

2021年04月27日

# 爱旭股份 21Q1 点评: 电池片盈利底部, 拟募 资 35 亿加速扩产

买入 (维持)

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	9,664	25,153	31,479	35,232
同比 (%)	59.2%	160.3%	25.1%	11.9%
归母净利润 (百万元)	805	1,258	1,928	2,527
同比 (%)	37.6%	56.2%	53.3%	31.0%
每股收益 (元/股)	0.40	0.62	0.95	1.24
P/E (倍)	30.46	19.50	12.72	9.71

## 投资要点

- **21Q1 归母净利润同增 25.70%，基本符合市场预期:** 21Q1 公司实现营收 30.07 亿元, 同环比+64.09%/-11.74%, 归母净利润 1.01 亿元, 同环比+25.70%/-76.67%, 21Q1 毛利率为 9.71%, 同环比-1.51pct/-7.95pct, 归母净利率为 3.35%, 同环比-1.02pct/-9.31pct。
- **上游涨价致使盈利受损, 后续需求修复推动盈利边际改善。** 21Q1 公司电池片出货约 4GW, 同比增长 73%, 但平均单瓦净利润仅 0.013 元/W, 同比下降 43.48%, 主要是上游硅料硅片价格连续上涨所致。尺寸结构方面, 21Q1 大尺寸 (182&210) 出货占比约 35-40%, 166 占比约 40%~45%, 由于 20 年大部分 158 电池产线均改造为 166 尺寸, 因此使得 158 尺寸在 Q1 单位盈利反超大尺寸, 我们预计后续随着大尺寸需求增长, 大尺寸单瓦盈利将有显著修复。我们预计公司 21 年电池出货 28-30GW, 其中大尺寸出货 15GW, 占比 50%左右。3 月底玻璃大幅降价提振光伏需求, 后续产业链需求修复叠加公司大尺寸占比提升, 预期盈利边际改善。
- **PERC 产能扩张完成, 大尺寸领跑行业。** 公司目前产能 26GW, 义乌四期五期 10GW 已处于设备调试阶段, 我们预计 21 年底公司 36GW 的 PERC 产能将全部实现满产, 其中大尺寸产能 24GW, 166 产能 10GW 可改 182, 产能结构优异, 大尺寸规模行业领先。
- **完善 N 型战略布局, 抢占行业先机。** 1) 公司与珠海市政府签署 180 亿元投资框架协议, 计划建设年产 26GW 新型高效太阳能电池, 一期 6.5GW 项目投资 50 亿元, 其中使用非公开发行募资 20 亿元; 2) 公司计划非公开发行 20.36 亿股募资 35 亿元, 用于珠海一期 6.5GW 和义乌一期 2GW 项目建设, 公司预计 22 年底投产。目前 PERC 电池是光伏产业的主流技术, 2020 年市占率已达 86.40%, 但其转换效率提升空间较小, 公司此次募投项目将聚焦 N 型高效太阳能电池的生产, 公司预计其量产效率将比目前主流 PERC 技术高 10%左右, 同时预留后续技术升级空间, 公司提前布局, 抢占行业发展先机。
- **三费控制能力稳定:** 21Q1, 销售、管理、研发、财务费用分别同比 -15.71%/+89.09%/+79.50%/+34.03%, 费用率分别为 0.28%/6.30%/4.05%/1.69%。管理费用、研发费用上升主要系本期员工人数增长、薪酬支出以及研发投入增加所致。
- **应收账款、存货大幅提升:** 2021Q1 经营活动现金流量净流出 8.72 亿元, 同比-1829.52%; 销售商品取得现金 13.54 亿元, 同比增长 25.81%。期末预收款项 (预收账款+合同负债) 33.50 亿元, 较期初增长 10.12 亿元。期末应收账款 0.96 亿元, 较期初增长 0.52 亿元, 应收账款周转天数上升 0.44 天至 2.09 天。期末存货 16.17 亿元, 较期初上升 11.62 亿元; 存货周转天数上升 19.1 天至 34.34 天。应收账款上升主要系销售规模增加, 存货上升主要系经营规模扩大, 生产采购及销售备货增加。
- **投资建议:** 由于电池竞争加剧致单瓦利润下调, 我们将公司 21-23 年归母净利润从 15.49/23.45/30.74 亿元下调至 12.58/19.28/25.27 亿元, 同比增长 56.2%、53.3%、31.0%, 对应 EPS 为 0.62/0.95/1.24 元, 目标价 16.12 元, 对应 21 年 26 倍 PE, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 竞争加剧, 政策不及预期等

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

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	12.05
一年最低/最高价	6.50/20.20
市净率(倍)	4.51
流通 A 股市值(百万元)	7866.53

## 基础数据

每股净资产(元)	2.67
资产负债率(%)	60.48
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): 2020 年年报点评: 大尺寸先驱, 盈利能力拾级而上》2021-03-17
- 2、《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
- 3、《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

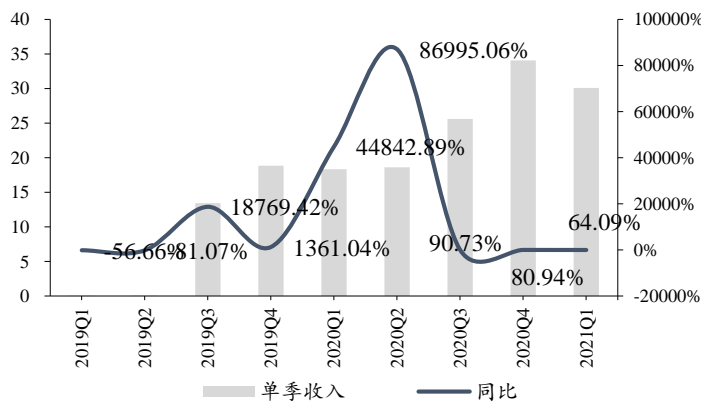
**21Q1 归母净利润同增 25.70%，基本符合市场预期：**21Q1 公司实现营收 30.07 亿元，同环比+64.09%/-11.74%，归母净利润 1.01 亿元，同环比+25.70%/-76.67%，21Q1 毛利率为 9.71%，同环比-1.51pct/-7.95pct，归母净利率为 3.35%，同环比-1.02pct/-9.31pct。

**表 1：2021Q1 营收 30.07 亿元，同比增长 64.09%；盈利 1.01 亿元，同比增长 25.70%**

爱旭股份	2020	2019	同比	2021Q1	2020Q1	同比	2020Q4	环比
营业收入 (亿元)	96.64	60.69	59.23%	30.07	18.33	64.09%	34.08	-11.74%
毛利率 (%)	14.90%	18.06%	-3.17%	9.71%	11.22%	-1.51%	17.66%	-7.95%
营业利润 (亿元)	9.45	6.65	42.01%	0.99	1.01	-1.86%	4.95	-79.89%
利润总额 (亿元)	9.11	6.53	39.54%	0.98	0.86	13.61%	4.80	-79.60%
归属母公司净利润 (亿元)	8.05	5.85	37.63%	1.01	0.80	25.70%	4.31	-76.67%
扣非归母净利润 (亿元)	5.56	4.90	13.49%	0.51	0.54	-5.74%	2.98	-82.93%
归母净利率 (%)	8.33%	9.64%	-1.31%	3.35%	4.37%	-1.02%	12.66%	-9.31%
股本 (亿股)	20.36	18.30	-	20.36	18.30	-	20.36	-
EPS	0.40	0.32	23.68%	0.05	0.04	12.96%	0.21	-76.67%

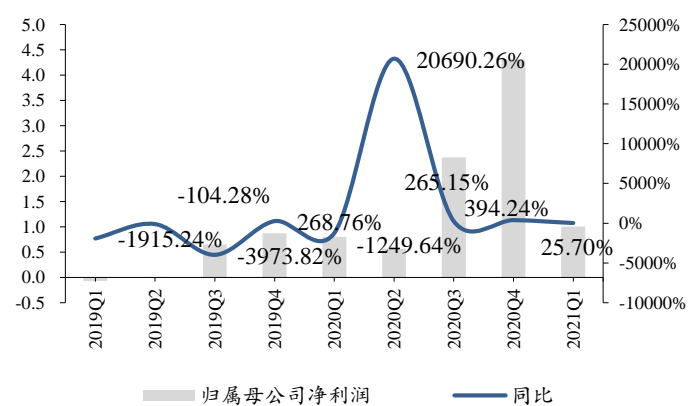
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**图 1：2021Q1 收入 30.07 亿元，同比+64.09% (亿元)**



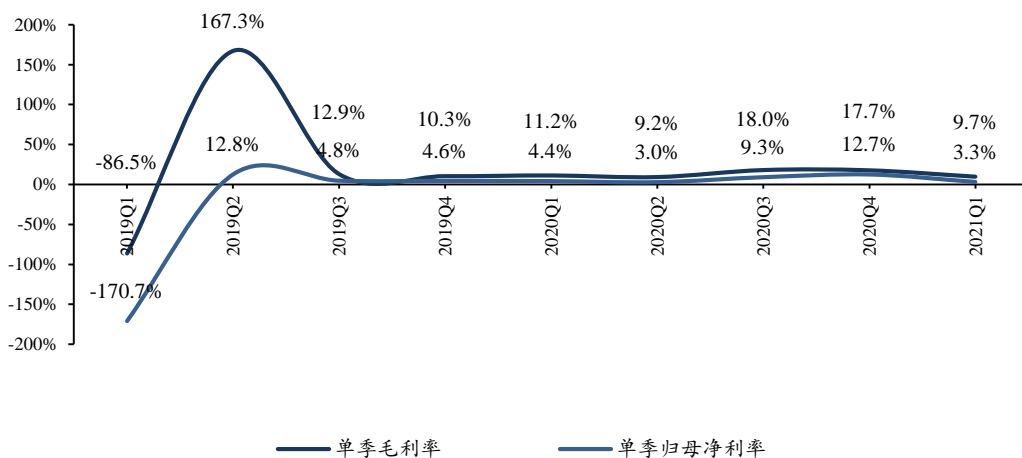
数据来源：WIND，东吴证券研究所

**图 2：2021Q1 归母净利润 1.01 亿元，同比+25.70% (亿元)**



数据来源：WIND，东吴证券研究所

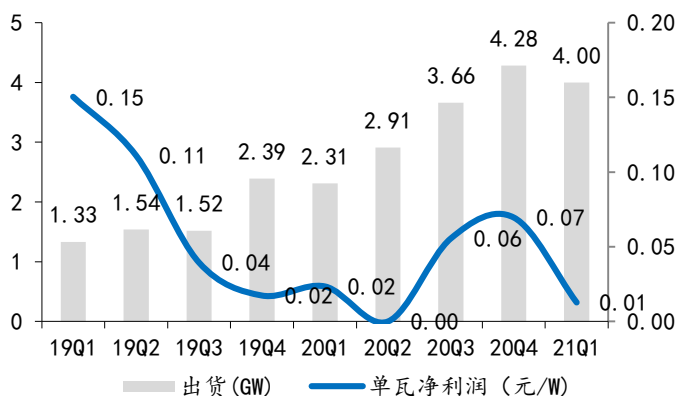
图 3: 2021Q1 毛利率、净利率同比-1.51、-1.02pct



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

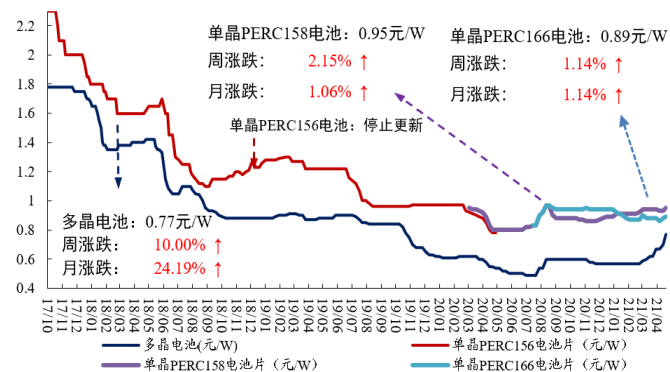
上游涨价致使盈利受损, 后续需求修复推动盈利边际改善。21Q1 公司电池片出货约 4GW, 同比增长 73%, 但平均单瓦净利润仅 0.013 元/W, 同比下降 43.48%, 主要是上游硅料硅片价格连续上涨所致。尺寸结构方面, 21Q1 大尺寸 (182&210) 出货占比约 35-40%, 166 占比约 40%-45%, 由于 20 年大部分 158 电池产线均改造为 166 尺寸, 因此使得 158 尺寸在 Q1 单位盈利反超大尺寸, 我们预计后续随着大尺寸需求增长, 大尺寸单瓦盈利将有显著修复。我们预计公司 21 年电池出货 28-30GW, 其中大尺寸出货 15GW, 占比 50%左右。3 月底玻璃大幅降价提振光伏需求, 后续产业链需求修复叠加公司大尺寸占比提升, 预期盈利边际改善。

图 4: 2021Q1 电池片出货量及单瓦净利润



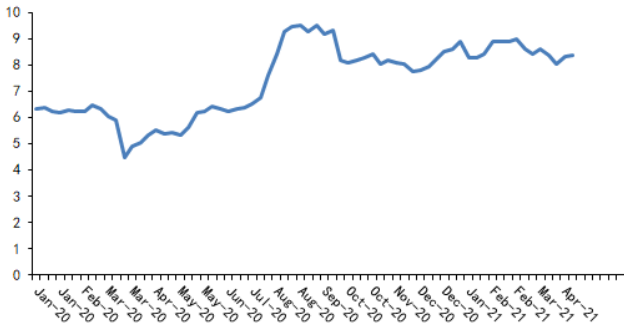
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 5: 电池片价格



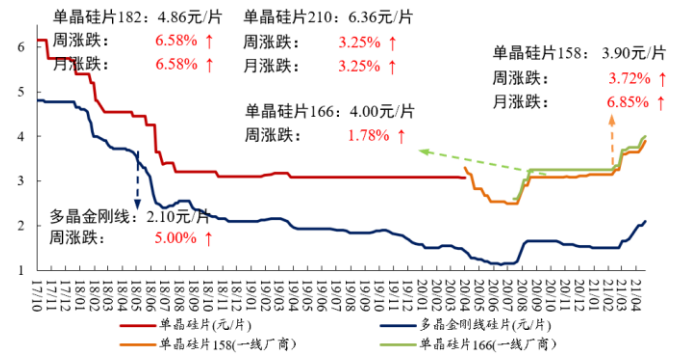
数据来源: Solarzoom, 东吴证券研究所

图 6: 银浆成本 (分/W)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 7: 硅片价格: 单晶、多晶价格上涨



数据来源: Solarzoom, 东吴证券研究所

PERC 产能扩张完成, 大尺寸领跑行业。公司目前产能 26GW, 义乌四期五期 10GW 已处于设备调试阶段, 我们预计 21 年底公司 36GW 的 PERC 产能将全部实现满产, 其中大尺寸产能 24GW, 166 产能 10GW 可改 182, 产能结构优异, 大尺寸规模行业领先。

完善 N 型战略布局, 抢占行业先机。1) 公司与珠海市政府签署 180 亿元投资框架协议, 计划建设年产 26GW 新型高效太阳能电池, 一期 6.5GW 项目投资 50 亿元, 其中使用非公开发行募资 20 亿元; 2) 公司计划非公开发行 20.36 亿股募资 35 亿元, 用于珠海一期 6.5GW 和义乌一期 2GW 项目建设, 公司预计 22 年底投产。目前 PERC 电池是光伏产业的主流技术, 2020 年市占率已达 86.40%, 但其转换效率提升空间较小, 公司此次募投项目将聚焦 N 型高效太阳能电池的生产, 公司预计其量产效率将比目前主流 PERC 技术高 10% 左右, 同时预留后续技术升级空间, 公司提前布局, 抢占行业发展先机。

表 2: 爱旭股份电池扩产计划

单位: GW	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	类型
佛山	0.7	0.5	0.5	2	2	2	2	158mm 尺寸
天津一期	0.5	1	3.5	3.8	3.8	3.8	3.8	166mm 尺寸
天津二期					5.4	5.4	5.4	210mm 向下兼容
义乌一期				3.4	5	5	5	166mm 尺寸
义乌二期					5	5	5	210mm 向下兼容
义乌三期					5	5	5	210mm 向下兼容
义乌四期						5	5	210mm 向下兼容
义乌五期						5	5	210mm 向下兼容
珠海一期							6.5	N 型电池片
义乌一期							2	N 型电池片
设计产能	1.2	1.5	4	9.2	26.2	36.2	44.7	

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

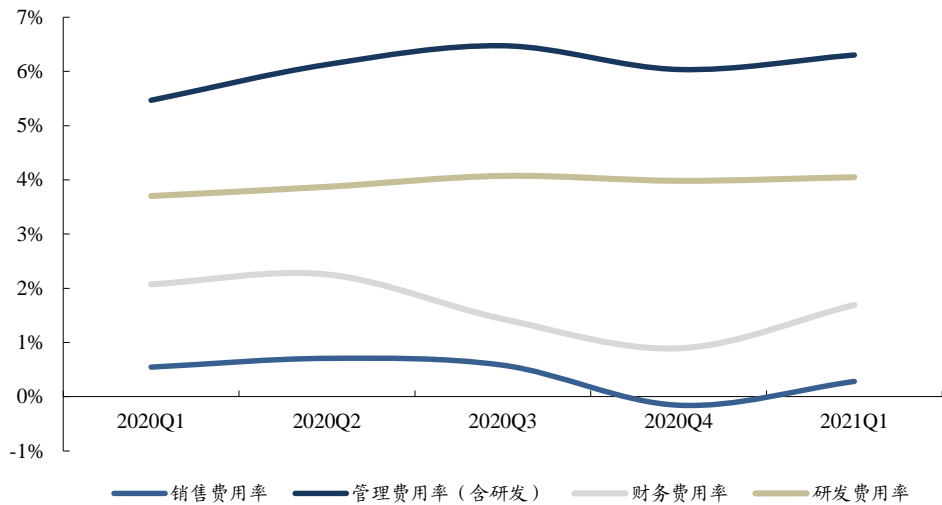
表 3: 募集资金用于投资的项目 (单位: 万元)

序号	项目名称	项目总投资金额	拟使用募集资金金额
1	珠海年产 6.5GW 新世代高效晶硅太阳能电池建设项目	540,000	200,000
2	义乌年产 10GM 新世代高效太阳能电池项目第一阶段 2GM 建设项目	170,000	60,000
3	补充流动资金	90,000	90,000
	合计	800,000	350,000

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

三费控制能力稳定: 21Q1, 销售、管理、研发、财务费用分别同比-15.71%/+89.09%/+79.50%/+34.03%, 费用率分别为 0.28%/6.30%/4.05%/1.69%。管理费用、研发费用上升主要系本期员工人数增长、薪酬支出以及研发投入增加所致。

图 8: Q1 期间费用率 8.27%，同比+2.35pct



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

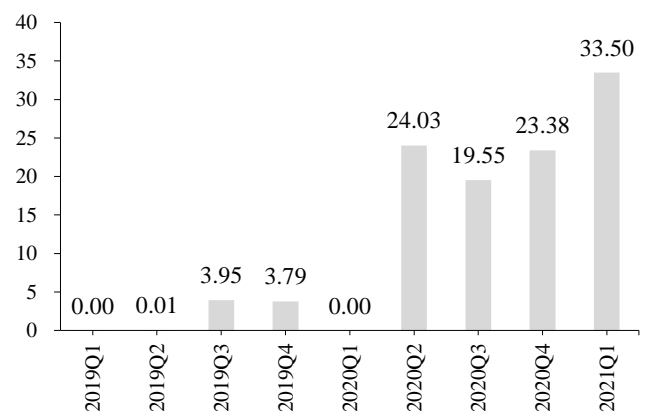
应收账款、存货大幅提升: 2021Q1 经营活动现金流量净流出 8.72 亿元, 同比-1829.52%; 销售商品取得现金 13.54 亿元, 同比增长 25.81%。期末预收款项 (预收账款+合同负债) 33.50 亿元, 较期初增长 10.12 亿元。期末应收账款 0.96 亿元, 较期初增长 0.52 亿元, 应收账款周转天数上升 0.44 天至 2.09 天。期末存货 16.17 亿元, 较期初上升 11.62 亿元; 存货周转天数上升 19.1 天至 34.34 天。应收账款上升主要系销售规模增加, 存货上升主要系经营规模扩大, 生产采购及销售备货增加。

图 9: 2021Q1 现金净流出 8.72 亿元, 同比-1829.52% (亿元)



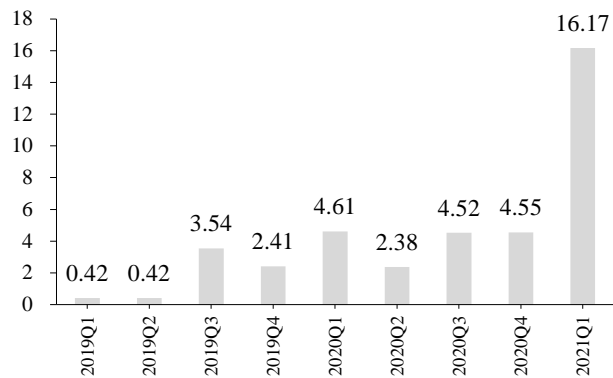
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 10: 2021Q1 期末预收款项 33.50 亿元



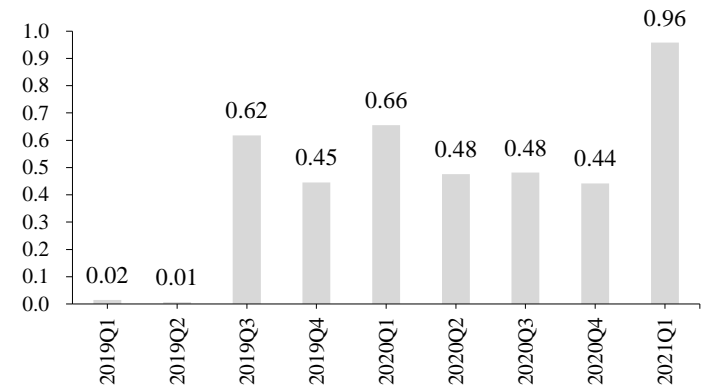
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 11: 2021Q1 期末存货 16.17 亿元, 较期初 11.62 亿元 (亿元)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 12: 2021Q1 期末应收账款 0.96 亿元, 较期初+0.52 亿 (亿元)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

投资建议: 由于电池竞争加剧致单瓦利润下调, 我们将公司 21-23 年归母净利润从 15.49/23.45/30.74 亿元下调至 12.58/19.28/25.27 亿元, 同比增长 56.2%、53.3%、31.0%, 对应 EPS 为 0.62/0.95/1.24 元, 目标价 16.12 元, 对应 21 年 26 倍 PE, 维持“买入”评级。

风险提示: 竞争加剧, 政策不及预期等

## 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>	<b>3,245</b>	<b>10,115</b>	<b>7,088</b>	<b>13,518</b>	<b>营业收入</b>	<b>9,664</b>	<b>25,153</b>	<b>31,479</b>	<b>35,232</b>
现金	1,255	2,515	3,148	4,731	减:营业成本	8,224	21,758	26,914	30,123
应收账款	44	187	102	221	营业税金及附加	16	43	54	60
存货	455	3,896	1,487	4,538	营业费用	32	189	220	229
其他流动资产	1,491	3,517	2,351	4,028	管理费用	206	1,534	1,826	1,762
<b>非流动资产</b>	<b>9,457</b>	<b>13,336</b>	<b>12,940</b>	<b>12,199</b>	财务费用	147	313	404	333
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	10,245	10,109	9,615	加:投资净收益	7	80	80	80
在建工程	1,618	1,619	1,316	1,019	其他收益	4	1	1	2
无形资产	252	288	330	381	<b>营业利润</b>	<b>945</b>	<b>1,398</b>	<b>2,142</b>	<b>2,807</b>
其他非流动资产	1,183	1,184	1,185	1,185	加:营业外净收支	-33	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>12,702</b>	<b>23,451</b>	<b>20,028</b>	<b>25,717</b>	<b>利润总额</b>	<b>911</b>	<b>1,398</b>	<b>2,143</b>	<b>2,807</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,813</b>	<b>14,022</b>	<b>9,135</b>	<b>12,842</b>	减:所得税费用	105	140	214	281
短期借款	1,153	4,161	3,354	1,400	少数股东损益	1	0	0	0
应付账款	1,080	1,096	1,595	1,417	<b>归属母公司净利润</b>	<b>805</b>	<b>1,258</b>	<b>1,928</b>	<b>2,527</b>
其他流动负债	2,581	8,765	4,186	10,025	EBIT	990	1,510	2,326	2,858
<b>非流动负债</b>	<b>2,055</b>	<b>2,480</b>	<b>2,050</b>	<b>1,551</b>	EBITDA	1,529	2,366	3,457	4,073
长期借款	979	1,404	974	474					
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>	<b>6,868</b>	<b>16,502</b>	<b>11,186</b>	<b>14,393</b>	每股收益(元)	0.40	0.62	0.95	1.24
少数股东权益	491	491	491	491	每股净资产(元)	2.62	3.17	4.10	5.32
归属母公司股东权益	5,343	6,459	8,352	10,834	发行在外股份(百万股)	2036	2036	2036	2036
<b>负债和股东权益</b>	<b>12,702</b>	<b>23,451</b>	<b>20,028</b>	<b>25,717</b>	ROIC(%)	9.6%	10.3%	15.1%	18.5%
					ROE(%)	13.8%	18.1%	21.8%	22.3%
					毛利率(%)	14.9%	13.5%	14.5%	14.5%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	销售净利率(%)	8.3%	5.0%	6.1%	7.2%
经营活动现金流	271	3,357	2,963	4,806	资产负债率(%)	54.1%	70.4%	55.9%	56.0%
投资活动现金流	-2,595	-4,654	-654	-393	收入增长率(%)	59.2%	160.3%	25.1%	11.9%
筹资活动现金流	3,212	2,558	-1,676	-2,830	净利润增长率(%)	37.6%	56.2%	53.3%	31.0%
现金净增加额	885	1,261	633	1,583	P/E	30.46	19.50	12.72	9.71
折旧和摊销	539	856	1,131	1,215	P/B	4.59	3.80	2.94	2.26
资本开支	2,603	3,879	-396	-741	EV/EBITDA	18.01	12.38	7.93	5.74
营运资本变动	-15	1,010	-419	814					

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>