

## 公司研究

## 电池片技术行业领先，大尺寸出货占比有望持续提升

——爱旭股份（600732.SH）2020年年度报告点评

## 要点

**事件：**公司发布 2020 年年报，2020 年实现营业收入 96.64 亿元，同比增长 59.23%；实现归母净利润 8.05 亿元，同比增长 37.63%；拟每 10 股派发现金红利 0.7 元（含税）。

**疫情影响下公司仍实现较好业绩增长，注重技术研发保障公司专业化优势持续。**

(1) 疫情影响下公司 2020H1 产能、出货量、市场需求和价格等方面均受到一定冲击，公司通过高效经营和产品质量优势在 2020H2 有效实现经营状况改善，2020 年单晶 PERC 太阳能电池片出货量 13.16GW，大尺寸出货量全球排名第一。

(2) 疫情影响下公司外销业务盈利能力承压，2020 年外销毛利率同比下滑 8.92 个 pct 至 12.40%，整体毛利率下滑 3.17 个 pct 至 14.90%；2021 年海外疫情得到控制，叠加公司大尺寸电池片出货占比的稳步提升，我们看好公司毛利率止跌企稳。(3) 公司 2020 年研发费用同比+72%至 3.8 亿元，占营业收入比重提升 0.3 个 pct 至 3.93%，IBC 和 HBC 等新技术导入研发工作持续开展，2020 年单晶硅电池量产平均转换效率和研发最高转换效率分别达 23.30%/25.30%，均处于行业领先水平，未来可有效保障公司专业化优势的维持。

**碳中和背景下光伏行业持续景气，180/210 系产品有一定超额收益。**在全球碳中和背景下，2021 年全球光伏需求预计 160-180GW，同比增加 25%左右，顺应大尺寸产品降本策略，180/210 系产品也将有一定超额收益。2021 年初，公司电池片产能将达到 36GW，166、180-210mm 产能结构合理，180-210mm 大尺寸电池产能约 24GW，166mm 电池产能约 10GW，166mm 以下尺寸电池 2GW，2021 年整体出货望逾 30GW，大尺寸占约 80%。随着义乌六至十期规划逐步落地，未来产能将达到 62GW，扩产进度及技术路线将根据市场需求和技术迭代方向而定。

**盈利预测、估值与评级：**受上游原材料涨价、电池片整体产能过剩等因素影响，我们下调公司 21-22 年业绩，新增 23 年业绩预测，预计公司 21-23 年归母净利润分别为 11.50/14.22/18.34 亿元（原值为 17.05/20.93 亿元），对应 EPS 分别为 0.56/0.70/0.90 元，当前股价对应 21-23 年 PE 分别为 22/18/14 倍。公司自 18 年起太阳能电池出货量稳居行业前二，大尺寸产品的提前布局也将保障公司在产业链降价背景下获取超额收益，目前估值相较可比公司亦处于低位，**维持“买入”评级。**

**风险提示：**光伏全球装机、公司产能扩张和产品销售不及预期，光伏产业链价格战剧烈程度、技术迭代速度超预期、专业化公司技术优势逐步减弱。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	6,069	9,664	22,790	27,435	32,216
营业收入增长率	3772.72%	59.23%	135.83%	20.38%	17.43%
净利润（百万元）	585	805	1,150	1,422	1,834
净利润增长率	3558.65%	37.63%	42.82%	23.59%	28.98%
EPS（元）	0.32	0.40	0.56	0.70	0.90
ROE（归属母公司）（摊薄）	28.19%	15.07%	18.11%	18.29%	19.09%
P/E	38	31	22	18	14
P/B	10.8	4.7	3.9	3.2	2.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-03-17

## 买入（维持）

当前价：12.26 元

## 作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsecn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsecn.com

分析师：马瑞山

执业证书编号：S0930518080001

021-52523850

mars@ebsecn.com

联系人：陈无忌

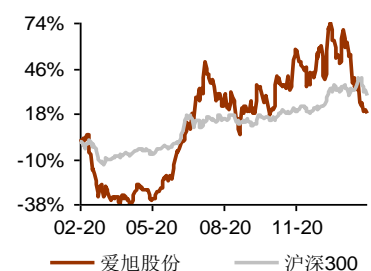
021-52523693

chenwuji@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	20.36
总市值(亿元):	249.65
一年最低/最高(元):	6.50/20.20
近 3 月换手率:	57.86%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.35	-25.93	12.37
绝对	-11.92	-24.27	49.87

资料来源：Wind

## 相关研报

光伏高效电池龙头，大尺寸将迎超额收益——爱旭股份（600732.SH）投资价值分析报告（2021-01-29）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	6,069	9,664	22,790	27,435	32,216
营业成本	4,973	8,224	20,081	23,981	27,986
折旧和摊销	309	536	965	1,403	1,758
税金及附加	10	16	34	41	48
销售费用	51	32	91	110	129
管理费用	153	206	456	549	644
研发费用	221	380	684	823	966
财务费用	108	147	258	464	530
投资收益	0	7	0	0	0
营业利润	665	945	1,300	1,607	2,073
利润总额	653	911	1,300	1,607	2,073
所得税	68	105	150	185	239
净利润	585	806	1,150	1,422	1,834
少数股东损益	0	1	0	0	0
归属母公司净利润	585	805	1,150	1,422	1,834
EPS(按最新股本计)	0.32	0.40	0.56	0.70	0.90

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,587	271	2,449	3,464	4,303
净利润	585	805	1,150	1,422	1,834
折旧摊销	309	536	965	1,403	1,758
净营运资金增加	-675	1,235	1,893	520	536
其他	1,368	-2,305	-1,559	119	176
投资活动产生现金流	-3,027	-2,595	-5,011	-5,008	-3,010
净资本支出	-2,930	-2,602	-5,010	-5,010	-3,010
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-97	7	-1	2	0
融资活动现金流	1,179	3,212	4,725	2,241	-576
股本变化	1,384	206	0	0	0
债务净变化	1,748	1,154	5,126	2,705	-46
无息负债变化	3,752	114	446	504	517
净现金流	-254	885	2,164	697	717

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	18.1%	14.9%	11.9%	12.6%	13.1%
EBITDA 率	18.0%	17.4%	11.1%	12.7%	13.5%
EBIT 率	12.8%	11.8%	6.8%	7.5%	8.1%
税前净利润率	10.8%	9.4%	5.7%	5.9%	6.4%
归母净利润率	9.6%	8.3%	5.0%	5.2%	5.7%
ROA	7.2%	6.3%	6.0%	5.9%	7.0%
ROE (摊薄)	28.2%	15.1%	18.1%	18.3%	19.1%
经营性 ROIC	16.5%	11.3%	9.3%	9.6%	11.1%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	69%	54%	65%	65%	61%
流动比率	0.64	0.67	0.56	0.50	0.56
速动比率	0.57	0.58	0.50	0.45	0.50
归母权益/有息债务	1.19	1.84	0.79	0.72	0.90
有形资产/有息债务	4.44	4.23	2.35	2.19	2.42

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	8,166	12,702	19,282	23,912	26,218
货币资金	990	1,255	3,418	4,115	4,832
交易性金融资产	1	5	5	5	5
应收帐款	45	44	45	54	64
应收票据	579	223	342	412	483
其他应收款 (合计)	26	13	68	82	97
存货	241	455	597	714	835
其他流动资产	246	701	701	701	701
流动资产合计	2,329	3,245	5,780	6,804	7,857
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	3,791	6,403	10,057	13,292	14,381
在建工程	1,290	1,618	2,012	2,387	2,552
无形资产	211	252	249	247	244
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	233	951	951	951	951
非流动资产合计	5,837	9,457	13,502	17,108	18,361
总负债	5,600	6,868	12,440	15,649	16,121
短期借款	420	1,153	6,749	9,453	9,408
应付账款	712	1,080	1,406	1,679	1,959
应付票据	1,709	873	1,004	1,199	1,399
预收账款	379	0	0	0	0
其他流动负债	0	77	77	77	77
流动负债合计	3,665	4,813	10,385	13,593	14,065
长期借款	1,020	979	979	979	979
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	518	664	664	664	664
非流动负债合计	1,935	2,055	2,055	2,055	2,055
股东权益	2,566	5,834	6,842	8,263	10,097
股本	1,830	2,036	2,036	2,036	2,036
公积金	-649	1,617	1,732	1,875	2,058
未分配利润	895	1,690	2,582	3,862	5,512
归属母公司权益	2,076	5,343	6,351	7,773	9,607
少数股东权益	490	491	491	491	491

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	0.85%	0.34%	0.40%	0.40%	0.40%
管理费用率	2.52%	2.13%	2.00%	2.00%	2.00%
财务费用率	1.79%	1.52%	1.13%	1.69%	1.65%
研发费用率	3.63%	3.93%	3.00%	3.00%	3.00%
所得税率	10%	12%	12%	12%	12%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.07	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.87	0.13	1.20	1.70	2.11
每股净资产	1.13	2.62	3.12	3.82	4.72
每股销售收入	3.32	4.75	11.19	13.47	15.82

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	38	31	22	18	14
PB	10.8	4.7	3.9	3.2	2.6
EV/EBITDA	23.0	17.3	13.5	10.6	8.4
股息率	0.0%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

**光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。**

## 联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------