

# 2020 年年报点评：大尺寸先驱，盈利能力拾级而上

2021 年 03 月 17 日

买入（维持）

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001  
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证号：S0600520070006  
15111833381

chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 黄钰豪

huangyh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	9,664	20,354	28,499	32,950
同比（%）	59.2%	110.6%	40.0%	15.6%
归母净利润（百万元）	805	1,549	2,345	3,074
同比（%）	37.6%	92.3%	51.4%	31.1%
每股收益（元/股）	0.40	0.76	1.15	1.51
P/E（倍）	30.49	15.85	10.47	7.99

## 投资要点

- **20 年公司归母净利润 8.05 亿元，同比+37.63%，符合我们的预期，Q4 归母净利润 4.31 亿元，同比大增 394.22%：**公司 20 年实现营业收入 96.64 亿元，同比增长 59.23%；实现归属母公司净利润 8.05 亿元，同比增长 37.63%。20Q4 实现营业收入 34.08 亿元，同比增长 80.94%，环比上升 33.06%；实现归属母公司净利润 4.31 亿元，同比上升 394.22%，环比上升 81.68%。公司 20 年归母净利润大幅增长主要是由于出货量同比大幅提升。
- **出货环比持续高增，盈利能力逐季提升：**全年出货 13.16GW，同比+94.1%，对应 20 年平均单瓦净利润 0.042 元/W，同比下降 58.3%。其中，Q4 出货 4.28GW，同比增长+79.1%，环比+16.9%，Q4 单瓦盈利 0.07 元/W，环比+25.33%，同比+300.35%；20 年出货高增主要在于公司新产能快速释放及全球市占率快速提高。从盈利能力来看，20 年单瓦盈利下降主要是受上半年拖累，下半年单瓦盈利快速修复主要是由于：1) 下半年全球装机旺季，供需偏紧；2) 新产能释放；3) 大尺寸比例再提升；4) 银浆成本环比 Q3 下降。5) 精细化管理。
- **研发能力强劲，转换效率领跑行业：**公司持续加大研发投入，加强 HJT、TOPCON、IBC、HBC、叠层电池等新型电池技术研发。20 年公司研发费用投入 3.80 亿元，同比增长 72.73%。2020 年末，公司累计申请专利 1000 余项，获得授权专利 590 项，其中授权发明专利 76 项。公司电池产品平均光电转换效率达到 23.3%，领先行业 22.8%的平均水平。
- **产能扩张完成，大尺寸领跑行业：**2020 年下半年，天津二期、义乌三、四、五期等一系列大尺寸电池产能项目陆续开工、建设、投产。截至 2020 年末，公司电池有效产能约 22gw。我们预计 21 年公司电池出货 30gw 左右，其中大尺寸出货 15gw，领跑行业。
- **大尺寸出货比例提升+爬坡完成，我们预期盈利能力修复：**21Q1 看，由于上游材料价格连续上涨，按目前的电池片价格测算，电池单瓦盈利约 4 分，处于相对低位。展望今年，公司大尺寸出货比例将逐季提高，我们预计全年 182&210 大尺寸电池占比将超过 50%，公司出货尺寸结构进一步优化，我们预计公司单瓦盈利会进一步提升。
- **盈利预测与投资评级：**由于电池竞争加剧致单瓦利润下调，我们将 2021-2022 年归母净利润从 18.16/26.04 亿元下调至 15.49/23.45 亿元，预计公司 2023 年归母净利润为 30.74 亿元，同比增长 92.3%、51.4%、31.1%，对应 EPS 为 0.76/1.15/1.51 元，目标价 19 元，对应 21 年 25 倍 PE，鉴于公司电池龙头地位，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策不达预期，竞争加剧等。

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	12.06
一年最低/最高价	6.50/20.20
市净率(倍)	4.60
流通 A 股市值(百万元)	7873.06

## 基础数据

每股净资产(元)	2.62
资产负债率(%)	54.07
总股本(百万股)	2036.33
流通 A 股(百万股)	652.82

## 相关研究

- 1、《爱旭股份 (600732) 三季报点评：Q3 盈利大幅修复，大尺寸红利拾级而上》2020-10-20
- 2、《爱旭股份 (600732) 半年报点评：盈利底部已过，大尺寸势不可挡》2020-08-30
- 3、《爱旭股份 (600732)：扩产再超预期，龙头强者更强》2020-08-10

20 年公司归母净利润 8.05 亿元，同比+37.63%，符合我们的预期，Q4 归母净利润 4.31 亿元，同比大增 394.22%：公司 20 年实现营业收入 96.64 亿元，同比增长 59.23%；实现归属母公司净利润 8.05 亿元，同比增长 37.63%。20Q4 实现营业收入 34.08 亿元，同比增长 80.94%，环比上升 33.06%；实现归属母公司净利润 4.31 亿元，同比上升 394.22%，环比上升 81.68%。公司 20 年归母净利润大幅增长主要是由于出货量同比大幅提升。

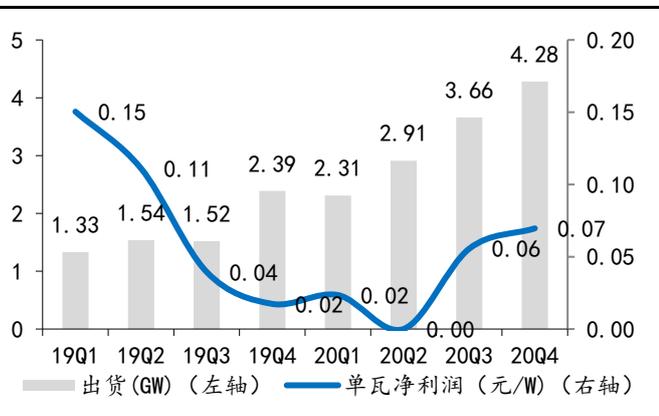
表 1: 20 年公司归母净利润 8.05 亿元，同比+37.63%，Q4 归母净利润 4.31 亿元，同比大增 394.22% (单位: 亿元)

	2020A	2019A	同比	20Q4	19Q4	同比	20Q4	20Q3	环比
营业收入	96.64	60.70	59.23%	34.08	18.83	80.94%	34.08	25.61	33.06%
归母净利润	8.05	5.85	37.63%	4.31	0.87	394.22%	4.31	2.37	81.68%
归母扣非净利润	5.56	4.90	13.49%	2.98	0.39	657.72%	2.98	2.02	47.87%
经营活动现金流净额	2.71	15.87	-82.93%	3.41	6.51	-47.61%	3.41	-6.18	155.15%

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

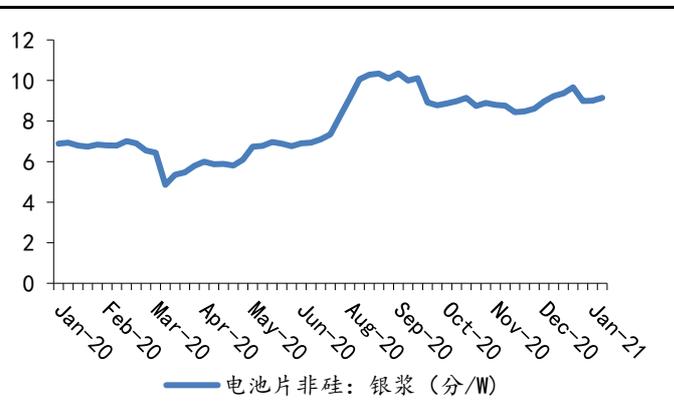
**出货环比持续高增，盈利能力逐季提升：**全年出货 13.16GW，同比+94.1%，按扣非归母净利润 5.6 亿元计算，对应 20 年平均单瓦净利润 0.042 元/W，同比下降 58.3%。其中，Q4 出货 4.28GW，同比增长+79.1%，环比+16.9%，Q4 单瓦盈利 0.07 元/W，环比+25.33%，同比+300.35%；20 年出货高增主要在于公司新产能快速释放，从年初的 9GW 增至年底的 22GW，同时全球市占率亦从 19 年的 5.9%左右提至 20 年的 10.1%左右。从盈利能力来看，20 年单瓦盈利下降主要是受上半年拖累，下半年单瓦盈利快速修复主要是由于：1) 下半年全球装机旺季，供需偏紧；2) 新产能释放，人均效率提升同时非硅成本下降；3) 大尺寸比例再提升，Q4 大尺寸占比 27%（其中 12 月份 35%），Q3 为 13%；4) 银浆成本环比 Q3 下降。5) 精细化管理，费用率环比大幅度下降，Q4 费用率 6.77%，环比下降 1.7 个百分点。

图 1: 公司电池出货及盈利水平



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

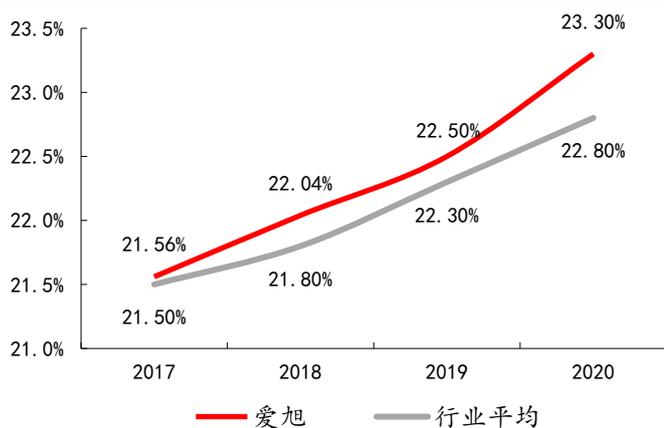
图 2: 电池片单瓦银浆成本 (分/W)



数据来源：Solarzoom，东吴证券研究所

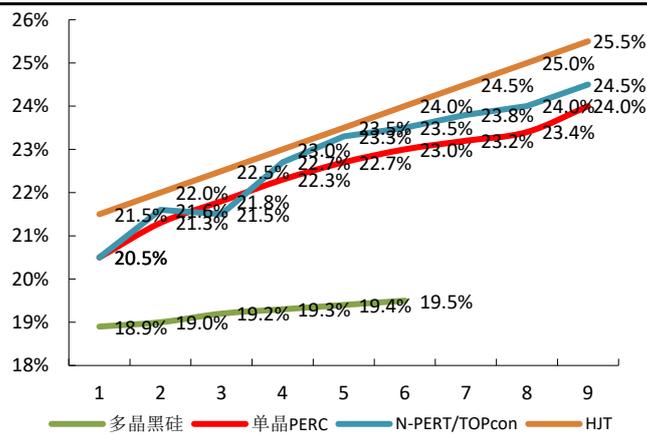
**研发能力强劲，转换效率领跑行业。**公司 20 年持续加大研发投入，加强 HJT、TOPCON、IBC、HBC、叠层电池等新型电池技术研发。20 年公司研发费用投入 3.80 亿元，同比增长 72.73%。2020 年末，公司累计申请专利 1000 余项，获得授权专利 590 项，其中授权发明专利 76 项。公司电池产品平均光电转换效率达到 23.3%，领先行业 22.8% 的平均水平。

图 3: 公司产品转换效率领跑行业



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 4: 各电池技术路线量产效率



数据来源：CPIA，东吴证券研究所

**产能扩张完成，大尺寸领跑行业：**2020 年下半年，天津二期、义乌三、四、五期等一系列大尺寸电池产能项目陆续开工、建设、投产。截至 2020 年末，公司电池有效产能约 22gw，义乌四、五期 10gw 大尺寸产能，我们预计 20Q1 满产。尺寸结构看，公司大尺寸产能高达 24gw，166 产能 10gw 可改 182，大尺寸产能扩产进度行业领先。我们预计 21 年公司电池出货 30gw 左右，其中大尺寸出货 15gw，领跑行业。

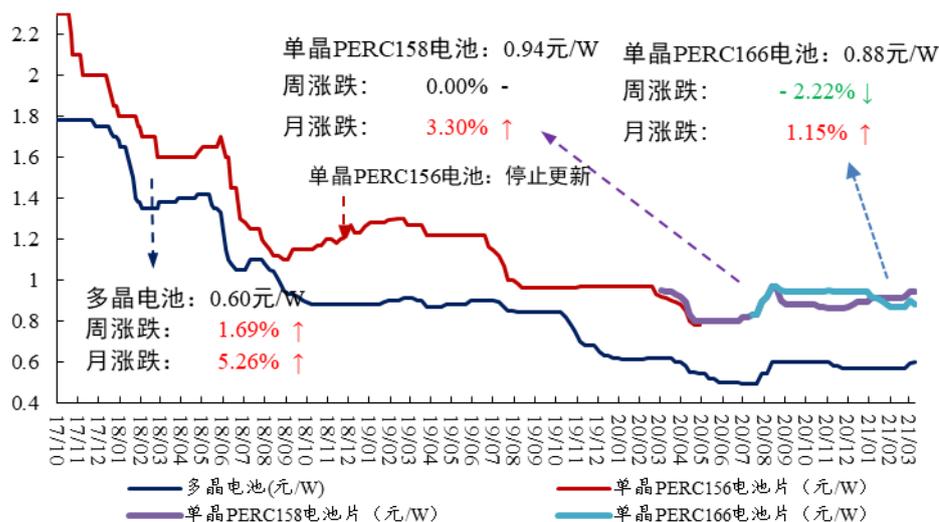
表 2: 爱旭电池扩产计划 (单位: GW)

单位: GW	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	类型
佛山	0.7	0.5	0.5	2	2	2	158mm 尺寸
天津一期	0.5	1	3.5	3.8	3.8	3.8	166mm 尺寸
天津二期					5.4	5.4	210mm 向下兼容
义乌一期				3.4	5	5	166mm 尺寸
义乌二期					5	5	210mm 向下兼容
义乌三期					5	5	210mm 向下兼容
义乌四期						5	210mm 向下兼容
义乌五期						5	210mm 向下兼容
设计产能	1.2	1.5	4.0	9.2	26.2	36.2	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

大尺寸出货比例提升+爬坡完成，我们预期盈利能力修复。21Q1看，由于上游材料价格连续上涨，按目前的电池片价格测算，电池单瓦盈利约4分，处于相对低位。展望21年，公司大尺寸出货比例将逐季提高，我们预计全年182&210大尺寸电池占比将超过50%，公司出货尺寸结构进一步优化，我们预计公司单瓦盈利会进一步提升。

图5：电池片价格：单晶价格下跌、多晶价格上涨



数据来源：solarzoom，东吴证券研究所

20Q4费用同增63.19%至2.30亿元，期间费率下降0.73个百分点至6.76%。其中，销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比-144.41%、+67.70%、+124.35%、+13.68%至-0.06亿元、0.70亿元、1.36亿元、0.30亿元；费用率分别同比-0.82pct、-0.16pct、+0.77pct、-0.52pct至-0.16%、2.05%、3.99%、0.88%。

表3：20Q4费用同增63.19%至2.30亿元，期间费率下降0.73个百分点至6.76%

	2020A	2019A	同比增长	20Q4	19Q4	同比增长	20Q4费用率	19Q4费用率	同比增长
期间费用(亿元)	7.65	5.33	43.55%	2.30	1.41	63.19%	6.76%	7.49%	-0.73pct
销售费用(亿元)	0.32	0.51	-36.90%	-0.06	0.12	-144.41%	-0.16%	0.66%	-0.82pct
管理费用(亿元)	2.06	1.53	34.85%	0.70	0.42	67.70%	2.05%	2.21%	-0.16pct
研发费用(亿元)	3.80	2.21	72.23%	1.36	0.61	124.35%	3.99%	3.22%	0.77pct
财务费用(亿元)	1.47	1.08	35.62%	0.30	0.26	13.68%	0.88%	1.40%	-0.52pct

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：由于电池竞争加剧致单瓦利润下调，我们将2021-2022年归

母净利润从 18.16/26.04 亿元下调至 15.49/23.45 亿元，预计公司 2023 年归母净利润为 30.74 亿元，同比增长 92.3%、51.4%、31.1%，对应 EPS 为 0.76/1.15/1.51 元，目标价 19 元，对应 21 年 25 倍 PE，鉴于公司电池龙头地位，维持“买入”评级。

**风险提示：**政策不达预期，竞争加剧等。

爱旭股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	3,245	7,995	7,654	13,529	<b>营业收入</b>	9,664	20,354	28,499	32,950
现金	1,255	2,035	3,130	6,181	减:营业成本	8,224	17,036	23,797	27,513
应收账款	44	143	119	183	营业税金及附加	16	35	48	56
存货	455	2,952	1,807	3,695	营业费用	32	153	185	165
其他流动资产	1,491	2,865	2,599	3,470	管理费用	206	1,242	1,653	1,647
<b>非流动资产</b>	9,457	11,954	11,855	11,297	财务费用	147	249	292	234
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-23	0	0	0
固定资产	6,403	9,026	9,075	8,725	加:投资净收益	7	80	80	80
在建工程	1,618	1,457	1,265	1,006	其他收益	4	1	1	2
无形资产	252	288	330	381	资产处置收益	0	0	0	0
其他非流动资产	1,183	1,184	1,185	1,185	<b>营业利润</b>	945	1,721	2,605	3,416
<b>资产总计</b>	12,702	19,949	19,509	24,826	加:营业外净收支	-33	0	0	0
<b>流动负债</b>	4,813	10,449	8,016	10,710	<b>利润总额</b>	911	1,721	2,605	3,416
短期借款	1,153	2,970	1,500	1,400	减:所得税费用	105	172	261	342
应付账款	1,080	624	1,756	996	少数股东损益	1	0	0	0
其他流动负债	2,581	6,855	4,761	8,315	<b>归属母公司净利润</b>	805	1,549	2,345	3,074
<b>非流动负债</b>	2,055	2,259	1,944	1,536	EBIT	990	1,807	2,698	3,387
长期借款	979	1,183	867	460	EBITDA	1,529	2,602	3,709	4,487
其他非流动负债	1,077	1,077	1,077	1,077	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>负债合计</b>	6,868	12,709	9,960	12,247	每股收益(元)	0.40	0.76	1.15	1.51
少数股东权益	491	491	491	491	每股净资产(元)	2.62	3.31	4.45	5.94
归属母公司股东权益	5,343	6,750	9,059	12,089	发行在外股份(百万股)	2036	2036	2036	2036
<b>负债和股东权益</b>	12,702	19,949	19,509	24,826	ROIC(%)	9.6%	13.5%	19.3%	20.2%
					ROE(%)	13.8%	21.4%	24.6%	24.4%
					毛利率(%)	14.9%	16.3%	16.5%	16.5%
					销售净利率(%)	8.3%	7.6%	8.2%	9.3%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	资产负债率(%)	54.1%	63.7%	51.1%	49.3%
经营活动现金流	271	2,837	4,038	4,297	收入增长率(%)	59.2%	110.6%	40.0%	15.6%
投资活动现金流	-2,595	-3,211	-830	-460	净利润增长率(%)	37.6%	92.3%	51.4%	31.1%
筹资活动现金流	3,212	1,155	-2,114	-786	P/E	30.49	15.85	10.47	7.99
现金净增加额	885	781	1,094	3,051	P/B	4.60	3.64	2.71	2.03
折旧和摊销	539	795	1,011	1,100	EV/EBITDA	18.03	10.88	6.86	4.88
资本开支	2,603	2,498	-100	-558					
营运资本变动	-15	325	471	-30					

## 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>

