

新能源与汽车研究中心

晶科能源 (688223.SH) 买入(维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 10.69元

Q1 业绩略超预期, 单瓦盈利持续提升**市场数据(人民币)****公司基本情况(人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	33,660	40,570	62,978	75,490	94,194
营业收入增长率	14.14%	20.53%	55.23%	19.87%	24.78%
归母净利润(百万元)	1,042	1,141	2,813	4,445	5,924
归母净利润增长率	-24.57%	9.59%	146.48%	57.99%	33.29%
摊薄每股收益(元)	0.13	0.14	0.28	0.44	0.59
每股经营性现金流净额	0.24	0.29	0.22	0.35	0.86
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.33%	8.42%	9.90%	14.30%	17.10%
P/E	0.00	0.00	38.00	24.05	18.04
P/B	0.00	0.00	3.76	3.44	3.09

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 4月22日, 公司发布2021年报及2022一季报预告, 2021年实现营收405.7亿元, 同比增长20.5%; 归母净利润11.4亿元, 同比增长9.6%; 扣非归母净利润5.3亿元, 同比下降41.7%, 非经常损益主要为政府补助和汇兑损失, 符合预期。2022年一季度公司预计实现归母净利润为3.8~4.2亿元, 同比增长57.6%~74.2%; 扣非归母净利润2.8~3.2亿元, 同比增长261.5%~313.1%, 略超预期。

经营分析

- 组件出货高增, 盈利能力逐季提升。2021年公司实现出货25.24GW, 其中组件出货22.2GW, 同比增长18.5%; 其中Q4出货9.7GW, 组件出货9GW。根据公司业绩预告, 预计2022年Q1出货7.5~8GW, 测算单瓦净利约0.035~0.04元/W, 环比提升0.08~0.13元/W。
- 一体化及海外产能布局持续完善, 提升盈利能力同时对冲贸易摩擦风险。公司2021年底硅片/电池片/组件产能分别达到32.5/24/45GW, 随着电池产能投产推进一体化率提升, 公司盈利能力有望持续提升。截至2022年初, 公司在东南亚已形成7GW的硅片-电池-组件一体化产能, 进一步提升应对不同市场的供应保障能力, 从而保持全球市占率的稳步提升。
- 差异化产品享受溢价, 并持续拓展新业务。公司现有TOPCon电池产能16GW, 产能规模行业领先, 从近期央国企招标情况来看, N型双玻组件相较于P型, 每瓦可享有0.05~0.08元/W的溢价, 而在海外分布式市场溢价或更加明显, 有望为公司贡献超额利润。在新业务布局方面, 公司推出储能系统, 并与全球多家电力开发商、分销商等签订储能框架协议和分销协议; 2022年改造海宁BIPV产线, 预计年中建成, 以满足日益增长的建筑光伏市场需求。

盈利调整与投资建议

- 根据我们对22-23年公司组件盈利能力的最新判断, 上调公司22-23年归母净利润分别至28.1(+5%)、44.5(+7%)亿元, 预计2024年归母净利润为59.2亿元, 对应EPS分别为0.28、0.44、0.59元。维持“买入”评级。

风险提示

- 国际贸易环境恶化风险; 新技术进展不及预期风险; 人民币汇率波动风险。

姚遥

分析师SAC执业编号: S1130512080001
(8621)61357595

yaoy@gjzq.com.cn

宇文甸

分析师SAC执业编号: S1130522010005
yuwendian@gjzq.com.cn

张嘉文

联系人
zhangjiawen@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	29,490	33,660	40,570	62,978	75,490	94,194
增长率	14.1%	20.5%	55.2%	19.9%	24.8%	
主营业务成本	-23,616	-28,629	-35,135	-53,670	-63,147	-78,425
%销售收入	80.1%	85.1%	86.6%	85.2%	83.6%	83.3%
毛利	5,873	5,030	5,435	9,308	12,343	15,769
%销售收入	19.9%	14.9%	13.4%	14.8%	16.4%	16.7%
营业税金及附加	-107	-99	-119	-170	-204	-254
%销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-2,129	-895	-891	-1,386	-1,661	-2,072
%销售收入	7.2%	2.7%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
管理费用	-659	-841	-1,133	-1,763	-2,114	-2,637
%销售收入	2.2%	2.5%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
研发费用	-680	-706	-716	-1,134	-1,359	-1,695
%销售收入	2.3%	2.1%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
息税前利润(EBIT)	2,299	2,489	2,575	4,855	7,006	9,109
%销售收入	7.8%	7.4%	6.3%	7.7%	9.3%	9.7%
财务费用	-361	-940	-1,062	-972	-1,189	-1,591
%销售收入	1.2%	2.8%	2.6%	1.5%	1.6%	1.7%
资产减值损失	355	279	460	-483	-475	-414
公允价值变动收益	18	165	71	50	50	50
投资收益	-18	-30	227	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	16.7%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1,564	1,112	1,397	3,350	5,292	7,054
营业利润率	5.3%	3.3%	3.4%	5.3%	7.0%	7.5%
营业外收支	10	69	-37	0	0	0
税前利润	1,574	1,182	1,360	3,350	5,292	7,054
利润率	5.3%	3.5%	3.4%	5.3%	7.0%	7.5%
所得税	-177	-139	-219	-536	-847	-1,129
所得税率	11.3%	11.8%	16.1%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	1,397	1,043	1,141	2,814	4,446	5,925
少数股东损益	16	1	0	1	1	1
归属于母公司的净利润	1,381	1,042	1,141	2,813	4,445	5,924
净利率	4.7%	3.1%	2.8%	4.5%	5.9%	6.3%

资产负债表（人民币百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	13,542	16,029	18,409	19,214	17,989	22,410
应收账款	9,223	7,428	12,273	17,401	20,641	25,755
存货	5,351	8,363	13,250	17,292	20,262	25,113
其他流动资产	3,348	2,684	3,747	4,341	4,967	5,829
流动资产	31,463	34,503	47,679	58,247	63,859	79,107
%总资产	69.7%	68.3%	65.4%	63.4%	61.7%	63.2%
长期投资	611	723	1,046	1,251	1,456	1,661
固定资产	11,587	13,193	19,491	26,415	31,759	37,533
%总资产	25.7%	26.1%	26.7%	28.8%	30.7%	30.0%
无形资产	961	1,159	1,738	2,126	2,457	2,781
非流动资产	13,678	16,032	25,192	33,561	39,635	46,122
%总资产	30.3%	31.7%	34.6%	36.6%	38.3%	36.8%
资产总计	45,141	50,535	72,871	91,808	103,495	125,229
短期借款	8,923	8,102	13,391	11,729	19,304	29,386
应付款项	15,191	16,716	23,864	27,284	27,562	33,447
其他流动负债	6,611	4,730	9,549	11,604	12,641	14,569
流动负债	30,725	29,548	46,804	50,617	59,508	77,402
长期贷款	384	396	399	399	399	399
其他长期负债	4,978	8,076	12,111	12,366	12,494	12,779
负债	36,087	38,021	59,314	63,382	72,401	90,580
普通股股东权益	8,803	12,509	13,552	28,420	31,087	34,641
其中：股本	4,206	8,000	8,000	10,000	10,000	10,000
未分配利润	3,912	4,013	5,113	6,801	9,468	13,023
少数股东权益	252	5	5	6	7	8
负债股东权益合计	45,141	50,535	72,871	91,808	103,495	125,229

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	n.a	0.13	0.14	0.28	0.44	0.59
每股净资产	n.a	1.56	1.69	2.84	3.11	3.46
每股经营现金净流	n.a	0.24	0.29	0.22	0.35	0.86
每股股利	0.000	0.00	0.00	0.11	0.18	0.24
回报率						
净资产收益率	15.69%	8.33%	8.42%	9.90%	14.30%	17.10%
总资产收益率	3.06%	2.06%	1.57%	3.06%	4.29%	4.73%
投入资本收益率	11.01%	10.35%	7.85%	10.00%	11.53%	11.83%
增长率						
主营业务收入增长率	20.32%	14.14%	20.53%	55.23%	19.87%	24.78%
EBIT增长率	139.43%	8.28%	3.45%	88.55%	44.30%	30.02%
净利润增长率	404.52%	-24.57%	9.59%	146.48%	57.99%	33.29%
总资产增长率	35.59%	11.95%	44.20%	25.99%	12.73%	21.00%
资产管理能力						
应收账款周转天数	75.9	55.4	53.2	70.0	70.0	70.0
存货周转天数	78.9	87.4	112.3	120.0	120.0	120.0
应付账款周转天数	104.9	90.5	92.4	88.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	135.3	136.1	153.5	122.0	113.6	98.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-46.97%	-62.68%	-35.72%	-25.71%	4.80%	20.64%
EBIT利息保障倍数	6.4	2.6	2.4	5.0	5.9	5.7
资产负债率	79.94%	75.24%	81.40%	69.04%	69.96%	72.33%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	4	9	13	13
增持	1	2	7	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.33	1.44	1.41	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-01-25	买入		12.06 ~ 12.06

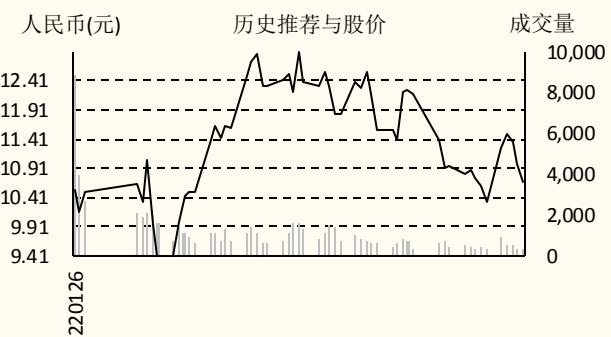
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 15%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路1088号
紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
嘉里建设广场T3-2402