

深修内功的一体化龙头，N型时代再度加码 买入（维持）

2023年03月20日

分析师
芮雯

(852) 3982 3217

ruiraven@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	41,302	70,962	96,470	115,951
同比（%）	60%	72%	36%	20%
归母净利润（百万元）	2,039	5,308	9,227	12,482
同比（%）	35%	160%	74%	35%
每股收益（元/股）	0.87	2.25	3.92	5.30
P/E（倍）	70.80	27.19	15.64	11.56

投资要点

- **垂直一体化龙头，持续稳健增长：**公司是组件龙头公司，组件业务占比超 95%，2012 年以来光伏组件生产规模一直稳居全球前十位。硅片、电池、组件方面，公司技术厚、起点高，其前身晶龙实业集团 2004 年生产单晶占全国总量 70% 以上。2006 年公司第一条光伏电池产线实现盈利，2010 年电池出货全球第一。组件曾按日本标准代工，高起点积累自有品牌。公司自 2010 年开始垂直一体化，2021 年组件全球市占率达 14%，2022Q2 组件累计出货量突破 100GW，N 型电池在建及规划达 67GW，均处于行业前列，实力强劲、稳健增长。
- **光伏需求星辰大海，N 型迭代+硅料降价组件龙头量利双升：**1) 光伏装机持续提升。2022/2023 年全球新增装机预计达 256GW/375GW，同比增长 49.7%、46.5%，2025 年/2030 年全球光伏装机将分别达到 592/1509GW，长期空间广阔。2) 品牌渠道铸就行业壁垒，组件市占率持续集中。头部企业拥有品牌渠道壁垒，预计 2023 年出货 CR5 将扩大至 77%，市占率持续集中。3) N 型渗透率加速上升+硅料降价趋势，组件盈利有望提升。预计 2023/2025 年 N 型电池市占率将接近 30%/50%，在 N 型新技术+硅料降价趋势下，组件将打开量利空间。
- **一体化+品牌渠道实力稳健：**1) 一体化水平高，成本管控铸就盈利优势。公司一体化产能配套率高达 80%，回 A 后先进产能加速投放，截至 22 年底硅片/电池/组件产能 40/40/50GW；签订多笔长单维持供应链稳定，主产业链+辅材双向管控强化一体化降本优势，公司单瓦盈利逐季攀升，2022Q4 单瓦盈利达 0.16 元/W，组件厂商中位居前列。2) 品牌渠道积淀深厚。公司海外渠道数量达 336 家，海外收入常年占比 60-70%；分布式组件出货占比逐年增加，2023 年预计增长至 50%；产品及品牌认可度高，6 次被授予欧洲顶级光伏品牌，2021 年欧洲出货在中国企业中位列第一，美国工商业组件出货位列第二；2020 年在越南和日本组件出货分别位列第二、第三；品牌获得国内外权威机构多项认证，可融资性高达 96%，助力公司 23 年海外出货占比持续提升。3) 组件出货持续提升，降本+溢价支撑高盈利水平。2023 年公司预计出货 60-65GW，全球市占率有望接近 15%。一体化降本+品牌渠道溢价+N 型占比提升，全年单瓦净利有望提升。
- **N 型技术+一体化深化成为新增长点：**1) N 型技术布局领先。公司定位 TOPCon 技术，目前主打 Deep Blue 4.0X 组件，电池量产效率达 24.8%+，度电成本较 PERC 低 4.6%；HJT 实现技术突破，平均效率达 25%；公司 22 年 5 月起大幅扩张 N 型产能，电池在建及规划近 70GW，23 年预计 N 型组件出货占比 30%+，24 年起 50%。2) 海外高价市场产能布局。公司目前海外一体化产能 4GW，东南亚产能豁免美国双反税，有利于对美出口；2023 年公司美国建厂 2GW，或将受益 IRA 法案，获得税收优惠，对美出货翻倍增长；海外市场存在溢价，2023 年公司欧美高价值市场出货占比预计超过 40%。3) 发展储能+辅材。公司深刻践行一体两翼战略规划，横向纵向双发展；首个储能项目计划建设 200MW，与储能龙头海博思创成立合资公司；加码辅材产能，目前接线盒和焊带自供率达 30%，并且新规划 500 台单晶炉和 100 吨浆料项目。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为：53.1/92.3/124.8 亿元，同比增长 160%/74%/35%，对应 EPS 为 2.25/3.92/5.30 元。考虑公司品牌和渠道积淀深厚，N 型技术领先，给予公司 2023 年 25xPE，对应目标价 97.9 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧、光伏政策超预期变化、海外拓展不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	52.80
一年最低/最高价	12.84/55.35
市净率(倍)	9.14
流通 A 股市值(百万元)	29,850.84

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.77
资产负债率(% ,LF)	39.07
总股本(百万股)	582.45
流通 A 股(百万股)	565.36

相关研究

《晶澳科技(002459)：2022 年业绩预告点评：22 Q4 单瓦盈利超预期，23 年有望量利双升！》

2023-01-15

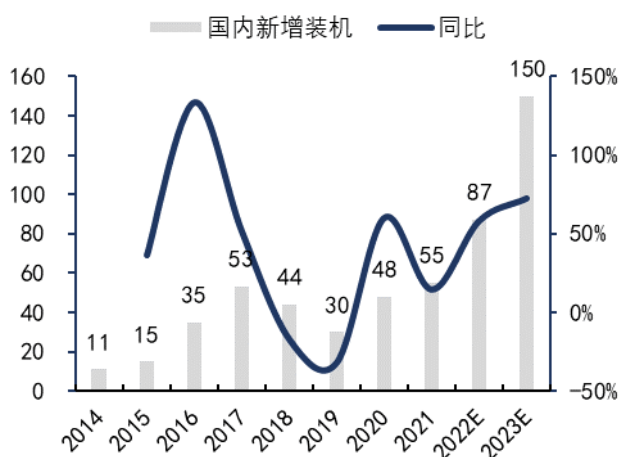
《晶澳科技(002459)：2022 年三季报点评：Q3 组件单瓦盈利超市场预期，继续看好明年量利双升》

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢 曾朵红、陈璐和郭亚男的指导。

1. 光伏需求星辰大海，组件龙头强者恒强

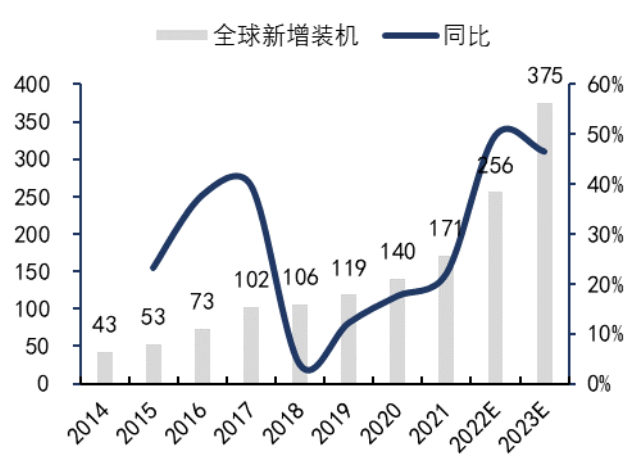
2022 年国内新增装机 87.41GW，同比增长 59%+，全球新增装机预计 256GW，同比增长 46.5%。2021 年，我国明确到 2030 年风光总发电容量达 12 亿千瓦以上，同年推动第一批 97.05GW、第二批 100GW 以上风光大基地建设，为风光装机指明方向。2022 年国内新增装机 87.41GW，同比增长 59%+，再创新高。根据我们的预测，2023 年新增光伏装机 150GW。全球装机方面，美国、欧洲、印度成为海外主要新增装机市场，东南亚、中东等市场蓬勃发展，我们预测 2022、2023 年全球光伏新增装机分别为 256GW、375GW，同比增长 49.7%、46.5%，2025 年光伏新增装机达 592GW，2030 年光伏新增装机达 1509GW。

图1：国内光伏年度新增装机情况（GW，%）



数据来源：CPIA，东吴证券（香港）

图2：全球光伏年度新增装机情况及预测（GW，%）



数据来源：IEA，东吴证券（香港）

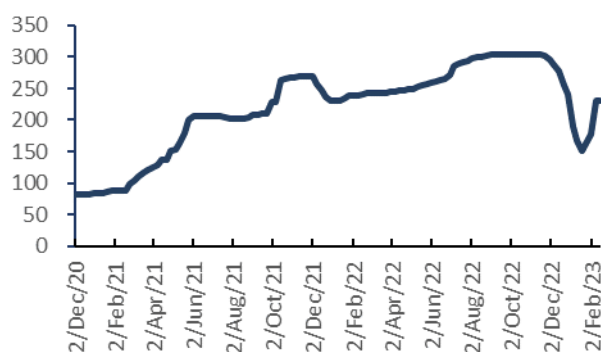
集中度持续提升，23 年光伏企业 CR5 将扩大至 77%，龙头继续领跑。随行业出货持续增长，我们预计 2023 年光伏组件 CR5 出货市占率达到 77%，光伏组件市场集中度进一步上升，头部企业更有优势。2023 年，隆基、天合、晶澳、晶科市占率均超过 10%，组件环节第一梯队格局稳固。**头部企业渠道把控、规模效应、N 型新技术构筑进入壁垒。**头部企业对销售渠道的把控是行业进入的一大壁垒。2022 年，组件头部企业分销比例均超过 30%，继续上升，预计 2023 年将会再进一步提升，组件头部企业对渠道的把控能力继续增强。海外出货方面，2023 年，头部企业海外出货继续增长，海外出货仍为出货主力，各家海外出货占比均超过 60%。扩大产能可以带来规模效应，2023 年，头部组件企业将继续扩大产能。天合、晶澳、晶科均有 15GW 以上的新增产能，其中晶澳一体化率将达到 87.5%，一体化率继续提升。2023 年 N 型电池产能将会大量释放，根据我们的测算，N 型 TOPCon 的产能将会达到 276.7GW，N 型 HJT 的产将会达到 42.45GW，由于 N 型电池比 P 型具备更高的效率，在未来降本过程中将会逐渐取代 PERC 组件，掌握 N 型先进技术的头部企业护城河会更深。

2. 硅料降价打开需求空间，组件厂量利双升

硅料产能大量释放，硅料降价成为趋势。2022-2023 年，因前期硅料短缺而大量扩建的硅料产能逐渐释放。根据 Infolink Consulting 的数据，2022 年 Q4，硅料从 300 元/吨下降至最低 150 元/吨，硅料降价趋势显现。23 年 1 月硅料价格回升系硅料厂囤货博弈所致，长期趋势仍为降价。量方面，2023 年硅料产能得到释放，下半年硅料价格下降趋势较为明确，根据测算，系统成本每下降 0.3 元/W 增加 1%IRR，组件价格下降刺激下游装机的增长，一体化厂商的出货量将会有较大提升。利方面，2022 年，产业链中电池供应仍为紧缺，电池环节仍有较好的盈利格局，未来电池环节毛利率有望回升。

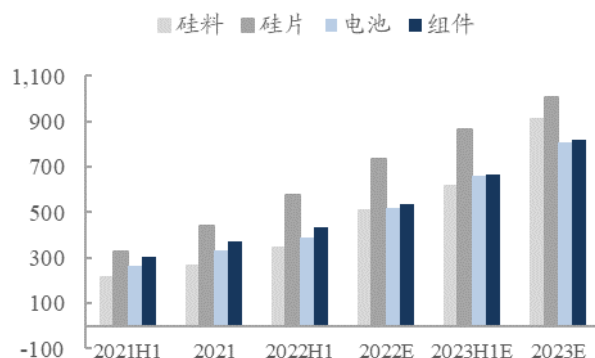
未来充电桩市场预计仍将保持较高速增长，公司产品品类已较为齐全，拥有多领域优质客户。我们预计 2022/2025 年我国新能源汽车保有量为 1280/2989 万辆，车桩比分别为 2.5/1.8，则对应 2022/2025 年充电桩保有量为 512.15/1660.75 万台，新增需求为 250.45/529.17 万台，2021-2025 年行业增量 CAGR=54.21%。目前公司已有直流充电整桩、交流充电整桩、充电模块等多种产品，功率主要为 15/20kw，已经取得国家电网、南方电网等客户的持续订单。

图3: 多晶硅致密料价格走势 (元/吨)



数据来源：公司公告、东吴证券（香港）

图4: 光伏主产业链供应情况及预测 (产能: GW)



数据来源：PVInfolink、CPIA、东吴证券（香港）

我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为：53.1/92.3/124.8 亿元，同比增长 160%/74%/35%，对应 EPS 为 2.25/3.92/5.30 元。基于公司光伏组件电池的行业龙头地位，我们分别给予组件龙头公司隆基绿能、天合光能、晶科能源、东方日升 30%、30%、30%、10%权重。如下图所示，可比公司的 2023 年动态 PE 加权均值为 19 倍。考虑公司品牌和渠道积淀深厚，N 型技术领先，我们给予公司 2023 年 25xPE，对应目标价 97.9 元，维持“买入”评级。

风险提示：竞争加剧、光伏政策超预期变化、海外拓展不及预期

晶澳科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	31,629	61,711	79,780	103,861	营业收入	41,302	70,962	96,470	115,951
现金	13,219	25,042	39,197	59,329	减:营业成本	35,260	60,113	78,981	93,413
应收账款	7,839	17,098	18,750	21,162	营业税金及附加	140	213	289	325
存货	7,957	14,822	16,229	16,635	销售费用	736	1,164	1,553	1,855
其他流动资产	2,614	4,749	5,604	6,735	管理费用	1,126	1,632	2,122	2,435
非流动资产	25,338	27,989	31,787	34,844	研发费用	574	958	1,254	1,391
长期股权投资	550	690	925	1,112	财务费用	813	-11	1,173	1,083
固定资产	15,418	17,025	18,734	20,158	资产减值损失	625	607	727	871
在建工程	4,186	4,831	6,245	7,188	加:投资净收益	425	213	579	464
无形资产	1,047	1,254	1,412	1,586	其他收益	240	238	502	600
其他非流动资产	4,137	4,189	4,471	4,800	资产处置收益	-92	-184	-241	-290
资产总计	56,967	89,700	111,567	138,706	营业利润	2,600	6,553	11,210	15,351
流动负债	32,651	57,885	70,248	84,559	加:营业外净收支	-174	-178	-286	-607
短期借款	8,883	15,883	17,883	20,883	利润总额	2,426	6,374	10,924	14,745
应付账款	13,635	27,850	34,797	42,216	减:所得税费用	338	880	1,420	1,917
其他流动负债	10,133	14,152	17,568	21,460	少数股东损益	50	187	277	346
非流动负债	7,599	9,599	9,599	9,599	归属母公司净利润	2,039	5,308	9,227	12,482
长期借款	1,264	2,587	2,587	2,587	EBIT	3,665	6,882	12,270	16,531
其他非流动负债	6,335	7,012	7,012	7,012	EBITDA	6,238	9,690	15,648	20,410
负债合计	40,250	67,484	79,847	94,158	重要财务及估值指标				
少数股东权益	223	410	687	1,033		2021	2022E	2023E	2024E
归属母公司股东权益	16,494	21,806	31,033	43,515	每股收益(元)	0.87	2.25	3.92	5.3
负债和股东权益	56,967	89,700	111,567	138,706	每股净资产(元)	10.31	13.6	19.36	27.15
					发行在外股份(百万股)	2,355	2,355	2,355	2,355
					ROIC(%)	13.07	17.01	22.3	23.37
					ROE(%)	12.36	24.34	29.73	28.68
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	毛利率(%)	14.63	15.29	18.13	19.44
经营活动现金流	3,750	9,834	21,121	26,636	销售净利率(%)	4.94	7.48	9.56	10.76
投资活动现金流	-4,010	-6,213	-7,850	-8,237	资产负债率(%)	70.65	75.23	71.57	67.88
筹资活动现金流	2,171	8,202	884	1,734	收入增长率(%)	59.8	71.81	35.95	20.19
现金净增加额	1,800	11,823	14,155	20,132	净利润增长率(%)	35.31	160.37	73.83	35.27
折旧和摊销	2,573	2,809	3,378	3,878	P/E	70.8	27.19	15.64	11.56
资本开支	-5,336	-6,235	-7,911	-8,185	P/B	5.94	4.5	3.17	2.26
其他经营资金	-1,893	-1,001	4,212	6,373					

注: 货币单位为人民币元

数据来源: Wind, 东吴证券(香港)

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点, 本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808(客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

