

公司研究

二季度业绩超预期，募资推进大尺寸硅片及 HJT 中试项目

——晶澳科技（002459.SZ）2021 年半年报点评

要点

事件：公司发布 2021 年半年报，2021H1 实现营业收入 161.92 亿元，同比增长 48.77%，实现归母净利润 7.13 亿元，同比增长 1.78%，扣非归母净利润为 5.40 亿元，同比下降 27.95%。

公司发布非公开发行股票预案，拟募资金额为 50 亿元，用于单晶硅棒、硅片项目及高效太阳能研发中试项目。

公司出货结构改善欧洲占比提升，上游硅料价格高企拖累毛利率。

2021H1 公司电池组件出货量 10.12GW，其中海外出货量占比 63%，国内出货量占比 37%，国内出货比例进一步提高。21Q2 公司出货区域结构有所改善，相较 21Q1，国内区域出货维持在 33%，但销售价格有所提升；欧洲区域出货比例提高 7 个 pct 至 27%。截至 2020 年底，公司组件产能 23GW，硅片和电池产能约为组件产能的 80%，预计 2021 年底组件产能超过 40GW，硅片和电池产能会继续保持组件产能的 80% 左右。由于上游硅料价格高位运行，致公司 2021H1 毛利率 13.02%，同比减少 6.49 个 pct，我们预计 2022H1 硅料价格下降，公司毛利率将有明显回升。

非公开发行提升大尺寸及一体化能力，布局 HJT 实现电池技术突破。

公司此次拟募集资金中的 32 亿元用于年产 20GW 单晶硅棒和 20GW 单晶硅片项目，通过购置先进生产设备并利用先进工艺技术进行 182mm 及以上大尺寸硅片产品的生产，匹配自身下游的电池/组件产能，提升公司一体化盈利能力，增强公司竞争力和盈利能力；3 亿元用于高效太阳能电池研发中试项目，拟由公司下属子公司晶澳（扬州）太阳能科技有限公司新建中试生产线，对新型金属化工艺开发、新型钝化膜开发以及新型透明导电膜开发等课题进行研究，以提升异质结电池的中试生产能力，保障公司在电池片技术进步下的领先地位。

维持“买入”评级：公司 2021Q1 盈利承压但 Q2 显著改善，根据公司产能布局和盈利能力恢复情况，我们维持 2021 年盈利预测，上调 22/23 年盈利预测，预计公司 2021-23 年实现归母净利润 20.79/32.25/43.51 亿元（维持/上调 14%/上调 31%），对应 EPS 分别为 1.30/2.02/2.72 元，当前股价对应 21-23 年 PE 为 48/31/23 倍。公司作为一体化组件龙头，受益于行业增长且在行业波动时有望维持稳定盈利，维持“买入”评级。

风险提示：产业链涨价影响光伏装机；竞争加剧、产能过剩；汇率波动风险等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	21,155	25,847	41,653	48,821	54,855
营业收入增长率	5884.16%	22.17%	61.16%	17.21%	12.36%
净利润（百万元）	1,252	1,507	2,079	3,225	4,351
净利润增长率	25329.01%	20.34%	37.97%	55.14%	34.91%
EPS（元）	0.93	0.94	1.30	2.02	2.72
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.67%	10.28%	12.66%	16.79%	19.01%
P/E	66	66	48	31	23
P/B	10.4	6.7	6.0	5.2	4.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-08-24
注：2019 年数据系公司于 2019 年 11 月完成重大资产重组后数据

买入（维持）

当前价：62.00 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsecn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsecn.com

联系人：陈无忌

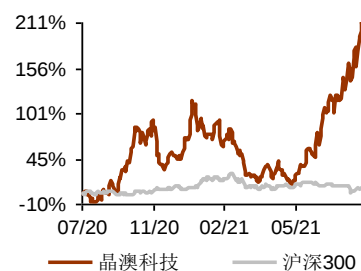
021-52523693

chenwuji@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	15.98
总市值(亿元):	991.00
一年最低/最高(元):	21.81/69.79
近 3 月换手率:	90.42%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-5.28	-0.85	-8.82
绝对	-6.03	-6.03	-6.03

资料来源：Wind

相关研报

业绩基本符合预期，上游涨价毛利率承压——晶澳科技（002459.SZ）2020 年年报点评（2021-03-30）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	21,155	25,847	41,653	48,821	54,855
营业成本	16,658	21,617	34,766	39,557	43,991
折旧和摊销	1,422	1,707	1,922	2,222	2,514
税金及附加	137	130	333	391	384
销售费用	1,197	560	2,083	2,441	2,523
管理费用	699	812	1,291	1,513	1,646
研发费用	257	339	625	732	823
财务费用	569	691	376	524	537
投资收益	-116	273	0	0	0
营业利润	1,669	1,918	2,450	3,798	5,123
利润总额	1,611	1,814	2,476	3,825	5,149
所得税	327	265	362	560	754
净利润	1,284	1,548	2,114	3,265	4,396
少数股东损益	32	42	35	40	45
归属母公司净利润	1,252	1,507	2,079	3,225	4,351
EPS(元)	0.93	0.94	1.30	2.02	2.72

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3,691	2,265	3,045	5,411	7,005
净利润	1,252	1,507	2,079	3,225	4,351
折旧摊销	1,422	1,707	1,922	2,222	2,514
净营运资金增加	5,822	-852	6,710	2,999	2,462
其他	-4,806	-96	-7,665	-3,035	-2,322
投资活动产生现金流	-2,329	-2,495	-3,300	-3,100	-3,100
净资本支出	-1,786	-3,100	-3,300	-3,100	-3,100
长期投资变化	149	220	0	0	0
其他资产变化	-692	385	0	0	0
融资活动现金流	-149	1,163	3,257	-161	-2,094
股本变化	953	254	3	0	0
债务净变化	8,615	-2,788	3,266	487	-1,147
无息负债变化	11,404	5,013	5,353	2,438	2,227
净现金流	1,229	869	3,003	2,150	1,810

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	21.3%	16.4%	16.5%	19.0%	19.8%
EBITDA 率	19.4%	16.7%	10.6%	13.5%	15.0%
EBIT 率	12.1%	9.5%	6.0%	9.0%	10.4%
税前净利润率	7.6%	7.0%	5.9%	7.8%	9.4%
归母净利润率	5.9%	5.8%	5.0%	6.6%	7.9%
ROA	4.5%	4.2%	4.4%	6.1%	7.5%
ROE (摊薄)	15.7%	10.3%	12.7%	16.8%	19.0%
经营性 ROIC	10.2%	13.5%	7.6%	13.2%	15.7%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	71%	60%	65%	64%	60%
流动比率	0.98	1.16	1.24	1.41	1.66
速动比率	0.80	0.89	0.92	1.05	1.23
归母权益/有息债务	0.93	2.51	1.81	2.00	2.71
有形资产/有息债务	3.13	6.08	5.06	5.39	6.69

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	28,528	37,297	47,711	53,465	58,269
货币资金	5,721	9,493	12,496	14,646	16,457
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	3,889	3,512	5,659	6,633	7,453
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	344	600	966	1,132	1,272
存货	2,780	4,988	8,174	9,335	10,409
其他流动资产	924	1,248	2,339	2,834	3,251
流动资产合计	14,832	21,473	31,204	36,330	40,757
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	149	220	470	470	470
固定资产	10,402	11,631	12,947	13,836	14,390
在建工程	1,025	1,598	1,399	1,330	1,305
无形资产	760	921	982	1,041	1,098
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	88	166	166	166	166
非流动资产合计	13,696	15,825	16,507	17,135	17,511
总负债	20,233	22,458	31,077	34,002	35,082
短期借款	4,846	4,631	6,316	4,803	1,656
应付账款	2,800	4,907	7,891	8,978	9,985
应付票据	1,655	4,127	6,637	7,551	8,398
预收账款	1,804	0	0	0	0
其他流动负债	342	108	108	108	108
流动负债合计	15,092	18,565	25,147	25,761	24,579
长期借款	2,388	778	2,778	4,778	6,778
应付债券	100	0	0	0	0
其他非流动负债	551	755	1,442	1,753	2,016
非流动负债合计	5,140	3,893	5,930	8,241	10,503
股东权益	8,295	14,840	16,634	19,464	23,186
股本	1,342	1,595	1,598	1,598	1,598
公积金	4,238	9,312	9,517	9,677	9,677
未分配利润	2,457	3,916	5,468	8,097	11,775
归属母公司权益	7,989	14,656	16,416	19,205	22,883
少数股东权益	305	184	219	259	304

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	5.66%	2.17%	5.00%	5.00%	4.60%
管理费用率	3.31%	3.14%	3.10%	3.10%	3.00%
财务费用率	2.69%	2.67%	0.90%	1.07%	0.98%
研发费用率	1.21%	1.31%	1.50%	1.50%	1.50%
所得税率	20%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.20	0.27	0.42	0.57
每股经营现金流	2.75	1.42	1.91	3.39	4.38
每股净资产	5.95	9.19	10.27	12.02	14.32
每股销售收入	15.77	16.20	26.06	30.54	34.32

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	66	66	48	31	23
PB	10.4	6.7	6.0	5.2	4.3
EV/EBITDA	23.4	24.8	24.6	16.4	13.1
股息率	0.0%	0.3%	0.4%	0.7%	0.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE