

晶澳科技 (002459.SZ)

深厚内功优势尽显，单瓦盈利继续领跑

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	41,302	72,989	92,405	115,968	149,366
增长率 yoy (%)	59.8	76.7	26.6	25.5	28.8
归母净利润(百万元)	2,039	5,533	9,189	11,804	15,656
增长率 yoy (%)	35.3	171.4	66.1	28.5	32.6
ROE (%)	12.5	18.4	23.8	23.7	24.1
EPS 最新摊薄(元)	0.87	2.35	3.90	5.01	6.64
P/E (倍)	63.0	23.2	14.0	10.9	8.2
P/B (倍)	7.8	4.7	3.6	2.7	2.1

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

事件: 2023 年 4 月 26 日公司披露 2023 年一季度报, 报告期内公司实现营业收入 204.8 亿元, 同比增长 66.23%; 实现归属上市公司股东净利润 25.82 亿元, 同比增长 244.45%, 单季度实现毛利率 19.11%, 同比/环比上升 4.32/1.54 个 pct, 净利率 13.12%, 同比/环比上升 6.84/4.06 个 pct, 表现符合预期。

一体化龙头优势尽显, 组件盈利继续领先。 报告期内, 公司电池组件出货量 11.70GW (含自用 152MW), 其中组件海外出货量占比约 58%, 分销出货量占比约 30%。结合公司的硅片、电池片产能规划与爬坡进度, 我们预计公司一季度有效一体化率可覆盖组件出货, 高收益欧美地区出货提升叠加硅料成本震荡下行以及组件期货属性收益, 支撑产品盈利维持高位运行, 在扣除投资收益、政府补贴后, 我们测算公司一季度组件单瓦净利约 0.2 元, 继续领跑行业。

龙头强者恒强, N 型产品加速落地。 产能扩产规划合理以及光伏产业链一体化程度提升的“内功修炼”是公司盈利重要的护城河。报告期内, 公司在鄂尔多斯高新区投建年产 20GW 硅片、30GW 电池项目, 邢台 5GW 组件项目顺利投产, 各大在建项目稳步推进, 2023 年底硅片、电池一体化率有望达 90%, 抵御产业链价格波动风险。面对当下 N 型产品的景气行情, 公司积极推进宁夏、扬州、曲靖等地的 N 型产能落地, 我们预计公司从二季度开始实现大规模 N 型组件出货, 全年出货有望占比 30%, 结合行业内各家厂商的产能规划及进度, 我们认为有效、高质量的 N 型产品供给将在 2023 年内持续紧缺, 领先、可靠的 N 型 TOPCon 产能将有望全年享受价格、盈利溢价红利。

投资建议: 预计公司 2023-2025 年实现营业收入分别为 924.05 亿元、1159.68 亿元和 1493.66 亿元, 实现归母净利润分别为 91.89 亿元、118.04 亿元、156.56 亿元, 同比增长 66.1%、28.5%、32.6%。对应 EPS 分别为 3.90、5.01、6.64, 当前股价对应的 PE 倍数分别为 14X、11X、8X, 维持“增持”评级。

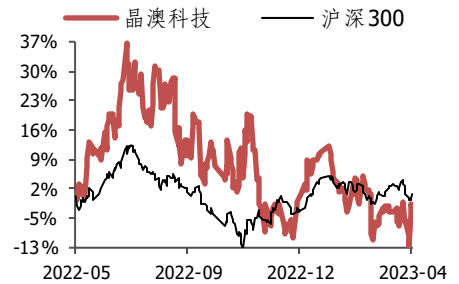
风险提示: 下游需求不及预期; 行业竞争加剧; 在建项目进展不及预期; 上游原材料价格上涨; 新技术开发不及预期等。

增持 (维持评级)

股票信息

行业	电力设备及新能源
2023 年 4 月 28 日收盘价 (元)	40.39
总市值 (百万元)	133,266.96
流通市值 (百万元)	132,550.30
总股本 (百万股)	3,299.50
流通股本 (百万股)	3,281.76
近 3 月日均成交额 (百万元)	978.59

股价走势



作者

分析师 于夕朦

执业证书编号: S1070520030003

邮箱: yuximeng@cgws.com

联系人 吴念峻

执业证书编号: S1070122070011

邮箱: wunianjun@cgws.com

联系人 于振洋

执业证书编号: S1070122080010

邮箱: yuzhenyang@cgws.com

相关研究

1、《一体化优势尽显, 龙头阿尔法属性持续增强》2023-03-24

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	31629	38156	51906	57151	85605
现金	13219	12183	18834	19467	30466
应收票据及应收账款	5635	8496	11411	13126	20000
其他应收款	737	660	1563	910	3073
预付账款	1783	2551	3090	3892	5163
存货	7957	11909	14542	17462	24263
其他流动资产	2298	2356	2467	2294	2640
非流动资产	25338	34193	38660	43850	51620
长期投资	550	774	1066	1381	1720
固定资产	14226	21452	25755	30362	37307
无形资产	1047	1356	1548	1661	1783
其他非流动资产	9515	10611	10291	10446	10810
资产总计	56967	72349	90565	101001	137225
流动负债	32651	34997	44248	43917	65107
短期借款	7592	1787	4690	3238	2500
应付票据及应付账款	13635	18573	25081	27085	41280
其他流动负债	11424	14637	14477	13594	21328
非流动负债	7599	7188	7484	7071	7065
长期借款	1264	1777	1611	1429	1307
其他非流动负债	6335	5411	5873	5642	5758
负债合计	40250	42185	51732	50988	72172
少数股东权益	223	2659	2705	2741	2772
股本	1599	2356	3299	3299	3299
资本公积	9025	13949	13007	13007	13007
留存收益	6067	11348	19254	29659	43425
归属母公司股东权益	16494	27505	36128	47273	62280
负债和股东权益	56967	72349	90565	101001	137225

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3750	8186	13268	11925	25297
净利润	2088	5540	9235	11840	15687
折旧摊销	2259	2792	3004	3412	4405
财务费用	813	-529	411	362	928
投资损失	-425	-317	-339	-360	-339
营运资金变动	-1893	-1484	848	-3492	4446
其他经营现金流	909	2185	109	163	170
投资活动现金流	-4010	-7215	-7244	-8461	-12061
资本支出	5421	7753	7380	8187	11886
长期投资	-356	-179	-292	-315	-339
其他投资现金流	1767	717	427	41	164
筹资活动现金流	2171	-1476	626	-2830	-2237
短期借款	2961	-5805	2903	-1451	-738
长期借款	486	513	-166	-182	-121
普通股增加	4	757	943	0	0
资本公积增加	144	4924	-943	0	0
其他筹资现金流	-1425	-1865	-2110	-1197	-1377
现金净增加额	1800	-410	6650	633	10999

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	41302	72989	92405	115968	149366
营业成本	35260	62205	77435	96949	124273
营业税金及附加	140	242	361	410	535
营业费用	736	1050	1247	1766	2147
管理费用	1126	1708	2172	2866	3566
研发费用	574	1007	1294	1612	2076
财务费用	813	-529	411	362	928
资产减值损失	-606	-1109	-924	-1319	-1913
其他收益	216	343	244	268	285
公允价值变动收益	24	-199	-50	-75	-108
投资净收益	425	317	339	360	339
资产处置收益	-92	-158	-110	-120	-129
营业利润	2600	6468	10835	13810	18196
营业外收入	33	50	39	41	43
营业外支出	207	200	182	197	193
利润总额	2426	6317	10692	13654	18046
所得税	338	778	1456	1814	2359
净利润	2088	5540	9235	11840	15687
少数股东损益	50	7	46	36	31
归属母公司净利润	2039	5533	9189	11804	15656
EBITDA	4831	8969	13552	16848	21984
EPS (元/股)	0.87	2.35	3.90	5.01	6.64

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	59.8	76.7	26.6	25.5	28.8
营业利润 (%)	35.6	148.7	67.5	27.5	31.8
归属母公司净利润 (%)	35.3	171.4	66.1	28.5	32.6
获利能力					
毛利率 (%)	14.6	14.8	16.2	16.4	16.8
净利率 (%)	5.1	7.6	10.0	10.2	10.5
ROE (%)	12.5	18.4	23.8	23.7	24.1
ROIC (%)	7.2	15.0	19.6	20.9	21.8
偿债能力					
资产负债率 (%)	70.7	58.3	57.1	50.5	52.6
净负债比率 (%)	7.5	-12.2	-21.7	-21.9	-34.7
流动比率	1.0	1.1	1.2	1.3	1.3
速动比率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.1	1.1	1.2	1.3
应收账款周转率	9.0	10.4	9.7	10.1	9.9
应付账款周转率	6.7	11.6	9.2	10.4	9.8
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.87	2.35	3.90	5.01	6.64
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.59	3.47	5.63	5.06	10.74
每股净资产 (最新摊薄)	7.00	11.67	15.33	20.06	26.43
估值比率					
P/E	63.0	23.2	14.0	10.9	8.2
P/B	7.8	4.7	3.6	2.7	2.1
EV/EBITDA	37.5	19.9	12.8	10.2	7.3

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层
邮编：200126
传真：021-31829681
网址：<http://www.cqws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层
邮编：100044
传真：86-10-88366686