晶澳科技（002459）

公司研究/调研简报

海外出货大幅提升，大硅片助力未来成长

调研简报/基础化工　　2020 年 08 月 24 日

一、分析与判断

➢ 海外市场出货稳定，股权激励助力未来成长

2020 年上半年，公司实现营收 108.84 亿元，同比增长 22.73%，实现归母净利 7.01 亿元，同比增长 77.74%。组件出货量 5.46GW。其中，2020Q2 组件出货量为 3.16GW，环比增长 37.39%。虽然目前海外疫情仍未有明显好转，海外组件出货量仍有 3.91GW，海外组件出货占比 71.65%。为进一步促进业绩增长，公司于 2020Q1 推出了股权激励计划，今年业绩目标为组件出货不低于 15GW，营业收入不低于 230 亿元，归母净利不低于 13 亿元。报告期内，公司完成了股票期权和限制性股票的首次授予。

➢ 加速产能投放，市占率有望进一步提升

公司坚定垂直一体化优势战略，截止至 2019 年，公司组件出货量蝉联全球第二位。为进一步巩固龙头地位，发挥一体化优势，公司目前进一步扩大产能：拉晶环节，新建曲靖 2GW、包头 2.6GW 项目顺利投产；电池环节，公司宁晋三四车间 3.6GW 高效电池升级项目有序推进；组件环节，新建合肥 1.5GW、扬州 4GW 项目陆续投产。公司于义乌投资建设的 10GW 电池和 10GW 组件项目，其中包括募投项目的 5GW 电池和 10GW 组件，目前项目正按计划推进中。此外，公司在辽宁省朝阳市朝阳县投资建设 300MW 光伏平价上网项目，已按计划开工建设，预计年底将实现第一批并网发电。公司紧跟市场变化，有序扩张高效产能，未来市占率有望进一步提升。

➢ 未来光伏需求扩张，公司将迎来大硅片时代

公司注重科技创新，量产电池平均转换效率达 22.90%，处于行业顶尖水平。考虑到 2021 年 182mm 大硅片的推广，公司推出了基于 182mm 大硅片的超高功率组件深邃之蓝 DeepBlue3.0，进一步巩固公司技术创新与产业化应用优势。根据国际可再生能源署（IRENA）的预测，全球太阳能发电占比将在 2040 提升至 20%，在 2050 年提升至 25%。未来光伏需求确定度高，结合公司 2020、21、22 年组件出货目标 15、18、21GW，通过不断落地的扩产项目，公司的盈利能力有望进一步提升。

二、投资建议

预计公司 2020-2022 年每股收益分别为 1.06、1.37 和 1.77 元，对应 PE 分别为 22、17 和 13 倍。参考 CS 电源设备板块当前平均 46 倍 PE 水平，结合公司垂直一体化优势，未来发展可期，首次覆盖，给予“推荐”评级。

三、风险提示

投产进度不及预期、原材料价格波动风险、下游需求不达预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	21,155	25,858	29,327	35,608
增长率（%）	7.7%	22.2%	13.4%	21.4%
归属母公司股东净利润（百万元）	1,252	1,437	1,858	2,396
增长率（%）	74.1%	14.7%	29.3%	29.0%
每股收益（元）	0.93	1.06	1.37	1.77
PE（现价）	24.74	21.56	16.67	12.92
PB	1.89	3.29	2.74	2.26

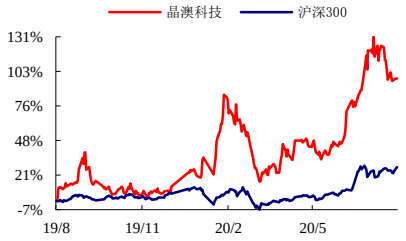
资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　首次评级

当前价格：　22.92 元

交易数据	2020-8-21
近 12 个月最高/最低(元)	24.05/10.7
总股本（百万股）	1,351
流通股本（百万股）	387
流通股比例（%）	28.64
总市值（亿元）	310
流通市值（亿元）	89

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：李骥

执业证号：　S0100519100001

电话：　021-60876731

邮箱：　liji@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	21,155	25,858	29,327	35,608
营业成本	16,658	20,163	22,853	27,872
营业税金及附加	137	261	225	288
销售费用	1,197	1,602	1,585	2,048
管理费用	699	1,739	1,954	1,982
研发费用	257	414	391	600
EBIT	2,208	1,678	2,319	2,819
财务费用	569	358	90	-59
资产减值损失	-0	3	4	4
投资收益	-116	518	150	233
营业利润	1,669	1,948	2,485	3,244
营业外收支	-57	0	0	0
利润总额	1,611	1,948	2,485	3,244
所得税	327	466	574	776
净利润	1,284	1,482	1,911	2,469
归属于母公司净利润	1,252	1,437	1,858	2,396
EBITDA	3,760	3,733	4,988	6,367

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	5,721	3,162	7,407	13,116
应收账款及票据	3,889	4,812	5,529	6,529
预付款项	431	540	602	740
存货	2,780	3,342	3,803	4,637
其他流动资产	2,010	2,227	2,259	2,357
流动资产合计	14,832	14,083	19,601	27,379
长期股权投资	149	149	149	149
固定资产	10,405	8,394	5,777	2,299
无形资产	760	1,016	1,342	1,775
非流动资产合计	13,696	12,282	10,440	7,637
资产合计	28,528	26,365	30,040	35,016
短期借款	4,846	0	0	0
应付账款及票据	4,455	5,298	5,590	7,243
其他流动负债	5,792	6,150	7,622	8,476
流动负债合计	15,092	11,448	13,212	15,719
长期借款	2,388	2,388	2,388	2,388
其他长期负债	2,752	2,752	2,752	2,752
非流动负债合计	5,140	5,140	5,140	5,140
负债合计	20,233	16,588	18,352	20,859
股本	1,342	1,342	1,342	1,342
少数股东权益	305	351	404	477
股东权益合计	8,295	9,777	11,688	14,157
负债和股东权益合计	28,528	26,365	30,040	35,016

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	7.7%	22.2%	13.4%	21.4%
EBIT 增长率	29.2%	-24.0%	38.2%	21.6%
净利润增长率	74.1%	14.7%	29.3%	29.0%
盈利能力				
毛利率	21.3%	22.0%	22.1%	21.7%
净利润率	6.1%	5.7%	6.5%	6.9%
总资产收益率 ROA	4.4%	5.4%	6.2%	6.8%
净资产收益率 ROE	15.7%	15.2%	16.5%	17.5%
偿债能力				
流动比率	0.98	1.23	1.48	1.74
速动比率	0.77	0.89	1.15	1.40
现金比率	0.38	0.28	0.56	0.83
资产负债率	70.9%	62.9%	61.1%	59.6%
经营效率				
应收账款周转天数	67.09	63.01	65.05	64.03
存货周转天数	60.92	60.50	60.74	60.72
总资产周转率	0.74	0.98	0.98	1.02
每股指标（元）				
每股收益	0.93	1.06	1.37	1.77
每股净资产	5.91	6.98	8.35	10.12
每股经营现金流	2.73	2.15	3.83	4.80
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	24.74	21.56	16.67	12.92
PB	1.89	3.29	2.74	2.26
EV/EBITDA	4.76	8.40	5.44	3.36
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	1,284	1,482	1,911	2,469
折旧和摊销	1,552	2,056	2,669	3,547
营运资金变动	85	-610	492	438
经营活动现金流	3,691	2,906	5,178	6,488
资本开支	-1,786	-647	-833	-764
投资	-458	0	0	0
投资活动现金流	-2,329	-129	-683	-530
股权募资	243	0	0	0
债务募资	7,853	-4,846	0	0
筹资活动现金流	-149	-5,337	-249	-249
现金净流量	1,229	-2,560	4,246	5,709

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

李骥，民生证券基础化工行业首席分析师，北京大学材料学博士，曾供职于海通证券有色金属团队，所在团队2017年获新财富最佳分析师评比有色金属类第3名、水晶球第4名。2018年12月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

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。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。