

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

晶澳科技(002459)

投资评级 买入

上次评级 买入

武浩 电力设备与新能源行业首席分析师

执业编号: S1500520090001

联系电话: 010-83326711

邮箱: wuhao@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

规模扩张盈利提升, “一体两翼” 打造光伏龙头

2022 年 05 月 05 日

事件: 公司发布 2021 年年度报告, 2021 年公司实现营收 413.02 亿元, 同比增长 59.8%; 归母净利润 20.39 亿元, 同比增长 35.3%; 扣非归母净利润 18.47 亿元, 同比增长 35.7%。

2022Q1 实现营收 123.21 亿元, 同比增长 77.1%, 环比下降 19.0%; 归母净利润 7.50 亿元, 同比增长 378.3%, 环比增长 3.3%; 扣非归母净利润 7.02 亿元, 同比增长 1083.6%, 环比下降-8.8%。

点评:

- **组件产销规模扩大, 2022Q1 盈利高增长。**根据 PV InfoLink 统计, 2021 年度公司电池组件出货量 25.45GW, 同比增长 60.3%, 位于全球第二, 其中海外出货占比 60%, 连续 5 年出货量稳居全球前三名。同时公司加大分销渠道销售力度, 分销出货量占比提升至 35%。22 全年电池组件出货目标 35-40GW, 净利润大幅提升的原因是销售量规模扩大且价格同向提升。产能方面, 截至 21 年底, 组件产能近 40GW, 到 22 年底规划组件产能超 50GW, 硅片和电池产能会继续保持组件产能的 80% 左右。
- **组件盈利短期承压, 全面落实“一体两翼”战略。**21 年组件毛利率承压, 较 20 年下降 1.94 pct, 主要由于硅料价格高涨, 即使组件平均销售单价有所提升, 仍无法完全抵消原材料成本上升的压力。长远来看, 随着产业链技术进步和硅料价格回归理性, 产业链降本趋势将延续, 盈利能力有望逐步回升。公司 22 年起将全面加强落实“一体两翼”战略——“一体”指占 95% 营收的硅片、电池和组件产业链; “两翼”分别指以光伏电站为基础探索下游应用场景的智慧能源, 和单晶炉、边框、浆料等处于培育阶段的辅材设备。
- **加大海外市场布局, 股权激励绑定核心人员。**海外市场方面, 公司在海外设立了 13 个销售公司, 销售服务网络遍布全球 135 个国家和地区, 出货量及市占率有望持续提升, 主要原因是公司早期产业链布局在海外, 反规避风险较小。同时, 公司发布 2022 年股票期权与限制性股票激励计划, 拟向 882 名高管及核心技术骨干授予权益总计 1401.5 万份, 占总股本的 0.88%, 其中包括 1088.5 万份股票期权和 313 万股限制性股票。本次激励计划有利于稳定核心团队、完善薪酬结构以及降低用人成本, 为公司带来后续的业绩增长。
- **研发储备新型技术, 加强垂直一体化产能建设。**硅棒/硅片方面, 2022Q1 募投项目“年产 20GW 单晶硅棒和 20GW 单晶硅片项目”的一期云南项目 10GW 已顺利投产。公司发挥当地低电价和低碳排放的优势, 提高大尺寸硅片占比, 进一步降本增效, 为高效率电池和高功率组件提供有

利支持。光伏电站方面，公司目前在国内有多个在建“平价上网”项目，合计容量约为 700MW，通过出售存量电站加深与中核汇能的合作关系，带动组件销售业务，未来稳步推进海外光伏发电业务，将带来业绩新的增量。电池方面，公司 PERC 电池的转换效率与生产成本皆处于行业领先水平，平均转换效率达到 23.60%；N 型 HJT 和 TOPCon 中试线已开始运行，研发的倍秀（Bycium）电池（N 型）中试线转换效率达到 24.60%；同时积极研究和储备 IBC、钙钛矿及叠层电池技术。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2022-2024 年营收分别是 663.87、768.70、989.42 亿元，同比增长 60.7%、15.8%、28.7%；归母净利润分别是 41.81、60.61、79.11 亿元，同比增长 105.1%、44.9%和 30.5%。当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 31.16、21.50、16.47 倍，维持“买入”评级。
- **风险因素：**光伏产品价格下滑风险；新增装机不及预期风险；公司产能扩张不及预期风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	25,847	41,302	66,387	76,870	98,942
增长率 YoY %	22.2%	59.8%	60.7%	15.8%	28.7%
归属母公司净利润 (百万元)	1,507	2,039	4,181	6,061	7,911
增长率 YoY%	20.3%	35.3%	105.1%	44.9%	30.5%
毛利率%	16.4%	14.6%	14.8%	16.5%	16.4%
净资产收益率ROE%	10.3%	12.4%	20.0%	22.3%	22.3%
EPS(摊薄)(元)	1.09	1.28	2.61	3.79	4.94
市盈率 P/E(倍)	37.36	72.42	31.16	21.50	16.47
市净率 P/B(倍)	4.43	8.99	6.24	4.78	3.67

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 04 月 29 日收盘价

资产负债表		单位: 百万元			
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	21,473	31,629	40,747	49,400	69,911
货币资金	9,493	13,219	10,184	14,682	24,900
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	3,512	5,635	9,978	11,979	15,968
预付账款	811	1,783	2,862	3,248	4,182
存货	4,988	7,957	13,177	14,956	19,258
其他	2,669	3,035	4,545	4,535	5,603
非流动资产	15,825	25,338	29,507	32,674	34,393
长期股权投资	220	550	750	1,015	1,248
固定资产(合计)	11,634	14,225	17,155	19,983	22,103
无形资产	921	1,047	1,191	1,326	1,465
其他	3,049	9,516	10,411	10,350	9,576
资产总计	37,297	56,967	70,254	82,075	104,304
流动负债	18,565	32,651	41,454	46,766	60,492
短期借款	4,631	7,592	7,000	9,498	13,028
应付票据	4,127	8,053	11,162	10,909	14,047
应付账款	4,907	5,582	9,301	10,557	13,594
其他	4,901	11,424	13,990	15,801	19,824
非流动负债	3,893	7,599	7,599	7,599	7,599
长期借款	778	1,264	1,264	1,264	1,264
其他	3,115	6,335	6,335	6,335	6,335
负债合计	22,458	40,250	49,053	54,365	68,091
少数股东权益	184	223	325	472	664
归属母公司股东权益	14,656	16,494	20,876	27,237	35,548
负债和股东权益	37,297	56,967	70,254	82,075	104,304

重要财务指标		单位: 百万元			
主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	25,847	41,302	66,387	76,870	98,942
同比(%)	22.2%	59.8%	60.7%	15.8%	28.7%
归属母公司净利润	1,507	2,039	4,181	6,061	7,911
同比(%)	20.3%	35.3%	105.1%	44.9%	30.5%
毛利率(%)	16.4%	14.6%	14.8%	16.5%	16.4%
ROE(%)	10.3%	12.4%	20.0%	22.3%	22.3%
EPS(摊薄)(元)	1.09	1.28	2.61	3.79	4.94
P/E	37.36	72.42	31.16	21.50	16.47
P/B	4.43	8.99	6.24	4.78	3.67
EV/EBITDA	14.10	23.40	18.61	13.32	10.29

利润表		单位: 百万元			
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	25,847	41,302	66,387	76,870	98,942
营业成本	21,617	35,260	56,584	64,224	82,696
营业税金及附加	130	140	279	291	395
销售费用	560	736	1,310	1,443	1,905
管理费用	812	1,126	1,948	2,176	2,852
研发费用	339	574	863	999	1,286
财务费用	691	813	719	850	913
减值损失合计	-145	-606	-557	-657	-757
投资净收益	273	425	692	797	1,029
其他	93	128	192	216	292
营业利润	1,918	2,600	5,011	7,242	9,458
营业外收支	-104	-174	-15	-15	-15
利润总额	1,814	2,426	4,996	7,227	9,443
所得税	265	338	713	1,019	1,340
净利润	1,548	2,088	4,283	6,208	8,103
少数股东损益	42	50	102	147	192
归属母公司净利润	1,507	2,039	4,181	6,061	7,911
EBITDA	4,349	6,238	7,010	9,643	11,835
EPS(当年)(元)	1.09	1.28	2.61	3.79	4.94

现金流量表		单位: 百万元			
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,265	3,750	3,548	7,233	10,549
净利润	1,548	2,088	4,283	6,208	8,103
折旧摊销	1,853	2,573	1,607	1,907	2,028
财务费用	634	795	357	396	516
投资损失	-273	-425	-692	-797	-1,029
营运资金变动	-1,812	-1,893	-2,783	-1,366	-121
其它	314	613	776	886	1,052
投资活动现金流	-2,495	-4,010	-5,634	-4,839	-3,344
资本支出	-3,100	-5,336	-6,126	-5,370	-4,140
长期投资	378	-256	-200	-265	-233
其他	227	1,582	692	797	1,029
筹资活动现金流	1,163	2,171	-949	2,103	3,013
吸收投资	5,240	66	1	0	0
借款	7,858	12,342	-592	2,498	3,529
支付利息或股息	-539	-665	-357	-396	-516
现金净增加额	869	1,800	-3,035	4,497	10,218

研究团队简介

武浩，新能源与电力设备行业首席分析师，中央财经大学金融硕士，曾任东兴证券基金业务部研究员，2020 年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。

张鹏，新能源与电力设备行业分析师，中南大学电池专业硕士，曾任财信证券资管投资部投资经理助理，2022 年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。