

增持

——维持

日期：2021年05月06日

行业：电气设备和新能源



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

分析师：孙克遥
Tel: 021-53686135
E-mail: sunkeyao@shzq.com
SAC 证书编号：S0870520010001

基本数据 (截至 2021 年 04 月 28 日)

报告日股价 (元)	27.97
12mth A 股价格区间 (元)	12.80-48.10
总股本 (百万股)	1595.33
无限售 A 股/总股本	24.36%
流通市值 (百万元)	10871.64
每股净资产 (元)	9.28

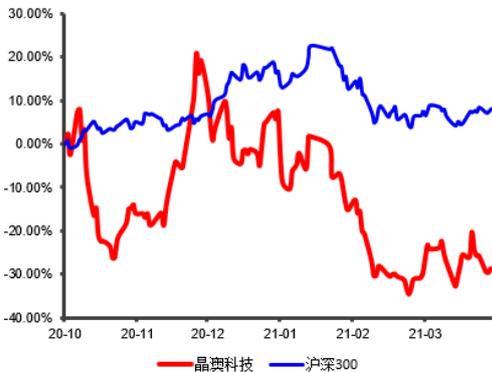
主要股东 (2021Q1)

宁晋县晶泰福科技有限公司	50.22%
--------------	--------

收入结构 (2020A)

太阳能组件	92.96%
-------	--------

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号：SKY21-JASolar01

首次报告日期：

晶澳科技 (002459)

证券研究报告/公司研究/公司动态

组件出货高速增长，盈利能力有望回暖

——2020 年年报及 21 年一季报点评

■ 公司动态事项

公司发布2020年年报和一季报。2020年公司实现营业收入258.47亿元，同比增长22.17%；归母净利润15.07亿元，同比增长20.34%；扣非净利润13.61亿元，同比增长6.01%。21年Q1公司营业收入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%。

■ 事项点评

组件出货高速增长，全球渠道布局成效显著

2020年公司组件出货15.88GW，同比增长54.78%，根据PVInfoLink统计，公司2020年组件出货量全球排名第三。公司全球市场营销服务体系完善，分销渠道布局深入，叠加公司的品牌优势，公司全球市场开拓成效显著，全年海外组件出货10.85GW，同比增长44%，海外出货占比68.3%。21Q1公司组件出货约4.46GW，其中海外出货2.77GW。我们测算公司20年全球市占率约为11%-12%，预计21年市场份额有望提升至15%，稳居组件出货第一梯队。

前期低价订单拖累，公司盈利小幅下滑

公司2020年毛利率16.36%，同比下降4.9个百分点，20年Q4毛利率5.26%，同环比下滑16个百分点，主要系新会计准则下将运费调整至营业成本。我们预计2020年公司不含运费全年毛利率在20%左右，在20年Q4辅材及硅料大幅上涨的情况下依旧保持强劲的盈利能力。

2021年Q1公司毛利率10.78%，同比下滑13个百分点，主要系公司20Q3签订的低价单21Q1大量交付，经测算单瓦售价在1.53元左右，远低于组件现货价，而上游硅料价格大幅上涨，进一步挤压了公司的盈利水平，经测算21Q1公司单位净利在3.5分/W。公司当前在手低价订单总量有限，且公司及时调整接单策略，凭借优异的渠道布局增加现货单的比重以灵活应对产业链价格的波动；同时，随着公司新增产能的逐步投放，规模化优势增强，我们预计Q2-Q3公司组件盈利有望迎来强劲复苏。

一体化产能稳步扩张，大尺寸占比提升

截至2020年底，公司拥有组件产能23GW，上游硅片和电池产能约为组件产能的80%。按照公司已公告在建项目的建设进度，曲靖硅片、宁晋电池、义乌扬州和越南电池组件的新建高效产能将陆续投产，预计到21年底公司组件产能超过40GW，硅片和电池产能会继续保持组件产能的80%左右。公司新增产能均为大尺寸产线，而大尺寸产品市场供不应求，我们预计公司2021年182大尺寸组件出货占比有望提

升至 50% 以上，产品结构及盈利水平不断改善。

■ 盈利预测与估值

我们预计公司2021年-2023年营业收入分别为417.20亿元、540.99亿元和661.32亿元，增速分别为61.41%、29.67%和22.24%；归属于母公司股东净利润分别为20.91亿元、29.79亿元和43.69亿元，增速分别为38.8%、42.45%和46.66%；全面摊薄每股EPS分别为1.31元、1.87元和2.74元，对应PE为21.34倍、14.98倍和10.21倍。未来六个月内，我们维持公司“增持”评级。

■ 风险提示

公司新增产能投放不及预期，产业链价格博弈持续致使下游需求释放不及预期，行业竞争加剧等。

■ 数据预测与估值：

单位:百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	25846.52	41720.01	54099.42	66132.21
增长率(%)	22.17%	61.41%	29.67%	22.24%
归属母公司股东净利润	1506.58	2091.11	2978.77	4368.60
增长率(%)	20.34%	38.80%	42.45%	46.66%
每股收益(元)	0.94	1.31	1.87	2.74
市盈率(X)	29.62	21.34	14.98	10.21

数据来源：Wind 上海证券研究所 (2021年04月28日收盘价)

■ 附表
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	9493	11429	14913	19317
应收和预付款项	4322	7794	9572	11973
存货	4988	6677	8878	11110
其他流动资产	2669	3379	3933	4471
长期股权投资	220	289	359	428
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	13232	19722	28064	33220
无形资产和开发支出	921	1041	1182	1312
商誉	0	0	0	0
其他非流动资产	2520	3155	3787	4417
资产总计	37297	51854	68492	83494
短期借款	4631	8978	14246	16334
应付和预收款项	9033	10633	14927	18919
长期借款	778	1864	3181	3703
其他负债	2974	2974	2974	2974
负债合计	22458	33581	45608	54410
股本	1595	1595	1595	1595
资本公积	8881	8881	8881	8881
留存收益	3916	7023	11170	16674
归属母公司股东权益	14656	18077	22670	28830
少数股东权益	184	241	324	450
股东权益合计	14840	18318	22994	29280
负债和股东权益合计	37297	51854	68492	83494

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动产生现金流量	2265	4130	7069	9699
投资活动产生现金流量	-2495	-6772	-8812	-6021
融资活动产生现金流量	1163	4578	5227	727
现金流量净额	869	1936	3484	4404

利润表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	25847	41720	54099	66132
营业成本	21617	35501	45472	54279
营业税金及附加	130	239	304	367
营业费用	560	1085	1380	1719
管理费用	812	1523	1948	2381
财务费用	691	82	62	-25
研发费用	339	626	811	992
资产减值损失	-145	-221	-305	-436
投资收益	273	250	216	198
其他收益	173	271	352	265
营业利润	1918	2679	3762	5505
营业外收支净额	-104	-104	-122	-148
利润总额	1814	2575	3640	5357
所得税	265	425	579	863
净利润	1548	2149	3061	4494
少数股东损益	42	58	83	126
归属母公司股东净利润	1507	2091	2979	4369

财务比率分析

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利率	16.36%	14.91%	15.95%	17.92%
EBIT/销售收入	14.45	9.48	7.08	4.66
销售净利率	5.99%	5.15%	5.66%	6.80%
ROE	10.28%	11.57%	13.14%	15.15%
资产负债率	62%	64%	63%	66%
流动比率	1.16	1.02	0.95	0.98
速动比率	0.81	0.72	0.65	0.68
总资产周转率	0.69	0.73	0.93	0.90
应收账款周转率	7.36	3.43	4.75	4.34
存货周转率	4.33	5.32	5.12	4.89

数据来源: Wind 上海证券研究所

分析师声明

孙克遥

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。