

## 公司研究

## 2022H1 出货量高增，一体化与新技术保障公司盈利能力提升

## ——晶澳科技（002459.SZ）2022年半年报点评

## 要点

**事件：**公司发布 2022 年半年度报告，2022H1 实现营业收入 284.69 亿元，同比增长 75.81%，实现归母净利润 17.02 亿元，同比高增 138.64%，处于业绩预告中值（业绩预告预计实现归母净利润 16~18 亿元）；其中 2022Q2 实现归母净利润 9.52 亿元，同比增长 71.11%，环比增长 26.95%。

**公司出货量同比高增，硅料价格持续上涨致毛利率阶段性承压。**2022H1 公司电池组件出货量 15.67GW，同比增长 54.84%，其中海外出货量占比约 67%，分销出货量占比约 39%，预计全年组件出货量将达到 35GW-40GW。截至 2021 年底，公司组件产能近 40GW，硅片和电池产能约为组件产能的 80%，公司预计 2022 年底组件产能超 50GW，2023 年底组件产能超 75GW，硅片和电池产能将相应同比例增加，2023 年组件出货规模将超过 50GW。

受益于海外能源价格高企，公司组件结算价格同比有所提升，2022H1 组件毛利率同比小幅提升 0.38 个 pct 至 12.58%；分地区来看，公司 2022H1 境内业务毛利率同比下降 3.73 个 pct 至 13.42%，但境外业务毛利率同比上升 2.58 个 pct 至 13.11%，海外的高电价刺激公司组件交付价格走高，也带来了境外业务盈利能力的同比改善。另一方面，在上游硅料价格持续上涨，叠加运费、汇率等因素影响下，2022Q2 公司盈利能力阶段性承压，整体毛利率从 2022Q1 的 14.79% 环比减少 2.78 个 pct 至 2022Q2 的 12.01%。

**拟发行可转债完善一体化能力，叠加 TOPCon 电池投产保障盈利能力提升。**公司发布公开发行可转债预案，拟募资金额不超过 100 亿元用于新增拉晶切片产能 20GW、电池产能 20GW 以及组件产能 5GW 的项目建设，将进一步完善公司垂直一体化产业链，有效提升公司各环节产能的匹配度，形成产业规模化以增强公司竞争力和盈利能力。

在电池新技术方面，公司在建的宁晋 1.3GW 高效电池项目以及义乌年产 5GW TOPCon 电池项目将逐步投产，预计 2022 年底形成 6.5GW 的 TOPCon 电池产能；后续随着曲靖、扬州各 10GW 电池项目投产，2023 年底公司 TOPCon 产能将达 26GW，新技术产品的放量将带来公司盈利能力的稳步提升。

**维持“买入”评级：**公司新产品出货量提升将推动盈利能力提升，我们上调 23/24 年盈利预测，预计公司 2022-24 年实现归母净利润 42.41/60.71/73.56 亿元（维持/上调 5%/上调 8%），对应 EPS 分别为 1.80/2.58/3.12 元，当前股价对应 22-24 年 PE 为 36/25/21 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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	25,847	41,302	69,260	86,840	102,529
营业收入增长率	22.17%	59.80%	67.69%	25.38%	18.07%
净利润（百万元）	1,507	2,039	4,241	6,071	7,356
净利润增长率	20.34%	35.31%	108.03%	43.16%	21.15%
EPS（元）	0.94	1.27	1.80	2.58	3.12
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.28%	12.36%	20.69%	23.29%	22.48%
P/E	69	51	36	25	21
P/B	7.1	6.3	7.5	5.9	4.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-08-25

注：公司转增股本、股权激励、回购后，总股本从 2021 年的 15.99 亿股提升至 2022 年的 23.54 亿股

## 买入（维持）

当前价：65.03 元

## 作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

[yinzs@ebsec.com](mailto:yinzs@ebsec.com)

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

[haopian@ebsec.com](mailto:haopian@ebsec.com)

分析师：黄帅斌

执业证书编号：S0930520080005

021-52523828

[huangshuaibin@ebsec.com](mailto:huangshuaibin@ebsec.com)

## 市场数据

总股本(亿股)	23.54
总市值(亿元)	1530.73
一年最低/最高(元)	39.16/83.50
近 3 月换手率	54.74%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.82	-33.61	11.32
绝对	-7.11	-2.23	33.70

资料来源：Wind

## 相关研报

业绩维持高增，单瓦盈利有望稳健提升——晶澳科技（002459.SZ）2021 年年报&2022 年一季报点评（2022-05-02）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	25,847	41,302	69,260	86,840	102,529
营业成本	21,617	35,260	59,572	73,959	87,342
折旧和摊销	1,707	1,892	2,364	2,771	3,101
税金及附加	130	140	208	261	308
销售费用	560	736	1,039	1,303	1,538
管理费用	812	1,126	1,732	2,171	2,563
研发费用	339	574	900	1,129	1,333
财务费用	691	813	1,185	1,272	1,230
投资收益	273	425	500	500	500
营业利润	1,918	2,600	5,181	7,307	8,799
利润总额	1,814	2,426	5,043	7,169	8,661
所得税	265	338	702	998	1,206
净利润	1,548	2,088	4,341	6,171	7,456
少数股东损益	42	50	100	100	100
归属母公司净利润	1,507	2,039	4,241	6,071	7,356
EPS(元)	0.94	1.27	1.80	2.58	3.12

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,265	3,750	6,000	8,800	10,560
净利润	1,507	2,039	4,241	6,071	7,356
折旧摊销	1,707	1,892	2,364	2,771	3,101
净营运资金增加	-852	1,281	9,556	6,578	5,780
其他	-96	-1,462	-10,161	-6,621	-5,676
投资活动产生现金流	-2,495	-4,010	-2,599	-2,600	-2,600
净资本支出	-3,100	-5,336	-3,100	-3,100	-3,100
长期投资变化	220	550	0	0	0
其他资产变化	385	776	501	500	500
融资活动现金流	1,163	2,171	4,158	-926	-3,253
股本变化	254	4	755	0	0
债务净变化	-2,788	4,320	1,101	-1,973	-3,829
无息负债变化	5,013	13,473	9,269	7,480	6,846
净现金流	869	1,800	7,559	5,274	4,706

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	16.4%	14.6%	14.0%	14.8%	14.8%
EBITDA 率	17.6%	15.9%	12.1%	12.7%	12.5%
EBIT 率	10.5%	10.4%	8.7%	9.5%	9.5%
税前净利润率	7.0%	5.9%	7.3%	8.3%	8.4%
归母净利润率	5.8%	4.9%	6.1%	7.0%	7.2%
ROA	4.2%	3.7%	6.1%	7.5%	8.1%
ROE (摊薄)	10.3%	12.4%	20.7%	23.3%	22.5%
经营性 ROIC	12.3%	14.1%	16.5%	20.3%	22.1%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	60%	71%	71%	68%	64%
流动比率	1.16	0.97	1.17	1.37	1.60
速动比率	0.89	0.73	0.91	1.06	1.24
归母权益/有息债务	2.51	1.63	1.82	2.81	6.01
有形资产/有息债务	6.08	5.36	6.12	8.62	16.46

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	37,297	56,967	71,439	82,619	92,383
货币资金	9,493	13,219	20,778	26,052	30,759
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	3,512	5,635	7,208	8,942	10,444
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	600	737	1,235	1,548	1,827
存货	4,988	7,957	10,495	13,085	15,494
其他流动资产	1,248	1,777	2,733	3,335	3,872
流动资产合计	21,473	31,629	45,983	57,223	67,334
其他权益工具	0	28	28	28	28
长期股权投资	220	550	550	550	550
固定资产	11,631	14,224	16,785	17,718	17,896
在建工程	1,598	4,185	2,305	1,647	1,416
无形资产	921	1,047	1,104	1,157	1,209
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	166	3,752	3,752	3,752	3,752
非流动资产合计	15,825	25,338	25,456	25,396	25,048
总负债	22,458	40,250	50,621	56,128	59,145
短期借款	4,631	7,592	8,494	6,321	2,291
应付账款	4,907	5,582	7,149	8,875	10,481
应付票据	4,127	8,053	10,723	13,313	15,722
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	108	254	254	254	254
流动负债合计	18,565	32,651	39,179	41,668	41,971
长期借款	778	1,264	1,464	1,664	1,864
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	755	3,233	7,714	10,532	13,047
非流动负债合计	3,893	7,599	11,442	14,460	17,174
股东权益	14,840	16,718	20,818	26,491	33,237
股本	1,595	1,599	2,354	2,354	2,354
公积金	9,312	9,510	9,180	9,448	9,448
未分配利润	3,916	5,581	9,158	14,463	21,110
归属母公司权益	14,656	16,494	20,495	26,068	32,714
少数股东权益	184	223	323	423	523

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	2.17%	1.78%	1.50%	1.50%	1.50%
管理费用率	3.14%	2.73%	2.50%	2.50%	2.50%
财务费用率	2.67%	1.97%	1.71%	1.46%	1.20%
研发费用率	1.31%	1.39%	1.30%	1.30%	1.30%
所得税率	15%	14%	14%	14%	14%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.20	0.15	0.21	0.30	0.36
每股经营现金流	1.42	2.34	2.55	3.74	4.49
每股净资产	9.19	10.31	8.71	11.07	13.90
每股销售收入	16.20	25.82	29.42	36.89	43.56

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	69	51	36	25	21
PB	7.1	6.3	7.5	5.9	4.7
EV/EBITDA	24.5	18.3	19.6	14.7	12.4
股息率	0.3%	0.2%	0.3%	0.5%	0.6%

## 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。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(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

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

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