

电力设备

2022年10月31日

爱旭股份 (600732)

——PERC 盈利能力提升显著，ABC 量产在即

报告原因：有业绩公布需要点评

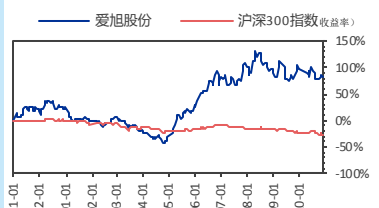
买入 (上调)

| 市场数据: | 2022年10月28日 |
|-------------|------------------|
| 收盘价(元) | 34.13 |
| 一年内最高/最低(元) | 44.6/10.49 |
| 市净率 | 6.0 |
| 息率(分红/股价) | - |
| 流通A股市值(百万元) | 28770 |
| 上证指数/深证成指 | 2915.93/10401.84 |

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

| 基础数据: | 2022年09月30日 |
|--------------|-------------|
| 每股净资产(元) | 5.69 |
| 资产负债率% | 69.67 |
| 总股本/流通A股(百万) | 1139/843 |
| 流通B股/H股(百万) | -/- |

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

朱栋 A0230522050001
zhudong@swsresearch.com

联系人

朱栋
(8621)23297818×
zhudong@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 爱旭股份 2022 年 10 月 30 日公告 22 年三季报。22 年公司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，扣非后归母净利润 12.73 亿元；单三季度实现营业收入 98.43 亿元，同比增长 127.31，实现归母净利润 7.94 亿元，扣非后归母净利润 7.18 亿元。
- **PERC 电池单瓦盈利能力显著提升。**公司目前 PERC 产能约 36GW，我们预计公司三季度 PERC 电池出货约 8.5-9GW，单瓦盈利超过 0.08 元。22 年以来电池片紧缺，公司凭借优异的产品品质和稳定的供应能力，对下游的议价能力较强，电池盈利能力逐季度提升，三季度单瓦盈利水平位居行业前列。
- **PERC 电池预售订单充足，四季度出货有保障。**据三季报显示，公司 22 年三季度末合同负债金额为 19.54 亿，单个 Q3 合同负债增加超 12 亿。该合同负债主要为 PERC 电池预售款，按照 1.33 元/W 的电池价格计算，假设预付款 50%，则公司目前合同负债对应的预售订单量约为 3 GW。大量的预售订单为 Q4 的电池出货提供了充足保障。
- **ABC 将打开未来成长空间。**公司自主研发新一代 N 型背接触电池，平均量产效率达 25.5%，具有美观、抗衰减、发电效益好等独特优势。公司 ABC 未来将以组件或整体解决方案的形式面向高端分布式或海外高溢价市场。公司合计布局 52GW N 型 ABC 电池，其中珠海 6.5GW 项目预计将于 22 年下半年出片。截止 2022 年 9 月 30 日，公司已与 11 家合作伙伴就 N 型电池的销售或合作签署了相关销售合同或合作框架协议，涉及到的规模约 1.78GW，我们预计 2023 年出货 5GW 以上。公司新产品通过组件或系统方式出售，叠加 ABC 技术，预计新产品可以获得更高的单瓦盈利水平，为公司的业绩提供第二增长极。
- **上调公司至“买入”评级。**公司为光伏电池片龙头，2021 年光伏 PERC 电池片出货量行业第二。自 2022 年以来大尺寸 PERC 电池片供需错配导致电池片多次涨价，公司电池片业务受益扭亏为盈，业绩逐季修复，三季度单瓦盈利位居行业前列。未来 N 型 ABC 产品将为公司带来新业绩增量。我们前次预计公司 22-24 年净利润为 15.92/30.4/38.34 亿元，在 22 年电池片紧缺的背景下，我们预计电池价格将维持高位，上调 22、23 年全年 PERC 电池销售均价，本次预计 22-24 年归母净利润为 18.21/32.74/38.46 亿元，当前股价对应 PE 分别为 21/12/10 倍。我们选取在 N 型技术布局较为领先的晶科能源、中来股份和电池龙头公司通威股份作为可比公司，上述三家公司 23 年 wind 一致预期 PE 为 20 倍，我们给予爱旭股份 23 年行业平均估值 20 倍 PE，**上调公司至“买入”评级。**
- **风险提示：**全球光伏装机需求不及预期；原材料价格上涨；新技术产业化进度不及预期。

财务数据及盈利预测

| | 2021 | 22Q1-Q3 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元) | 15,471 | 25,828 | 39,129 | 44,174 | 53,006 |
| 同比增长率(%) | 60.1 | 130.7 | 152.9 | 12.9 | 20.0 |
| 归母净利润(百万元) | -126 | 1,390 | 1,821 | 3,274 | 3,846 |
| 同比增长率(%) | - | - | - | 79.7 | 17.5 |
| 每股收益(元/股) | -0.06 | 1.22 | 1.60 | 2.87 | 3.38 |
| 毛利率(%) | 5.6 | 11.2 | 11.1 | 14.7 | 14.5 |
| ROE(%) | -2.5 | 21.5 | 26.4 | 32.2 | 27.4 |
| 市盈率 | - | - | - | - | - |

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

| 百万元, 百万股 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 | 9,664 | 15,471 | 39,129 | 44,174 | 53,006 |
| 其中: 营业收入 | 9,664 | 15,471 | 39,129 | 44,174 | 53,006 |
| 减: 营业成本 | 8,224 | 14,606 | 34,783 | 37,663 | 45,305 |
| 减: 税金及附加 | 16 | 16 | 40 | 45 | 54 |
| 主营业务利润 | 1,424 | 849 | 4,306 | 6,466 | 7,647 |
| 减: 销售费用 | 32 | 34 | 78 | 177 | 212 |
| 减: 管理费用 | 206 | 292 | 739 | 834 | 1,001 |
| 减: 研发费用 | 380 | 649 | 1,534 | 1,774 | 2,144 |
| 减: 财务费用 | 147 | 260 | 55 | 49 | -15 |
| 经营性利润 | 658 | -387 | 1,900 | 3,632 | 4,305 |
| 加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列) | 0 | -5 | 0 | 0 | 0 |
| 加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列) | -23 | -34 | 23 | 0 | 0 |
| 加: 投资收益及其他 | 310 | 219 | 227 | 226 | 225 |
| 营业利润 | 945 | -207 | 2,149 | 3,857 | 4,530 |
| 加: 营业外净收入 | -33 | -38 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 911 | -245 | 2,149 | 3,857 | 4,530 |
| 减: 所得税 | 105 | -129 | 317 | 574 | 675 |
| 净利润 | 806 | -116 | 1,831 | 3,283 | 3,855 |
| 少数股东损益 | 1 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 805 | -126 | 1,821 | 3,274 | 3,846 |
| 全面摊薄总股本 | 2,036 | 2,036 | 1,139 | 1,139 | 1,139 |
| 每股收益 (元) | 0.42 | -0.06 | 1.60 | 2.87 | 3.38 |

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

信息披露

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，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。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

| | | | |
|--------|-----|---------------|----------------------|
| 华东 A 组 | 陈陶 | 021-33388362 | chentao1@swwhysc.com |
| 华东 B 组 | 谢文霓 | 18930809211 | xiewenni@swwhysc.com |
| 华北组 | 李丹 | 010-66500631 | lidan4@swwhysc.com |
| 华南组 | 李昇 | 0755-82990609 | Lisheng5@swwhysc.com |

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|-------------------|----------------------------|
| 买入 (Buy) | ：相对强于市场表现 20% 以上； |
| 增持 (Outperform) | ：相对强于市场表现 5% ~ 20%； |
| 中性 (Neutral) | ：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5% 以下。 |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight) | ：行业超越整体市场表现； |
| 中性 (Neutral) | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。 |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。