

ST 新梅 (600732) 点评

2019 年 08 月 02 日

证券分析师 曾朵红

执业证号: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

重组方案过会，电池龙头起航 买入（维持）

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	157	6,565	9,466	13,034
同比 (%)	241.2%	4088.9%	44.2%	37.7%
归母净利润 (百万元)	16	766	1,066	1,323
同比 (%)	-73.8%	4687.4%	39.2%	24.1%
每股收益 (元/股)	0.04	0.42	0.58	0.72
P/E (倍)	217.66	18.64	13.39	10.79

投资要点

- ST 新梅重组通过:** 8 月 1 日晚，公司公告发行股份购买资产事项获有条件通过，自 8 月 2 日（星期五）开市起复牌。本次交易拟置出/入资产作价分别 5.17/58.85 亿元，53.68 亿元差额以发行股份方式进行，价格 3.88 元/股，数量预计 13.84 亿股，发行后总股本 18.3 亿股，按现价 7.8 元测算发行后市值约 143 亿元。发行前，新达浦宏拥有 22.05% 股权，为控股股东，发行后，控股股东变更为陈刚及其一致行动人，合计持股约 41.22%。
- 爱旭上半年盈利能力超预期，现金流持续增长且高于利润:** 7 月 17 日公布的草案修订稿更新爱旭 19 年 1-5 月营收为 23.52 亿元，同增 45%；净利润 3.70 亿元，扣非后净利润 3.35 亿元，同比大幅增长 941%。单晶 PERC 电池毛利率达 25.24%。经营活动产生的现金流量净额 8.26 亿元，持续增加且大于利润。
- 非硅成本快速下降至 0.253 元/W。** 19 年 1-5 月自产自销实际单位成本为 0.766 元/W，其中硅片成本 0.513 元/W、非硅成本 0.253 元/W。由于义乌一期 18 年底满产运行且转换效率持续提升，非硅成本降幅较大，由 18 年 0.3 元/W 降至 19 年 5 月底的 0.253 元/W。
- 技改、产能建设持续推进。** 截至 19 年 5 月底，佛山技改已完成，全部产线均生产 PERC 单晶电池，产能 1.6GW。加上义乌一期 3.8GW 产能，合计产能为 5.4GW。1-5 月，电池出货量 2.38GW（单晶 PERC+普通单晶，自产自销+委托加工）。天津一期 3.8GW 高效电池基地的建设进展顺利，主体建筑基本完工，设备、生产人员等各项准备也陆续到位，预计 19 年 9 月按期投产。义乌二期 3.8GW 高效电池基地已开始建设，预计 20 年 4 月按期投产。届时总产能达 13GW。
- 业绩承诺彰显信心:** 公司承诺在 19-21 年度分别实现扣非归母净利润不低于 4.75 亿元/6.68 亿元/8.00 亿元，同比分别增长 86.6%/40.6%/19.8%，不足将由各个主要股东出资补偿，彰显公司对业绩增长的信心。
- 盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 19-21 年归母净利润分别为 7.66/10.66/13.23 亿，分别同增 4687.4%/39.2%/24.1%，对应 EPS 分别为 0.42/0.58/0.72 元，对应现价 PE 分别 19/13/11 倍。考虑到爱旭全球高效电池片领军企业的市场地位，以及随着 PERC 产能释放、成本持续下降，业绩将进入快速增长期，给予 19 年 25 倍 PE，目标价 10.5 元，维持“买入”评级。
- 风险提示:** 竞争加剧，光伏政策超预期变化，技术路线超预期切换等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.80
一年最低/最高价	3.31/8.25
市净率(倍)	7.6
流通 A 股市值(百万元)	3481.76

基础数据

每股净资产(元)	1.03
资产负债率(%)	19.80
总股本(百万股)	446.38
流通 A 股(百万股)	446.38

相关研究

1、《ST 新梅 (600732): 电池龙头标的, PERC 硬核担当》
2019-04-24

1、事件：

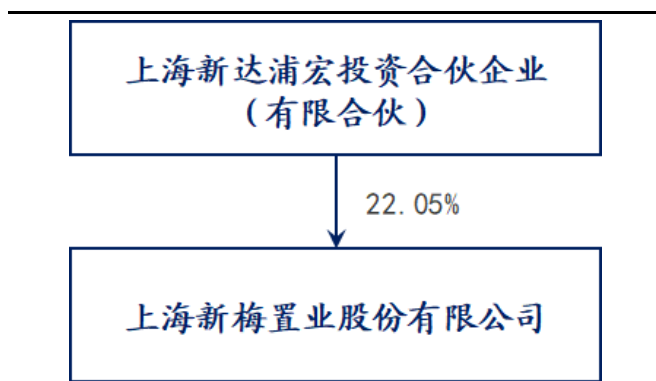
8月1日晚，公司公告发行股份购买资产事项获有条件通过，自8月2日（星期五）开市起复牌。日前，公司公告了《重大资产置换及发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》。

2、方案内容与点评：

本次交易拟置出资产作价为 5.17 亿元，拟置入资产作价为 58.85 亿元，差额以发行股份方式进行。置换差额为 53.68 亿元，由上市公司以发行股份的方式向爱旭科技的全体股东购买。发行价格为 3.88 元/股，数量预计为 13.84 亿股。发行后总股本 18.3 亿股，按现价 7.8 元测算发行后市值约 143 亿元。

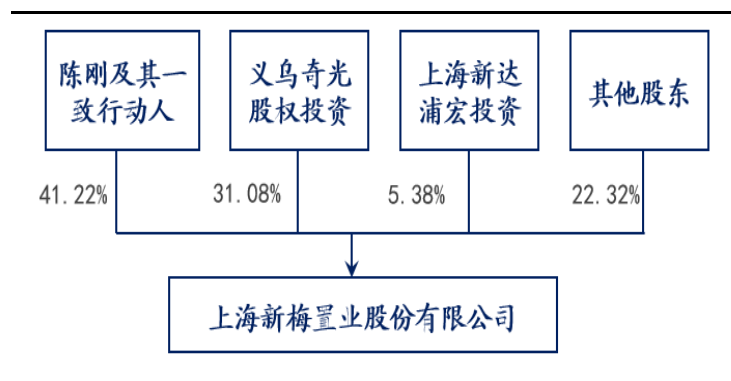
陈刚及其一致行动人将成公司新控股股东。本次发行前，新达浦宏拥有 ST 新梅 22.05% 股权，为公司控股股东，发行后控股股东变更为陈刚及其一致行动人，合计持股约 41.22%（陈刚 35.50%、一致行动人天创海河基金 3.89%，一致行动人珠海横琴嘉时 1.82%）。

图表 1：本次交易前 ST 新梅股权结构



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图表 2：本次交易后重组公司股权结构



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

业绩承诺彰显信心。爱旭科技原有股东承诺，19/20/21 年度实现扣非归母净利润不低于 4.75/6.68/8.00 亿元，分别同增 86.6%/40.6%/19.8%，实际盈利不足将由各个主要股东出资补偿，凸显了公司大股东对业绩增长的信心。

图表 3：业绩承诺情况

	历史业绩 (亿元)		业绩承诺 (亿元)		
	2017	2018	2019	2020	2021
预案 (0108)					
扣非归母净利润	0.91	2.56	4.38	7.40	9.00
YOY		182.8%	70.8%	68.9%	21.6%
预案 (二次修订, 0321)					
扣非归母净利润	0.91	2.56	4.38	7.00	8.00
YOY		182.8%	70.8%	59.8%	14.3%
报告书草案 (0423)					
扣非归母净利润	0.91	2.55	4.75	6.68	8.00
YOY		180.5%	86.6%	40.6%	19.8%
报告书草案修订稿 (0717)					
扣非归母净利润	0.91	2.55	4.75	6.68	8.00
YOY		180.5%	86.6%	40.6%	19.8%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

爱旭 2019 年上半年盈利能力超预期，利润大幅增长，现金流持续增长且高于利润。2019 年 1-5 月营收 23.52 亿元，同增 45%；净利润 3.70 亿元，扣非后净利润 3.35 亿元，同比大幅增长 941%。单晶 PERC 电池毛利率达 25.24%。经营活动产生的现金流量净额 8.26 亿元，持续增加且大于利润。

图表 4：合并利润表摘要（单位：万元）

项目	2019 年 1-5 月	2018 年度	2017 年度	2016 年度
营业收入	235,213.61	410,818.50	197,499.70	157,809.62
营业成本	174,215.15	337,237.26	162,746.47	127,834.95
期间费用	21,318.93	45,652.48	27,722.49	14,284.96
营业利润	43,409.85	42,154.85	11,511.10	10,258.45
利润总额	43,400.27	39,588.44	11,476.06	11,634.57
净利润	37,005.21	34,505.83	10,569.18	9,906.08
归属于母公司所有者的净利润	37,005.21	34,505.83	10,569.18	9,906.08

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图表 5：合并现金流量表摘要（单位：万元）

项目	2019 年 1—5 月	2018 年度	2017 年度	2016 年度
经营活动产生的现金流量净额	82,559.51	97,732.81	21,908.23	12,121.81
投资活动产生的现金流量净额	-119,686.10	-73,896.13	-143,684.90	-9,218.42
筹资活动产生的现金流量净额	15,240.64	-2,614.98	127,368.61	-2,439.97
汇率变动对现金及现金等价物的影响	157.38	110.18	-153.68	13.40
期初现金及现金等价物余额	29,381.70	8,049.82	2,611.56	2,134.74
期末现金及现金等价物余额	7,653.13	29,381.70	8,049.82	2,611.56

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

非硅成本下降快于预期，2019 年 1-5 月义乌一期非硅成本仅 0.253 元/W。2019 年

1-5月，自产自销实际单位成本为0.766元/W，低于此前预测的单位成本0.769元/W。从结构看，预测单位成本构成中硅片成本为0.486元/W、非硅成本为0.283元/W，实际单位成本构成中硅片成本为0.513元/W、非硅成本为0.253元/W。由于义乌一期2018年末满产运行且转换效率持续提升，非硅成本降幅较大，单晶PERC的非硅成本由2018年度的0.300元/W下降至2019年1-5月的0.253元/W。

图表6：各类产品非硅成本（单位：元/W）

项目	2019年1-5月	2018年度	2017年度	2016年度
多晶太阳能电池片	-	0.336	0.340	0.337
单晶太阳能电池片	0.325	0.320	0.325	0.336
PERC单晶太阳能电池片	0.253	0.300	0.320	-

说明：2019年1-5月常规单晶电池片非硅成本较高，是由于2019年初在多晶生产线改造为单晶PERC过程中试生产的少量常规单晶产品。

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图表7：1-5月经营情况

类别	项目	自产自销	受托加工	合计
实际数据	销售收入（万元）	227,447.28	7,626.52	235,073.80
	销售成本（万元）	170,147.89	4,043.18	174,191.07
	销售数量（MW）	2,221.95	160.01	2,381.96
	单位收入（元/W）	1.024	0.477	
	单位成本（元/W）	0.766	0.253	
	毛利率	25.19%	46.99%	25.90%
预测数据	销售收入（万元）	193,563.61	13,396.29	206,959.89
	销售成本（万元）	152,989.87	8,014.92	161,004.79
	销售数量（MW）	1,988.71	294.04	2,282.75
	单位收入（元/W）	0.973	0.456	
	单位成本（元/W）	0.769	0.273	
	毛利率	20.96%	40.17%	22.20%
	销售数量对毛利的影响（万元）	4,758.64	-2,452.96	2,305.67
	单位收入对毛利的影响（万元）	11,181.81	336.61	11,518.42
	单位成本对毛利的影响（万元）	785.19	318.34	1,103.53
	对毛利影响合计（万元）	16,725.64	-1,798.02	14,927.62

注：2019年1-5月的数据未经审计。

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

技改、产能建设持续推进。截至19年5月底，佛山技改已完成，全部产线均生产

PERC 单晶电池，产能 1.6GW。加上义乌一期 3.8GW 产能，合计产能为 5.4GW。1-5 月，电池出货量 2.38GW（单晶 PERC+普通单晶，自产自销+委托加工）。天津一期 3.8GW 高效电池基地的建设进展顺利，主体建筑基本完工，设备、生产人员等各项准备也陆续到位，预计 19 年 9 月按期投产。义乌二期 3.8GW 高效电池基地已开始建设，预计 20 年 4 月按期投产。届时总产能达 13GW。

图表 8：产能推进情况

基地位置	计划	2018	2018.2	2019	2020	2021	预计投产	备注
义乌	义乌一期	2.65	3.80	3.80	3.80	3.80		2019.2 义乌扩产已完成，新产线
	义乌二期				3.80	3.80	2020.4	双面 perc，新产线；已开建，预计 2020.4 完工
天津	天津一期			3.80	3.80	3.80	2019.9	双面 perc；主体完工，设备、人员陆续到位
佛山		1.35	1.60	1.60	1.60	1.60		2019.2 佛山改造已完成，全部生产 PERC 单晶
合计产能		4.00	5.40	9.20	13.00	13.00		
计划书公告产量		3.09		6.61	12.33	14.23		
产能利用率		68.67%		71.41%	94.62%			

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

技术研发人员达 530 人，较 18 年末增加 193 人。截至 2019 年 5 月 31 日，爱旭科技共有员工 3202 人，其中技术研发人员 520 人，占员工总数的 16.24%，其中大部分研发人员具有本科及以上学历。公司产线技术全部来自于企业的自主开发和工艺改进。

302 项 PERC 技术专利，数量持续增加，形成全方位保护。截至 2019 年 5 月 31 日，爱旭科技已获授权专利 456 项，与 PERC 技术相关专利 302 项（发明专利 19 项，实用新型专利 102 项，外观设计专利 181 项）。其中，2018 年以来申请的专利共计 97 项（17 件已经取得授权）。

图表 9：公司技术研发人员学历构成

学历	人数	占比
硕士及以上	40	11.89%
本科	310	54.19%
大专	170	33.92%
合计	520	100.00%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图表 10：公司技术储备情况

序号	核心技术	成熟程度	技术来源
1	太阳能电池电镀电极技术	技术储备	自主研发
2	黑硅电池技术	技术储备	自主研发
3	N 型隧道氧化物钝化接触（TOPCON）电池技术	技术储备	自主研发
4	异质结太阳能电池（HIT）技术	技术储备	自主研发
5	全背接触电池（IBC）技术	技术储备	自主研发

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

3、盈利预测与投资建议

基于爱旭 2019Q4 完成交易、2019 年开始并表的假设，考虑公司 19 年起全部产能转为单晶 PERC，产能不断增长，19-21 年出货量分别达 7.23/12/17.6GW，假设 PERC 电池价格逐年下降，19-21 年价格分别 1.06/0.91/0.85 元/W（税前），同时公司硅料成本与非硅成本继续下降，自产 PERC 电池毛利率分别为 21%/20.5%/19.1%。预计 19-20 年公司营收分别 65.65/94.66/130.34 亿元，同比分别+59.8%/+44.2%/+37.7%。

图表 11：随着新产能放量爱旭营收毛利高速增长

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
单晶 PERC 电池					
主营业务收入 (亿元)	3.78	31.40	63.75	92.61	127.88
主营业务成本 (亿元)	3.01	25.15	50.36	73.65	103.41
出货量 (MW)	0.21	2.85	6.78	11.50	17.00
平均售价 (税前, 元/W)	2.13	1.29	1.06	0.91	0.85
平均售价 (税后, 元/W)	1.82	1.10	0.94	0.81	0.75
平均成本 (元/W)	1.45	0.88	0.74	0.64	0.61
毛利率	20.4%	19.9%	21.0%	20.5%	19.1%
转换效率	21.56%	22.04%	22.65%	22.70%	23.00%
每片电池对应的功率 (W)	5.30	5.42	5.57	5.58	5.65
硅片成本 (元/W)	1.13	0.58	0.49	0.43	0.41
非硅成本 (元/W)	0.32	0.30	0.25	0.21	0.20
受托加工					
主营业务收入 (亿元)	1.30	1.31	1.90	2.05	2.46
主营业务成本 (亿元)	0.90	0.86	1.10	1.06	1.19
出货量 (GW)	0.27	0.27	0.45	0.50	0.60
平均售价 (元/W)	0.55	0.39	0.42	0.41	0.41
平均成本 (元/W)	0.33	0.32	0.25	0.21	0.20
毛利率	39.5%	18.0%	41.9%	48.3%	51.7%
多晶电池					
主营业务收入 (亿元)	6.67	4.65			
主营业务成本 (亿元)	5.68	4.34			
常规单晶电池					
主营业务收入 (亿元)	7.80	3.67			
主营业务成本 (亿元)	6.49	3.33			
总计					
营收(亿元)	19.75	41.08	65.65	94.66	130.34

YOY	25.2%	108.0%	59.8%	44.2%	37.7%
成本(亿元)	16.27	33.72	51.46	74.71	104.60
毛利率	17.60%	17.91%	21.61%	21.08%	19.75%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 12：2019 年 1-5 月，6 月，下半年业绩预测

	1-5月	6月	7-12月	2019
自产自销				
主营业务收入(亿元)	22.74	4.72	36.28	63.75
主营业务成本(亿元)	17.01	3.40	29.94	50.36
出货量(GW)	2.22	0.46	4.10	6.78
平均售价(税前, 元/W)	1.16	1.16	1.00	1.06
平均售价(税后, 元/W)	1.02	1.03	0.88	0.94
平均成本(元/W)	0.77	0.74	0.73	0.74
毛利率	25.2%	27.9%	17.5%	21.0%
硅片成本(元/W)	0.513	0.50	0.49	0.49
非硅成本(元/W)	0.25	0.24	0.24	0.25
硅片单价(元/片)	2.76	2.75	2.75	2.75
受托加工				
主营业务收入(亿元)	0.76	0.18	0.95	1.90
主营业务成本(亿元)	0.40	0.10	0.60	1.10
出货量(GW)	0.16	0.04	0.25	0.45
平均售价(元/W)	0.48	0.46	0.38	0.42
平均成本(元/W)	0.25	0.24	0.24	0.25
毛利率	47.0%	47.2%	36.8%	41.9%
总计				
营收(亿元)	23.51	4.91	37.23	65.65
成本(亿元)	17.42	3.50	30.54	51.46
毛利率	25.9%	28.6%	18.0%	21.6%
期间费用(亿元)	2.13	0.45	3.39	5.97
费用率	9.1%	9.1%	9.1%	9.1%
所得税率	14.7%	14.7%	14.7%	14.7%
净利润(亿元)	3.70	0.82	3.14	7.66
净利率	15.7%	16.7%	8.4%	11.7%
每瓦的净利(元/W)	0.17	0.18	0.08	0.11

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

我们预计公司 19-21 年归母净利润分别 7.66/10.66/13.23 亿，分别同增 4687.4%/39.2%/24.1%，对应 EPS 分别 0.42/0.58/0.72 元，对应现价 PE 分别 19/13/11 倍。考虑到爱旭全球高效电池片领军企业的市场地位，以及随着 PERC 产能释放、成本持续下降，业绩将进入快速增长期，给予 19 年 25 倍 PE，目标价 10.5 元，维持“买入”评级。

4、风险提示

1) **竞争加剧**。光伏电池行业竞争者较多，产能扩产旺盛，若竞争进一步加剧，将对公司的盈利能力产生影响。

2 光伏政策超预期变化。光伏行业的市场空间和补贴受政策影响,若政策超预期变化,光伏企业的盈利空间将被压缩,从而影响公司的经营业绩。

3 技术路径超预期切换。公司电池产能单晶 PERC 占比高,目前量产高效电池的技术路径以单晶 PERC 为主,如果技术路径发生超预期变化,可能会对公司产生不利影响。

ST 新梅三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	258	4,440	4,705	7,510	营业收入	157	6,565	9,466	13,034
现金	195	2,235	3,643	4,051	减:营业成本	75	5,146	7,471	10,460
应收账款	4	172	81	267	营业税金及附加	31	0	0	0
存货	43	986	508	1,584	营业费用	6	46	66	91
其他流动资产	15	1,048	472	1,609	管理费用	17	473	682	938
非流动资产	330	2,405	2,547	2,719	财务费用	-2	83	78	73
长期股权投资	0	200	200	200	资产减值损失	-0	0	0	0
固定资产	4	1,641	1,745	1,874	加:投资净收益	0	81	80	80
无形资产	0	237	275	318	其他收益	0	0	0	0
其他非流动资产	326	327	327	327	营业利润	30	898	1,250	1,551
资产总计	588	6,844	7,252	10,229	加:营业外净收支	0	0	0	0
流动负债	100	3,157	2,704	4,635	利润总额	30	898	1,250	1,551
短期借款	0	1,000	1,500	1,400	减:所得税费用	11	132	184	228
应付账款	17	498	249	797	少数股东损益	3	0	0	0
其他流动负债	84	1,659	955	2,438	归属母公司净利润	16	766	1,066	1,323
非流动负债	0	1,050	844	568	EBIT	28	981	1,328	1,624
长期借款	0	1,050	844	568	EBITDA	36	1,065	1,507	1,834
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	100	4,207	3,549	5,203	重要财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	22	22	22	22	每股收益(元)	0.04	0.42	0.58	0.72
归属母公司股东权益	466	2,616	3,682	5,005	每股净资产(元)	1.04	1.43	2.01	2.73
负债和股东权益	588	6,844	7,252	10,229	发行在外股份(百万股)	446	1830	1830	1830
					ROIC(%)	3.9%	17.0%	18.0%	19.1%
					ROE(%)	4.0%	29.0%	28.8%	26.3%
					毛利率(%)	51.9%	21.6%	21.1%	19.7%
					销售净利率(%)	10.2%	11.7%	11.3%	10.2%
					资产负债率(%)	17.0%	61.5%	48.9%	50.9%
					收入增长率(%)	241.2%	4088.9%	44.2%	37.7%
					净利润增长率(%)	-73.8%	4687.4%	39.2%	24.1%
					P/E	217.66	18.64	13.39	10.79
					P/B	7.47	5.46	3.88	2.85
					EV/EBITDA	393.27	13.50	8.80	6.81

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

