业绩稳步增长，一体化产能持续扩张

增持 ——维持

日期：2020 年 08 月 20 日
行业：电气设备和新能源

分析师： 孙克遥
Tel： 021-53686135
E-mail： sunkeyao@shzq.comm
SAC 证书编号：S0870520010001

基本数据（截至 2020 年 08 月 17 日）

报告日股价（元）	20.60
12mth A 股价格区间（元）	10.12-24.57
总股本（百万股）	1351.2
无限售 A 股/总股本	28.64%
流通市值（百万元）	4911.33
每股净资产（元）	6.47

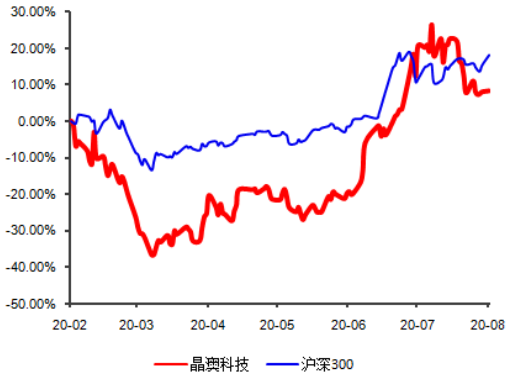
主要股东（2020H1）

晶泰福科技有限	59.29%

收入结构（2020H1）

太阳能组件	89.50%
光伏电站运营	2.96%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号： SKY20-JOKJ02
首次报告日期：

■ 公司动态事项

公司发布2020年半年报。2020年上半年，公司实现营业总收入108.84亿元，同比增长22.73%；实现归母净利润7.01亿元，同比增长77.74%；实现基本每股收益0.52元/股，同比增长26.83%。

■ 事项点评

Q2 业绩高速增长，受海外疫情影响小于预期

2020 年 Q2 公司实现营业收入 62.93 亿元，同比增长 29%，环比增长 37%；实现净利润 4.15 亿元，同比增长 35%，环比增长 45%。在海外疫情蔓延、国内逐步复工的大环境下，公司 Q2 业绩保持了较高水准，彰显了公司光伏一体化龙头的规模、成本和全球布局优势。

组件出货稳步增长，盈利水平行业前列

上半年，公司组件业务实现营业收入 97.41 亿元，同比增长 21.35%。公司组件出货量达 5.46GW，据 PVInfoLink 统计排名第四，同比增长 29.36%，其中二季度出货 3.16GW，环比提升 37.39%。组件业务毛利率 24.31%，同比提升 4.44 个百分点，主要系上半年上游材料价格下滑及公司垂直一体化优势逐步凸显。公司组件上半年均价达 1.78 元/W，高于行业平均，单瓦毛利 0.43 元，高于 2019 年全年的水平（0.40 元/W）。公司海外组件出货高达 3.91GW，占比 71.65%，海外业务毛利率显著高于国内（6 个百分点），为公司贡献主要业绩。公司预计全年组件出货达 15GW，2021 年有望提升至 18GW 以上。

落实产业链一体化，产能稳步扩张

公司已建立起垂直一体化的纵向产业链，包括晶体硅棒（单晶）/硅锭（多晶）、硅片、电池及组件、电站运营等各个环节，建立起了产业链一体化优势，增强了公司的抗风险能力，同时产业链协调以降低成本。2020 年上半年，公司有序扩张高效产能，进一步发挥垂直一体化优势。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。预计到 2020 年底，公司组件产能将达 20GW 左右，硅片和电池环节产能达到组件产能的 80%左右。18 日晚间公司公告定增获核准，公司此次拟募资不超过 52 亿元，主要投向年产 5GW 电池和 10GW 组件项目（37 亿）及补充流动资金（15 亿）。

■ 盈利预测与估值

我们预计公司2020、2021和2022年营业收入分别为248.64亿元、311.66亿元和354.91亿元，增速分别为17.53%、25.35%和13.88%；归属于母公司股东净利润分别为14.69亿元、19.61亿元和22.01亿元，增速分别为17.38%、33.43%和12.24%；全面摊薄每股EPS分别为1.09元、1.45元和1.63元，对应PE为18.94倍、14.20倍和12.65倍。**未来六个月内，我们维持公司“增持”评级。**

■ 风险提示

公司产能释放进度不达预期，光伏行业需求不振，国际贸易形势变化等。

■ 数据预测与估值：

单位:百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	21155.48	24863.80	31166.30	35490.88
增长率(%)	7.67%	17.53%	25.35%	13.88%
归属母公司股东净利润	1251.96	1469.49	1960.79	2200.81
增长率(%)	74.09%	17.38%	33.43%	12.24%
每股收益(元)	0.93	1.09	1.45	1.63
市盈率(X)	22.15	18.94	14.20	12.65

数据来源：Wind 上海证券研究所 （2020 年 08 月 17 日收盘价）

■ 附表

资产负债表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1655	2486	4847	5793
应收和预付款项	6348	5169	7321	6554
存货	2780	4995	4800	6424
其他流动资产	372	1333	1333	1333
长期股权投资	149	149	149	149
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	11431	10616	9602	8388
无形资产和开发支出	760	671	582	492
其他非流动资产	886	740	594	594
资产总计	24381	26491	29559	30060
短期借款	4846	2830	0	0
应付和预收款项	7975	7106	10992	9233
长期借款	2488	2488	2488	2488
其他负债	3863	3863	3863	3863
负债合计	19172	16287	17343	15585
股本	1342	1351	1351	1351
资本公积	3854	4245	4245	4245
留存收益	2793	4263	6224	8424
归属母公司股东权益	7989	9859	11820	14020
少数股东权益	305	344	396	455
股东权益合计	8295	10203	12216	14475
负债和股东权益合计	24381	26491	29559	30060

现金流量表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动产生现金流量	3691	315	6313	1866
投资活动产生现金流量	-2329	-1048	-952	-846
融资活动产生现金流量	-149	-1913	-3001	-74
现金流量净额	1245	-2647	2360	946

利润表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	21155	24864	31166	35491
营业成本	16658	19533	24608	28200
营业税金及附加	137	161	202	230
营业费用	1197	1728	2166	2467
管理费用	699	1218	1496	1704
财务费用	569	316	194	101
资产减值损失	0	40	40	40
投资收益	-116	0	0	0
其他收益	94	-76	-76	-76
营业利润	1669	1791	2384	2674
营业外收支净额	-57	20	20	20
利润总额	1611	1766	2360	2649
所得税	327	258	347	390
净利润	1284	1508	2013	2259
少数股东损益	32	39	52	58
归属母公司股东净利润	1252	1469	1961	2201

财务比率分析

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	21.26%	21.44%	21.04%	20.54%
EBIT/销售收入	10.23%	8.30%	8.12%	7.67%
销售净利率	6.07%	6.07%	6.46%	6.37%
ROE	15.67%	14.91%	16.59%	15.70%
资产负债率	62%	64%	63%	66%
流动比率	0.96	1.21	1.45	1.85
速动比率	0.68	0.66	0.96	1.14
总资产周转率	0.78	0.95	1.07	1.19
应收账款周转率	5.44	6.21	5.15	7.04
存货周转率	5.99	3.91	5.13	4.39

数据来源：Wind 上海证券研究所

分析师承诺

孙克遥

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。