

## 股本完成注销, 电池单瓦盈利继续上升

### 投资要点

- **事件:** 公司2019-2021年三年累计实现业绩承诺净利润7.9亿元, 业绩承诺实现率为40.82%。依据协议重大资产重组业绩承诺方涉及补偿股数为8.98亿股, 占回购前总股本44.08%, 目前已经完成回购注销, 公司股本变为11.39亿股。
- **大尺寸技改完成, PERC 电池量利齐升。** 公司上半年出货16.5GW, 同比增长94%。伴随公司产能结构的优化, 公司大尺寸电池销量逐步提升。目前, 公司95%以上的电池产能均可生产182以上尺寸电池, 部分产能可以在182mm和210mm尺寸电池之间灵活切换。目前公司大尺寸产能达到36GW, 单季度出货量有望达到9GW。保证供应链及开工率的情况下, 公司生产成本下降, 盈利能力显著提升。我们测算, 公司2022Q2, 销售电池近9GW, 销量环比进一步提升, 电池单瓦盈利超4分, 盈利能力明显提升, 公司Q2大尺寸出货占比88%, 大尺寸电池盈利接近5分, 近期电池片连续涨价, 公司三季度有望进一步提升单瓦盈利。我们认为, 产业链上下游产能结构失衡, 以及电池新技术扩产的不确定性将导致今后2年大尺寸电池产能供给偏紧, 电池盈利持续上升确定性较强, 预计明年PERC电池单瓦盈利能够达到7分。
- **首创非银涂布技术, 推动ABC非硅成本下降。** 公司近期与珠海迈科斯签订水平涂布机订单。本次公司拟采购的水平涂布机是为ABC电池技术而定制研发的新型设备, 也是ABC电池无银金属化生产环节的核心设备, 在光伏领域使用涂布技术进行太阳能电池的生产属行业首创, 这将使得公司ABC电池的非硅成本接近传统PERC, 并且提高了相应的技术门槛。
- **继续加大研发投入, ABC组件效率全球领先。** 2022年上半年投入研发资金5.60亿元, 同比增长116.26%。公司发布基于ABC电池技术的组件产品, 经过TUV认证效率达到23.5%, 领先全球。目前, 珠海6.5GW的ABC电池量产项目已顺利开工, 项目建设正有序推进中, 预计2022年三季度可建成投产。ABC技术专利壁垒高, 成功量产, 公司将会拥有技术先发优势, 将充分享受技术带来的高毛利。
- **成立赛能公司拓展全球市场, 有望打通ABC技术生态链。** 2022年4月, 公司成立了全资子公司深圳赛能数字能源技术有限公司, 团队主要成员来自于华为, 力图通过基于ABC技术的高端系统产品拓展全球能源市场, 公司将从专业电池厂商转型成为能源互联网产品提供商, 未来将充分受益于全球能源转型。
- **盈利预测与投资建议:** 公司PERC电池片业绩将逐季度提升, 且公司ABC组件发电效率全球领先, 未来有望顺利转型能源互联网产品提供商, 我们提升公司2022-2024年利润分别为17.31/31.4/50.22亿元, 给予23年25倍PE, 目标价69.00元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 下游装机需求受国际形势变化影响突然下滑; 公司ABC电池技术开发失败的风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	15470.50	30200.00	31700.00	42200.00
增长率	60.09%	95.21%	4.97%	33.12%
归属母公司净利润(百万元)	-125.56	1730.62	3140.49	5022.16
增长率	-115.59%	1478.37%	81.47%	59.92%
每股收益EPS(元)	-0.06	1.52	2.76	4.41
净资产收益率ROE	-2.07%	23.64%	31.05%	34.63%
PE	--	24	13	8
PB	13.76	6.18	4.39	3.01

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

联系人: 谢尚师  
电话: 021-58351679  
邮箱: xss@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)	11.39
流通A股(亿股)	6.68
52周内股价区间(元)	10.71-43.7
总市值(亿元)	422.49
总资产(亿元)	169.22
每股净资产(元)	2.53

### 相关研究

1. 爱旭股份(600732): 下半年盈利将持续上升, 高研发投入助推ABC量产 (2022-07-28)
2. 爱旭股份(600732): 二季度业绩超预期, 电池片单位盈利持续上升 (2022-07-15)
3. 爱旭股份(600732): 电池片盈利能力修复, ABC进展顺利 (2022-05-02)

**关键假设：**

- 1、公司 2022 年推出高效率电池技术
- 2、公司电池销量稳步增长，2022 年 34GW，2023 年 45GW，2024 年 60GW
- 3、公司电池单位盈利能力逐步提升，2022-2024 年为 0.05-0.08 元/W

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 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		2021A	2022E	2023E	2024E
电池	收入	15471	30000	31500	42000
	增速	65.5%	93.9%	5.0%	33.3%
	成本	14630.9	27000.0	26775.0	34860.0
	毛利率	5.4%	10.0%	15.0%	17.0%
其他	收入	318.44	200	200	200
	增速	99.9%	-37.2%	0.0%	0.0%
	成本	234.0	148.0	148.0	148.0
	毛利率	26.5%	26.0%	26.0%	26.0%
合计	收入	15470.5	30200.0	31700.0	42200.0
	增速	60.1%	95.2%	5.0%	33.1%
	成本	14605.5	27148.0	26923.0	35008.0
	毛利率	5.6%	10.1%	15.1%	17.0%

数据来源：Wind, 西南证券

**相对估值：**

我们选取光伏行业的四家主流公司作为可比公司，2023 年四家公司平均 PE 为 28 倍。公司是电池片行业龙头公司，业绩开始持续上升，且公司 ABC 技术将有望在今年率先量产，不考虑 ABC 技术带来的影响，我们给予公司 2023 年 25 倍 PE，对应目标价 69.00 元，维持“买入”评级。

**表 2：可比公司估值**

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			21A	22E	23E	21A	22E	23E
002865.SZ	钧达股份	168.67	-1.35	3.29	4.50	--	51.26	37.48
601012.SH	隆基绿能	53.41	1.69	1.90	2.48	31.60	28.15	21.51
002459.SZ	晶澳科技	67.43	1.28	1.86	2.66	52.68	36.33	25.36
688599.SH	天合光能	73.60	0.87	1.68	2.85	84.60	43.83	25.85
平均值						-	39.89	27.55

数据来源：Wind, 西南证券整理，收盘价为 2022/8/29

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	15470.50	30200.00	31700.00	42200.00	净利润	-115.80	1735.62	3150.49	5042.16
营业成本	14605.54	27148.00	26923.00	35008.00	折旧与摊销	807.49	680.19	1138.71	1597.22
营业税金及附加	15.85	37.17	36.84	50.01	财务费用	260.11	260.08	298.27	239.66
销售费用	34.37	78.55	78.44	106.20	资产减值损失	-34.50	0.00	0.00	0.00
管理费用	292.22	594.75	615.78	823.52	经营营运资本变动	1309.67	404.71	-340.01	1037.31
财务费用	260.11	260.08	298.27	239.66	其他	-1768.22	-0.34	-13.12	13.47
资产减值损失	-34.50	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>458.75</b>	<b>3080.27</b>	<b>4234.33</b>	<b>7929.82</b>
投资收益	32.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1481.19	-3500.00	-3500.00	0.00
公允价值变动损益	-6.82	-3.29	-4.46	-4.07	其他	499.38	28.70	-4.46	-4.07
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-981.81</b>	<b>-3471.30</b>	<b>-3504.46</b>	<b>-4.07</b>
<b>营业利润</b>	<b>-207.05</b>	<b>2078.16</b>	<b>3743.20</b>	<b>5968.53</b>	短期借款	177.62	2291.95	64.53	-3686.69
其他非经营损益	-37.71	-36.26	-36.74	-36.58	长期借款	25.31	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>-244.76</b>	<b>2041.90</b>	<b>3706.46</b>	<b>5931.95</b>	股权融资	6.66	0.00	0.00	0.00
所得税	-128.96	306.29	555.97	889.79	支付股利	-142.54	25.11	-346.12	-628.10
净利润	-115.80	1735.62	3150.49	5042.16	其他	145.14	-1612.73	-298.27	-239.66
少数股东损益	9.75	5.00	10.00	20.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>212.19</b>	<b>704.32</b>	<b>-579.87</b>	<b>-4554.44</b>
归属母公司股东净利润	-125.56	1730.62	3140.49	5022.16	<b>现金流量净额</b>	<b>-313.32</b>	<b>313.30</b>	<b>150.00</b>	<b>3371.30</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2706.70	3020.00	3170.00	6541.30	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	2079.71	3718.44	3854.63	5084.95	销售收入增长率	60.09%	95.21%	4.97%	33.12%
存货	2187.58	4089.71	4073.23	5287.63	营业利润增长率	-121.92%	1103.70%	80.12%	59.45%
其他流动资产	447.83	328.69	344.52	455.32	净利润增长率	-114.36%	1598.76%	81.52%	60.04%
长期股权投资	4.55	4.55	4.55	4.55	EBITDA 增长率	-47.21%	250.76%	71.62%	50.68%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	9450.63	12312.84	14716.53	13161.71	毛利率	5.59%	10.11%	15.07%	17.04%
无形资产和开发支出	389.10	347.82	306.55	265.27	三费率	3.79%	3.09%	3.13%	2.77%
其他非流动资产	634.14	633.02	631.90	630.78	净利率	-0.75%	5.75%	9.94%	11.95%
<b>资产总计</b>	<b>17900.24</b>	<b>24455.07</b>	<b>27101.90</b>	<b>31431.52</b>	ROE	-2.07%	23.64%	31.05%	34.63%
短期借款	1330.21	3622.16	3686.69	0.00	ROA	-0.65%	7.10%	11.62%	16.04%
应付和预收款项	6572.22	10693.29	10472.35	14034.55	ROIC	0.34%	21.17%	26.91%	39.36%
长期借款	1004.12	1004.12	1004.12	1004.12	EBITDA/销售收入	5.56%	9.99%	16.34%	18.50%
其他负债	3411.68	1792.62	1791.51	1831.54	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>12318.24</b>	<b>17112.19</b>	<b>16954.66</b>	<b>16870.21</b>	总资产周转率	1.01	1.43	1.23	1.44
股本	2036.33	1138.79	1138.79	1138.79	固定资产周转率	2.03	3.56	2.08	1.96
资本公积	1596.52	2494.06	2494.06	2494.06	应收账款周转率	116.59	116.13	100.48	106.44
留存收益	1448.98	3204.71	5999.08	10393.14	存货周转率	10.86	8.59	6.58	7.47
归属母公司股东权益	5081.69	6837.56	9631.93	14025.99	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	55.79%	—	—	—
少数股东权益	500.31	505.31	515.31	535.31	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>5582.01</b>	<b>7342.88</b>	<b>10147.24</b>	<b>14561.31</b>	资产负债率	68.82%	69.97%	62.56%	53.67%
负债和股东权益合计	17900.24	24455.07	27101.90	31431.52	带息债务/总负债	18.95%	27.03%	27.67%	5.95%
					流动比率	0.77	0.77	0.80	1.22
					速动比率	0.54	0.49	0.52	0.85
					股利支付率	-113.53%	-1.45%	11.02%	12.51%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	-0.06	1.52	2.76	4.41
					每股净资产	2.50	6.00	8.46	12.32
					每股经营现金	0.23	2.70	3.72	6.96
					每股股利	0.07	-0.02	0.30	0.55
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	860.55	3018.44	5180.18	7805.41					
PE	---	24.41	13.45	8.41					
PB	13.76	6.18	4.39	3.01					
PS	4.52	1.40	1.33	1.00					
EV/EBITDA	81.66	14.32	8.33	4.62					
股息率	0.20%	—	0.82%	1.49%					

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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 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

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 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	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn