晶澳科技（002459）

2020 年年报点评：20 年出货量大增，市占率持续提升，Q4 盈利底部

买入（维持）

2021 年 03 月 30 日

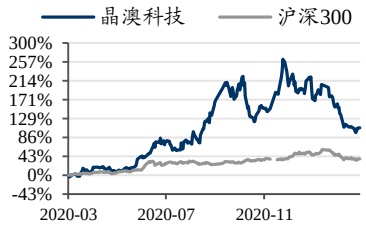
证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn
证券分析师 陈瑶
执业证号：S0600520070006
15111833381
chenyao@dwzq.com.cn
研究助理 黄钰豪
huangyh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	25,847	51,326	61,226	75,334
同比（%）	22.2%	98.6%	19.3%	23.0%
归母净利润（百万元）	1,507	2,004	2,529	3,290
同比（%）	20.3%	33.0%	26.2%	30.1%
每股收益（元/股）	0.94	1.26	1.59	2.06
P/E（倍）	28.74	21.60	17.12	13.16

投资要点

- **20 年归母净利润 15.07 亿元，同增 20.34%，符合我们的预期：**公司发布 2020 年年报，20 年实现营业收入 258.47 亿元，同增 22.17%；实现归母净利润 15.07 亿元，同增 20.34%，其中 2020Q4，实现营业收入 91.52 亿元，环比增加 57.49%，同比下降 56.35%，实现归母净利润 1.68 亿元，环比下降 63.56%，同比下降 56.35%。其中 Q4 确认了投资收益约 2 亿，主要系处置国内电站约 130MW，远期结售汇业务实际交割形成的收益所致，总体业绩符合我们的预期。
- **组件出货量高增，盈利能力强劲：**公司 2020 年组件业务收入 240.3 亿元，同增 23.64%，毛利率 16.09%，同减 4.93pct，组件平均售价约 1.61 元/W，同减 15%，组件平均成本 1.35 元/W，同减 10%，组件单瓦盈利约 0.09 元/瓦，20 年公司电池组件出货量 15.88GW（组件外销约 14.9GW），同增 55%+，其中 Q4 组件出货约 6GW，同增 67%，环增 75%，组件单价约 1.49 元/W，毛利率约 5%，组件单瓦几乎不盈利，盈利能力下降的主要原因在于 Q4 辅材、硅料成本上涨，同时有前期签的低价单，且会计准则变更运输费用计入生产成本所致。全年看公司组件表现优异的主要原因在于：**1）组件出口的迅速增长：**20 年公司电池组件出货量 15.88GW（组件外销约 14.9GW），同增 55%+；**2）海外出货高增与持续高占比：**公司海外组件毛利率更高，20 年海外毛利率 18%（国内毛利率 12.7%），海外出货量 10.2GW，同增约 57%，约占总出货量的 68%，其中 Q4 海外出货约 3.7GW，同增约 150%，环增约 37%。**3）新产能投放+新技术应用：**公司一体化新产能投放盈利能力更强，同时新技术的应用增强竞争力；**4）持续高一体化配套比率，**自供率维持 80%。
- **组件龙头地位稳固，市占率持续提升：**20 年公司组件出货约 15GW，据 PV infolink 榜单，出货量位列全球第三名，公司已连续 7 年位列组件出货 TOP3。测算 20 年公司组件市占率为 10%，（考虑 20 年交流侧装机 150GW，超配系数 1.15），同比提升 1.9pct，21 年龙头地位持续强化，我们预计 21 年 Q1 组件出货 5GW 左右，同比增长约 120%，21 年全年组件出货 25-30GW，测算市占率 15%（考虑 21 年交流侧装机 175GW，超配系数 1.15），同比再提升 5pct，龙头地位持续强化。
- **盈利预测与投资评级：**基于竞争加剧，我们下调盈利预测，我们预计 21-23 年归母净利润为 20.0/25.3/32.9 亿元（前值 20 年为 16.5 亿，21 年为 26.5 亿，22 年为 34.7 亿），同比增长 33.0%/26.2%/30.1%，对应 EPS 为 1.26/1.59/2.06 元。目标价 35 元，对应 21 年 28 倍 PE，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策不达预期，竞争加剧等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	27.14
一年最低/最高价	12.32/48.10
市净率(倍)	2.95
流通 A 股市值(百万元)	10502.70

基础数据

每股净资产(元)	9.19
资产负债率(%)	60.21
总股本(百万股)	1595.33
流通 A 股(百万股)	386.98

相关研究

1、《晶澳科技公司点评报告：一体化龙头经营稳健，产能扩张持续推进》2020-10-28
2、《晶澳科技（002459）三季报业绩预告点评：晶澳科技：三季报业绩预告大超预期，龙头盈利持续领跑》2020-10-15
3、《晶澳科技（002459）点评报告：扩产再加速&硅料长单签订，龙头重装出发！》2020-09-16

请务必阅读正文之后的免责声明部分

20 年归母净利润 15.07 亿元，同增 20.34%，符合我们的预期：公司发布 2020 年年报，20 年实现营业收入 258.47 亿元，同增 22.17%；实现归母净利润 15.07 亿元，同增 20.34%，其中 2020Q4，实现营业收入 91.52 亿元，环比增加 57.49%，同比下降 56.35%，实现归母净利润 1.68 亿元，环比下降 63.56%，同比下降 56.35%。其中 Q4 确认了投资收益约 2 亿，主要系处置国内电站约 130MW，远期结售汇业务实际交割形成的收益所致，总体业绩符合我们的预期。

表 1：晶澳 2020 年季度财务数据

单位：亿元	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度
营业收入	45.91	62.93	58.11	91.52
归母净利润	2.86	4.15	5.90	2.15
扣非归母净利润	3.43	4.07	4.43	1.68
经营活动现金流量净额	-3.65	4.23	2.12	19.96
归母净利率	6.23%	6.59%	10.15%	2.35%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

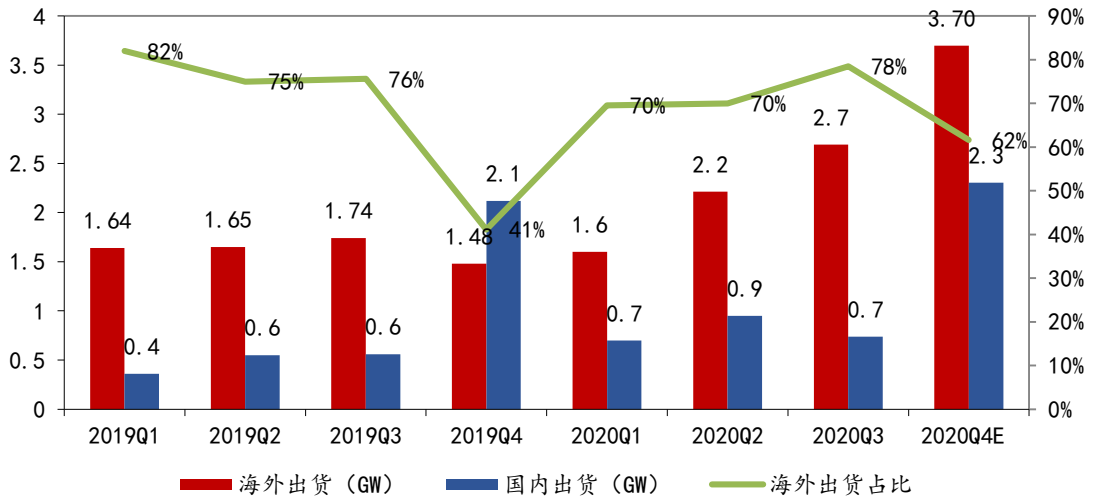
组件出货量高增，盈利能力强劲：公司 2020 年组件业务收入 240.3 亿元，同增 23.64%，毛利率 16.09%，同减 4.93pct，组件平均售价约 1.61 元/W，同减 15%，组件平均成本 1.35 元/W，同减 10%，组件单瓦盈利约 0.09 元/瓦，20 年公司电池组件出货量 15.88GW（组件外销约 14.9GW），同增 55%+，其中 Q4 组件出货约 6GW，同增 67%，环增 75%，组件单价约 1.49 元/W，毛利率约 5%，组件单瓦几乎不盈利，盈利能力下降的主要原因在于 Q4 辅材、硅料成本上涨，同时有前期签的低价单，且会计准则变更运输费用计入生产成本所致。全年看公司组件表现优异的主要原因在于：**1）组件出口的迅速增长：**20 年公司电池组件出货量 15.88GW（组件外销约 14.9GW），同增 55%+；**2）海外出货高增与持续高占比：**公司海外组件毛利率更高，20 年海外毛利率 18%（国内毛利率 12.7%），海外出货量 10.2GW，同增约 57%，约占总出货量的 68%，其中 Q4 海外出货约 3.7GW，同增约 150%，环增约 37%。**3）新产能投放+新技术应用：**公司一体化新产能投放盈利能力更强，同时新技术的应用增强竞争力；**4)持续高一体化配套比率，**自供率维持 80%。

表 2：晶澳 2020 年收入、毛利率情况

单位：亿元	营业收入	营业成本	毛利率	营收同比	成本同比	毛利率同比
分行业						
新能源行业	258.47	216.17	16.36%	22.17%	29.77%	-4.90%
分产品						
太阳能组件	240.28	201.61	16.09%	23.64%	31.35%	-4.93%
分地区						
境内	80.57	70.31	12.74%	34.65%	44.28%	-5.82%
境外	177.89	145.86	18.00%	17.25%	23.78%	-4.33%

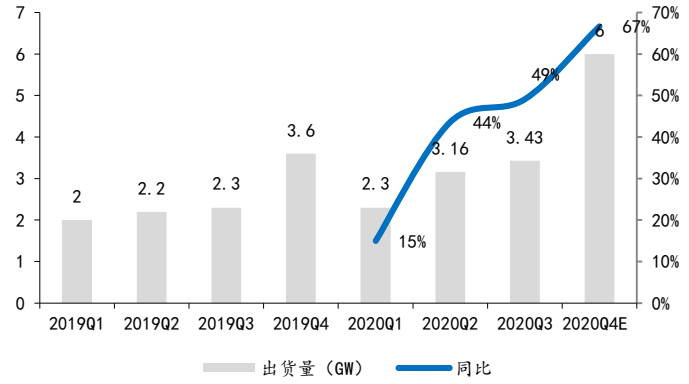
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 1：国内外出货情况



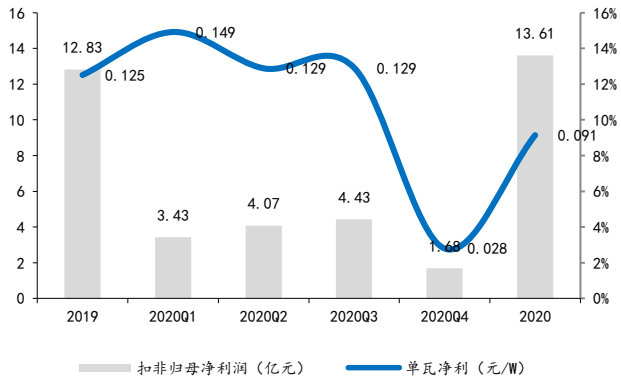
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：组件季度出货量



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 3：计算单瓦净利



数据来源：WIND，东吴证券研究所

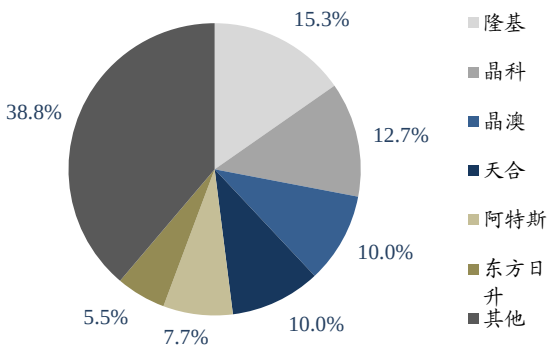
组件龙头地位稳固，市占率持续提升：20 年公司组件出货约 15GW，据 PV infolink 榜单，出货量位列全球第三名，公司已连续 7 年位列组件出货 TOP3。测算 20 年公司组件市占率为 10%，（考虑 20 年交流侧装机 150GW，超配系数 1.15），同比提升 1.9pct，21 年龙头地位持续强化，我们预计 21 年 Q1 组件出货 5GW 左右，同比增长约 120%，21 年全年组件出货 25-30GW，测算市占率 15%（考虑 21 年交流侧装机 175GW，超配系数 1.15），同比再提升 5pct，龙头地位持续强化。

图 4：历年全球组件出货量排名

名次	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
1	First solar	英利	英利	天合	天合	晶科	晶科	晶科	晶科	隆基
2	尚德	First solar	天合	英利	阿特斯	天合	天合	晶澳	晶澳	晶科
3	英利	天合	尚德	阿特斯	晶科	阿特斯	阿特斯	天合	天合	晶澳
4	天合	阿特斯	夏普	晶澳	晶澳	晶澳	晶澳	隆基	隆基	天合
5	阿特斯	尚德	阿特斯	晶科	韩华	韩华	韩华	阿特斯	阿特斯	阿特斯
6	夏普	夏普	晶科	韩华	First solar	保利协鑫	保利协鑫	韩华	韩华	韩华
7	韩华	晶澳	First solar	昱辉	保利协鑫	First solar	隆基	东方日升	东方日升	东方日升
8	晶科	晶科	昱辉	First solar	英利	英利	英利	保利协鑫	First solar	正泰
9	赛维LDK	Sun-Power	京瓷	顺风	顺风	隆基	First solar	顺风	保利协鑫	First solar
10	Solar World	韩华	晶澳	保利协鑫	昱辉	顺风	东方日升	中利	顺风	尚德

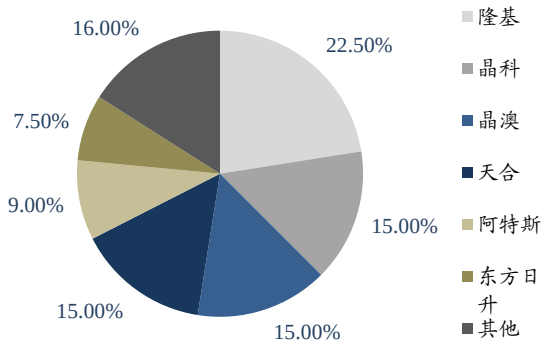
数据来源：PV infolink，公司公告，东吴证券研究所

图 5：20 年组件全球竞争格局



数据来源：PV Infolink，东吴证券研究所

图 6：21 年组件全球竞争格局

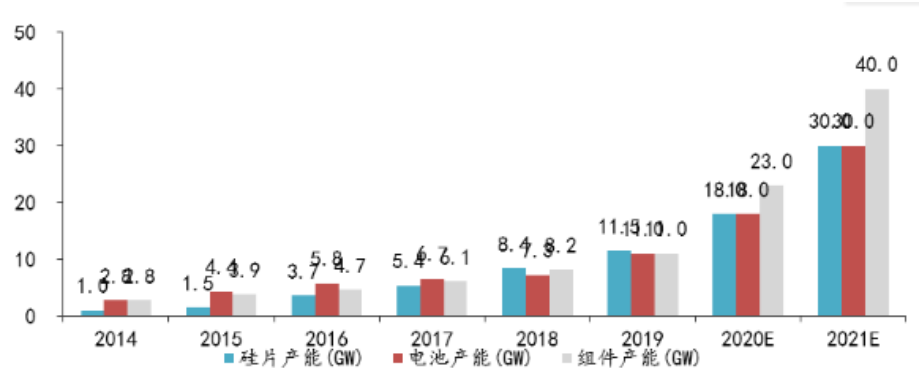


数据来源：PV Infolink，东吴证券研究所

重视研发+产能加码，大尺寸高占比出货结构持续优化：1）研发来看：电池方面，目前公司量产的 PERC 电池平均转换效率达到 23.20%，N 型高效电池中试线转换效率稳定在 24%，同时，研发中心在积极准备异质结高效电池的中试线，今年下半年陆续试产；组件方面，半片、叠片、拼片等新技术、新工艺等方面创新快速提升组件功率，目

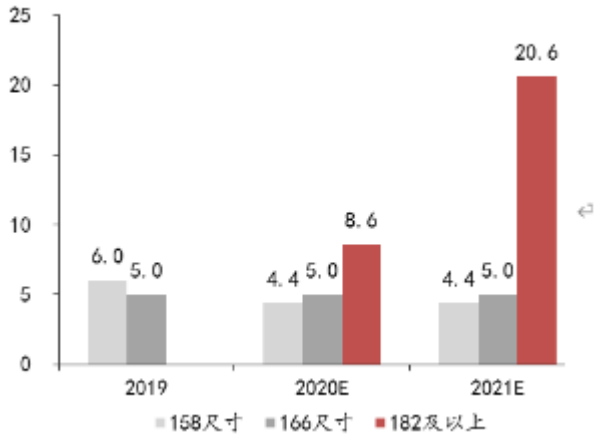
前标准 72 片单晶 PERC 组件的主流功率可达 530-550W，未来将提升至 600W+；无论是电池还是组件，均处于行业领先水平。**2）产能来看：**20 年底公司硅片、电池、组件产能分别为 18GW、18GW、23GW，我们预计公司 21 年年底硅片-电池-组件产能将分别达到约 30GW，30GW，40GW，较 20 年底继续翻倍增长，带动平均生产成本继续下降；**3）分尺寸看：**我们预计公司 20、21 年底电池大尺寸产能分别达到 13.6GW（182 及以上 8.6GW）、25.7GW（182 及以上 20.6GW），分别占比 76%、85%；我们预计公司 20、21 年底组件大尺寸产能分别达到 18.4GW（182 及以上 12.2GW）、35.4GW（182 及以上 29.2GW），分别占比 80%、89%；大尺寸产能比例迅速提升，公司今年出货仍以 158 为主，20Q4 大尺寸出货 1GW，占比约 16.7%，我们预计 21 年大尺寸出货 15GW+，占比 50%+，结构改善明显。**公司产能持续上新，大尺寸产能占比持续提升，单瓦盈利将得到有力保障，业绩高增长可期。**

图 7：公司产能投放进度（GW）



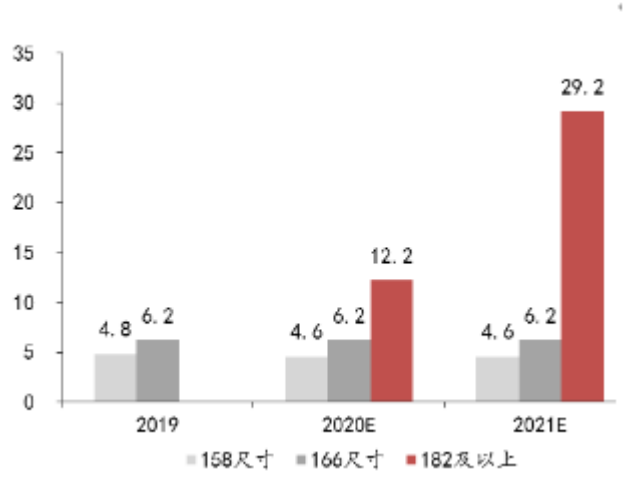
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8：公司分尺寸电池产能投放进度（GW）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 9：公司分尺寸组件产能投放进度（GW）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

管理、研发、财务费用率上升，销售费用率下降：费用率公司 20 年费用同减 11.78%至 27.23 亿元，期间费用率下降 3.26 个百分点至 9.61%。其中，销售、管理、研发、财务费用分别同比下降 53.22%、上升 16.12%、上升 31.91%、上升 21.37%至 5.60 亿元、8.12 亿元、3.39 亿元、6.91 亿元；费用率分别下降 53.22、上升 16.12、上升 31.91、上升 21.37 个百分点至 2.24%、3.25%、1.36%、2.76%。销售费用下降的原因在于执行新收入准则运费及运保费重分类至营业成本，财务费用增加的原因在于汇率波动至汇兑损失。

表 3：晶澳 2020 年费率情况

	2020	2019	同比增长	20Q4	19Q4	同比增长	2020 费用率	2019 费用率	同比增长	20Q4 费用率	19Q4 费用率	同比增长
期间费用（亿元）	24.02	27.23	-11.78%	2.33	7.88	-70.42%	9.61%	12.87%	-3.26%	2.81%	10.31%	-7.51%
销售费用（亿元）	5.60	11.97	-53.22%	-4.29	3.92	-209.40%	2.24%	5.66%	-3.42%	-5.17%	5.13%	-10.30%
管理费用(亿元）	8.12	6.99	16.12%	2.79	1.50	85.65%	3.25%	3.31%	-0.06%	3.36%	1.97%	1.39%
研发费用（亿元）	3.39	2.57	31.91%	1.51	0.64	135.93%	1.36%	1.21%	0.14%	1.82%	0.84%	0.98%
财务费用（亿元）	6.91	5.69	21.37%	2.32	1.81	27.94%	2.76%	2.69%	0.07%	2.79%	2.37%	0.42%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

现金流略下降：2020 年经营活动现金流量净流入 22.65 亿元，同减 38.63%；销售商品取得现金 217.09 亿元，同增 14.10%。期末预收款项从年初 18.04 亿元降为 11.3 亿元。期末应收账款 35.12 亿元，较期初减少 3.77 亿元，期末存货 49.88 亿元，较期初上升 22.08 亿元。

盈利预测与投资评级：基于竞争加剧，我们下调盈利预测，我们预计 21-23 年归母净利润为 20.0/25.3/32.9 亿元（前值 20 年为 16.5 亿，21 年为 26.5 亿，22 年为 34.7 亿），同比增长 33.0%/26.2%/30.1%，对应 EPS 为 1.26/1.59/2.06 元。目标价 35 元，对应 21 年 28 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：政策不达预期，竞争加剧等

晶澳科技三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	**21,473**	**27,289**	**36,017**	**39,725**
现金	9,493	5,517	12,036	7,533
应收账款	3,512	11,076	9,333	15,778
存货	4,988	7,164	8,870	11,689
其他流动资产	3,480	3,533	5,778	4,724
非流动资产	**15,825**	**21,886**	**22,858**	**24,876**
长期股权投资	220	220	220	220
固定资产	11,634	15,973	16,791	18,205
在建工程	1,598	2,539	2,521	2,715
无形资产	921	1,770	2,053	2,469
其他非流动资产	1,451	1,384	1,274	1,267
资产总计	**37,297**	**49,175**	**58,875**	**64,601**
流动负债	**18,565**	**23,483**	**32,684**	**37,128**
短期借款	4,631	3,000	3,000	16,437
应付账款	4,907	7,204	8,829	10,781
其他流动负债	9,027	13,279	20,855	9,911
非流动负债	**3,893**	**8,793**	**6,693**	**4,593**
长期借款	778	5,678	3,578	1,478
其他非流动负债	3,115	3,115	3,115	3,115
负债合计	**22,458**	**32,276**	**39,377**	**41,721**
少数股东权益	184	239	309	400
归属母公司股东权益	14,656	16,660	19,189	22,479
负债和股东权益	**37,297**	**49,175**	**58,875**	**64,601**

现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,265	282	13,043	-9,392
投资活动现金流	-2,495	-7,625	-2,986	-4,233
筹资活动现金流	1,163	3,367	-3,537	-4,315
现金净增加额	869	-3,976	6,520	-17,939
折旧和摊销	1,853	1,640	2,095	2,301
资本开支	3,198	6,061	972	2,017
营运资本变动	-1,812	-4,925	6,993	-17,203

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	**25,847**	**51,326**	**61,226**	**75,334**
减:营业成本	21,617	43,459	52,109	63,734
营业税金及附加	130	411	490	603
营业费用	560	1,283	1,531	1,733
管理费用	812	2,156	2,572	3,013
财务费用	691	1,583	1,437	2,215
资产减值损失	-145	0	0	0
加:投资净收益	273	60	60	60
其他收益	25	17	21	26
营业利润	**1,918**	**2,512**	**3,169**	**4,123**
加:营业外净收支	-104	0	0	0
利润总额	**1,814**	**2,512**	**3,169**	**4,123**
减:所得税费用	265	452	570	742
少数股东损益	42	56	70	91
归属母公司净利润	**1,507**	**2,004**	**2,529**	**3,290**
EBIT	1,861	3,068	3,566	5,208
EBITDA	3,714	4,709	5,661	7,509

重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
每股收益(元)	0.94	1.26	1.59	2.06
每股净资产(元)	9.19	10.44	12.03	14.09
发行在外股份(百万股)	1595	1595	1595	1595
ROIC(%)	7.0%	8.5%	9.7%	9.5%
ROE(%)	10.4%	12.2%	13.3%	14.8%
毛利率(%)	16.4%	15.3%	14.9%	15.4%
销售净利率(%)	5.8%	3.9%	4.1%	4.4%
资产负债率(%)	60.2%	65.6%	66.9%	64.6%
收入增长率(%)	22.2%	98.6%	19.3%	23.0%
净利润增长率(%)	20.3%	33.0%	26.2%	30.1%
P/E	28.74	21.60	17.12	13.16
P/B	2.95	2.60	2.26	1.93
EV/EBITDA	11.35	10.86	7.52	7.79

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

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