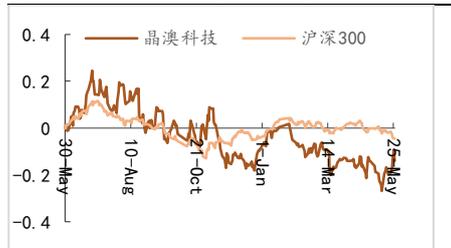


评级： 买入

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

张星梅
研究助理
zhangxingmei@sczq.com.cn
电话：010-81152658

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)	40.20
一年内最高/最低价 (元)	59.47/34.12
市盈率 (当前)	18.01
市净率 (当前)	3.15
总股本 (亿股)	33.00
总市值 (亿元)	1,326.40

资料来源：聚源数据

相关研究

- 全球光伏组件领先企业，加大布局 N 型高效电池
- 盈利能力快速修复，Q2 业绩超于预期
- 以诚为本，放眼长期

核心观点

- **事件：**公司发布 2023 年一季报，2023 年一季度实现营业收入 204.80 亿元，同比增长 66.23%，实现归母净利润 25.82 亿元，同比增长 244.45%，实现扣非归母净利润 24.90 亿元，同比增长 254.75%。
- **出货量持续增长，盈利能力显著提升。**公司电池组件出货量再创历史新高，带动营业收入快速增长。2023 年一季度，电池组件出货量 11.70GW（含自用 152MW），其中组件海外出货量占比约 58%，分销出货量占比约 30%。2023 年一季度毛利率达到 19.11%，同比提升 4.32pct。净利率达到 13.12%，同比提升 6.85pct。期间费用率 5.44%，同比下降 1.70pct。其中财务费用同比下降 70.94%，主要系利息收入增加、融资费用减少及汇兑损失减少综合所致。盈利能力持续向好。
- **持续推进产能布局，N 型产品不断扩张。**公司在鄂尔多斯高新区投资新建年产 20GW 硅片、30GW 电池项目，提升公司新产品生产能力。2023 年一季度邢台 5GW 组件项目顺利投产，此外各在建项目按计划推进，按照公司未来产能规划，2023 年底公司组件产能超 80GW。N 型产能持续扩张，公司发行可转债项目有序推进。项目计划募集资金不超过 89.60 亿元，助力公司 N 型产品产能扩张。扬州、曲靖 N 型电池产能将于 Q2-Q3 陆续投产，按规划，截至 2023 年末公司 N 型电池产能将达到 40GW。
- **垂直一体化优势加深，全球化产能布局加快。**公司垂直一体化产业优势持续加深，预计 2023 年底，硅片和电池产能约为组件产能的 90%。在高效组件方面，能够以一体化产业优势为研发依托，快速将硅片、电池、组件各环节的新技术、新工艺实现量产。此外公司依托“一体两翼”策略，专注与主产业链配套布局光伏材料与设备业务。公司持续推进全球化产能布局，在马来西亚、泰国、越南等国家和地区积极布局产能建设，目前越南一体化工厂能够满足美国出货需求。2023 年 1 月，公司宣布将在美国投资 6000 万美元建设组件工厂，预计于 2023Q4 投产，年产能 2GW。进一步完善海外一体化布局。
- **盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 100.3/116.7/141.2 亿元，对应 PE 为 12.5/10.8/8.9 倍。我们维持对公司“买入”的投资评级。
- **风险提示：**光伏需求增长不及预期；产能扩张进度不及预期。

盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收 (亿元)	729.9	959.2	1190.3	1461.4
营收增速 (%)	76.7	31.4	24.1	22.8
净利润 (亿元)	55.3	100.3	116.7	141.2
净利润增速 (%)	171.4	81.4	16.3	21.0
EPS(元/股)	2.35	3.04	3.54	4.28
PE	16.2	12.5	10.8	8.9

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)					现金流量表 (百万元)				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	38156	61422	76549	92138	经营活动现金流	8186	12437	15059	17338
现金	12183	28156	35049	40992	净利润	5533	10035	11671	14123
应收账款	8347	10943	13579	16673	折旧摊销	2792	2889	3151	3415
其它应收款	660	868	1077	1322	财务费用	-225	502	669	322
预付账款	2551	3206	4017	4967	投资损失	-317	19	19	19
存货	11909	14958	18742	23170	营运资金变动	302	-1030	-476	-570
其他	2356	3096	3841	4717	其它	95	10	11	13
非流动资产	34193	36272	38374	41019	投资活动现金流	-7215	-4989	-5274	-6081
长期投资	774	774	774	774	资本支出	7753	4918	5203	6010
固定资产	21445	23683	25926	28696	长期投资	28	0	0	0
无形资产	1356	1220	1098	988	其他	510	-71	-71	-71
其他	6739	6739	6739	6739	筹资活动现金流	-1476	8524	-2891	-5315
资产总计	72349	97694	114923	133157	短期借款	7	12	14	17
流动负债	34997	46958	54944	62539	长期借款	1127	22	642	-1491
短期借款	1787	7963	8109	8109	其他	4663	2828	-3010	-3501
应付账款	5155	6479	8118	10036	现金净增加额	-505	15972	6893	5943
其他	463	582	729	901					
非流动负债	7188	7697	8266	8266	主要财务比率	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	1777	2286	2855	2855	成长能力				
其他	1627	1627	1627	1627	营业收入	76.7%	31.4%	24.1%	22.8%
负债合计	42185	54655	63209	70805	营业利润	148.7%	78.7%	16.4%	21.1%
少数股东权益	2659	2671	2685	2702	归属母公司净利润	171.4%	81.4%	16.3%	21.0%
归属母公司股东权益	27505	40367	49028	59650	获利能力				
负债和股东权益	72349	97694	114923	133157	毛利率	14.8%	18.5%	17.7%	17.1%
					净利率	7.6%	10.5%	9.8%	9.7%
					ROE	20.1%	24.9%	23.8%	23.7%
利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	ROIC	14.4%	19.1%	19.1%	19.6%
营业收入	72989	95921	119027	146144	偿债能力				
营业成本	62205	78180	97959	121101	资产负债率	58.3%	55.9%	55.0%	53.2%
营业税金及附加	242	318	394	484	净负债比率	7.6%	11.9%	10.8%	8.2%
营业费用	1050	1380	1712	2102	流动比率	1.09	1.31	1.39	1.47
研发费用	1007	1323	1642	2016	速动比率	0.75	0.99	1.05	1.10
管理费用	1708	2244	2785	3419	营运能力				
财务费用	-529	502	669	322	总资产周转率	1.01	0.98	1.04	1.10
资产减值损失	-1144	-400	-400	-400	应收账款周转率	10.33	9.77	9.54	9.49
公允价值变动收益	-199	-199	-199	-199	应付账款周转率	3.86	3.73	3.73	3.70
投资净收益	503	180	180	180	每股指标(元)				
营业利润	6468	11555	13447	16280	每股收益	2.35	3.04	3.54	4.28
营业外收入	50	35	35	35	每股经营现金	3.47	3.77	4.56	5.26
营业外支出	200	20	20	20	每股净资产	11.67	12.23	14.86	18.08
利润总额	6317	11570	13462	16295	估值比率				
所得税	778	1523	1776	2155	P/E	16.2	12.5	10.8	8.9
净利润	5540	10047	11685	14140	P/B	3.26	3.11	2.56	2.10
少数股东损益	7	12	14	17					
归属母公司净利润	5533	10035	11671	14123					
EBITDA	8166	14947	17266	20017					
EPS (元)	2.35	3.04	3.54	4.28					

分析师简介

董海军，分析师，北京大学硕士，2020年8月加入首创证券。

张星梅，复旦大学硕士，对外经济贸易大学学士，2022年11月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准		
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现