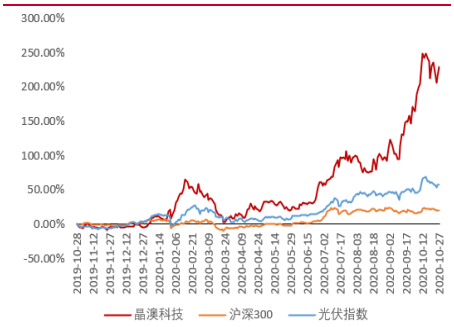
光伏 晶澳科技（002459.SZ） 首次评级

报告原因：三季报点评 **加速一体化布局，三季报业绩大超预期** **买入**

2020 年 10 月 28 日 **公司研究/点评报告**

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 10 月 27 日	
收盘价(元)：	38.35
年内最高/最低（元）：	43.59/11.50
流通 A 股/总股本（亿）：	3.87/13.51
流通 A 股市值（亿）：	148.41
总市值(亿)：	518.19
基础数据：2020 年 9 月 30 日	
基本每股收益	0.96
摊薄每股收益：	0.81
每股净资产(元)：	9.06
净资产收益率：	8.94%

分析师：平海庆

执业登记编码：S0760511010003

电话：010-83496341

邮箱：pinghaiqing@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

➢ 公司发布 2020 年三季度报告，公司 2020 年 Q1-Q3 实现营业收入 166.95 亿元，同比增长 23.51%；实现归属于上市公司股东的净利润 12.91 亿元，同比增长 85.29%，其中 Q3 实现营业收入 58.11 亿元，同比增长 24.99%；实现归属于上市公司股东的净利润 5.90 亿元，同比增长 95.12%，大超市场预期。

事件点评

➢ **组件海外出货增加，净利率大幅提升。**2020Q1-Q3 公司销售毛利率为 22.45%，受三季度硅料涨价影响较小，销售净利率达到 7.93%，比 2019 年大幅提高 1.86pct，这一方面受益于公司新增产能投放带来的成本降低以及垂直一体化布局带来的规模效应，另一方面是由于公司 Q3 组件海外出货占比进一步提升，海外销售的高毛利所致。

➢ **传统组件龙头，大规模扩产加速垂直一体化布局。**公司作为老牌组件龙头，2014-2019 年连续六年组件出货量进入全球前五，并于 2018-2019 连续两年蝉联第二。公司于 2019 年底回 A 之后顺利拓展了融资渠道，先后公布了大规模的扩产计划。自 2019 年末至今公司共计公告扩产 34.2GW 拉棒和切片，27.1GW 电池及 16.5GW 组件，预计投资总额达 270 亿元。预计 2020 年底公司硅片、电池、组件产能将分别达到 18.5、19、23.2GW，垂直一体化布局将进一步提高公司的市场份额及盈利水平。

➢ **质量和品牌受广泛认可，全球化布局优势明显。**多年来公司持续进行较高的研发投入，其光伏电池转换效率及组件功率在全球同类产品中保持领先，产品质量和性能受到全球多家光伏行业第三方权威机构的认可。公司树立全球化战略，在紧盯中国、美国、日本、欧洲等主要市场的同时，积极拓展东南亚、南亚、美洲、中东等新兴市场。公司多个生产基地遍布国内七个省市及马来西亚、越南 2 个海外国家，销售和服务网络遍布全球 135 个国家和地区，并与全球多个大型电力公司建立长期稳定的合作。

投资建议

➢ 预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.02\1.44\1.96，对应公司 10 月 27 日收盘价 38.35 元，2020-2022 年 PE 分别为 37.75\26.66\19.58，首次给予“买入”评级。

风险提示

➢ 全球光伏政策变动风险；产品及原材料价格波动风险；光伏新增装机不及预期；疫情恢复不及预期。

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	14,831.5	16,226.	19,488.	25,855.
现金	5,721.5	4,157.0	4,500.0	7,440.0
应收账款	4,230.5	5,182.4	6,364.0	7,745.0
其他应收款	341.8	418.7	514.2	625.8
预付账款	431.2	923.8	1,524.8	2,251.4
存货	3,006.6	4,442.8	5,420.6	6,554.0
其他流动资产	1,099.9	1,101.9	1,165.0	1,239.4
非流动资产	13,696.1	18,775.	20,921.	22,689.
长期投资	148.8	148.8	148.8	148.8
固定资产	10,401.7	14,973.	17,482.	19,266.
无形资产	760.1	709.4	662.1	618.0
其他非流动资产	2,385.5	2,943.2	2,628.0	2,655.6
资产总计	28,527.6	35,001.	40,409.	48,544.
流动负债	15,092.4	20,808.	23,377.	27,829.
短期借款	4,845.7	6,435.8	4,435.8	3,435.8
应付账款	2,800.4	3,950.3	4,819.7	5,827.5
其他流动负债	7,446.3	10,422.	14,121.	18,566.
非流动负债	5,140.5	4,434.5	5,278.1	6,247.1
长期借款	2,388.1	1,083.2	1,183.2	1,283.2
其他非流动负债	2,752.3	3,351.3	4,094.8	4,963.8
负债合计	20,232.8	25,243.	28,655.	34,076.
少数股东权益	305.4	340.6	390.5	458.5
股本	1,341.7	1,351.2	1,351.2	1,351.2
资本公积	3,854.4	3,854.4	3,854.4	3,854.4
留存收益	2,841.0	4,213.5	6,156.8	8,803.5
归属母公司股东权	7,989.4	9,419.1	11,362.	14,009.
负债和股东权益	28,527.6	35,002.	40,408.	48,544.

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3,690.5	5,032.5	6,615.0	8,122.3
净利润	1,284.1	1,372.5	1,943.4	2,646.7
折旧摊销	1,552.4	1,622.5	2,047.5	2,441.6
财务费用	563.6	312.1	274.9	181.2
投资损失	115.8	0.0	0.0	0.0
营运资金变动	2,044.7	1,582.2	2,225.9	2,699.5
其他经营现金流	-1,870.1	143.3	123.4	153.2
投资活动现金流	-2,328.7	0.0	0.0	0.0
资本支出	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	-148.8	0.0	0.0	0.0
其他投资现金流	-2,179.9	0.0	0.0	0.0
筹资活动现金流	-149.3	-17.4	-2,174.9	-1,081.2
短期借款	4,845.7	1,590.1	-2,000.0	-1,000.0
长期借款	2,388.1	-1,304.9	100.0	100.0
普通股增加	953.0	9.5	0.0	0.0
资本公积增加	2,169.5	0.0	0.0	0.0
其他筹资现金流	-10,505.	-312.1	-274.9	-181.2
现金净增加额	1,212.5	5,015.1	4,440.2	7,041.0

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	21155.5	25915.	31824.2	38730.
营业成本	16657.5	20084.	24504.6	29628.
营业税金及附加	136.8	155.5	190.9	232.4
销售费用	1197.1	1529.0	1877.6	2285.1
管理费用	699.3	829.3	1018.4	1239.4
研发费用	257.0	1295.8	1591.2	1936.5
财务费用	569.3	312.1	274.9	181.2
加：其他费用	94.3	144.8	150.0	150.0
资产减值损失	-0.3	108.0	73.6	85.3
公允价值变动收益	41.9	0.0	0.0	0.0
投资净收益	-115.8	0.0	0.0	0.0
营业利润	1668.7	1746.0	2443.0	3291.7
营业外收入	22.4	22.0	22.0	22.0
营业外支出	79.8	111.9	120.0	120.0
利润总额	1611.3	1656.1	2345.0	3193.7
所得税	327.2	248.4	351.7	479.1
净利润	1284.1	1407.7	1993.2	2714.7
少数股东损益	32.1	35.2	49.9	68.0
归属母公司净利润	1252.0	1372.5	1943.4	2646.7
EBITDA	3813.4	4831.7	6206.5	7701.1
EPS（元）	0.9	1.0	1.4	2.0

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	5884.16%	22.50%	22.80%	21.70%
营业利润	53532.39	4.63%	39.92%	34.74%
归属于母公司净利润	25329.01	9.63%	41.59%	36.19%
获利能力				
毛利率(%)	21.26%	22.50%	23.00%	23.50%
净利率(%)	5.92%	5.30%	6.11%	6.83%
ROE(%)	15.48%	14.42%	16.96%	18.76%
ROIC(%)	198.79%	17.42%	17.34%	22.95%
偿债能力				
资产负债率(%)	70.92%	72.12%	70.91%	70.20%
净负债比率(%)	-66.40%	76.44%	100.76	98.25%
流动比率	0.98	0.78	0.83	0.93
速动比率	0.78	0.57	0.60	0.69
营运能力				
总资产周转率	1.41	0.82	0.84	0.87
应收账款周转率	9.99	5.99	6.00	5.97
应付账款周转率	14.45	7.68	7.26	7.28
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.93	1.02	1.44	1.96
每股经营现金流(最新摊	2.73	3.72	4.90	6.01
每股净资产(最新摊薄)	5.91	6.97	8.41	10.37
估值比率				
P/E	41.4	37.8	26.7	19.6
P/B	6.5	5.5	4.6	3.7
EV/EBITDA	4.36	11.43	8.53	6.37

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336