

晶科科技(601778)

全国第二大民营光伏运营商，平价开启高速发展之路

——晶科科技首次覆盖报告

 张爱宁(分析师)	 翟堃(分析师)
 010-83939820	 021-38675862
 zhangaining@gtjas.com	 zhaikun@gtjas.com
证书编号 S0880520120003	S0880517100004

本报告导读:

公司是全国第二大民营光伏运营商，拥有丰富的电站建设和运维经验，未来公司将大力发展平价项目，规模有望迅速扩张。

投资要点:

- 投资建议:** 公司是全国第二大民营光伏运营商，预计 2020-2022 年 eps 分别为 0.22、0.24、0.34 元，bps 分别为 4.35、6.13、7.94 元，给予公司 2021 年行业平均 1.7 倍 PB，目标价 10.42 元，首次覆盖给予增持评级。
- 全国第二大民营光伏运营商，光伏电站运营与 EPC 协同发展。** 公司 2016 年从晶科能源拆分，2020 年 5 月在 A 股上市，主营业务为光伏电站运营和光伏电站 EPC，其中光伏电站运营为公司主要利润来源。截至 2020 年 6 月底，公司控股在运光伏电站 304.5 万千瓦，其中集中式电站 224.3 万千瓦，分布式电站 80.3 万千瓦，装机容量位居行业前列，在民营企业中仅次于协鑫新能源，为第二大民营光伏运营商。
- 电站建设运维经验丰富，大力发展平价项目。** 光伏项目开发已进入平价时代，2020 年上半年公司着重发力平价项目，凭借自身优势，平价项目申报全部中标。根据 2020 年 7 月公布的 2020 年光伏平价上网项目清单，公司平价项目中标规模位居民企前三。未来公司将继续大力发展平价项目，我们预计公司装机容量有望迅速扩张。
- 补贴拖欠问题有望解决，未来现金流有望持续改善。** 2018 年起，新能源补贴拖欠问题逐渐显露，公司为加快资金使用效率，优化资产结构，自 2019 年起持续对外转让部分带补贴电站（2020 年上半年出售 2 个项目，装机容量 15 万千瓦）。我们预计进入全面平价后，新增项目无补贴困扰，同时存量拖欠补贴有望逐步回收，叠加公司出售部分资产回笼资金，公司现金流有望持续改善。
- 风险提示:** 融资成本上升、平价项目收益率不及预期

财务摘要(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7,066	5,340	3,739	3,399	4,173
(+/-)%	74%	-24%	-30%	-9%	23%
经营利润(EBIT)	1,977	1,587	1,354	1,196	1,500
(+/-)%	55%	-20%	-15%	-12%	25%
净利润	902	729	608	664	943
(+/-)%	34%	-19%	-17%	9%	42%
每股净收益(元)	0.33	0.26	0.22	0.24	0.34
每股股利(元)	0.00	0.03	0.02	0.02	0.03
利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率(%)	28.0%	29.7%	36.2%	35.2%	36.0%
净资产收益率(%)	12.0%	8.8%	5.1%	3.9%	4.3%
投入资本回报率(%)	12.7%	9.3%	6.3%	4.4%	4.2%
EV/EBITDA	1.51	2.37	10.94	12.34	13.18
市盈率	20.76	25.69	30.79	28.18	19.85
股息率(%)	0.0%	0.4%	0.3%	0.4%	0.5%

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 10.42

当前价格: 6.77

2021.01.20

交易数据

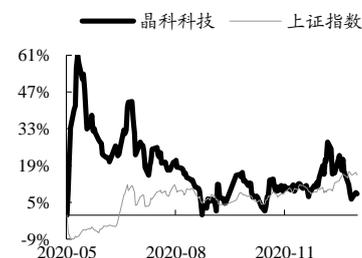
52 周内股价区间(元)	6.27-10.10
总市值(百万元)	18,722
总股本/流通 A 股(百万股)	2,766/595
流通 B 股/H 股(百万)	0/0
流通股比例	22%
日均成交量(百万股)	24.77
日均成交值(百万元)	178.05

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	11,001
每股净资产	3.98
市净率	1.7
净负债率	32.03%

EPS(元)	2019A	2020E
Q1	-0.03	-0.01
Q2	0.11	0.09
Q3	0.09	0.07
Q4	0.08	0.07
全年	0.26	0.22

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-5%	-3%	
相对指数	-10%	-11%	-16%

模型更新时间: 2021.01.20

股票研究

公用事业
电力

晶科科技(601778)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 10.42

当前价格: 6.77

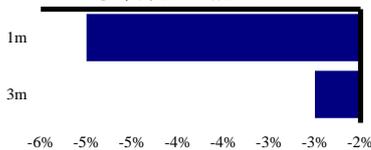
公司网址

cn.jinkopower.com

公司简介

公司成立于 2011 年, 是专业从事清洁能源的服务商, 晶科电力主营业务主要分为光伏电站运营和光伏电站 EPC 两大板块, 涉及太阳能光伏的电站开发、电站投资、电站建设、电站运营和电站管理等环节, 以及光伏电站 EPC 工程总承包、电站运营综合服务解决方案等。近年来, 作为公司核心业务的光伏电站运营取得高速发展, 通过自行开发建造、收购等方式, 在全国范围内投资开发光伏发电项目, 行业地位和市场竞争力不断提升。

绝对价格回报 (%)



52 周内价格范围

6.27-10.10

市值 (百万)

18,722

财务预测 (单位: 百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
损益表					
营业总收入	7,066	5,340	3,739	3,399	4,173
营业成本	4,746	3,394	2,025	1,875	2,270
税金及附加	45	19	19	17	21
销售费用	30	42	37	34	42
管理费用	263	292	299	272	334
EBIT	1,977	1,587	1,354	1,196	1,500
公允价值变动收益	15	0	0	0	0
投资收益	19	113	112	340	417
财务费用	946	956	884	877	977
营业利润	1,084	828	681	744	1,057
所得税	113	53	68	74	106
少数股东损益	8	6	5	6	8
净利润	902	729	608	664	943
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1,750	1,490	1,374	2,175	1,417
其他流动资产	1,055	988	988	988	988
长期投资	170	544	544	944	1,344
固定资产合计	17,202	16,948	17,552	13,991	17,465
无形及其他资产	254	262	262	262	262
资产合计	31,186	29,617	29,942	30,834	31,152
流动负债	11,381	10,541	7,115	6,467	7,220
非流动负债	12,220	10,750	11,350	12,050	14,710
股东权益	7,585	8,326	12,106	17,025	22,057
投入资本(IC)	13,821	15,997	19,445	24,691	32,411
现金流量表					
NOPLAT	1,758	1,481	1,218	1,077	1,350
折旧与摊销	1,002	1,018	1,026	876	701
流动资金增量	1,631	2,527	2,560	-394	804
资本支出	-1,998	-2,001	-1,400	-1,000	-3,800
自由现金流	2,393	3,025	3,404	558	-946
经营现金流	1,758	1,213	-131	2,503	1,435
投资现金流	-2,073	-1,688	-1,288	-1,060	-3,783
融资现金流	-195	429	1,303	-642	1,590
现金流净增加额	-510	-46	-116	801	-758
财务指标					
成长性					
收入增长率	74.3%	-24.4%	-30.0%	-9.1%	22.8%
EBIT 增长率	54.5%	-19.7%	-14.7%	-11.6%	25.4%
净利润增长率	34.3%	-19.2%	-16.6%	9.3%	41.9%
利润率					
毛利率	32.8%	36.4%	45.9%	44.8%	45.6%
EBIT 率	28.0%	29.7%	36.2%	35.2%	36.0%
净利润率	12.8%	13.6%	16.3%	19.5%	22.6%
收益率					
净资产收益率(ROE)	12.0%	8.8%	5.1%	3.9%	4.3%
总资产收益率(ROA)	2.9%	2.5%	2.0%	2.2%	3.1%
投入资本回报率(ROIC)	12.7%	9.3%	6.3%	4.4%	4.2%
运营能力					
存货周转天数	8.8	4.2	4.2	4.2	4.2
应收账款周转天数	304.1	430.9	400.0	400.0	400.0
总资产周转天数	1,610.9	2,024.4	2,922.7	3,310.7	2,724.5
净利润现金含量	1.9	1.7	-0.2	3.8	1.5
资本支出/收入	28.3%	37.5%	37.4%	29.4%	91.1%
偿债能力					
资产负债率	75.7%	71.9%	61.7%	60.1%	70.4%
净负债率	59.1%	74.2%	49.3%	32.3%	40.5%
估值比率					
PE	20.76	25.69	30.79	28.18	19.85
PB	0.00	0.00	1.67	1.18	0.91
EV/EBITDA	1.51	2.37	10.94	12.34	13.18
P/S	2.08	2.75	5.01	5.51	4.49
股息率	0.0%	0.4%	0.3%	0.4%	0.5%

