

太阳能

爱旭股份 (600732.SH)

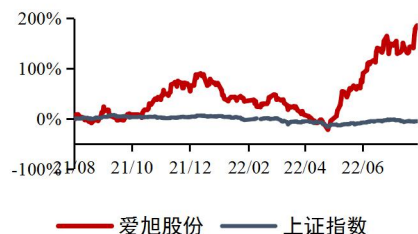
买入-A(维持)

盈利能力持续上行, 大尺寸电池片持续紧缺

2022年8月1日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



投资要点:

➤ **事件:** 7月27日, 爱旭股份发布2022年半年度报告, 公司2022H1实现营业收入159.9亿元, 同比增长132.8%, 实现归母净利润6.0亿元, 同比增长26倍, 扭亏为盈, 接近业绩预告上限。22Q2实现归母净利润3.7亿元, 环比增长62.6%。

➤ **2022H1出货量同比增长94%, 盈利能力将持续提升。**公司半年报披露22H1出货16.5GW, 同比增长94%, 估算单W盈利3.4分。估算Q2单W盈利4-5分, 环比提升1-2分/W。22H1公司存货13.7亿, 同比减少37.5%, 应收账款及票据6.2亿, 环比Q1下降34.9%, 经营活动现金流入23.3亿, 同比增长659.6%。公司资产周转明显增快, 公司ROE显著提升。公司PERC产能约36GW, 大尺寸电池产能占95%以上, 上半年公司产能利用率92%, 同比提升14pct。PVinfolink数据, 22Q2主流尺寸单月供应约14-15GW无法满足下游需求, 我们预计下半年大尺寸PERC供需持续偏紧, 公司达产率将继续提升, 盈利能力将持续恢复。

➤ **珠海6.5GW的ABC电池片项目进展顺利, 预计今年下半年投产。**公司自主研发的N型ABC电池片预计平均量产转换效率可超25.5%。公司的“黑洞”系列组件转换效率达23.5%。预计182尺寸组件输出功率600W+, 210尺寸组件输出功率720W+。首年衰减≤1%, 逐年衰减≤0.35%的超低衰减率, 提供长达30年功率质保。经综合评估, N型ABC组件较目前市场主流的相同尺寸P型PERC组件全生命周期发电量可提高11.6%以上, 具有很好的经济性和市场竞争力。随着下半年公司珠海6.5GW项目的投产, 公司有望凭借领先电池技术获得超额利润。

➤ **研发费用同比增长116%, 专利数量创新高。**上半年公司研发投入5.6亿元, 同比增长116.3%。公司拥有研发人员1647人, 约占公司总人数的22%, 较去年年末增长16.4%, 其中既有海外技术专家, 也有国内985、211等一流大学的博士、硕士。公司逐步培养了一支具有长期光伏电池生产运营丰富经验的工程师团队。报告期内, 公司新增获得授权专利97项, 其中授权发明专利19项。截至报告期末, 公司累计申请专利1279项, 获得授权专利792项, 较去年年末增长11.1%, 其中授权发明专利123项, 较去年年末增长18.3%。

市场数据: 2022年8月1日

收盘价(元):	37.91
总股本(亿股):	20.36
流通股本(亿股):	6.68
流通市值(亿元):	253.09

基础数据: 2022年6月30日

每股净资产(元):	3.04
每股资本公积(元):	1.23
每股未分配利润(元):	0.99

分析师:

肖索

执业登记编码: S0760522030006

邮箱: xiaosuo@sxzq.com

研究助理:

潘海涛

邮箱: panhaitao@sxzq.com



- **投资建议：**预计公司 2022 年-2024 年归母净利润分别为 16.4 亿元、28.6 亿元、43.7 亿元，相当于 2022 年 47.2 倍的动态市盈率（考虑缩股赔偿及定增方案，预计 2022 年动态市盈率约 30 倍），维持“买入-A”的投资评级。
- **风险提示：**新技术后续扩产不及预期、原材料价格大幅波动。

财务数据与估值：

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	9,664	15,471	37,643	43,568	58,267
YoY(%)	59.2	60.1	143.3	15.7	33.7
净利润(百万元)	805	-126	1,637	2,858	4,372
YoY(%)	37.6	-115.6	-1403.6	74.6	53.0
毛利率(%)	14.9	5.6	12.6	17.3	16.5
EPS(摊薄/元)	0.40	-0.06	0.80	1.40	2.15
ROE(%)	13.8	-2.1	22.7	28.5	30.4
P/E(倍)	95.8	-614.8	47.2	27.0	17.7
P/B(倍)	14.4	15.2	11.5	8.1	5.6
净利率(%)	8.3	-0.8	4.3	6.6	7.5

数据来源：聚源数据，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3245	7422	7960	10305	10661
现金	1255	2707	376	436	3573
应收票据及应收账款	267	1052	1843	2514	1969
预付账款	462	986	1910	2931	2366
存货	455	2188	3295	3915	2166
其他流动资产	806	489	536	510	586
非流动资产	9457	10478	14618	15687	16298
长期投资	0	5	9	14	18
固定资产	6403	8809	12285	13277	13808
无形资产	252	389	439	500	572
其他非流动资产	2802	1276	1885	1897	1899
资产总计	12702	17900	22578	25992	26959
流动负债	4813	9656	12639	13416	10287
短期借款	1153	1330	4922	1266	1000
应付票据及应付账款	1953	6452	6707	11318	8142
其他流动负债	1708	1874	1010	832	1145
非流动负债	2055	2662	2720	2535	2304
长期借款	979	1004	1062	877	646
其他非流动负债	1077	1658	1658	1658	1658
负债合计	6868	12318	15360	15951	12591
少数股东权益	491	500	500	500	500
股本	2036	2036	2036	2036	2036
资本公积	1590	1597	1597	1597	1597
留存收益	1717	1449	3013	5713	9783
归属母公司股东权益	5343	5082	6718	9540	13868
负债和股东权益	12702	17900	22578	25992	26959

现金流量表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	271	459	1205	7432	7027
净利润	806	-116	1637	2858	4372
折旧摊销	539	807	1301	1729	2032
财务费用	147	260	667	730	733
投资损失	-7	-32	-10	-12	-15
营运资金变动	-15	-50	-2390	2128	-95
其他经营现金流	-1199	-411	1	1	1
投资活动现金流	-2595	-982	-5431	-2786	-2629
筹资活动现金流	3212	212	-2926	-31	-995
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.40	-0.06	0.80	1.40	2.15
每股经营现金流(最新摊薄)	0.13	0.23	0.59	3.65	3.45
每股净资产(最新摊薄)	2.62	2.50	3.30	4.69	6.81

利润表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	9664	15471	37643	43568	58267
营业成本	8224	14606	32897	36051	48650
营业税金及附加	16	16	38	44	58
营业费用	32	34	84	97	129
管理费用	206	292	715	828	1107
研发费用	380	649	1506	1743	2331
财务费用	147	260	667	730	733
资产减值损失	-23	-34	-100	-800	-200
公允价值变动收益	4	-7	-1	-1	-1
投资净收益	7	32	10	12	15
营业利润	945	-207	1946	3388	5173
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	34	39	21	27	30
利润总额	911	-245	1926	3362	5144
所得税	105	-129	289	504	772
税后利润	806	-116	1637	2858	4372
少数股东损益	1	10	0	0	0
归属母公司净利润	805	-126	1637	2858	4372
EBITDA	1547	628	3403	5298	7209

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	59.2	60.1	143.3	15.7	33.7
营业利润(%)	42.0	-121.9	1040.0	74.1	52.7
归属于母公司净利润(%)	37.6	-115.6	-1403.6	74.6	53.0
获利能力					
毛利率(%)	14.9	5.6	12.6	17.3	16.5
净利率(%)	8.3	-0.8	4.3	6.6	7.5
ROE(%)	13.8	-2.1	22.7	28.5	30.4
ROIC(%)	9.8	-0.8	12.5	22.9	25.7
偿债能力					
资产负债率(%)	54.1	68.8	68.0	61.4	46.7
流动比率	0.7	0.8	0.6	0.8	1.0
速动比率	0.3	0.4	0.2	0.2	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.0	1.9	1.8	2.2
应收账款周转率	21.7	23.4	26.0	20.0	26.0
应付账款周转率	3.8	3.5	5.0	4.0	5.0
估值比率					
P/E	95.8	-614.8	47.2	27.0	17.7
P/B	14.4	15.2	11.5	8.1	5.6
EV/EBITDA	51.8	127.2	24.9	15.3	10.7

数据来源：聚源数据、山西证券研究所

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴
世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业
园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

