

2021 年三季报点评：组件盈利超市场预期，看好明年量利双升

买入（维持）

2021 年 10 月 31 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 郭亚男

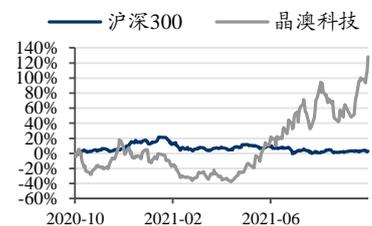
guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	25,847	42,906	61,826	79,376
同比（%）	22.2%	66.0%	44.1%	28.4%
归母净利润（百万元）	1,507	2,035	4,017	5,195
同比（%）	20.3%	35.1%	97.4%	29.3%
每股收益（元/股）	0.94	1.28	2.52	3.26
P/E（倍）	96.63	71.53	36.24	28.02

投资要点

- 2021Q3 归母净利润 5.99 亿元，同增 1.44%，环增 7.63%，略超市场预期：**公司发布 2021 年三季报，公司 2021Q1-3 实现营业收入 260.97 亿元，同比增长 56.32%；实现归属母公司净利润 13.12 亿元，同比增长 1.62%。其中 2021Q3，实现营业收入 99.05 亿元，同比增长 70.46%，环比增长 7.24%；实现归属母公司净利润 5.99 亿元，同比增长 1.44%，环比增长 7.63%。2021Q1-3 毛利率为 13.98%，同比下降 8.47pct，2021Q3 毛利率 15.54%，同比下降 5.36pct，环比上升 0.82pct，略超市场预期。公司三季度盈利实现同环比增长，主要是组件出货快速增长和出货结构明显改善所致。
- 组件盈利超市场预期，大尺寸出货显著提升：**2021Q1-3 公司组件出货量 15.9-16GW，同比增长 79%左右，其中 2021Q3 组件出货量 6GW 左右，同增 75%，环增 9%。盈利方面，2021Q3 公司组件毛利率 14-15%，在硅料持续涨价和胶膜玻璃辅料涨价的背景下，公司组件毛利率环比逆势提升 0.8pct，超市场预期，主要原因在于：1) 大尺寸占比快速提升，182 出货占比由上半年的 35%提升至 50-60%，大尺寸具备一定溢价，公司 2021Q3 组件均价约 1.58 元/W，环比提升 3 分钱，我们测算组件单瓦盈利约 0.09 元/W，环比基本持平；2) 2021Q3 需求起量，公司排产环比快速提升，7-9 月排产改善 10%、15%、20%左右，带来综合成本下降；3) 产品工艺不断精进，2021Q3 非硅成本下降 1-2 分，一定程度上对冲产业链的涨价。出货结构看，2021Q3 公司国内出货量占比 30%+，海外占比 60%+，分销出货量占比 35%左右，较 2020 年度提升约 4pct。
- 看好明年量利双升，景气度持续向上：**2022 年看，硅料扩产充分，硅料降价带来组件成本快速下降，同时刺激需求增长。我们预计公司 2021 年年底硅片-电池-组件产能将分别达到约 32GW，32GW，40GW，均较 2020 年底增长 70%+，一体化率达到 80%左右，充分受益于硅料降价和需求高增带来的利润弹性，我们预计公司 2022 年出货 40GW 左右，同比增长 60%+，市占率将进一步提升。
- 盈利预测与投资评级：**基于光伏行业景气度向好的优势，我们维持盈利预期，我们预计 2021-2023 年归母净利润为 20.35/40.17/51.95 亿元，同比增长 35.1%/97.4%/29.3%，与前值一致，对应 EPS 为 1.28/2.52/3.26 元/股，对应现价 PE 分别为 71.53X、36.24X、28.02X，基于公司行业地位优势，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)	91.25
一年最低/最高价	24.43/86.57
市净率(倍)	9.65
流通 A 股市值(百万元)	58272.25

基础数据

每股净资产(元)	9.86
资产负债率(%)	71.02
总股本(百万股)	1598.79
流通 A 股(百万股)	638.60

相关研究

- 《晶澳科技 (002459): 2021 年中报点评: 组件盈利大幅改善, 定增扩产巩固龙头地位》2021-08-24
- 《晶澳科技 (002459): 2021 年一季报点评: 组件盈利低点, 预期后续逐季回升》2021-05-04
- 《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

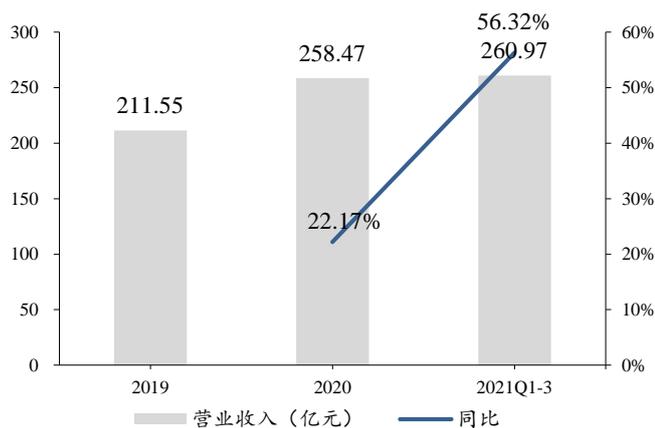
2021Q3 归母净利润 5.99 亿元，同增 1.44%，环增 7.63%，略超市场预期：公司发布 2021 年三季报，公司 2021Q1-3 实现营业收入 260.97 亿元，同比增长 56.32%；实现归属母公司净利润 13.12 亿元，同比增长 1.62%。其中 2021Q3，实现营业收入 99.05 亿元，同比增长 70.46%，环比增长 7.24%；实现归属母公司净利润 5.99 亿元，同比增长 1.44%，环比增长 7.63%。2021Q1-3 毛利率为 13.98%，同比下降 8.47pct，2021Q3 毛利率 15.54%，同比下降 5.36pct，环比上升 0.82pct，略超市场预期。公司三季度盈利实现同环比增长，主要是组件出货快速增长和出货结构明显改善所致。

表 1: 2021Q1-3 收入 260.97 亿元，同比增长 56.32%；盈利 13.12 亿元，同比增长 1.62%

晶澳科技	2021Q1-3	2020Q1-3	同比	2021Q3	2020Q3	同比	2021Q2	环比
营业收入 (亿元)	260.97	166.95	56.3%	99.05	58.11	70.5%	92.36	7.2%
毛利率 (%)	14.0%	22.5%	-8.5pct	15.5%	20.9%	-5.4pct	14.7%	+0.8pct
营业利润 (亿元)	16.28	16.67	-2.4%	7.47	6.65	12.3%	6.94	7.6%
利润总额 (亿元)	15.85	15.78	0.4%	7.17	6.61	8.6%	6.75	6.2%
归属母公司净利润 (亿元)	13.12	12.91	1.6%	5.99	5.90	1.4%	5.57	7.6%
扣非归母净利润 (亿元)	10.77	11.93	-9.7%	5.36	4.43	21.1%	4.81	11.5%
归母净利率 (%)	5.0%	7.7%	-2.7pct	6.0%	10.2%	-4.1pct	6.0%	+0.0pct
股本 (亿股)	15.99	13.51	-	15.99	13.51	-	15.98	-
EPS (元/股)	0.82	0.81	1.4%	0.37	0.37	1.2%	0.35	7.6%

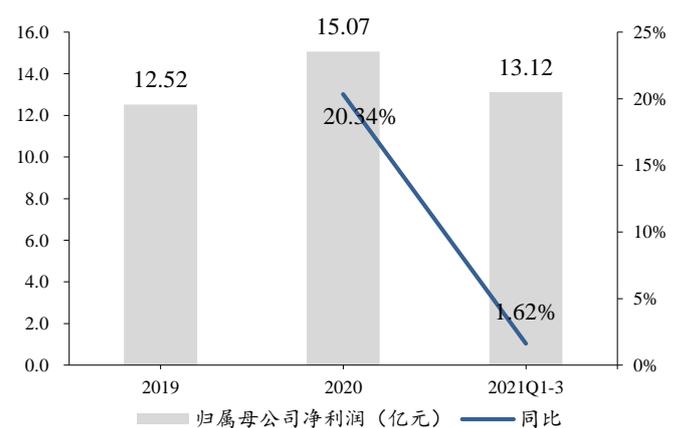
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 1: 2021Q1-3 收入 260.97 亿元，同比+56.32% (单位: 亿元)



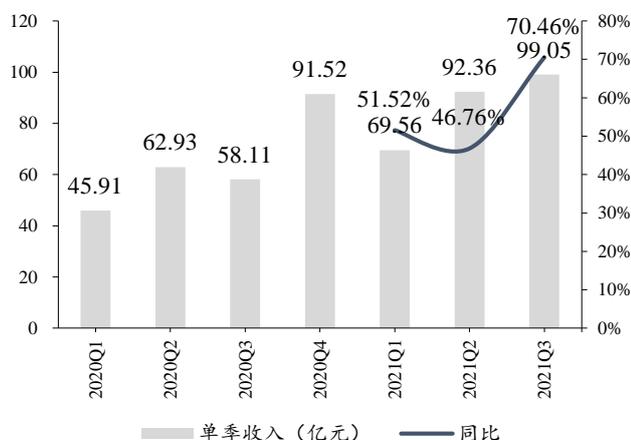
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 2: 2021Q1-3 归母净利润 13.12 亿元，同比+1.62% (单位: 亿元)



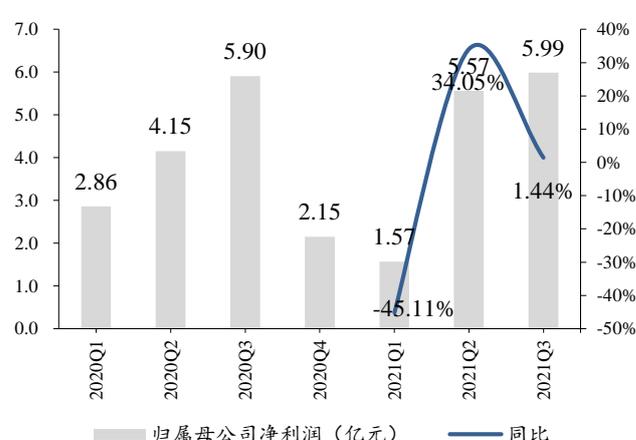
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 3: 2021Q3 收入 99.05 亿元, 同比+70.46% (单位: 亿元)



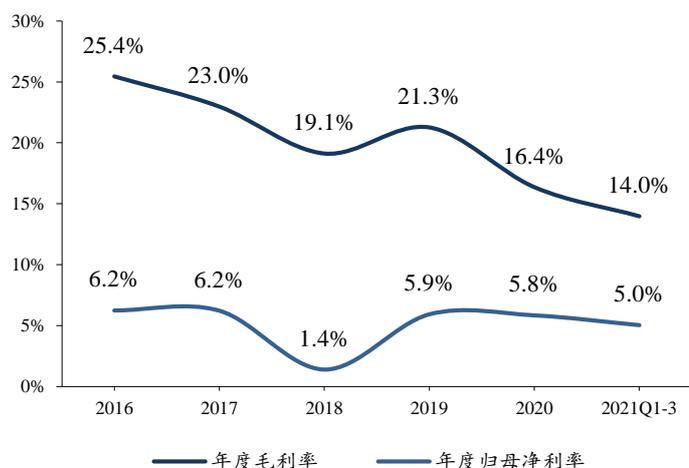
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 4: 2021Q3 归母净利润 5.99 亿元, 同比+1.44% (单位: 亿元)



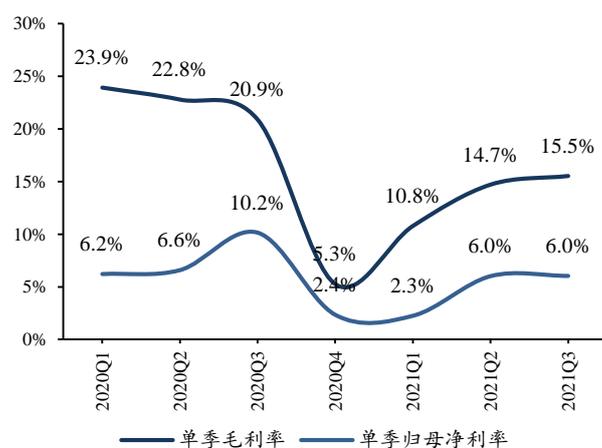
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 5: 2021Q1-3 毛利率、净利率同比-8.47、-2.71pct



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 6: 2021Q3 毛利率、净利率同比-5.36、-4.11pct



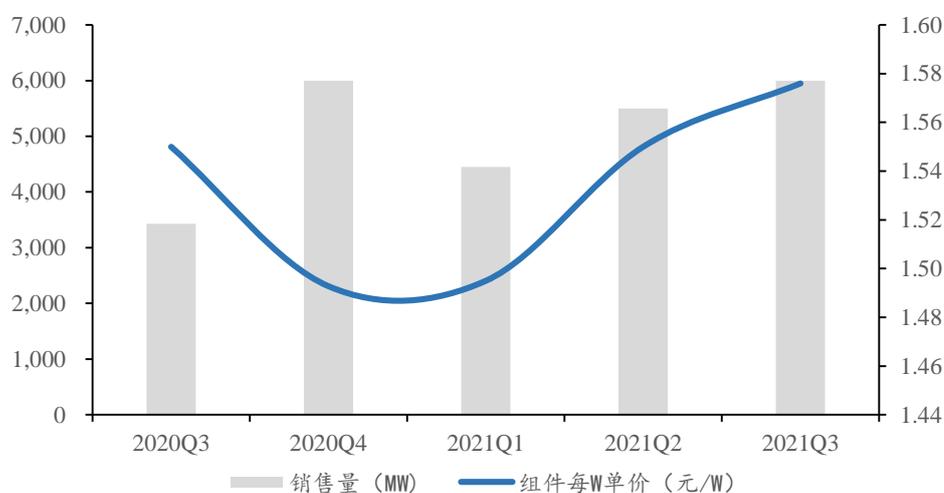
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

组件盈利超市场预期, 大尺寸出货显著提升: 2021Q1-3 公司组件出货量 15.9-16GW, 同比增长 79%左右, 其中 2021Q3 组件出货量 6GW 左右, 同增 75%, 环增 9%。盈利方面, 2021Q3 公司组件毛利率 14-15%, 在硅料持续涨价和胶膜玻璃辅料涨价的背景下, 公司组件毛利率环比逆势提升 0.8pct, 超市场预期, 主要原因在于: 1) 大尺寸占比快速提升, 182 出货占比由上半年的 35%提升至 50-60%, 大尺寸具备一定溢价, 公司 2021Q3 组件均价约 1.58 元/W, 环比提升 3 分钱, 我们测算组件单瓦盈利约 0.09 元/W, 环比基本持平; 2) Q3 需求起量, 公司排产环比快速提升, 7-9 月排产改善 10%、15%、20%左

右，带来综合成本下降；3）产品工艺不断精进，2021Q3 非硅成本下降 1-2 分，一定程度上对冲产业链的涨价。出货结构看，2021Q3 公司国内出货量占比 30%+，海外占比 60%+，分销出货量占比 35%左右，较 2020 年度提升约 4pct。

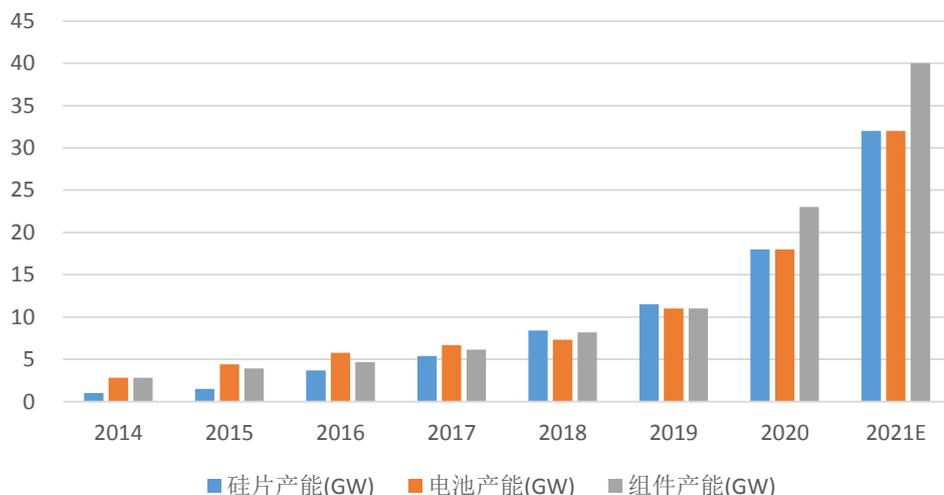
看好明年量利双升，景气度持续向上：2022 年看，硅料扩产充分，硅料降价带来组件成本快速下降，同时刺激需求增长。我们预计公司 2021 年年底硅片-电池-组件产能将分别达到约 32GW，32GW，40GW，均较 2020 年底增长 70%+，一体化率达到 80%左右，充分受益于硅料降价和需求高增带来的利润弹性，我们预计公司 2022 年出货 40GW 左右，同比增长 60%+，市占率将进一步提升。

图 7：公司季度销量（单位：MW，左轴对应销量，右轴对应单价）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

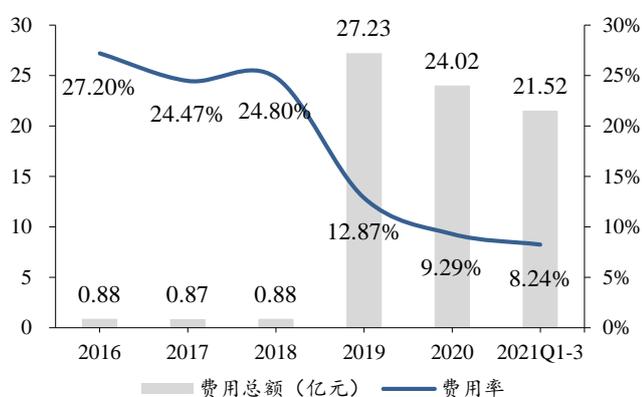
图 8：公司产能投放进度（GW）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

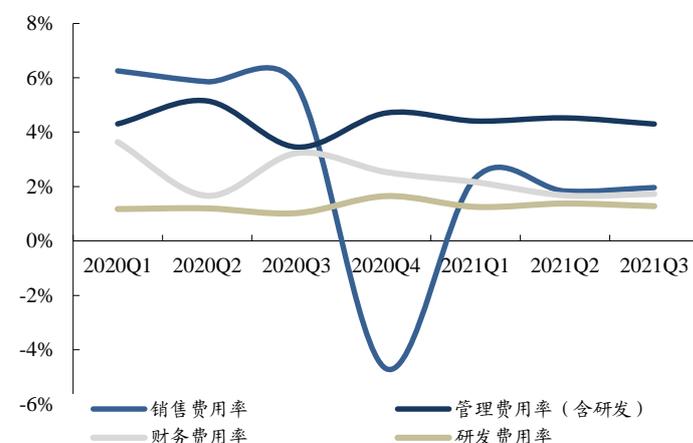
三费控制能力稳定:公司 2021Q1-3 期间费用同比下降 0.83%至 21.52 亿元,期间费用率下降 4.75 个百分点至 8.24%。其中,销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比下降 46.88%、上升 59.31%、上升 80.99%、上升 3.88%至 5.25 亿元、11.49 亿元、3.41 亿元、4.77 亿元;费用率分别下降 3.91、上升 0.08、上升 0.18、下降 0.92 个百分点至 2.01%、4.40%、1.31%、1.83%。2021Q3,销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比-41.63%/+112.30%/+113.74%/-8.61%,费用率分别为 1.96%/4.30%/1.28%/1.73%。

图 9: 2021Q1-3 期间费用 21.52 亿元,同比-0.83%
(单位:亿元)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

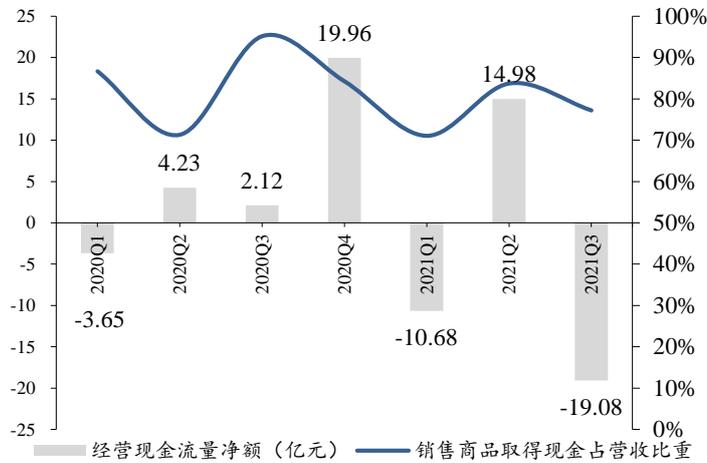
图 10: 2021Q3 期间费用率 7.99%, 同比-4.42pct (单位:亿元)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

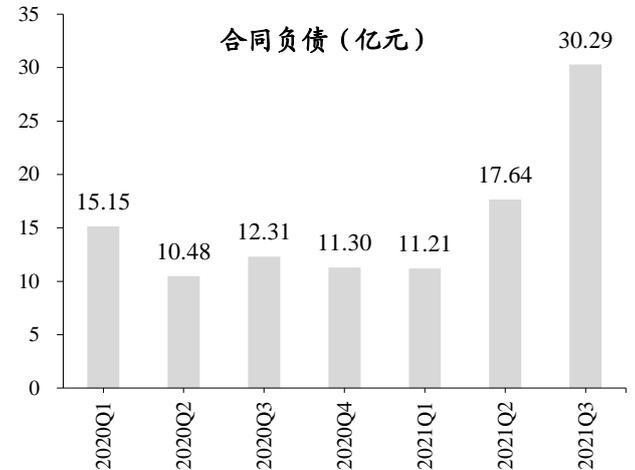
经营现金流有所下降,存货大幅上升:公司 2021Q1-3 经营活动现金流量净流出 14.78 亿元,同比下降 648.35%,其中 2021Q3 经营活动现金流量净额-19.08 亿元;2021Q1-3 销售商品取得现金 203.25 亿元,同比增长 45.20%。2021Q3 合同负债 30.29 亿元,比 2021Q2 增长 71.69%。2021Q3 应收账款 52.11 亿元,较 2021Q2 增长 7.13 亿元,应收账款周转天数上升 0.61 天至 45.12 天。2021Q3 存货 105.26 亿元,较 2021Q2 上升 55.63 亿元;存货周转天数上升 15.58 天至 93.29 天。

图 11: 2021Q3 现金净流出 19.08 亿元, 同比-1001.88% (单位: 亿元)



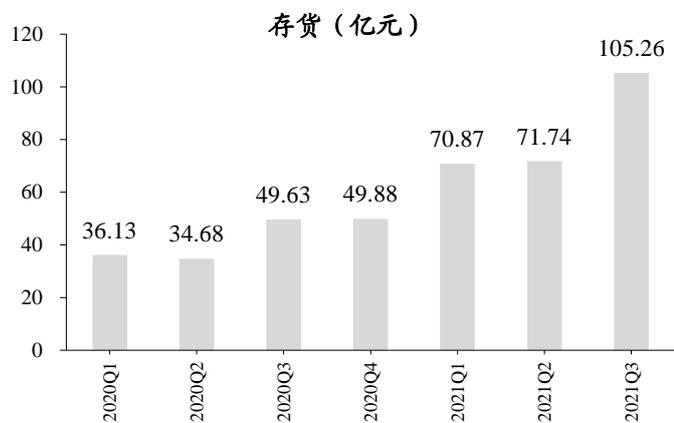
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 12: 2021Q3 末合同负债 30.29 亿元, 同比+146.11% (单位: 亿元)



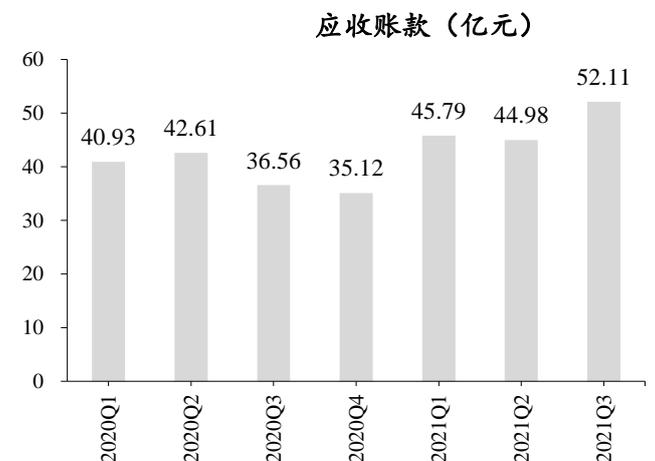
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 13: 2021Q3 末存货 105.26 亿元, 同比+55.63 亿元 (单位: 亿元)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 14: 2021Q3 末应收账款 52.11 亿元, 较 2021Q2+7.13 亿元 (单位: 亿元)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 基于光伏行业景气度向好的优势, 我们维持盈利预期, 我们预计 2021-2023 年归母净利润为 20.35/40.17/51.95 亿元, 同比增长 35.1%/97.4%/29.3%, 与前值一致, 对应 EPS 为 1.28/2.52/3.26 元/股, 对应现价 PE 分别为 71.53X、36.24X、28.02X, 基于公司行业地位优势, 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
流动资产	21,473	25,053	43,615	39,402	营业收入	25,847	42,906	61,826	79,376
现金	9,493	11,808	13,739	16,855	减:营业成本	21,617	36,843	52,309	67,381
应收账款	3,512	4,374	13,291	6,553	营业税金及附加	130	343	309	397
存货	4,988	5,693	10,402	11,334	营业费用	560	1,073	1,329	1,588
其他流动资产	3,480	3,178	6,184	4,659	管理费用	812	1,802	2,349	2,778
非流动资产	15,825	19,151	22,462	24,927	财务费用	691	372	576	807
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	13,944	16,251	17,847	加:投资净收益	273	60	60	60
在建工程	1,598	2,122	2,634	2,975	其他收益	25	17	21	26
无形资产	921	1,480	2,083	2,617	营业利润	1,918	2,551	5,035	6,511
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
资产总计	37,297	44,204	66,076	64,328	利润总额	1,814	2,551	5,035	6,511
流动负债	18,565	21,596	36,320	25,832	减:所得税费用	265	459	906	1,172
短期借款	4,631	3,000	3,000	3,000	少数股东损益	42	56	111	144
应付账款	4,907	5,734	10,361	10,372	归属母公司净利润	1,507	2,035	4,017	5,195
其他流动负债	9,027	12,862	22,959	12,460	EBIT	1,861	2,922	5,611	7,319
非流动负债	3,893	5,993	9,093	12,593	EBITDA	3,714	4,794	8,050	10,197
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	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	22,458	27,588	45,413	38,425	每股收益(元)	0.94	1.28	2.52	3.26
少数股东权益	184	240	351	495	每股净资产(元)	9.19	10.26	12.73	15.93
归属母公司股东权益	14,656	16,375	20,312	25,408	发行在外股份(百万股)	1595	1599	1599	1599
负债和股东权益	37,297	44,204	66,076	64,328	ROIC(%)	7.0%	8.7%	13.3%	13.4%
					ROE(%)	10.4%	12.6%	20.0%	20.6%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	16.4%	14.1%	15.4%	15.1%
经营活动现金流	2,265	5,173	5,156	4,180	销售净利率(%)	5.8%	4.7%	6.5%	6.5%
投资活动现金流	-2,495	-5,120	-5,669	-5,257	资产负债率(%)	60.2%	62.4%	68.7%	59.7%
筹资活动现金流	1,163	2,262	2,444	4,193	收入增长率(%)	22.2%	66.0%	44.1%	28.4%
现金净增加额	869	2,315	1,930	3,116	净利润增长率(%)	20.3%	35.1%	97.4%	29.3%
折旧和摊销	1,853	1,871	2,439	2,878	P/E	96.63	71.53	36.24	28.02
资本开支	3,198	3,326	3,311	2,465	P/B	9.93	8.89	7.17	5.73
营运资本变动	-1,812	916	-1,907	-4,758	EV/EBITDA	38.97	30.33	18.22	14.59

数据来源: Wind, 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>