

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

晶澳科技 (002459)

投资评级 买入

上次评级 买入

武浩 电力设备与新能源行业首席分析师

执业编号: S1500520090001

联系电话: 010-83326711

邮箱: wuhao@cindasc.com

黄楷 电力设备新能源行业分析师

执业编号: S1500522080001

联系电话: 18301759216

邮箱: huangkai@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

业绩近预告上限，单瓦盈利行业领先

2023年3月23日

事件:

公司发布 2022 年年度报告, 2022 年公司实现营收 729.89 亿元, 同比增长 76.72%; 归母净利润 55.33 亿元, 同比增长 171.40%; 扣非归母净利润 55.57 亿元, 同比增长 200.90% (此前公司业绩预告归母净利润为 48-56 亿元), 实际业绩接近预告上限; 全年单瓦净利达到 0.139 元/W, 较 2021 年提升 0.059 元/W; 公司拟每 10 股派发现金红利 2.4 元 (含税) 并转增 4 股。

点评:

- **组件出货大幅增长，一体化程度持续提升。**2022 年度公司电池组件出货量 39.75GW, 同比增长 56.19%, 销量为 38.11GW, 同比增长 58.31%, 其中海外出货占比 58%。公司加大市场开拓力度, 全年分销出货量占比约 35%。产能方面, 截至 22 年底, 组件产能近 50GW, 到 23 年底规划组件产能超 80GW, 硅片和电池产能约为组件产能的 90% 左右, 2023 年公司电池组件出货目标为 60-65GW。
- **持续加强技术创新，积极布局 N 型产能。**目前公司量产的魄秀 (Percium) 电池转换效率最高达到 23.9%; 最新量产的 n 型倍秀 (Bycium) 电池转换效率最高达到 25.3%。基于硅基异质结技术的高效“皓秀 (Hycium)”异质结高效电池研发项目中试线陆续试产, 中试转换效率稳步提升。同时, 研发中心积极研究和储备多种全背接触电池、钙钛矿及叠层电池技术, 保持核心竞争力。此外, 公司于 2022 年推出的新一代 N 型组件 DeepBlue 4.0 X, 相比于主流 P 型组件, DeepBlue 4.0 X 组件的 BOS 成本可降低约 2.1%, LCOE 成本可降低约 4.6%。公司积极布局 N 型产能, 按照规划, 截至 2023 年末公司 N 型电池产能将达到近 40GW。
- **赴美建设产能，加快全球化布局。**公司充分发挥自身的全球市场营销服务网络优势和品牌优势, 进一步加大市场开拓力度, 目前公司的销售服务网络已经遍及全球 135 个国家和地区, 在境外主要国家设立了 13 家销售公司。同时, 公司积极布局海外一体化产能, 目前在海外共有硅片、电池、组件产能 6/6/6GW, 此外公司已经决定投资 6000 万美元在美国建设新的制造基地, 产能规划为 2GW, 计划到 2023 年第四季度投产, 在美设厂有助于规避美国的贸易政策限制, 享受高溢价市场红利。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2023-2025 年营收分别是 953.73、1123.53、1293.41 亿元, 同比增长 30.7%、17.8%、15.1%; 归母净利润分别是 90.86、125.02、147.70 亿元, 同比增长 64.2%、37.6%和 18.1%。当前股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 14.21、10.33、8.74 倍, 维持“买入”评级。

- **风险因素:** 光伏需求不及预期风险; 公司产能扩张不及预期风险; N 型
请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

技术产能扩展进度不及预期风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	41,302	72,989	95,373	112,353	129,341
增长率 YoY %	59.8%	76.7%	30.7%	17.8%	15.1%
归属母公司净利润 (百万元)	2,039	5,533	9,086	12,502	14,770
增长率 YoY%	35.3%	171.4%	64.2%	37.6%	18.1%
毛利率%	14.6%	14.8%	16.5%	18.1%	18.4%
净资产收益率ROE%	12.4%	20.1%	24.8%	25.5%	23.1%
EPS(摊薄)(元)	0.92	2.40	3.86	5.31	6.27
市盈率 P/E(倍)	100.76	25.04	14.21	10.33	8.74
市净率 P/B(倍)	8.99	5.15	3.53	2.63	2.02

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 3 月 23 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	31,629	38,156	57,909	71,890	93,527	
货币资金	13,219	12,183	22,758	32,445	47,726	
应收票据	0	149	183	215	248	
应收账款	5,635	8,347	11,939	13,449	15,842	
预付账款	1,783	2,551	3,648	3,992	4,705	
存货	7,957	11,909	15,933	18,003	20,876	
其他	3,035	3,016	3,447	3,786	4,129	
非流动资产	25,338	34,193	38,831	43,493	47,294	
长期股权投资	550	774	1,051	1,301	1,565	
固定资产(合)	14,225	21,449	25,441	29,800	33,306	
无形资产	1,047	1,356	1,558	1,816	2,101	
其他	9,516	10,615	10,781	10,576	10,322	
资产总计	56,967	72,349	96,740	115,383	140,821	
流动负债	32,651	34,997	50,292	56,421	67,074	
短期借款	7,592	1,787	3,787	5,787	7,787	
应付票据	8,053	13,418	18,553	20,630	24,117	
应付账款	5,582	5,155	6,548	7,560	8,672	
其他	11,424	14,637	21,405	22,444	26,497	
非流动负债	7,599	7,188	7,188	7,188	7,188	
长期借款	1,264	1,777	1,777	1,777	1,777	
其他	6,335	5,411	5,411	5,411	5,411	
负债合计	40,250	42,185	57,480	63,609	74,262	
少数股东权益	223	2,659	2,668	2,681	2,695	
归属母公司	16,494	27,505	36,591	49,093	63,864	
负债和股东权益	56,967	72,349	96,740	115,383	140,821	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	41,302	72,989	95,373	112,353	129,341	
同比(%)	59.8%	76.7%	30.7%	17.8%	15.1%	
归属母公司净利润	2,039	5,533	9,086	12,502	14,770	
同比(%)	35.3%	171.4%	64.2%	37.6%	18.1%	
毛利率(%)	14.6%	14.8%	16.5%	18.1%	18.4%	
ROE%	12.4%	20.1%	24.8%	25.5%	23.1%	
EPS(摊薄)(元)	0.92	2.40	3.86	5.31	6.27	
P/E	100.76	25.04	14.21	10.33	8.74	
P/B	8.99	5.15	3.53	2.63	2.02	
EV/EBITDA	23.40	13.72	8.72	6.14	4.59	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	41,30	72,989	95,373	112,353	129,341	
营业成本	35,26	62,205	79,667	91,978	105,508	
营业税金及	140	242	319	376	433	
销售费用	736	1,050	1,335	1,573	1,811	
管理费用	1,126	1,708	2,098	2,472	2,846	
研发费用	574	1,007	1,335	1,573	1,811	
财务费用	813	-529	90	140	198	
减值损失合	-606	-1,109	-702	-603	-603	
投资净收益	425	317	381	449	517	
其他	128	-49	248	297	344	
营业利润	2,600	6,468	10,455	14,384	16,994	
营业外收支	-174	-150	0	0	0	
利润总额	2,426	6,317	10,455	14,384	16,994	
所得税	338	778	1,359	1,870	2,209	
净利润	2,088	5,540	9,096	12,514	14,785	
少数股东损	50	7	9	13	15	
归属母公司	2,039	5,533	9,086	12,502	14,770	
EBITDA	6,238	9,884	13,141	17,401	20,365	
EPS(当	0.92	2.40	3.86	5.31	6.27	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	3,750	8,186	16,447	16,078	21,322	
净利润	2,088	5,540	9,096	12,514	14,785	
折旧摊销	2,573	3,059	2,524	3,020	3,432	
财务费用	795	-225	181	311	441	
投资损失	-425	-317	-381	-449	-517	
营运资金变	-1,893	-1,484	4,097	-185	2,277	
其它	613	1,614	931	868	905	
投资活动现	-4,010	-7,215	-7,692	-8,080	-7,600	
资本支出	-5,336	-7,660	-7,796	-8,279	-7,854	
长期投资	-256	-51	-277	-250	-264	
其他	1,582	495	381	449	517	
筹资活动现	2,171	-1,476	1,819	1,689	1,559	
吸收投资	66	7,911	0	0	0	
借款	12,34	10,403	2,000	2,000	2,000	
支付利息或股息	-665	-492	-181	-311	-441	
现金流净增加额	1,800	-410	10,574	9,687	15,281	

研究团队简介

武浩：电力设备新能源首席分析师，中央财经大学金融硕士，6年新能源行业研究经验，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。研究聚焦细分行业及个股挖掘，公众号：电新之瞻。

张鹏，新能源与电力设备行业分析师，中南大学电池专业硕士，曾任财信证券资管投资部投资经理助理，2022年加入信达证券研发中心，负责新能源车行业研究。

黄楷，电力设备新能源行业分析师，墨尔本大学工学硕士，2年行业研究经验，2022年7月加入信达证券研发中心，负责光伏行业研究。

胡隽颖，新能源与电力设备行业研究助理，中国人民大学金融工程硕士，武汉大学金融工程学士，曾任兴业证券机械军工团队研究助理，2022年加入信达证券研发中心，负责风电设备行业研究。

曾一赞，新能源与电力设备行业研究助理，悉尼大学经济分析硕士，中山大学金融学学士，2022年加入信达证券研发中心，负责新型电力系统和电力设备行业研究。

孙然，团队成员，山东大学金融硕士，2022年加入信达证券研发中心，负责新能源车行业研究。

陈玟洁，团队成员，上海财经大学会计硕士，2022年加入信达证券研发中心，负责锂电材料行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@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。