

# 晶澳科技 (002459.SZ)

## 盈利能力保持稳定，发行可转债加速产能扩张

**买入**

### 核心观点

**收入利润显著提升。**公司上半年实现营业收入 284.69 亿元 (+75.81%)，实现归母净利润 17.02 亿元 (+138.64%)，实现扣非净利润 163.32 亿元 (+202.20%)。第二季度公司实现收入 161.48 亿元 (同比+74.84%，环比+31.06%)，实现归母净利润 9.52 亿元 (同比+71.22%，环比+26.93%)，实现扣非净利润 9.31 亿元 (同比+93.56%，环比+32.62%)。

**组件出货增速超过 50%。**2022 上半年公司实现组件出货 15.67GW，同比增长 55%。按季度来看，22Q1 组件出货 6.6GW，同比提升 47%；22Q2 组件出货 9.0GW，同比提升 58%。上半年海外出货量占比约 67%，分销渠道出货量占比约 39%。

**盈利能力稳定领先。**2022H1 公司单瓦净利 (归母净利润/组件出货量) 为 0.109 元/W，比 2021 年全年单瓦净利提升了 0.024 元/W。分季度来看，22Q2 单瓦净利 0.106 元/W，环比小幅下降 0.008 元/W。公司盈利能力仍保持在行业领先水平。

**产能稳步扩张，N 型 TOPCon 即将量产。**截至 2021 年底，公司硅片/电池/组件的产能分别约 32/32/40GW，规划到 2022 年底超过 40/40/50GW，2023 年底规划 60/60/75GW。新电池技术方面，目前在建的 N 型 TOPCon 电池产能为 6.5GW，预计在年底投产；另有 20GW 规划产能，预计明年投产。N 型电池组件的量产出货，有望进一步提升公司的单瓦盈利能力。

**拟公开发行 A 股可转换公司债券，推进一体化产能建设。**公司公告拟发行可转债，募集资金不超过 100 亿元，用于包头 20GW 拉晶切片项目、曲靖 10GW 电池和 5GW 组件项目、扬州 10GW 电池项目及补充流动资金。其中 20GW 电池项目为公司规划的 N 型 TOPCon 产能，计划于明年年内投产。

**风险提示：**光伏需求不达预期；市场竞争加剧；原材料成本下降不达预期；新技术推广进度不达预期；新产能投产不达预期；疫情与贸易摩擦风险

**投资建议：**上调盈利预测，维持“买入”评级。公司 2023 年产能扩张速度加快，叠加领先行业的单瓦盈利能力，业绩有望呈现高增长。我们预计 2022-2024 年归母净利润 44.3/60.6/74.8 亿元 (原预测为 43.1/57.6/73.0 亿元)，同比增速 117.3%/36.8%/23.4%，当前股价对应 PE 为 35.8/26.2/21.2x。维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	25,847	41,302	66,183	87,620	104,981
(+/-%)	22.2%	59.8%	60.2%	32.4%	19.8%
净利润 (百万元)	1507	2039	4431	6059	7479
(+/-%)	20.3%	35.3%	117.3%	36.8%	23.4%
每股收益 (元)	0.94	1.27	1.88	2.57	3.18
EBIT Margin	9.2%	8.4%	8.2%	8.2%	8.5%
净资产收益率 (ROE)	13.4%	13.2%	16.5%	15.1%	16.3%
市盈率 (PE)	71.4	52.9	35.8	26.2	21.2
EV/EBITDA	31.8	27.6	29.4	23.7	19.8
市净率 (PB)	7.25	6.45	4.13	3.63	3.16

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 电力设备·光伏设备

**证券分析师: 王蔚祺**

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn

S0980520080003

**联系人: 王昕宇**

021-60375422

wangxinyu6@guosen.com.cn

**证券分析师: 李恒源**

021-60875174

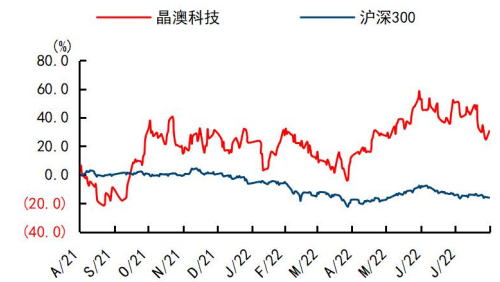
lihengyuan@guosen.com.cn

S0980520080009

#### 基础数据

投资评级	买入 (维持)
合理估值	
收盘价	67.43 元
总市值/流通市值	158730/72352 百万元
52 周最高价/最低价	103.00/54.91 元
近 3 个月日均成交额	1559.22 百万元

#### 市场走势



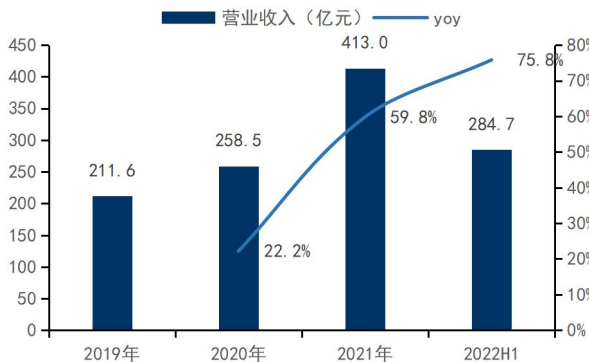
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《晶澳科技 (002459.SZ) - 垂直一体化稳健发展，组件盈利性行业领先》——2022-06-15

上半年收入利润显著提升。公司上半年实现营业收入 284.69 亿元 (+75.81%)，实现归母净利润 17.02 亿元(+138.64%)，实现扣非净利润 163.32 亿元(+202.20%)。第二季度公司实现收入 161.48 亿元（同比+74.84%，环比+31.06%），实现归母净利润 9.52 亿元（同比+71.22%，环比+26.93%），实现扣非净利润 9.31 亿元（同比+93.56%，环比+32.62%）。

图1：晶澳科技营业收入（亿元）及同比增速（右轴）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：晶澳科技单季营业收入（亿元）及同比增速（右轴）



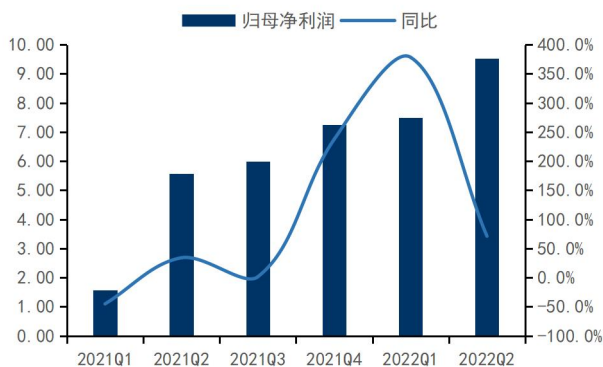
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：晶澳科技归母净利润（亿元）及同比增速（右轴）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

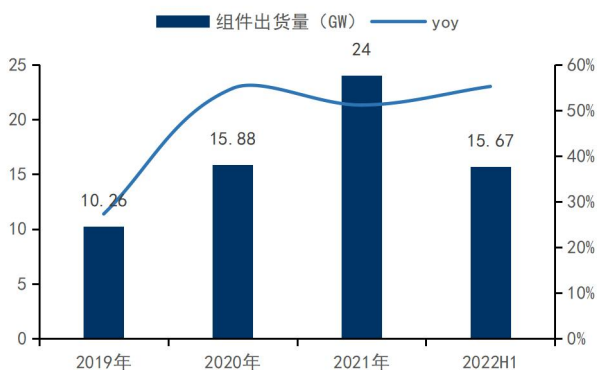
图4：晶澳科技单季归母净利润（亿元）及同比增速（右轴）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

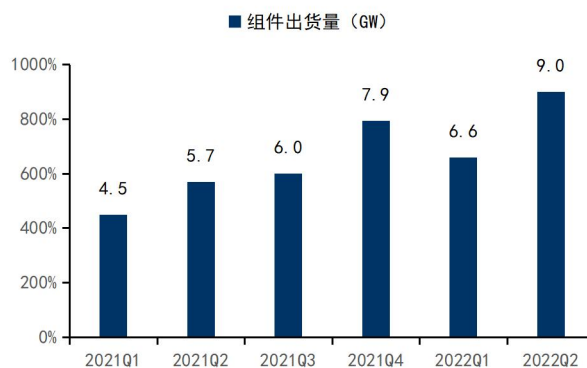
上半年组件出货 15.67GW，其中 22Q2 约 9GW。2022 上半年年公司实现组件出货 15.67GW，同比增长 55%。按季度来看，22Q1 组件出货 6.6GW，同比提升 47%；22Q2 组件出货 9.0GW，同比提升 58%。

图5: 晶澳科技历年组件销售量 (GW)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

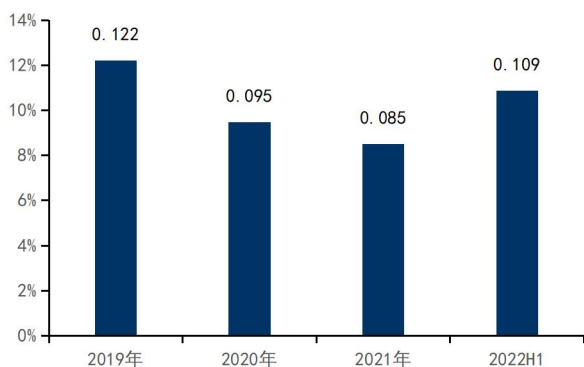
图6: 晶澳科技季度组件销售量 (GW)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

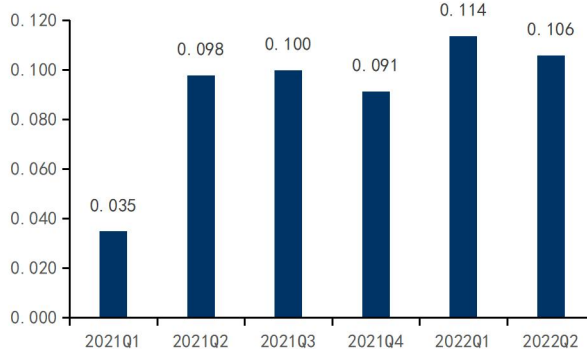
**盈利能力持续稳定。**2022H1 公司单瓦净利 (归母净利润/组件出货量) 为 0.109 元/W, 比 2021 年全年单瓦净利提升了 0.024 元/W。分季度来看, 22Q2 单瓦净利 0.106 元/W, 环比小幅下降 0.008 元/W。

图7: 晶澳科技组件单瓦净利 (元/W)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

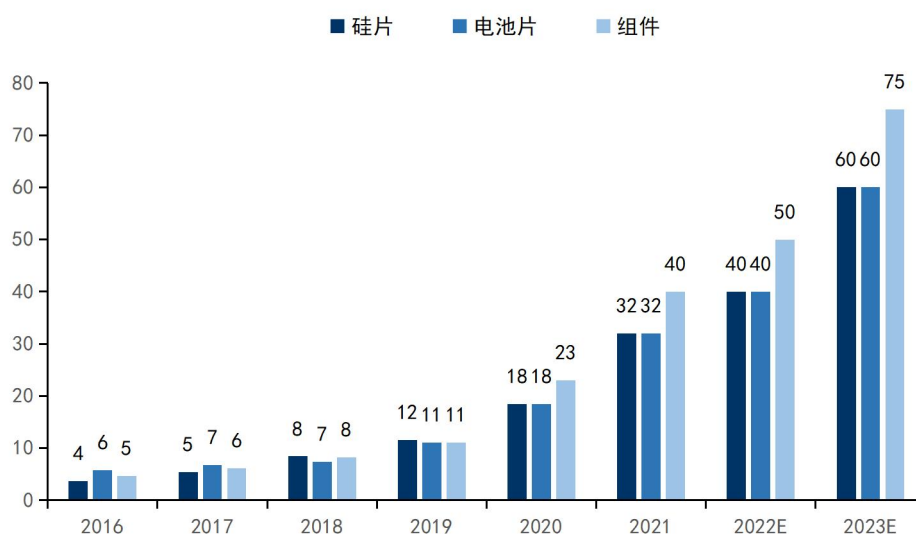
图8: 晶澳科技季度组件单瓦净利 (元/W)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

截至 2021 年底, 公司硅片/电池/组件的产能分别约 32/32/40GW, 规划到 2022 年底超过 40/40/50GW, 2023 年底规划 60/60/75GW。新电池技术方面, 目前在建的 N 型 TOPCon 电池产能为 6.5GW, 预计在年底投产; 另有 20GW 规划产能, 预计明年投产。

图9: 晶澳科技各环节年底产能 (GW)

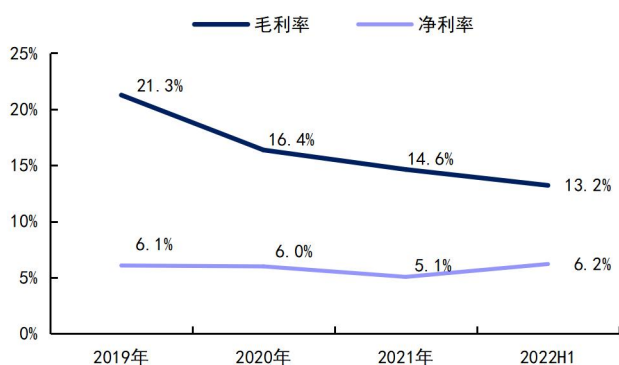


资料来源: 公司公告、公司官网, 国信证券经济研究所整理

2022H1 公司销售毛利率 13.2%，较 2021 年全年水平下降 1.4pct。主要有三方面原因；一是硅料价格上行，给组件毛利率带来压力；二是上半年存在一定的采购电池片需求，增加了整体成本；三是在疫情影响下，运费水平有所提升。未来这几方面因素都将取得改善。由于费用率有所下降，22H1 公司的净利率 6.2%，比 2021 全年提升了 1.1pct。

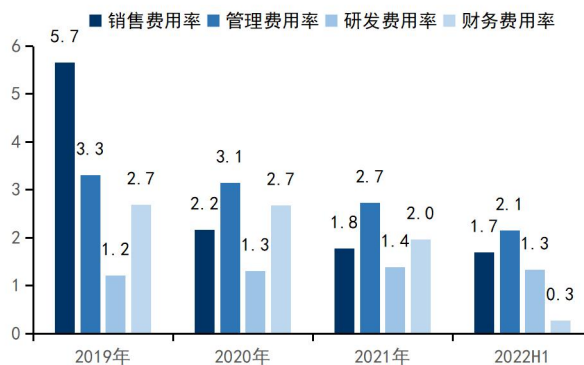
费用支出方面，上半年的费用率整体呈下降趋势，22H1 销售费用率 1.7%，比 2022 年全年降低 0.1pct；管理费用率 2.1%，较 2021 全年降低 0.6pct；财务费用率 0.3%，较 2021 全年降低 1.7pct。财务费用下降明显，主要是美元升值带来的汇兑收益，今年上半年公司取得汇兑收益 0.99 亿元，而 2021 全年的汇兑损失为 4.23 亿元。

图10: 晶澳科技毛利率和净利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 晶澳科技各项费用率 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2022H1 公司经营性净现金 4.98 亿元，同比提升 15.8%，其中 Q2 经营性净现金流 24.06 亿元，同比提升 60.6%。公司经营性现金流存在一定的季节性，一般四季度经营性流入最多。公司上半年保持着较高的投资性现金流出，而融资性现金流由

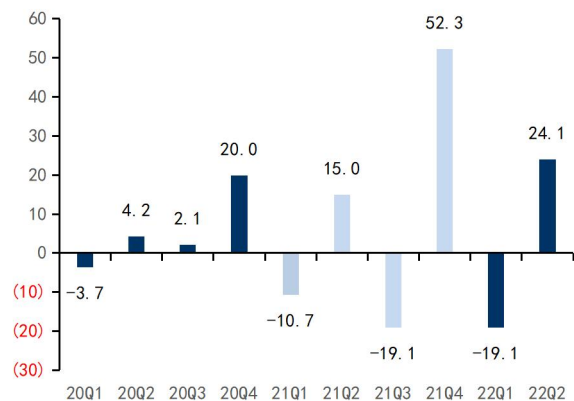
正转负。

图 12: 晶澳科技现金流情况 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 13: 晶澳科技季度经营性净现金流 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**拟公开发行 A 股可转换公司债券，推进一体化产能建设。**公司公告拟发行可转债，募集资金不超过 100 亿元，用于包头 20GW 拉晶切片项目、曲靖 10GW 电池和 5GW 组件项目”、扬州 10GW 电池项目”及补充流动资金。其中 20GW 电池项目为公司规划的 N 型 TOPCon 产能，计划于明年年内投产。

表 1: 公司可转债募投项目信息

序号	募集资金投资项目	项目投资总额 (亿元)	募集资金投入金额 (亿元)
1	包头晶澳 (三期) 20GW 拉晶、切片项目	58	27
2	年产 10GW 高效电池和 5GW 高效组件项目	54	28
3	年产 10GW 高效率太阳能电池片项目	26	15
4	补充流动资金	30	30

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

光伏行业高景气，未来 3-5 年复合增速有望达到 25%以上。晶澳科技 2023 年产能扩张速度加快，叠加领先行业的单瓦盈利能力，业绩有望呈现高增长。预计 2022/2023/2024 年出货量为 36.3/52.0/66.0GW，同比增速 51.0%/43.1%/26.9%。

表2: 主营业务拆分

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>组件业务</b>					
出货量 (GW)	14.8	24.1	36.3	52.0	66.0
增速	44.2%	62.7%	51.0%	43.1%	26.9%
收入 (百万元)	24028	39460	63591	83899	100535
增速	23.6%	64.2%	61.2%	31.9%	19.8%
毛利 (百万元)	3867	5583	8975	11605	14175
增速	-5.3%	44.4%	60.8%	29.3%	22.2%
毛利率	16.1%	14.1%	14.1%	13.8%	14.1%
单瓦毛利 (元)	0.26	0.23	0.25	0.22	0.21
<b>电站业务</b>					
收入 (百万元)	599	436	341	740	875
增速	-1.2%	-27.2%	-21.8%	116.8%	18.2%
毛利 (百万元)	-	-	198	414	473
增速	-	-	-24.4%	109.4%	14.0%
毛利率	-	-	58.0%	56.0%	54.0%
<b>合计</b>					
主营业务收入 (百万元)	24627	39897	63932	84639	101410
增速	22.9%	62.0%	60.2%	32.4%	19.8%
毛利 (亿元)	3867	5845	9173	12019	14648
增速	-5.3%	51.2%	57.0%	31.0%	21.9%
毛利率	15.7%	14.6%	14.3%	14.2%	14.4%

资料来源:公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

**投资建议:** 上调盈利预测, 维持“买入”评级。我们预计 2022-2024 年归母净利润 44.3/60.6/74.8 亿元 (原预测年为 43.1/57.6/73.0 亿元), 同比增速 117.3%/36.8%/23.4%, 当前股价对应 PE 为 35.8/26.2/21.2x。维持“买入”评级。

表3: 同类公司估值比较 (8月29日)

代码	简称	收盘价	EPS (元)			PE			PB	总市值 (亿元)
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E		
601012	隆基绿能	53.41	1.90	2.48	3.09	28.1	21.5	17.3	7.7	4,049
688599	天合光能	73.60	1.65	2.36	3.20	44.6	31.2	23.0	6.9	1,595
688223	晶科能源	17.44	0.28	0.53	0.61	61.8	32.9	28.6	7.1	1,744
002459	晶澳科技	67.43	1.88	2.57	3.18	35.8	26.2	21.2	6.8	1,587

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测 (隆基绿能预期 EPS 数据来自 Wind 一致预期)

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	9493	13219	38430	38708	42625	营业收入	25847	41302	66183	87620	104981
应收款项	3512	5635	9066	12003	14381	营业成本	21617	35260	56687	75177	89817
存货净额	4988	7957	14506	19204	23010	营业税金及附加	130	140	224	296	355
其他流动资产	2048	2880	4535	6014	7185	销售费用	560	736	1191	1577	1890
<b>流动资产合计</b>	<b>21473</b>	<b>31629</b>	<b>69355</b>	<b>79643</b>	<b>91616</b>	管理费用	812	1126	1721	2190	2520
固定资产	13230	18410	21836	27915	30984	研发费用	339	574	927	1227	1470
无形资产及其他	921	1047	1036	1024	1012	财务费用	691	813	296	352	418
其他长期资产	1454	5331	6618	7886	8398	投资收益	273	425	300	500	400
长期股权投资	220	550	600	650	700	资产减值及公允价值变动	(169)	(625)	(300)	(200)	(100)
<b>资产总计</b>	<b>37297</b>	<b>56967</b>	<b>99444</b>	<b>117117</b>	<b>132710</b>	其他收入	286	773	500	400	300
短期借款及交易性金融负债	5050	8883	15000	16000	17000	营业利润	1918	2600	5338	7300	9011
应付款项	9033	13635	20961	27829	33207	营业外净收支	(104)	(174)	0	0	0
其他流动负债	3352	6361	9785	12211	13648	<b>利润总额</b>	<b>1814</b>	<b>2426</b>	<b>5338</b>	<b>7300</b>	<b>9011</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>18565</b>	<b>32651</b>	<b>51702</b>	<b>63050</b>	<b>71203</b>	所得税费用	265	338	801	1095	1352
长期借款及应付债券	778	1264	2961	3979	4983	少数股东损益	42	50	107	146	180
其他长期负债	3115	6335	6335	6335	6335	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1507</b>	<b>2039</b>	<b>4431</b>	<b>6059</b>	<b>7479</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>3893</b>	<b>7599</b>	<b>9296</b>	<b>10314</b>	<b>11318</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>22458</b>	<b>40250</b>	<b>60998</b>	<b>73364</b>	<b>82521</b>	净利润	1507	2039	4431	6059	7479
少数股东权益	184	223	318	451	619	资产减值准备	(145)	(606)	(300)	(200)	(100)
股东权益	14656	16494	38129	43302	49569	折旧摊销	1707	1892	2040	2623	3243
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>37297</b>	<b>56967</b>	<b>99444</b>	<b>117117</b>	<b>132710</b>	公允价值变动损失	(25)	(24)	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	691	813	296	352	418
每股收益	0.94	1.27	1.88	2.57	3.18	营运资本变动	1704	3842	419	338	(903)
每股红利	0.20	0.16	0.38	0.51	0.64	其它	(2481)	(3393)	402	198	299
每股净资产	9.30	10.45	16.33	18.59	21.32	<b>经营活动现金流</b>	<b>2265</b>	<b>3750</b>	<b>6993</b>	<b>9019</b>	<b>10018</b>
ROIC	11%	13%	17%	18%	19%	资本开支	(3198)	(5421)	(5454)	(8690)	(6300)
ROE	13%	13%	16%	15%	16%	其它投资现金流	703	1411	(1038)	(817)	(163)
毛利率	16%	15%	14%	14%	14%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(2495)</b>	<b>(4010)</b>	<b>(6492)</b>	<b>(9507)</b>	<b>(6463)</b>
EBIT Margin	9%	8%	8%	8%	9%	权益性融资	5160	119	17455	0	0
EBITDA Margin	16%	13%	11%	11%	12%	负债净变化	(3289)	4893	7814	2018	2004
收入增长	22%	60%	60%	32%	20%	支付股利、利息	(18)	(2029)	(264)	(899)	(1224)
净利润增长率	20%	35%	117%	37%	23%	其它融资现金流	(1578)	4407	6117	1000	1000
资产负债率	60%	71%	61%	63%	62%	<b>融资活动现金流</b>	<b>1163</b>	<b>2171</b>	<b>24709</b>	<b>768</b>	<b>362</b>
息率	0.3%	0.2%	0.6%	0.8%	0.9%	<b>现金净变动</b>	<b>932</b>	<b>1911</b>	<b>25210</b>	<b>279</b>	<b>3917</b>
P/E	71.4	52.9	35.8	26.2	21.2	货币资金的期初余额	5721	9493	13219	38430	38708
P/B	7.2	6.5	4.1	3.6	3.2	货币资金的期末余额	9493	13219	38430	38708	42625
EV/EBITDA	31.8	27.6	29.4	23.7	19.8	企业自由现金流	2251	3297	1624	351	3630
						权益自由现金流	(1527)	7490	9186	2070	5279

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032