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！

买入（维持）

2020 年 08 月 18 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）	22.23	18.48	13.15	10.51

投资要点

- **2020H 公司业绩 7.01 亿元，同比增长 77.7%，略超预期：**公司发布 2020 年半年报，报告期内实现营业收入 108.84 亿元，同比增长 22.7%；实现归属母公司净利润 7.01 亿元，同比增长 77.7%，对应 EPS 为 0.52 元。其中 Q2 实现营收 62.93 亿元，同比增长 28.6%，环比增长 37.1%，实现归母净利润 4.15 亿元，同比增长 34.7%，环比增长 45.1%。公司业绩超预告中值（预告为 6.5-7.3 亿元），略超预期。
- **20H 量利双升，盈利能力超预期：**公司上半年组件业务收入 97.41 亿元，同比增长 21.35%，毛利率 24.31%，同比提升 4.44 个百分点，组件出货量 5.46GW，同比增长 30%，出货量位居行业第四。我们认为公司盈利能力提升主要原因为：**（1）海外占比提升：**20H1 公司海外业务占比同比提升 7.2 个百分点至 71.7%，公司海外毛利率 25.13%，高于国内约 6pct，同时得益于高比例出口，公司上半年组件均价约 1.78 元/W（不含税），超预期；**（2）新产能投放：**报告期内，公司大量新产能快速投放，拉晶环节，曲靖 2GW、包头 2.6GW 项目顺利投产；电池环节，宁晋三四车间 3.6GW 高效电池升级项目有序推进；组件环节，合肥 1.5GW、扬州 4GW 项目陆续投产，随着新产能逐步投放，公司全产业链生产成本快速下降；**（3）转换效率快速提升：**公司重视研发，目前 PERC 电池量产转换效率高达 22.9%（行业平均水平 22.6%），公司高效率 182 组件叠加、半片、11BB 技术、掺镓技术功率输出超过 545W+；**（4）Q2 硅料价格较低：**公司外采的硅料价格 Q2 环比下降超 10%。
- **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。
- **定增顺利推进，一体化龙头重装出发：**公司回 A 后融资渠道顺利拓展，20 年 4 月 11 日发布定增预案，募集资金主要目的为建设义乌 5GW 电池+10GW 组件项目，8 月 3 日获证监会发省委通过，预计推进顺利的话 Q4 能够落地。公司回 A 后快马加鞭推进各环节产能建设，预计到 20 年末硅片、电池、组件产能分别达到 18、18、20GW，21 年末分别达到 23、23、28GW，一体化龙头重装出发！
- **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)	20.60
一年最低/最高价	10.12/24.57
市净率(倍)	3.19
流通 A 股市值(百万元)	7971.85

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

2、《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

3、《晶澳科技（002459）：业绩超预期，龙头再出发》2020-03-30

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2020H 公司业绩 7.01 亿元，同比增长 77.7%，超预期：公司发布 2020 年半年报，报告期内实现营业收入 108.84 亿元，同比增长 22.7%；实现归属母公司净利润 7.01 亿元，同比增长 77.7%，对应 EPS 为 0.52 元。其中 Q2 实现营收 62.93 亿元，同比增长 28.6%，环比增长 37.1%，实现归母净利润 4.15 亿元，同比增长 34.7%，环比增长 45.1%。公司业绩超预告中值（预告为 6.5-7.3 亿元），超预期。

表 1：2020H 收入 108.84 亿元，同比增长 22.7%；盈利 7.01 亿元，同比增长 77.7%

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020H
营收（亿元）	39.77	48.92	46.49	76.38	45.91	62.93	108.84
同比(%)					15.4%	28.6%	22.7%
归母净利润（亿元）	0.86	3.08	3.03	5.55	2.86	4.15	7.01
同比(%)					230.4%	34.7%	77.7%
扣非归母净利润（亿元）	0.77	3.43	3.36	5.27	3.43	4.07	7.50
同比(%)					347.2%	18.7%	78.7%
归母净利润/营收	2.2%	6.3%	6.5%	7.3%	6.2%	6.6%	6.4%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

20H 量利双升，盈利能力超预期：公司上半年组件业务收入 97.41 亿元，同比增长 21.35%，毛利率 24.31%，同比提升 4.44 个百分点，组件出货量 5.46GW，同比增长 30%，出货量位居行业第四。我们认为公司盈利能力提升主要原因为：**（1）海外占比提升：**20H1 公司海外业务占比同比提升 7.2 个百分点至 71.7%，公司海外毛利率 25.13%，高于国内约 6pct，同时得益于高比例出口，公司上半年组件均价约 1.78 元/W（不含税），超预期；**（2）新产能投放：**报告期内，公司大量新产能快速投放，拉晶环节，曲靖 2GW、包头 2.6GW 项目顺利投产；电池环节，宁晋三四车间 3.6GW 高效电池升级项目有序推进；组件环节，合肥 1.5GW、扬州 4GW 项目陆续投产，随着新产能逐步投放，公司全产业链生产成本快速下降；**（3）转换效率快速提升：**公司重视研发，目前 PERC 电池量产转换效率高达 22.9%（行业平均水平 22.6%），公司高效率 182 组件叠加、半片、11BB 技术、掺镓技术功率输出超过 545W+；**（4）Q2 硅料价格较低：**公司外采的硅料价格 Q2 环比下降超 10%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 2：公司 2020H 分业务情况（亿元）

	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年同期增减	营业成本比上年同期增减	毛利率比上年同期增减
新能源行业	108.84	83.50	23.28%	22.73%	18.87%	2.49%
分产品						
组件	97.41	73.73	24.31%	21.35%	14.63%	4.44%
分地区						
境内	33.12	26.81	19.05%	5.07%	9.04%	-2.95%
境外	75.72	56.69	25.13%	32.46%	24.17%	5.00%

数据来源：Solarzoom，东吴证券研究所

表 3：20 年上半年组件出货量排名

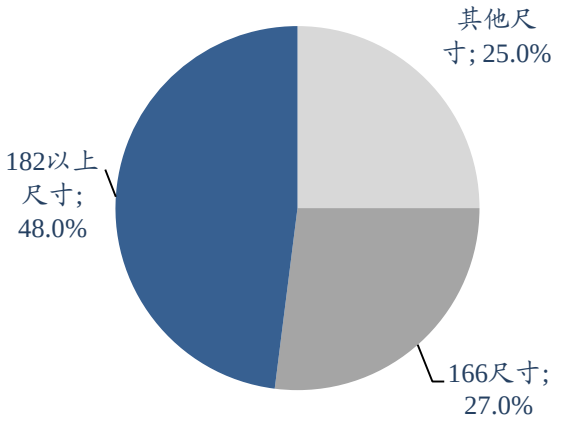
排名	公司
1	晶科
2	隆基
3	天合
4	晶澳
5	阿特斯
6	韩华
7	东方日升
8	First Solar
9	正泰
10	尚德

数据来源：PV infolink，东吴证券研究所

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。

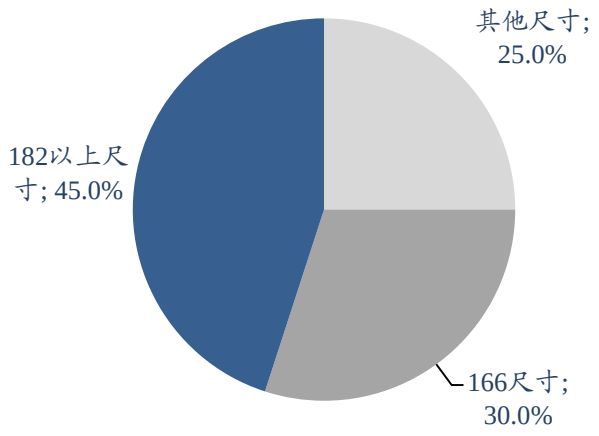
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：公司 20 年末预计电池大尺寸产能占比 75%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：公司 20 年末预计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

定增顺利推进，一体化龙头重装出发：公司回 A 后融资渠道顺利拓展，20 年 4 月 11 日发布定增预案，募集资金主要目的为建设义乌 5GW 电池+10GW 组件项目，8 月 3 日获证监会发省委通过，预计推进顺利的话 Q4 能够落地。公司回 A 后快马加鞭推进各环节产能建设，预计到 20 年末硅片、电池、组件产能分别达到 18、18、20GW，21 年末分别达到 23、23、28GW，一体化龙头重装出发！

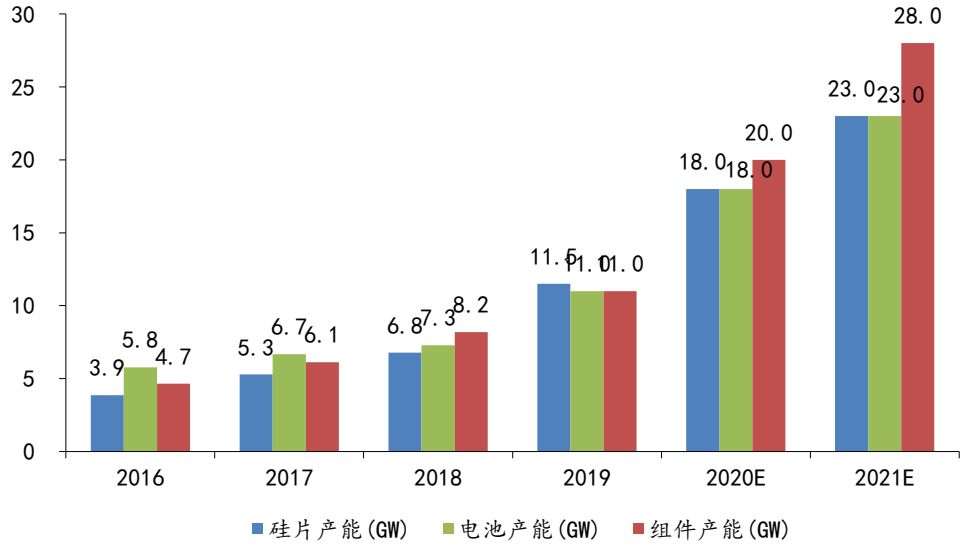
表 4：晶澳公告扩产规划

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	下半年投产
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

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 3：晶澳各环节产能（GW）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

财务费用率下降明显，下半年定增资金到位缓解财务压力增厚公司业绩。公司 20 年上半年管理费用率 3.6%，同比-0.6pct，财务费用率 2.5%，同比-0.7pct，财务费用率下降明显。下半年定增资金到位，财务压力进一步缓解，业绩有望进一步提升。

表 5：管理、财务费用率下降明显，研发费用率上升

	20H	19H	同比增减	20H 费用率	19H 费用率	同比增减
营业收入	108.84	88.69	22.73%	-	-	-
营业成本	83.50	70.25	18.87%	-	-	-
销售费用	6.56	5.39	21.63%	6.0%	6.1%	-0.1 pct
管理费用	3.92	3.72	5.24%	3.6%	4.2%	-0.6 pct
财务费用	2.71	2.85	-4.61%	2.5%	3.2%	-0.7 pct
研发投入	6.23	4.80	29.79%	5.7%	5.4%	+0.3 pct

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	22.23	18.48	13.15	10.51
P/B	3.48	2.93	2.40	1.95
EV/EBITDA	9.58	8.85	6.57	5.57

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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