

## 电气设备

2020 年 11 月 03 日

## 晶澳科技 (002459)

——业绩超市场预期，推进垂直一体化布局

报告原因：有业绩公布需要点评

买入（维持）

**市场数据：** 2020 年 11 月 02 日  
 收盘价（元） 42.15  
 一年内最高/最低（元） 43.59/10.65  
 市净率 4.7  
 息率（分红/股价） -  
 流通 A 股市值（百万元） 16383  
 上证指数/深证成指 3225.12/13420.96  
 注：“息率”以最近一年已公布分红计算

**基础数据：** 2020 年 09 月 30 日  
 每股净资产（元） 9.06  
 资产负债率% 60.95  
 总股本/流通 A 股（百万） 1595/389  
 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  
zhanqlei@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：

- 公司发布 2020 年第三季度报告。2020 年前三季度，公司实现营业收入 166.95 亿元，同比增长 23.51%；实现归母净利润 12.91 亿元，同比增长 85.29%。2020 年第三季度，实现营业收入 58.11 亿元，同比增长 24.99%；实现归母净利润 5.90 亿元，同比增长 95.12%。

## 投资要点：

- **业绩超市场预期，组件业务量利齐增。**2020 年前三季度，公司实现营业收入 166.95 亿元，同比增长 23.51%；实现归母净利润 12.91 亿元，同比增长 85.29%。2020 年第三季度，实现营业收入 58.11 亿元，同比增长 24.99%；实现归母净利润 5.90 亿元，同比增长 95.12%。公司业绩增长主要得益于两个因素，一是公司光伏组件产品出货量同比增加；二是公司发挥垂直一体化优势，持续推动科技创新提升了产品盈利能力。
- **垂直一体化布局叠加科技创新推动公司持续降本增效。**公司通过技术创新带动产品迭代，有序扩张高效产能。拉晶环节，新建曲靖 2GW、包头 2.6GW 项目顺利投产；电池环节，公司宁晋三四车间 3.6GW 高效电池升级项目有序推进；组件环节，新建合肥 1.5GW、扬州 4GW 项目陆续投产。此外，公司于义乌投资建设的 10GW 电池和 10GW 组件项目目前正按计划推进中。公司在持续发挥规模化量产优势的同时，通过一锅多棒、切片细线化、大尺寸、Percium+、半片等技术工艺升级，不断降低各环节生产成本。
- **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，生产基地遍布我国 7 个省市和马来西亚、越南 2 个海外国家，在海外拥有 13 个销售公司，销售和服务网络遍布全球 135 个国家和地区。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%。
- **上调盈利预测，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。**考虑到光伏行业景气度持续提升，公司组件出货量有望超预期。我们上调公司盈利预测，预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 17.62、23.51、31.11 亿元（上调前分别为 13.45、17.52、23.05 亿元），对应 EPS 分别为 1.10、1.47 和 1.95 元/股，对应估值分别为 38、29 和 22 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	20Q1-Q3	2020E	2021E	2022E
营业总收入（百万元）	21,155	16,695	23,649	30,869	44,146
同比增长率（%）	7.7	23.5	11.8	30.5	43.0
归母净利润（百万元）	1,252	1,291	1,762	2,351	3,111
同比增长率（%）	74.1	85.3	40.8	33.4	32.3
每股收益（元/股）	0.93	0.81	1.10	1.47	1.95
毛利率（%）	21.3	22.5	23.5	23.1	21.8
ROE（%）	15.7	8.9	11.7	13.5	15.2
市盈率	54		38	29	22

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

## 财务摘要

百万元, 百万股	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	19,649	21,155	23,649	30,869	44,146
其中: 营业收入	19,649	21,155	23,649	30,869	44,146
减: 营业成本	15,947	16,658	18,093	23,729	34,535
减: 税金及附加	126	137	142	185	265
主营业务利润	3,576	4,361	5,414	6,955	9,346
减: 销售费用	856	1,197	1,336	1,729	2,428
减: 管理费用	777	699	946	1,235	1,722
减: 研发费用	233	257	284	370	530
减: 财务费用	362	569	541	641	702
经营性利润	1,348	1,638	2,307	2,980	3,964
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	0	36	-93	-27	-49
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-425	0	0	0	0
加: 投资收益及其他	76	-6	39	45	43
营业利润	999	1,669	2,253	2,998	3,959
加: 营业外净收入	31	-57	-30	-30	-30
利润总额	1,030	1,611	2,223	2,968	3,929
减: 所得税	283	327	416	556	738
净利润	746	1,284	1,807	2,411	3,191
少数股东损益	27	32	45	60	80
归属于母公司所有者的净利润	719	1,252	1,762	2,351	3,111
全面摊薄总股本	953	1,342	1,595	1,595	1,595
每股收益 (元)	0.75	0.93	1.10	1.47	1.95

资料来源: 公司公告, 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](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://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。