

电气设备

2020年09月16日

晶澳科技 (002459)

——完善垂直一体化产能布局，硅料长单保障原材料供应

报告原因：有信息公布需要点评

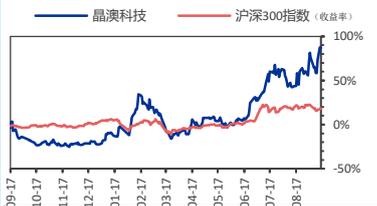
买入 (维持)

市场数据：	2020年09月15日
收盘价(元)	26.79
一年内最高/最低(元)	27.55/10.65
市净率	4.1
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	10367
上证指数/深证成指	3295.68/13143.46

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2020年06月30日
每股净资产(元)	6.47
资产负债率%	71.04
总股本/流通A股(百万)	1351/387
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

张雷 A0230519100003
zhanglei@swsresearch.com

研究支持

陈明雨 A0230120040001
chenmy@swsresearch.com
黄华栋 A0230120050002
huanghd@swsresearch.com

联系人

陈明雨
(8621)23297818×转
chenmy@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

事件：

- (1) 公司发布《关于投资建设公司一体化产能的公告》。公司拟对一体化产能进行扩建：1) 硅片产能方面，投资年产 1GW 拉晶及 5GW 切片项目与年产 20GW 拉晶及切片项目；2) 电池产能方面，投资年产 3.5GW 高效太阳能电池越南项目与年产 6GW 高效太阳能电池项目；3) 组件产能方面，投资年产 3.5GW 高功率组件越南项目。
- (2) 公司发布《关于签订战略合作买卖协议暨关联交易的公告》。公司下属全资子公司东海晶澳太阳能科技有限公司（以下简称“东海晶澳”）与新特能源股份有限公司（以下简称“新特能源”）签订《战略合作买卖协议书》，东海晶澳及其所属集团公司下其他公司计划于 2020 年 10 月至 2025 年 12 月期间向新特能源及其下属公司采购原生多晶硅 9.72 万吨，产品单价以月度议价方式进行确定，预计合同金额约为 91.37 亿元。

投资要点：

- **完善垂直一体化产能布局，越南高效电池及组件项目推动全球本土化产能扩张。**根据公司战略发展需求，公司拟对一体化产能进行扩建：1) 硅片产能方面，投资年产 1GW 拉晶及 5GW 切片项目与年产 20GW 拉晶及切片项目，预计投资额分别为 6.71 亿元、58.30 亿元；2) 电池产能方面，投资年产 3.5GW 高效太阳能电池越南项目与年产 6GW 高效太阳能电池项目，预计投资额分别为 14.70 亿元、17.20 亿元；3) 组件产能方面，投资年产 3.5GW 高功率组件越南项目，预计投资额为 7.00 亿元。项目的投资建设有利于公司垂直一体化的产业链布局，投产后能够有效提高高效产品的产能，提高公司产品竞争力与盈利能力，同时越南 3.5GW 高效电池及组件产能的建设完善了公司海外产能的布局。
- **签订硅料长单采购协议，保障原材料的稳定供应。**公司下属全资子公司东海晶澳与新特能源签订《战略合作买卖协议书》，东海晶澳及其所属集团公司下其他公司计划于 2020 年 10 月至 2025 年 12 月期间向新特能源及其下属公司采购原生多晶硅 9.72 万吨，产品单价以月度议价方式进行确定，以签订的当期合同执行确认单为准，预计合同金额约为 91.37 亿元。本次长单采购协议的签订，有利于保障公司原材料的稳定供应，抵御原材料供需波动风险，帮助公司维持稳定的盈利能力。
- **全球化生产销售，品牌渠道奠定领先地位。**公司积极布局全球，在国内外先后建设 12 处生产基地，并在海外 8 个国家设立销售子公司，建立了强大的品牌影响力和渠道优势。海外营收占比从 2016 年的 46.56% 快速提高到 2019 年的 71.72%，降低对国内市场的依赖性。根据 PV InfoLink 的统计，2019 年公司组件出货量 10.3GW，蝉联全球第二名。20H1 公司组件出货量为 5.46GW，同比增长 29.38%，其中海外组件出货量 3.91GW，海外组件出货占比 71.65%。
- **维持盈利预测，维持“买入”评级：公司是全球光伏电池组件龙头，垂直一体化布局优势显著。**暂不考虑定增带来的股本摊薄影响，我们维持公司盈利预测，预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 13.45、17.52、23.05 亿元，对应 EPS 分别为 1.00、1.30 和 1.71 元/股，对应估值分别为 27、21 和 16 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示：**组件价格低于预期；全球光伏需求低于预期。

财务数据及盈利预测

	2019	2020H1	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	21,155	10,884	25,029	31,269	39,406
同比增长率(%)	7.7	22.7	18.3	24.9	26.0
归母净利润(百万元)	1,252	701	1,345	1,752	2,305
同比增长率(%)	74.1	77.7	7.4	30.3	31.5
每股收益(元/股)	0.93	0.52	1.00	1.30	1.71
毛利率(%)	21.3	23.3	20.8	20.8	20.6
ROE(%)	15.7	8.0	14.3	15.7	17.1
市盈率	29		27	21	16

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

表 1：利润表（单位：百万元、元/股）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
一、营业总收入	357	19,649	21,155	25,029	31,269	39,406
其中：营业收入	357	19,649	21,155	25,029	31,269	39,406
其他类金融业务收入	0	0	0	0	0	0
二、营业总成本	369	18,726	19,517	23,275	29,070	36,500
其中：营业成本	275	15,947	16,658	19,827	24,761	31,269
其他类金融业务成本	0	0	0	0	0	0
税金及附加	6	126	137	150	188	236
销售费用	31	856	1,197	1,414	1,767	2,226
管理费用	46	777	699	1,001	1,251	1,497
研发费用	9	233	257	300	375	473
财务费用	2	362	569	583	729	798
加：其他收益	2	53	94	20	20	20
投资收益	23	15	-116	24	24	24
净敞口套期收益	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	42	0	0	0
信用减值损失（损失以“-”填列）	0	0	36	-98	-23	-30
资产减值损失（损失以“-”填列）	-0	-425	-0	0	0	0
资产处置收益	-0	8	-26	0	0	0
汇兑收益及其他	0	0	-0	-5	0	0
三、营业利润	13	999	1,669	1,695	2,220	2,919
加：营业外收入	5	83	22	50	40	40
减：营业外支出	1	52	80	50	50	50
四、利润总额	18	1,030	1,611	1,695	2,210	2,909
减：所得税	-4	283	327	316	413	545
五、净利润	22	746	1,284	1,379	1,797	2,364
持续经营净利润	22	746	1,284	1,379	1,797	2,364
终止经营净利润	0	0	0	0	0	0
少数股东损益	0	27	32	34	45	59
归属于母公司所有者的净利润	22	719	1,252	1,345	1,752	2,305
六、其他综合收益的税后净额	-0	5	11	11	11	11
七、综合收益总额	22	751	1,295	1,390	1,808	2,375
归属于母公司所有者的综合收益总额	22	724	1,263	1,356	1,763	2,316
八、基本每股收益	0.06	0.75	0.93	1.00	1.30	1.71
全面摊薄每股收益	0.02	0.53	0.93	1.00	1.30	1.71

资料来源：wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swsresearch.com
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。