

公司研究

2022H1 组件销售全球第一，TOPCon 产品指标及产能行业领先

——晶科能源（688223.SH）2022 年半年报点评

要点

事件：公司发布 2022 年半年度报告，2022H1 实现营业收入 334.07 亿元，同比增长 112.44%，实现归母净利润 9.05 亿元，同比增长 60.14%；其中 2022Q2 实现归母净利润 5.40 亿元，同比增长 55.52%，环比增长 25.64%。

2022H1 组件销售规模全球第一，全年有较大概率完成 35~40GW 组件出货目标。2022H1 公司实现组件销售 18.21GW，位居全球第一（天合、隆基、晶澳分列二-四位），预计 2022Q3 实现组件出货 9~10GW，全年有较大概率完成 35~40GW 的组件出货目标（在 Q3 实现目标情况下 2022Q4 出货超 8GW 即可完成）。2022H1 公司组件出货结构持续优化，其在组件价格接受度和产品盈利性较好的欧洲市场出货占比最高（26%），上半年分销占比约 50%，大尺寸产品出货占比超 80%。

产能持续扩张，一体化率提升+财务费用率降低将提升公司盈利水平。截至 2021 年末，公司单晶硅片/电池片/组件产能分别达到约 32.5/24/45GW；随着 2022 年公司越南、合肥、海宁等地的硅片及电池产能陆续投产，2022 年底公司单晶硅片/电池片/组件产能将达到 60/55/65GW，全产业链一体化率将提升至 90%+；叠加公司 A 股上市后有望解决资金短缺的短板，进一步降低财务费用率，我们预计公司盈利能力将持续提升。

TOPCon 产品各项指标行业领先，2022 年出货量有望达 10GW。截至 2022 年 8 月公司 TOPCon 电池量产效率超过 24.8%，良率及成本均接近 PERC 电池，产能达到 16GW；未来随着尖山二期（11GW）及合肥二期（8GW）电池产能投产，公司 TOPCon 电池产能将达 35GW。公司预计 TOPCon 组件 2022 年出货量将达 10GW，2023 年出货占公司组件销售比重超过 50%，其销售单价的溢价和成本的稳步下降将持续提升公司盈利能力并保障业绩快速增长。

维持“买入”评级：根据公司后续产能规划，我们上调 23/24 年盈利预测，预计公司 22-24 年实现归母净利润 28.41/46.93/59.04 亿元（维持/上调 8%/上调 17%），对应 EPS 为 0.28/0.47/0.59 元，当前股价对应 22-24 年 PE 分别为 56/34/27 倍。在光伏装机需求高速增长、组件竞争格局改善、市场集中度逐步提升的背景下，公司的品牌、渠道及产品竞争力优势将保障公司组件出货量的持续提升；同时公司在技术创新的不断投入使得公司在 TOPCon 产品的产能、出货、良率、成本等方面行业领先，新产品的规模化销售提升公司盈利能力，**维持“买入”评级。**

风险提示：装机不及预期；TOPCon 产品成本降幅、产品销售量不及预期；产能过剩价格战激烈程度高于预期；技术迭代速度超预期；次新股调整及波动风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	33,660	40,570	66,525	87,794	99,647
营业收入增长率	14.14%	20.53%	63.98%	31.97%	13.50%
净利润（百万元）	1,042	1,141	2,841	4,693	5,904
净利润增长率	-24.57%	9.59%	148.91%	65.17%	25.80%
EPS（元）	0.13	0.14	0.28	0.47	0.59
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.33%	8.42%	10.96%	15.54%	16.68%
P/E	122	112	56	34	27
P/B	10.2	9.4	6.1	5.3	4.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-08-26

注：公司 A 股上市后，总股本从 2021 年的 80 亿股提升至 2022 年的 100 亿股

买入（维持）

当前价：15.93 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsecn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsecn.com

分析师：黄帅斌

执业证书编号：S0930520080005

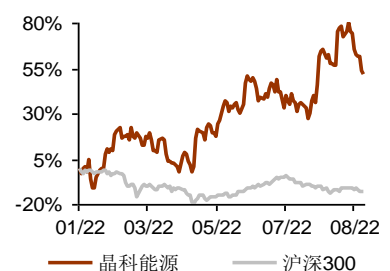
021-52523828

huangshuaibin@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	100.00
总市值(亿元):	1593.00
一年最低/最高(元):	8.49/19.35
近 3 月换手率:	33.00%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.57	9.53	65.90
绝对	-6.35	12.33	51.20

资料来源：Wind

相关研报

组件盈利持续修复，2022 年 TOPCon 产品出货量有望达 10GW——晶科能源（688223.SH）2021 年年报点评（2022-04-24）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	33,660	40,570	66,525	87,794	99,647
营业成本	28,629	35,135	57,566	75,481	85,336
折旧和摊销	1,307	1,606	2,268	2,683	3,071
税金及附加	99	119	200	263	299
销售费用	895	891	1,510	1,844	1,993
管理费用	841	1,133	1,856	2,177	2,292
研发费用	706	716	1,231	1,536	1,694
财务费用	940	1,062	986	1,079	1,200
投资收益	-30	227	200	200	200
营业利润	1,112	1,397	3,418	5,622	7,065
利润总额	1,182	1,360	3,385	5,591	7,034
所得税	139	219	544	899	1,130
净利润	1,043	1,141	2,841	4,693	5,904
少数股东损益	1	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,042	1,141	2,841	4,693	5,904
EPS(元)	0.13	0.14	0.28	0.47	0.59

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,508	3,229	3,910	4,179	7,072
净利润	1,042	1,141	2,841	4,693	5,904
折旧摊销	1,307	1,606	2,268	2,683	3,071
净营运资金增加	2,467	1,912	12,111	13,222	7,999
其他	-2,308	-1,431	-13,310	-16,418	-9,901
投资活动产生现金流	-3,867	-9,131	-3,626	-3,850	-3,850
净资本支出	-3,880	-9,145	-4,050	-4,050	-4,050
长期投资变化	9	315	0	0	0
其他资产变化	4	-301	424	200	200
融资活动现金流	2,908	5,684	11,244	9,242	2,111
股本变化	3,794	0	2,000	0	0
债务净变化	-808	5,292	2,691	10,747	4,016
无息负债变化	2,742	16,002	1,626	2,632	1,106
净现金流	1,547	-252	11,528	9,571	5,334

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	14.9%	13.4%	13.5%	14.0%	14.4%
EBITDA 率	12.9%	13.2%	10.2%	10.9%	11.5%
EBIT 率	8.7%	8.9%	6.8%	7.8%	8.5%
税前净利润率	3.5%	3.4%	5.1%	6.4%	7.1%
归母净利润率	3.1%	2.8%	4.3%	5.3%	5.9%
ROA	2.1%	1.6%	3.2%	4.4%	5.0%
ROE (摊薄)	8.3%	8.4%	11.0%	15.5%	16.7%
经营性 ROIC	12.4%	10.9%	9.0%	10.1%	10.7%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	75%	81%	71%	72%	70%
流动比率	1.17	1.02	1.19	1.19	1.23
速动比率	0.88	0.74	0.92	0.94	0.98
归母权益/有息债务	1.47	0.98	1.57	1.11	1.13
有形资产/有息债务	5.78	5.14	5.32	3.87	3.70

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	50,535	72,871	89,568	107,215	117,536
货币资金	16,029	18,409	29,936	39,507	44,841
交易性金融资产	314	224	0	0	0
应收账款	4,644	7,193	8,043	9,587	10,642
应收票据	1,829	3,944	4,657	6,146	6,975
其他应收款 (合计)	486	670	998	1,317	1,495
存货	8,363	13,250	14,158	16,372	17,687
其他流动资产	1,595	1,842	1,842	1,842	1,842
流动资产合计	34,503	47,679	62,075	77,929	87,034
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	9	315	315	315	315
固定资产	12,550	17,062	19,648	21,412	22,584
在建工程	643	2,430	1,615	1,207	1,004
无形资产	796	1,146	1,157	1,167	1,177
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	708	2,702	2,702	2,702	2,702
非流动资产合计	16,032	25,192	27,493	29,286	30,502
总负债	38,021	59,314	63,631	77,011	82,133
短期借款	7,277	11,690	14,381	25,129	29,144
应付账款	6,849	10,933	11,513	11,322	12,800
应付票据	9,334	11,989	12,665	15,096	14,507
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	1,411	2,921	2,921	2,921	2,921
流动负债合计	29,548	46,804	52,158	65,538	70,660
长期借款	396	399	399	399	399
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	6,976	615	615	615	615
非流动负债合计	8,473	12,510	11,473	11,473	11,473
股东权益	12,514	13,557	25,937	30,204	35,403
股本	8,000	8,000	10,000	10,000	10,000
公积金	614	655	8,662	9,131	9,722
未分配利润	4,013	5,113	7,486	11,283	15,893
归属母公司权益	12,509	13,552	25,932	30,198	35,398
少数股东权益	5	5	5	5	5

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	2.66%	2.20%	2.27%	2.10%	2.00%
管理费用率	2.50%	2.79%	2.79%	2.48%	2.30%
财务费用率	2.79%	2.62%	1.48%	1.23%	1.20%
研发费用率	2.10%	1.77%	1.85%	1.75%	1.70%
所得税率	12%	16%	16%	16%	16%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.00	0.02	0.04	0.07	0.09
每股经营现金流	0.31	0.40	0.39	0.42	0.71
每股净资产	1.56	1.69	2.59	3.02	3.54
每股销售收入	4.21	5.07	6.65	8.78	9.96

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	122	112	56	34	27
PB	10.2	9.4	6.1	5.3	4.5
EV/EBITDA	31.9	27.0	25.9	19.5	16.5
股息率	0.0%	0.1%	0.3%	0.4%	0.6%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE