

太阳能

爱旭股份（600732.SH）

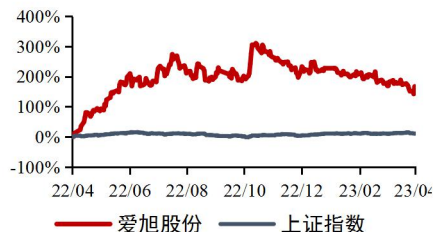
买入-A(维持)

Q1 业绩符合预期，ABC 即将进入业绩兑现期

2023 年 4 月 27 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



数据来源：最闻

市场数据：2023 年 4 月 27 日

收盘价(元):	30.85
年内最高/最低(元):	51.22/10.49
流通 A 股/总股本(亿):	11.39/13.03
流通 A 股市值(亿):	351.32
总市值(亿):	401.87

数据来源：最闻

基础数据：2023 年 3 月 31 日

基本每股收益:	0.54
摊薄每股收益:	0.54
每股净资产(元):	7.50
净资产收益率:	7.18

分析师:

肖索

执业登记编码: S0760522030006

邮箱: xiaosuo@sxzq.com

研究助理:

贾惠琳

邮箱: jiahuilin@sxzq.com

➤ **事件:** 4 月 26 日, 爱旭股份发布 2023 年一季报, 一季度实现营收 77.5 亿元, YOY-1.0%; 实现归母净利润 7.0 亿元, YOY+208.8%, 符合预期。

➤ 2023 年一季度, 公司毛利率为 18.1% (YOY+10.7pct), 较 2022 年平均水平提升 4.4pct; 归母净利润率为 9.1% (YOY+6.2pct), 较 2022 年平均水平提升 2.5pct, 环比 Q4 略有下滑主要是因为今年 1 月份硅料价格大幅波动, 公司 1 月达产率有所波动影响, 展望 Q2 公司电池片盈利能力稳中有升。

➤ **电池片盈利约 7-8 分/W, ABC 即将进入业绩兑现期。**我们预估公司一季度出货 8.5-9GW, 平均单瓦盈利约 7-8 分。基于珠海斗门区统计局数据, 1-2 月爱旭珠海基地实现产值 12.3 亿元, 估算一季度 ABC 电池片产出约 500MW 以上, 但实际由于组件端产能瓶颈, ABC 在 Q1 确认的收入较少。随 Q2 珠海 6.5GW 的 ABC 电池片和组件满产, 预计三季度 ABC 将实现 GW 以上的终端出货, 利润贡献有望自 Q3 开始持续超预期。

➤ **研发投入行业领先, 在手订单饱满。**一季度公司研发费用 3.7 亿元 (YOY+62.6%), 对应单瓦费用约 4 分, 处于行业内较高水平。一季度销售费用 0.3 亿元 (YOY+146%), 主要是 ABC 新产品推广费用增加。一季度末合同负债 10.3 亿元 (YOY+149.5%), 反应了公司在手订单充足且增速较快, 行业景气度持续上行。

➤ **ABC 新技术产能按计划推进, 股份回购彰显信心。**一季度, 公司在建工程 29.1 亿元 (YOY+61.2%), 体现了新基地建设投资按计划推进。公司今年新签约义乌 30GW 和济南 30GW 电池片组件一体化项目。义乌项目将于今年内投产 15GW, 济南项目首期 10GW 将于 2024 年开工。至 2023 年底, 公司将形成 25GW (珠海 10GW+义乌 15GW) 的高效背接触电池+组件一体化产能, 优质产能的释放有望带来量利齐升。此外, 公司公告了股份回购计划, 回购价格不超过人民币 40 元/股, 回购资金将用于股权激励, 有利于公司完善人才激励机制, 兼顾各方利益, 并彰显了对未来发展的信心。

投资建议

➤ 我们预计公司 2023 年-2025 年归母净利润分别为 36.3 亿元、55.2 亿元、71.0 亿元, 相当于 2023 年 11.2 倍的动态市盈率, 维持“买入-A”的投资评级。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1





风险提示

➤ ABC 技术产能投产不及预期；光伏行业需求不及预期；利润分配预案尚未提交股东大会审议。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15,471	35,075	43,569	53,469	69,720
YoY(%)	60.1	126.7	24.2	22.7	30.4
净利润(百万元)	-126	2,328	3,630	5,522	7,100
YoY(%)	-115.6	1954.3	55.9	52.1	28.6
毛利率(%)	5.6	13.7	18.7	19.1	19.1
EPS(摊薄/元)	-0.10	1.79	2.79	4.24	5.45
ROE(%)	-2.1	25.7	30.3	32.2	29.8
P/E(倍)	-323.6	17.5	11.2	7.4	5.7
P/B(倍)	8.0	4.5	3.4	2.4	1.7
净利率(%)	-0.8	6.6	8.3	10.3	10.2

数据来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总
资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	7422	10238	9717	16173	20442
现金	2707	5650	1405	7093	9571
应收票据及应收账款	1052	1177	2174	1939	3424
预付账款	986	1326	2026	3915	2423
存货	2188	1527	3536	2643	4408
其他流动资产	489	558	576	583	616
非流动资产	10478	14452	15602	18877	20095
长期投资	5	3	2	1	2
固定资产	8809	10121	11224	14306	15509
无形资产	389	605	695	802	891
其他非流动资产	1276	3723	3682	3768	3693
资产总计	17900	24690	25319	35050	40537
流动负债	9656	10870	8888	13539	12749
短期借款	1330	654	100	1000	2000
应付票据及应付账款	6452	7269	6907	10394	8409
其他流动负债	1874	2946	1881	2145	2340
非流动负债	2662	4761	4459	4369	3957
长期借款	1004	2005	1703	1613	1201
其他非流动负债	1658	2756	2756	2756	2756
负债合计	12318	15631	13346	17908	16705
少数股东权益	500	0	0	0	0
股本	2036	1302	1823	1823	1823
资本公积	1597	3998	3477	3477	3477
留存收益	1449	3777	6857	11579	17607
归属母公司股东权益	5082	9059	11973	17142	23832
负债和股东权益	17900	24690	25319	35050	40537

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	459	5229	1160	10393	5947
净利润	-116	2329	3630	5522	7100
折旧摊销	807	1008	1071	1381	1726
财务费用	260	255	549	629	759
投资损失	-32	39	-1	1	1
营运资金变动	-50	2385	-4057	2899	-3606
其他经营现金流	-411	-786	-32	-39	-33
投资活动现金流	-982	-4597	-2189	-4618	-2912
筹资活动现金流	212	1592	-3216	-88	-556
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.10	1.79	2.79	4.24	5.45
每股经营现金流(最新摊薄)	0.35	4.01	0.89	7.98	4.57
每股净资产(最新摊薄)	3.90	6.95	9.19	13.16	18.30

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	15471	35075	43569	53469	69720
营业成本	14606	30260	35439	43254	56410
营业税金及附加	16	52	65	53	70
营业费用	34	56	70	86	119
管理费用	292	517	642	787	1046
研发费用	649	1378	1786	2139	2789
财务费用	260	255	549	629	759
资产减值损失	-39	-288	-793	-214	-279
公允价值变动收益	-7	105	32	39	33
投资净收益	32	-39	1	-1	-1
营业利润	-207	2488	4323	6523	8381
营业外收入	1	6	3	3	2
营业外支出	39	21	30	29	30
利润总额	-245	2473	4296	6497	8353
所得税	-129	144	666	975	1253
税后利润	-116	2329	3630	5522	7100
少数股东损益	10	0	0	0	0
归属母公司净利润	-126	2328	3630	5522	7100
EBITDA	628	3483	5345	7839	9966

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	60.1	126.7	24.2	22.7	30.4
营业利润(%)	-121.9	1301.4	73.8	50.9	28.5
归属于母公司净利润(%)	-115.6	1954.3	55.9	52.1	28.6
获利能力					
毛利率(%)	5.6	13.7	18.7	19.1	19.1
净利率(%)	-0.8	6.6	8.3	10.3	10.2
ROE(%)	-2.1	25.7	30.3	32.2	29.8
ROIC(%)	-0.9	16.9	24.4	26.3	24.9
偿债能力					
资产负债率(%)	68.8	63.3	52.7	51.1	41.2
流动比率	0.8	0.9	1.1	1.2	1.6
速动比率	0.4	0.6	0.4	0.7	1.0
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.6	1.7	1.8	1.8
应收账款周转率	23.4	31.5	26.0	26.0	26.0
应付账款周转率	3.5	4.4	5.0	5.0	6.0
估值比率					
P/E	-323.6	17.5	11.2	7.4	5.7
P/B	8.0	4.5	3.4	2.4	1.7
EV/EBITDA	93.5	16.1	10.9	6.8	5.2

数据来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

