

开工率影响利润，三季度业绩开始反转

投资要点

- **业绩总结:** 公司2021上半年实现营业收入68.68亿元,同比增长85.88%,电池片销量8.54GW;实现归母净利润-0.24亿元,同比增长-117.38%,实现扣非净利润-1.26亿元,同比下降-323.94%;基本每股收益-0.01元,符合预期。
- **受到上下游挤压,开工率不足,盈利能力暂时下滑,三季度业绩开始反转。** 2021上半年公司产品出货量和营收均创历史新高,但利润下滑,主要源于2021年上半年,硅料/硅片价格上涨,电池环节生产成本增加。电站终端需求减弱,终端观望心态下组件企业开工率降低,价格向下游传导不畅。上游硅片供应不足,公司开工率不足,导致非硅成本大幅增加。目前硅料价格稳定在20万元左右,组件企业开工率逐渐提高,硅片新增产能逐步投放,我们认为,从目前产业链情况分析,公司上半年碰到的三个影响业绩的问题已经获得了较大的改善,公司三季度开始盈利能力有望大幅修复。
- **硅片供应稳定,开工率开始提升。** 公司不断培育硅片新供应商,硅片供应商家数从2021年一季度的28家增加至二季度的48家,前三大硅片供应商交易金额占比由2021年一季度的80.74%下降至二季度的60.43%。后续随着高景硅片的产能释放,将有利保障公司原材料供应的安全、稳定,并确保硅片供应价格和品质始终具备市场竞争力。公司目前义乌四、五期项目已经顺利投产,新增10GW的优势产能将在下半年发挥效益。
- **投资扩产新一代电池技术路线生产基地,产能按计划投放。** 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年上半年可实现达产。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,ABC电池技术领先。** 2021上半年公司研发费用达2.59亿元,同比增长85.16%,研发费用率持续稳定在4.0%左右。公司ABC电池技术,目前实验室平均转换效率已达到25%,最高转换效率已达到26%,并在持续优化中,整体研发进展十分顺利。公司计划于今年年底前后可以建成交约300MW的ABC电池量产线以及约500MW的ABC组件研发线,2022年一季度可批量供应ABC电池产品,助力新型电池技术的快速落地。
- **盈利预测与投资建议。** 公司电池盈利能力开始反转,新技术突破在即。由于2021年公司业绩受上游影响较大,我们下调公司今年业绩至6亿元。考虑到公司盈利能力开始反转,维持“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。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9663.74	20600.00	29000.00	31700.00
增长率	59.23%	113.17%	40.78%	9.31%
归属母公司净利润(百万元)	805.46	597.36	2172.06	2954.77
增长率	37.63%	-25.84%	263.61%	36.04%
每股收益EPS(元)	0.40	0.29	1.07	1.45
净资产收益率ROE	13.82%	9.60%	16.17%	27.35%
PE	31	45	12	9
PB	4.65	4.62	3.41	2.58

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

分析师: 敖颖晨
执业证号: S1250521080001
电话: 021-58351917
邮箱: ayc@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)	9.88-19.56
总市值(亿元)	266.76
总资产(亿元)	151.71
每股净资产(元)	2.54

相关研究

1. 爱旭股份(600732):投资新型电池产线,开启跨越式发展 (2021-04-25)

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 24GW，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 0.015-0.07 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 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
电池	收入	9345.31	20400	28800	31500
	增速	58.1%	118.3%	41.2%	9.4%
	毛利率	14.5%	7.0%	12.0%	14.0%
其它业务	收入	318.44	200	200	200
	增速	99.9%	-37.2%	0.0%	0.0%
	毛利率	26.5%	26.0%	26.0%	26.0%
合计	收入	9663.7	20600.0	29000.0	31700.0
	增速	59.2%	113.2%	40.8%	9.3%
	毛利率	14.9%	7.2%	12.1%	14.1%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	9663.74	20600.00	29000.00	31700.00	净利润	806.22	602.36	2182.06	2974.77
营业成本	8224.28	19120.00	25492.00	27238.00	折旧与摊销	538.62	487.84	1004.94	1522.04
营业税金及附加	15.88	34.16	47.94	52.46	财务费用	147.01	171.87	195.12	166.77
销售费用	32.47	104.36	130.42	148.57	资产减值损失	-23.23	0.00	0.00	0.00
管理费用	205.87	465.29	642.62	706.97	经营营运资本变动	-643.76	3884.82	848.46	142.08
财务费用	147.01	171.87	195.12	166.77	其他	-553.95	-11.66	-14.91	4.34
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	5135.23	4215.67	4810.00
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	707.13	2495.03	3390.26	短期借款	732.60	184.65	435.79	-1773.03
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	680.86	2466.40	3362.41	股权融资	2461.72	0.00	0.00	0.00
所得税	105.06	78.49	284.35	387.65	支付股利	0.00	-161.09	-119.47	-434.41
净利润	806.22	602.36	2182.06	2974.77	其他	59.39	-942.26	-195.12	-166.77
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	-918.70	121.20	-2374.21
归属母公司股东净利润	805.46	597.36	2172.06	2954.77	现金流量净额	885.08	805.29	840.00	2438.82
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1254.71	2060.00	2900.00	5338.82	成长能力				
应收和预付款项	741.19	1966.84	2479.22	2700.39	销售收入增长率	59.23%	113.17%	40.78%	9.31%
存货	455.28	1097.28	1479.34	1573.43	营业利润增长率	42.01%	-25.14%	252.84%	35.88%
其他流动资产	794.06	410.01	575.08	628.14	净利润增长率	37.80%	-25.29%	262.25%	36.33%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	50.41%	-16.16%	170.34%	37.45%
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%	7.18%	12.10%	14.08%
无形资产和开发支出	252.29	225.23	198.17	171.11	三费率	3.99%	3.60%	3.34%	3.22%
其他非流动资产	1183.27	1182.06	1180.85	1179.65	净利率	8.34%	2.92%	7.52%	9.38%
资产总计	12701.96	18003.00	22397.56	23682.66	ROE	13.82%	9.60%	26.17%	27.35%
短期借款	1152.60	1337.24	1773.03	0.00	ROA	6.35%	3.35%	9.74%	12.56%
应付和预收款项	2068.97	7867.62	9607.95	10083.01	ROIC	18.28%	10.65%	27.46%	34.15%
长期借款	978.81	978.81	978.81	978.81	EBITDA/销售收入	16.87%	6.64%	12.74%	16.02%
其他负债	2667.75	1544.22	1700.08	1742.79	营运能力				
负债合计	6868.12	11727.90	14059.87	12804.61	总资产周转率	0.93	1.34	1.44	1.38
股本	2036.33	2036.33	2036.33	2036.33	固定资产周转率	1.90	3.34	2.06	1.48
资本公积	1589.86	1589.86	1589.86	1589.86	应收账款周转率	218.02	182.07	148.73	144.44
留存收益	1717.08	2153.35	4205.94	6726.29	存货周转率	22.79	24.07	19.67	17.78
归属母公司股东权益	5343.27	5779.54	7832.13	10352.48	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	6275.10	8337.69	10878.05	资产负债率	54.07%	65.14%	62.77%	54.07%
负债和股东权益合计	12701.96	18003.00	22397.56	23682.66	带息债务/总负债	31.03%	19.75%	19.57%	7.64%
					流动比率	0.67	0.57	0.62	0.95
					速动比率	0.58	0.46	0.50	0.81
					股利支付率	0.00%	26.97%	5.50%	14.70%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	1630.26	1366.84	3695.10	5079.07	每股收益	0.40	0.29	1.07	1.45
PE	33.12	44.66	12.28	9.03	每股净资产	2.62	2.84	3.85	5.08
PB	4.99	4.62	3.41	2.58	每股经营现金	0.13	2.52	2.07	2.36
PS	2.76	1.29	0.92	0.84	每股股利	0.00	0.08	0.06	0.21
EV/EBITDA	16.65	18.84	6.86	4.16					
股息率	0.00%	0.60%	0.45%	1.63%					

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
	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
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	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
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yyx@swsc.com.cn