晶澳科技（002459）三季报业绩点评

一体化龙头经营稳健，产能扩张持续推进

买入（维持）

2020 年 10 月 27 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	21,155	26,716	44,956	54,840
同比（%）	5884.2%	26.3%	68.3%	22.0%
归母净利润（百万元）	1,252	1,649	2,652	3,469
同比（%）	25329.0%	31.7%	60.9%	30.8%
每股收益（元/股）	0.93	1.22	1.96	2.57
P/E（倍）	41.39	31.43	19.54	14.94

投资要点

- **公司 Q1-3 业绩 12.91 亿元，同比增长 85.3%，超预期：**公司发布 2020 年三季报，20 年 Q1-3 实现营业收入 166.95 亿元，同比增长 24%；实现归属母公司净利润 12.91 亿元，同比增长 85.3%，其中 2020Q3，实现营业收入 58.11 亿元，同比增长 25%；实现归属母公司净利润 5.90 亿元，同比增长 92.9%，Q1-3 归母净利率为 7.7%，同比上升 2.52pct，Q3 归母净利率 10.2%，同比上升 3.7pct，环比上升 3.6pct。公司非经常性损益约 1.5 亿，主要是政府补助和汇兑损益。公司 Q3 公司业绩 5.90 亿元，高于此前预告中值 5.64 亿元（区间 4.99~6.29 亿元）。
- **Q3 单瓦盈利超预期，盈利能力持续优异，Q4 业绩预计仍有不错表现：**Q2 公司组件出货 3.16GW，对应 4.07 亿扣非归母净利润，单价约 1.76 元/W，单瓦盈利约 0.13 元/W；Q3 公司组件出货约 3.5~3.6GW，对应扣非归母净利润约 4.43 亿元，单价约 1.55 元/W，测算单瓦盈利约为 0.13 元/W，Q3 组件面临低价单交付压力，单价环比下跌 12%，但公司单瓦盈利仍表现优秀，超出市场预期。我们认为原因有三：**（1）公司出货同比环比均大增：**公司 Q3 出货约为 3.5GW，同比增长 52%，环比增长 11%；**（2）公司 Q3 海外占比进一步提升：**海外高毛利率，测算 Q3 海外出货约 2.7GW，同比大增约 57%，Q3 海外占比约为 78%，环比持续提升 8pct；**（3）新产能投放+新技术应用+低物料价格：**公司一体化新产能投放叠加新技术应用，同时 Q2 物料降价体现于 Q3，Q3 成本环比持续下降。**（4）Q3 电池价格较高，公司舍弃部分外购电池订单确保盈利能力。**Q4 看国内最强旺季，国内出货预计环比有较大幅度增长，同时随着产能释放出货增加，预计 Q4 出货 6GW+，同增 67%，环增 71%，预计 Q4 公司业绩仍有不错表现。
- **产能/出货双高增，大尺寸高占比出货结构优化，业绩高增长可期：**1）出货来看：Q4 旺季预计出货 6GW 左右，公司 20 年全年预计出货量约 15GW；21 年公司出货预计 30GW+，目前看海外 Q1/2 签单 50%+，其中长单 20-30%，滚动订单约 30%，高签单率保障明年出货高增。2）产能来看：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：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）、25.67GW（182 及以上 20.6GW），分别占比 76%、85%；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，预计 21 年 182 出货占比 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。
- **盈利预测与投资评级：**预计 20~22 年公司净利润分别为 16.5/26.5/34.7 亿元，同比长 31.7%/60.9%/30.8%。晶澳是一体化龙头组件企业，受益于下游需求增长&组件市场集中度持续提升&大尺寸结构优化，低估值高成长，给予 21 年 25X，对应目标价 49 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策不达预期，竞争加剧等

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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	38.35
一年最低/最高价	10.65/43.59
市净率(倍)	3.59
流通 A 股市值(百万元)	14840.80

基础数据

每股净资产(元)	10.70
资产负债率(%)	60.95
总股本(百万股)	1351.20
流通 A 股(百万股)	386.98

相关研究

1、《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
2、《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
3、《晶澳科技（002459）半年报点评：海外占比加速提升，大尺寸保障业绩高增长！》2020-08-18

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 公司 Q1-3 业绩 12.91 亿元，同比增长 85.3%，超预期 3
2. Q3 单瓦盈利超预期，盈利能力持续优异，Q4 业绩预计仍有不错表现 3
3. 产能/出货双高增，大尺寸高占比出货结构优化，业绩高增长可期 4
4. 盈利预测与投资评级 5
5. 风险提示 6

图表目录

图 1：晶澳月度组件出货量（GW） 4
图 2：晶澳月度组件出口量（GW） 4
图 3：公司产能投放进度（GW） 5
图 4：公司分尺寸电池产能投放进度（GW） 5
图 5：公司分尺寸组件产能投放进度（GW） 5

表 1：晶澳季度业绩拆分表 3

1. 公司 Q1-3 业绩 12.91 亿元，同比增长 85.3%，超预期

公司 Q1-3 业绩 12.91 亿元，同比增长 85.3%，超预期：公司发布 2020 年三季报，20 年 Q1-3 实现营业收入 166.95 亿元，同比增长 24%；实现归属母公司净利润 12.91 亿元，同比增长 85.3%，其中 2020Q3，实现营业收入 58.11 亿元，同比增长 25%；实现归属母公司净利润 5.90 亿元，同比增长 92.9%，Q1-3 归母净利率为 7.7%，同比上升 2.52pct，Q3 归母净利率 10.2%，同比上升 3.7pct，环比上升 3.6pct。公司非经常性损益约 1.5 亿，主要是政府补助和汇兑损益。公司 Q3 公司业绩 5.90 亿元，高于此前预告中值 5.64 亿元（区间 4.99~6.29 亿元）。

表 1：晶澳季度业绩拆分表

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q1-3
营收（亿元）	39.77	48.92	46.49	76.38	45.91	62.93	58.11	166.95
同比(%)					15.4%	28.6%	25.0%	24%
归母净利润（亿元）	0.86	3.08	3.06	5.55	2.86	4.15	5.90	12.91
同比(%)					230.4%	34.7%	92.9%	85.3%
扣非归母净利润（亿元）	0.77	3.43	3.36	5.27	3.43	4.07	4.43	11.93
同比(%)					347.2%	18.7%	31.8%	57.8%
归母净利润/营收	2.2%	6.3%	6.5%	7.3%	6.2%	6.6%	10.2%	7.7%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

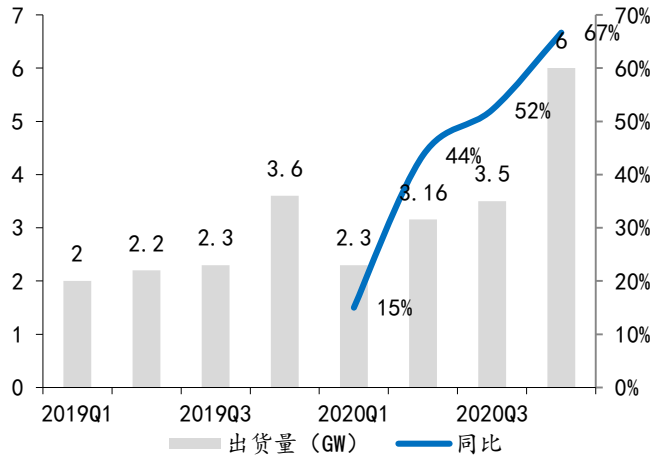
2. Q3 单瓦盈利超预期，盈利能力持续优异，Q4 业绩预计仍有不错表现

Q3 单瓦盈利超预期，盈利能力持续优异，Q4 业绩预计仍有不错表现：Q2 公司组件出货 3.16GW，对应 4.07 亿扣非归母净利润，单价约 1.76 元/W，单瓦盈利约 0.13 元/W；Q3 公司组件出货约 3.5~3.6GW，对应扣非归母净利润约 4.43 亿元，单价约 1.55 元/W，测算单瓦盈利约为 0.13 元/W，Q3 组件面临低价单交付压力，单价环比下跌 12%，但公司单瓦盈利仍表现优秀，超出市场预期。我们认为原因有三：**（1）公司出货同比环比均大增：**公司 Q3 出货约为 3.5GW，同比增长 52%，环比增长 11%；**（2）公司 Q3 海**

外占比进一步提升：海外高毛利率，测算 Q3 海外出货约 2.7GW，同比大增约 57%，Q3 海外占比约为 78%，环比持续提升 8pct；**（3）新产能投放+新技术应用+低物料价格：**公司一体化新产能投放叠加新技术应用，同时 Q2 物料降价体现于 Q3，Q3 成本环比持续下降。**（4）Q3 电池价格较高，公司舍弃部分外购电池订单确保盈利能力。**

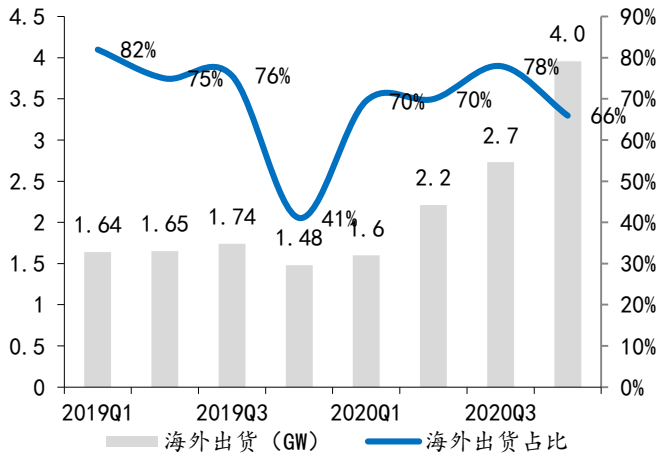
Q4 看国内最强旺季，国内出货预计环比有较大幅度增长，同时随着产能释放出货增加，预计 Q4 出货 6GW+，同增 67%，环增 71%，预计 Q4 公司业绩仍有不错表现。

图 1：晶澳月度组件出货量（GW）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：晶澳月度组件出口量（GW）

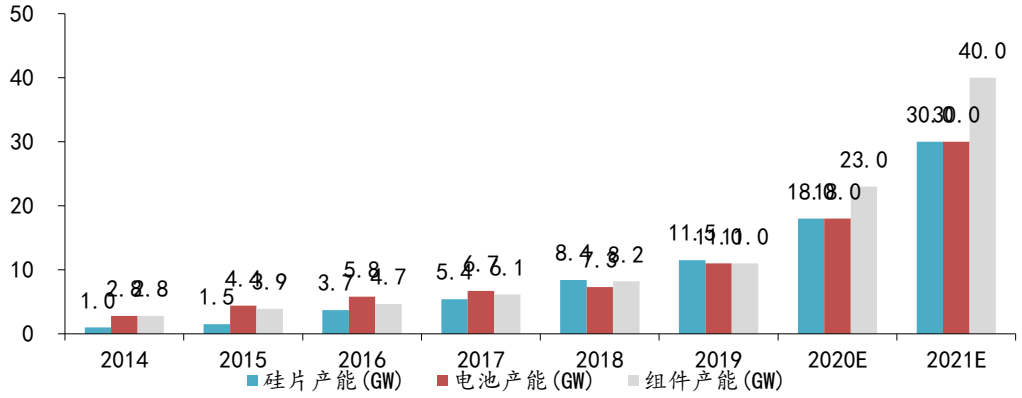


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 产能/出货双高增，大尺寸高占比出货结构优化，业绩高增长可期

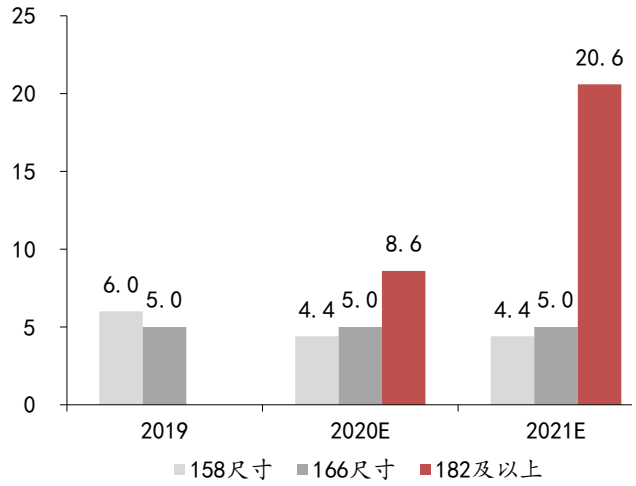
产能/出货双高增，大尺寸高占比出货结构优化，业绩高增长可期：1）出货来看：Q4 旺季预计出货 6GW 左右，公司 20 年全年预计出货量约 15GW；21 年公司出货预计 30GW+，目前看海外 Q1/2 签单 50%+，其中长单 20-30%，滚动订单约 30%，高签单率保障明年出货高增。2）产能来看：我们预计公司 21 年年底硅片-电池-组件产能将分别达到约 30GW，30GW，40GW，较 20 年底继续翻倍增长，带动平均生产成本继续下降；3）分尺寸看：预计公司 20、21 年底电池大尺寸产能分别达到 13.6GW（182 及以上 8.6GW）、25.67GW（182 及以上 20.6GW），分别占比 76%、85%；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，预计 21 年 182 出货占比 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 3：公司产能投放进度（GW）



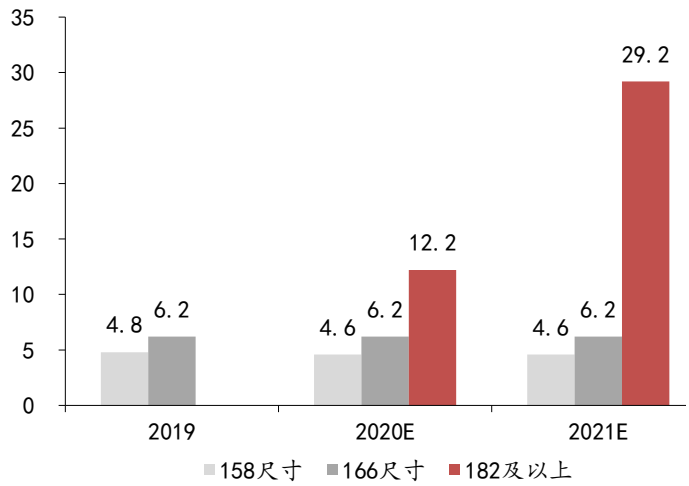
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：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 5：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

4. 盈利预测与投资评级

盈利预测与投资评级：预计 20~22 年公司净利润分别为 16.5/26.5/34.7 亿元，同比长 31.7%/60.9%/30.8%。晶澳是一体化龙头组件企业，受益于下游需求增长&组件市场集中度持续提升&大尺寸结构优化，低估值高成长，给予 21 年 25X，对应目标价 49 元，维持“买入”评级。

5. 风险提示

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）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**14,832**	**15,960**	**26,654**	**22,467**
现金	5,721	6,036	5,257	5,748
应收账款	3,889	4,735	10,251	8,029
存货	2,780	3,381	7,844	6,490
其他流动资产	2,441	1,809	3,303	2,200
非流动资产	**13,696**	**15,761**	**24,390**	**27,621**
长期股权投资	149	149	149	149
固定资产	10,405	12,257	19,877	22,704
在建工程	1,025	1,036	1,536	1,612
无形资产	760	931	1,537	1,833
其他非流动资产	1,357	1,389	1,291	1,323
资产总计	**28,528**	**31,721**	**51,044**	**50,088**
流动负债	**15,092**	**15,793**	**31,602**	**26,793**
短期借款	4,846	4,500	5,500	6,500
应付账款	2,800	3,371	7,854	5,819
其他流动负债	7,446	7,922	18,248	14,474
非流动负债	**5,140**	**5,933**	**6,726**	**7,022**
长期借款	2,488	3,281	4,074	4,369
其他非流动负债	2,652	2,652	2,652	2,652
负债合计	**20,233**	**21,726**	**38,329**	**33,814**
少数股东权益	305	348	416	505
归属母公司股东权益	7,989	9,648	12,300	15,769
负债和股东权益	**28,528**	**31,721**	**51,044**	**50,088**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3,691	3,359	8,736	5,266
投资活动现金流	-2,329	-3,426	-10,730	-5,912
筹资活动现金流	-149	381	1,215	1,137
现金净增加额	1,229	314	-779	491
折旧和摊销	1,552	1,432	2,175	2,757
资本开支	1,892	2,065	8,628	3,231
营运资本变动	85	-183	3,337	-1,629

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**21,155**	**26,716**	**44,956**	**54,840**
减:营业成本	16,658	21,470	36,481	44,437
营业税金及附加	137	214	360	439
营业费用	1,197	1,429	2,405	2,852
管理费用	699	1,122	1,888	2,194
财务费用	569	489	578	656
资产减值损失	-0	0	0	0
加:投资净收益	-116	60	60	60
其他收益	42	10	13	16
营业利润	**1,669**	**2,062**	**3,317**	**4,339**
加:营业外净收支	-57	0	0	0
利润总额	**1,611**	**2,062**	**3,317**	**4,339**
减:所得税费用	327	371	597	781
少数股东损益	32	42	68	89
归属母公司净利润	**1,252**	**1,649**	**2,652**	**3,469**
EBIT	1,898	2,551	3,895	4,995
EBITDA	3,450	3,983	6,070	7,752

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.93	1.22	1.96	2.57
每股净资产(元)	5.91	7.14	9.10	11.67
发行在外股份(百万股)	1342	1351	1351	1351
ROIC(%)	8.1%	9.9%	12.5%	13.3%
ROE(%)	15.5%	16.9%	21.4%	21.9%
毛利率(%)	21.3%	19.6%	18.9%	19.0%
销售净利率(%)	5.9%	6.2%	5.9%	6.3%
资产负债率(%)	70.9%	68.5%	75.1%	67.5%
收入增长率(%)	5884.2%	26.3%	68.3%	22.0%
净利润增长率(%)	25329.0%	31.7%	60.9%	30.8%
P/E	41.39	31.43	19.54	14.94
P/B	6.49	5.37	4.21	3.29
EV/EBITDA	16.53	14.46	9.93	7.95

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