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！

买入（维持）

2020 年 09 月 16 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	21,155	26,562	32,036	38,934
同比（%）	5884.2%	25.6%	20.6%	21.5%
归母净利润（百万元）	1,252	1,506	2,116	2,647
同比（%）	25329.0%	20.3%	40.5%	25.1%
每股收益（元/股）	0.93	1.11	1.57	1.96
P/E（倍）	28.91	24.03	17.10	13.67

投资要点

- **事件：**（1）公告一体化产能扩张：1）年产 1GW 拉晶及 5GW 切片项目，投资额 6.7 亿元；2）年产 20GW 拉晶及切片项目，投资额 58.3 亿元；3）越南年产 3.5GW 高效太阳能电池项目，投资额 14.7 亿元；4）年产 6GW 高效太阳能电池项目，投资额 17.2 亿元；5）越南年产 3.5GW 高功率组件项目，投资额 7 亿元，合计投资额约为 103.9 亿元。（2）战略合作买卖协议签订：公司与新特签订硅料长单协议，公司计划于 2020 年 10 月至 2025 年 12 月期间向新特采购原生多晶硅 9.72 万吨，产品单价以月度议价方式进行确定，据 PV infolink 公布最新价格估算，合同金额约为 91.37 亿元。

- **扩产再加速，龙头重装出发：**光伏市场前景向好，公司回 A 后融资渠道顺利拓展，扩产进度不断加速，自 2019 年末至今共计公告扩产 34.2GW 拉棒及切片，27.1GW 电池、16.5GW 组件，合计投资 269.9 亿元。公司回 A 后快马加鞭推进各环节产能建设，在越南布局电池、组件产能，进一步加强公司对海外市场的，预计到 20 年末硅片、电池、组件产能分别达到 18、18、23GW，21 年末分别达到 23、23、28GW，一体化龙头重装出发！

- **海外加快布局，盈利能力有望进一步提升：**海外组件更注重品牌，通常毛利率显著高于国内。公司是海外最早布局的组件厂商之一，截止目前在越南拥有 1.5GW 硅片和马来西亚拥有 1.3GW 的电池产能。本次公告公司在越南合计扩产 3.5GW 的电池和 3.5GW 的组件产能，海外加速布局有望进一步增强公司海外（特别是美国）组件竞争力。预计海外产能达产后，海外组件出货结构有望进一步改善，盈利能力有望进一步提升。

- **硅料签订长协订单，保障原料供应与明后年盈利：**一方面，公司回 A 扩产提速，硅片产能迅速增长，对硅料需求持续增加；另一方面，硅料产能有限，在未来 1-1.5 年内都将成为制约全产业链的环节。目前硅料紧缺，公司仍有能力优先与龙头硅料企业签订硅料长单，一方面可保障原料供应稳定生产，另一方面保障明后年盈利，同时也彰显公司龙头地位。

- **一体化配套完善，公司盈利能力强劲：**据我们测算，按当前时点价格，三环节（硅片、电池、组件）一体化公司毛利率约为 22%，大于双环节（电池、组件）一体化公司毛利率 15%，更远高于单组件环节公司毛利率 4%。公司一体化配套完善，20 年末硅片、电池、组件比例约为 0.9:0.9:1，在各组件龙头属于极高水平。得益出色一体化配套优势，公司盈利能力强劲，优于同业。

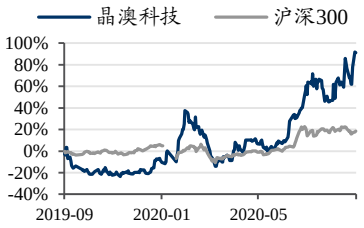
- **盈利预测与投资评级：**预计 20~22 年公司净利润分别为 15.06/21.16/26.47 亿元，同比长 20.3%/40.5%/25.1%，对应 EPS 为 1.11、1.57、1.96 元。晶澳是一体化龙头组件企业，受益于下游需求增长&组件市场集中度持续提升&大尺寸结构优化，低估值高成长，给予 21 年 20X，对应目标价 31.4 元，维持“买入”评级。

- **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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	26.79
一年最低/最高价	10.65/27.55
市净率(倍)	4.14
流通 A 股市值(百万元)	10367.28

基础数据

每股净资产(元)	6.47
资产负债率(%)	71.04
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）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

2、《晶澳科技（002459）半年报业绩预告点评：晶澳科技 20H1 业绩大增，一体化龙头盈利能力卓越，重点推荐！》2020-07-14

3、《晶澳科技（002459）一季报点评：组件龙头经营稳健，业绩高速增长》2020-04-29

请务必阅读正文之后的免责声明部分

事件：（1）公告一体化产能扩张：1）年产 1GW 拉晶及 5GW 切片项目，投资额 6.7 亿元；2）年产 20GW 拉晶及切片项目，投资额 58.3 亿元；3）越南年产 3.5GW 高效太阳能电池项目，投资额 14.7 亿元；4）年产 6GW 高效太阳能电池项目，投资额 17.2 亿元；5）越南年产 3.5GW 高功率组件项目，投资额 7 亿元，合计投资额约为 103.9 亿元。（2）战略合作买卖协议签订：公司与新特签订硅料长单协议，公司计划于 2020 年 10 月至 2025 年 12 月期间向新特采购原生多晶硅 9.72 万吨，产品单价以月度议价方式进行确定，据 PV infolink 公布最新价格估算，合同金额约为 91.37 亿元。

表 1：公司本次扩产规划

产能	投资项目	投资主体	预计投资额（万元）	扩产时间
硅片产能	年产 1GW 拉晶及 5GW 切片项目	晶澳太阳能有限公司	67,062.45	12 个月
	年产 20GW 拉晶及切片项目	曲靖晶龙电子材料有限公司	583,000.00	36 个月
电池产能	年产 3.5GW 高效太阳能电池项目（越南）	新设越南项目公司	147,000.00	15 个月
	年产 6GW 高效太阳能电池项目	晶澳（扬州）太阳能科技有限公司	172,000.00	12 个月
组件产能	年产 3.5GW 高功率组件项目（越南）	晶澳太阳能越南有限公司	70,000.00	11 个月
合计			1,039,062.45	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

扩产再加速，龙头重装出发：光伏市场前景向好，公司回 A 后融资渠道顺利拓展，扩产进度不断加速，自 2019 年末至今共计公告扩产 34.2GW 拉棒及切片，27.1GW 电池、16.5GW 组件，合计投资 269.9 亿元。公司回 A 后快马加鞭推进各环节产能建设，在越南布局电池、组件产能，进一步加强公司对海外市场的，预计到 20 年末硅片、电池、组件产能分别达到 18、18、23GW，21 年末分别达到 23、23、28GW，一体化龙头重装出发！

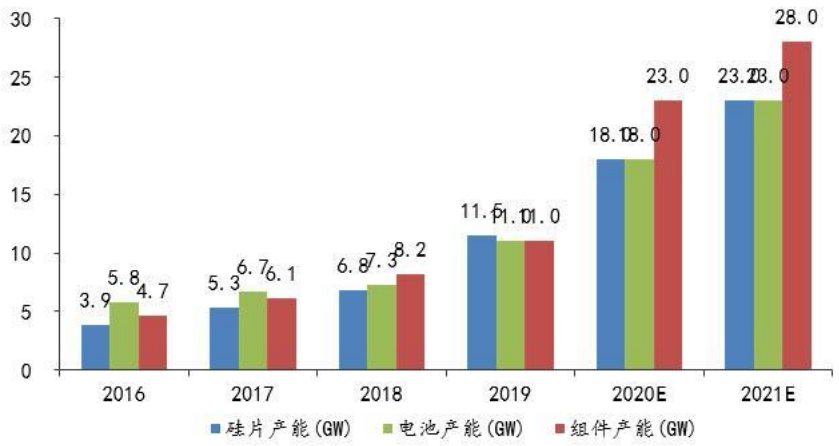
表 2：公司回 A 以来所有扩产公告

时间	项目	产能	总投资（亿元）	状态
2019/12/18	云南曲靖单晶硅棒项目	1.2GW 单晶硅棒	6.55	已投产
2020/1/8	内蒙古包头单晶硅棒项目	3GW 单晶硅棒	30	一二期已投产
2020/2/18	宁晋三四车间 3.6GW 高效电池升级项目	3.6GW 电池	11.3	
2020/2/18	浙江义乌组件、电池项目	10GW 电池、10GW 组件	102	预计为 4 年。项目计划分 2 期执行，一期 5GW 电池+5GW 组件，计划于 2021 年

				12 月达产；二期 5GW 电池+5GW 组件，计划于 2023 年 12 月达产。
2020/8/14	曲靖建设 20GW 单晶拉棒及切片项目。	20GW 拉棒及切片	58	处于战略框架协议阶段，后续签订正式协议
2020/8/17	晶澳科技扩建公司一体化产能	2×2GW 硅片切片、4GW 高效太阳能电池、3.2GW 高功率组件	16.4	年产 2GW 硅片切片（宁晋松宫）投资 6645.28 万元，预计 3 个月；年产 2GW 硅片切片（晶海洋）投资 6528.50 万元，预计 3 个月；4GW 电池项目投资 11.8 亿元，预计 6 个月；3.2GW 组件投资 33248 万元，预计 6 个月
2020/9/16	宁晋拉晶及切片项目	1GW 拉晶及 5GW 切片	6.7	预计 12 个月
2020/9/16	曲靖南海子工业园区拉晶及切片项目	20GW 拉晶及切片（8 月 16 日公告为同一项目）	58.3	计划分两期进行，预计 36 个月。
2020/9/16	越南高效晶硅电池项目	3.5GW 高效太阳能电池	14.7	预计 15 个月
2020/9/16	扬州高效晶硅电池项目	6GW 高效太阳能电池	17.2	预计 12 个月
2020/9/16	越南高功率组件项目	3.5GW 高功率组件	7.0	预计 11 个月
	合计	**34.2GW 拉棒和切片、27.1GW 电池、16.5GW 组件**	**269.9**	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 1：晶澳各环节产能（GW）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

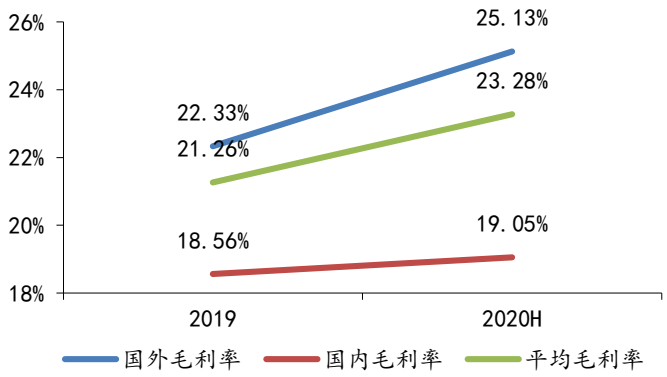
海外加快布局，盈利能力有望进一步提升：海外组件更注重品牌，通常毛利率显著高于国内。公司是海外最早布局的组件厂商之一，截止目前在越南拥有 1.5GW 硅片和马来西亚拥有 1.3GW 的电池产能。本次公告公司在越南合计扩产 3.5GW 的电池和 3.5GW 的组件产能，海外加速布局有望进一步增强公司海外（特别是美国）组件竞争力。预计海外产能达产后，海外组件出货结构有望进一步改善，盈利能力有望进一步提升。

图 2：公司海外产能梳理

海外产能梳理	项目	产能（GW）
越南	硅片	1.5
	电池（新建）	**3.5**
	组件（新建）	**3.5**
马来西亚	电池	1.3

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

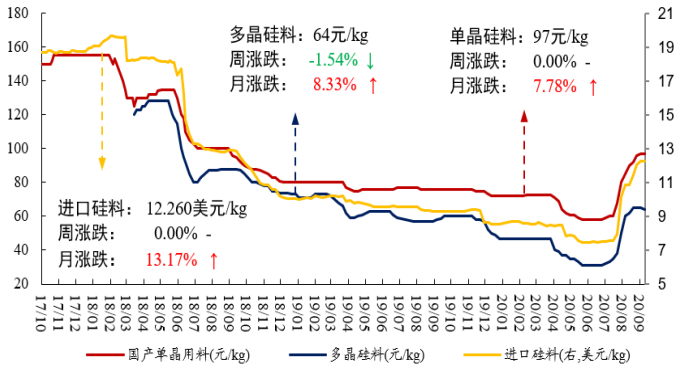
图 3：公司组件海外毛利率远高于国内



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

硅料签订长协订单，保障原料供应与明后年盈利：一方面，公司回 A 扩产提速，硅片产能迅速增长，对硅料需求持续增加；另一方面，硅料产能有限，在未来 1-1.5 年内都将成为制约全产业链的环节。目前硅料紧缺，公司仍有能力优先与龙头硅料企业签订硅料长单，一方面可保障原料供应稳定生产，另一方面保障明后年盈利，同时也彰显公司龙头地位。

图 4：硅料价格涨幅明显（截止 9 月 11 日）



数据来源：Solarzoom，东吴证券研究所

图 5：硅料产能图谱（万吨）

硅料产能（万吨）		2017	2018	2019	2020E	2021E
中国	保利协鑫	6	12	8.5	8.5	8.5
	通威	2	7	8	8	16
	新特能源	3.6	3.6	7.2	7.2	7.2
	新疆大全	2	3	7	7	7
	东方希望	1.5	3	4	7	7
	亚洲硅业	1.5	2	2	2	2
	鄂尔多斯		0.8	1.2	1.2	1.2
	内蒙东立		0.6	1.2	1.2	1.2
	其他	12.8	6.8	6.1	3.43	3.43
中国合计		29.4	38.8	45.2	45.53	53.53
海外		22.2	24	20.1	8.9	8.9
合计		**51.6**	**62.8**	**65.3**	**54.43**	**62.43**
国产化率		56.98%	61.78%	69.22%	83.65%	85.74%

数据来源：硅业分会，Solarzoom，东吴证券研究所

一体化配套完善，公司盈利能力强劲：据我们测算，按当前时点价格，三环节（硅片、电池、组件）一体化公司毛利率约为 22%，大于双环节（电池、组件）一体化公司

毛利率 15%，更远高于单组件环节公司毛利率 4%。公司一体化配套完善，20 年末硅片、电池、组件比例约为 0.9:0.9:1，在各组件龙头属于极高水平。得益出色一体化配套优势，公司盈利能力强劲，优于同业。

图 6：三环节一体化公司毛利率远高于单环节

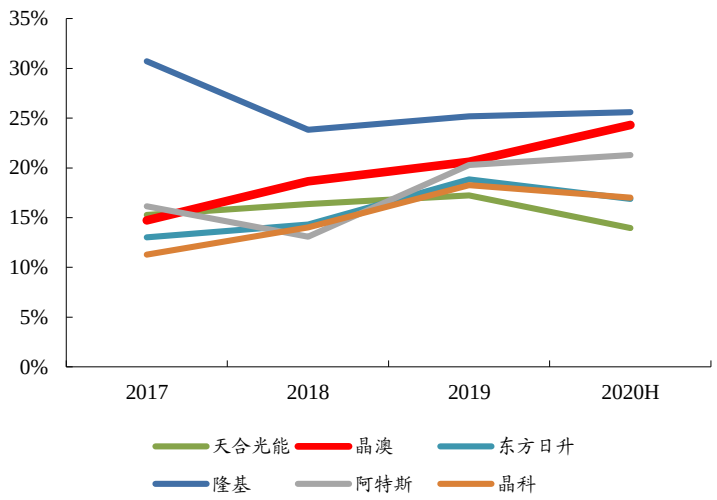
组件生产成本拆分（单环节）	
单晶电池（元/W）	0.83
单价（含税，元/W）	0.94
非硅成本（元/W）	0.53
玻璃	0.13
背板	0.05
EVA	0.07
铝边框	0.12
焊带	0.04
接线盒	0.04
人工	0.02
其他	0.06
制造成本（元/W）	**1.36**
价格（含税，元/W）	**1.60**
毛利率	**4%**

一体化企业成本拆分(二个环节)	
硅成本（元/W）	0.46
单价（含税，元/片）	3.25
非硅成本（元/W）	0.75
电池非硅（元/W）	0.22
组件非硅（元/W）	0.53
制造成本（元/W）	**1.21**
价格（含税，元/W）	**1.60**
毛利率	**15%**

一体化企业成本拆分(三个环节)	
硅成本（元/W）	0.23
单价（元/片）	1.43
非硅成本（元/W）	0.87
硅片非硅（元/W）	0.12
硅片非硅（元/片）	0.78
电池非硅（元/W）	0.22
组件非硅（元/W）	0.53
制造成本（元/W）	**1.10**
价格（含税，元/W）	**1.60**
毛利率	**22%**

数据来源：Solarzoom，PV infolink，东吴证券研究所

图 7：公司毛利率优于同业

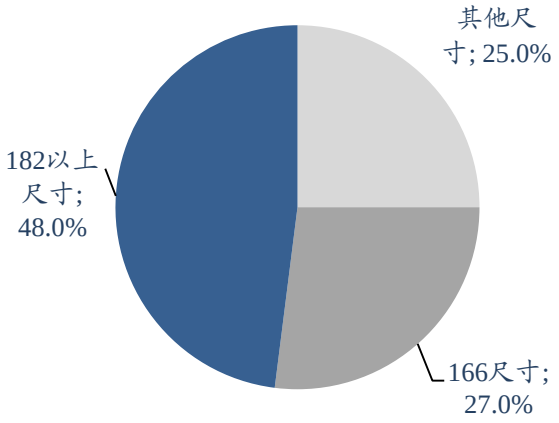


数据来源：公司公告，东吴证券研究所，晶科为 20Q1 数据

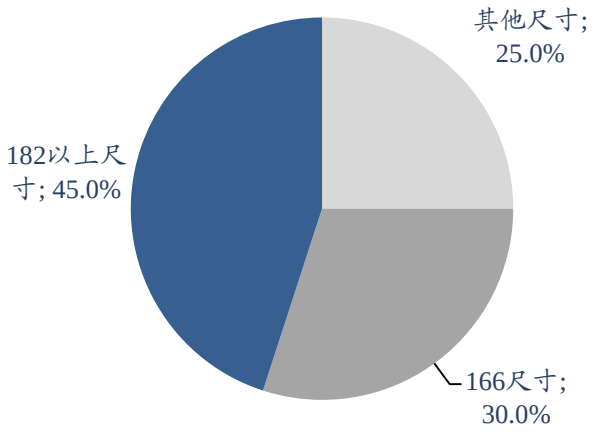
大尺寸产能释放优化产能结构，保障出货&盈利高增长！公司 20 年全年预计出货量为 16GW+，Q3 订单排满，Q4 订单锁定 50%+，全年 15GW 出货量有保障。分 H1&H2 来看，公司上半年出货量仅 5.5GW 左右，下半年环比近翻倍，展望明年，公司出货量保守估计为 20GW+。公司新扩产能均为 210&182 大尺寸产能，电池端：Q3 宁晋 3.6GW、Q4 义乌 5GW 大尺寸产能投产，组件端：Q3/4 义乌 5GW 和扬州 4GW、21Q1 义乌 2 期 5GW 投产，预计到 20 年末公司 166 以上大尺寸电池、组件产能分别约占比 75%（210&182 产能占比 48%）、75%（210&182 产能占比 45%），保障出货&盈利高增长！预计 Q4 时 182 组件出货占比约 20%，带来下半年业绩增长新亮点。

图 8：公司 20 年末电池大尺寸产能占比 75%

图 9：公司 20 年末组件大尺寸产能占比 75%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：预计 20~22 年公司净利润分别为 15.06/21.16/26.47 亿元，同比长 20.3%/40.5%/25.1%，对应 EPS 为 1.11、1.57、1.96 元。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 20X，对应目标价 31.4 元，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）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**14,832**	**15,899**	**21,438**	**24,567**
现金	5,721	6,016	8,169	9,923
应收账款	3,889	4,696	5,983	6,995
存货	2,780	3,381	4,491	5,570
其他流动资产	2,441	1,806	2,795	2,079
非流动资产	**13,696**	**15,676**	**17,277**	**19,504**
长期股权投资	149	149	149	149
固定资产	10,405	12,183	13,714	15,642
在建工程	1,025	1,030	1,036	1,096
无形资产	760	926	1,087	1,293
其他非流动资产	1,357	1,389	1,291	1,323
资产总计	**28,528**	**31,575**	**38,715**	**44,070**
流动负债	**15,092**	**15,793**	**19,969**	**22,313**
短期借款	4,846	4,500	5,500	6,500
应付账款	2,800	3,371	4,501	5,095
其他流动负债	7,446	7,922	9,968	10,718
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**	**26,695**	**29,335**
少数股东权益	305	344	398	466
归属母公司股东权益	7,989	9,505	11,622	14,269
负债和股东权益	**28,528**	**31,575**	**38,715**	**44,070**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3,691	3,251	4,312	4,808
投资活动现金流	-2,329	-3,337	-3,374	-4,191
筹资活动现金流	-149	381	1,215	1,137
现金净增加额	1,229	295	2,153	1,754
折旧和摊销	1,552	1,428	1,846	2,041
资本开支	1,892	1,980	1,601	2,226
营运资本变动	85	-141	-210	-528

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**21,155**	**26,562**	**32,036**	**38,934**
减:营业成本	16,658	21,470	25,585	31,188
营业税金及附加	137	212	256	311
营业费用	1,197	1,434	1,698	1,986
管理费用	699	1,142	1,346	1,557
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**	**1,884**	**2,647**	**3,311**
加:营业外净收支	-57	0	0	0
利润总额	**1,611**	**1,884**	**2,647**	**3,311**
减:所得税费用	327	339	477	596
少数股东损益	32	39	54	68
归属母公司净利润	**1,252**	**1,506**	**2,116**	**2,647**
EBIT	1,898	2,373	3,225	3,967
EBITDA	3,450	3,801	5,071	6,008

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.93	1.11	1.57	1.96
每股净资产(元)	5.91	7.03	8.60	10.56
发行在外股份(百万股)	1342	1351	1351	1351
ROIC(%)	8.1%	9.3%	10.6%	11.1%
ROE(%)	15.5%	15.7%	18.1%	18.4%
毛利率(%)	21.3%	19.2%	20.1%	19.9%
销售净利率(%)	5.9%	5.7%	6.6%	6.8%
资产负债率(%)	70.9%	68.8%	69.0%	66.6%
收入增长率(%)	5884.2%	25.6%	20.6%	21.5%
净利润增长率(%)	25329.0%	20.3%	40.5%	25.1%
P/E	28.91	24.03	17.10	13.67
P/B	4.53	3.81	3.11	2.54
EV/EBITDA	12.00	11.05	8.22	6.96

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