

业绩超预期，一体化率提升

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年报, 实现营业收入 729.9 亿元, 同比增长 76.7%; 实现归母净利润 55.3 亿元, 同比增长 171.4%, 业绩接近前期业绩预告上限, 超市场预期。
- **业绩超市场预期, 盈利能力、质量均大幅提升。** 2022 年, 公司经营活动产生的现金流量净额 81.9 亿元, 同比增长 118.3%; 净资产收益率 24.2%, 同比大幅提升 11.1pp。截至 2022 年底, 公司资产负债率 58.3%, 同比下降 5.1pp。2022 年公司电池组件出货量 39.75GW (含自持电站 672MW), 同比增长 56.2%。其中组件海外出货量占比约 58%, 分销出货量占比约 35%。全年组件销售均价 1.85 元/W, 同比提升约 0.21 元/W。多晶硅价格大幅上涨背景下, 公司完善垂直一体化产业链, 推进一体两翼战略, 成本管控取得良好成效。电池组件毛利率 14.3%, 同比小幅提升 0.1pct。电池组件单瓦净利达 0.14 元/W, 较 2021 年的 0.08 元/W 大幅提升。公司确认汇兑收益 7.2 亿元 (21 年汇兑亏损 4.2 亿元), 因套保产生公允价值变动损失 2.0 亿元, 参股新特硅料项目投资收益 2.1 亿元。此外, 公司计提资产减值损失 11.1 亿元, 资产处置损失 1.6 亿元。
- **受益高价市场订单交付、运费下降, 22Q4 单瓦净利持续提升。** 22Q4 电池组件出货量 12.33GW, 单瓦净利接近 0.18 元/W, 环比提升超 0.03 元/W。在 22Q4 计提 7.7 亿资产减值及 1.6 亿资产处置收益的情况下, 公司盈利环比仍持续提升, 主要原因是: 1) 高价市场订单交付比例提升, 22H1 组件销售均价 1.81 元/W, 22H2 提升至 1.87 元/W, 预计 22Q4 美国出货环比有较大增长; 2) 运费下降, 22H1 平均运费约 0.13 元/W, 22H2 下降至 0.10 元/W, 22H1、22H2 组件平均成本稳定在 1.58 元/W 左右。
- **一体化率提升, N 型电池、海外产能持续加码。** 公司进一步完善一体化产能布局, 截至 2022 年底, 硅片、电池、组件产能分别达 40GW、40GW、50GW。预计 2023 年底产能分别提升至 70GW、70GW、80GW, 一体化率进一步提升至接近 90%。目前公司 N 型电池规划产能近 100GW, 预计 2023 年末 N 型电池产能将达到近 40GW。海外产能方面, 越南已形成 4GW 硅片、电池、组件一体化产能, 预计 2023 年底一体化产能提升至 6GW。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 90.2 亿元、113.1 亿元、137.0 亿元, 对应 PE 分别为 14.2 倍、11.4 倍、9.4 倍。公司作为组件龙头, 深耕一体化战略, N 型电池产能持续加码, 美国高盈利市场出货顺利, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 全球光伏装机波动风险; 美国、欧洲贸易政策风险; 汇率波动风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	72989.40	98175.22	112334.51	130919.58
增长率	76.72%	34.51%	14.42%	16.54%
归属母公司净利润(百万元)	5532.87	9018.00	11306.28	13701.80
增长率	171.40%	62.99%	25.37%	21.19%
每股收益 EPS(元)	2.35	3.83	4.80	5.81
净资产收益率 ROE	18.36%	23.28%	22.99%	22.38%
PE	23	14	11	9
PB	4.67	3.54	2.75	2.19

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn

分析师: 敖颖晨
执业证号: S1250521080001
电话: 021-58351917
邮箱: ayc@swsc.com.cn

联系人: 谢尚师
电话: 021-58351679
邮箱: xss@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	23.57
流通 A 股(亿股)	23.44
52 周内股价区间(元)	52.54-100.54
总市值(亿元)	1,283.83
总资产(亿元)	569.67
每股净资产(元)	10.31

相关研究

1. 晶澳科技(002459): 盈利超预期, N 型产品量产加速 (2022-10-29)
2. 晶澳科技(002459): 出货量大幅增长, 加码 N 型电池产业化 (2022-08-28)
3. 晶澳科技(002459): 市占率持续提升, 推进一体化战略 (2022-05-05)

盈利预测

关键假设：

假设 1: 公司产能稳步扩张, 出货量稳步提升, 2023~2025 年组件出货量分别为 60GW、80GW 和 100GW;

假设 2: 随着硅料价格下降, 电池组件毛利率持续回升, 预计 2023~2025 年毛利率分别为 16.39%、17.36%、17.72%;

假设 3: 电站及其他业务收入及毛利率水平保持稳定。

基于以上假设, 我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
太阳能电池组件	收入	70,344.58	95,575.22	109,734.51	128,318.58
	增速	78.27%	35.87%	14.81%	16.94%
	成本	60,277.55	79,911.50	90,683.19	105,575.22
	毛利率	14.31%	16.39%	17.36%	17.72%
光伏电站运营	收入	423.04	600.00	600.00	600.00
	增速	-3.03%	41.83%	0.00%	0.00%
	成本		210.00	210.00	210.00
	毛利率		65.00%	65.00%	65.00%
其他	收入	2,221.78	2,000.00	2,000.00	2,001.00
	增速	58.13%	-9.98%	0.00%	0.05%
	成本		1,625.00	1,625.00	1,625.95
	毛利率		18.75%	18.75%	18.74%
合计	收入	72,989.40	98,175.22	112,334.51	130,919.58
	增速	76.72%	34.51%	14.42%	16.54%
	成本	62,204.70	81,746.50	92,518.19	107,411.17
	毛利率	14.78%	16.73%	17.64%	17.96%

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	72989.40	98175.22	112334.51	130919.58	净利润	5539.53	9068.00	11356.28	13751.80
营业成本	62204.70	81746.50	92518.19	107411.17	折旧与摊销	2791.90	3206.60	3948.55	4742.94
营业税金及附加	241.85	294.53	337.00	392.76	财务费用	-529.34	482.91	497.83	457.87
销售费用	1050.01	1374.45	1572.68	1832.87	资产减值损失	-1108.83	-500.00	-500.00	-500.00
管理费用	2714.42	3583.40	4100.21	4778.56	经营营运资本变动	93.21	-3184.90	-1054.12	67.88
财务费用	-529.34	482.91	497.83	457.87	其他	1400.03	164.59	220.50	212.28
资产减值损失	-1108.83	-500.00	-500.00	-500.00	经营活动现金流净额	8186.49	9237.21	14469.04	18732.77
投资收益	317.22	300.00	300.00	300.00	资本支出	-5797.42	-7000.00	-8000.00	-9000.00
公允价值变动损益	-198.90	20.00	20.00	20.00	其他	-1417.78	588.48	320.00	320.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-7215.19	-6411.52	-7680.00	-8680.00
营业利润	6467.58	10513.43	13128.60	15866.35	短期借款	-5805.15	-87.14	0.00	0.00
其他非经营损益	-150.50	-150.00	-150.00	-150.00	长期借款	512.72	0.00	0.00	0.00
利润总额	6317.09	10363.43	12978.60	15716.35	股权融资	5681.16	0.00	0.00	0.00
所得税	777.56	1295.43	1622.33	1964.54	支付股利	-251.57	-276.64	-901.80	-1695.94
净利润	5539.53	9068.00	11356.28	13751.80	其他	-1613.38	-2393.71	-497.83	-457.87
少数股东损益	6.66	50.00	50.00	50.00	筹资活动现金流净额	-1476.21	-2757.50	-1399.63	-2153.81
归属母公司股东净利润	5532.87	9018.00	11306.28	13701.80	现金流量净额	-410.17	68.19	5389.41	7898.96
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	12183.40	12251.58	17640.99	25539.95	成长能力				
应收和预付款项	11705.34	14435.99	17613.36	20510.84	销售收入增长率	76.72%	34.51%	14.42%	16.54%
存货	11909.31	15990.83	18125.85	21093.54	营业利润增长率	148.74%	62.56%	24.87%	20.85%
其他流动资产	2357.60	2945.26	3370.04	3927.59	净利润增长率	165.28%	63.70%	25.23%	21.09%
长期股权投资	773.75	773.75	773.75	773.75	EBITDA 增长率	53.91%	62.69%	23.74%	19.87%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	24049.40	28032.56	32273.78	36720.60	毛利率	14.78%	16.73%	17.64%	17.96%
无形资产和开发支出	1355.79	1203.65	1051.51	899.38	三费率	4.43%	5.54%	5.49%	5.40%
其他非流动资产	8014.04	7976.42	7938.79	7901.16	净利率	7.59%	9.24%	10.11%	10.50%
资产总计	72348.63	83610.04	98788.07	117366.81	ROE	18.36%	23.28%	22.99%	22.38%
短期借款	1787.14	1700.00	1700.00	1700.00	ROA	7.66%	10.85%	11.50%	11.72%
应付和预收款项	19836.03	27598.26	31244.64	36278.22	ROIC	32.65%	38.29%	36.38%	36.88%
长期借款	1776.59	1776.59	1776.59	1776.59	EBITDA/销售收入	11.96%	14.47%	15.65%	16.09%
其他负债	18785.19	13585.92	14663.09	16152.39	营运能力				
负债合计	42184.95	44660.76	49384.32	55907.19	总资产周转率	1.13	1.26	1.23	1.21
股本	2356.35	2356.51	2356.51	2356.51	固定资产周转率	4.09	4.13	3.98	4.04
资本公积	13949.29	13949.12	13949.12	13949.12	应收账款周转率	10.25	10.26	9.47	9.36
留存收益	11347.81	20089.17	30493.65	42499.51	存货周转率	6.05	5.69	5.31	5.37
归属母公司股东权益	27504.71	36240.31	46644.79	58650.65	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	86.19%	—	—	—
少数股东权益	2658.96	2708.96	2758.96	2808.96	资本结构				
股东权益合计	30163.67	38949.27	49403.75	61459.61	资产负债率	58.31%	53.42%	49.99%	47.63%
负债和股东权益合计	72348.63	83610.04	98788.07	117366.81	带息债务/总负债	8.45%	7.78%	7.04%	6.22%
					流动比率	1.09	1.22	1.34	1.46
					速动比率	0.75	0.79	0.92	1.03
					股利支付率	4.55%	3.07%	7.98%	12.38%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	8730.14	14202.94	17574.98	21067.16	每股收益	2.35	3.83	4.80	5.81
PE	23.20	14.24	11.36	9.37	每股净资产	11.67	15.38	19.79	24.89
PB	4.67	3.54	2.75	2.19	每股经营现金	3.47	3.92	6.14	7.95
PS	1.76	1.31	1.14	0.98	每股股利	0.11	0.12	0.38	0.72
EV/EBITDA	13.06	7.88	6.06	4.68					
股息率	0.20%	0.22%	0.70%	1.32%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知悉范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
北京	卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
广深	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyx@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn