

## 2021年一季报点评：组件盈利低点，预期后续逐季回升

买入（维持）

2021年05月04日

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

研究助理 黄钰豪

huangyh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	25,847	51,326	61,226	75,334
同比（%）	22.2%	98.6%	19.3%	23.0%
归母净利润（百万元）	1,507	2,011	2,541	3,263
同比（%）	20.3%	33.5%	26.3%	28.4%
每股收益（元/股）	0.94	1.26	1.59	2.05
P/E（倍）	29.62	22.19	17.56	13.68

### 投资要点

- **21Q1 公司业绩 1.57 亿元，同比下降 45.11%：**公司 Q1 实现营收 69.56 亿元，同增 51.5%，环降 24.0%，归母净利润 1.57 亿元，同降 45.1%，环降 27.0%，扣非归母 0.59 亿元，同减 82.7%，环降 64.9%，其中非经常性损益 9751.6 万元，主要为政府补贴和外汇远期收益。
- **Q1 单瓦盈利底部：**Q1 公司组件出货量约 4.3-4.4gw，同增约 86.9%，环降约 28.3%，单瓦售价约 1.58 元/W（扣税），同降约 13.7%，环增 6.0%，结构方面，海外占比 65%，基本与 20 年持平，182 尺寸占比 30% 左右。盈利方面，因一季度国内低价单交付较多，且玻璃价格仍在高位叠加硅料持续涨价，公司综合毛利率 10.78%，同降 13.16 个百分点，但环比已有边际改善，环增 5.5 个百分点，组件单瓦盈利约 0.028 元/W（扣除掉非经和资产、信用损失的影响），预计后续随着组件价格提升及公司新产能投放，公司的平均单瓦盈利将逐季修复。
- **21 年出货高增，结构改善：**1) 出货：公司 21 年预计出货在 25-30GW，同增 57.4%-88.9%，其中海外占比约 70%，国内占比约 30%；2) 产能：预计公司 21 年年底硅片-电池-组件产能将分别达到约 32GW，32GW，40GW，均较 20 年底增长 70%+，带动平均生产成本继续下降；3) 分尺寸看：Q1 大尺寸占比 30% 左右，全年预计 50%+，182 溢价 1~2 分钱，同时成本低 3 分钱/W 以上，因此后续随着尺寸结构改善，盈利将逐步修复。
- **现金流下降，计提减值作风谨慎：**2021 Q1 经营活动现金流量净流出 10.68 亿元，现金流下降主要系经营规模扩大，存货增加所致；销售商品取得现金 49.44 亿元，同比增长 24.25%。期末预收款项 11.21 亿元，较期初减少 0.09 亿元。期末应收账款 45.79 亿元，较期初增长 10.67 亿元，应收账款周转天数增加 0.8 天至 52.34 天。期末存货 70.87 亿元，较期初上升 20.99 亿元；存货周转天数增加 22.87 天至 87.55 天。公司 21Q1 计提约 0.31 亿减值损失，体现公司谨慎作风。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计 21-23 年归母净利润为 20.1/25.4/32.6 亿元（前值 21/22/23 年为 20.0/25.3/32.9 亿元），同比增长 33.5%/26.3%/28.4%，对应 EPS 为 1.26/1.59/2.05 元。目标价 35 元，对应 21 年 28 倍 PE，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策不达预期，竞争加剧等

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	26.05
一年最低/最高价	13.60/48.10
市净率(倍)	2.81
流通 A 股市值(百万元)	10125.36

### 基础数据

每股净资产(元)	9.28
资产负债率(%)	63.34
总股本(百万股)	1595.33
流通 A 股(百万股)	388.69

### 相关研究

- 1、《晶澳科技 (002459)：2020 年年报点评：20 年出货量大增，市占率持续提升，Q4 盈利底部》2021-03-30
- 2、《晶澳科技公司点评报告：一体化龙头经营稳健，产能扩张持续推进》2020-10-28
- 3、《晶澳科技 (002459) 三季报业绩预告点评：晶澳科技：三季报业绩预告大超预期，龙头盈利持续领跑》2020-10-15

**21Q1 公司业绩 1.57 亿元, 同比下降 45.11%:** 公司 Q1 实现营收 69.56 亿元, 同增 51.5%, 环降 24.0%, 归母净利润 1.57 亿元, 同降 45.1%, 环降 27.0%, 扣非归母 0.59 亿元, 同减 82.7%, 环降 64.9%, 其中非经常性损益 9751.6 万元, 主要为政府补贴和外汇远期收益。

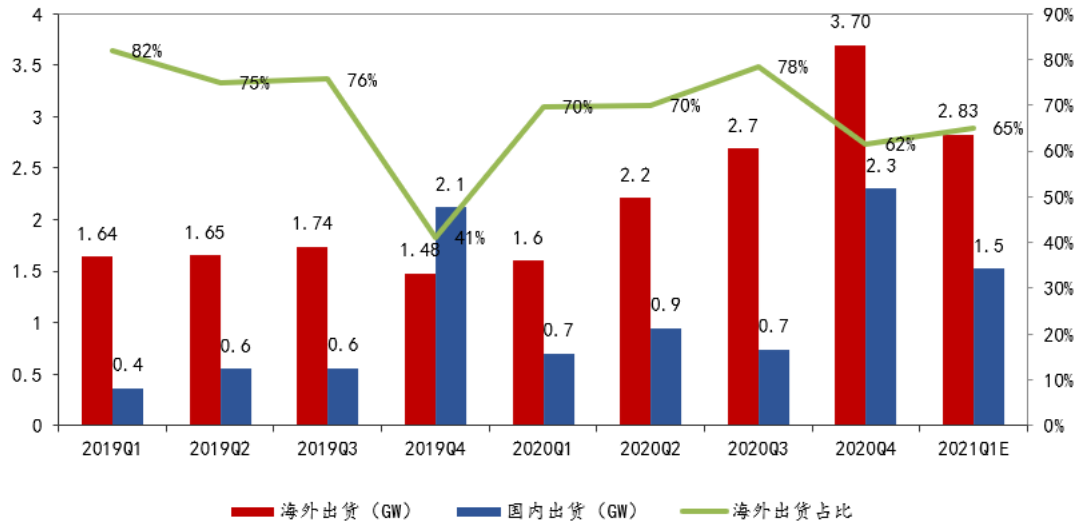
**表 1: 21Q1 营业收入 69.56 亿元, 同比增长 51.52%; 归母净利润 1.57 亿元, 同比下降 45.11%**

晶澳科技	2020	2019	同比	2021Q1	2020Q1	同比	2020Q4	环比
营业收入	258.47	211.55	22.17%	69.56	45.91	51.52%	91.52	-23.99%
毛利率	16.36%	21.26%	-4.90%	10.78%	23.94%	-13.16%	5.26%	5.53%
营业利润	19.18	16.69	14.95%	1.87	4.31	-56.62%	2.51	-25.49%
利润总额	18.14	16.11	12.57%	1.92	3.74	-48.66%	2.36	-18.71%
归属母公司净利润	15.07	12.52	20.34%	1.57	2.86	-45.11%	2.15	-27.10%
扣非归母净利润	13.61	12.83	6.10%	0.59	3.43	-82.70%	1.68	-64.65%
归母净利率	5.83%	5.92%	-0.09%	2.25%	6.22%	-3.97%	2.35%	-0.10%
股本	15.95	13.42	-	15.95	13.42	-	15.95	-
EPS	0.94	0.93	1.20%	0.10	0.21	-53.84%	0.13	-27.10%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

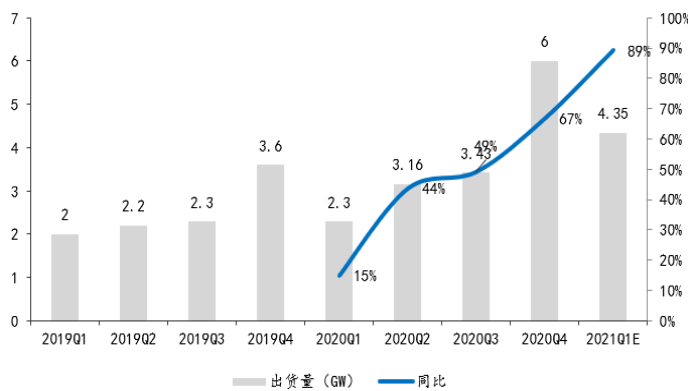
**Q1 单瓦盈利底部:** Q1 公司组件出货约量约 4.3-4.4gw, 同增约 86.9%, 环降约 28.3%, 单瓦售价约 1.58 元/W (扣税), 同降约 13.7%, 环增 6.0%, 结构方面, 海外占比 65%, 基本与 20 年持平, 182 尺寸占比 30% 左右。盈利方面, 因一季度国内低价单交付较多, 且玻璃价格仍在高位叠加硅料持续涨价, 公司综合毛利率 10.78%, 同降 13.16 个百分点, 但环比已有边际改善, 环增 5.5 个百分点, 组件单瓦盈利约 0.028 元/W (扣除掉非经和资产、信用损失的影响), 预计后续随着组件价格提升及公司新产能投放, 公司的平均单瓦盈利将逐季修复。

**图 1: 国内外出货情况**



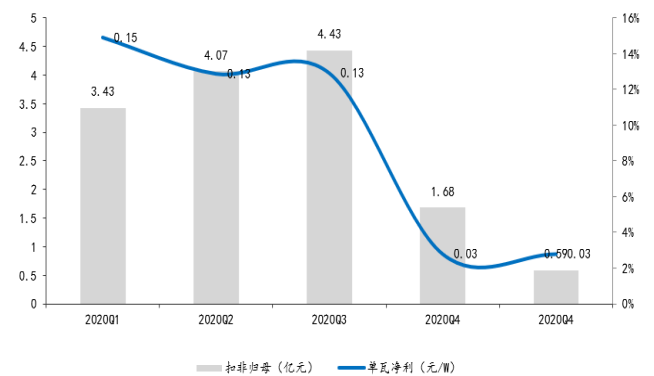
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2: 组件季度出货量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

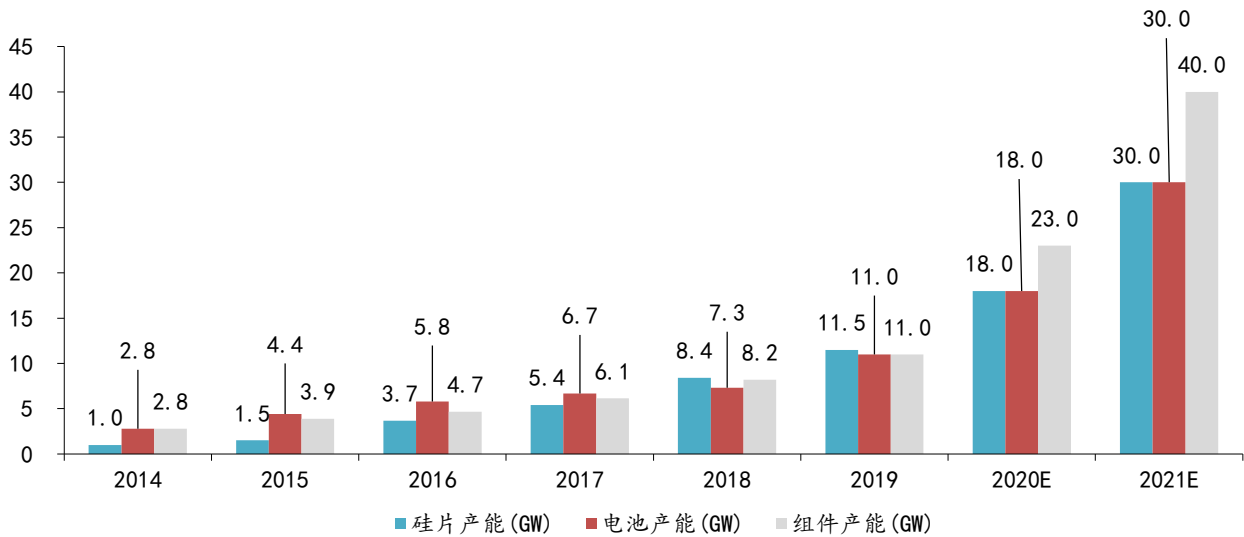
图 3: 单瓦净利情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

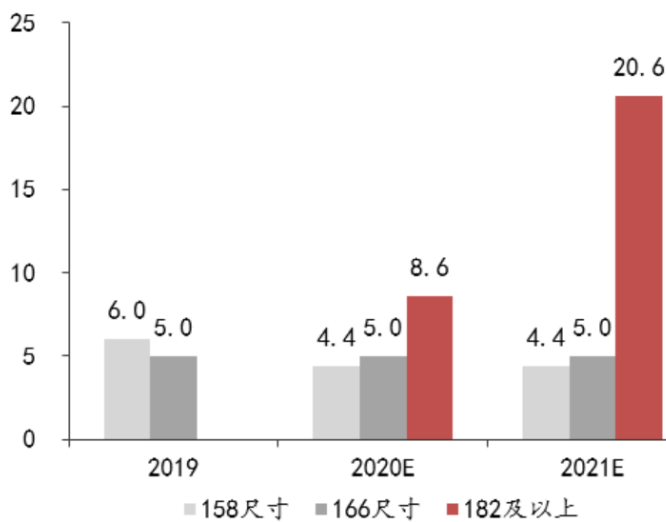
**21年出货高增,结构改善:**1)出货:公司21年预计出货在25-30GW,同增57.4%~88.9%,其中海外占比约70%,国内占比约30%;2)产能:预计公司21年年底硅片-电池-组件产能将分别达到约32GW,32GW,40GW,均较20年底增长70%+,带动平均生产成本继续下降;3)分尺寸看:Q1大尺寸占比30%左右,全年预计50%+,182溢价1~2分线,同时成本低3分线/W以上,因此后续随着尺寸结构改善,盈利将逐步修复。

图 4: 公司产能投放进度 (GW)



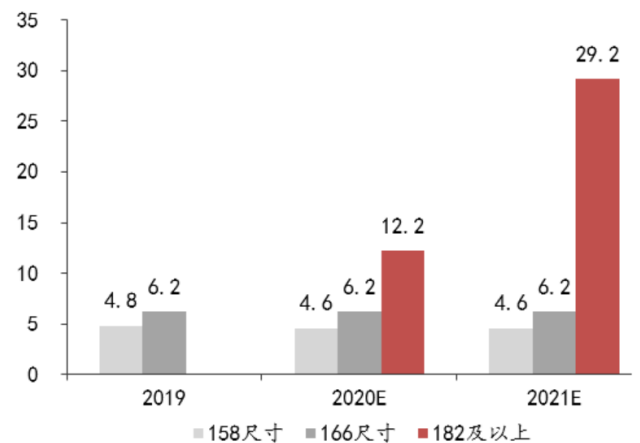
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图5: 公司分尺寸电池产能投放进度 (GW)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图6: 公司分尺寸组件产能投放进度 (GW)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**三费控制能力稳定:** 21Q1, 销售、管理、研发、财务费用分别同比+45.98%/+52.70%/+61.90%/-9.88%, 费用率分别为 2.32%/3.15%/1.25%/2.16%。销售费用增加主要系组件销售收入增加质保金同向增加及薪酬增加所致, 管理费用增加主要系职工薪酬及股份支付费用增加所致。

表2: 晶澳 2021Q1 费率情况

	2020	2019	同比增长	21Q1	20Q1	同比增长	2020	2019	同比增长	21Q1	20Q1	同比增长
--	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

						费用率	费用率		费用率	费用率		
期间费用 (亿元)	24.02	27.23	-11.78%	6.18	4.75	30.12%	9.61%	12.87%	-3.26pct	8.89%	10.35%	-1.46 pct
销售费用 (亿元)	5.6	11.97	-53.22%	1.61	1.1	45.98%	2.24%	5.66%	-3.42 pct	2.32%	2.40%	-0.08 pct
管理费用 (亿元)	8.12	6.99	16.12%	2.19	1.44	52.70%	3.25%	3.31%	-0.06 pct	3.15%	3.14%	0.02 pct
研发费用 (亿元)	3.39	2.57	31.91%	0.87	0.54	61.90%	1.36%	1.21%	0.14 pct	1.25%	1.18%	0.07 pct
财务费用 (亿元)	6.91	5.69	21.37%	1.50	1.67	-9.88%	2.76%	2.69%	0.07 pct	2.16%	3.64%	-1.47 pct

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**现金流下降，计提减值作风谨慎：**2021Q1 经营活动现金流量净流出 10.68 亿元，现金流下降主要系经营规模扩大，存货增加所致；销售商品取得现金 49.44 亿元，同比增长 24.25%。期末预收款项 11.21 亿元，较期初减少 0.09 亿元。期末应收账款 45.79 亿元，较期初增长 10.67 亿元，应收账款周转天数增加 0.8 天至 52.34 天。期末存货 70.87 亿元，较期初上升 20.99 亿元；存货周转天数增加 22.87 天至 87.55 天。公司 21Q1 计提约 0.31 亿减值损失，体现公司谨慎作风。

**盈利预测与投资评级：**我们预计 21-23 年归母净利润为 20.1/25.4/32.6 亿元（前值 21/22/23 年为 20.0/25.3/32.9 亿元），同比增长 33.5%/26.3%/28.4%，对应 EPS 为 1.26/1.59/2.05 元。目标价 35 元，对应 21 年 28 倍 PE，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)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	21,473	25,007	38,753	36,565	<b>营业收入</b>	<b>25,847</b>	<b>51,326</b>	<b>61,226</b>	<b>75,334</b>
现金	9,493	3,218	14,812	4,198	减:营业成本	21,617	43,532	52,036	64,157
应收账款	3,512	11,076	9,333	15,778	营业税金及附加	130	411	490	603
存货	4,988	7,180	8,831	11,865	营业费用	560	1,283	1,469	1,657
其他流动资产	3,480	3,533	5,778	4,724	管理费用	812	2,156	2,510	2,976
<b>非流动资产</b>	15,825	21,886	22,858	24,876	财务费用	691	1,501	1,617	1,937
长期股权投资	220	220	220	220	资产减值损失	-145	0	0	0
固定资产	11,634	15,973	16,791	18,205	加:投资净收益	273	60	60	60
在建工程	1,598	2,539	2,521	2,715	其他收益	25	17	21	26
无形资产	921	1,770	2,053	2,469	<b>营业利润</b>	<b>1,918</b>	<b>2,521</b>	<b>3,184</b>	<b>4,089</b>
其他非流动资产	1,451	1,384	1,274	1,267	加:营业外净收支	-104	0	0	0
<b>资产总计</b>	37,297	46,893	61,612	61,441	<b>利润总额</b>	<b>1,814</b>	<b>2,521</b>	<b>3,184</b>	<b>4,089</b>
<b>流动负债</b>	18,565	24,313	33,400	26,475	减:所得税费用	265	454	573	736
短期借款	4,631	3,000	3,000	3,000	少数股东损益	42	56	70	90
应付账款	4,907	7,221	8,791	10,950	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,507</b>	<b>2,011</b>	<b>2,541</b>	<b>3,263</b>
其他流动负债	9,027	14,092	21,609	12,525	EBIT	1,861	2,892	3,761	4,897
<b>非流动负债</b>	3,893	5,993	9,093	12,593	EBITDA	3,714	4,533	5,856	7,198
长期借款	778	2,878	5,978	9,478					
其他非流动负债	3,115	3,115	3,115	3,115	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>负债合计</b>	22,458	30,306	42,493	39,068	每股收益(元)	0.94	1.26	1.59	2.05
少数股东权益	184	239	310	400	每股净资产(元)	9.19	10.25	11.79	13.77
归属母公司股东权益	14,656	16,348	18,809	21,973	发行在外股份(百万股)	1595	1595	1595	1595
<b>负债和股东权益</b>	37,297	46,893	61,612	61,441	ROIC(%)	7.0%	8.6%	9.3%	9.7%
					ROE(%)	10.4%	12.5%	13.7%	15.0%
					毛利率(%)	16.4%	15.2%	15.0%	14.8%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	销售净利率(%)	5.8%	3.9%	4.1%	4.3%
经营活动现金流	2,265	220	13,176	-9,444	资产负债率(%)	60.2%	64.6%	69.0%	63.6%
投资活动现金流	-2,495	-7,625	-2,986	-4,233	收入增长率(%)	22.2%	98.6%	19.3%	23.0%
筹资活动现金流	1,163	1,130	1,403	3,063	净利润增长率(%)	20.3%	33.5%	26.3%	28.4%
现金净增加额	869	-6,275	11,593	-10,613	P/E	29.62	22.19	17.56	13.68
折旧和摊销	1,853	1,640	2,095	2,301	P/B	3.04	2.73	2.37	2.03
资本开支	3,198	6,061	972	2,017	EV/EBITDA	11.70	11.64	7.57	8.35
营运资本变动	-1,812	-4,911	6,934	-16,950					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 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>

