晶科能源（688223）

发行 GDR 强化海外布局，增强抗风险能力、巩固竞争优势

买入（维持）

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	82676	118682	93176	110763	123365
同比（%）	103.79	43.55	(21.49)	18.87	11.38
归母净利润（百万元）	2939	7440	1290	3116	3960
同比（%）	157.46	153.20	(82.67)	141.58	27.10
EPS-最新摊薄（元/股）	0.29	0.74	0.13	0.31	0.40
P/E（现价&最新摊薄）	29.11	11.50	66.33	27.46	21.60

投资要点

- **事件：**10 月 20 日晚，公司公告拟在德交所发行境外 GDR，预计新增基础证券 A 股股票不超过总股本 10%，拟募资总额不超 45 亿元，发行价将不低于定价基准日前 20 交易日收盘价均价 90%，以 10 月 18 日收盘价测算不超过总股本 5.8%。
- **加大海外布局，优化财务结构。**公司本次 GDR 募资总额不超过人民币 45 亿元（或等值外币），募集净额将用于美国 1GW 高效组件（投资总额 4.99 亿元、拟投入募资 4.99 亿元）、山西二期 14GW 一体化生产基地建设项目（投资总额 46.4 亿元、拟投入募资 27.4 亿元）及补流或还款 12.6 亿元。其中山西二期基地为前期规划扩产项目，目前处于建设期中、预计年底投产；新增美国 1GW 组件扩产将于 GDR 完成发行后进行推进，预计 6-9 个月完成扩产。本次 GDR 发行募资将有效缓解公司经营规模扩大带来的资金压力，优化资本结构，增强公司核心竞争力；同时增加高溢价市场产能，助力公司灵活应对国际贸易壁垒。
- **计划 25H1 完成发行，海外品牌能力助力 GDR。**本次 GDR 发行上，公司仍需先完成境内基础股份发行的审核申请，预计将在今年年底前向德国提交招股书、并在国内证监会完成备案，计划于明年上半年完成审核和发行工作。本次 GDR 发行基于中欧金融深化大背景，监管层面对于融资审慎态度并未改变，融资名额有限，公司海外品牌渠道能力助力 GDR 发行。
- **出货维持龙一，24Q3 保持稳健。**公司 24H1 组件销售约 43.8GW，同增 44%，其中 N 型出货约 35.9GW，组件出货海外占比约 65%；其中 24Q2 出货约 23.8GW，同增 36%，环增 19%，N 型占比约 85%。24Q3 排产基本环比持平，预计 24Q3 出货约 23-25GW，美国出货占比提升至 10-15%，出货维持龙一地位，整体经营保持稳健。10 月底公司澳洲光伏展将发布高效产品，正面功率或将于 BC 产品基本持平，技术实力保持领先。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持公司盈利预测，我们预计公司 2024-2026 年归母净利 12.9/31.2/39.6 亿元，同比-83%/+142%/+27%，考虑公司龙头地位，维持“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧、政策不及预期。

2024 年 10 月 21 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 郭亚男
执业证书：S0600523070003
guoyn@dwzq.com.cn
证券分析师 徐铖嵘
执业证书：S0600524080007
xucr@dwzq.com.cn

股价走势

市场数据

收盘价(元)	8.55
一年最低/最高价	6.22/10.79
市净率(倍)	2.64
流通 A 股市值(百万元)	26,578.94
总市值(百万元)	85,544.46

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.23
资产负债率(%,LF)	73.17
总股本(百万股)	10,005.20
流通 A 股(百万股)	3,108.65

相关研究

《晶科能源(688223)：出货稳居全球龙一，保持技术领先优势》

2024-09-18

《晶科能源(688223)：市场盈利分化明显，出货排名仍居首位》

2024-05-26

请务必阅读正文之后的免责声明部分

晶科能源三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	**82,611**	**76,922**	**106,008**	**121,276**
货币资金及交易性金融资产	27,940	28,543	42,149	50,361
经营性应收款项	31,265	25,145	27,566	31,123
存货	18,216	17,705	30,381	33,456
合同资产	268	341	328	408
其他流动资产	4,922	5,188	5,584	5,927
非流动资产	**49,506**	**46,434**	**43,875**	**41,050**
长期股权投资	1,077	1,458	1,615	1,884
固定资产及使用权资产	37,729	34,086	29,795	25,648
在建工程	3,774	3,779	4,469	4,713
无形资产	2,432	3,075	3,857	4,569
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	619	119	169	219
其他非流动资产	3,875	3,917	3,969	4,016
资产总计	**132,117**	**123,355**	**149,882**	**162,326**
流动负债	**71,841**	**60,780**	**83,732**	**91,725**
短期借款及一年内到期的非流动负债	9,351	6,096	6,096	5,596
经营性应付款项	48,736	39,896	55,350	61,213
合同负债	6,219	7,651	15,121	17,925
其他流动负债	7,535	7,137	7,164	6,991
非流动负债	25,915	26,125	26,235	26,345
长期借款	3,618	3,628	3,638	3,648
应付债券	9,182	9,182	9,182	9,182
租赁负债	550	750	850	950
其他非流动负债	12,565	12,565	12,565	12,565
负债合计	**97,756**	**86,906**	**109,967**	**118,070**
归属母公司股东权益	34,360	36,450	39,916	44,256
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	**34,360**	**36,450**	**39,916**	**44,256**
负债和股东权益	**132,117**	**123,355**	**149,882**	**162,326**

利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	**118,682**	**93,176**	**110,763**	**123,365**
营业成本(含金融类)	102,016	85,479	100,810	112,033
税金及附加	372	214	222	247
销售费用	2,609	2,236	2,467	2,641
管理费用	2,647	2,050	2,326	2,529
研发费用	1,578	1,400	1,551	1,665
财务费用	(6)	263	433	104
加:其他收益	1,174	1,211	1,440	1,604
投资净收益	(48)	326	277	179
公允价值变动	69	(60)	80	80
减值损失	(1,436)	(1,200)	(589)	(700)
资产处置收益	(114)	(280)	(498)	(617)
营业利润	**9,112**	**1,530**	**3,664**	**4,693**
营业外净收支	(418)	5	45	22
利润总额	**8,694**	**1,535**	**3,709**	**4,715**
减:所得税	1,253	246	593	754
净利润	**7,440**	**1,290**	**3,116**	**3,960**
减:少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**7,440**	**1,290**	**3,116**	**3,960**
每股收益-最新股本摊薄(元)	0.74	0.13	0.31	0.40
EBIT	9,866	1,796	3,388	4,250
EBITDA	18,036	7,701	10,270	11,028
毛利率(%)	14.04	8.26	8.99	9.19
归母净利率(%)	6.27	1.38	2.81	3.21
收入增长率(%)	43.55	(21.49)	18.87	11.38
归母净利润增长率(%)	153.20	(82.67)	141.58	27.10

现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	24,816	7,576	18,806	13,856
投资活动现金流	(20,128)	(3,142)	(4,739)	(4,689)
筹资活动现金流	3,434	(3,732)	(520)	(1,015)
现金净增加额	8,692	703	13,546	8,153
折旧和摊销	8,170	5,905	6,882	6,778
资本开支	(19,953)	(2,558)	(3,916)	(3,468)
营运资本变动	8,406	(1,563)	7,442	1,408

重要财务与估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E
每股净资产(元)	3.33	3.54	3.88	4.32
最新发行在外股份（百万股）	10,005	10,005	10,005	10,005
ROIC(%)	17.05	2.67	4.92	5.79
ROE-摊薄(%)	21.65	3.54	7.81	8.95
资产负债率(%)	73.99	70.45	73.37	72.74
P/E（现价&最新股本摊薄）	11.50	66.33	27.46	21.60
P/B（现价）	2.57	2.42	2.20	1.98

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。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

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