

爱旭股份 (600732)

爱旭股份三季报点评: 2021Q3 出货创单季度新高, N型电池技术量产在即

买入 (维持)

2021年10月26日

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 郭亚男

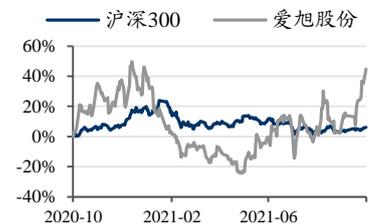
guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	9,664	16,932	28,095	34,998
同比 (%)	59.2%	75.2%	65.9%	24.6%
归母净利润 (百万元)	805	353	1,248	1,875
同比 (%)	37.6%	-56.1%	253.2%	50.3%
每股收益 (元/股)	0.40	0.17	0.61	0.92
P/E (倍)	48.29	110.07	31.17	20.74

投资要点

- **2021年Q1-3公司归母净利润-0.46亿元,同降112%。**公司发布2021年三季报,2021年Q1-3实现营收111.98亿元,同增78.99%;实现归母净利润-0.46亿元,同减112.25%。其中2021年Q3,实现营收43.3亿元,同增69.05%,环增12.17%;实现归母净利润-0.22亿元,同减109.29%,环减82.26%。2021年Q1-3毛利率为5.49%,同减7.90pct,Q3毛利率5.98%,同减12.01pct,环增4.32pct;2021年Q1-3归母净利率为-0.41%,同减6.39pct,Q3归母净利率-0.51%,同减9.78pct,环增2.71pct。
- **单季度出货创新高,大尺寸占比持续提升,单瓦盈利环比改善。**因三季度下游需求起量,公司实现基本满产,单季度出货再创新高,2021年Q3公司电池片出货4.5-4.8GW,同增23-31%,环比略增。但由于上游硅片持续涨价,而电池片价格涨幅不及硅片涨幅,致使公司2021年Q3单瓦净利-0.005元/W,环比明显好转。结构方面,公司大尺寸电池片出货占比持续提升,2021年Q3大尺寸(182&210)出货由2021年Q2的50%左右提升至60%+。2021年电池片盈利受挤压严重,行业逐渐出清,2022年光伏需求快速增长,电池片环节将迎来盈利修复。
- **PERC产能扩张完成,N型电池新技术量产在即。**公司目前36GW的PERC产能已基本实现满产,大尺寸规模行业领先。公司新一代N型ABC电池实验室平均转换效率达25%,最高转换效率达26%。公司计划2021年底建成约300MW的ABC电池量产线以及约500MW的ABC组件研发线,2022年Q1可批量供应ABC电池产品。N型电池新技术扩产总规划为52GW,其中珠海一期6.5GW和义乌一期2GW项目将于2022年底投产,公司预计量产线平均转换效率可达到25.5%。
- **签订28.8亿片硅片采购长单,强化供应链管理。**公司与上机数控、双良节能分别签订硅片长单协议,在2021年11月-2023年12月向上机数控采购7.8亿片(约4.5GW)单晶硅片,公司预计该框架协议采购金额约为50.09亿元(含税),在2022年1月至2024年12月向双良节能采购21亿片(约12GW)单晶硅片,公司预计该框架协议采购金额约为144.27亿元(含税),每月定价。
- **三费控制稳定,期间费用率同比下降0.98pct。**公司2021年Q1-3期间费用率同比下降0.98pct至7.57%。其中,销售、管理(含研发)、研发、财务费用率分别为0.24%、5.54%、3.69%、1.79%。
- **经营性现金流大幅增长,经营情况明显改善。**公司2021年Q1-3经营活动现金流量净流入1.21亿元,同增272.73%,其中Q3经营活动现金流量净额-1.85亿元;销售商品取得现金72.61亿元,同增88.75%。期末合同负债4.54亿元,比期初增长160.99%。期末应收账款3.23亿元,较期初增长2.14亿元,应收账款周转天数上升2.42天至4.43天。
- **投资建议:**因上游硅片价格高涨,电池片环节受挤压,我们将公司2021-2023年归母净利润从12.58/19.28/25.27亿元下调至3.53/12.48/18.75亿元,同比-56.1%/+253.2%/+50.3%,对应EPS为0.17/0.61/0.92元,对应现价PE分别110.07x、31.17x、20.74x,对应2022年31.17xPE,基于公司行业地位,维持“买入”评级。
- **风险提示:**竞争加剧,政策不及预期等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.10
一年最低/最高价	9.64/20.20
市净率(倍)	7.55
流通A股市值(百万元)	12468.94

基础数据

每股净资产(元)	2.53
资产负债率(%)	65.46
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):爱旭股份21Q1点评:电池片盈利底部,拟募资35亿加速扩产》2021-04-27
- 2、《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
- 3、《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

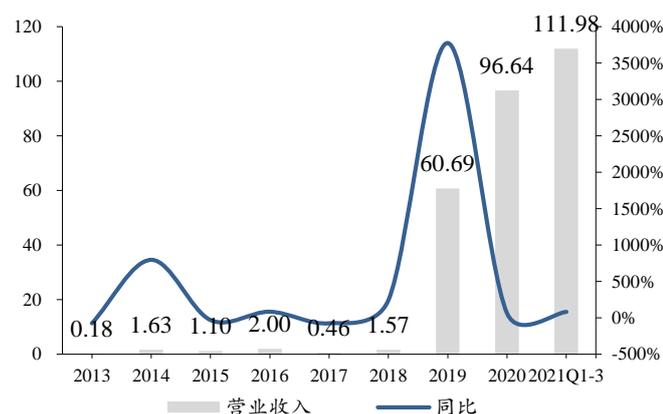
2021年 Q1-3 公司归母净利润-0.46 亿元，同降 112%。公司发布 2021 年三季度报，2021 年 Q1-3 实现营收 111.98 亿元，同比增长 78.99%；实现归母净利润-0.46 亿元，同比下降 112.25%。其中 2021 年 Q3，实现营收 43.3 亿元，同比增长 69.05%，环比增长 12.17%；实现归母净利润-0.22 亿元，同比下降 109.29%，环比下降 82.26%。Q1-3 毛利率为 5.49%，同比下降 7.90pct，Q3 毛利率 5.98%，同比下降 12.01pct，环比上升 4.32pct；Q1-3 归母净利率为 -0.41%，同比下降 6.39pct，Q3 归母净利率 -0.51%，同比下降 9.78pct，环比上升 2.71pct。

表 1: 2021 年 Q1-3 收入 111.98 亿元，同比增长 78.99%；盈利-0.46 亿元，同比下降 112.25%

爱旭股份	2021 年 Q1-3	2020 年 Q1-3	同比	2021 年 Q3	2020 年 Q3	同比	2021 年 Q2	环比
营业收入 (亿元)	111.98	62.56	79.0%	43.30	25.61	69.1%	38.60	12.2%
毛利率 (%)	5.5%	13.4%	-7.9pct	6.0%	18.0%	-12.0pct	1.7%	+4.3pct
营业利润 (亿元)	-0.98	4.50	-121.8%	-0.34	2.84	-111.9%	-1.64	-79.5%
利润总额 (亿元)	-1.25	4.31	-128.9%	-0.55	2.81	-119.4%	-1.68	-67.6%
归属母公司净利润 (亿元)	-0.46	3.74	-112.2%	-0.22	2.37	-109.3%	-1.24	-82.3%
扣非归母净利润 (亿元)	-1.63	2.58	-163.3%	-0.37	2.02	-118.5%	-1.77	-79.0%
归母净利率 (%)	-0.4%	6.0%	-6.4pct	-0.5%	9.3%	-9.8pct	-3.2%	+2.7pct
股本 (亿股)	20.36	20.36	-	20.36	20.36	-	20.36	-
EPS (元)	-0.02	0.18	-112.2%	-0.01	0.12	-109.3%	-0.06	-82.3%

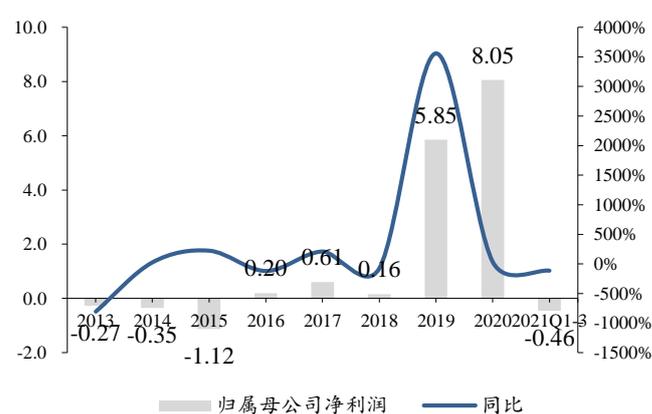
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 1: 2021 年 Q1-3 收入 111.98 亿元，同比+78.99%
(单位：亿元，%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2: 2021 年 Q1-3 归母净利润-0.46 亿元，同比-112.25% (单位：亿元，%)



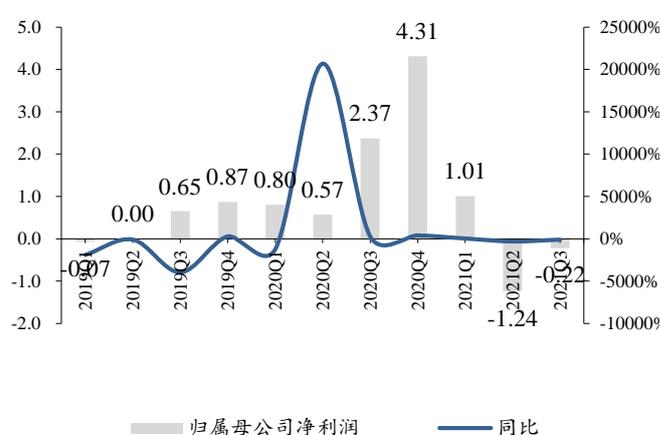
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3: 2021 年 Q3 收入 43.3 亿元, 同比+69.05%
(单位: 亿元, %)



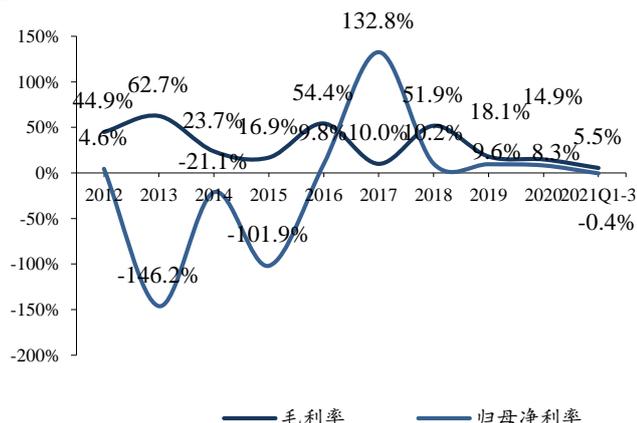
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 2021 年 Q3 归母净利润-0.22 亿元, 同比-109.29%
(单位: 亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 5: 2021 年 Q1-3 毛利率、净利率同比-7.9、-6.39pct (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

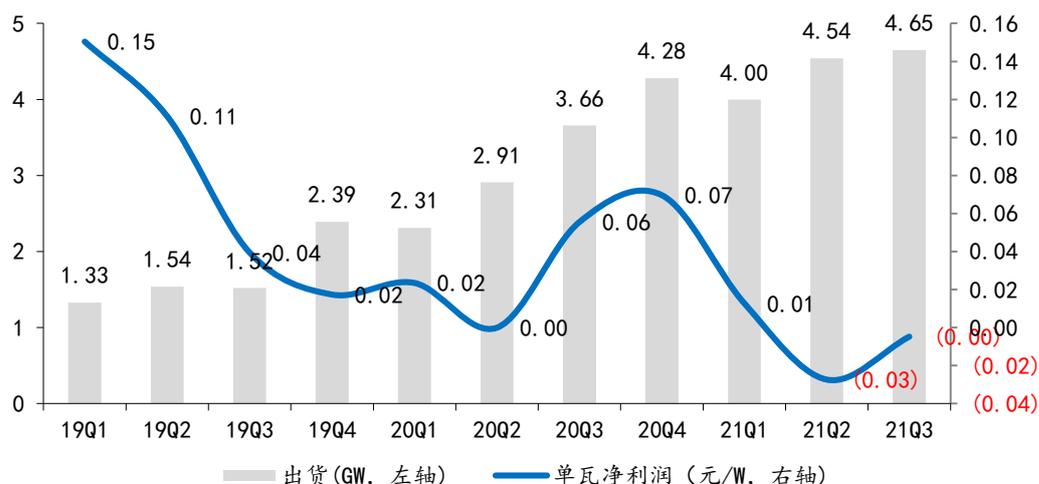
图 6: 2021 年 Q3 毛利率、净利率同比-12.01、-9.78pct (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

单季度出货创新高, 大尺寸占比持续提升, 单瓦盈利环比改善。因三季度下游需求起量, 公司实现基本满产, 单季度出货再创新高, 2021 年 Q3 公司电池片出货 4.5-4.8GW, 同比增长 23-31%, 环比略增。但由于上游硅片持续涨价, 而电池片价格涨幅不及硅片涨幅, 致使公司 Q3 单瓦净利-0.005 元/W, 环比明显好转。结构方面, 公司大尺寸电池出货占比持续提升, 21Q3 大尺寸 (182&210) 出货由 Q2 的 50%左右提升至 60%+, 结构持续优化。2021 年电池片盈利受挤压严重, 行业逐渐出清, 2022 年光伏需求快速增长, 电池片环节将迎来盈利修复。

图 7: 公司电池片产能规划情况 (单位: GW, 元/W)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

PERC 产能扩张完成, N 型电池新技术量产在即。公司目前 36GW 的 PERC 产能已基本实现满产, 产能结构优异, 大尺寸规模行业领先。新技术方面, 公司新一代 N 型 ABC 电池产品研发进展顺利, 目前实验室平均转换效率达 25%, 最高转换效率达 26%。公司计划 2021 年底建成约 300MW 的 ABC 电池量产线以及约 500MW 的 ABC 组件研发线, 2022 年 Q1 可批量供应 ABC 电池产品, 助力新型电池技术的快速落地。N 型电池新技术扩产总规划为 52GW, 其中珠海一期 6.5GW 和义乌一期 2GW 项目将于 2022 年年底投产, 公司预计量产线平均转换效率可达到 25.5%。公司提前布局 N 型新技术, 抢占行业发展先机。

表 2: 爱旭股份电池扩产计划

单位: GW	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	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

签订 28.8 亿片硅片采购长单，强化供应链管理。公司与上机数控、双良节能分别签订硅片长单协议，在 2021 年 11 月-2023 年 12 月向上机数控采购 7.8 亿片(约 4.5GW)单晶硅片，公司预计该框架合同采购金额约为 50.09 亿元(含税)，在 2022 年 1 月至 2024 年 12 月向双良节能采购 21 亿片(约 12GW)单晶硅片，公司预计该框架合同采购金额约为 144.27 亿元(含税)，每月定价。公司积极拓宽硅片供应渠道，通过签订采购长单的模式保障供应链的连续性和稳定性。

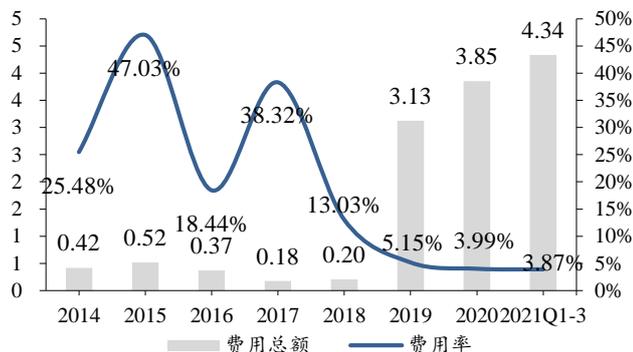
表 3: 公司硅片采购的长单协议梳理

公告日期	交易对象	合同金额	合同履行期限	合同标的
2021 年 10 月 26 日	上机数控子公司 弘元新材	公司预计 2021 年-2023 年采购金额总计为 50.09 亿元(含税, 月度议价)	2021 年 11 月-2023 年 12 月	公司总计向对方采购单晶硅片 78,000 万片(上下浮动不超过 10%)
2021 年 10 月 26 日	双良节能子公司 双良硅材料	公司预计 2022 年-2024 年采购金额总计为 144.27 亿元(含税, 月度议价)	2022 年 1 月 1 日至 2024 年 12 月 31 日	公司子公司拟向双良硅材料采购单晶硅片 210,000 万片(上下浮动不超过 20%)，其中 2022 年采购 30,000 万片，2023 年采购 80,000 万片，2024 年采购 100,000 万片

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

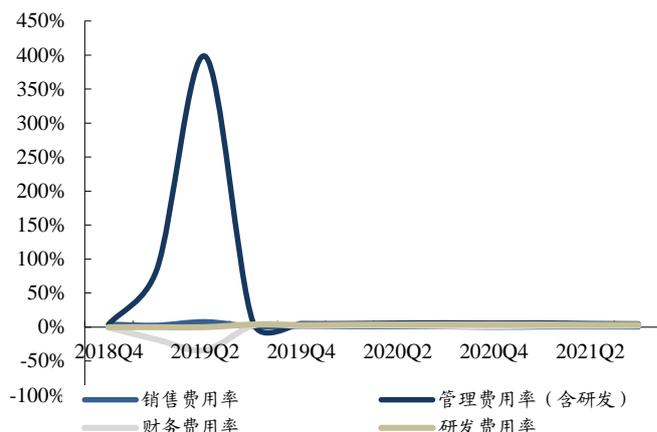
三费控制稳定，期间费用率同比下降 0.98pct。公司 2021 年 Q1-3 费用同比增长 49.32%至 4.34 亿元，期间费用率同比下降 0.98 个百分点至 7.57%。其中，销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比下降 28.70%、上升 63.09%、上升 69.38%、上升 71.80%至 0.27 亿元、6.2 亿元、4.14 亿元、2 亿元；费用率分别下降 0.36、下降 0.54、下降 0.21、下降 0.07 个百分点至 0.24%、5.54%、3.69%、1.79%。Q3，销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比-43.75%/+32.29%/+48.23%/+130.26%，费用率分别为 0.19%/5.06%/3.57%/1.95%。

图 8: 2021 年 Q1-3 期间费用 4.34 亿元, 同比 +49.32% (单位: 亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 9: 2021 年 Q3 期间费用率 7.21%, 同比-1.28pct (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

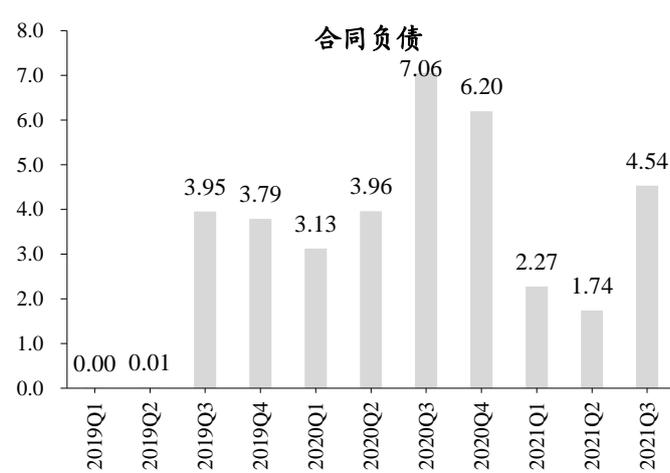
经营性现金流大幅增长, 经营情况明显改善。公司 2021 年 Q1-3 经营活动现金流量净流入 1.21 亿元, 同比增长 272.73%, 其中 Q3 经营活动现金流量净额-1.85 亿元; 销售商品取得现金 72.61 亿元, 同比增长 88.75%。期末合同负债 4.54 亿元, 比期初增长 160.99%。期末应收账款 3.23 亿元, 较期初增长 2.14 亿元, 应收账款周转天数上升 2.42 天至 4.43 天。期末存货 11.27 亿元, 同比增长 6.75 亿元; 存货周转天数下降 0.06 天至 20.19 天。

图 10: 2021 年 Q3 现金净流出-1.85 亿元, 同比-70.04% (单位: 亿元, %)



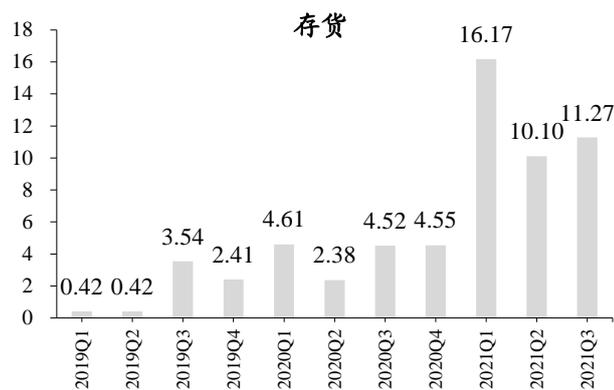
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 11: 2021 年 Q3 期末合同负债 4.54 亿元, 同比-35.74% (单位: 亿元)



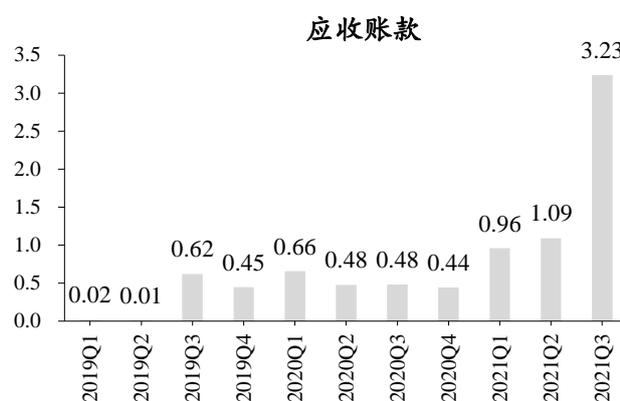
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 12: 2021 年 Q3 期末存货 11.27 亿元, 同比 +6.75 亿元 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 13: 2021 年 Q3 期末应收账款 3.23 亿元, 较期初+2.14 亿元 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

投资建议: 因上游硅片价格高涨, 电池片环节受挤压, 我们将公司 2021 年-2023 年归母净利润从 15.49/23.45/30.74 亿元下调至 3.53/12.48/18.75 亿元, 同比-56.1%、+253.2%、+50.3%, 对应 EPS 为 0.17/0.61/0.92 元, 对应现价 PE 分别 110.07x、31.17x、20.74x, 对应 2022 年 31.17xPE, 基于公司行业地位, 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
流动资产	3,245	6,790	8,296	10,806	营业收入	9,664	16,932	28,095	34,998
现金	1,255	1,693	2,809	3,500	减:营业成本	8,224	15,205	24,583	30,623
应收账款	44	111	147	175	营业税金及附加	16	29	48	59
存货	455	2,586	2,331	3,794	营业费用	32	127	197	227
其他流动资产	1,491	2,399	3,009	3,338	管理费用	206	1,033	1,629	1,750
非流动资产	9,457	10,969	11,248	10,999	财务费用	147	227	333	336
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	8,156	8,447	8,331	加:投资净收益	7	80	80	80
在建工程	1,618	1,341	1,286	1,102	其他收益	4	1	1	2
无形资产	252	288	330	381	营业利润	945	393	1,386	2,083
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
资产总计	12,702	17,759	19,544	21,805	利润总额	911	393	1,387	2,083
流动负债	4,813	9,613	10,397	11,145	减:所得税费用	105	39	139	208
短期借款	1,153	3,075	2,619	1,620	少数股东损益	1	0	0	0
应付账款	1,080	441	2,017	1,045	归属母公司净利润	805	353	1,248	1,875
其他流动负债	2,581	6,097	5,760	8,480	EBIT	990	484	1,523	2,140
非流动负债	2,055	2,102	1,890	1,573	EBITDA	1,529	1,235	2,454	3,176
长期借款	979	1,025	813	496					
其他非流动负债	1,077	1,077	1,077	1,077	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	6,868	11,714	12,287	12,718	每股收益(元)	0.40	0.17	0.61	0.92
少数股东权益	491	491	491	491	每股净资产(元)	2.62	2.73	3.32	4.22
归属母公司股东权益	5,343	5,554	6,766	8,597	发行在外股份(百万股)	2036	2036	2036	2036
负债和股东权益	12,702	17,759	19,544	21,805	ROIC(%)	9.6%	4.0%	12.1%	16.3%
					ROE(%)	13.8%	5.8%	17.2%	20.6%
					毛利率(%)	14.9%	10.2%	12.5%	12.5%
					销售净利率(%)	8.3%	2.1%	4.4%	5.4%
					资产负债率(%)	54.1%	66.0%	62.9%	58.3%
					收入增长率(%)	59.2%	75.2%	65.9%	24.6%
					净利润增长率(%)	37.6%	-56.1%	253.2%	50.3%
					P/E	30.46	69.44	19.66	13.09
					P/B	4.59	4.42	3.63	2.85
					EV/EBITDA	18.01	23.12	10.91	7.80

数据来源: Wind, 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>