

晶科能源 (688223)

出售资产优化产能区位，再推 56GW 一体化扩产

买入 (维持)

2023 年 05 月 26 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书: S0600520070006
chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 郭亚男

执业证书: S0600121070058
guoyn@dwzq.com.cn

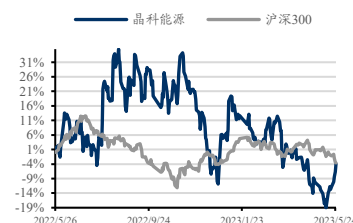
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	82,676	105,863	130,545	167,143
同比	104%	28%	23%	28%
归属母公司净利润 (百万元)	2,936	7,172	9,671	12,604
同比	157%	144%	35%	30%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.29	0.72	0.97	1.26
P/E (现价&最新股本摊薄)	42.64	17.46	12.95	9.93

关键词: #一体化

投资要点

- **事件:** 1) 公司决定将子公司新疆晶科 100% 股权, 作价 43 亿元出售给资阳重大产业股权投资基金和董仕宏 (仕净科技董事长); 2) 拟在山西规划建设 56GW 垂直一体化大基地项目, 总投资约 560 亿元, 包括 56GW 拉棒/硅片/电池/组件产能。
- **出售新疆晶科子公司、优化产能区位配置。** 公司拟作价 43 亿元出售新疆晶科 100% 股权, 交易完成后将不再持有该新疆晶科股权。新疆晶科子公司拥有 14GW 拉晶产能, 2022 年净利润 1.52 亿, 23Q1 市场化核算净利润 1.4 亿元; 出售后 2023-2026 年累计业绩承诺 5/10/15/20 亿。预计公司出售新疆晶科出于整体产能优化考虑: 1) 14GW 拉晶产能位于新疆, 公司切片产能位于上饶, 地理运输半径远, 抬高生产成本, 随青海产能逐步满产, 新疆产能必要性逐渐下降; 2) 新疆火电为主、碳足迹高, 组件出口对绿电生产要求逐步提升, 随新疆产能出售, 对海外通关或有增益。出售新疆产能后, 优化产能区位, 有助于降低一体化运营成本。
- **投建 56GW 一体化基地、运营效率进一步提升。** 公司拟在山西建设 56GW 一体化大基地, 总投资约 560 亿元, 包括 56GW 拉棒/硅片/电池/组件产能。项目共分四期, 建设周期约 2 年, 每期建设规模为拉棒/切片/电池/组件各 14GW 一体化项目, 一期项目预计 24Q1 投产, 二期预计 24Q2 投产, 三、四期项目预计 2025 年建成投产。项目按 14GW 一体化模块投产, 产能布局集中; 山西电力资源优异、电价相对较低, 成本优势显著, N 型大趋势下公司加速扩产, 一体化投运经营效率有望进一步提升。
- **盈利预测与投资评级:** 基于公司新技术占比逐步提高, 组件出货持续高增, 我们维持公司盈利预测, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 71.7/96.7/126 亿元, 同增 144%/35%/30%, 基于公司 TOPCon 龙头地位, 我们给予公司 2023 年 25xPE, 对应目标价 17.9 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策不及预期, 竞争加剧, 硅料价格超预期下跌等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.41
一年最低/最高价	11.12/19.35
市净率(倍)	4.72
流通 A 股市值(百万元)	26,283.60
总市值(百万元)	134,100.00

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.84
资产负债率(% ,LF)	74.33
总股本(百万股)	10,000.00
流通 A 股(百万股)	1,960.00

相关研究

《晶科能源(688223): 2022 年 & 2023Q1 业绩点评: 组件出货高增, N 型收益持续兑现》

2023-05-03

《晶科能源(688223): 2023Q1 业绩预告点评: 23Q1 组件量利双升, N 型超额收益兑现》

2023-04-24

晶科能源三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	67,247	87,496	115,440	154,819	营业总收入	82,676	105,863	130,545	167,143
货币资金及交易性金融资产	20,105	27,832	40,625	61,266	营业成本(含金融类)	74,037	91,103	112,323	144,013
经营性应收款项	27,192	28,730	34,297	43,500	税金及附加	218	243	261	334
存货	17,450	27,695	36,628	45,357	销售费用	2,166	2,541	2,872	3,510
合同资产	418	449	607	743	管理费用	1,914	2,329	2,741	3,426
其他流动资产	2,081	2,790	3,283	3,954	研发费用	1,199	1,591	1,842	2,256
非流动资产	38,393	38,144	37,817	37,697	财务费用	-234	68	-16	-311
长期股权投资	1,145	1,712	2,411	3,044	加:其他收益	1,089	1,376	1,697	2,173
固定资产及使用权资产	31,270	30,442	29,450	28,372	投资净收益	-51	656	326	284
在建工程	1,486	1,622	1,157	1,052	公允价值变动	56	-60	80	80
无形资产	1,511	1,868	2,230	2,589	减值损失	-919	-978	-539	-629
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	-395	-476	-587	-836
长期待摊费用	650	150	200	250	营业利润	3,156	8,506	11,499	14,986
其他非流动资产	2,330	2,350	2,370	2,390	营业外净收支	-29	32	14	19
资产总计	105,639	125,640	153,257	192,516	利润总额	3,127	8,538	11,513	15,005
流动负债	61,789	73,757	91,444	117,839	减:所得税	191	1,366	1,842	2,401
短期借款及一年内到期的非流动负债	11,567	4,435	4,435	3,935	净利润	2,936	7,172	9,671	12,604
经营性应付款项	35,742	48,854	62,868	82,532	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	8,740	12,838	16,848	23,042	归属母公司净利润	2,936	7,172	9,671	12,604
其他流动负债	5,740	7,630	7,292	8,330	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.29	0.72	0.97	1.26
非流动负债	17,161	17,371	17,481	17,591	EBIT	3,537	8,056	10,506	13,603
长期借款	3,179	3,189	3,199	3,209	EBITDA	6,634	11,500	13,783	17,171
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	10.45	13.94	13.96	13.84
租赁负债	531	731	831	931	归母净利率(%)	3.55	6.77	7.41	7.54
其他非流动负债	13,451	13,451	13,451	13,451	收入增长率(%)	103.79	28.05	23.32	28.03
负债合计	78,949	91,128	108,925	135,430	归母净利润增长率(%)	157.24	144.26	34.84	30.33
归属母公司股东权益	26,690	34,512	44,333	57,087					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	26,690	34,512	44,333	57,086					
负债和股东权益	105,639	125,640	153,257	192,516					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	4,084	18,156	16,135	25,270	每股净资产(元)	2.67	3.45	4.43	5.71
投资活动现金流	-14,844	-3,052	-3,286	-4,080	最新发行在外股份(百万股)	10,000	10,000	10,000	10,000
筹资活动现金流	11,685	-7,277	-115	-610	ROIC(%)	9.50	15.95	18.45	19.37
现金净增加额	1,153	7,827	12,733	20,581	ROE-摊薄(%)	11.00	20.78	21.81	22.08
折旧和摊销	3,097	3,444	3,276	3,568	资产负债率(%)	74.73	72.53	71.07	70.35
资本开支	-14,235	-2,661	-2,044	-2,661	P/E (现价&最新股本摊薄)	42.64	17.46	12.95	9.93
营运资本变动	-3,028	5,177	3,067	7,409	P/B (现价)	4.69	3.63	2.82	2.19

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

