

转型“轻资产”，开启高周转、强盈利二次增长

晶科科技：民营光伏运营龙头，开启“轻资产”运营战略

公司成立于 2011 年，是国内专业且领先的光伏电站开发运营商，公司目前业务包括光伏电站运营、光伏电站 EPC、光伏电站运维及其他。截止 2021 年中，公司自持电站规模 2.96GW，其中集中式 2.14GW，分布式 0.82GW，在国内民营光伏运营中排名第四。2021 年初，公司提出“轻资产”运营战略，2021 年公司将加速独立运维业务，加大对外代维业务规模，提升运维业务收入占比。同时，公司将继续加强存量电站管理，提升平价电站项目比例，持续优化自持电站的结构和收益水平。

业务结构持续优化，资产质量大幅改善

随着公司平价及竞价项目陆续并网，补贴项目出售，2020 年以来公司电站运营业务毛利率和综合毛利率近两年出现小幅下滑，然而，从公司资产现金流和资产质量表现来看，已取得大幅改善。

受益“整县推进”，公司商业模式迎巨变，开辟第二增长曲线

今年 6 月，国家能源局发文推动整县分布式光伏项目，地方积极推动，分布式市场资源快速释放，预计“十四五”期间年均规模 40GW 以上。截至目前，公司已签订合作/意向合作项目总规模超 8.78GW（集中式+分布式），据测算，若 2022、2023 年分布式装机合计 68GW，公司建设规模 10GW，公司在行业内市占率将接近 15%。

BT 模式为整县推进最优商业模式，周转率更高、盈利能力更强

公司电站建设业务未来以 BT 模式为主导方向，BT 模式（建设-转让）较 EPC 模式（工程总承包）在项目获取能力上给予较高溢价，资金回笼速度快，可更好地实现滚动开发，资金使用效率将大幅提升。保守预计 2022 年可实现转让 1.7GW，2023 年可实现转让 2.5GW，假设 2022、2023 年项目含税单价 3.8 元/W、3.4 元/W，净利率 9.2%、10.3%（单瓦净利 0.35 元左右），则该业务 2022、2023 年将为公司贡献净利润增量 5.95、8.75 亿元，在公司 2021 年净利润 4.61 亿元（测算值）基础上，同比增长 129.1%、189.8%。

盈利预测及投资建议：我们预计 2021-2023 年公司将分别实现营业收入 39.65/109.10/133.70 亿元，实现归母净利润 4.61/10.48/14.51 亿元，EPS 分别为 0.17/0.38/0.51 元，对应当前 PE 估值 58.3/25.6/18.9 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：上游原材料价格大幅波动；光伏新增装机需求不及预期；宏观经济波动。

晶科科技 (601778)

首次评级

增持

朱玥

zhuyue@csc.com.cn

18600687712

SAC 执证编号：S1440521100008

发布日期：2021 年 11 月 02 日

当前股价：9.33 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	9.88/10.55	67.28/62.95	44.53/34.61

12 月最高/最低价 (元) 11.2/5.12

总股本 (万股) 276,550.19

流通 A 股 (万股) 174,119.29

总市值 (亿元) 258.02

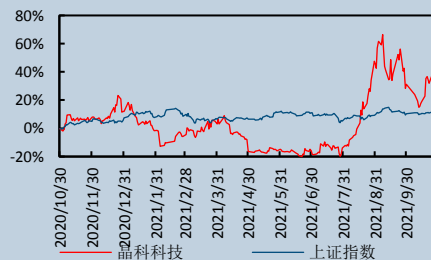
流通市值 (亿元) 162.45

近 3 月日均成交量 (万股) 9,388.72

主要股东

晶科新能源集团有限公司 30.86%

股价表现



相关研究报告

目录

民营光伏运营龙头：业务结构持续优化，资产质量大幅改善.....	1
公司电站规模行业领先，EPC 经验丰富，运维能力卓越.....	4
自持电站规模维持在 3GW 左右，平价、低补贴电站占比提升.....	4
EPC 业务经验丰富，有望重回增长，运维业务将由 EPC 等业务不断转化注入.....	6
公司商业模式迎巨变，受益“整县推进”，开辟第二增长曲线.....	8
整县推进打开分布式成长空间，预计“十四五”年均装机 40GW 以上.....	8
BT 模式为整县推进最优商业模式，周转率更高、盈利能力更强.....	10
盈利预测与投资建议.....	12
风险提示.....	14

图表目录

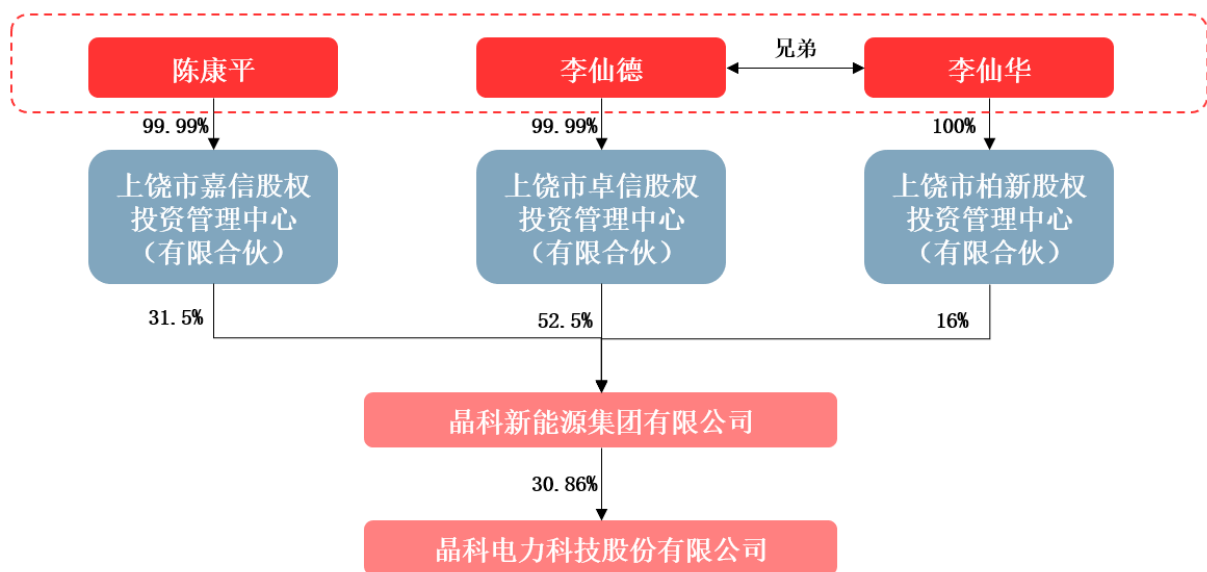
图表 1： 实际控制人李仙德、陈康平、李仙华共持有公司 30.86% 股权.....	1
图表 2： 2020 年以来电站运营占据收入绝对主导（亿元）.....	2
图表 3： 2020 年以来综合业务毛利率维持 40% 以上.....	2
图表 4： 平价电站占比提升导致公司净利润同比略有下滑.....	2
图表 5： 平价电站占比提升导致公司盈利能力略有下滑.....	2
图表 6： 净现比较往年出现明显提升.....	3
图表 7： 货币资金充沛，为后续业务开展提供充足储备.....	3
图表 8： 近年来公司自持电站规模维持在 3GW 左右.....	4
图表 9： 2020 年公司光伏装机在民企中排名第四.....	4
图表 10： 2021 年公司发行 30 亿可转债建设总规模 574.3MW 的 5 个光伏电站与偿还贷款.....	5
图表 11： 公司已并网光伏电站电价结算方式.....	5
图表 12： 公司 EPC 业务流程图.....	6
图表 13： EPC 业务施工量近年下降明显.....	6
图表 14： 整县分布式项目开发流程.....	8
图表 15： 分布式装机规模受益整县推进快速增长，“十四五”合计有望超 200GW.....	9
图表 16： 与当地政府、国企央企展开多项合作，总规模合计达 8.78GW（不完全统计）.....	9
图表 17： 三类主流商业模式中，BT 模式周转率高、盈利能力强.....	10
图表 18： BT 业务模式为项目开发能力支付溢价，较传统 EPC 模式盈利能力更强.....	10
图表 19： 公司传统电站出售业务转让周期长，大部分电站折价出售.....	11
图表 20： 公司分业务盈利预测.....	12
图表 21： 晶科科技盈利预测（单位：百万元，元）.....	13

民营光伏运营龙头：业务结构持续优化，资产质量大幅改善

晶科电力科技股份有限公司（以下简称“晶科科技”或“公司”）成立于 2011 年，是国内专业且领先的光伏电站开发运营商，开发的光伏电站项目包括领跑者光伏电站、普通地面电站、屋顶分布式光伏电站等多种类型；公司通过光伏电站运营和管理，在光伏电站建设的各个环节积累了丰富的经验，近年来，公司逐步为客户提供光伏电站 EPC 服务；为充分利用公司在光伏电站开发、运营及 EPC 等方面的经验优势，公司延伸开展光伏电站转让业务。截止 2021 年中，公司自持电站规模 2.96GW，其中集中式 2.14GW，分布式 0.82GW，在国内民营光伏运营商中排名第四。

公司实控人为李仙德、陈康平、李仙华，分别直接或间接持有公司股权 16.2%、9.72%、4.94%，合计 30.86%。公司股权结构简单稳定，董事长李仙德为公司控股股东晶科集团的创始人，李仙德与李仙华为兄弟关系，陈康平与李仙德之配偶为兄妹关系。

图表1：实际控制人李仙德、陈康平、李仙华共持有公司 30.86%股权



资料来源：公司公告，中信建投

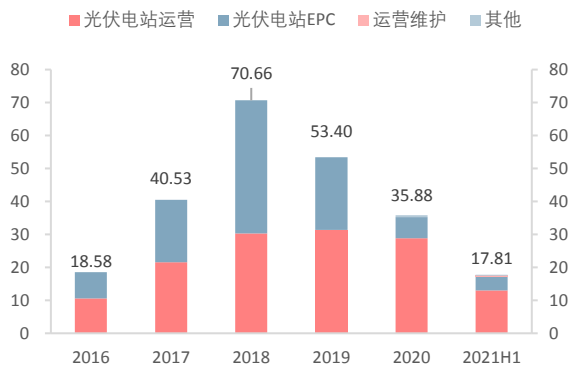
公司目前业务包括光伏电站运营、光伏电站 EPC、光伏电站运维及其他。2021 年上半年，公司光伏电站运营收入占比 73%，光伏电站 EPC 业务收入占比 23%。公司自有光伏电站自 2018 年以来维持在 3GW 左右，因此电站运营业务营收近年变动不大。截止 2021 年中，公司在手电站规模 2.96GW，其中集中式 2.14GW，分布式 0.82GW。EPC 业务方面，2016 年，公司在大力建设及并网光伏电站的同时，逐步凭借在光伏发电行业的设计能力和工程经验等，开始承接大型地面光伏电站 EPC 业务。

光伏电站运营业务毛利率稳中有降，EPC 业务毛利率下滑明显。由于公司自持电站中，平价电站和低补贴电站占比不断提高，且公司新开发电站主要是平价电站，平价电站毛利率、净利率相比补贴电站更低，因此，

随着公司平价及竞价项目陆续并网，补贴项目出售，2020年以来公司电站运营业务毛利率和综合毛利率近两年出现小幅下滑。

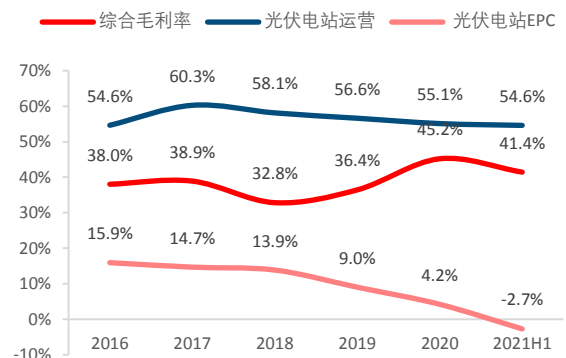
展望未来业绩构成，公司将以现有存量电站为压舱石，优化自持电站结构，提升运维业务占比。2021年初，公司提出“轻资产”运营战略，表示2021年公司将加速独立运维业务，加大对外代维业务规模，提升运维业务收入占比，2021年上半年，公司代运维收入规模4076万元，截至6月底，代运维规模1.88GW。同时，公司将继续加强存量电站管理，提升平价电站项目比例，持续优化自持电站的结构和收益水平。

图表2：2020年以来电站运营占据收入绝对主导（亿元）



资料来源：公司公告，中信建投

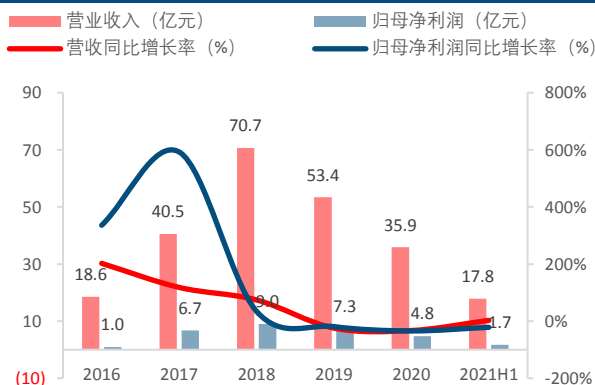
图表3：2020年以来综合业务毛利率维持40%以上



资料来源：公司公告，中信建投，2019年末公布分业务毛利率，数据为测算值

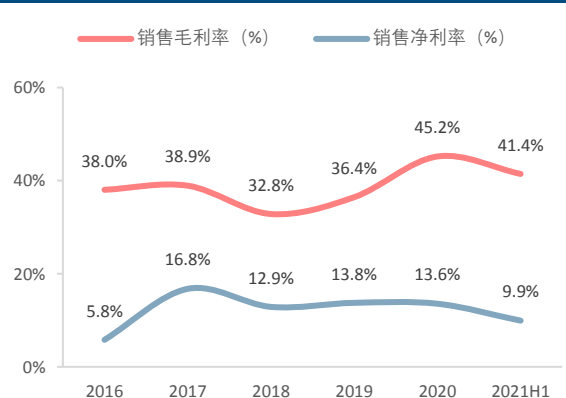
2021年上半年，因自持平价电站规模减少，以及平价项目增多导致售电价格下降，公司业绩同比有所下滑。2021年上半年公司实现营业收入17.8亿元，同比增长2.6%；归母净利润1.7亿元，同比下降21.5%。2021H1公司业务净利率为10%，较2020年下降近4个百分点，与毛利率下滑水平基本一致，主要原因在于公司出售补贴电站，新增平价电站导致发电业务资产结构改变。

图表4：平价电站占比提升导致公司净利润同比略有下滑



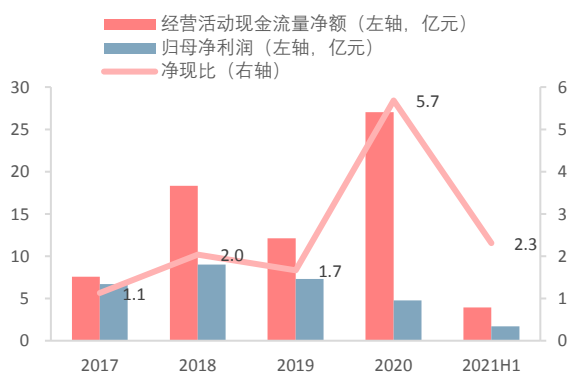
资料来源：公司公告，中信建投

图表5：平价电站占比提升导致公司盈利能力略有下滑

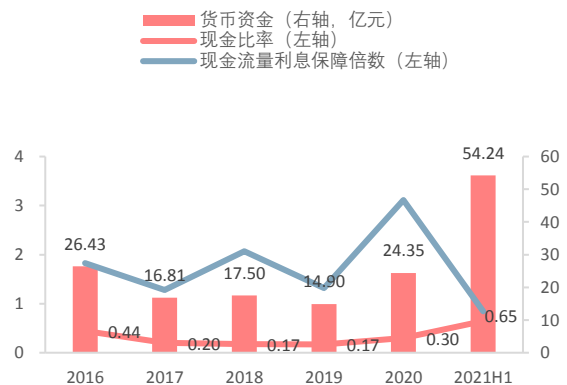


资料来源：公司公告，中信建投

虽然盈利能力略有下滑，但现金流和资产质量已大幅改善。近年来公司自持电站规模维持在 3GW 左右，整体来看，公司业务结构稳定，由于出售补贴电站和 EPC 项目施工量减少，公司净利润、毛利率、净利率表现出略有下滑，但从公司资产现金流和资产质量表现来看，取得大幅改善。2020 年，公司净现比 5.7，2019 年仅为 1.7，公司 2020 年经营活动现金流出大幅减少，主要原因在于公司 EPC 采购额减少，公司受 2019 年备案项目公布较晚以及 2020 年疫情影响，EPC 业务近年来施工量下滑显著。公司当前货币资金充裕，截至 2021 年中，现金比率 0.65，相较于 2020 年底现金比率 0.30 大幅提升。2021 年中，公司货币资金持有量 54.24 亿元，2020 年底为 24.35 亿元，2021 年 4 月，公司完成公开发行可转换公司债券，募集资金到账，此次募集金额为 30 亿元。此外，公司近期出售存量补贴电站，充实资金近 10 亿元。目前，公司在手资金充裕，为后续业务开展提供了充足的资金储备。

图表6：净现比较往年出现明显提升


资料来源：公司公告，中信建投

图表7：货币资金充沛，为后续业务开展提供充足储备


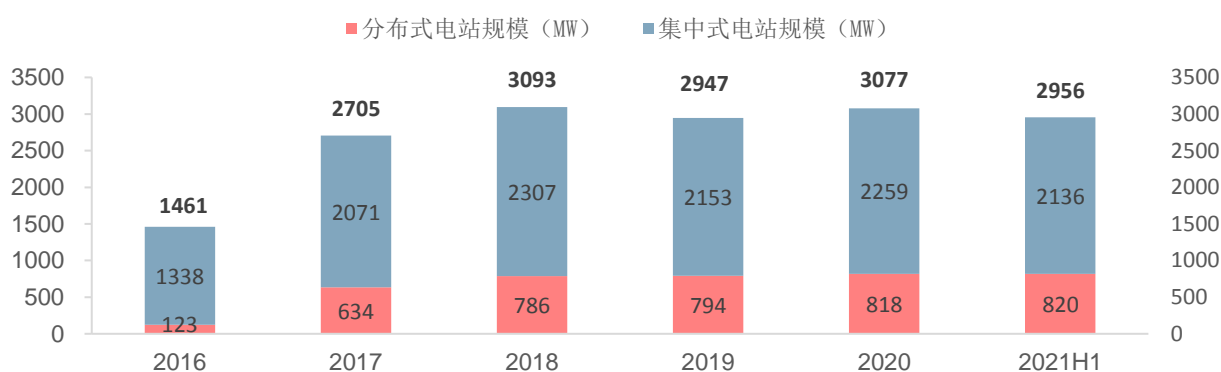
资料来源：公司公告，中信建投

公司电站规模行业领先，EPC 经验丰富，运维能力卓越

自持电站规模维持在 3GW 左右，平价、低补贴电站占比提升

公司目前自持光伏电站 2.96GW，在行业内排名第 13 位，民企中排名第 4 位。截至 2021 年 6 月末，公司在全国二十多个省份拥有包括大型地面式、屋顶分布式、渔光互补型、农光互补型等多类型光伏电站共 330 座，总装机容量约 2.96GW，其中集中式 2.14GW，分布式 0.82GW。2021 年上半年，公司共完成发电量约 17.08 亿千瓦时。2020 年度公司自持电站总发电量 34 亿千瓦时，平均利用小时数为 1106 小时。截至 2021 年 6 月末，公司自持电站总装机容量中，华东、华北地区的装机占比达 50%，III 类资源区的装机占比近 80%。较好的区位条件和电站布局，有效地提升了公司电站就地消纳的能力，保障公司稳健运营。2020 年，公司总装机量在民企中排名第四位，位居行业前列。

图表8：近年来公司自持电站规模维持在 3GW 左右



资料来源：公司公告，中信建投

图表9：2020 年公司光伏装机在民企中排名第四

企业名称	企业性质	2017年		2018年		2019年		2020年	
		排名	电站规模 (GW)	排名	电站规模 (GW)	排名	电站规模 (GW)	排名	电站规模 (GW)
国家电投	央企	1	11.7	1	15.4	1	19.3	1	32.6
华能集团	央企	7	2.4	6	3.2	5	4	2	7.5
中广核	央企	9	2.3	3	4.2	4	4.4	3	6.9
三峡新能源	央企	6	2.5	4	3.3	3	4.4	4	6.7
中核集团	央企	-	-	-	-	15	1.5	5	5.9
正泰新能源	民企	8	2.3	10	2.4	7	3.7	6	5.5
中国华电	央企	4	2.8	8	2.9	8	3.2	7	5.2
中节能	央企	-	-	-	-	6	3.8	8	5.0
京能集团	国企	15	0.8	14	1.2	13	2.1	9	5.0
协鑫新能源	民企	2	6.0	2	7.3	2	7.1	10	4.8
大唐集团	央企	14	1.0	15	1.1	11	2.6	11	4.4
信义光能	民企	-	-	-	-	10	2.6	12	3.5
晶科科技	民企	5	2.7	7	3.1	9	3.2	13	3.1
特变电工	民企	-	-	-	-	20	1.3	14	2.4
北控清洁能源	民企	10	2.2	9	2.7	12	2.3	15	2.2

资料来源：公司公告，北极星电力网，中信建投

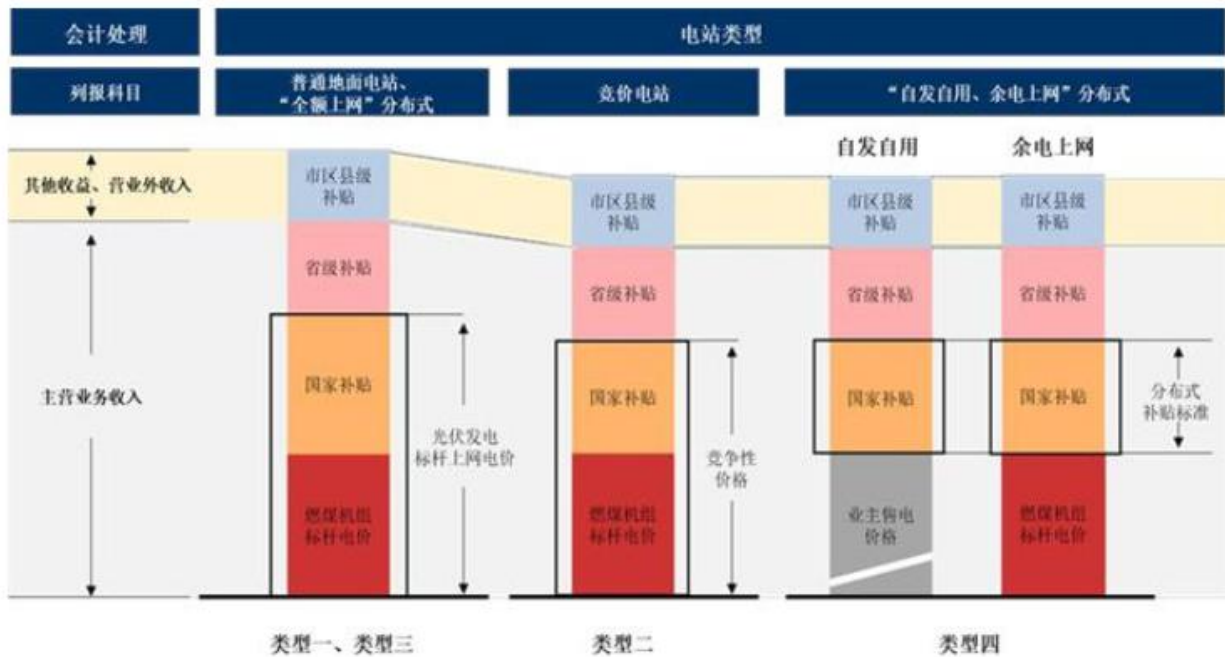
近期公司不断出售补贴电站，并新建平价项目，导致公司持有的电站平均售电单价降低。2021 年上半年，公司完成自持电站工程并网量约 131.56MW。山西阳泉、隆丰皮革、山东高唐、嘉禾千家峒等存量项目实现满负荷发电，新疆伊犁、甘肃金塔二期等新平价项目建成并网；广东清远、安徽铜陵、黑龙江齐齐哈尔等可转换公司债券募投项目顺利开工建设。

图表10： 2021 年公司发行 30 亿可转债建设总规模 574.3MW 的 5 个光伏电站与偿还贷款

项目名称	装机量 (MW)	投资额 (亿元)	建设单价 (元/W)	拟投入募集资金 (亿元)	税后投资收益率
晶科电力清远市三排镇100MW农光互补综合利用示范项目	100	3.63	3.63	3.40	8.62%
铜陵市义安区西联镇渔光互补光伏发电项目	100	3.72	3.72	3.50	8.27%
金塔县49MW光伏发电项目	49	2.43	4.95	1.60	10.68%
渭南市白水县西固镇200MW光伏平价上网项目	200	7.67	3.84	7.20	9.22%
讷河市125.3MW光伏平价上网项目	125.3	5.64	4.50	5.30	7.32%
偿还金融机构借款	-	9.00	-	9.00	-
合计	574.3	32.09	5.59	30.00	-

资料来源：公司公告，中信建投

公司的集中式电站采用“全额上网”的售电模式，所发电量全部销售给国家电网等；分布式电站一般采用“自发自用，余量上网”的售电模式，所发电量优先供应给屋顶资源业主，余量全额上网。公司已并网光伏电站项目，或通过申报并进入国家补贴名录，或通过项目竞价等方式已取得国家能源局的建设指标，基本上均已取得确定的补贴指标。

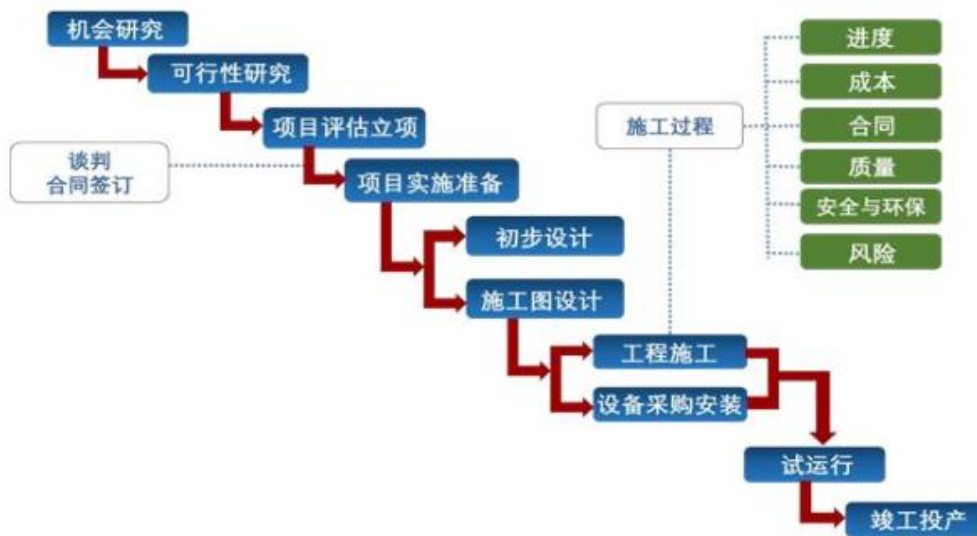
图表11： 公司已并网光伏电站电价结算方式


资料来源：公司公告，中信建投

EPC 业务经验丰富，有望重回增长，运维业务将由 EPC 等业务不断转化注入

公司拥有专业的 EPC 团队，积累了近 3GW 的光伏电站工程经验，在项目可研、申报审批、设计施工、设备运营等方面已形成一整套、全方位的经验，可提供规划编制、融资方案、运维管理等一站式整体解决方案，并有针对性地设计了高标准的技术规范与管理体系，以充分保障电站运营的可靠品质。2020 年公司电力工程施工总承包资质成功升级为二级资质，可承包发电工程单机容量由 10 万千瓦(100MW)上升至 20 万千瓦(200MW)，公司光伏电站 EPC 业务的经营模式主要包括前期接洽及投标、设计、采购和施工等。

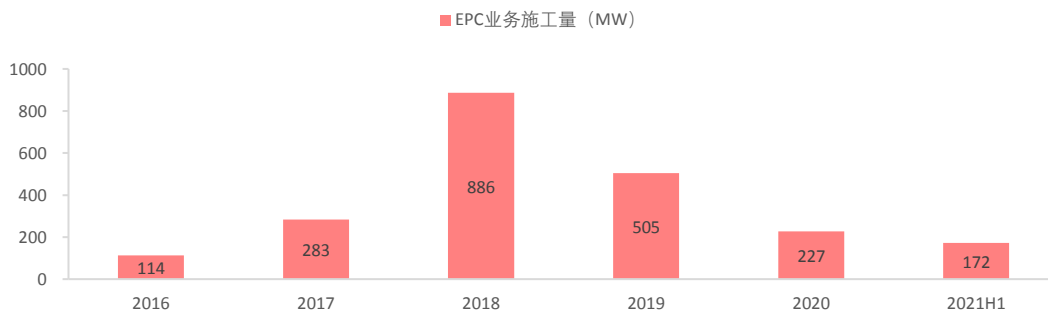
图表12： 公司 EPC 业务流程图



资料来源：公司公告，中信建投

2021 年上半年，公司 EPC 业务完成合同签约规模约 228.90MW。2021 年上半年，公司实现 EPC 业务收入 4.08 亿元，同比增长 33.28%，EPC 业务完成容量产值约 171.61MW。2016-2018 年，公司 EPC 业务快速增长，受 2019 年备案项目公布较晚，以及 2020 年新冠疫情影响，公司 EPC 业务近两年出现缩量，预计 2021 年及以后可重回增长。

图表13： EPC 业务施工量近年下降明显



资料来源：公司公告，中信建投

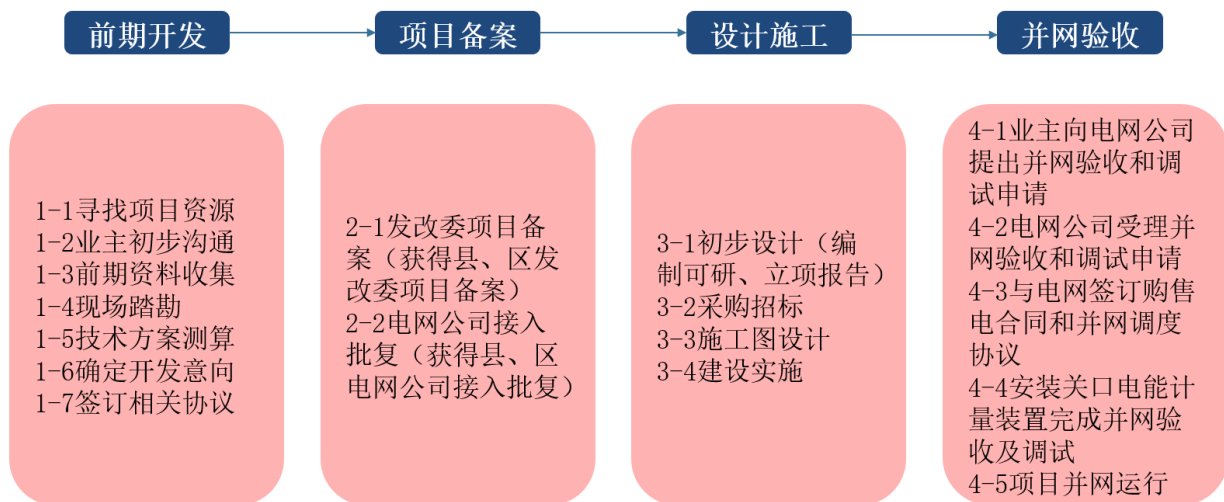
在投建各类光伏电站的同时，公司对外提供智能、精准的光伏电站运维服务。2021 年上半年，公司加速独立电站运维业务，储备并跟进多个运维项目资源，通过公司在电站智能运维领域的多年积累和市场口碑，对外代维规模进一步提升。截至 2021 年 6 月末，公司对外代维规模约 1.88GW，2021 年 1-6 月实现运维收入 4,075.89 万元，较上年同期增长 92.39%，初步实现市场化独立运作。预计后续公司开展的 EPC 和电站转让业务，在项目交付/转让后，将继续由公司负责运维，公司运维业务规模具备充足保障。

公司商业模式迎巨变，受益“整县推进”，开辟第二增长曲线

整县推进打开分布式成长空间，预计“十四五”年均装机 40GW 以上

国家能源局发文推动整县分布式光伏项目，地方积极推动，分布式市场资源快速释放，预计“十四五”期间年均规模 40GW 以上。6 月 20 日，国家能源局正式下发《关于报送整县（市、区）屋顶分布式光伏开始试点方案的通知》，要求申报屋顶分布式光伏开发试点县，屋顶可安装光伏发电比例中，党政机关建筑不低于 50%、公共建筑屋顶不低于 40%、工商业厂房屋顶不低于 30%、农村居民屋顶不低于 20%，并要求“宜建尽建”、“应接尽接”，整县推进方案只需通过省内审批即可实施，各省自主性强，政府与电网不会大包大揽，将试点的分布式光伏建设交由市场主导。分布式单体项目快速整合、集约开发，开发效率快速提高。整县推进将分布式 KW 级小项目打包开发，预计单县项目规模 200MW 左右，项目快速整合、集约开发，开发效率快速提升。

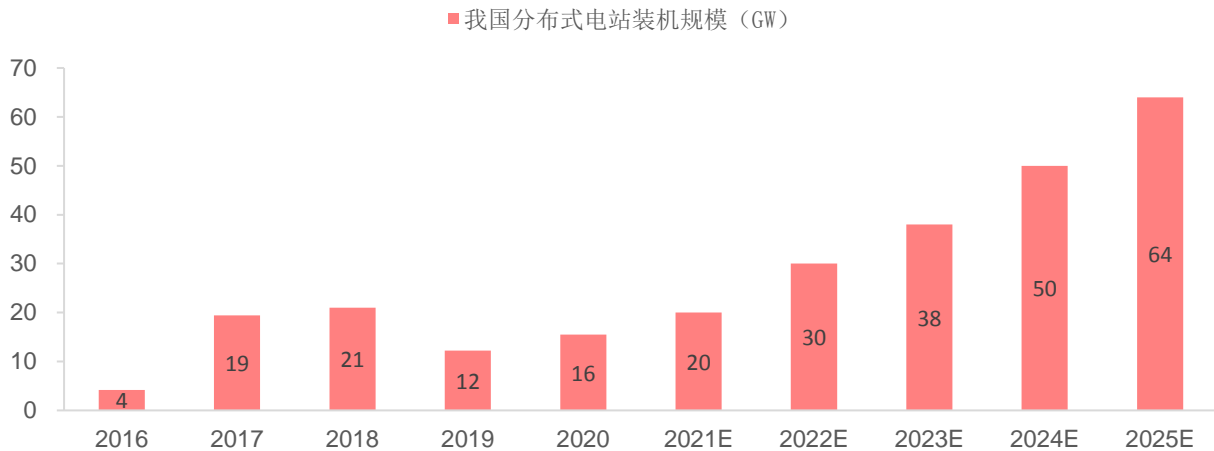
图表14：整县分布式项目开发流程



资料来源：国际能源网，中信建投

整县推进将快速打开分布式光伏发展空间。我们预计全国户用+工商业屋顶资源总体量在 2000GW 以上，打包范围以外仍有广阔开发空间，整县推进政策将激活分布式市场的发展。“十三五”期间，我国分布式总计装机 72.3GW，我们测算 2021 年分布式装机量 15-20GW，2022 年将增至 26GW 以上，“十四五”期间分布式装机合计有望超 200GW，年均新增约 40GW 以上。

根据整县分布式光伏试点名单通知，仅试点县整县推进规模在 2023 年底前就有望超 170GW。9 月 14 日，国家能源局正式印发《公布整县(市、区)屋顶分布式光伏开发试点名单的通知国能综通新能》(“简称《通知》”)。根据《通知》，各省(自治区、直辖市)及新疆生产建设兵团共报送试点县(市、区) 676 个，全部列为整县(市、区)屋顶分布式光伏开发试点。假设单个县(市、区)整县推进规模为 220MW，试点县整体规模将达到 150GW。《通知》指出，2023 年底前，试点地区各类屋顶安装光伏发电的比例均达到《通知》要求的，列为整县(市、区)屋顶分布式光伏开发示范县。未列入试点的地区同样可以开展整县推进，差别在于未列入试点的地区并不会纳入考核，因此，实际装机规模有望超过我们的测算值 150GW。

图表15： 分布式装机规模受益整县推进快速增长，“十四五”合计有望超 200GW


资料来源：国家能源局，中信建投

公司渠道优势明显，项目开发能力强。公司深耕光伏电站业务多年，兄弟公司晶科能源为头部组件企业，公司具备较强的光伏电站资源获取能力，未来有望获取较多的整县分布式项目。公司自持电站与代运维电站渠道丰富，截至 2021 年中，公司自持 330 座存量电站，对外代运维 71 座电站，在当地有较强的渠道效应；兄弟公司晶科能源组件分销渠道强大；所合作的央企、国企等电站投资方的渠道项目丰富。

截至目前，公司已取得多个整县合作项目，未来分布式项目开发转让将成为公司业绩增量的主要来源。截至目前，公司已签订多个光伏电站合作项目，据不完全统计，截至 2021 年 10 月，公司在手项目规模已达 8.78GW（集中式 6.5GW，分布式 2.88GW），随着“整县推进”在全国范围内进一步落实，规模增长可持续性较强。截至 2021 年 4 月，中国大陆共计 1301 个县，117 个自治县，合计 2843 个县级区划。公司作为民营电站开发头部企业，项目开发能力强，优势显著。2022 年，我们预计公司整县开发资源将涉及 100 个县以上，近两年落地规模有望达 10GW，为公司发展增长打开了新的增量空间。根据我们的测算，若 2022、2023 年分布式装机合计 68GW，公司落地规模 10GW，公司在行业内市占率将接近 15%。

图表16： 与当地政府、国企央企展开多项合作，总规模合计达 8.78GW（不完全统计）

合作方	合作规模 (GW)	项目类型	项目投资额 (亿元)	项目地点	合作方式	公告时间
华能江西	2	集中式光伏	88	江西省丰城市	共同开发	2021年1月
肥东县政府	2	集中式风电光伏	120	安徽省肥东县	共同开发	2021年7月
黑龙江富锦市政府	1	集中式光伏	-	黑龙江富锦市	共同开发	2021年7月
抚顺市新抚区政府	1	集中式光伏	40	辽宁省新抚区	共同开发	2021年7月
湖南省安仁县政府	0.5	复合型光伏发电项目	25	湖南省安仁县	共同开发	2021年7月
义安政府、国能铜陵	0.19	分布式光伏	-	安徽省铜陵市义安区	共同开发	2021年9月
安吉管委会	0.04	分布式光伏	-	浙江省安吉经济开发区	共同开发	2021年9月
磴口管委会	0.02	分布式光伏	-	内蒙古磴口工业园区	共同开发	2021年9月
盛乐管委会	0.01	分布式光伏	-	呼和浩特盛乐集聚园区	共同开发	2021年9月
涪陵区清溪镇政府	1	分布式光伏	35	重庆市涪陵区清溪镇	共同开发	2021年10月
新绛县政府	0.5	分布式光伏	-	山西新绛县	共同开发	2021年10月
楚雄市政府	0.27	分布式光伏	-	云南省楚雄市	共同开发	2021年10月
平昌县政府、三峡能源	0.2	分布式光伏	-	四川省平昌县	共同开发	2021年10月
新安镇政府	0.05	分布式光伏	-	内蒙古新安镇	共同开发	2021年10月
合计	8.78	-	360 (估计值)	-	-	-

资料来源：公司公告，中证网，中信建投

BT 模式为整县推进最优商业模式，周转率更高、盈利能力更强

BT 模式为整县推进最优商业模式，滚动开发下，资金周转快，ROE 高，现金流好，助力公司利润快速上行。整县推进下的屋顶电站开发包括 BT（建设-转让）、EPC（工程总承包）、BOO（自建自持）3 种商业模式，我们认为 BT 为最优商业模式，民企将区域内电站资源开发后打包出售给国企央企或其他电站持有人，项目质量决定开发溢价，资金回笼后继续开发更多电站，从而实现滚动开发。

图表17：三类主流商业模式中，BT 模式周转率高、盈利能力强



资料来源：中信建投

BT 商业模式市场认可度高，盈利能力强。BT 商业运营模式具备较高的市场认可度，原本重资产、低周转的分布式光伏业务，伴随着商业模式的改进，转变为轻资产、高周转模式。此外，预计公司在电站出售后，还将继续为客户提供运维服务，意味着将继续保有及加强在渠道端、技术端、运维端等核心竞争优势。

BT 模式相较 EPC 模式在项目获取能力上给予较高溢价，交易对手方可省去繁琐的开发流程直接取得项目。参考现有市场交易，我们预计 BT 模式下的电站建设转让业务净利率不低于 9%，而公司传统 EPC 业务毛利率仅 10%，扣除相关期间费用和税费等，EPC 业务仅能维持微利，BT 业务相较 EPC 业务的溢价就体现在项目建设企业是否具有项目开发能力。

图表18：BT 业务模式为项目开发能力支付溢价，较传统 EPC 模式盈利能力更强



资料来源：中信建投

公司原有业务模式为以自有资金开发电站，自持并运维，虽然近两年业务链条已经延伸至电站出售业务，

但在原有模式下，从项目开发到电站转让的周期较长，资产周转率低。根据公司近 1 年出售电站公告统计，公司近 1 年出售的电站中，电站建成并网日期均在 2016 年前后，持有时长 3-6 年，资产周转率低，不利于公司资金更有效率的利用；且大部分电站采用折价出售，售价低于相应标的资产的资产净额，难以为公司贡献可观收益，公司折价出售项目多为补贴占比较高的项目，目前新建电站补贴少或无补贴，现金流优质，相较过去的电站出售业务已有较大区别。

图表19：公司传统电站出售业务转让周期长，大部分电站折价出售

出售电站公告日期	出售标的资产	资产性质	交易对手方	转让对价 (亿元)	电站规模 (MW)	预计产生税前利润 (万元)	建成并网时间	资产净额 (万元)	出售折价/溢价	净利率
2021年4月	晶科电力100%股权	全资子公司	山东水发清洁能源科技有限公司	2.80	120	1,476	2017年5月	32201	-13.0%	5.3%
2021年5月	左云晶科和江苏旭强100%股权	全资子公司	湖北能源集团新能源发展有限公司	4.68	150	18,173.92	2014年9月、2016年6月	29444	58.9%	38.8%
2021年7月	宜兴晶和、宿州盛步和宿州晶海100%股权	全资子公司	湖北能源集团新能源发展有限公司	1.25	105	723	2017年1月、12月	10623	17.7%	5.8%
2020年12月	安陆盛和100%股权	全资子公司	湖北能源集团新能源发展有限公司	0.24	20	1,711.18	2017年2月	2540	-5.5%	71.3%
2020年12月	建德晶科光伏发电有限公司70%股权	全资子公司	国家电投集团浙江新能源有限公司	0.18	20	-360	2016年4月	2094	-14.0%	-20.0%
2020年12月	抚州晶科和瑞昌晶科各70%股权	全资子公司	国家电投集团江西电力有限公司	0.24	49	-3,762.00	2016年6月、12月	5050	-52.5%	-156.8%

资料来源：公司公告，中信建投

BT 模式电站开发转让业务为公司业绩贡献庞大弹性，开辟第二增长曲线。我们预计，2022 年或将成为公司开启 BT 模式光伏电站建设转让业务的元年，截至目前，公司已签订合作/意向合作项目总规模超 8.78GW，保守预计 2022 年可实现转让 1.7GW，2023 年可实现转让 2.5GW，假设 2022、2023 年项目含税单价 3.8 元/W、3.4 元/W，净利率 9.2%、10.3%（单瓦净利 0.35 元左右），则该业务 2022、2023 年将为公司贡献净利润增量 5.95、8.75 亿元，在公司 2021 年净利润 4.61 亿元（测算值）基础上，同比增长 129.1%、189.8%。

公司业务模式升级，前端 BT 高周转，后端运维扩规模。“整县推进”充分打开分布式市场，公司作为能源服务商，将以 BT、EPC 和自持这三种商业模式参与市场，其中 BT 模式的电站转让周期短，资金周转快，ROE 高，为轻资产模式，预计将成为公司开发项目的主要模式；同时公司具有卓越的电站运维能力，随着整县项目的逐步推进和集中式电站项目的稳步发展，公司电站运维规模将持续增加，从而为公司带来稳定现金流。

盈利预测与投资建议

预计 2021-2023 年公司电站运营业务中，存量电站规模维持在 3-4GW，平价电站占比提升。EPC 业务方面，以 2021 年 500MW 左右规模为基数，实现年增速 20-30% 的平稳增长。电站运维业务方面，根据公司发展规划，2021 年公司将加速独立运维业务，加大对外代维业务规模，提升运维业务收入占比，预计公司对外代维规模增量将主要来自公司电站转让后，继续为相应光伏发电系统提供的运维服务。分布式光伏电站建设转让业务方面，2022 年或将成为公司开启 BT 模式光伏电站建设转让业务的元年，截至目前，公司已签订合作/意向合作项目总规模超 8.78GW，预计 2022 年可转让 1.7GW，2023 年可转让 2.5GW，该业务将为公司贡献主要的业绩增量。

我们预计 2021-2023 年公司将分别实现营业收入 39.65/109.10/133.70 亿元，实现归母净利润 4.61/10.48/14.51 亿元，EPS 分别为 0.17/0.38/0.51 元，对应当前 PE 估值 58.3/25.6/18.9 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

图表20： 公司分业务盈利预测

业务	项目	2020	2021E	2022E	2023E
光伏发电运营业务	存量电站规模 (GW)	3.08	2.96	3.20	3.50
	上网电量 (亿千瓦时)	34.06	34.16	36.93	40.39
	营业收入 (亿元)	28.03	25.09	26.80	28.60
	净利润 (亿元)	4.09	2.73	2.95	3.23
光伏电站 EPC 业务	完成 EPC 规模 (MW)	227	450	550	600
	营业收入 (亿元)	6.83	13.54	16.55	18.05
	净利润 (亿元)	-0.23	-0.23	0.28	0.90
光伏电站运维	代运维规模 (MW)	1700	1927	2377	4627
	营业收入 (亿元)	0.90	1.02	1.16	2.05
	净利润 (亿元)	0.09	0.10	0.12	0.23
分布式光伏电站建设转让	业务规模 (MW)			1700	2500
	营业收入 (亿元)			64.60	85.00
	净利润 (亿元)			5.95	8.75
自有电站出售	电站转让规模 (MW)	129	300	200	200
	资产处置收益 (亿元)	0.90	2.10	1.40	1.40
合计	营业收入 (亿元)	35.88	39.65	109.10	133.70
	营业收入 YOY	-32.82%	10.52%	175.14%	22.54%
	净利润 (亿元)	4.86	4.70	10.70	14.51
	归母净利润 (亿元)	4.76	4.61	10.48	14.22
	归母净利润 YOY	-34.70%	-3.21%	127.42%	35.66%

资料来源：公司公告，中信建投

图表21： 晶科科技盈利预测（单位：百万元，元）

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,339.8	3,587.5	3,964.9	10,909.1	13,368.0
营业成本	3,393.7	1,966.1	2,462.2	7,614.5	9,143.7
营业税金及附加	18.5	17.5	19.8	87.3	106.9
销售费用	41.9	47.5	51.5	218.2	267.4
管理费用	291.7	314.5	356.8	981.8	1,203.1
研发费用	7.1	5.1	7.9	21.8	26.7
财务费用	955.7	890.7	748.3	940.6	1,083.2
资产减值损失	-	-20.4	-60.0	-80.0	-100.0
投资收益	113.2	137.1	210.0	140.0	50.0
营业外收入	4.8	11.2	-	-	-
营业外支出	45.9	23.1	60.0	60.0	60.0
利润总额	787.1	545.8	528.3	1,204.9	1,626.9
所得税	52.6	59.3	58.1	132.5	179.0
税后利润	734.5	486.5	470.2	1,072.4	1,447.9
少数股东损益	5.8	10.7	10.3	23.5	31.7
净利润	728.7	475.8	459.9	1,048.8	1,416.2
基本 EPS	0.263	0.172	0.166	0.379	0.512

资料来源：公司公告，中信建投

风险提示

上游原材料价格大幅波动；

光伏新增装机需求不及预期；

宏观经济波动。

分析师介绍

朱玥：中信建投证券电力设备新能源行业首席分析师。2021 年加入中信建投证券研究发展部，2016-2021 年任兴业证券电新团队首席分析师，2011-2015 年任《财经》新能源行业高级记者。专注于新能源产业链研究和国家政策解读跟踪，获 2020 年新财富评选第四名，金麒麟第三名，水晶球评选第三名。

研究助理

陈思同 chensitong@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层
 电话：(8610) 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2106 室
 电话：(8621) 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层
 电话：(86755) 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：(852) 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk