

# 晶澳科技 (002459)

## 2022 年中报点评: 22Q2 盈利略微承压, Q3 向好, N 型产能逐步落地

买入 (维持)

2022 年 08 月 26 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001  
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书: S0600520070006  
chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 郭亚男

执业证书: S0600121070058  
guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	41,302	68,572	96,640	122,443
同比	60%	66%	41%	27%
归属母公司净利润 (百万元)	2,039	4,526	7,012	9,491
同比	35%	122%	55%	35%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.87	1.92	2.98	4.03
P/E (现价&最新股本摊薄)	75.09	33.82	21.83	16.13

### 股价走势



### 投资要点

- **2022H1 公司实现归母净利润 17.02 亿元, 同增 138.64%, 符合我们的预期。** 公司发布 2022 年半年报, 2022H1 实现营收 284.69 亿元, 同增 75.81%; 实现归母净利润 17.02 亿元, 同增 138.64%。符合我们的预期。其中 2022Q2 实现营收 161.48 亿元, 同增 74.83%, 环增 31.06%; 实现归母净利润 9.52 亿元, 同增 71.11%, 环增 26.95%。2022H1 毛利率为 13.21%, 同增 0.19pct, 2022Q2 毛利率 12.01%, 同减 2.70pct, 环减 2.78pct。
- **2022Q2 盈利能力基本维稳, Q3 有望环比提升。** 公司 2022Q2 电池组件出货约 8.8GW, 同增 59%/环增 29%, 外销占比约为 64%, 分销占比 39%。2022Q2 硅料价格持续上涨, 组件单瓦毛利有所收缩。但人民币贬值带来汇兑收益, 单瓦净利整体维持稳定, 我们测算组件单瓦净利 0.1-0.12 元。我们预计 2022Q3 公司出货 10-11GW, 环增 20%左右, 且盈利向好, 原因: 1) 下半年美国出货继续提升, 盈利结构改善; 2) 2022Q3 胶膜等辅材价格下降, 毛利率企稳回升; 3) 新产能投放及一体化率提升带来成本降低。全年看, 公司 2022 年组件出货规划 35-40GW, 同增 60%左右, 盈利确定性较强, 我们预计 2023 年出货 55GW+, 叠加硅料降价, 有望量利双升。
- **N 型产能逐步落地、一体化程度不断加深。** 截至 2021 年底公司硅片、电池、组件产能为 30GW/30GW/40GW, 实现 75%自供率。2022H1 曲靖 10GW 拉晶及切片 (曲靖 20GW 拉晶切片项目第二期)、越南 3.5GW 电池、义乌 5GW 电池、合肥 2.5GW 组件等项目顺利投产, 产能规模及一体化程度进一步扩大。国内规划的 6.5GW TOPCon, 其中 1.3GW 预计 2022 年 8 月底投产, 剩余 5GW 于 2023 年春节前后投产, 2022 年出货 400MW 左右。2023 年另有曲靖扬州各 10GW 于 2023H1 投产, 预计 2023 年 N 型产能达 26GW, 出货占比 1/3, 快步迈入 N 型时代。
- **电站开发规模提升、逐步贡献增量。** 2021 年底公司在运的电站项目约 350MW, 2022 年计划开发项目规模 700MW。2022H1 在运电站较少且公司新增管理人员, 基本无业绩贡献, 随 6 月 30 日并网后 2022H2 贡献发电收入, 2022Q4 规划电站出售, 稳步贡献利润。
- **盈利预测与投资评级:** 基于公司新技术占比提升改善出货结构, 新产能落地成本进一步降低, 我们上调公司盈利预测, 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 45.3/70.1/94.9 亿元 (前值为 45.3/61.0/78.2 亿元), 同增 122%/55%/35%。我们给予公司 2023 年 30 倍 PE, 对应目标价 89.4 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 竞争加剧, 政策不及预期等

### 市场数据

收盘价(元)	65.03
一年最低/最高价	56.80/101.70
市净率(倍)	6.54
流通 A 股市值(百万元)	69,780.44
总市值(百万元)	153,073.42

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	9.95
资产负债率(% ,LF)	63.74
总股本(百万股)	2,353.89
流通 A 股(百万股)	1,073.05

### 相关研究

《晶澳科技(002459): 2022H1 业绩预告点评: Q2 盈利持续修复, N 型产能逐渐落地》

2022-07-15

《晶澳科技(002459): 2021 年报 & 2022 一季报点评: 22Q1 组件实现量利双升, 新技术产能逐步投放》

2022-05-01

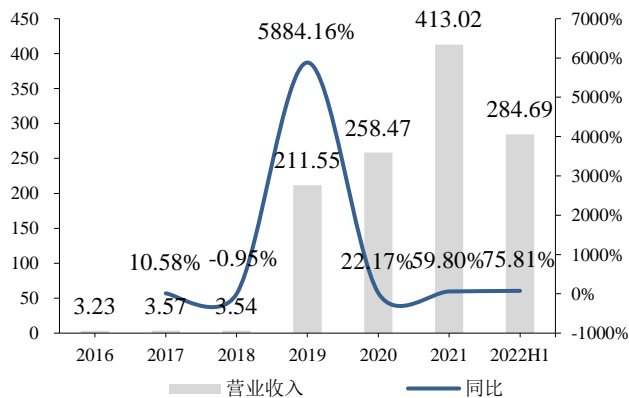
2022H1 公司实现归母净利润 17.02 亿元，同增 138.64%，符合我们的预期。公司发布 2022 年半年报，2022H1 实现营收 284.69 亿元，同增 75.81%；实现归母净利润 17.02 亿元，同增 138.64%。符合我们的预期。其中 2022Q2 实现营收 161.48 亿元，同增 74.83%，环增 31.06%；实现归母净利润 9.52 亿元，同增 71.11%，环增 26.95%。2022H1 毛利率为 13.21%，同增 0.19pct，2022Q2 毛利率 12.01%，同减 2.70pct，环减 2.78pct；2022H1 归母净利率为 5.98%，同增 1.57pct，2022Q2 归母净利率 5.90%，同减 0.13pct，环减 0.19pct。

表1: 2022H1 收入 284.69 亿元，同比增长 75.81%；盈利 17.02 亿元，同比增长 138.64%（单位：亿元）

晶澳科技	2022H1	2021H1	2022H1 同比	2022Q2	2021Q2	2022Q2 同比	2022Q1	2022Q2 环比
营业收入	284.69	161.92	75.8%	161.48	92.36	74.8%	123.21	31.1%
毛利率	13.2%	13.0%	0.2%	12.0%	14.7%	-2.7%	14.8%	-2.8%
营业利润	21.19	8.81	140.5%	11.83	6.94	70.5%	9.35	26.5%
利润总额	20.33	8.67	134.5%	11.26	1.92	487.0%	9.07	24.1%
归属母公司净利润	17.02	7.13	138.6%	9.52	5.57	71.1%	7.50	27.0%
扣非归母净利润	16.33	5.40	202.2%	9.31	4.81	93.5%	7.02	32.6%
归母净利率	6.0%	4.4%	1.6%	5.9%	6.0%	-0.1%	6.1%	-0.2%
股本	23.48	15.98	-	23.48	15.98	-	16.00	-
EPS	0.72	0.45	62.4%	0.41	0.35	16.4%	0.47	-13.5%

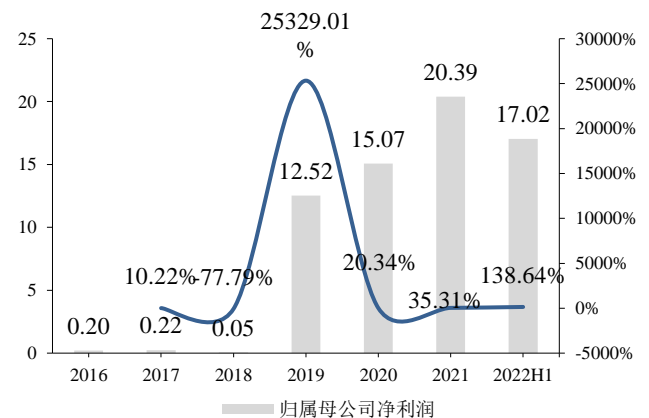
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图1: 2022H1 收入 284.69 亿元，同比+75.81%（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2: 2022H1 归母净利润 17.02 亿元，同比+138.64%（亿元，%）



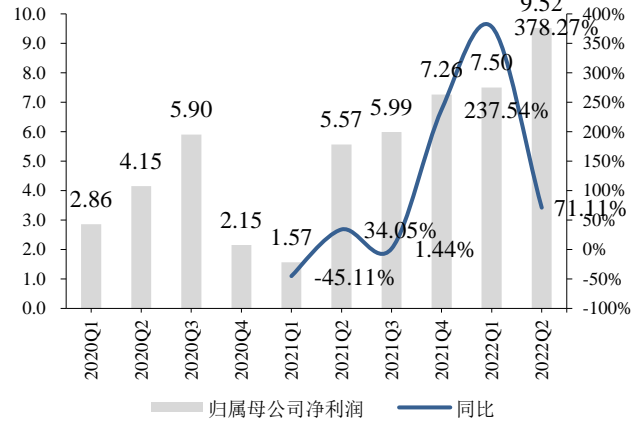
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3: 2022Q2 收入 161.48 亿元, 同比+74.83% (亿元, %)



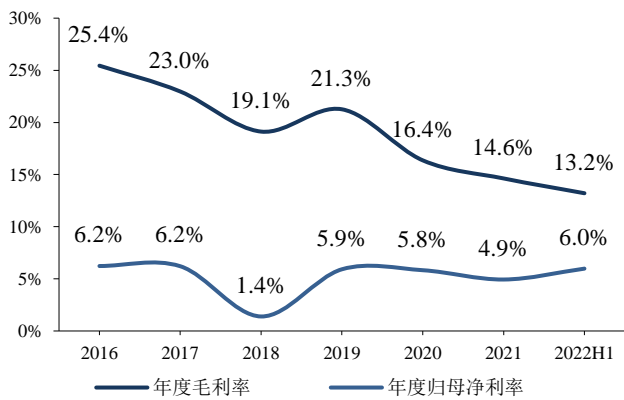
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2022Q2 归母净利润 9.52 亿元, 同比+71.11% (亿元, %)



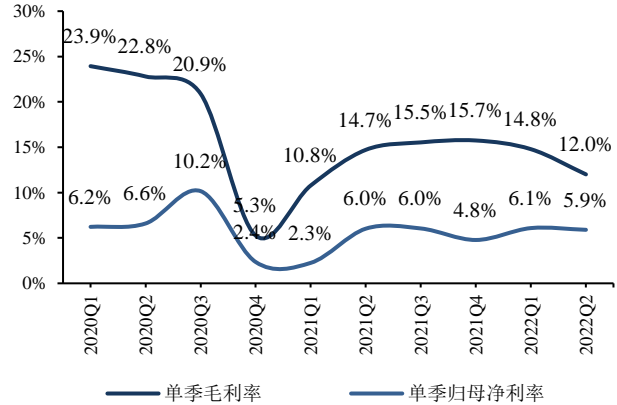
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2022H1 毛利率、净利率同比+0.19、+1.57pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

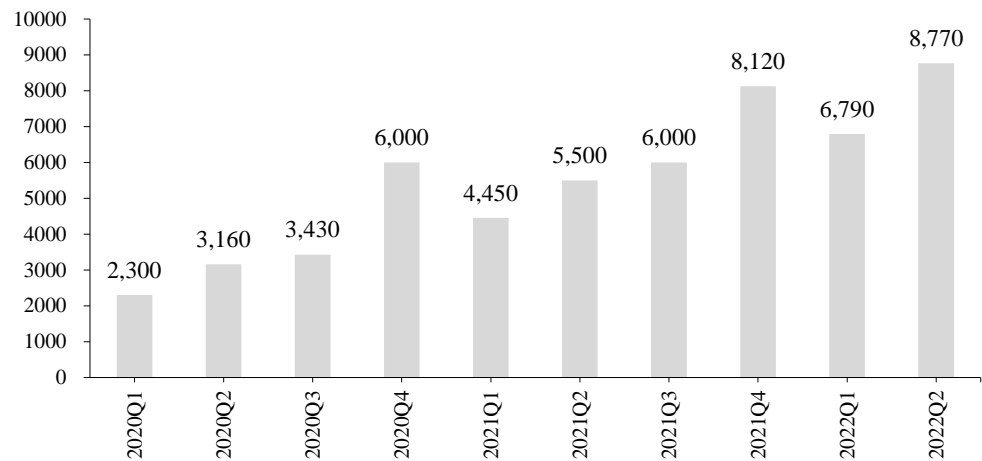
图6: 2022Q2 毛利率、净利率同比-2.7、-0.13pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**2022Q2 盈利能力基本维稳, Q3 有望环比提升。**公司 2022Q2 电池组件出货约 8.8GW, 同增 59%/环增 29%, 外销占比约为 64%, 分销占比 39%。2022Q2 硅料价格持续上涨, 组件单瓦毛利有所收缩。但人民币贬值带来汇兑收益, 单瓦净利整体维持稳定, 我们测算组件单瓦净利 0.1-0.12 元。我们预计 2022Q3 公司出货 10-11GW, 环增 20%左右, 且盈利向好, 原因: 1) 下半年美国出货继续提升, 盈利结构改善; 2) 2022Q3 胶膜等辅材价格下降, 毛利率企稳回升; 3) 新产能投放及一体化率提升带来成本降低。全年看, 公司 2022 年组件出货规划 35-40GW, 同增 60%左右, 盈利确定性较强, 我们预计 2023 年出货 55GW+, 叠加硅料降价, 有望量利双升。

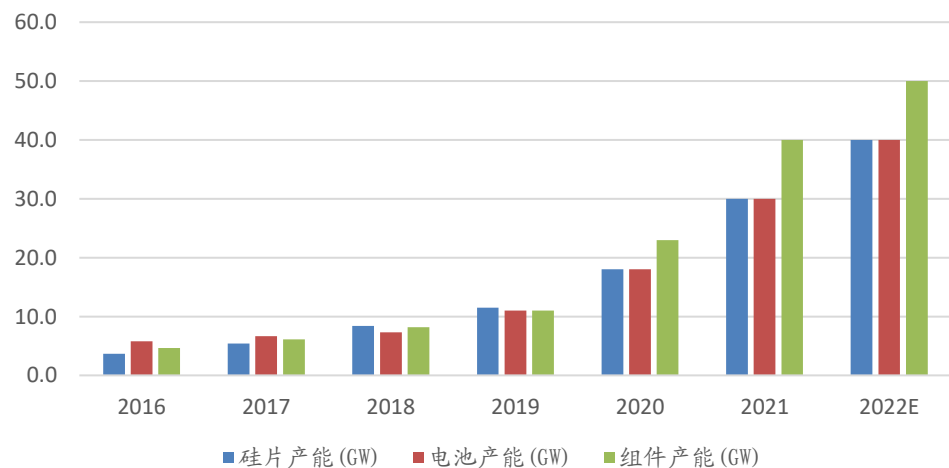
图7: 晶澳科技季度组件出货量 (MW)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**N型产能逐步落地、一体化程度不断加深。**截至2021年底公司硅片、电池、组件产能为30GW/30GW/40GW, 实现75%自供率。2022H1曲靖10GW拉晶及切片(曲靖20GW拉晶切片项目第二期)、越南3.5GW电池、义乌5GW电池、合肥2.5GW组件等项目顺利投产, 产能规模及一体化程度进一步扩大。国内规划的6.5GW TOPCon, 其中1.3GW预计2022年8月底投产, 剩余5GW于2023年春节前后投产, 2022年出货400MW左右。2023年另有曲靖扬州各10GW于2023H1投产, 预计2023年N型产能达26GW, 出货占比1/3, 快步迈入N型时代。

图8: 晶澳科技产能投放进度 (GW)



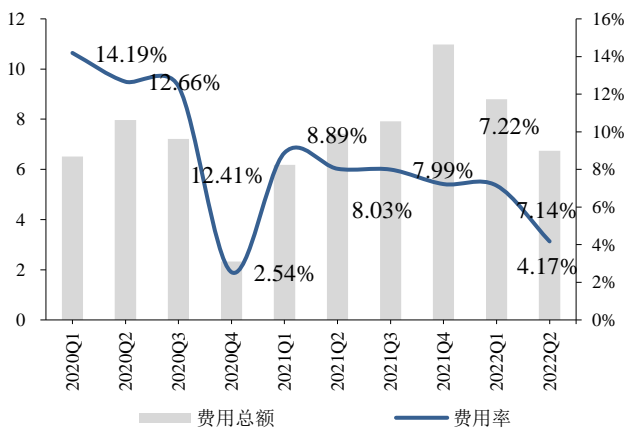
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**电站开发规模提升、逐步贡献增量。**2021年底公司在运的电站项目约350MW, 2022

年计划开发项目规模 700MW。2022H1 在运电站较少且公司新增管理人员，基本无业绩贡献，随 6 月 30 日并网后 2022H2 贡献发电收入，2022Q4 规划电站出售，稳步贡献利润。

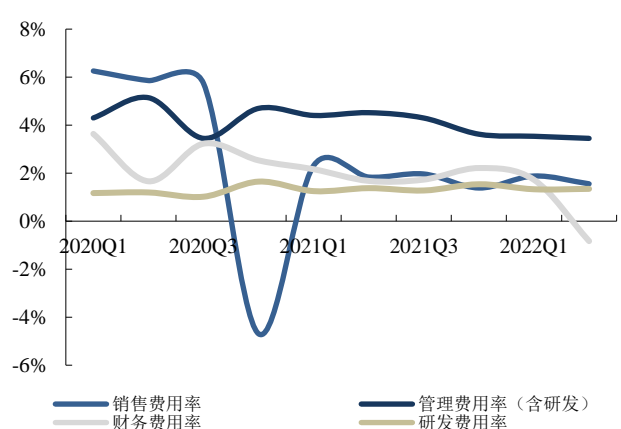
**期间费用控制能力强，2022H1 期间费用率有所下降。**公司 2022H1 期间费用同比增长 14.23%至 15.54 亿元，期间费用率下降 2.94 个百分点至 5.46%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 45.93%、上升 37.16%、上升 77.96%、下降 74.46%至 4.83 亿元、9.93 亿元、3.81 亿元、0.78 亿元；费用率分别下降 0.35、下降 0.98、上升 0.02、下降 1.61 个百分点至 1.70%、3.49%、1.34%、0.27%。公司 2022Q2 费用同比下降 9.16%至 6.74 亿元，期间费用率下降 3.86pct 至 4.17%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 48.10%、上升 33.43%、上升 70.97%、下降 186.64%至 2.51 亿元、5.57 亿元、2.17 亿元、-1.34 亿元；费用率分别下降 0.28、下降 1.07、下降 0.03、下降 2.51 个百分点至 1.56%、3.45%、1.35%、-0.83%。其中销售费用大幅增长主要系销售规模扩大，组件质保金和租赁费用等增加所致，财务费用大幅减少主要系汇率波动引起汇兑收益增加所致。

图9：2022Q2 期间费用 6.74 亿元，同比-9.16% (亿元，%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

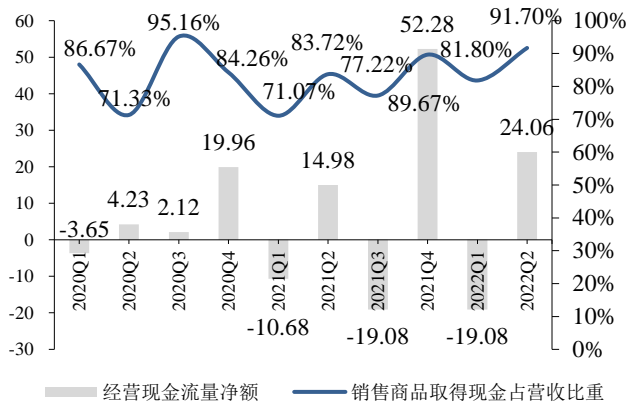
图10：2022Q2 期间费用率 4.17%，同比-3.86pct (%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

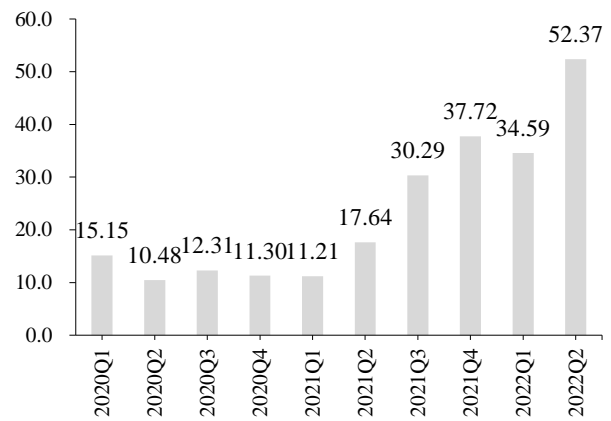
**现金流有所增长，合同负债大幅增加。**2022H1 经营活动现金流量净流入 4.98 亿元，同比增长 15.65%。销售商品取得现金 248.86 亿元，同比增长 96.31%。期末合同负债 52.37 亿元，比年初增长 38.83%。期末应收账款 70.45 亿元，较期初增长 14.1 亿元，应收账款周转天数上升 0.22 天至 40.09 天。期末存货 150.78 亿元，较期初上升 71.21 亿元；存货周转天数上升 17.83 天至 83.91 天。2022Q2 经营活动现金净流入 24.06 亿元，同比增长 60.60%。2022Q2 销售商品取得现金 148.07 亿元，同比增长 91.49%。2022Q2 期末存货 150.78 亿元，同比增长 79.05 亿元。

图11: 2022Q2 现金净流入 24.06 亿元, 同比+60.60% (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 2022Q2 期末合同负债 52.37 亿元, 同比+196.78% (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**盈利预测与投资评级:** 基于公司新技术占比提升改善出货结构, 新产能落地成本进一步降低, 我们上调公司盈利预测, 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 45.3/70.1/94.9 亿元 (前值为 45.3/61.0/78.2 亿元), 同增 122%/55%/35%。我们给予公司 2023 年 30 倍 PE, 对应目标价 89.4 元, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 竞争加剧, 政策不及预期等。



## 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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>31,629</b>	<b>57,571</b>	<b>71,695</b>	<b>89,857</b>	<b>营业总收入</b>	<b>41,302</b>	<b>68,572</b>	<b>96,640</b>	<b>122,443</b>
货币资金及交易性金融资产	13,219	21,891	30,363	41,910	营业成本(含金融类)	35,260	58,577	81,645	103,387
经营性应收款项	7,839	16,563	18,947	22,641	税金及附加	140	206	290	367
存货	7,957	14,444	16,776	18,411	销售费用	736	1,234	1,740	2,082
合同资产	69	480	483	490	管理费用	1,126	1,509	2,319	2,877
其他流动资产	2,544	4,193	5,125	6,405	研发费用	574	891	1,256	1,469
<b>非流动资产</b>	<b>25,338</b>	<b>30,251</b>	<b>38,537</b>	<b>49,438</b>	财务费用	813	906	1,286	1,299
长期股权投资	550	753	1,019	1,254	加:其他收益	216	343	483	612
固定资产及使用权资产	15,418	19,224	25,389	34,609	投资净收益	425	206	290	367
在建工程	4,186	4,831	6,245	7,188	公允价值变动	24	25	20	20
无形资产	1,047	1,254	1,412	1,586	减值损失	-625	-107	-127	-151
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	-92	-178	-242	-306
长期待摊费用	588	781	938	1,113	<b>营业利润</b>	<b>2,600</b>	<b>5,538</b>	<b>8,528</b>	<b>11,503</b>
其他非流动资产	3,550	3,409	3,534	3,687	营业外净收支	-174	-153	-194	-245
<b>资产总计</b>	<b>56,967</b>	<b>87,822</b>	<b>110,232</b>	<b>139,295</b>	<b>利润总额</b>	<b>2,426</b>	<b>5,385</b>	<b>8,334</b>	<b>11,258</b>
<b>流动负债</b>	<b>32,651</b>	<b>56,817</b>	<b>71,977</b>	<b>91,245</b>	减:所得税	338	700	1,083	1,464
短期借款及一年内到期的非流动负债	8,883	15,883	17,883	20,883	<b>净利润</b>	<b>2,088</b>	<b>4,685</b>	<b>7,251</b>	<b>9,794</b>
经营性应付款项	13,635	27,138	35,971	46,724	减:少数股东损益	50	159	239	304
合同负债	3,772	4,979	5,603	7,942	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,039</b>	<b>4,526</b>	<b>7,012</b>	<b>9,491</b>
其他流动负债	6,361	8,816	12,519	15,695	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.87	1.92	2.98	4.03
非流动负债	7,599	9,599	9,599	9,599	EBIT	3,665	6,155	9,390	12,259
长期借款	1,264	2,587	2,587	2,587	EBITDA	6,238	9,142	13,380	17,582
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	14.63	14.58	15.52	15.56
租赁负债	754	1,431	1,431	1,431	归母净利率(%)	4.94	6.60	7.26	7.75
其他非流动负债	5,581	5,581	5,581	5,581	收入增长率(%)	59.80	66.03	40.93	26.70
<b>负债合计</b>	<b>40,250</b>	<b>66,416</b>	<b>81,575</b>	<b>100,844</b>	归母净利润增长率(%)	35.31	121.99	54.95	35.34
归属母公司股东权益	16,494	21,023	28,036	37,526					
少数股东权益	223	383	621	925					
<b>所有者权益合计</b>	<b>16,718</b>	<b>21,406</b>	<b>28,657</b>	<b>38,451</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>56,967</b>	<b>87,822</b>	<b>110,232</b>	<b>139,295</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3,750	8,599	20,136	26,369	每股净资产(元)	10.31	13.12	17.49	23.41
投资活动现金流	-4,010	-8,129	-12,547	-16,556	最新发行在外股份(百万股)	2,354	2,354	2,354	2,354
筹资活动现金流	2,171	8,202	884	1,734	ROIC(%)	13.07	15.54	17.79	18.73
现金净增加额	1,800	8,671	8,473	11,547	ROE-摊薄(%)	12.36	21.53	25.01	25.29
折旧和摊销	2,573	2,987	3,990	5,322	资产负债率(%)	70.65	75.63	74.00	72.40
资本开支	-5,336	-8,081	-12,287	-16,360	P/E(现价&最新股本摊薄)	75.09	33.82	21.83	16.13
营运资本变动	-1,893	-913	4,735	7,755	P/B(现价)	6.31	4.96	3.72	2.78

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 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>

