优质产能助力量利齐升，新技术、新格局赋能公司新成长

亿晶光电首次覆盖

证券研究报告

太平洋证券研究院
新能源团队 刘强
执业资格证书登记编号：S1190522080001

2023年2月19日

报告摘要

1、腾笼换鸟激活公司新动能，步步为营落地一体化+海内外布局

公司深耕光伏行业多年，持续打造自身品牌，2019年勤诚达入股后，开启腾笼换鸟战略，淘汰落后产能，重视技术研发与精益化管理；新管理层重视海内外市场开拓，以一体化战略为抓手，持续打造优质产能。

2、产业链报价下行催化盈利提升，2023年盈利有望高速增长

2023年，随着硅料产能加速投放，上游产能加速走向过剩，产业链报价下行已成定局；电池片环节，2023年上半年优质大尺寸产能有限，有望维持较强的盈利能力；组件环节，在产业链报价下行过程中，期货性质带来盈利修复的空间；亿晶光电拥有5GW优质电池片产能以及10GW优质组件产能，2023年盈利有望高速增长。

3、TOPCon新产能为后续营收与盈利增长保驾护航

2023年新技术迭代加速，全行业TOPCon产能逐季加速落地，2023年二季度建设的TOPCon产能有望通过直接导入SE取得一定优势；亿晶光电10GW的TOPCon产能即将在2023年二季度落地，N型产品将强有力助力营收与盈利的提升。

4、投资建议及盈利预测

我们预计2022/2023/2024年公司营业收入分别为100.46/151.93/193.70亿元，同比增长146.03%/51.23%/27.49%；归母净利润分别为1.28亿元、6.29亿元、8.42亿元，同比增长121.22%/392.29%/33.78%，对应EPS分别为0.11/0.53/0.71元，当前股价对应PE为77.54/15.75/11.77。首次评级，给予“买入”评级。

5、风险提升

全球光伏新增装机需求不及预期、行业新技术迭代超预期、公司产能投放进度不及预期

目录
Contents

1 腾笼换鸟激活新动能，新团队、优质产能助力量利齐升

2 积极布局海内外渠道，产业链报价波动下凸显弹性

3 借新技术有望破茧成蝶，一体化布局步步为营

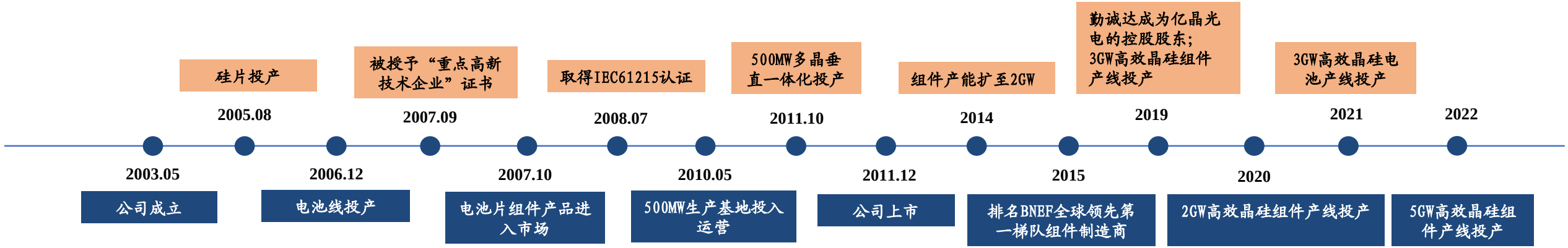
4 投资建议及盈利预测

5 风险提示

1.1 光伏老牌企业“腾笼换鸟”，勤诚达入主激活新动能

2003年，亿晶光电注册成立，随着硅片、电池片、组件产能落地，亿晶光电在行业内率先实现垂直一体化布局；2011年成为沪市A股第一家光伏上市公司。2019年，勤诚达集团入主成为控股股东，开启“腾笼换鸟”战略，淘汰落后产能，计提资产减值，2020年公司投产了3GW+2GW的高效晶硅组件产线和2GW的电池产线，2021年公司投产了3GW的高效电池片产线。2022年，公司基本完成老旧产能减值计提，拥有5GW高质量Perc产能与10GW优质组件产能。

图1：光伏老牌企业“腾笼换鸟”，勤诚达入主激活新动能

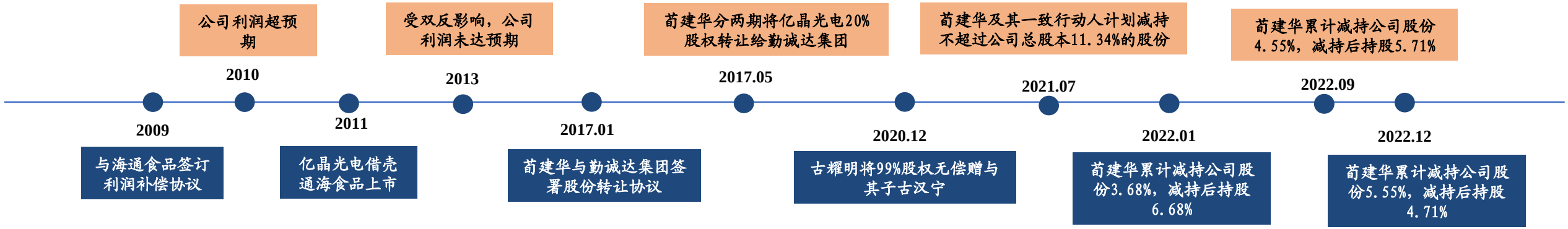


资料来源：亿晶光电官网、公司公告、太平洋研究院整理

1.2 行业波动下股权变动，2022年股权更迭基本完成

行业波动下股权变动，2022年股权更迭基本完成。2009年，荀建华与海通食品签订大额利润补偿协议。贸易摩擦后，行业报价波动加剧，公司在2011、2012、2013年净利润未达预期。2017年1月，荀建华与勤诚达集团签署股份转让协议。2017年5月，公告称荀建华将分两期把亿晶光电20%股权转让给勤诚达集团。2020年12月，古耀明与其子古汉宁签署《赠与合同》，将其持有的勤诚达控股99%股权无偿赠与古汉宁。2021年7月，荀建华及其一致行动动人计划减持公司股份不超过总股本的11.34%。勤诚达集团的入主持续为公司注入新动能。

图2：2022年股权更迭基本完成



资料来源：亿晶光电官网、公司公告、太平洋研究院整理

1.2 新任管理层实力强劲，技术团队底蕴深厚

股权变动走向尾声，管理层也经历了新一轮变革。新任管理层杨庆忠、唐骏等人拥有者丰富的经营经验，唐骏先后任职于荣德新能源、无锡尚德等企业，拥有丰富的光伏行业投资、经营经验。

技术团队底蕴深厚。孙铁囤博士获西安电子科技大学硕士和上海交通大学应用物理博士学位，1998年到新加坡南洋理工大学任博士后高级访问学者，2004年任上海交通大学太阳能研究所所长、副教授，现任亿晶光电副总裁，有着丰富的光伏行业产研经验。

公司技术团队现有四百余人，对TOPCon和PERC中的相似工艺流程有成熟的技术经验积累，公司还有国家科技部国际科技合作司授牌建立的“国际科技合作基地”、博士后科研工作站、江苏省光伏工程研究院等科研和开发平台，与众多高校建立合作，有长期积累的技术优势和人才储备。

表1：新任管理层实力强劲，技术团队底蕴深厚

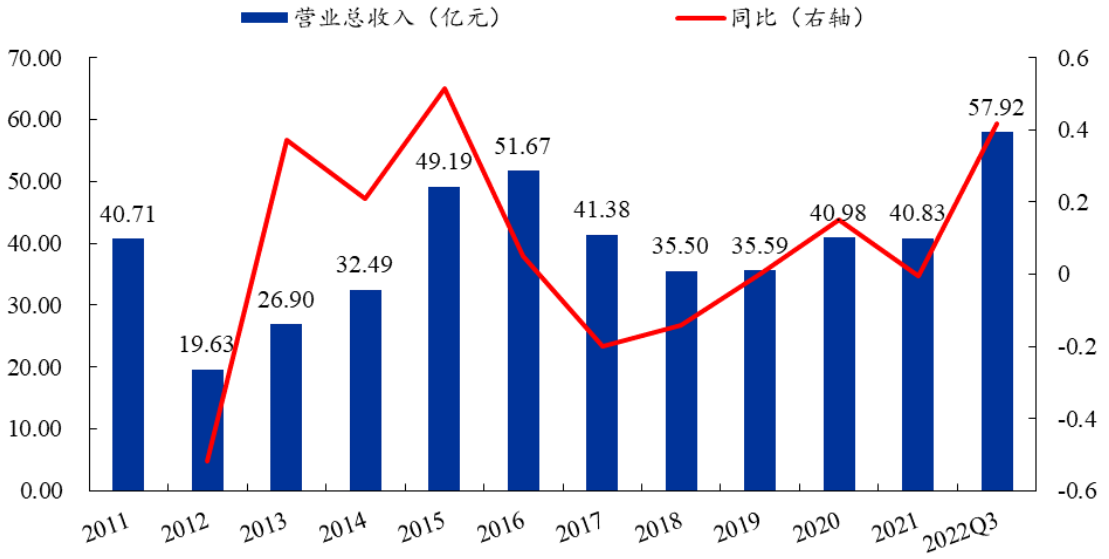
姓名	担任职位	出生年份	入职年份	个人履历	
				时间	担任职务
杨庆忠	公司董事长	1971	2022	曾任	深圳勤诚达地产有限公司总经理
				至今	深圳市勤诚达集团有限公司董事局董事、龙岗区域总经理
				至今	深圳市保诚房地产开发有限公司董事
				至今	深圳市瑞恒投资发展有限公司董事
唐骏	公司总经理 非独立董事	1967	2022	曾任	荣德新能源科技有限公司总裁
				曾任	无锡尚德太阳能科技有限公司总裁
				曾任	尚德新能源投资控股有限公司总裁
				现任	中国可再生能源学会光伏专业委员会副主任
				现任	常州亿晶光电科技有限公司总裁
孙铁囤	公司副总经理 非独立董事	1962	2019	曾任	中国可再生能源研究会秘书长
				现任	常州亿晶光电科技有限公司副总裁
				现任	上海交通大学、江苏大学兼职教授
张婷	董事会秘书 非独立董事	1990	2019	曾任	深圳市勤诚达集团有限公司投融资主管、经理、投资总监

资料来源：亿晶光电官网、太平洋研究院整理

1.3 2022年营收与盈利齐升，公司顺利实现扭亏为盈

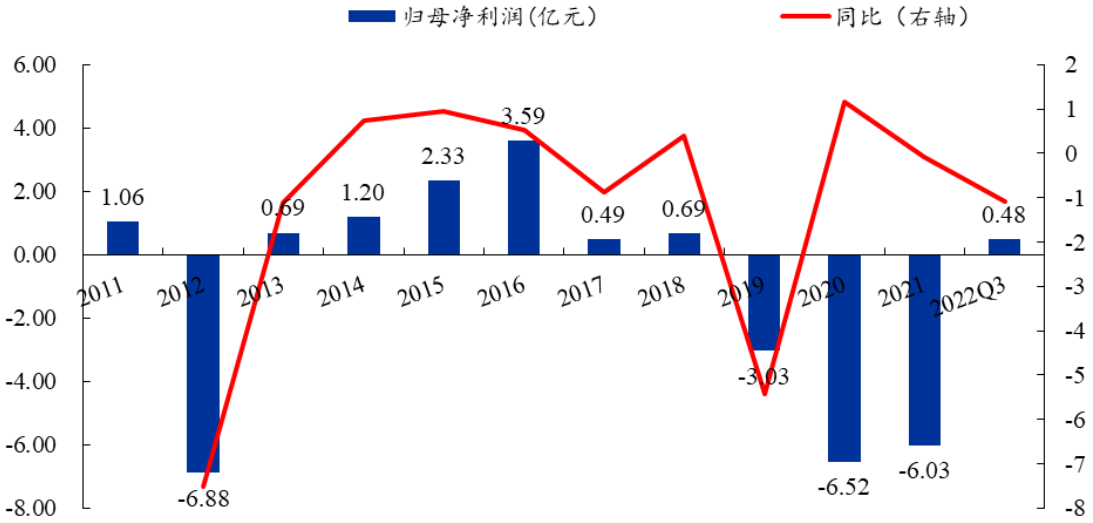
营收稳步增长，利润实现扭亏为盈。2017年-2018年，股权变动导致企业产能扩张节奏减缓，营收与盈利不见增长。在经历低迷期后，勤诚达入主亿晶光电，自2019年起连续三年计提资产减值，淘汰落后产能，提高市场竞争力，公司2022年前三季度实现营业收入57.92亿元，同比增长41.85%，实现归母净利润0.48亿元，顺利实现扭亏为盈，预计2022年实现归属于母公司所有者的净利润为1.25亿元到1.5亿元。

图3：勤诚达入主后营收稳步提升



资料来源：公司公告、太平洋研究院整理

图4：2022年三季度利润实现扭亏为

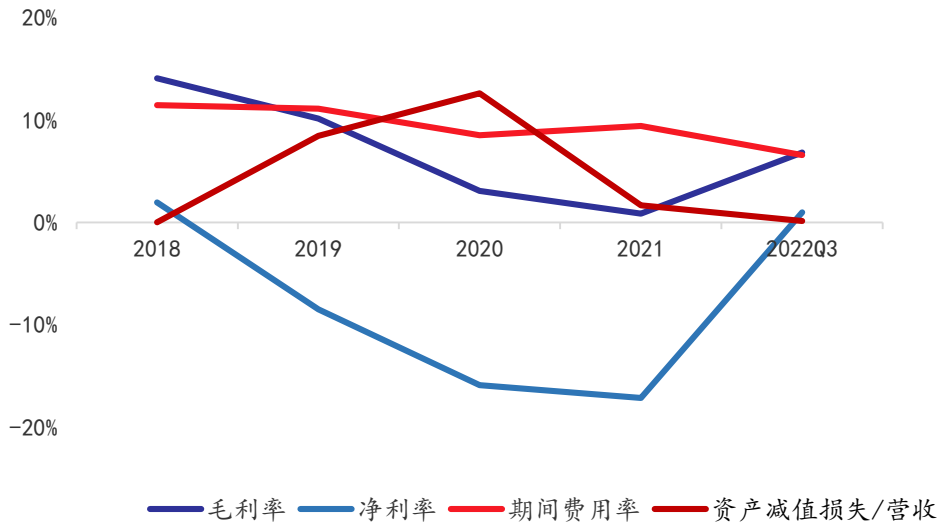


资料来源：公司公告、太平洋研究院整理

1.3 优质产能助力扭亏为盈，技术迭代下重视研发

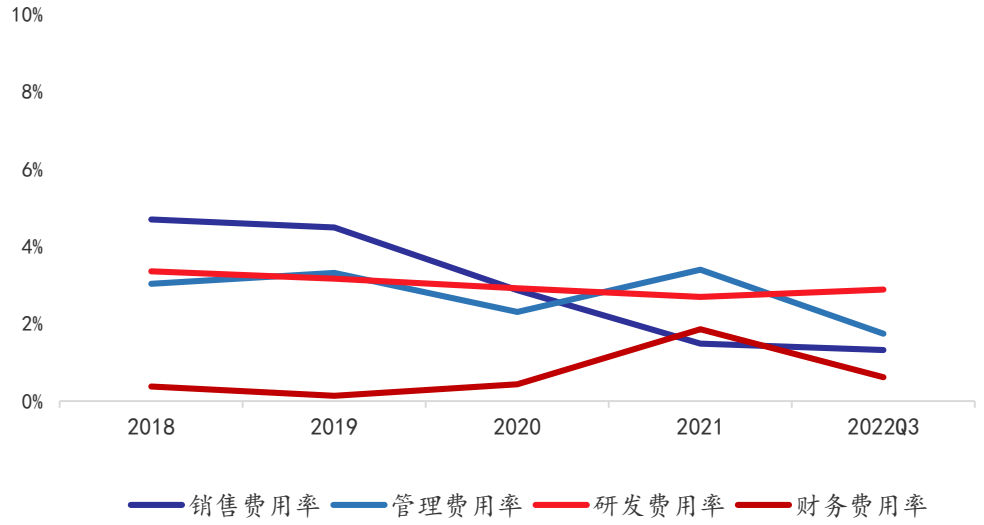
行业好转+减值完成助力公司实现扭亏为盈。2019年下半年公司产能尺寸滞后，故对拉棒切片减值；2020年第四季度硅料价格上涨导致业务亏损，公司顺势开始对所有旧产能减值出售。减值期间，公司持续推进精益化管理，四费率平缓下降。与此同时，公司重视研发，在控制其他领域费用时，始终保持研发费用率在2.6%以上，紧跟行业技术迭代的步伐。2022年公司资产减值损失已基本完成，优质产能加持下，公司盈利能力有明显提升。

图5：经三年腾笼换鸟，盈利能力显著提升



数据来源：公司公告、太平洋研究院整理

图6：精益化管理下费用率平稳下降，重视研发投入



数据来源：公司公告、太平洋研究院整理

目录
Contents

1 腾笼换鸟激活新动能，承旧启新迎量利齐升

2 积极布局海内外渠道，产业链报价波动下凸显盈利弹性

3 借新技术有望破茧成蝶，一体化布局步步为营

4 投资建议及盈利预测

5 风险提示

2.1 打造优质产品，加强渠道布局

公司积极打造优质、有特色的产品，加深海内外渠道布局。公司推出星辰系列产品，产品参数位居行业前列，首年衰减低于2%，25年内每年衰减低于0.55%，同时推出纯黑系列产品积极打造特色产品。随着公司TOPCon产能落地，N型组件产品值得期待。

公司加强渠道布局，积极参与各类光伏展。随着疫情管控的宽松，2023年公司将参加西班牙马德里、荷兰阿姆斯特丹、中国济南等地开展的数场光伏展会。公司重视海内外渠道的开发与维护，加强各类渠道布局。

表2：亿晶光电产品性能优异

企业	组件	功率（W）	效率（%）	首年衰减率（%）	年度线性衰减（%）	质保（年）
隆基绿能	HI-MO 5m 72版型	540-560	20.90%-21.70%	2%	0.55%	25
亿晶光电	EG-550M72-HLV	530-550	20.51%-21.29%	2%	0.55%	25
晶科能源	Tiger Pro 72HC 540-560 Watt	540-560	20.90%-21.68%	2%	0.55%	25
晶澳科技	PERC JAM72S30/MR	530-555	20.50%-21.50%	2%	0.55%	25
横店东磁	DM540-555M1072HSW/HBW	540-555	20.90%-21.48%	2%	0.55%	25
通威股份	182 PERC MBB半片单玻组件（72版型）	525-560	20.3%-21.7%	2%	0.55%	25

数据来源：亿晶光电官网、太平洋研究院整理

图7：星辰系列纯黑产品外观美丽

数据来源：Wind、太平洋研究院整理

2.2 国内与央企稳定合作，海外获取大额订单

国内与央企稳定合作，海外获取大额订单。公司深耕光伏行业，有良好的市场品牌、 广阔的渠道和优质的客户资源，为公司带来持续的大金额订单。国内市场中，公司是广核、国电投的稳定供应商。2022年，央企光伏组件招投标项目合计容量154.99GW，亿晶光电得标规模为2.15GW，位列第十。2023年1月3日，公司作为项目第一中标候选人以高价中标中国石化物资装备部（国际事业公司）胜利油田孤东光伏电站光伏组件项目，报价较第二中标候选人高出约513万元。

表3：2022年公司中标央企光伏组件项目2.15GW

招标央企	项目数（标段）	容量（MW）	中标单价（元/W）
国家电投	8	1750	1.875-1.957
中核集团	7	-	-
南方电网	1	-	-
中石油	1	300	1.842
中石化	1	-	2.522

数据来源：国家能源招标网、太平洋研究院整理

表4：2022年公司央企组件订单得标规模位列第十

序号	企业	规模（GW）
1	隆基股份	15.84
2	晶科能源	15.47
3	晶澳科技	12.34
4	通威股份	8.06
5	一道新能	4.07
6	环晟光伏	4.29
7	锦州阳光	3.83
8	东方日升	3.74
9	正泰太阳能	2.79
10	亿晶光电	2.15

数据来源：国家能源招标网、太平洋研究院整理

2.2 公司积极布局海内外渠道，优化物流运输路线

公司积极布局海内外渠道，成果初显。根据公司公告，公司在德国设立了分公司，海外销售市场以欧洲为主。2022年上半年，公司积极开拓新兴市场，在南美等市场也取得了较好的销售业绩。公司销售范围超过50个国家和地区，新增海外客户22家，新增海外客户占海外总签约数量的六成以上。

为降低物流成本，公司采用金坛港至上海洋山港定制班轮的运输方式，实现了内河港与深水海港的直达联通。与传统陆运方式相比，可有效降低该物流段的运输成本约19%。

表5：2020-2022Q2公司出货情况，国外出货占比明显提升

	2020	2021	2022Q1	2022Q2
国内	1,964MW	1.76GW	340MW	917MW
国外	705MW	0.66GW	430MW	975MW
总计	2,669MW	2.42GW	770MW	1892MW

数据来源：亿晶光电官网、太平洋研究院整理

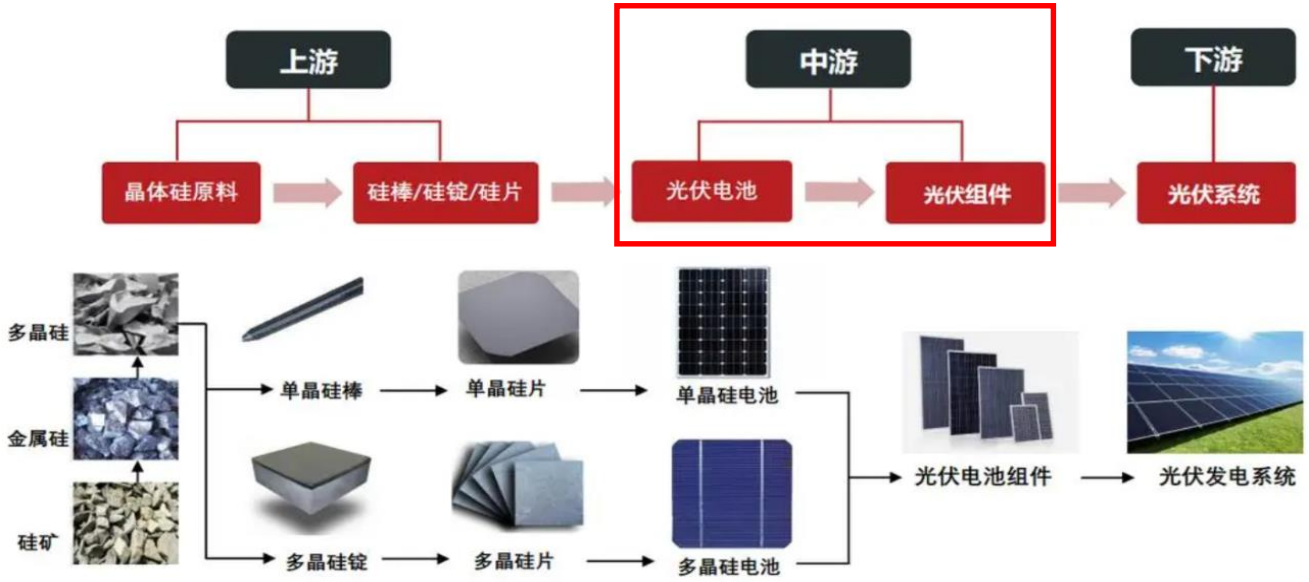
图8：金坛港至上海洋山港定制班轮，优化运输路线

数据来源：亿晶光电公众号、太平洋研究院整理

2.3 组件加工周期短，期货性质带动盈利提升

相较于硅料硅片，电池组件产能调节较为灵活。硅料为刚性供给，停工成本较高，本轮硅料产能一般处于满产或检修两种状态，2023年年初产业链报价下行，部分硅料企业已经根据自身需求进行检修，硅料供给即将进入过剩阶段。短期上游博弈难挡报价下行趋势，电池片环节新技术盈利能力较强，组件环节加工周期短，在产业链报价下行过程中，订单价格一般不会频繁调整，成本快速下降将带来组件环节的盈利修复。

图9：组件加工周期短，期货性质有望带动盈利提升



数据来源：欧乐光储充资讯、太平洋研究院整理

2.3 产业链报价下行，组件期货性质有望带动盈利修复

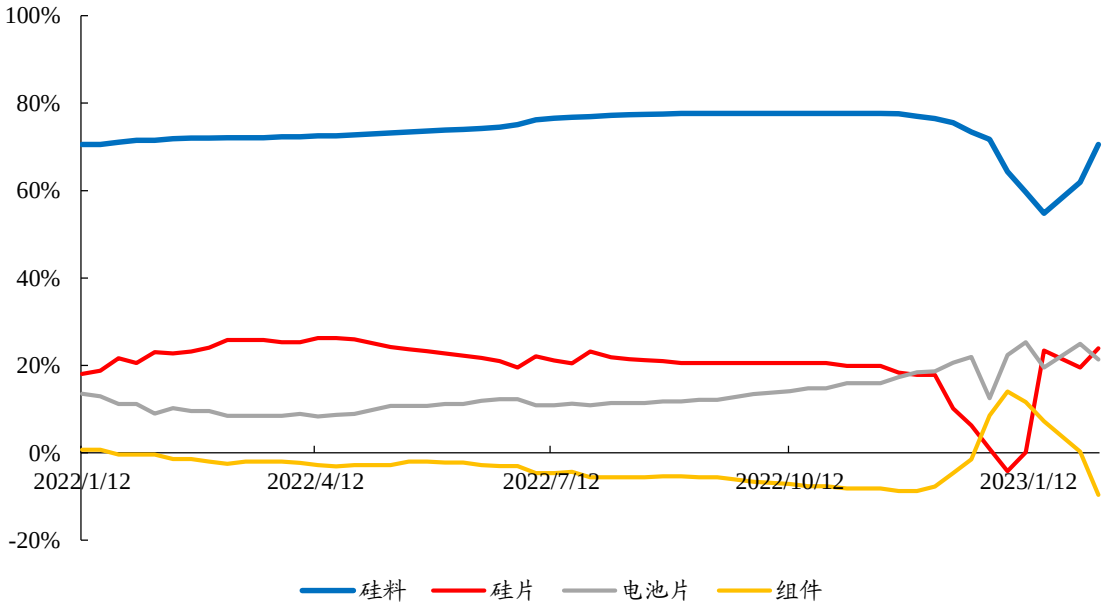
根据各环节产能统计，2023年上游产业链报价下行已成定局，重视短期组件端盈利弹性。根据我们对于产业链调研，在产业链报价下行过程中，组件企业可以通过消化部分高价订单提升盈利能力。在报价下行带动终端放量演绎下，拥有优质品牌渠道的企业，有机会通过获取优质订单的能力实现盈利的提升。产业链报价下行过程中产业链报价波动会更加剧烈，重视公司的库存管理、供应链管理能力。

表6：硅料产能逐季加速释放，即将开启产能过剩

	单位	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
季度末全球硅料产能	万吨/年	143.39	171.22	199.06	226.89
硅耗	g/W	2.75	2.75	2.75	2.75
对应组件量	GW	123.56	130.35	155.65	180.96

数据来源：Wind、太平洋研究院整理

图10：上游盈利下降时，组件环节盈利有望快速修复



数据来源：PV infolink、太平洋研究院整理

目录
Contents

1 腾笼换鸟激活新动能，承旧启新迎量利齐升

2 积极布局海内外渠道，产业链报价波动下凸显盈利弹性

3 借新技术有望破茧成蝶，一体化布局步步为营

4 投资建议及盈利预测

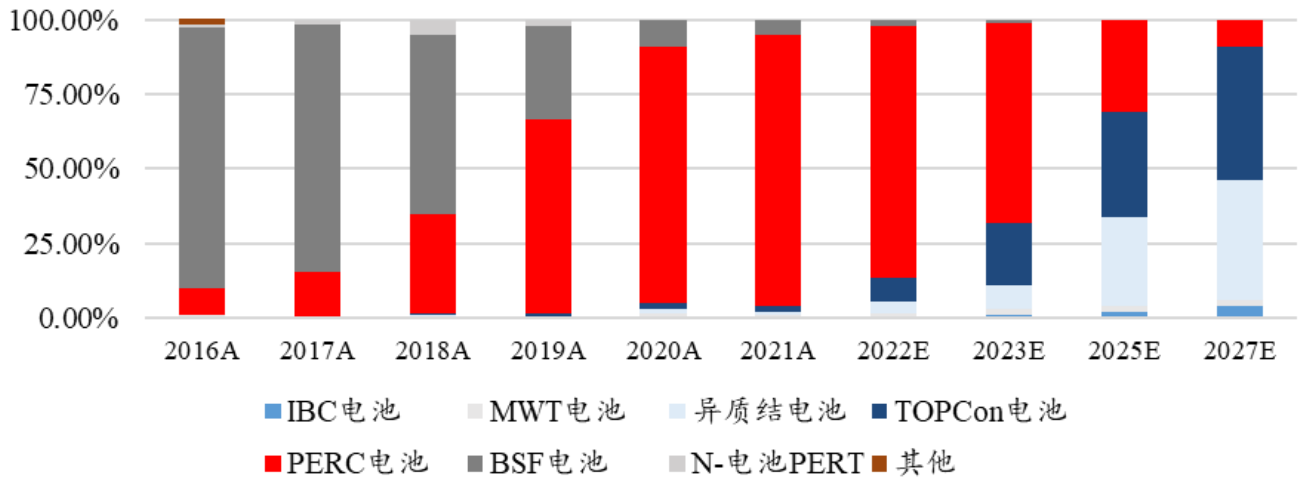
5 风险提示

3.1 技术迭代加速，新技术盈利能力将凸显

技术迭代加速，初期新技术溢价能力强。随着P型晶硅技术效率逼近极限，各企业开始转向投产拥有更高效率上限的N型晶硅电池技术，2022年开始各企业陆续公布N型技术投产计划，其中TOPCon凭借更优的性价比脱颖而出；2023年，随着TOPCon技术逐步成熟，新技术迭代加速，2023年TOPCon新产能逐季释放，TOPCon电池片市场占比有望超过21%。

在技术迭代前期，以TOPCon为例，TOPCon与Perc电池片技术产线数据差距将逐渐拉开，TOPCon盈利能力将快速与Perc分化，新技术盈利优势将凸显。

图11：2023年新技术迭代加速，新技术盈利能力将凸显



资料来源：CPIA、太平洋研究院整理

3.1 2023年各企业投产计划明晰，TOPCon电池片渗透率将快速提升

根据不完全统计，2023年TOPCon新增出货将超过100GW；出货口径看，2023年底新技术渗透率有望达到40%。从盈利能力看，电池片较高的盈利水平有望持续到2023Q2，研发能力强、产线数据好的企业受益。

表7：重要TOPCon企业2023-2024年出货预测（根据各家产能规划以及产能投产节奏预计）

大类	公司	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1E	2023Q2E	2023Q3E	2023Q4E	2024E
单位：GW										
TOPCon年化产能	晶科能源	1	8	14	20	26	35	35	35	35
	天合光能					2.5	10	13.5	15	23
	晶澳科技（保守判断）				0.8	1.8	5.3	9.3	16.3	27.3
	通威股份（保守判断）	1	1	1	1.5	5.5	10.5	18.5	22.5	24.5
	钧达股份			1.72	8	8	10	18	29	31
	横店东磁							2	8	8
	协鑫集成（已有规划）							5	10	10
	亿晶光电						0.5	4	10	10
	皇氏集团							1	6	20
	聆达股份				0.5	4	5	5	5	5
	沐邦高科							1	6	10
	一道新能(保守判断）	1.2	2.2	6.2	9.2	11.2	11.2	12.2	16.2	23.2
	阿特斯太阳能(保守判断）					2	8	10	10	10
	润阳新能源(保守判断）					2	8	10	10	10
	中来股份	3.6	3.6	3.6	4.6	7.6	8.6	9.6	11.6	19.6
	中润光能(保守判断）				0.5	4	8	10	12	16
	林洋能源							3	6	8
TOPCon期内出货	总出货	1.70	3.70	6.63	11.28	18.65	30.03	41.03	55.65	282.60

3.1 技术迭代加速，初期新技术溢价能力强

TOPCon产能单瓦溢价较为可观。效率提升带来的配套设施成本下降，衰减率下降带来的总发电量提升，更高的双面率以及更低的温度系数等带来的发电增益。

随着电池片环节盈利能力的持续向好以及新技术溢价的延续，2023年上半年TOPCon优质产能经济性有望进一步凸显。

表8：技术迭代加速，TOPCon高盈利能力有望保持

182尺寸TOPCon电池片	单位	2022	2023	2024	2025
单瓦售价（不含税）	**元/W**	**1.12**	**0.71**	**0.51**	**0.42**
单位成本	**元/W**	**0.96**	**0.55**	**0.41**	**0.37**
硅片成本	**元/W**	**0.76**	**0.37**	**0.23**	**0.20**
硅片价格	元/片	6.06	3.03	1.94	1.75
转换效率	%	24.80%	25.30%	25.80%	26.30%
面积（At）	mm^2	33080.00	33080.00	33080.00	33080.00
单片瓦数	W/片	8.20	8.37	8.53	8.70
良率	%	96.50%	97.30%	97.80%	98.00%
非硅成本	**元/W**	**0.20**	**0.19**	**0.18**	**0.17**
银浆	元/W	0.06	0.05	0.04	0.03
折旧	元/W	0.04	0.04	0.04	0.04
能耗	元/W	0.05	0.05	0.05	0.05
其他	元/W	0.05	0.05	0.05	0.05
毛利	**元/W**	**0.17**	**0.15**	**0.10**	**0.05**
费用率	%	8%	8%	8%	8%
费用	元/W	0.08	0.04	0.02	0.01
单位盈利	元/W	0.09	0.11	0.08	0.05

3.2 新老玩家纷纷涌入TOPCon领域，TOPCon产能投放加速

晶科能源、中来股份、天合光能、晶澳科技、通威股份等老牌有实力的企业正在加速TOPCon产能的建设，钧达股份、亿晶光电、聆达股份等新玩家大步迈入TOPCon这一技术领域，纷纷启动TOPCon产能规划、投建。根据亚化咨询预计，2023年中国TOPCon电池产能将接近200GW，出货有望超过100GW。

表9：新老玩家纷纷涌入TOPCon领域，TOPCon降本增效进程有望加速

	单位	中试线	2022E	2023E	公司情况
晶科能源	GW	0.8	16	35	晶科能源实验室TOPCon电池全面积转化效率达25.7%，刷新世界纪录。滁州一期、合肥一期总计16GW产能已实现满产，良率、效率、落地节奏等引领市场。公司首席技术官金浩博士，产业经验丰富，带领科研团队走在行业前列。预计晶科能源TOPCon产能良率、效率、成本控制等方面的优势领先行业半年以上。
天合光能	GW	0.5	8	20	天合光能中试线最高单片效率能达到25.5%，中试线效率能够稳定在24.7%。宿迁8GW产能有望在2022年四季度落地。公司技术工程中心负责人陈奕峰参与多项国家863计划，在光伏电池片领域深耕多年。
晶澳科技	GW	0.1	6.5	27	晶澳科技N型产品倍秀（Bycium）电池，采用的是TOPCon路线，实验室转换效率达到25%。义乌年产5GW的TOPCon电池项目有望2022年底落地。执行总裁牛新伟博士科研经验丰富，在光伏行业有深厚积累，技术总监蒋秀林有着丰富的电池片研发经验，拥有多项专利。
通威股份	GW	1.3	8.5	10-30	通威股份采用了自主研发、行业领先的210 PECVD多晶硅沉积技术路线，平均转换效率超过24.7%，8.5GW产能有望在2022年底建成投产。公司首席技术官邢国强拥有美国授权专利28项，中国授权发明专利70余项，曾任863项目负责人/首席专家，拥有丰富的电池片项目经验。
中来股份	GW	0	7.6	20	中来股份是最早布局TOPCon的企业之一，TOPCon1.0采用LPCVD技术路线，TOPCon2.0采用独创POPAID路线，公司对TOPCon有独到的见解，TOPCon3.0有望在2023年落地，快速实现NP同本。
钧达股份	GW	0	8	31	钧达股份收购捷泰科技完成向光伏业转型。滁州一期8GW的TOPCon项目将在2022年四季度实现满产，目前产线数据处于行业前列。规划的滁州二期项目由8GW提升至10GW，有望在2023年二季度末投产。涟水县一期13GW预计在2023年年中投产。
聆达股份	GW	0	5	5	聆达股份5GW的TOPCon产能有望在2022年底完工投产。董事黄双或通过资金支持加速产能落地，首席技术官吴中瀚曾负责主持多项专案研究计划，成果丰硕，发表多份论文著作与专利，具有丰富的光伏行业技术开发与管理经验。
亿晶光电	GW	0	0	10	亿晶光电10GW的TOPCon产能有望在2023年二季度投产，作为行业老兵，有望依托海外扎实的品牌、渠道，充分享受TOPCon电池、组件的溢价。技术总监孙铁囤担任上海交通大学、江苏大学兼职教授，有较强的研发以及项目管理经验。

3.2 资金来源丰富保障战略落地，亿晶光电投产节奏位居行业前列

亿晶光电当前拥有5GW电池片产能、10GW组件产能。在安徽滁州全椒县的10GW一体化产能规划中，亿晶光电将率先落地10GW的TOPCon电池片产能，预计2022年10月开工建设，2023年5月投产，将有效助力2023年业绩。

根据公司公告，厂房采取政府代建，公司负责设备选型和购买设备，机电工程部分由政府负责建设。资金方面，除自有流动资金外，公司将通过产业基金贷款、募集资金、固定资产的补贴等方式进行筹措，产能落地无忧。

表10：产能规划朝一体化进发，滁州TOPCon电池片项目将率先落地

地点	项目名称	产能	单位	状态	时间	备注
滁州全椒	10GW N型高效TOPCon电池项目	10	GW	将投产	2022.1	计划2022年10月份开工建设，2023年Q2投产。
	10GW光伏切片	10	GW	规划	2022.1	二期
	10GW光伏组件	10	GW	规划	2022.1	三期
江苏常州	常州金坛1.5GW高效单晶电池项目	1.5	GW	达产	2020年初	
	常州金坛2.5GW单晶组件项目	2.5	GW	达产	2020年初	一期、二期各1.2GW，总体建设周期约6个月
	常州年产3GW高效晶硅电池项目	3	GW	达产	2020.11	2020年11月投产，整体建设周期约6个月
	常州年产2GW高效太阳能组件项目	2	GW	达产	2020.05	2020年5月投产，建设周期约为5个月
	年产5GW高效太阳能组件生产项目	5	GW	达产	2022.01	

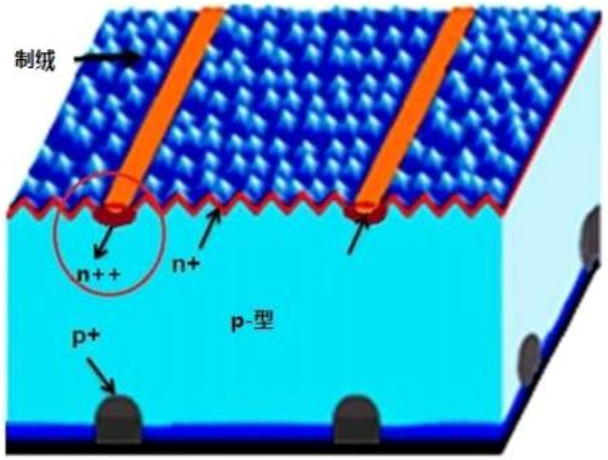
3.3 TOPCon激光掺杂技术逐步成熟，新产能优势明显

从电池片环节看，部分设备企业提供的一次掺杂方案能够提效0.25个百分点以上，激光设备成本在2000-2500万元/GW，SE工序经济性明显，新建TOPCon产能中激光SE设备的渗透率持续提高。从全产业链看，电池片效率提高将有效降低组件以及系统的成本，安装商愿意为N型产品支付一定溢价。随着TOPCon技术成熟，后发产能的优势逐渐明显。

图12：激光掺杂设备价值量在2000-2500万元/GW

资料来源：英诺激光官网、太平洋研究院整理

图13：激光SE工序能有效降低发射极附近接触电阻



资料来源：帝尔激光招股说明书、太平洋研究院整理

目录
Contents

1 腾笼换鸟激活新动能，承旧启新迎量利齐升

2 积极布局海内外渠道，产业链报价波动下凸显盈利弹性

3 借新技术有望破茧成蝶，一体化布局步步为营

4 投资建议及盈利预测

5 风险提示

4 投资建议及盈利预测

我们预计2022/2023/2024年亿晶光电全年出货量有望超5/10/15GW，未来市占率有望持续提升。产能方面，随着安徽滁州全椒县的10GW一体化产能规划投产，公司将拥有10/15/20GW的硅片/电池片/组件一体化产能。技术方面，公司N型TOPCon产品量产后效率有望达 25.2%以上。扩产周期方面，公司安徽滁州全椒县的10GW的TOPCon电池片产能预计在2023年5月投产，将有效助力2023年业绩。

我们预计2022/2023/2024年公司营业收入分别为100.46/151.93/193.70亿元，同比增长146.03%/51.23%/27.49%；归母净利润分别为1.28亿元、6.29亿元、8.42亿元，同比增长121.22%/392.29%/33.78%，对应EPS分别为0.11/0.53/0.71元，当前股价对应PE为77.54/15.75/11.77。首次评级，给予“买入”评级。

表10：公司2023年TOPCon产能有望达到10GW

	技术路线	单位	2022E	2023E	2024E
电池片产能	PERC	GW	5	5	5
	TOPCon	GW	0	10	10
组件产能		GW	10	20	20

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

表11：公司2022-2024盈利能力预测指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4083.27	10046.24	15193.34	19370.33
增长率（%）	-0.36%	146.03%	51.23%	27.49%
归母净利润	-602.58	127.85	629.37	841.97
增长率（%）	7.64%	121.22%	392.29%	33.78%
EPS（元/股）	-0.51	0.11	0.53	0.71
市盈率（P/E）	—	77.54	15.75	11.77
市净率（P/B）	2.42	4.28	3.40	2.66

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

4 投资建议及盈利预测

表12：可比公司PE估值(除隆基绿能、爱旭股份、亿晶光电外，其余公司系根据Wind一致预期，2023年2月19日收盘价)

公司代码	公司简称	评级	收盘价	归母净利润（百万元）			PE			EPS		
			2023/02/19	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
601012.SH	隆基绿能	买入	43.37	14,730.23	19,134.34	23,801.51	22.32	17.18	13.81	1.9429	2.5238	3.1394
688223.SH	晶科能源	未评级	14.25	2,734.18	5,561.05	7,313.74	52.12	25.62	19.48	0.2734	0.5561	0.7314
002459.SZ	晶澳科技	未评级	57.60	4,747.28	7,262.46	9,400.80	28.58	18.68	14.43	2.0155	3.0833	3.9912
688599.SH	天合光能	未评级	62.40	3,697.04	6,762.29	8,918.59	36.68	20.05	15.21	1.7012	3.1116	4.1038
600732.SH	爱旭股份	买入	35.10	2,093.36	3,209.22	4,222.25	21.83	14.24	10.82	1.6077	2.4646	3.2426
300118.SZ	东方日升	未评级	29.91	1,090.94	1,611.06	2,195.59	31.25	21.16	15.53	0.9570	1.4132	1.9259
	平均						32.13	19.49	14.88			
600537.SH	亿晶光电	买入	8.31	127.85	629.37	841.97	77.54	15.75	11.77	0.1072	0.5276	0.7058

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	**4083**	**10046**	**15193**	**19370**
%同比增速	0%	146%	51%	27%
营业成本	4048	9289	13316	16913
毛利	35	757	1877	2457
%营业收入	1%	8%	12%	13%
税金及附加	15	23	46	58
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	60	136	243	310
%营业收入	1%	1%	2%	2%
管理费用	138	176	304	387
%营业收入	3%	2%	2%	2%
研发费用	110	291	456	581
%营业收入	3%	3%	3%	3%
财务费用	76	20	33	53
%营业收入	2%	0%	0%	0%
资产减值损失	-68	0	0	0
信用减值损失	25	0	0	0
其他收益	22	10	15	19
投资收益	24	20	15	19
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0
资产处置收益	-297	30	15	19
营业利润	**-656**	**171**	**841**	**1125**
%营业收入	-16%	2%	6%	6%
营业外收支	-12	0	0	0
利润总额	**-668**	**171**	**841**	**1125**
%营业收入	-16%	2%	6%	6%
所得税费用	33	22	109	146
净利润	-700	149	732	979
%营业收入	-17%	1%	5%	5%
归属于母公司的净利润	**-603**	**128**	**629**	**842**
%同比增速	8%	121%	392%	34%
少数股东损益	-98	21	102	137
EPS（元/股）	-0.51	0.11	0.53	0.71

基本指标	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	-0.51	0.11	0.53	0.71
BVPS	1.95	2.03	2.56	3.27
PE	—	77.54	15.75	11.77
PEG	—	0.64	0.04	0.35
PB	2.42	4.09	3.24	2.54
EV/EBITDA	173.18	8.67	-0.57	-5.00
ROE	-26%	5%	21%	22%
ROIC	-10%	4%	16%	17%

资产负债表(百万)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2615	9313	11378	17022
交易性金融资产	396	396	396	396
应收账款及应收票据	759	0	0	0
存货	667	0	0	0
预付账款	107	0	0	0
其他流动资产	399	69	69	69
流动资产合计	4944	9778	11843	17487
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	2631	2631	2631	2631
无形资产	128	128	128	128
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	108	108	108	108
其他非流动资产	150	150	150	150
资产总计	**7960**	**12794**	**14859**	**20504**
短期借款	198	278	528	828
应付票据及应付账款	2852	6954	7472	11320
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	35	46	67	85
应交税费	8	20	30	39
其他流动负债	894	1254	1669	2040
流动负债合计	3987	8552	9766	14311
长期借款	60	60	60	60
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	1242	1362	1482	1602
负债合计	**5289**	**9974**	**11308**	**15973**
归属于母公司的所有者权益	2298	2425	3055	3897
少数股东权益	374	394	497	634
股东权益	**2671**	**2820**	**3552**	**4531**
负债及股东权益	**7960**	**12794**	**14859**	**20504**

现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	**-94**	**6468**	**1698**	**5239**
投资	0	0	0	0
资本性支出	-678	30	15	19
其他	-252	20	15	19
投资活动现金流净额	**-929**	**50**	**30**	**39**
债权融资	126	200	370	420
股权融资	700	0	0	0
支付股利及利息	-36	-20	-33	-53
其他	187	0	0	0
筹资活动现金流净额	**978**	**180**	**337**	**367**
现金净流量	**-56**	**6698**	**2065**	**5644**

目录
Contents

1 枯枝再春，企业管理层风波走向定局

2 破茧成蝶，公司有望借力TOPCon重回前列

3 开辟渠道，加速布局海外市场

4 盈利有望稳步提升

5 风险提示

5.风险提示

1）全球光伏新增装机需求不及预期。

2）行业新技术迭代超预期。

3）公司产能投放进度不及预期。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间

销售人员

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com

研究院
中国北京 100044
北京市西城区北展北街九号
华远·企业号D座
投诉电话： 95397
投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

期待与您合作！

THANKSFORWATCHING