


2023年03月20日
芯能科技(603105.SH)

ESSENCE

 **公司快报**

证券研究报告

其他发电

营业/业绩高速增长，盈利能力大幅提升

投资评级

买入-A**维持评级**

6个月目标价

19.09元

股价(2023-03-17)

15.82元

■ **事项：**公司发布2022年年报，全年实现营业收入6.50亿元，同比增长46.00%；实现归母净利润1.92亿元，同比增长74.10%。拟以2022年12月31日公司总股本50,000万股为基数，向全体股东每10股派发现金股利1.2元（含税）。

■ **主营光伏发电业务量价齐升，归母业绩高速增长，省外扩张顺利。**2022年公司实现营业收入6.50亿元，同比增长46.00%，分业务类型看，2022年底公司光伏电站装机容量达726MW，全年发电量达6.75亿kWh，主营的光伏发电业务量价齐升，期内实现营收5.29亿元，yoy+29.72%，占比81.34%（同比-10.25个pct）；公司同步扩展其他几项主营业务的发展，在2021年低基数基础上，2022年营收均实现高增，包括开发建设服务（yoy+194.56%）、光伏产品（yoy+472.26%）和充电桩业务（yoy+66.51%），其中光伏产品营收占比同比提升9.60个pct至12.89%。在全国拓展上，2022年公司浙江省外主营收入实现成倍增长，期内实现营收1.02亿元，yoy+181.00%，营收占比达15.80%（同比+7.44个pct）。2022年公司实现归母净利润1.92亿元，yoy+74.10%，业绩增速远高出营收增速水平，主要由于费用率控制有效，盈利能力大幅提升。

■ **净利率同比+4.76个pct，主营发电业务毛利率显著提升，费用率控制有效。**2022年公司净利率为29.47%，同比大幅+4.76个pct，主要得益于毛利率和费用率的双重改善。公司整体毛利率水平为54.90%，同比小幅+0.08个pct，其中主营光伏发电业务毛利率大幅提升5.32个pct至65.54%，主要由于大工业电价上调，公司单位度电收入提升；开发建设服务业务毛利率由2021年的5.76%提升至19.90%，光伏产品业务毛利率由负转正，由-14.57%提升至2.33%。在期间费用率上，2022年整体费用率为22.51%，同比大幅-9.32个pct，其中管理费用率和财务费用率的下降为主要贡献。

■ **经营性现金流表现优异，拟实施高分红投资价值凸显。**公司光伏发电业务商业模式良好，各年经营性现金流均为净流入，2022年经营性现金流净额为5.73亿元，同比增长51.44%，截至2022年底，公司在手货币资金为2.53亿元，较期初增长123.83%，公司现金流健康，在手现金充足，为其他各项业务投入发展提供支

交易数据

总市值(百万元)	7,910.00
流通市值(百万元)	7,910.00
总股本(百万股)	500.00
流通股本(百万股)	500.00
12个月价格区间	8.33/18.65元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.7	26.3	22.7
绝对收益	-5.6	26.5	16.2

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030005

sudy@essence.com.cn

董文静

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522030004

dongwj@essence.com.cn

相关报告

撑，同时助力装机规模增长。公司发布 2024-2026 年股东分红规划，计划在满足现金分红条件时，每年以现金方式分配的利润不低于公司实现的当年可分配利润的 30%，且最近三年以现金方式累计分配的利润不少于公司最近三年实现的年均可分配利润的 30%，高分红比例彰显公司长期投资价值。

目 依托光伏主业布局工商业储能，拟发行可转债扩大装机规模。

在储能需求释放背景下，公司大力布局工商业储能运营和户用储能产品研发制造，于深圳成立储能产品研发中心，加大储能逆变器等产品研发投入，已正式对外开展工商业用户侧分布式储能聚合业务，完成户用储能产品规划、目标市场选择和产品试制，后续随产品正式推出，叠加公司海内外渠道建设，有望实现批量化生产和销售，形成全新的业绩增长点。公司发布公告，拟发行可转债不超过 8.8 亿元，其中拟将 7.23 亿元用于分布式光伏电站建设，项目建成后总装机容量约为 166.26MW，建设周期约 1 年，若项目顺利投产后有望持续增厚公司业绩。

目 **投资建议：**公司为“自发自用，余电上网”屋顶分布式光伏电站优质运营商，业务模式盈利水平高、回款快、业绩弹性十足，2022 年营收业绩表现亮眼，深耕分布式光伏领域多年，具备全产业链服务能力，拥有屋顶资源开发和电站运维核心竞争力，下游客户黏性强，可依托客户进行业务的全国布局及新业务推广，横向拓展至用户侧储能运营及外销户用储能产品领域，打造全新增长曲线。在新型电力建设和整县推进屋面光伏背景下，建筑分布式光伏将维持高景气度，优质分布式光伏电站服务商和运营商有望充分受益，电价市场化有望进一步带动盈利提升。我们看好公司主营电站运营及新业务的成长，预计公司 2023-2025 年营收分别 8.22 亿元、10.74 亿元和 13.85 亿元，分别同比增长 26.6%、30.6% 和 28.9%，归母净利润分别为 2.55 亿元、3.32 亿元和 4.24 亿元，分别同比增长 34.1%、30.2% 和 27.7%，对应 EPS 分别为 0.51、0.66 和 0.85 元，PE 分别为 31.2、23.9 和 18.8 倍。维持公司“买入-A”评级。

目 **风险提示：**宏观经济大幅波动；疫情控制不及预期；政策推进不及预期；行业竞争加剧；原材料价格上涨；电价波动；气候变化等。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	445.1	649.9	822.4	1,074.0	1,384.5
净利润	110.0	191.5	255.2	332.3	423.7
每股收益(元)	0.22	0.38	0.51	0.66	0.85
每股净资产(元)	3.22	3.53	3.89	4.34	4.92

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	72.3	41.5	31.2	23.9	18.8
市净率(倍)	4.9	4.5	4.1	3.7	3.2
净利润率	24.7%	29.5%	31.0%	30.9%	30.6%
净资产收益率	6.8%	10.9%	13.1%	15.3%	17.2%
股息收益率	0.4%	0.0%	1.0%	1.3%	1.7%
ROIC	7.0%	10.1%	12.1%	14.2%	16.5%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	445.1	649.9	822.4	1,074.0	1,384.5	成长性					
减: 营业成本	201.1	293.1	371.8	496.7	652.8	营业收入增长率	4.3%	46.0%	26.6%	30.6%	28.9%
营业税费	1.5	3.1	2.4	2.8	3.3	营业利润增长率	40.2%	70.2%	32.5%	30.2%	27.9%
销售费用	0.6	2.7	2.5	3.2	3.7	净利润增长率	36.0%	74.1%	33.3%	30.2%	27.5%
管理费用	56.3	52.2	62.5	79.5	98.3	EBITDA 增长率	13.3%	35.1%	22.9%	23.5%	24.3%
研发费用	11.4	17.6	21.4	26.9	34.6	EBIT 增长率	19.7%	58.2%	31.0%	27.5%	27.6%
财务费用	73.4	73.9	75.3	94.8	116.9	NOPLAT 增长率	24.4%	49.7%	26.0%	29.3%	26.9%
资产减值损失	-0.2	-0.1	-3.2	-0.9	-2.8	投资资本增长率	2.9%	5.7%	10.1%	8.8%	7.4%
加: 公允价值变动收益	2.0	-2.4	-	-	-	净资产增长率	5.0%	9.7%	10.2%	11.7%	13.3%
投资和汇兑收益	-0.1	-0.1	0.2	-	0.1						
营业利润	125.7	214.0	283.6	369.2	472.1	利润率					
加: 营业外净收支	2.2	1.1	1.2	1.5	0.6	毛利率	54.8%	54.9%	54.8%	53.8%	52.9%
利润总额	127.9	215.1	284.7	370.8	472.7	营业利润率	28.2%	32.9%	34.5%	34.4%	34.1%
减: 所得税	17.9	23.6	28.5	37.1	47.3	净利润率	24.7%	29.5%	31.0%	30.9%	30.6%
净利润	110.0	191.5	255.2	332.3	423.7	EBITDA/营业收入	73.0%	67.5%	65.6%	62.0%	59.8%
						EBIT/营业收入	39.6%	42.9%	44.4%	43.4%	43.0%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	1,892	1,414	1,219	1,003	846
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	108	-30	-64	-30	-24
货币资金	113.2	253.3	164.5	322.2	553.8	流动资产周转天数	346	227	193	203	228
交易性金融资产	6.7	-	-	-	-	应收帐款周转天数	75	38	38	50	55
应收帐款	67.0	69.9	103.7	196.2	226.8	存货周转天数	35	14	14	21	24
应收票据	-	0.3	-	0.1	0.1	总资产周转天数	2,401	1,842	1,585	1,336	1,176
预付帐款	3.3	4.5	7.6	7.5	12.0	投资资本周转天数	2,019	1,443	1,231	1,032	865
存货	35.5	14.8	47.1	79.9	101.5						
其他流动资产	184.5	65.3	150.9	133.6	116.6	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	6.8%	10.9%	13.1%	15.3%	17.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.5%	5.5%	6.9%	7.9%	8.9%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	7.0%	10.1%	12.1%	14.2%	16.5%
投资性房地产	20.7	19.4	19.4	19.4	19.4	费用率					
固定资产	2,414.2	2,689.6	2,881.5	3,103.7	3,402.4	销售费用率	0.1%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
在建工程	16.9	82.5	82.5	82.5	82.5	管理费用率	12.6%	8.0%	7.6%	7.4%	7.1%
无形资产	36.6	36.1	34.6	33.2	31.8	研发费用率	2.6%	2.7%	2.6%	2.5%	2.5%
其他非流动资产	241.2	273.7	239.8	260.8	256.9	财务费用率	16.5%	11.4%	9.2%	8.8%	8.4%
资产总额	3,139.7	3,509.4	3,731.7	4,239.0	4,803.8	四费/营业收入	31.8%	22.5%	19.7%	19.0%	18.3%
短期债务	92.4	30.0	176.8	382.4	636.9	偿债能力					
应付帐款	54.8	69.2	169.6	97.9	251.1	资产负债率	48.8%	49.7%	47.9%	48.8%	48.7%
应付票据	146.2	227.0	227.5	352.0	300.8	负债权益比	95.2%	98.8%	91.9%	95.1%	95.1%
其他流动负债	238.4	236.5	239.9	237.9	238.6	流动比率	0.77	0.73	0.58	0.69	0.71
长期借款	892.0	1,079.4	896.2	901.2	822.9	速动比率	0.70	0.70	0.52	0.62	0.64
其他非流动负债	107.2	102.1	76.8	95.4	91.4	利息保障倍数	2.40	3.77	4.85	4.92	5.09
负债总额	1,531.0	1,744.2	1,786.8	2,066.8	2,341.7	分红指标					
少数股东权益	-	-	1.0	2.4	4.1	DPS(元)	0.07	-	0.15	0.21	0.27
股本	500.0	500.0	500.0	500.0	500.0	分红比率	31.8%	0.0%	30.0%	32.0%	32.0%
留存收益	1,108.7	1,265.2	1,443.9	1,669.9	1,958.0	股息收益率	0.4%	0.0%	1.0%	1.3%	1.7%
股东权益	1,608.7	1,765.2	1,944.9	2,172.2	2,462.1						
						现金流量表					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	110.0	191.5	255.2	332.3	423.7
						加: 折旧和摊销	150.3	162.7	174.1	200.2	233.2
						资产减值准备	-8.6	-4.3	-	-	-
						公允价值变动损失	-2.0	2.4	-	-	-
						财务费用	74.1	75.6	75.3	94.8	116.9
						投资收益	0.1	0.1	-0.2	-	-0.1
						少数股东损益	-	-	1.0	1.3	1.7
						营运资金的变动	36.9	251.2	-46.8	-59.8	64.9
						经营活动产生现金流量	378.3	572.9	458.6	568.9	840.3
						投资活动产生现金流量	-375.0	-478.0	-364.3	-421.1	-530.4
						融资活动产生现金流量	18.8	0.4	-183.2	9.9	-78.3
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.22	0.38	0.51	0.66	0.85
						BVPS(元)	3.22	3.53	3.89	4.34	4.92
						PE(X)	72.3	41.5	31.2	23.9	18.8
						PB(X)	4.9	4.5	4.1	3.7	3.2
						P/FCF	46.8	49.9	-168.5	28.0	22.0
						P/S	17.9	12.2	9.7	7.4	5.7
						EV/EBITDA	28.4	18.9	16.6	13.5	10.8
						CAGR(%)	44.8%	30.5%	46.9%	44.8%	30.5%
						PEG	1.6	1.4	0.7	0.5	0.6
						ROIC/WACC	0.7	1.0	1.2	1.4	1.7
						REP	5.2	3.0	2.5	2.0	1.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034