

太阳能

爱旭股份（600732.SH）

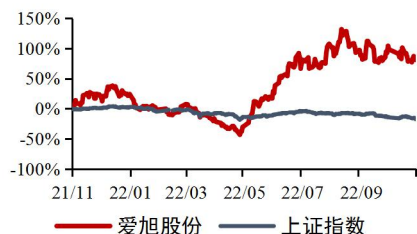
买入-A(维持)

Q3 业绩大幅超预期，单 W 盈利能力大幅提升

2022 年 10 月 31 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2022 年 10 月 28 日

收盘价（元）：	34.13
年内最高/最低（元）：	44.60/10.49
流通 A 股/总股本（亿）：	8.43/11.39
流通 A 股市值（亿）：	287.70
总市值（亿）：	388.67

基础数据：2022 年 9 月 30 日

基本每股收益：	0.72
摊薄每股收益：	0.72
每股净资产（元）：	6.13
净资产收益率：	19.93

分析师：

肖索

执业登记编码：S0760522030006

邮箱：xiaosuo@sxzq.com

➤ **事件：**10 月 30 日，公司发布 2022 年三季报，Q1-Q3 实现营收 258.3 亿元，同比增长 130.7%，实现归母净利润 13.9 亿元；Q3 实现营收 98.4 亿元，同比增长 127.3%，实现归母净利润 7.9 亿元（扣非归母净利润 7.2 亿元），同比扭亏为盈，环比增长 115%，业绩大幅超预期。

➤ **单 W 盈利大幅提升，订单大幅增长。**上半年公司完成大尺寸电池片改造后产能约 36-38GW，我们预计公司 Q3 出货约 9GW，单瓦净利约 8 分，环比提升约 4 分；Q3 末合同负债 19.5 亿元，环比提升 167.1%，可见订单饱满，预计 Q4 继续满产满销。Q3 盈利继续大幅提升，一方面是因为公司大尺寸电池片占比持续提升。另外，由于去年电池片全行业亏损，新增产能较少，今年以来随下游需求逐季度增长，电池片逐步成为产业链瓶颈，电池片价格涨幅高于原材料价格涨幅。考虑目前仍处于电池片新旧技术转变关键点，新技术往往规划多投产少，成熟技术又有被新技术取代的风险不敢大量投产，电池片实际新增产能有限，展望明后年仍然是电池片盈利上行周期。

➤ **ABC 新技术有序推进，盈利能力将超市场预期。**预计公司 ABC 新技术今年底产能 6.5GW，明年出货有望超 5GW。目前珠海 ABC 项目施工已经进入图斑招标收尾工作，处于边建设边生产的状态，年内有望完成产能爬坡。ABC 产品组件效率 23.5%+，电池片效率 25.5%+，公司目标提升至 27.5%，极限效率 29.2%是单节硅基光伏电池的天花板。该产品定位高端屋顶分布式光伏市场，产品溢价 0.2 元/W-2 元/W，ABC 采用去银技术，非硅成本有望低于 PERC 产品，ABC 实际盈利能力将大幅超越 PERC 等产品。

投资建议

➤ 多因素导致公司 Q3 单 W 盈利能力超预期上行，我们上调了公司 2022 年-2024 年归母净利润分别至 23.3 亿元、36.3 亿元、55.2 亿元（原预测 16.8 亿元、28.7 亿元、43.6 亿元），相当于 2023 年 10.7 倍的动态市盈率，维持“买入-A”的投资评级。

风险提示

➤ ABC 技术不及预期；光伏行业需求不及预期。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



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	36,985	43,568	53,467
YoY(%)	59.2	60.1	139.1	17.8	22.7
净利润(百万元)	805	-126	2,327	3,627	5,524
YoY(%)	37.6	-115.6	1953.1	55.9	52.3
毛利率(%)	14.9	5.6	14.7	19.2	19.7
EPS(摊薄/元)	0.71	-0.11	2.04	3.18	4.85
ROE(%)	13.8	-2.1	29.4	31.5	32.5
P/E(倍)	48.3	-309.6	16.7	10.7	7.0
P/B(倍)	7.3	7.6	5.2	3.5	2.4
净利率(%)	8.3	-0.8	6.3	8.3	10.3

数据来源: 最闻, 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	6878	9205	14969
现金	1255	2707	370	436	8314
应收票据及应收账款	267	1052	1793	2564	1549
预付账款	462	986	1859	2982	1879
存货	455	2188	2319	2711	2655
其他流动资产	806	489	538	513	573
非流动资产	9457	10478	14468	15833	15655
长期投资	0	5	9	14	18
固定资产	6403	8809	12155	13413	13235
无形资产	252	389	439	500	572
其他非流动资产	2802	1276	1864	1906	1830
资产总计	12702	17900	21346	25039	30624
流动负债	4813	9656	10726	10973	11369
短期借款	1153	1330	2171	1978	2000
应付票据及应付账款	1953	6452	6166	7918	6392
其他流动负债	1708	1874	2388	1077	2977
非流动负债	2055	2662	2711	2550	2241
长期借款	979	1004	1053	892	583
其他非流动负债	1077	1658	1658	1658	1658
负债合计	6868	12318	13437	13523	13610
少数股东权益	491	500	500	500	500
股本	2036	2036	1139	1139	1139
资本公积	1590	1597	2494	2494	2494
留存收益	1717	1449	3673	7099	12241
归属母公司股东权益	5343	5082	7408	11015	16515
负债和股东权益	12702	17900	21346	25039	30624

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	3710	4209	10684
净利润	806	-116	2327	3627	5524
折旧摊销	539	807	1293	1728	2004
财务费用	147	260	575	712	682
投资损失	-7	-32	-10	-12	-15
营运资金变动	-15	-50	-475	-1847	2488
其他经营现金流	-1199	-411	1	1	1
投资活动现金流	-2595	-982	-5273	-3082	-1812
筹资活动现金流	3212	212	-2846	33	-16
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.71	-0.11	2.04	3.18	4.85
每股经营现金流(最新摊薄)	0.24	0.40	3.26	3.70	9.38
每股净资产(最新摊薄)	4.69	4.46	6.51	9.67	14.50

利润表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	9664	15471	36985	43568	53467
营业成本	8224	14606	31546	35211	42930
营业税金及附加	16	16	37	44	53
营业费用	32	34	82	97	119
管理费用	206	292	703	828	1016
研发费用	380	649	1479	1743	2139
财务费用	147	260	575	712	682
资产减值损失	-23	-34	-81	-793	-214
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	2758	4293	6529
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	2737	4267	6499
所得税	105	-129	411	640	975
税后利润	806	-116	2327	3627	5524
少数股东损益	1	10	0	0	0
归属母公司净利润	805	-126	2327	3627	5524
EBITDA	1547	628	4124	6141	8517

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	139.1	17.8	22.7
营业利润(%)	42.0	-121.9	1432.0	55.7	52.1
归属于母公司净利润(%)	37.6	-115.6	1953.1	55.9	52.3
获利能力					
毛利率(%)	14.9	5.6	14.7	19.2	19.7
净利率(%)	8.3	-0.8	6.3	8.3	10.3
ROE(%)	13.8	-2.1	29.4	31.5	32.5
ROIC(%)	10.6	-0.9	21.2	25.6	27.9
偿债能力					
资产负债率(%)	54.1	68.8	62.9	54.0	44.4
流动比率	0.7	0.8	0.6	0.8	1.3
速动比率	0.3	0.4	0.2	0.3	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.0	1.9	1.9	1.9
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	5.0	6.0
估值比率					
P/E	48.3	-309.6	16.7	10.7	7.0
P/B	7.3	7.6	5.2	3.5	2.4
EV/EBITDA	26.6	64.9	10.4	6.9	4.0

数据来源：最闻、山西证券研究所



分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，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、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

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

