

2023年08月18日

证券研究报告|公司研究|公司点评

晶科能源 (688223)

业绩高增维持，产能+技术引领市场巩固 N 型龙头竞争力

投资评级

买入

维持评级

2023年08月17日

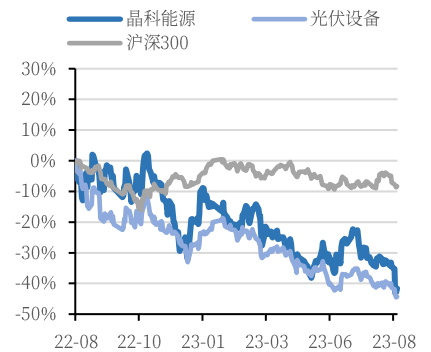
收盘价(元): 10.69

目标价(元):

公司基本数据

总股本(百万股)	10,000.00
总市值(百万)	106,900.00
流通股本(百万股)	1,977.45
流通市值(百万)	21,138.90
12月最高/最低价(元)	19.13/10.30
资产负债率(%)	74.40
每股净资产(元)	2.99
市盈率(TTM)	20.00
市净率(PB)	3.57
净资产收益率(%)	12.41

股价走势图



◆ 业绩维持高增趋势，盈利能力持续修复

公司发布 2023 半年报，报告期内实现营收 536.24 亿、同比+60.5%，归母净利润 38.43 亿、同比+324.6%，毛利率 15.2%、同比+4.9pcts，净利率 7.2%、同比+4.5pcts。其中 Q2 营收 304.72 亿、同比+62.7%，归母净利润 21.85 亿、同比+333.5%，毛利率 16.2%、同/环比+5.0pcts/+2.4pcts，净利率 7.2%、同/环比+4.5pcts/+0.01pcts。公司现金流情况好转，H1 经营性现金流净额为 55.72 亿，其中 Q2 58.61 亿，为上市以来单季度最高水平。公司周转率提升，存货周转天数下降至 74.3 天，平滑价格波动风险。

◆ 产业链降价利好下游需求放量，全球光伏高景气有望维持

23Q2 以来，硅料持续下行。根据 PV Infolink，截至 08-17，多晶硅致密料价格为 7.3 万/吨、YTD 降幅达到 61.6%，P 型/N 型 182 双面双玻组件价格分别为 1.27 元/W 和 1.35 元/W、YTD 降幅分别为 31.4% 和 31.8%。以价换量下，下游成本敏感型地面电站装机需求有望得到全面提振。

根据国家能源局/EIA，2023H1 年中国集中式光伏装机/美国公用事业光伏装机分别为 37.5/5.9GW、同比+233.7%/+24.4%。中国集中式光伏自 2022 年以来触底反弹，占光伏总装机占比回升至 47.8%。美国方面，受到供应链的限制，公用事业级别光伏装机不及预期。随着供应链问题逐渐缓解，2023 全年美国预计公用事业级别光伏装机达到 25.2GW、同比+124.0%。在乐观预期下，光伏装机预测有望上调，据 CPIA 预测，2023 年全球/中国光伏装机上限分别上调至 350GW/140GW、同比+52.2%/+60.2%。

◆ 坚定 N 型路线重回第一宝座，拟定增助力产能扩张

2023H1 公司组件出货 30.8GW、同比+69.1%，出货量重回全球第一宝座，其中 Q2 季度组件出货 17.8GW、同比+74.5%，其中 N 型 H1 出货 16.4GW，Q2 单季度出货 10GW+、占比超 50%，预计 Q3 出货 19~21GW，全年出货预期上调至 70~75GW，其中 N 型占比预计在 60% 左右。

产能方面，今年 5 月公司公告，拟在山西综改区规划建设年产 56GW 垂直一体化大基地项目，旨在扩大区域辐射能力及利用港口资源优势。项目共分为四期，每期建设拉棒/切片/电池片/组件 14GW 一体化产能。其中山西一期/二期预计于 2024Q1/Q2 投产，三期/四期预计于 2025 年投产。同期公司公告，拟定增募集 97 亿元，支持山西一期/二期合计 28GW 一体化产能建设。公司坚定全球一体化布局，预计至 2023 年底拥有 12GW 海外一体化产能，美国 N 型 1GW 组件产能推进，预计美国全年出货占比在 5%-10%。随着产能扩产加速，公司上调今年年底硅片/电池片/组件产能预测至 85GW/90GW/110GW。

◆ 计提减值优化资产结构，聚焦研发迭代提升产品力

2023H1 公司资产减值 12.5 亿元、同比+144.9%。资产减值主要来源于小尺寸产能计提以及受硅料二季度价格下移影响下的组件库存减值。在本次设备减值完成后，公司 P 型产能占比相对较小，资产结构行业领先，同时随着近期硅料价格企稳，公司预期组件价格也将趋于稳定区间，下半年减值风险较小。

公司引领 N 型技术突破。截至 2023H1，公司 N 型电池投产产能达到 55GW，N-TOPCon 电池量产效率由 Q2 的 25.4% 上升至 25.5%，良率与 PERC 电池基本持平，计划至今年年底电池量产效率提升至 25.8%。

◆ 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，从产能和技术上有望持续对行业领先，享受 N 型溢价红利。综上，我们认为公司业绩+市占率均有成长空间，上调 2023~2025 年归母净利润至 79.0、97.0 和 119.7 亿元，对应当前 PE 值分别为 14、11 和 9 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	108112.71	126090.93	155058.93
增长率(%)	20.53	103.79	30.77	16.63	22.97
归母净利润(百万元)	1141.41	2936.20	7899.95	9700.88	11974.04
增长率(%)	9.59	157.24	169.05	22.80	23.43
毛利率(%)	13.40	10.45	14.98	15.18	15.13
每股收益(元)	0.11	0.29	0.79	0.97	1.20
市盈率 PE	93.66	36.41	13.53	11.02	8.93
市净率 PB	7.89	4.01	3.21	2.59	2.08
净资产收益率 ROE(%)	8.33	8.42	11.00	23.75	23.47

资料来源：iFinD，中航证券研究所

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

【中航新能源】晶科能源(688223) 2022 年报 +2023Q1 点评：业绩高增超预期，TOPCon 引领全行业，极致发力一体化-230505 — 2023-05-08

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

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	10811	12609	15506	营业收入	40570	82676	108113	126091	155059
应收票据及账款	11742	23982	28500	33239	40876	营业成本	35135	74037	91914	106952	131591
预付账款	2006	3629	4512	5262	6471	税金及附加	119	218	301	351	432
其他应收款	670	862	1491	1739	2138	销售费用	891	2166	2378	2711	3256
存货	13250	17450	27725	32261	39693	管理费用	1133	1914	2162	2459	2946
其他流动资产	1602	1339	3081	3574	4368	研发费用	716	1199	1622	1891	2326
流动资产总计	47679	67247	76120	88684	109052	财务费用	1062	-234	28	121	298
长期股权投资	315	1145	1745	2445	3245	资产减值损失	-621	-857	-1297	-1261	-1396
固定资产	18005	31270	32203	38798	50085	信用减值损失	162	-62	-22	-25	-31
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	128633	157001	190955	营业利润	1397	3156	8910	10941	13505
短期借款	11690	10131	1729	14135	17079	营业外收入	12	14	45	45	45
应付票据及账款	22922	35742	52097	60621	74586	营业外支出	49	43	44	44	44
其他流动负债	12192	15915	23806	27712	34059	其他非经营损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	46804	61789	77632	102468	125724	利润总额	1360	3127	8911	10942	13506
长期借款	1014	3709	4286	-254	481	所得税	219	191	1008	1238	1528
其他非流动负债	11496	13451	13451	13451	13451	净利润	1141	2936	7902	9704	11978
非流动负债合计	12510	17161	17737	13197	13932	少数股东损益	-0	0	2	3	4
负债合计	59314	78949	95369	115665	139656	归属母公司净利润	1141	2936	7900	9701	11974
股本	8000	10000	10000	10000	10000	EBITDA	4164	5865	15498	19959	26016
资本公积	595	8734	8734	8734	8734	NOPLAT	2351	3084	8317	10200	12631
留存收益	4957	7956	14527	22596	32556	EPS (元)	0.1	0.3	0.8	1.0	1.2
归属母公司权益	13552	26690	33261	41330	51290						
少数股东权益	5	0	2	5	9						
股东权益合计	13557	26690	33264	41335	51299						
负债和股东权益	72871	105639	128633	157001	190955						
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	7439	9151	11336	成长能力					
折旧与摊销	1742	2972	6559	8896	12213	营收增长率	20.5%	103.8%	30.8%	16.6%	23.0%
财务费用	1062	-234	28	121	298	营业利润增长率	25.6%	125.9%	182.3%	22.8%	23.4%
投资损失	-227	51	-373	-473	-573	EBIT 增长率	14.2%	19.5%	209.0%	23.8%	24.8%
营运资金变动	-1547	-3028	6198	1664	2842	EBITDA 增长率	17.5%	40.9%	164.2%	28.8%	30.4%
其他经营现金流	944	1263	834	1013	1113	归母净利润增长率	9.6%	157.2%	169.1%	22.8%	23.4%
经营性现金净流	3116	3960	20685	20372	27229	经营现金流增长率	24.3%	27.1%	422.4%	-1.5%	33.7%
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%	15.0%	15.2%	15.1%
其他投资现金流	-2917	-1430	-676	-688	-699	净利率	2.8%	3.6%	7.3%	7.7%	7.7%
投资性现金净流	-9131	-14844	-20676	-24688	-25699	营业利润率	3.4%	3.8%	8.2%	8.7%	8.7%
短期借款	4413	-1558	-8402	12406	2943	ROE	8.4%	11.0%	23.8%	23.5%	23.3%
长期借款	618	2695	577	-4540	735	ROA	1.6%	2.8%	6.1%	6.2%	6.3%
普通股增加	0	2000	0	0	0	ROIC	31.9%	26.4%	28.9%	26.0%	22.9%
资本公积增加	0	8140	0	0	0	估值倍数					
其他筹资现金流	652	409	-1357	-1753	-2312	P/E	94	36	14	11	9
筹资性现金净流	5684	11685	-9183	6114	1367	P/S	3	1	1	1	1
现金流量净额	-364	1029	-9174	1798	2897	P/B	8	4	3	3	2
						股息率	0.2%	0.8%	1.2%	1.5%	1.9%
						EV/EBIT	43	51	13	11	9
						EV/EBITDA	25	25	7	6	5
						EV/NOPLAT	45	48	14	12	10

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