

公司研究

大尺寸 PERC 电池片盈利持续超预期，供需偏紧态势持续

——爱旭股份（600732.SH）2022 年三季度报点评

要点

事件：公司发布 2022 年三季度报告，2022 前三季度实现营业收入 258.28 亿元，同比增长 130.65%，实现归母净利润 13.90 亿元，同比扭亏；其中 2022Q3 实现归母净利润 7.94 亿元，环比增长 115.18%。

销售规模稳步提升，大尺寸 PERC 电池片盈利持续改善。出货方面，2022 前三季度公司实现 PERC 电池片出货量约 25GW，第三季度实现出货量约 8.5GW；上半年公司完成产能改造后（166mm 改造为 182mm）第三季度基本实现满产满销。与此同时公司销售结构持续优化，2022Q3 大尺寸电池片销售占比从 2022Q2 的 88% 进一步提升至 94% 以上。

盈利方面，终端需求保持旺盛带动产业链价格维持高位，大尺寸 PERC 电池片需求持续提升背景下基本无新增产能释放，供需形势阶段性紧缺推动盈利能力改善，公司 2022Q3 毛利率环比提升 3.26 个 pct 至 14.31%。

大尺寸 PERC 电池片盈利有望维持高位，公司 ABC 电池量产在即。我们认为大尺寸电池片盈利维持高位有望维持至 2023H1：（1）下游需求景气度维持，大尺寸 PERC 电池供需紧缺态势持续，头部企业均满产且单瓦盈利有望进一步改善；（2）硅料/硅片价格近期均有所下调且展望 2023 年仍有望进一步下行，电池片成本有望持续下降；（3）电池片新技术百花齐放，通过高效率带来单瓦售价溢价，且技术降本持续推进带来单瓦盈利进一步提升预期。

此外，公司积极推进新电池技术产业化落地，2022 年 6 月正式推出基于 ABC 电池的“黑洞”系列组件及整体解决方案服务，预计 N 型 ABC 电池片平均量产转换效率可超 25.5%， “黑洞”系列组件转换效率将达 23.5%。随着珠海 6.5GW（远期规划 26GW）和义乌 2GW（远期规划 26GW）ABC 电池片项目陆续投产，公司有望凭借行业领先的电池技术水平实现超额盈利。

维持“买入”评级：2022 年 N 型电池产能加速扩张和 P 型大尺寸 PERC 电池需求快速释放引发的供需错配带动大尺寸 PERC 电池盈利快速修复，且 2023H1 该态势仍有望维持，叠加 ABC 电池量产在即，我们上调公司盈利预测，预计公司 22-24 年归母净利润分别为 22.27/33.21/43.98 亿元（上调 54%/上调 56%/上调 44%），对应 EPS 分别为 1.96/2.92/3.86 元，当前股价对应 22-24 年 PE 分别为 20/14/10 倍。公司大尺寸 PERC 电池片盈利持续改善，ABC 电池技术的提前布局也将保障公司在产业链降价背景下获取超额收益，**维持“买入”评级。**

风险提示：光伏全球装机、公司产能扩张和产品销售不及预期，光伏产业链价格战剧烈程度、技术迭代速度超预期、专业化公司技术优势逐步减弱。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	9,664	15,471	37,686	43,281	56,123
营业收入增长率	59.23%	60.09%	143.60%	14.85%	29.67%
净利润（百万元）	805	-126	2,227	3,321	4,398
净利润增长率	37.63%	-115.59%	-	49.12%	32.45%
EPS（元）	0.40	-0.06	1.96	2.92	3.86
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.07%	-2.47%	30.47%	31.24%	29.27%
P/E	101	-	20	14	10
P/B	15.2	16.0	6.2	4.3	3.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-02

注：回购后，公司股本从 2021 年的 20.36 亿股变更为 2022 年的 11.39 亿股

买入（维持）

当前价：39.99 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsecn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haopian@ebsecn.com

分析师：黄帅斌

执业证书编号：S0930520080005

021-52523828

huangshuaibin@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	11.39
总市值(亿元):	455.40
一年最低/最高(元):	10.49/44.60
近 3 月换手率:	150.24%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	12.15	22.66	122.67
绝对	10.99	13.09	98.96

资料来源：Wind

相关研报

大尺寸 PERC 电池盈利超预期，ABC 电池有望获得超额利润——爱旭股份（600732.SH）2022 年半年报点评（2022-07-28）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	9,664	15,471	37,686	43,281	56,123
营业成本	8,224	14,606	32,814	36,748	47,744
折旧和摊销	536	804	1,120	1,296	1,472
税金及附加	16	16	38	43	56
销售费用	32	34	75	87	112
管理费用	206	292	603	692	898
研发费用	380	649	1,507	1,818	2,357
财务费用	147	260	309	353	256
投资收益	7	32	0	0	0
营业利润	945	-207	2,513	3,742	4,953
利润总额	911	-245	2,513	3,742	4,953
所得税	105	-129	276	412	545
净利润	806	-116	2,237	3,331	4,408
少数股东损益	1	10	10	10	10
归属母公司净利润	805	-126	2,227	3,321	4,398
EPS(元)	0.40	-0.06	1.96	2.92	3.86

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	271	459	1,866	4,998	6,308
净利润	805	-126	2,227	3,321	4,398
折旧摊销	536	804	1,120	1,296	1,472
净营运资金增加	1,235	-481	5,133	819	1,754
其他	-2,305	261	-6,614	-437	-1,317
投资活动产生现金流	-2,595	-982	-2,032	-2,018	-2,020
净资本支出	-2,602	-895	-2,020	-2,020	-2,020
长期投资变化	0	5	0	0	0
其他资产变化	7	-91	-12	2	0
融资活动现金流	3,212	212	3,112	-2,141	-2,362
股本变化	206	0	-898	0	0
债务净变化	1,154	785	3,422	-1,788	-2,106
无息负债变化	114	4,665	-377	745	2,080
净现金流	885	-313	2,946	839	1,926

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	14.9%	5.6%	12.9%	15.1%	14.9%
EBITDA 率	17.4%	5.9%	10.5%	12.5%	12.0%
EBIT 率	11.8%	0.7%	7.5%	9.5%	9.3%
税前净利润率	9.4%	-1.6%	6.7%	8.6%	8.8%
归母净利润率	8.3%	-0.8%	5.9%	7.7%	7.8%
ROA	6.3%	-0.6%	9.6%	13.1%	14.8%
ROE (摊薄)	15.1%	-2.5%	30.5%	31.2%	29.3%
经营性 ROIC	11.3%	0.6%	16.9%	22.2%	24.8%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	54%	69%	66%	56%	48%
流动比率	0.67	0.77	0.93	1.15	1.48
速动比率	0.58	0.54	0.72	0.90	1.15
归母权益/有息债务	1.84	1.38	1.03	2.00	4.67
有形资产/有息债务	4.23	4.63	3.14	4.63	9.02

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	12,702	17,900	23,181	25,470	29,852
货币资金	1,255	2,707	5,653	6,492	8,419
交易性金融资产	5	10	10	10	10
应收账款	44	221	356	396	497
应收票据	223	831	1,319	1,515	1,964
其他应收款 (合计)	13	42	113	130	168
存货	455	2,188	2,602	2,917	3,796
其他流动资产	701	406	406	406	406
流动资产合计	3,245	7,422	11,803	13,367	17,202
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	5	5	5	5
固定资产	6,403	8,809	9,550	10,125	10,530
在建工程	1,618	642	800	950	1,092
无形资产	252	389	389	389	389
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	951	88	88	88	88
非流动资产合计	9,457	10,478	11,378	12,102	12,651
总负债	6,868	12,318	15,363	14,320	14,294
短期借款	1,153	1,330	4,752	2,964	858
应付账款	1,080	1,721	2,625	2,940	3,819
应付票据	873	4,730	3,281	3,675	4,774
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	77	40	40	40	40
流动负债合计	4,813	9,656	12,700	11,658	11,632
长期借款	979	1,004	1,004	1,004	1,004
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	664	880	880	880	880
非流动负债合计	2,055	2,662	2,662	2,662	2,662
股东权益	5,834	5,582	7,819	11,150	15,558
股本	2,036	2,036	1,139	1,139	1,139
公积金	1,617	1,624	2,744	3,063	3,063
未分配利润	1,690	1,421	3,426	6,427	10,826
归属母公司权益	5,343	5,082	7,309	10,629	15,028
少数股东权益	491	500	510	520	530

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	0.34%	0.22%	0.20%	0.20%	0.20%
管理费用率	2.13%	1.89%	1.60%	1.60%	1.60%
财务费用率	1.52%	1.68%	0.82%	0.82%	0.46%
研发费用率	3.93%	4.20%	4.00%	4.20%	4.20%
所得税率	12%	53%	11%	11%	11%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.07	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.13	0.23	1.64	4.39	5.54
每股净资产	2.62	2.50	6.42	9.33	13.20
每股销售收入	4.75	7.60	33.09	38.01	49.28

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	101	-	20	14	10
PB	15.2	16.0	6.2	4.3	3.0
EV/EBITDA	51.0	93.8	13.6	9.6	7.4
股息率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE