

晶澳科技 (002459)

公司研究/点评报告

垂直一体化持续推进，龙头稳健成长

—晶澳科技 (002459) 2020 年年报点评

点评报告/电力设备及新能源

2021 年 03 月 30 日

一、事件概述

3月29日,公司发布2020年年报:报告期内公司实现营业收入258.47亿元,同比+22.2%;实现归母净利润15.07亿元,同比+20.3%;实现扣非后归母净利润13.61亿元,同比+6.1%;EPS 1.09元,ROE 10.3%。拟以公司15.95亿股为基数向全体股东,每10股派发现金股利2.00元。

二、分析与判断

➤ 全年业绩高增长，Q4 毛利率有所下滑

公司全年电池组件出货量15.88GW(含通过电站的出货量),同比+54.8%,公司2018-2020年组件出货量连续三年稳居全球前三。出货量高增长奠定了业务高增的基础。盈利能力方面,全年综合毛利率16.4%,同比-4.9pct。主要为公司海外销售占比较高,新会计准则将组件运费和出口杂费由销售费用计入营业成本对公司影响较大(20年销售费用率下降3.5pct)。其中Q4毛利率5.3%,单季度下滑较明显(Q1-Q3毛利率分别为23.9%、22.8%、20.9%)。主要原因包括:1、Q4国内订单较多,价格相对较低;2、2020年下半年以来硅料、玻璃、胶膜等原材料涨价明显。随着海外订单交付占比提升拉高ASP以及原材料涨价趋缓或降价,未来毛利率有望平稳回升。

➤ 垂直一体化持续推进，保障稳健发展

公司是老牌垂直一体化组件龙头。截至2020年底,公司组件产能23GW,硅片和电池产能约为组件的80%。义乌基地5GW电池+5GW组件已顺利投产,二期5GW组件正在施工。预计到2021年底,组件产能超40GW,硅片、电池达组件产能的80%左右。高度的垂直一体化将有力增强公司整体竞争力、抵御行业价格波动,保障盈利的稳定性。

➤ 原材料充分锁定，大尺寸产品增强竞争力

公司与新特能源、京运通、亚玛顿等主要原材料厂商签订采购协议,截至2020年底预付账款8.11亿元,同比+88%,季度环比+32.8%,充分保障原材料供应。公司推出基于182mm大尺寸硅片的高功率组件Deep Blue 3.0,输出功率345W+,市场竞争力较强,叠加公司多年积淀的全球化品牌和销售渠道优势,。

三、投资建议

预计公司2021-2023年归母净利润分别为19.83、26.15、32.28亿元,同比分别增长31.6%、31.9%、23.5%,当前股价对应2021-2023年PE分别为22、17、13倍,参考当前CS光伏产业34倍PE-TTM,首次覆盖,给予“推荐”评级。

四、风险提示:

需求不及预期、价格下跌超预期、原材料涨价。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	25,847	39,561	41,597	45,027
增长率(%)	22.2	53.1	5.1	8.2
归属母公司股东净利润(百万元)	1,507	1,983	2,615	3,228
增长率(%)	20.3	31.6	31.9	23.5
每股收益(元)	1.09	1.24	1.64	2.02
PE(现价)	24.9	21.8	16.6	13.4
PB	3.0	2.6	2.2	1.9

资料来源:公司公告、民生证券研究院

推荐

首次评级

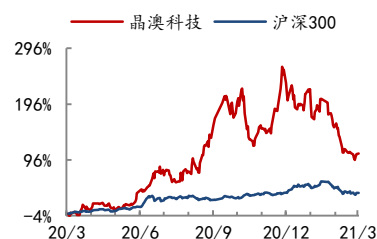
当前价格: 27.14元

交易数据

2021-3-29

近12个月最高/最低(元)	47.46/12.59
总股本(百万股)	1,595
流通股本(百万股)	387
流通股比例(%)	24.26
总市值(亿元)	433
流通市值(亿元)	105

该股与沪深300走势比较



资料来源: Wind, 民生证券研究院

分析师: 于潇

执业证号: S0100520080001

电话: 021-60876734

邮箱: yuxiao@mszq.com

研究助理: 丁亚

执业证号: S0100120120042

电话: 021-60876734

邮箱: dingya@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	25,847	39,561	41,597	45,027
营业成本	21,617	33,698	34,350	36,350
营业税金及附加	130	199	209	226
销售费用	560	857	901	975
管理费用	812	1,244	1,308	1,415
研发费用	339	791	1,040	1,351
EBIT	2,389	2,773	3,791	4,710
财务费用	691	439	685	933
资产减值损失	(145)	0	0	0
投资收益	273	59	72	135
营业利润	1,918	2,462	3,255	3,988
营业外收支	(104)	0	0	0
利润总额	1,814	2,381	3,162	3,901
所得税	265	357	474	585
净利润	1,548	2,024	2,688	3,316
归属于母公司净利润	1,507	1,983	2,615	3,228
EBITDA	4,241	5,053	7,248	9,439
资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	9493	9976	10122	4463
应收账款及票据	3512	7912	8319	9005
预付款项	811	1604	1271	1479
存货	4988	8117	7150	11025
其他流动资产	1240	1240	1240	1240
流动资产合计	21473	30715	29211	33157
长期股权投资	220	279	351	485
固定资产	11634	17778	26995	34367
无形资产	921	1318	1567	1876
非流动资产合计	15825	21508	29717	35872
资产合计	37297	52223	58928	69029
短期借款	4631	4631	4631	4631
应付账款及票据	9033	14596	12806	14829
其他流动负债	108	108	108	108
流动负债合计	18565	26466	25484	27269
长期借款	778	5778	10778	15778
其他长期负债	1547	1547	1547	1547
非流动负债合计	3893	8893	13893	18893
负债合计	22458	35359	39377	46162
股本	1595	1595	1595	1595
少数股东权益	184	225	298	386
股东权益合计	14840	16864	19551	22867
负债和股东权益合计	37297	52223	58928	69029

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	22.2	53.1	5.1	8.2
EBIT 增长率	8.2	16.1	36.7	24.2
净利润增长率	20.3	31.6	31.9	23.5
盈利能力				
毛利率	16.4	14.8	17.4	19.3
净利率	5.8	5.0	6.3	7.2
总资产收益率 ROA	4.0	3.8	4.4	4.7
净资产收益率 ROE	10.3	11.9	13.6	14.4
偿债能力				
流动比率	1.2	1.2	1.1	1.2
速动比率	0.9	0.9	0.9	0.8
现金比率	0.5	0.4	0.4	0.2
资产负债率	0.6	0.7	0.7	0.7
经营效率				
应收账款周转天数	51.5	100.0	100.0	100.0
存货周转天数	64.7	70.0	80.0	90.0
总资产周转率	0.8	0.9	0.7	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	1.1	1.2	1.6	2.0
每股净资产	9.2	10.4	12.1	14.1
每股经营现金流	1.4	2.5	4.8	3.1
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	24.9	21.8	16.6	13.4
PB	3.0	2.6	2.2	1.9
EV/EBITDA	8.7	7.6	5.9	5.5
股息收益率	0.0	0.0	0.0	0.0

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,548	2,024	2,688	3,316
折旧和摊销	1,998	2,280	3,458	4,730
营运资金变动	(1,812)	(860)	667	(4,070)
经营活动现金流	2,241	4,001	7,618	4,962
资本开支	3,100	7,986	11,688	10,837
投资	378	0	0	0
投资活动现金流	(2,495)	(7,986)	(11,688)	(10,837)
股权募资	5,240	0	0	0
债务募资	(2,804)	5,002	5,000	1,250
筹资活动现金流	1,163	4,468	4,216	216
现金净流量	909	483	146	(5,659)

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

于潇，于潇，民生证券电力设备新能源行业首席分析师，上海交通大学学士，北京大学硕士，先后就职于通用电气、中泰证券、东吴证券、华创证券，2020年8月加入民生证券。

丁亚，多年光伏产业研究经验，曾就职于SOLARZOOM、新时代证券，2020年12月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。