

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

垂直一体化持续深入，股权激励彰显公司信心

2023年8月31日

事件:

- 公司发布2023年半年报, 2023H1公司实现营业收入408.43亿元, 同比增长43.47%; 实现归母净利润48.43亿元, 同比增长182.85%, 实现扣非后归母净利润为51.63亿元, 同比增长216.19%。2023Q2公司实现营业收入203.62亿元, 同比增长26.10%, 环比下降0.58%; 实现归母净利润22.31亿元, 同比增长134.36%, 环比下降13.59%; 实现扣非后归母净利润为26.73亿元, 同比增长187.11%, 环比增长7.35%。

点评:

- 产能稳步提升, 组件出货历史新高。**2023H1公司电池组件出货量23.95GW(含自用497MW), 其中组件海外出货量占比约55%, 分销出货量占比约34%。根据公司产能规划, 2023年底公司组件产能将达95GW, 硅片和电池产能约为组件产能的90%。2023H1越南2.5GW拉晶及切片、包头10GW拉晶及切片(包头20GW拉晶及切片项目一期)、宁晋6GW电池、邢台10GW组件、合肥10GW组件等项目顺利投产, 各环节产能规模有序增加。此外, 包头10GW拉晶及切片(包头20GW拉晶及切片项目二期)、宁晋10GW切片、扬州20GW电池、曲靖10GW电池和5GW组件、东台10GW电池及10GW组件、石家庄10GW切片及10GW电池、美国2GW组件、包头四期5GW组件、鄂尔多斯高新区30GW拉晶及硅片、30GW电池、10GW组件项目等新建项目按计划推进。
- 持续加强研发能力, 产品力稳步提升。**2023H1公司研发投入22.28亿元, 占营业收入5.46%。公司最新量产的n型倍秀(Bycium+)电池转换效率最高达到25.6%, 并将进一步提升效率和稳定性; 基于硅基异质结技术的高效“皓秀(Hycium)”异质结高效电池中试线陆续试产; 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。公司2023年发布了基于新一代尺寸矩形硅片的全新n型组件产品DeepBlue 4.0 Pro, 采用n型182mm*199mm矩形硅片, 还集成了SMBB技术、高密度封装技术等提质增效技术, 72版型组件功率可达630W, 组件效率超过22.5%。
- 实施股权激励, 健全长效激励机制。**为提升公司整体竞争力, 充分调动公司优秀管理人员及核心技术(业务)骨干的积极性, 公司拟定了2023年股票期权与限制性股票激励计划, 向2,722名激励对象授予8,021.1836万份股票期权; 向11名激励对象授予340万股限制性股票, 同时, 结合未来行业和公司发展, 制订了公司层面业绩考核目标, 2023年、2024年、2025年实现净利润分别不低于95亿元、125亿元、160亿元; 或2023年、2024年、2025年实现营业收入分别不低于1,000亿元、1,200亿元、1,500亿元。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2023-2025 年营收分别是 955.21、1277.17、1458.81 亿元，同比增长 30.9%、33.7%、14.2%；归母净利润分别是 99.04、131.38、158.87 亿元，同比增长 79.0%、32.7%和 20.9%。当前股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 9.31、7.02、5.80 倍，维持“买入”评级。
- **风险因素：**光伏需求不及预期、光伏产品价格持续下跌风险、竞争格局恶化等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	41,302	72,989	95,521	127,717	145,881
增长率 YoY %	59.8%	76.7%	30.9%	33.7%	14.2%
归属母公司净利润 (百万元)	2,039	5,533	9,904	13,138	15,887
增长率 YoY%	35.3%	171.4%	79.0%	32.7%	20.9%
毛利率%	14.6%	14.8%	18.0%	17.6%	17.9%
净资产收益率ROE%	12.4%	20.1%	29.7%	28.3%	25.5%
EPS(摊薄)(元)	0.62	1.67	2.99	3.97	4.80
市盈率 P/E(倍)	45.21	16.66	9.31	7.02	5.80
市净率 P/B(倍)	5.59	3.35	2.76	1.98	1.48

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 08 月 31 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	48,933	75,209	95,889	
货币资金	13,219	12,183	12,002	29,788	45,835	
应收票据	0	149	117	132	192	
应收账款	5,635	8,347	10,684	13,367	14,999	
预付账款	1,783	2,551	3,915	5,265	5,988	
存货	7,957	11,909	18,421	22,412	24,164	
其他	3,035	3,016	3,794	4,244	4,711	
非流动资产	25,338	34,193	42,552	47,169	48,667	
长期股权投资	550	774	774	774	774	
固定资产	14,225	21,449	29,889	34,213	35,506	
无形资产	1,047	1,356	1,356	1,356	1,356	
其他	9,516	10,615	10,533	10,827	11,032	
资产总计	56,967	72,349	91,485	122,378	144,556	
流动负债	32,651	34,997	47,335	65,075	71,347	
短期借款	7,592	1,787	2,248	2,248	2,248	
应付票据	8,053	13,418	16,159	23,621	24,286	
应付账款	5,582	5,155	9,199	12,446	13,503	
其他	11,424	14,637	19,729	26,760	31,310	
非流动负债	7,599	7,188	8,130	8,130	8,130	
长期借款	1,264	1,777	2,552	2,552	2,552	
其他	6,335	5,411	5,578	5,578	5,578	
负债合计	40,250	42,185	55,465	73,205	79,477	
少数股东权益	223	2,659	2,671	2,687	2,706	
归母股东权益	16,494	27,505	33,349	46,487	62,374	
负债和股东权益	56,967	72,349	91,485	122,378	144,556	

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	95,521	127,717	145,881	
同比(%)	59.8%	76.7%	30.9%	33.7%	14.2%	
归属母公司净利润	2,039	5,533	9,904	13,138	15,887	
同比(%)	35.3%	171.4%	79.0%	32.7%	20.9%	
毛利率(%)	14.6%	14.8%	18.0%	17.6%	17.9%	
ROE%	12.4%	20.1%	29.7%	28.3%	25.5%	
EPS(摊薄)(元)	0.62	1.67	2.99	3.97	4.80	
P/E	45.21	16.66	9.31	7.02	5.80	
P/B	5.59	3.35	2.76	1.98	1.48	
EV/EBITDA	23.40	13.72	6.02	3.81	2.52	

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	95,521	127,717	145,881	
营业成本	35,26	62,205	78,294	105,302	119,767	
营业税金及附加	140	242	306	409	467	
销售费用	736	1,050	1,433	1,916	2,188	
管理费用	1,126	1,708	2,293	2,937	3,209	
研发费用	574	1,007	1,337	1,660	1,824	
财务费用	813	-529	80	119	-148	
减值损失合计	-606	-1,109	-118	0	0	
投资净收益	425	317	0	0	0	
其他	128	-49	-264	-255	-292	
营业利润	2,600	6,468	11,397	15,119	18,283	
营业外收支	-174	-150	0	0	0	
利润总额	2,426	6,317	11,397	15,119	18,283	
所得税	338	778	1,482	1,965	2,377	
净利润	2,088	5,540	9,916	13,153	15,906	
少数股东损益	50	7	12	16	19	
归属母公司净利润	2,039	5,533	9,904	13,138	15,887	
EBITDA	6,238	9,884	14,573	18,376	21,429	
EPS(当年)	0.92	2.40	2.99	3.97	4.80	

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	13,930	25,840	21,137	
净利润	2,088	5,540	9,916	13,153	15,906	
折旧摊销	2,573	3,059	2,641	2,883	3,002	
财务费用	795	-225	263	299	299	
投资损失	-425	-317	0	0	0	
营运资金变动	-1,893	-1,484	729	9,250	1,638	
其它	613	1,614	381	255	292	
投资活动现金流	-4,010	-7,215	-11,191	-7,755	-4,792	
资本支出	-5,336	-7,660	-11,191	-7,755	-4,792	
长期投资	-256	-51	0	0	0	
其他	1,582	495	0	0	0	
筹资活动现金流	2,171	-1,476	1,195	-299	-299	
吸收投资	66	7,911	595	0	0	
借款	12,34	10,403	1,236	0	0	
支付利息或股息	-665	-492	-829	-299	-299	
现金流净增加额	1,800	-410	3,934	17,786	16,046	

研究团队简介

武浩，新能源与电力设备行业首席分析师，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。

黄楷，电力设备新能源行业分析师，墨尔本大学工学硕士，伦敦卡斯商学院金融硕士，3年行业研究经验，2022年加入信达证券研发中心，负责光伏行业研究。

曾一赟，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，负责电力设备及储能行业研究。

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。

孙然，新能源与电力设备行业研究助理，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。

李宇霆，团队成员，澳洲国立大学经济学硕士，上海财经大学学士，2023年加入信达证券研发中心，负责光伏行业研究。

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。