漲幅15%以上 |
| 以報告發布後的6個月內的市場表現為比較標準，報告發布日後的6個月內的公司股價（或行業指數）的漲跌幅相對同期的沪深300指數的漲跌幅為基準 | 增持            | 相對沪深300指數漲幅5%-15%之間 |
|  | 中性            | 相對沪深300指數漲幅-5%-5%之間 |
|  | 減持            | 相對沪深300指數跌幅5%以上     |
| <b>2. 投資建議的評級標準</b>  | <b>行業投資評級</b> | 看好 行業超越整體市場表現       |
| 報告發布日後的6個月內的公司股價（或行業指數）的漲跌幅相對同期的沪深300指數的漲跌幅為基準                       | 中性            | 行業與整體市場表現基本持平       |
|  | 看淡            | 行業弱於整體市場表現          |