



买入（维持）

所属行业：电气设备/电源设备
当前价格(元)：62.50

证券分析师

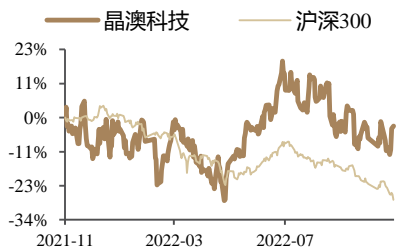
彭广春

资格编号：S0120522070001

邮箱：penggc@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.35	-0.96	-14.03
相对涨幅(%)	7.81	12.44	1.05

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《晶澳科技(002459) 2022 半年报点评：一体化布局优势明显，N 型产能将释放》，2022.9.6
- 《晶澳科技(002459.SZ)：老牌组件龙头，一体化稳健发展》，2021.7.26

晶澳科技(002459.SZ)：全球一体化组件企业，Q3 出货量高增

投资要点

- 事件：**公司前三季度实现营业收入 493.24 亿元，同比增长 89.00%，实现归母净利润 32.90 亿元，同比增长 150.66%，实现扣非归母净利润 32.41 亿元，同比增长 200.93%。分季度看，公司 Q3 实现归母净利润 15.87 亿元，同比增长 164.97%，实现扣非归母净利润 16.08 亿元，同比增长 199.65%。
- 公司毛利率环比提升明显，主要得益于组件交付价格环比略增。**公司 Q3 销售毛利率为 13.74%，环比提升 1.73pct。主要得益于组件交付价格环比略增，新签订单价格与市场价格持平。公司硅片、电池、组件各环节单瓦非硅成本略降，分别有约 1 分钱、2 分钱、3 分钱的下降，主要原材料上涨约 5 分钱，其他原材料略涨，原材料和非硅成本两者接近冲抵。预计未来随着硅料价格下降，硅片薄片化，公司有望降本增效，降低生产单耗，提升公司运营效率，增强盈利能力。
- 公司全球化布局，电池组件出货量再创历史新高。**公司持续加大全球市场布局，电池组件出货量和营业收入再创历史新高。今年前三季度，公司电池组件出货量 27.10GW（含自用 352.20MW），其中组件海外出货量占比约 64%，分销出货量占比约 37%。第三季度电池组件出货 11.43GW，海外组件出货占比 60%。根据公司规划，2023 年底组件产能将超过 75GW，硅片、电池产能是组件产能的 80% 左右。此外公司现有越南 4GW 一体化产能，明年产能将略有提升。
- N 型新产能释放有望推动未来业绩增长。**公司宁晋 1.3GW 的 n 型高效电池已投产在爬坡状态，共 3 条生产线，其中一条生产线采用 LP 的生产工艺，两条生产线采用 PE 生产工艺。自 9 月底投产后转换效率和生产良率提升较快。公司对产品质量要求严格，n 型产品质量的长期可靠性还在持续改进提升验证过程中。公司公开发行可转债申请获得证监会受理，拟募集资金 100 亿元，主要用于曲靖、扬州的各 10GW 的高效电池和包头 20GW 的大尺寸硅片项目。按照公司规划，2023 年底，公司 n 型高效电池产能将达 27GW，并规划了其他 n 型高效电池产能。公司仍将有部分电池外购以满足更多的 n 型高功率组件，预计明年 n 型高功率组件将占到公司组件出货的 30% 左右。
- 投资建议：**我们预计公司 2022-2024 归母净利润分别为 42.96/64.33/84.72 亿元，10 月 31 日对应 PE 为 34x/23x/17x。公司作为一体化组件企业，给予公司 2023 年 30 倍 PE，对应目标价 81.9 元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示：**产业链价格波动风险；国际贸易保护风险；行业政策变化风险。

股票数据

总股本(百万股)：	2,355.14
流通 A 股(百万股)：	1,074.31
52 周内股价区间(元)：	49.57-81.80
总市值(百万元)：	147,195.98
总资产(百万元)：	76,189.05
每股净资产(元)：	10.68

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	25,847	41,302	72,697	102,277	114,254
(+/-)YOY(%)	22.2%	59.8%	76.0%	40.7%	11.7%
净利润(百万元)	1,507	2,039	4,296	6,433	8,472
(+/-)YOY(%)	20.3%	35.3%	110.7%	49.8%	31.7%
全面摊薄 EPS(元)	0.64	0.87	1.82	2.73	3.60
毛利率(%)	16.4%	14.6%	14.9%	14.5%	15.7%
净资产收益率(%)	10.3%	12.4%	16.8%	20.4%	21.5%

资料来源：公司年报(2020-2021)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	1.28	1.82	2.73	3.60
每股净资产	10.31	10.83	13.38	16.71
每股经营现金流	2.34	2.03	7.80	3.41
每股股利	0.15	0.11	0.18	0.28
价值评估(倍)				
P/E	72.42	34.27	22.88	17.37
P/B	8.99	5.77	4.67	3.74
P/S	2.42	2.02	1.43	1.28
EV/EBITDA	23.40	18.11	12.55	10.02
股息率%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%
盈利能力指标(%)				
毛利率	14.6%	14.9%	14.5%	15.7%
净利润率	5.1%	6.1%	6.5%	7.6%
净资产收益率	12.4%	16.8%	20.4%	21.5%
资产回报率	3.6%	5.2%	6.2%	7.3%
投资回报率	11.4%	13.1%	15.1%	15.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	59.8%	76.0%	40.7%	11.7%
EBIT 增长率	46.8%	62.8%	39.7%	27.8%
净利润增长率	35.3%	110.7%	49.8%	31.7%
偿债能力指标				
资产负债率	70.7%	68.8%	69.4%	65.5%
流动比率	1.0	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.6	0.7	0.7	0.8
现金比率	0.4	0.3	0.5	0.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	39.9	47.1	45.4	45.1
存货周转天数	66.1	64.4	65.0	65.0
总资产周转率	0.7	0.9	1.0	1.0
固定资产周转率	2.9	3.8	4.6	4.4

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	2,039	4,296	6,433	8,472
少数股东损益	50	110	164	215
非现金支出	3,198	2,216	2,453	2,806
非经营收益	357	91	-103	-62
营运资金变动	-1,893	-1,926	9,428	-3,398
经营活动现金流	3,750	4,788	18,376	8,033
资产	-5,336	-7,715	-7,014	-7,504
投资	-256	-200	-222	-233
其他	1,582	564	928	1,010
投资活动现金流	-4,010	-7,351	-6,307	-6,726
债权募资	4,054	1,909	2,156	2,341
股权募资	66	4,968	0	0
其他	-1,950	-734	-992	-1,323
融资活动现金流	2,171	6,143	1,164	1,018
现金净流量	1,800	3,580	13,233	2,325

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2022 年 10 月 31 日
资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所

利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	41,302	72,697	102,277	114,254
营业成本	35,260	61,833	87,447	96,316
毛利率%	14.6%	14.9%	14.5%	15.7%
营业税金及附加	140	323	428	473
营业税金率%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	736	1,858	2,283	2,588
营业费用率%	1.8%	2.6%	2.2%	2.3%
管理费用	1,126	2,153	2,980	3,311
管理费用率%	2.7%	3.0%	2.9%	2.9%
研发费用	574	971	1,380	1,544
研发费用率%	1.4%	1.3%	1.3%	1.4%
EBIT	3,665	5,966	8,337	10,657
财务费用	813	885	1,022	924
财务费用率%	2.0%	1.2%	1.0%	0.8%
资产减值损失	-606	-276	-258	-281
投资收益	425	564	928	1,010
营业利润	2,600	5,197	7,733	10,189
营业外收支	-174	0	0	0
利润总额	2,426	5,197	7,733	10,189
EBITDA	6,238	7,907	10,532	13,182
所得税	338	791	1,136	1,502
有效所得税率%	13.9%	15.2%	14.7%	14.7%
少数股东损益	50	110	164	215
归属母公司所有者净利润	2,039	4,296	6,433	8,472

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	13,219	16,799	30,032	32,357
应收账款及应收票据	5,635	13,594	12,364	16,425
存货	7,957	14,164	17,417	17,354
其它流动资产	4,818	7,306	9,278	9,966
流动资产合计	31,629	51,862	69,091	76,102
长期股权投资	550	750	972	1,204
固定资产	14,225	18,924	22,348	25,779
在建工程	4,186	3,981	3,983	4,039
无形资产	1,047	1,284	1,471	1,664
非流动资产合计	25,338	30,864	35,396	40,053
资产总计	56,967	82,727	104,487	116,155
短期借款	7,592	9,001	10,657	12,448
应付票据及应付账款	13,635	23,961	30,458	29,352
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	11,424	15,825	22,752	25,147
流动负债合计	32,651	48,787	63,868	66,947
长期借款	1,264	1,764	2,264	2,814
其它长期负债	6,335	6,335	6,335	6,335
非流动负债合计	7,599	8,099	8,599	9,149
负债总计	40,250	56,886	72,467	76,096
实收资本	1,599	2,345	2,345	2,345
普通股股东权益	16,494	25,507	31,522	39,346
少数股东权益	223	333	498	713
负债和所有者权益合计	56,967	82,727	104,487	116,155

信息披露

分析师与研究助理简介

彭广春，同济大学工学硕士。曾任职于上汽集团技术中心动力电池系统部、安信证券研究中心、华创证券研究所，2019年新财富入围、水晶球第三，2022年加入德邦证券研究所，担任所长助理及电新首席。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
股票投资评级		买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级		优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。