

投资新型电池产线, 开启跨越式发展

投资要点

- 业绩总结:** 公司发布2021年一季报, 2021Q1实现营业收入30.07亿元, 同比增长64.09%, 环比下降11.74%; 实现归母净利润1.01亿元, 同比增长25.70%, 环比下降76.67%; 实现扣非净利润0.51亿元, 同比下降5.74%; 基本每股收益0.05元。
- 受到上下游挤压, 盈利能力暂时下滑。** 2021Q1公司营收同比增长64.09%, 主要源于2020年一季度受国内疫情影响, 公司营收与盈利能力有所下降; 环比看, 2021Q1营收环比下降11.74%, 归母净利润环比下降76.67%。盈利能力方面, 2021Q1公司毛利率与净利率分别为9.71%和3.35%, 环比下降7.95pct/9.31pct。我们认为2021Q1公司盈利能力环比下降的原因主要在于: 1) 硅料/硅片价格上涨, 电池环节生产成本增加。2) 供需情况暂时逆转, 价格向下游传导不畅。电站终端需求减弱, 终端观望心态下组件企业开工率降低, 此点由一季度存货环比上升255.2%可印证。我们预计随着二季度产业链博弈缓解, 终端需求放量, 组件企业开工率提高, 公司盈利能力有望大幅修复。
- 投资扩产新一代电池技术路线生产基地, 率先实现新型电池技术量产。** 公司计划于珠海建设年产26GW新型电池生产基地(整体建设期5年), 于义乌建设年产10GW新型电池生产项目, 其中一期项目分别为年产6.5GW和2GW, 预计2022年可实现达产。同时公司发布2021年定增预案, 计划非公开发行股票募资不超过35亿元, 为新项目建设提供部分资金来源。根据公司当前产能规划, 至2021年底公司电池产能将达36GW, 至2022年底将达45GW, 其中新技术路线产能为8.5GW, 公司在新技术方面的量产能力将保持持续领先优势。
- 专业化电池龙头企业, 强化研发能力保持技术领先优势。** 2021Q1公司盈利能力受产业链博弈影响, 但持续增加研发投入, 研发费用达1.22亿元, 同比增长79.50%, 高于营收同比增速; 研发费用率持续稳定在4.0%左右, 进一步显示公司对于技术研发的重视以及下一代电池技术路线的信心。
- 盈利预测与投资建议。** 公司电池技术行业领先, 近期公布了投资新技术路线的电池产线, 未来有望继续在技术上领先。考虑公司电池技术的优势, 及未来公司新产线的投产, 我们给予公司2021年25倍PE, 目标价15.75元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 公司技术未能达到预计效率; 上游价格持续高位, 侵蚀电池利润; 下游需求下滑过大的风险; 项目建设及达产进度不及预期的风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9663.74	22700.00	26120.00	40700.00
增长率	59.23%	134.90%	15.07%	55.82%
归属母公司净利润(百万元)	805.46	1281.74	1956.36	3479.57
增长率	37.63%	59.13%	52.63%	77.86%
每股收益EPS(元)	0.40	0.63	0.96	1.71
净资产收益率ROE	13.82%	18.49%	22.68%	29.71%
PE	31	19	13	7
PB	4.65	3.85	3.05	2.21

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	20.36
流通A股(亿股)	6.53
52周内股价区间(元)	6.9-19.56
总市值(亿元)	248.64
总资产(亿元)	150.18
每股净资产(元)	2.67

相关研究

1 专业化的电池龙头，大尺寸+新技术迎来阿尔法机遇

上海爱旭新能源股份有限公司（公司简称“爱旭股份”）成立于 2009 年，成立初即专注光伏高效电池的研发与生产，在太阳能电池技术环节已拥有十余年的技术积淀。2015 年，公司开始量产单晶电池片，开启多晶-单晶的转换，迎接光伏单晶组件时代。2019 年，公司借壳 ST 新梅登陆 A 股，融资渠道拓宽迎来发展新机遇。2020 年，公司成为全球首发 210mm 单晶 PERC 电池的企业，并在义乌二期 5GW 生产基地中实现 210 高效电池量产。

图 1：公司成立以来多次引领电池技术突破



数据来源：公司官网，西南证券整理

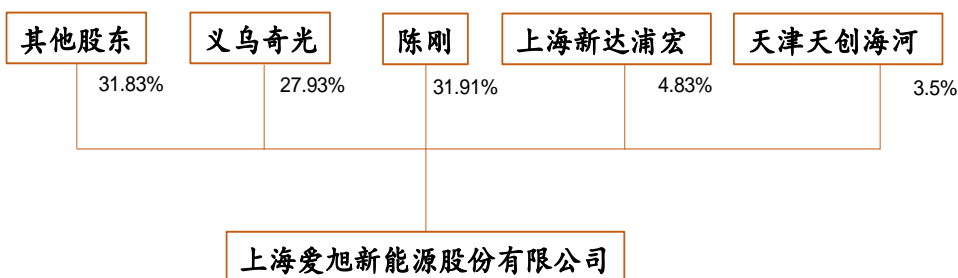
根据 PV Infolink 电池片出货排名，公司自 2018 年在全球电池出货榜单中稳居第二，专业化电池企业技术与规模优势显著。

表 1：2018 年以来，爱旭在电池片出货量中稳居第二

排名	2017	2018	2019	2020
1	通威	通威	通威	通威
2	茂迪	爱旭	爱旭	爱旭
3	昱晶	展宇	中宇	润阳
4	爱旭	联合再生能源	展宇	潞安
5	英稳达	茂迪	润阳	中宇

数据来源：PV InfoLink，西南证券整理

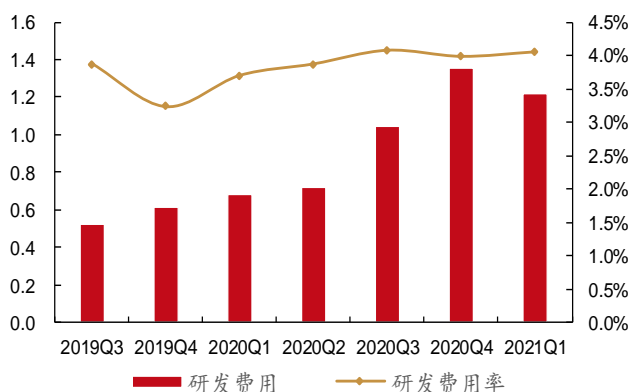
公司股权结构稳定且较为集中，有利于公司持续稳健经营。公司实际控制人为董事长陈刚，持股比例为 31.91%。第二、第三大股东分别为义乌奇光股权投资合伙企业 and 上海新达浦宏投资合伙企业，持股比例分别为 27.93%和 4.83%。从持股比例上看，前三大股东合计持股 64.67%，集中稳定的股权结构为公司持续稳健经营提供了良好的基础。

图 2：公司股权结构稳定且较为集中，是持续稳健经营的保障


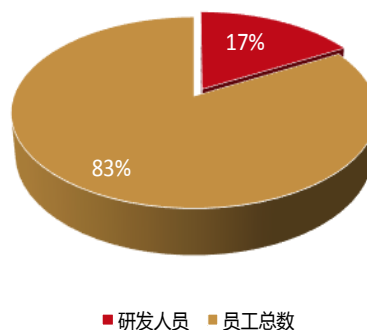
数据来源：Wind，西南证券整理

大尺寸电池结构性偏紧，头部企业迎来盈利修复良机。从需求端看，182/210mm 等大尺寸产品在一定程度上能够摊薄组件端的非硅成本和电站端的 BOS 成本，盈利能力优势明显。受益于光伏行业的快速成长（2025 年全球光伏装机有望接近 350GW），我们认为大尺寸的电池/组件产品未来需求有望实现倍增。从供给端看，虽然电池产能 > 产量，但当前大尺寸电池产品供给较为有限；长期来看，大尺寸电池产能依然不足，企业扩产与成长空间广阔。同时，随着头部企业首批大尺寸产线陆续投产，2021 年仅是开启大尺寸时代的元年，后期非硅成本有进一步下降的空间。综上，我们认为电池环节头部企业有望凭借自身技术与规模优势，通过高效大尺寸产品打开盈利修复通道，并拉开与二三线电池企业的盈利差距。

公司作为专业化电池领军企业，多年来保持研发高投入，技术与成本优势明显。多年来，公司持续进行研发投入，研发投入费用持续增长，研发费用率稳定在 4% 左右。持续研发投入下，公司在电池技术和成本方面位居一线。在公司实现单晶电池量产后，2016 年公司通过管式 PERC 电池技术进行转型升级，并于 2017 年成为首家管式单晶 PERC 电池量产的供应商。在推出双面 PERC 电池后，公司在 2019 年实现双面 PERC 电池 100% 应用“双面、双测、双分档”技术。近年来，公司在 HJT、Topcon、IBC、HBC、叠层等新型技术路线进行持续研发并取得一定突破，有望助推电池转换效率进一步提高。在成本管控方面，2020 年公司非硅成本约 0.22 元/W，处行业领先水平。

图 3：公司研发费用率稳定在 4% 左右（亿元）


数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：公司研发人员占比达 17%


数据来源：Wind，西南证券整理

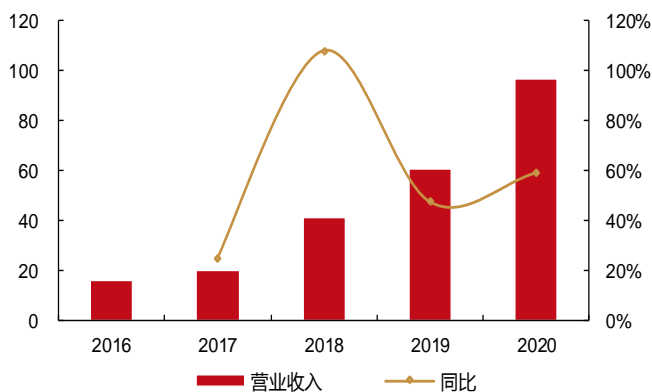
公司现有佛山、天津、义乌三大生产基地，至 2021 年末产能可超过 40GW。2020 年，公司启动天津二期、义乌三~五期生产项目建设，新投产线全部为 210 大尺寸。随着新建项目陆续投产，截至 2020 年末公司实现产能约 22GW，同比增长 139%。2021 年公司义乌四、五期项目将全面达产，至 2022 年末预计产能将达 45GW，其中新型电池技术路线产能为 8.5GW，产能规模与结构均实现提升和优化。

表 2: 预计 2022 年末公司产能将达 45GW

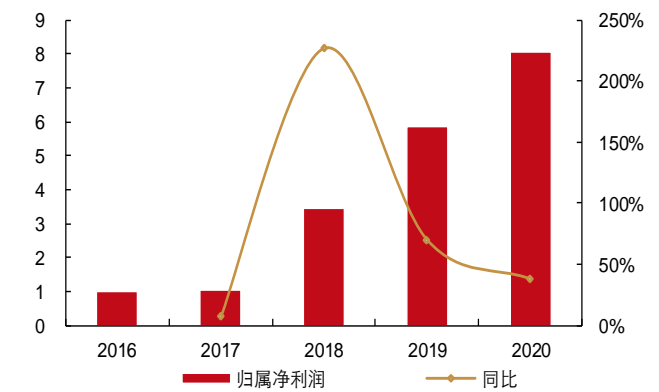
生产基地	项目	产能 (GW)	尺寸	技术路线	状态/投产时间
佛山	佛山	2.0	166	PERC	在产
天津	天津一期	3.8	166	PERC	在产
	天津二期	5.4	210	PERC	2020 年 11 月投产
义乌	义乌一期	5.4	166	PERC	在产
	义乌二期	5.0	210	PERC	2020 年 1 月
	义乌三期	5.0	210	PERC	2020 年 12 月
	义乌四期	5.0	210	PERC	2020 年 12 月
	义乌五期	5.0	210	PERC	2020 年 12 月
	新世代一期	2.0	大尺寸	新型电池技术	预计 2022 年投产
	新世代后期	8.0	大尺寸	新型电池技术	5 年内投建
珠海	一期	6.5	大尺寸	新型电池技术	预计 2022 年投产
	后期项目	19.5	大尺寸	新型电池技术	尚未公布

数据来源：公司公告，西南证券整理（注：标红项目尚在规划/建设中）

产销放量，业绩稳步增长。随着公司产能与销量提升，近年来公司营收与归属净利润实现稳步增长。2020 年公司实现营收 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%；平均毛利率与净利率分别为 14.90%和 8.34%，源于疫情对一季度和二季度业绩影响较大。

图 5: 2016 年以来公司营收增长稳健 (亿元)


数据来源：Wind，西南证券整理

图 6: 近年来公司归母净利润稳步增长 (亿元)


数据来源：Wind，西南证券整理

电池新技术项目投资扩产，技术变革中抢占先机。2021 年 4 月公司发布新型高效太阳能电池投资扩产公告和 2021 年度定增预案。公司在珠海与义乌分别建设 26GW 和 10GW 的新型电池技术路线项目，其中一期项目年产能分别为 6.5GW 和 2GW（二者均为新型电池技术），预计 2022 年可实现投产。新技术产能投产后，2022 年公司年产能有望达 45GW，其

中新型技术产能达 8.5GW。区别于 PERC 电池技术，此次投建的电池新技术具有转换效率更高、易于薄片化等优势，顺应当前硅片薄片化的趋势，进一步夯实公司在电池领域的领先优势，掌握电池环节技术变革的主动权。

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司 2022 年推出高效率电池技术。

假设 2：公司电池销量稳步增长，2021 年销售 30GW，2022 年 36GW，2023 年 45GW。

假设 3：公司电池单位盈利能力逐步提升，2021-2023 年为 0.04-0.07 元/W。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
电池	收入	9345.31	22500	25920	40500
	增速	58.1%	140.8%	15.2%	56.3%
	毛利率	14.5%	10.0%	12.0%	13.0%
合计	收入	9663.7	22700.0	26120.0	40700.0
	增速	59.2%	134.9%	15.1%	55.8%
	毛利率	14.9%	10.1%	12.1%	13.1%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们选取光伏行业的四家主流公司，2020 年四家公司平均 PE 为 34 倍，2021 年平均 PE 为 24 倍。公司电池技术行业领先，近期公布了投资新技术路线的电池产线，未来有望继续在技术上领先。考虑公司电池技术的优势，及未来公司新产线的投产，我们给予公司 2021 年 25 倍 PE，目标价 15.75 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			19A	20A	21E	19A	20A	21E
600438.SH	通威股份	35.40	0.68	0.86	1.28	52.17	41.25	27.65
002459.SZ	晶澳科技	29.14	1.27	1.09	1.40	22.94	26.73	20.84
601012.SH	隆基股份	91.99	1.47	2.27	2.97	62.58	40.52	31.01
688599.SH	天合光能	17.70	0.36	0.64	0.96	49.17	27.66	18.36
平均值						46.71	34.04	24.46

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

- 1) 公司技术未能达到预计效率的风险；
- 2) 上游价格持续高位，侵蚀电池利润的风险；
- 3) 下游需求下滑过大的风险；
- 4) 项目建设及达产进度不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	9663.74	22700.00	26120.00	40700.00	净利润	806.22	1286.74	1966.36	3499.57
营业成本	8224.28	20398.00	22957.60	35383.00	折旧与摊销	538.62	487.84	1004.94	1522.04
营业税金及附加	15.88	37.64	43.18	67.35	财务费用	147.01	158.75	174.85	170.79
销售费用	32.47	115.00	117.47	190.75	资产减值损失	-23.23	0.00	0.00	0.00
管理费用	205.87	512.73	578.80	907.68	经营营运资本变动	-621.13	4246.61	-39.64	2498.18
财务费用	147.01	158.75	174.85	170.79	其他	-576.58	-0.34	-3.59	-3.20
资产减值损失	-23.23	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	270.91	6179.60	3102.92	7687.38
投资收益	7.09	0.00	0.00	0.00	资本支出	-3173.22	-3500.00	-3500.00	0.00
公允价值变动损益	3.79	2.81	3.13	3.02	其他	578.03	88.76	3.13	3.02
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2595.19	-3411.24	-3496.87	3.02
营业利润	944.63	1480.69	2251.24	3983.45	短期借款	732.60	-662.84	1167.15	-1656.90
其他非经营损益	-33.35	-26.27	-28.63	-27.85	长期借款	-41.49	0.00	0.00	0.00
利润总额	911.28	1454.42	2222.60	3955.60	股权融资	2461.72	0.00	0.00	0.00
所得税	105.06	167.68	256.24	456.03	支付股利	0.00	-161.09	-256.35	-391.27
净利润	806.22	1286.74	1966.36	3499.57	其他	59.39	-929.14	-174.85	-170.79
少数股东损益	0.76	5.00	10.00	20.00	筹资活动现金流净额	3212.22	-1753.07	735.95	-2218.96
归属母公司股东净利润	805.46	1281.74	1956.36	3479.57	现金流量净额	885.08	1015.29	342.00	5471.44
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1254.71	2270.00	2612.00	8083.44	成长能力				
应收和预付款项	741.19	2133.67	2232.86	3488.27	销售收入增长率	59.23%	134.90%	15.07%	55.82%
存货	455.28	1126.73	1268.89	1956.91	营业利润增长率	42.01%	56.75%	52.04%	76.94%
其他流动资产	794.06	451.28	518.49	805.01	净利润增长率	37.80%	59.60%	52.82%	77.97%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	50.41%	30.49%	61.29%	65.44%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	8021.15	11061.57	13584.90	12091.12	毛利率	14.90%	10.14%	12.11%	13.06%
无形资产和开发支出	252.29	225.23	198.17	171.11	三费率	3.99%	3.46%	3.34%	3.12%
其他非流动资产	1183.27	1182.06	1180.85	1179.65	净利率	8.34%	5.67%	7.53%	8.60%
资产总计	12701.96	18450.55	21596.16	27775.52	ROE	13.82%	18.49%	22.68%	29.71%
短期借款	1152.60	489.75	1656.90	0.00	ROA	6.35%	6.97%	9.11%	12.60%
应付和预收款项	2068.97	8447.02	8652.86	13076.88	ROIC	18.28%	20.09%	24.69%	41.53%
长期借款	978.81	978.81	978.81	978.81	EBITDA/销售收入	16.87%	9.37%	13.14%	13.95%
其他负债	2667.75	1575.48	1638.09	1942.02	营运能力				
负债合计	6868.12	11491.06	12926.65	15997.71	总资产周转率	0.93	1.46	1.30	1.65
股本	2036.33	2036.33	2036.33	2036.33	固定资产周转率	1.90	3.68	1.86	1.90
资本公积	1589.86	1589.86	1589.86	1589.86	应收账款周转率	218.02	185.42	134.68	168.20
留存收益	1717.08	2837.74	4537.75	7626.05	存货周转率	23.53	25.75	19.13	21.91
归属母公司股东权益	5343.27	6463.92	8163.94	11252.24	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	45.09%	—	—	—
少数股东权益	490.56	495.56	505.56	525.56	资本结构				
股东权益合计	5833.83	6959.49	8669.50	11777.80	资产负债率	54.07%	62.28%	59.86%	57.60%
负债和股东权益合计	12701.96	18450.55	21596.16	27775.52	带息债务/总负债	31.03%	12.78%	20.39%	6.12%
					流动比率	0.67	0.63	0.61	1.03
					速动比率	0.58	0.51	0.49	0.89
					股利支付率	0.00%	12.57%	13.10%	11.24%
					每股指标				
					每股收益	0.40	0.63	0.96	1.71
					每股净资产	2.62	3.17	4.01	5.53
					每股经营现金	0.13	3.03	1.52	3.78
					每股股利	0.00	0.08	0.13	0.19
业绩和估值指标									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	1630.26	2127.29	3431.03	5676.28					
PE	30.87	19.40	12.71	7.15					
PB	4.65	3.85	3.05	2.21					
PS	2.57	1.10	0.95	0.61					
EV/EBITDA	15.54	10.76	6.91	2.92					
股息率	0.00%	0.65%	1.03%	1.57%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn