

金开新能（600821.SH）

买入

股份回购稳步推进，电价对公司新能源发展的影响弱化

◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师：	黄秀杰	021-61761029	huangxiujie@guosen.com.cn
证券分析师：	郑汉林	0755-81982169	zhenghanlin@guosen.com.cn
证券分析师：	李依琳	010-88005029	liyilin1@guosen.com.cn
联系人：	崔佳诚	021-60375416	cuijiacheng@guosen.com.cn

◆ 公用事业 · 电力

◆ 投资评级：买入（维持评级）

执证编码：	S0980521060002
执证编码：	S0980522090003
执证编码：	S0980521070002

事项：

2023年11月21日，公司发布以集中竞价交易方式回购股份方案的公告，拟回购股份用于实施员工持股计划或股权激励，若公司未能在股份回购实施结果暨股份变动公告日后3年内使用完毕已回购股份，尚未使用的已回购股份将予以注销；本次回购方案中，公司回购股份资金总额不超过2.4亿元，回购股份价格不超过8元/股。根据公司公告，截至2024年1月，公司以集中竞价交易方式已累计回购公司股份2622.51万股，占公司总股本的比例为1.31%，回购成交的最高价为6.12元/股、最低价为5.23元/股，已支付的资金总额为1.49亿元。

国信公用环保观点：1) 公司股份回购工作稳步推进，从回购金额来看，目前进度已完成公司股份回购方案的62%，公司股权回购完成后将主要用于员工持股计划或股权激励，有助于进一步建立健全长期激励机制，有效调动管理层和核心骨干员工的积极性，为股东创造长远持续的价值；2) 电价对公司新能源发展的影响或已触底，存量项目所在区域的影响逐步弱化，增量项目则在项目投资决策时充分考虑未来开展现货交易后可能对电价的影响再进行项目开发，此外公司积极参与绿电、绿证交易增厚收益，预计未来公司盈利有望趋稳；3) 常态化现金分红机制形成，公司重视投资者利益，未来仍将努力提升业绩并实施持续、稳定的现金分红，逐步提升分红比例。公司新能源项目装机容量持续增长，电价波动对项目盈利的影响逐步弱化，公司业绩有望稳步提升，维持盈利预测。预计2023-2025年归母净利润分别为9.58/13.63/16.40亿元，同比增长30.8%/42.3%/20.3%；EPS分别为0.48、0.68、0.82元，当前股价对应PE为11.8/8.3/6.9X。给予公司2024年9-10倍PE，对应公司权益市值为123-136亿元，对应6.14-6.82元/股合理价值，较当前股价有8%-20%的溢价，维持“买入”评级。

评论：

◆ 公司股权回购推进，用于实施员工持股计划或股权激励，进一步建立健全长期激励机制

2023年11月21日，公司发布以集中竞价交易方式回购股份方案的公告，拟回购股份用于实施员工持股计划或股权激励，若公司未能在股份回购实施结果暨股份变动公告日后3年内使用完毕已回购股份，尚未使用的已回购股份将予以注销；本次回购方案中，公司回购股份资金总额不超过2.4亿元，回购股份价格不超过8元/股。根据公司公告，截至2024年1月，公司以集中竞价交易方式已累计回购公司股份2622.51万股，占公司总股本的比例为1.31%，回购成交的最高价为6.12元/股、最低价为5.23元/股，已支付的资金总额为1.49亿元（不含印花税及交易佣金等费用）。

公司股份回购工作稳步推进，从回购金额来看，目前进度已完成公司股份回购方案的62%，公司股权回购完成后将主要用于员工持股计划或股权激励，有助于进一步建立健全长期激励机制，有效调动管理层和核心骨干员工的积极性，为股东创造长远持续的价值。

◆ 电价对公司新能源发展的影响或已触底，公司盈利有望趋稳

市场对新能源电价较为担忧，从公司发展情况来看，电价对新能源发展的影响已经处于底部。从公司经营

层面来看，公司新能源项目分为存量项目和增量项目。

存量项目中，新疆区域占公司总发电量超 1/3，且几乎全部为国家规划西电东送大通道准皖直流项目，受端为华东电网，电价极具竞争力，属于优质资产；宁夏区域，公司主要为光伏资产，2023 年中长期交易政策对该区域内电价影响较大，但目前电价或已处于底部；山西区域现货市场已试运行 3 年，从过去 3 年的交易情况来看，电价每年都在逐步提升，且公司在山西区域均为光伏领跑者项目，未来可能会发布差异化电价政策；山东区域现货市场运行 2 年，且公司在该区域的风电资产比例较高，电价影响较小。整体来看，目前电价波动变化对公司存量项目的影响较为有限，且部分区域未来电力交易及政策层面有望出现边际改善。

对于增量项目，公司在项目投资决策时，已结合项目所在区域的电源结构、网架结构、电力供需发展趋势等，在电价测算边界方面已充分考虑了未来开展现货交易后可能对电价的影响，增量项目收益测算边界条件较为严格，未来项目投运后，预计电价对项目收益率影响有限。此外，公司不断创新项目开发模式，在部分项目中参考国际惯例，通过引入长期 PPA 或照付不议协议等机制来对冲未来电力市场的电价波动风险，保证项目的收益率水平。

公司积极参与绿电、绿证交易，充分发挥绿色电力的环境价值，为新能源项目带来增量收益。2023 年以来，公司跨省及区域内绿电交易合计 45302.9 万千瓦时，绿证交易合计 64288 张，有效提升了相应项目的收益水平，也在一定程度上对冲了电价波动对项目收益率的影响。

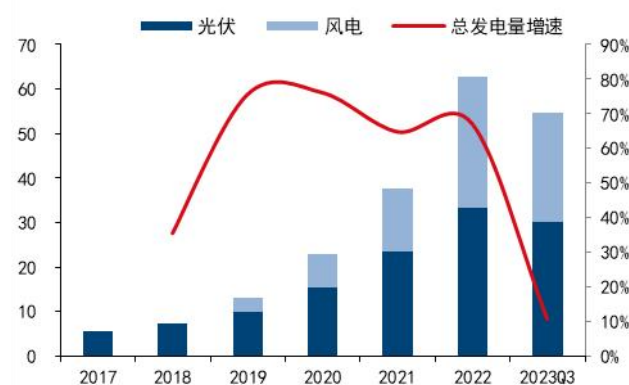
新能源项目建设持续推进，未来业绩有望稳步增长。截至 2023 年 9 月，公司并网装机容量为 4369MW（+22.31%），其中光伏 3019MW，风电 1226MW，生物质及储能 124MW。公司围绕战略规划，在风光资源丰富、消纳情况良好以及具备电价优势的地区开展布局，对具有电力需求强劲、具备消纳优势、电价风险较低的京津冀地区、长三角、珠三角等中东南部地区加大开发投资力度，保障未来项目投资回报和经济效益。根据公司“三步走”战略安排，到 2025 年，公司新能源发电核准装机规模预计突破 13GW，未来新能源项目投运将驱动公司业绩持续增长。

图1：金开新能装机容量情况（MW）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：金开新能发电量变化情况（亿千瓦时）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 常态化现金分红机制形成，分红比例有望提升

目前，公司已建立起常态化的现金分红机制。2023 年 9 月，公司在半年报弥补了重组前遗留近 8 亿元亏损、首次具备分红条件后，立即派发现金股利 2 亿元，占 2023 上半年归母净利润近 40%，折合年化股息率 3.3%（半年股息率 1.63%）。公司重视投资者利益，未来仍将努力提升业绩并实施持续、稳定的现金分红，逐步提升分红比例。

◆ 投资建议：公司新能源项目装机容量持续增长，电价波动对项目盈利的影响逐步弱化，公司业绩有望稳步提升，维持“买入”评级

预计 2023-2025 年归母净利润分别为 9.58/13.63/16.40 亿元，同比增长 30.8%/42.3%/20.3%；EPS 分别为 0.48、0.68、0.82 元，当前股价对应 PE 为 11.8/8.3/6.9X。给予公司 2024 年 9-10 倍 PE，对应公司权益市值为 123-136 亿元，对应 6.14-6.82 元/股合理价值，较当前股价有 8%-20%的溢价。

◆ 风险提示

装机增长不及预期；用电量下滑；电价下调；市场竞争加剧；行业政策变化。

相关研究报告：

- 《金开新能（600821.SH）-三季度净利润同比下降，新能源装机持续增加》——2023-10-31
- 《金开新能（600821.SH）-费用率下降助力业绩增长，新能源持续稳健发展》——2023-09-01
- 《金开新能（600821.SH）-装机稳步增长，盈利能力持续提升》——2023-05-14
- 《金开新能（600821.SH）-经营业绩大幅增长，盈利能力进一步提升》——2023-04-01
- 《金开新能（600821.SH）-业绩稳步增长，未来有望受益于光伏产业链降本》——2023-02-01

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	564	2625	541	491	491	营业收入	1908	3082	3483	4798	5967
应收款项	3883	5562	6285	1972	817	营业成本	715	1149	1420	2001	2516
存货净额	5	5	12	19	16	营业税金及附加	9	44	49	68	85
其他流动资产	404	707	592	768	895	销售费用	0	1	1	1	1
流动资产合计	5735	8999	7530	3352	2322	管理费用	225	228	325	401	470
固定资产	15917	19306	30125	38673	52609	财务费用	545	840	640	771	922
无形资产及其他	51	90	110	131	151	投资收益	6	50	50	50	50
投资性房地产	2862	3276	3267	3267	3267	资产减值及公允价值变动	1	(26)	(55)	(75)	(126)
长期股权投资	631	1024	1198	1567	1879	其他收入	23	23	100	97	90
资产总计	25196	32694	42231	46989	60229	营业利润	444	867	1142	1626	1985
短期借款及交易性金融负债	977	1366	7169	5379	17439	营业外净收支	28	25	25	45	25
应付款项	603	1506	959	1487	1296	利润总额	473	892	1167	1671	2010
其他流动负债	3816	3045	3370	7466	6406	所得税费用	45	102	134	201	241
流动负债合计	5397	5917	11499	14332	25142	少数股东损益	22	57	75	108	129
长期借款及应付债券	14304	17574	20598	21197	22095	归属于母公司净利润	406	732	958	1363	1640
其他长期负债	260	374	497	662	796						
长期负债合计	14565	17948	21095	21859	22891	现金流量表 (百万元)					
负债合计	19961	23864	32594	36191	48032	净利润	406	732	958	1363	1640
少数股东权益	346	458	399	484	586	资产减值准备	(0)	27	9	20	21
股东权益	4889	8371	9128	10205	11501	折旧摊销	586	933	1218	1480	2092
负债和股东权益总计	25196	32694	42121	46879	60119	公允价值变动损失	(0)	27	9	20	21
						财务费用	545	840	640	771	922
关键财务与估值指标						营运资本变动	1169	(1850)	(835)	8754	(220)
每股收益	0.26	0.48	0.48	0.68	0.82	其它	(1285)	3175	640	786	954
每股红利	0.13	0.10	0.10	0.14	0.17	经营活动现金流	876	3045	1999	12424	4507
每股净资产	3.18	5.45	4.57	5.11	5.76	资本开支	(4353)	(3659)	(12067)	(10068)	(16070)
ROIC	5.61%	6.57%	5%	6%	6%	其它投资现金流	(852)	778	(1)	(1)	(1)
ROE	8.31%	8.74%	10.49%	13.36%	14.26%	投资活动现金流	(6131)	(3529)	(12242)	(10439)	(16383)
毛利率	63%	63%	59%	58%	58%	权益性融资	1312	2694	0	0	0
EBIT Margin	52%	55%	51%	50%	50%	负债净变化	5787	3269	3024	599	898
EBITDA Margin	83%	85%	86%	81%	85%	支付股利、利息	(194)	(154)	(201)	(286)	(344)
收入增长	41%	62%	13%	38%	24%	其它融资现金流	(1804)	(2599)	5803	(1791)	12061
净利润增长率	621%	80%	31%	42%	20%	融资活动现金流	4817	2534	8160	(2035)	11876
资产负债率	81%	74%	78%	78%	81%	现金净变动	(477)	2061	(2083)	(50)	0
股息率	2.2%	1.8%	2.3%	3.3%	4.0%	货币资金的期初余额	1041	564	2625	541	491
P/E	21.4	11.9	11.8	8.3	6.9	货币资金的期末余额	564	2625	541	491	491
P/B	1.8	1.0	1.2	1.1	1.0	企业自由现金流	0	(3071)	(10101)	2294	(11576)
EV/EBITDA	18.1	12.4	14.6	12.2	11.7	权益自由现金流	0	(2400)	(1840)	424	571

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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