



买入（维持）

所属行业：电气设备/电源设备
当前价格(元)：58.87

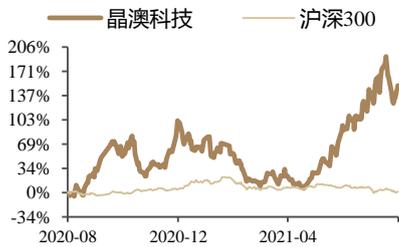
证券分析师

马天一
资格编号：S0120521050002
邮箱：maty@tebon.com.cn

研究助理

张家栋
邮箱：zhangjd@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	2.03	34.87	95.09
相对涨幅(%)	8.16	40.46	100.90

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1. 《晶澳科技(002459.SZ)：老牌组件龙头，一体化稳健发展》，2021.7.26

Q2 业绩改善明显，产能扩张持续推进

晶澳科技 2021 中报点评

投资要点

● 事件概述

8月23日，公司发布中报，2021H1实现营收161.92亿元，同比+48.77%；归母净利润7.13亿元，同比+1.78%；扣非净利润5.40亿元，同比-27.95%。其中，Q2实现营收92.36亿元，同比+46.76%，环比+32.78%；归母净利润5.57亿元，同比+34.05%，环比+254.86%；扣非净利润4.81亿元，同比+18.13%，环比+711.00%。

● 分析与判断

H1 出货高增排名全球第三，Q2 毛利率改善明显。2021H1 公司组件出货量 10.12GW，同比提升 85.35%，据 PV InfoLink 统计排名全球第三。预计 Q2 组件出货 5.66GW，环比提升约 27%。从出货区域结构来看，2021H1 海外出货量占比 63%，同比下降约 9%。其中，Q2 国内区域出货维持在 33%，但销售价格有所提升。欧洲区域出货量占比达到 27%，环比提高 7%。2021H1 分销出货量占比 35.3%，较 2020 年度提升 3.9%。预计 2021H1 组件不含税均价 1.5 元/W，组件业务毛利率约 12.25%。尽管 Q2 上游原材料价格维持高位，组件环节盈利承压，但得益于 Q1 低价订单交付、出货区域结构改善，以及一体化成本优势，公司 Q2 综合毛利率为 14.71%，环比提升 3.93%，盈利能力改善明显。

产能扩张有序推进，一体规模和程度优势明显。截至 2021H1，宁晋 4GW 电池项目、越南 3.5GW 组件项目、义乌 5GW 组件项目等新建、改建项目已顺利投产，随着曲靖 20GW 拉晶及切片项目、包头 20GW 拉晶及切片项目、越南 3.5GW 电池项目、扬州 6GW 电池项目和 6GW 组件项目等持续推进，预计到 2021 年底，公司硅片、电池、组件产能达到 32、32、40GW。

拟定增募资加码产能建设和 HJT 研发。公司拟定增不超过 50 亿元，其中 32 亿元用于年产 20GW 单晶硅棒和 20GW 单晶硅片项目，加码 182mm 及以上大尺寸硅片产能，有望进一步稳固一体化产能优势；3 亿元用于高效太阳能电池研发中试项目，新增异质结设备 120 台（套/批），为后续异质结电池的规模化生产奠定基础；同时补充流动资金 15 亿元。

费用管控稳健，经营净现金流大增。2021H1 期间费用率 8.40%，其中管理费用率 3.15%，同比-0.45%；研发费用率 1.32%，同比+0.13%；财务费用率 1.89%，同比-0.60%。Q2 期间费用率 8.04%，环比-0.84%。2021H1 经营活动现金流净额 4.30 亿元，同比增加 642.52%。期末存货 71.74 亿元，较年初增加 43.82%。

● 投资建议

公司产能持续扩张，一体化规模和程度行业领先，市场份额有望持续提升。2022 组件盈利有望重回较好水平，公司有望受益弹性较大。预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 17.11、35.42、46.08 亿元，对应 PE 为 55、27、20 倍。

● **风险提示：**疫情持续时间超预期，贸易摩擦影响超预期，电网消纳不及预期，行业竞争超预期，原材料价格波动风险。



股票数据

总股本(百万股):	1,598.38
流通 A 股(百万股):	638.19
52 周内股价区间(元):	22.24-68.54
总市值(百万元):	94,096.48
总资产(百万元):	46,600.42
每股净资产(元):	9.46

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	21,155	25,847	44,808	57,072	69,610
(+/-)YOY(%)	7.7%	22.2%	73.4%	27.4%	22.0%
净利润(百万元)	1,252	1,507	1,711	3,542	4,608
(+/-)YOY(%)	74.1%	20.3%	13.6%	107.0%	30.1%
全面摊薄 EPS(元)	0.78	0.94	1.07	2.22	2.88
毛利率(%)	21.3%	16.4%	13.2%	16.2%	16.6%
净资产收益率(%)	15.7%	10.3%	10.5%	17.8%	18.8%

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	0.94	1.07	2.22	2.88
每股净资产	9.17	10.24	12.46	15.34
每股经营现金流	1.42	1.41	2.42	3.04
每股股利	0.20	0.20	0.20	0.20
价值评估(倍)				
P/E	62.46	54.99	26.56	20.42
P/B	6.42	5.75	4.73	3.84
P/S	3.63	2.10	1.65	1.35
EV/EBITDA	21.28	25.40	14.50	11.54
股息率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
盈利能力指标(%)				
毛利率	16.4%	13.2%	16.2%	16.6%
净利润率	5.8%	3.8%	6.2%	6.6%
净资产收益率	10.3%	10.5%	17.8%	18.8%
资产回报率	4.0%	3.7%	6.4%	6.9%
投资回报率	9.9%	10.0%	15.4%	15.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	22.2%	73.4%	27.4%	22.0%
EBIT 增长率	8.2%	15.6%	89.5%	28.4%
净利润增长率	20.3%	13.6%	107.0%	30.1%
偿债能力指标				
资产负债率	60.2%	64.4%	63.4%	62.4%
流动比率	1.2	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.8	0.7	0.8	0.9
现金比率	0.5	0.4	0.4	0.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	49.6	50.0	50.0	50.0
存货周转天数	84.2	85.0	85.0	85.0
总资产周转率	0.7	1.0	1.0	1.0
固定资产周转率	2.2	3.6	4.3	4.9

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,507	1,711	3,542	4,608
少数股东损益	42	47	98	128
非现金支出	2,022	890	1,120	1,150
非经营收益	506	328	434	588
营运资金变动	-1,812	-716	-1,324	-1,617
经营活动现金流	2,265	2,260	3,871	4,856
资产	-3,100	-2,639	-2,898	-2,810
投资	378	-70	-70	-70
其他	227	-68	-63	-57
投资活动现金流	-2,495	-2,777	-3,030	-2,937
债权募资	7,858	1,100	1,900	3,300
股权募资	5,240	3	0	0
其他	-11,935	-319	-411	-570
融资活动现金流	1,163	784	1,489	2,730
现金净流量	869	267	2,329	4,649

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 23 日
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	25,847	44,808	57,072	69,610
营业成本	21,617	38,909	47,842	58,030
毛利率%	16.4%	13.2%	16.2%	16.6%
营业税金及附加	130	202	257	313
营业税金率%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	560	941	1,199	1,462
营业费用率%	2.2%	2.1%	2.1%	2.1%
管理费用	812	1,407	1,792	2,172
管理费用率%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
研发费用	339	587	748	912
研发费用率%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
EBIT	2,389	2,762	5,235	6,721
财务费用	691	766	969	1,169
财务费用率%	2.7%	1.7%	1.7%	1.7%
资产减值损失	-145	-60	-90	-120
投资收益	273	52	57	63
营业利润	1,918	2,117	4,338	5,619
营业外收支	-104	-60	-80	-80
利润总额	1,814	2,057	4,258	5,539
EBITDA	4,241	3,592	6,265	7,751
所得税	265	298	617	803
有效所得税率%	14.6%	14.5%	14.5%	14.5%
少数股东损益	42	47	98	128
归属母公司所有者净利润	1,507	1,711	3,542	4,608

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	9,493	9,760	12,089	16,738
应收账款及应收票据	3,512	6,138	7,818	9,536
存货	4,988	9,061	11,141	13,514
其它流动资产	3,480	3,997	4,613	5,282
流动资产合计	21,473	28,956	35,661	45,069
长期股权投资	220	290	360	430
固定资产	11,634	12,377	13,289	14,172
在建工程	1,598	2,474	3,189	3,816
无形资产	921	991	1,061	1,131
非流动资产合计	15,825	17,703	19,591	21,360
资产总计	37,297	46,659	55,252	66,429
短期借款	4,631	5,131	5,931	7,431
应付票据及应付账款	9,033	12,366	14,156	15,422
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	4,901	8,068	9,330	11,206
流动负债合计	18,565	25,565	29,417	34,059
长期借款	778	1,378	2,478	4,278
其它长期负债	3,115	3,115	3,115	3,115
非流动负债合计	3,893	4,493	5,593	7,393
负债总计	22,458	30,058	35,010	41,452
实收资本	1,595	1,598	1,598	1,598
普通股股东权益	14,656	16,370	19,913	24,520
少数股东权益	184	231	329	457
负债和所有者权益合计	37,297	46,659	55,252	66,429

信息披露

分析师与研究助理简介

马天一，德邦证券研究所电力设备与新能源行业高级分析师，天津大学化工硕士，中南大学冶金工程本科，锂电池材料研发背景，3年以上电动车行业研究经验，擅长行业技术趋势和生意本质的解读，专注于从产业角度挖掘投资机会。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
股票投资评级		买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级		优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。