

晶科能源 (688223)

业绩高增合预期，TOPCon 引领全行业，极致发力一体化

◆ 全年业绩高增，盈利能力持续修复

公司发布 2022 年报与 2023 一季报，2022 年营收 826.8 亿、同比+103.8%，归母净利润 29.4 亿、同比+157.2%，毛利率 10.4%、同比-3.0pcts，净利率 3.6%、同比+0.7pcts。其中 Q4 营收 299.0 亿、同比+83.5%，归母净利润 12.6 亿、同比+199.9%，毛利率 10.8%、同/环比-1.2pcts/+0.6pcts，净利率 4.2%、同/环比+1.6pcts/+0.2pcts。2023Q1 公司业绩持续向好，营收 231.5 亿、同比+57.7%，归母净利润 16.6 亿、同比+313.4%，毛利率 13.8%、同/环比+4.8pcts/+3.0pcts，净利率 7.2%、同/环比+4.4pcts/+3.0pcts。受益于行业近几年持续高景气度和近期硅料价格下行，公司盈利实现修复。

◆ 高预期维持行业景气度，电站需求有望触底反弹，即将迎来以价换量行情

据 CPIA/EIA/SPE 数据，2022 年中美欧光伏新增装机 87.4/17.0/42.0GW、同比+59.3%/12.0%/+49.5%，美国市场衰退主要系贸易壁垒限制组件进口和需求端观望 IRA 政策补贴落地。受光伏平价化加速叠加能源自主可控需求影响，今年光伏需求有望持续高增，根据 CPIA/EIA/SPE 预测，中美欧光伏装机或达 120/39.3/67.8GW、同比+37.3%/+61.4%/+123.8%，行业高景气度无虞。

硅料下行周期或将持续提振电站装机需求。硅料持续下行，已跌破 20 万/吨关口，且下跌趋势明显。故成本敏感型电站需求有望迎来拐点，迅速放量。

◆ 引领 N 型路线改善盈利，可转债获批助力深度一体化

2022 年公司组件出货 44.33GW、同比+99.4%，其中 Q4 出货 15.92GW，N 型全年出货 10.7GW、占比超 20%，在硅料价格全年组件单瓦售价和单瓦毛利为 1.8 元/0.19 元、同比+6.3%/-15.9%；23Q1 公司组件出货 13.04GW、我们预计 N 型占比约 5 成，在 N 型高溢价叠加硅料下行的影响下，公司盈利能力迎来拐点，23Q1 组件单瓦售价和单瓦毛利预计约为 1.7 元/0.23 元。据全年 N 型出货占比 6 成指引及硅料持续下行强预期，公司盈利能力有望持续提升。

4 月 4 日公司可转债发行获批，拟募集 100 亿元用于合计 10GW 拉棒切方/11GW 电池/16GW 组件项目，扩产产能均为 N 型路线。同时公司推进越南 8GW 电池+组件、美国 1GW 组件扩产计划，预计至 2023 年底公司将拥有 75GW 硅片/75GW 电池/90GW 组件产能，一体化遥遥领先，其中 N 型电池产能占比约 70%；预计 2023 全年组件出货约 65GW，其中 N 型占比预计为 60%。

◆ 聚焦研发迭代提升产品力，布局新业务打开增长新空间

公司专注科技创新，聚焦 N 型技术突破。2022 年公司研发投入 56.2 亿、同比+112.9%，2022 年底/2023Q1 N-TOPCon 量产效率分别提升至 25.1%/25.3%，计划至今年底提升至 25.8%。同时通过减银+薄片化技术升级持续降本，至 2022 年底 N/P 型组件一体化项目成本基本持平。

公司积极布局储能/BIPV/组件回收等全新业务，形成多元化、多场景、高质量的光伏产品。其中储能业务已实现户用、工商业及大型电站储能的全应用场景覆盖，并通过已有渠道优势迅速打开中国、北美、澳洲和日本等市场，结合行业高增强预期，未来有望打造第二增长曲线。

◆ 投资建议与盈利预测

光伏需求超预期维持行业高景气。公司为全球光伏组件龙头和 N 型路线领军者，有望持续对行业领先，同时积极布局储能/BIPV 等新技术，打造增长第二极。综上，我们认为公司成长性可持续，上调 2023~2025 年归母净利润至 71.8、95.8 和 109.7 亿元，对应当前 PE 值分别为 17、13 和 11 倍，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

主要经济体不景气；各国光伏/储能政策改变；公司产能投放节奏不及预期；贸易壁垒；原材料价格波动。

财务数据与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	40569.62	82676.08	112646.57	139057.56	160992.50
增长率 (%)	20.53	103.79	36.25	23.45	15.77
归母净利润 (百万元)	1141.41	2936.20	7177.01	9577.96	10965.04
增长率 (%)	9.59	157.24	144.43	33.45	14.48
毛利率 (%)	13.40	10.45	13.63	13.95	13.65
每股收益 (元)	0.11	0.29	0.72	0.96	1.10
市盈率 PE	106.62	41.45	16.96	12.71	11.10
市净率 PB	8.98	4.56	3.65	2.88	2.32
净资产收益率 ROE (%)	8.33	8.42	11.00	21.50	22.63

资料来源：iFinD，中航证券研究所

投资评级

买入

维持评级

2023年05月05日

收盘价(元): 12.17

目标价(元):

公司基本数据

总股本(百万股)	10,000.00
总市值(百万)	121,700.00
流通股本(百万股)	1,960.00
流通市值(百万)	23,853.20
12月最高/最低价(元)	19.35/11.87
资产负债率(%)	77.05
每股净资产(元)	2.54
市盈率(TTM)	29.02
市净率(PB)	4.29
净资产收益率(%)	6.59

股价走势图



作者

曾帅 分析师
SAC 执业证书: S0640522050001
联系电话:
邮箱: zengshuai@avicsec.com

相关研究报告

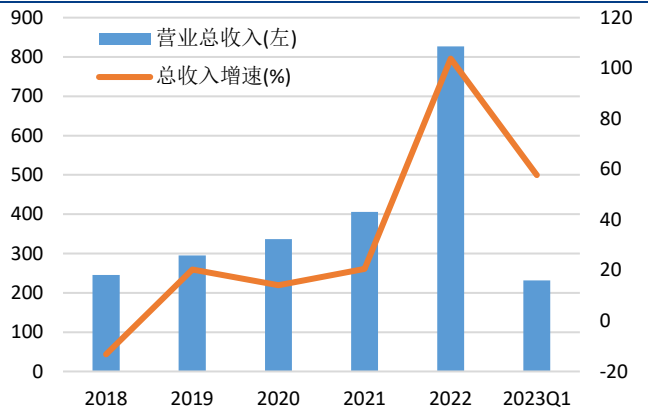
晶科能源 (688223): Q3 业绩稳定, N-TOPCon 引领行业、N 型电池 16GW 产能已满产 —2022-11-01

股市有风险入市需谨慎

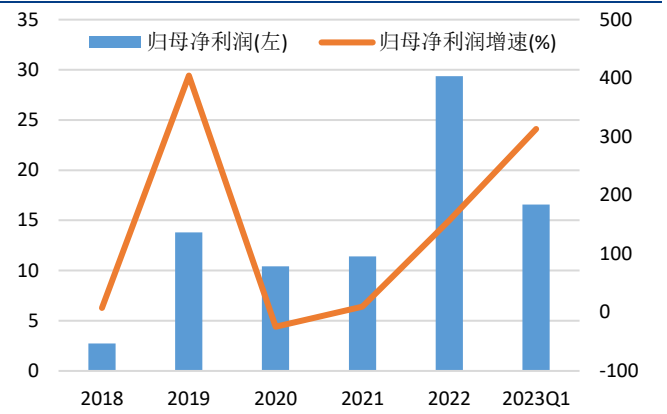
中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

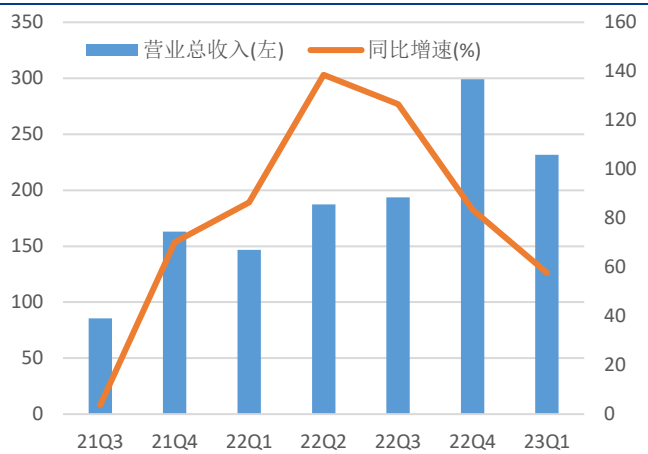
联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

图1 自2019年起，公司营收持续高增（亿元）


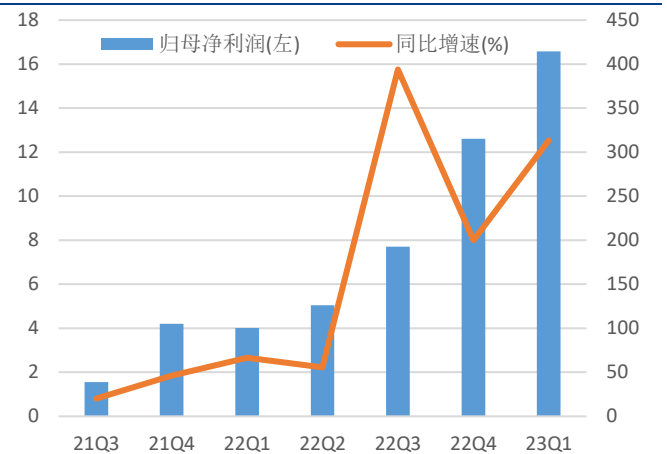
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图2 2022年公司归母净利润实现翻倍增长（亿元）


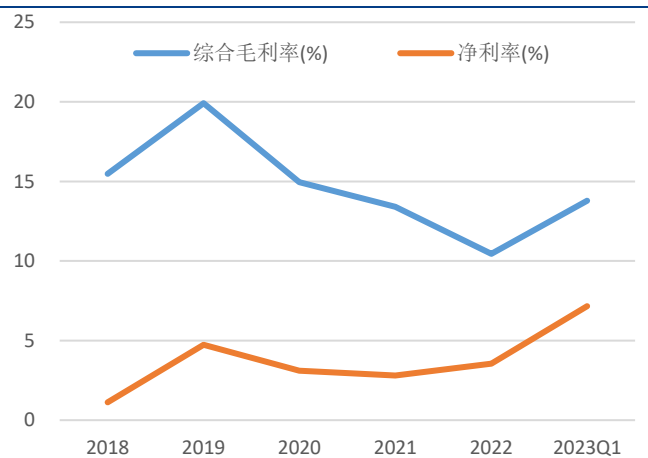
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图3 公司营收保持较高增速（亿元）


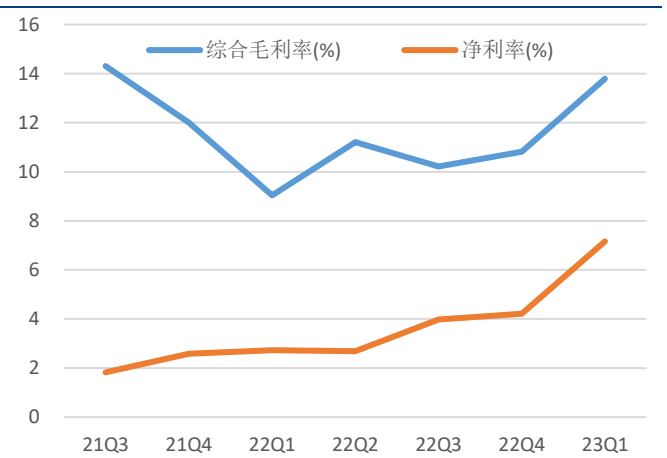
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图4 自2022起，公司归母净利润逐季提升（亿元）


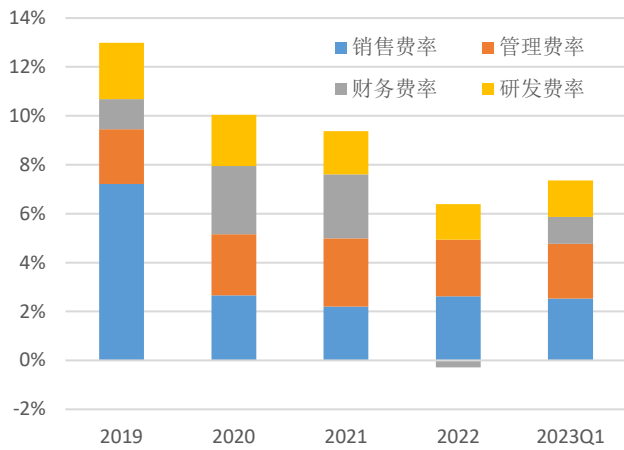
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图5 公司成本控制能力提高，盈利能力修复


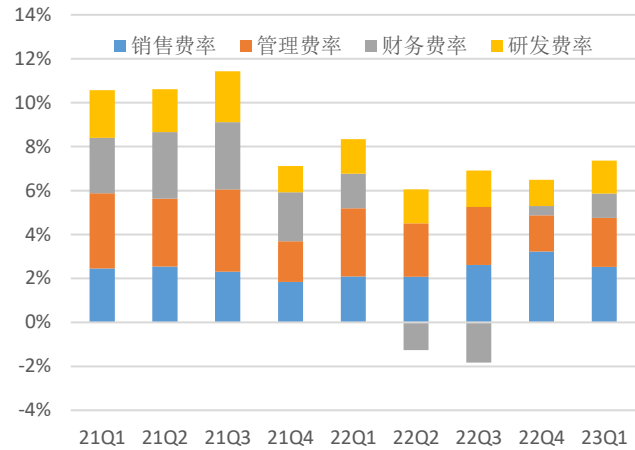
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图6 公司盈利能力自22Q3开始逐季修复


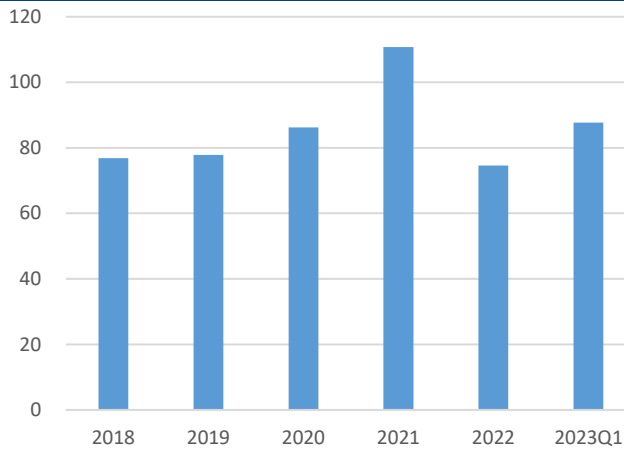
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图7 公司年度费用控制能力改善


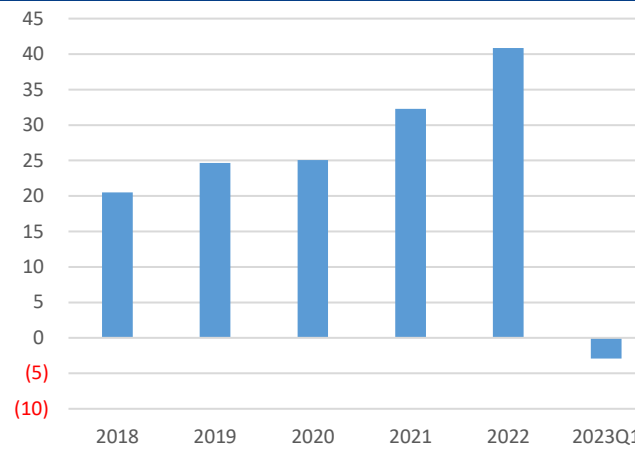
资料来源：iFinD，公司年报，中航证券研究所

图8 公司季度费用率情况


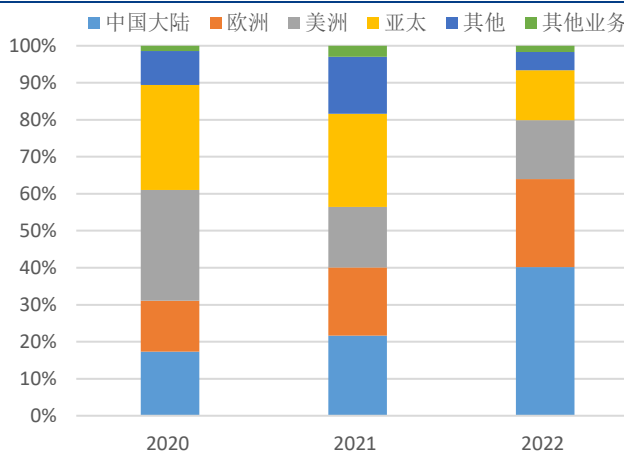
资料来源：iFinD，公司年报，中航证券研究所

图9 因产能扩张需求，23Q1 备货（存货周转天数）


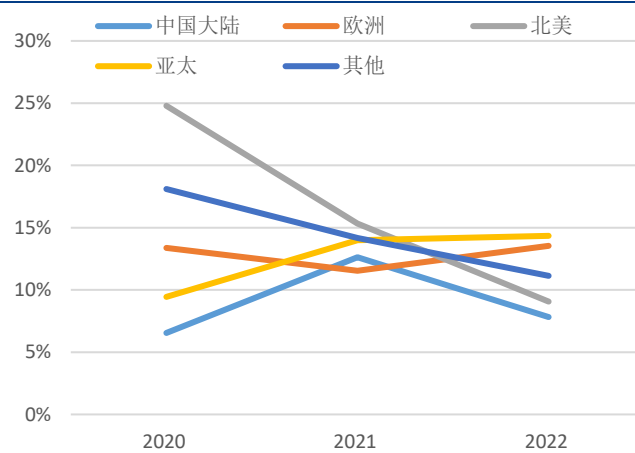
资料来源：iFinD，公司年报，中航证券研究所

图10 备货致 23Q1 经营性现金流净额转负（亿元）


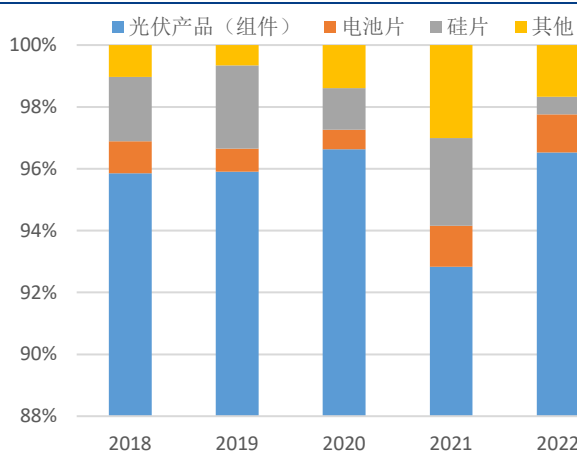
资料来源：iFinD，公司年报，中航证券研究所

图11 中国大陆与欧洲合计营收占比上升至6成以上


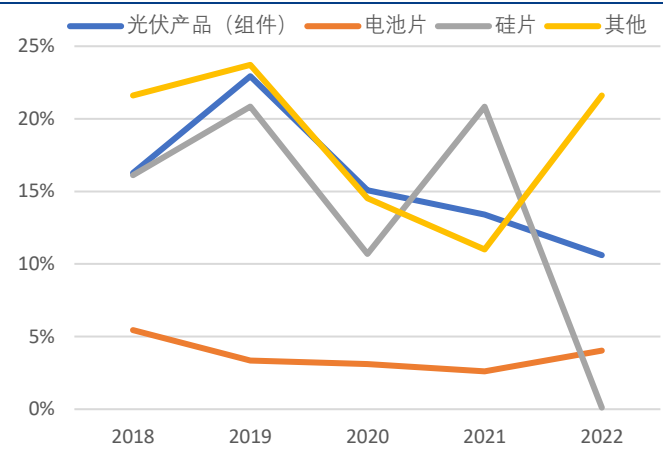
资料来源：iFinD，公司年报，中航证券研究所

图12 公司欧洲与亚太市场毛利率更具优势


资料来源：iFinD，公司年报，中航证券研究所

图13 组件业务营收占比常年稳定在 90%以上


资料来源：iFinD，公司年报，中航证券研究所

图14 受硅价高位影响，组件业务盈利承压


资料来源：iFinD，公司年报，中航证券研究所

财务报表与财务指标 (单位: 百万元)

资产负债表						利润表					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	18409	19985	11265	13906	16099	营业收入	40570	82676	112647	139058	160993
应收票据及账款	11742	23982	29695	36658	42440	营业成本	35135	74037	97297	119655	139017
预付账款	2006	3629	4701	5803	6719	税金及附加	119	218	314	388	449
其他应收款	670	862	1553	1917	2220	销售费用	891	2166	2478	2920	3220
存货	13250	17450	29349	36093	41933	管理费用	1133	1914	2253	2642	2898
其他流动资产	1602	1339	3206	3929	4530	研发费用	716	1199	1690	2086	2415
流动资产总计	47679	67247	79769	98306	113941	财务费用	1062	-234	7	46	190
长期股权投资	315	1145	1745	2445	3245	资产减值损失	-621	-857	-1014	-1112	-1127
固定资产	18005	31270	32203	38798	50085	信用减值损失	162	-62	-23	-28	-32
在建工程	2430	1486	14572	23658	25410	其他经营损益	0	-0	0	0	0
无形资产	1146	1511	1259	1007	756	投资收益	227	-51	373	473	573
长期待摊费用	592	650	325	0	0	公允价值变动损益	71	56	0	0	0
其他非流动资产	2704	2330	2409	2409	2409	资产处置收益	-352	-395	-390	-390	-390
非流动资产合计	25192	38393	52512	68316	81903	其他收益	398	1089	539	539	539
资产总计	72871	105639	132281	166622	195845	营业利润	1397	3156	8094	10802	12367
短期借款	11690	10131	1013	12520	14925	营业外收入	12	14	45	45	45
应付票据及账款	22922	35742	55148	67820	78795	营业外支出	49	43	44	44	44
其他流动负债	12192	15915	24996	30760	35636	其他非经营损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	46804	61789	81156	111100	129356	利润总额	1360	3127	8095	10803	12368
长期借款	1014	3709	4286	-254	481	所得税	219	191	916	1222	1399
其他非流动负债	11496	13451	13451	13451	13451	净利润	1141	2936	7179	9581	10968
非流动负债合计	12510	17161	17737	13197	13932	少数股东损益	-0	0	2	3	3
负债合计	59314	78949	98894	124298	143288	归属母公司净利润	1141	2936	7177	9578	10965
股本	8000	10000	10000	10000	10000	EBITDA	4164	5865	14661	19745	24770
资本公积	595	8734	8734	8734	8734	NOPLAT	2351	3084	7574	10011	11526
留存收益	4957	7956	14651	23585	33814	EPS (元)	0.1	0.3	0.7	1.0	1.1
归属母公司权益	13552	26690	33385	42320	52548						
少数股东权益	5	0	2	5	8						
股东权益合计	13557	26690	33387	42325	52556						
负债和股东权益	72871	105639	132281	166622	195845						
现金流量表						主要财务比率					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税后经营利润	1141	2936	6715	9028	10327	成长能力					
折旧与摊销	1742	2972	6559	8896	12213	营收增长率	20.5%	103.8%	36.3%	23.4%	15.8%
财务费用	1062	-234	7	46	190	营业利润增长率	25.6%	125.9%	156.4%	33.5%	14.5%
投资损失	-227	51	-373	-473	-573	EBIT 增长率	14.2%	19.5%	180.0%	33.9%	15.7%
营运资金变动	-1547	-3028	7244	2540	2409	EBITDA 增长率	17.5%	40.9%	150.0%	34.7%	25.5%
其他经营现金流	944	1263	834	1013	1113	归母净利润增长率	9.6%	157.2%	144.4%	33.5%	14.5%
经营性现金净流	3116	3960	20986	21051	25679	经营现金流增长率	24.3%	27.1%	430.0%	0.3%	22.0%
资本支出	5748	12949	20000	24000	25000	盈利能力					
长期投资	-465	-465	0	0	0	毛利率	13.4%	10.4%	13.6%	14.0%	13.6%
其他投资现金流	-2917	-1430	-676	-688	-699	净利率	2.8%	3.6%	6.4%	6.9%	6.8%
投资性现金净流	-9131	-14844	-20676	-24688	-25699	营业利润率	3.4%	3.8%	7.2%	7.8%	7.7%
短期借款	4413	-1558	-9119	11507	2405	ROE	8.4%	11.0%	21.5%	22.6%	20.9%
长期借款	618	2695	577	-4540	735	ROA	1.6%	2.8%	5.4%	5.7%	5.6%
普通股增加	0	2000	0	0	0	ROIC	31.9%	26.4%	26.3%	25.9%	21.1%
资本公积增加	0	8140	0	0	0	估值倍数					
其他筹资现金流	652	409	-489	-689	-926	P/E	107	41	17	13	11
筹资性现金净流	5684	11685	-9031	6278	2213	P/S	3	1	1	1	1
现金流量净额	-364	1029	-8721	2641	2193	P/B	9	5	4	3	2
						股息率	0.2%	0.0%	0.4%	0.5%	0.6%
						EV/EBIT	49	51	16	12	11
						EV/EBITDA	29	25	9	7	6
						EV/NOPLAT	51	48	17	13	12

数据来源: iFinD, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券新能源团队: 团队首席曾帅, 从业 8 年余, 曾作为团队核心成员获得 2017 年新财富最佳分析师(团队)机械行业第一名, 先后职于航天、医疗器械、钢铁等行业, 对科技和周期均有深入研究, 在锂电装备、光伏装备、机器人与自动化等领域持续深度研究, 建立了“中国制造业投资周期”研究框架。团队以光伏、氢能、风电、锂电与储能等领域为重点研究方向, 将有限的精力投入在符合国家需要、产业蓬勃、人民有信仰的地方, 服务更多一、二级市场客户。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者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。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637