证券研究报告

公司研究——事项点评

晶澳科技（002459.SZ）

买入	增持	持有	卖出

上次评级：买入，2020.07.08

程　远　　行业分析师
执业编号：S1500519100002
联系电话：（010）83326755
邮箱：chengyuan1@cindasc.com

武　浩　　研究助理
联系电话：+86 10 83326711
邮箱：wuhao@cindasc.com

陈　磊　　研究助理
联系电话：+86 10 83326713
邮箱：chenleia@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

组件销量持续增长，加速一体化布局保障盈利可控

2020 年 8 月 18 日

事件：公司发布 2020 年半年度报告。2020 年上半年公司实现营收 108.84 亿元，同比增长 22.73%；归母净利润 7.01 亿元，同比增长 77.74%；毛利率 23.28%，同比增长 2.49ppt;

2020 年第二季度，公司实现营收 62.93 亿元，同比增长 28.64%，环比增长 37.09%；归母净利 4.15 亿元，同比增长 34.86%；环比增长 45.30%；毛利率 22.80%，同比下降 0.06ppt，环比下降 1.14ppt。

点评：

- **组件销量持续增长，新技术应用提升盈利能力。**2020 年上半年公司组件出货 5.46GW，同比增长 29%，其中海外出货 3.91GW，出货占比 71.7%，海外产品盈利能力高于国内，同时叠加新技术应用、产品盈利能力提升，以及费用管控带来费用率下降，公司上半年主要业绩指标均实现同比增长。二季度来看，公司二季度组件出货约 3.19GW，同比增长 43.7%，环比增长 40.5%，但受二季度产品价格下滑影响，毛利率小幅下降。下半年受益国内 2020 年竞价、平价项目启动及海外疫情影响减弱装机回升，公司组件出货有望翻倍增长。

- **一体化产能建设加速、加强供应链合作实现盈利水平可控。**截至 2019 年底，公司拥有硅片、电池、组件产能分别 11.5GW、11GW 和 11GW。目前，公司新建硅片拉晶 4.6GW 投产、高效电池升级 3.6GW 有序推进，新建组件 5.5GW 陆续投产；同时公司公告拟扩建一体化产能，包括 4GW 硅片切片、4GW 电池及 3.2GW 组件项目，其中预计硅片项目 3 个月、组件项目 6 个月内完成。同时公司未来拟投资 58 亿元建设 20GW 单晶硅片项目，加速一体化产能建设。此外，公司通过供应商联合开发、集中采购、优化物流等措施，有效控制采购成本；通过推动智能制造、持续强化精益生产与管理，全面推动降本增效，在产业链上游涨价压力向下游传导过程中，公司通过一体化产能建设等多手段实现盈利水平自主可控。

- **持续加强科技创新，巩固技术创新及产业化应用优势。**截至 2020.06，公司量产电池平均转换效率达 22.90%，公司推出了基于 182mm 大硅片的超高功率组件深邃之蓝 DeepBlue3.0，产品叠加单晶 Percium+高效电池技术、半片技术、11BB 技术、掺镓技术功率输出超过 545W+，能够更好地满足了客户对高效产品的需求。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年实现营收 234.4、294.4 和 314.0 亿元，同比增长 10.8%、25.6%和 6.7%，归母净利 13.5、18.0 和 22.2 亿元，同比增长 8.3%、33.1%和 22.9%，摊薄 EPS 为 1.0、1.3 和 1.6 元/股，对应 2020-2022 年 PE 分别为 20.5、15.4 和 12.6 倍，维持“买入”评级。

- **风险因素：**新冠疫情等导致全球光伏装机不及预期风险；技术路线变化风险；产品及原材料价格波动风险等。

主要财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入/百万元	353.52	21,155.48	23,443.31	29,442.31	31,399.33
同比(%)	-0.95%	5884.16%	10.81%	25.59%	6.65%
归母净利润百万元	4.92	1,251.96	1,355.71	1,804.71	2,217.89
同比(%)	-77.79%	25329.01%	8.29%	33.12%	22.89%
毛利率(%)	19.12%	21.26%	20.10%	19.88%	20.97%
ROE(%)	0.39%	27.04%	15.55%	17.36%	17.78%
EPS（摊薄）(元)	0.00	0.93	1.00	1.34	1.64
P/E	5,654	22	20.5	15.4	12.6
P/B	21.89	3.48	2.95	2.46	2.05

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测　　注：股价采用 2020.08.17 收盘价

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	14,831.54	16,805.46	19,889.19	22,085.07
货币资金	5,721.49	7,567.74	8,715.02	10,348.24
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	4,179.14	3,907.22	4,907.05	5,233.22
预付账款	431.23	484.88	610.64	642.39
存货	2,780.39	3,126.34	3,937.19	4,141.93
其他	1,719.28	1,719.28	1,719.28	1,719.28
非流动资产	13,696.07	14,338.56	15,154.52	15,833.23
长期股权投资	148.79	148.79	148.79	148.79
固定资产（合计）	10,405.40	10,876.62	11,455.48	11,882.77
无形资产	760.06	836.35	899.28	950.61
其他	2,381.82	2,476.81	2,650.96	2,851.06
资产总计	28,527.61	31,144.02	35,043.71	37,918.30
流动负债	15,092.36	16,212.71	18,179.71	18,725.60
短期借款	4,845.68	4,845.68	4,845.68	4,845.68
应付票据	1,654.68	1,860.56	2,343.11	2,464.96
应付账款	2,800.39	3,148.82	3,965.51	4,171.72
其他	5,791.62	6,357.65	7,025.41	7,243.25
非流动负债	5,140.47	5,140.47	5,140.47	5,140.47
长期借款	2,388.14	2,388.14	2,388.14	2,388.14
其他	2,752.33	2,752.33	2,752.33	2,752.33
负债合计	20,232.83	21,353.18	23,320.18	23,866.07
少数股东权益	305.39	340.19	386.53	443.47
归属母公司股东权益	7,989.39	9,450.64	11,337.00	13,608.76
负债和股东权益	28,527.61	31,144.02	35,043.71	37,918.30

重要财务指标 单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	21,155.48	23,443.31	29,442.31	31,399.33
同比（%）	5884.16%	10.81%	25.59%	6.65%
归属母公司净利润	1,251.96	1,355.71	1,804.71	2,217.89
同比（%）	25329.01%	8.29%	33.12%	22.89%
毛利率（%）	21.26%	20.10%	19.88%	20.97%
ROE%	27.04%	15.55%	17.36%	17.78%
EPS (摊薄)(元)	0.93	1.00	1.34	1.64
P/E	22	20.5	15.4	12.6
P/B	3.48	2.95	2.46	2.05
EV/EBITDA	9.73	9.90	8.68	7.58

利润表 单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	21,155.48	23,443.31	29,442.31	31,399.33
营业成本	16,657.53	18,730.12	23,587.99	24,814.58
营业税金及附加	136.82	151.62	190.42	203.07
销售费用	1,197.14	1,326.60	1,619.33	1,726.96
管理费用	699.29	750.19	912.71	957.68
研发费用	257.00	274.29	344.48	361.09
财务费用	569.33	568.19	565.56	556.30
减值损失合计	35.98	57.68	70.36	98.61
投资净收益	-115.78	-24.68	-40.61	-60.36
其他	182.10	94.31	94.31	94.31
营业利润	1,668.72	1,654.27	2,205.18	2,714.99
营业外收支	-57.40	-18.36	-27.48	-38.71
利润总额	1,611.32	1,635.90	2,177.70	2,676.28
所得税	327.22	245.39	326.65	401.44
净利润	1,284.10	1,390.52	1,851.04	2,274.84
少数股东损益	32.14	34.81	46.33	56.94
归属母公司净利润	1,251.96	1,355.71	1,804.71	2,217.89
EBITDA	3,727.33	3,680.00	4,199.13	4,805.88
EPS (当年)(元)	0.93	1.00	1.34	1.64

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3,690.53	4,447.76	3,945.50	4,448.83
净利润	1,284.10	1,390.52	1,851.04	2,274.84
折旧摊销	1,552.43	1,465.58	1,442.73	1,550.90
财务费用	563.58	578.52	578.71	578.71
投资损失	115.78	24.68	40.61	60.36
营运资金变动	85.24	941.87	-33.52	-107.00
其它	89.40	46.59	65.93	91.03
投资活动现金流	-2,328.70	-2,022.99	-2,219.51	-2,236.90
资本支出	-1,785.97	-1,998.31	-2,178.90	-2,176.54
长期投资	35.34	-24.68	-40.61	-60.36
其他	-578.06	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-149.33	-578.52	-578.71	-578.71
吸收投资	242.70	0.00	0.00	0.00
借款	1,176.96	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	2,012.87	578.52	578.71	578.71
现金流净增加额	1,229.33	1,846.24	1,147.29	1,633.22

研究团队简介

武浩，研究助理，中央财经大学金融硕士，曾任东兴证券基金业务部研究员，2020 年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。

陈磊，研究助理，吉林大学硕士，2018 年 7 月加入信达证券研发中心，从事新能源行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁　泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张　华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐　蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏　冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴　国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈　晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。
本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。
本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。
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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。
本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。
如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）; 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：** 股价相对强于基准 20％以上；	**看好：** 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5％～20％；	**中性：** 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：** 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5％以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。
本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。