

## 爱旭股份(600732)/电源设备

## 业绩符合预期, 电池扩产超预期

**评级: 增持(维持)**

市场价格: 13.54

分析师: 苏晨

执业证书编号: S0740519050003

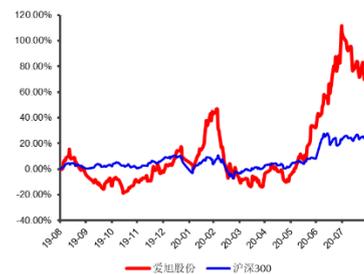
Email: suchen@r.qizq.com.cn

分析师: 花秀宁

执业证书编号: S0740519070001

**基本状况**

总股本(百万股)	2036
流通股本(百万股)	446
市价(元)	13.54
市值(百万元)	27572
流通市值(百万元)	6044

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

1 光伏电池领军企业, 盈利能力筑底回升

**公司盈利预测及估值**

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	156.72	6069.24	10057.01	17160.28	21926.31
增长率 yoy%	241.24%	47.74%	65.70%	70.63%	27.77%
净利润	16.00	585.24	746.26	1328.05	1822.31
增长率 yoy%	-73.76%	69.61%	27.51%	77.96%	37.22%
每股收益(元)	0.01	0.37	0.37	0.65	0.89
每股现金流量	0.27	-0.14	0.32	0.57	0.38
净资产收益率	3.43%	32.22%	19.65%	25.59%	25.91%
P/E	1723.66	47.11	36.95	20.76	15.13
PEG	5.37	0.98	0.27	0.06	0.31
P/B	59.13	13.28	7.26	5.31	3.92

注: 股价为 8 月 28 日收盘价

**投资要点**

- 事件:** 公司公布 2020 年中报, 实现营业收入 36.95 亿元, 同比增长 29.96%; 归母净利润 1.37 亿元, 同比降低 68.42%, 扣非归母净利润 0.56 亿元, 同比降低 85.69%; EPS 0.07 元, ROE 6.18%。其中, 2Q20 实现营业收入 18.62 亿元, 同比增加 22.21%; 归母净利润 0.57 亿元, 同比降低 73.59%, 扣非归母净利润 0.02 亿元; EPS 0.03 元, ROE 2.59%, 业绩符合预期。盈利下滑主要原因是受新冠肺炎疫情影响, 电池片价格在 2-4 月的三个月内下跌了近 20%。
- 电池出货逆势高增, 但疫情导致电池盈利下滑。** 1H20 公司电池片实现营收 35.53 亿元, 同增 28.99%; 毛利率 9.64%, 同降 15.24 PCT。营收高增主要是电池销量高增, 2020 年上半年, 公司电池出货量约 5.24GW, 同比增长 82%, 位列全球电池出货量第二。毛利率下滑主要原因是疫情导致电池片价格大幅下滑, 1H20 电池片单瓦价格/单瓦成本/单瓦毛利分别为 0.68/0.61/0.07 元/W, 同比分别降低 29.13%/14.75%/72.54%。
- 调整公司产品产能结构, 提前布局大尺寸高效太阳能电池。** 今年疫情冲击过后, 常规尺寸电池已明显被大尺寸电池的需求替代。目前, 公司所有 15Xmm 产线均已升级为 16Xmm 产线, 截至 2020 年 6 月底, 公司电池产能约 15GW, 其中 180-210mm 电池产能约 5GW, 166mm 电池产能约 8GW, 166mm 以下尺寸的电池产能 2GW。此外, 在建电池产能 21GW, 预计 2020 年底将建成电池产能 36GW, 其中 180-210mm 电池产能约 24GW, 166mm 电池产能约 10GW, 166mm 以下尺寸电池 2GW。产能结构的逐步优化, 使公司保持了产品的适销畅销, 较好地满足了市场对大尺寸高效电池的需求。
- 持续加强研发投入, 确保公司技术领先优势。** 1H20 公司研发费用 1.40 亿元, 比去年同期增长 30%, 进一步加大对 HJT、TOPCON、IBC、HBC 和叠层电池等新一代电池技术的研究, 力争在未来实现技术的创新突破。
- 投资建议:** 预计 2020-2022 年分别实现净利 7.46、13.28 和 18.22 亿元, 同比分别增长 27.51%、77.96%、37.22%, 当前股价对应三年 PE 分别为 37、21、15 倍, 维持“增持”评级。
- 风险提示事件:** 光伏装机不及预期, 产业链价格波动超预期。

图表 1: 公司财务数据预测 (百万元)

利润表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	156.7	6,069.2	10,057.0	17,160.3	21,926.3	成长性					
减: 营业成本	75.3	4,973.0	8,560.0	14,509.7	18,553.5	营业收入增长率	241.2%	3772.7%	65.7%	70.6%	27.6%
营业税费	31.0	10.2	25.1	42.9	58.5	营业利润增长率	-60.4%	2114.9%	40.2%	81.4%	32.7%
销售费用	5.8	51.5	100.6	171.6	219.3	净利润增长率	-73.8%	3558.7%	27.5%	78.0%	37.2%
管理费用	17.0	152.7	251.4	446.2	570.1	EBITDA增长率	-58.3%	3433.6%	66.2%	74.7%	34.5%
财务费用	-2.4	108.4	186.6	297.8	280.1	EBIT增长率	-62.8%	3104.0%	26.3%	77.8%	26.9%
资产减值损失	-0.0	-3.2	-	-	-	NOPLAT增长率	-70.8%	3842.5%	37.3%	77.8%	26.9%
加: 公允价值变动收益	-	0.8	-0.6	0.1	0.1	投资资本增长率	-136.2%	-8350.5%	173.4%	13.6%	18.8%
投资和汇兑收益	-	0.2	-	-	-	净资产增长率	4.7%	425.7%	68.9%	34.7%	33.0%
营业利润	30.0	665.2	932.7	1,692.2	2,245.0	利润率					
加: 营业外净收支	0.4	-12.1	0.2	0.2	0.2	毛利率	51.9%	18.1%	14.9%	15.4%	15.4%
利润总额	30.4	653.1	932.9	1,692.4	2,245.2	营业利润率	19.2%	11.0%	9.3%	9.9%	10.2%
减: 所得税	11.1	68.0	139.9	253.9	336.8	净利率	10.2%	9.6%	7.4%	7.7%	8.3%
净利润	16.0	585.2	746.3	1,328.0	1,822.3	EBITDA/营业收入	21.6%	19.7%	19.7%	20.2%	21.3%
资产负债表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	EBIT/营业收入	17.6%	14.6%	11.1%	11.6%	11.5%
货币资金	195.3	989.6	1,639.9	2,798.1	3,575.2	运营效率					
交易性金融资产	-	0.9	0.3	0.4	0.5	固定资产周转天数	10	113	196	166	153
应收账款	18.4	61.7	50.1	140.6	103.0	流动营业资本周转天数	58	-49	-56	-48	-52
应收票据	-	578.9	159.9	567.6	671.8	流动资产周转天数	559	77	85	74	83
预付款项	0.0	189.5	36.7	324.4	228.5	应收账款周转天数	41	2	2	2	2
存货	43.4	241.1	519.8	770.0	879.2	存货周转天数	203	8	14	14	14
其他流动资产	0.9	267.0	4.0	5.3	7.1	总资产周转天数	1,286	260	356	295	293
可供出售金融资产	135.0	-	-	-	-	投资资本周转天数	68	81	185	169	154
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	3.4%	28.2%	19.7%	25.6%	25.9%
投资性房地产	187.4	-	-78.8	-211.9	-317.9	ROA	3.3%	7.2%	6.8%	8.8%	9.9%
固定资产	4.1	3,790.9	7,150.1	8,709.3	9,868.5	ROIC	19.0%	-2067.4%	34.4%	22.4%	25.0%
在建工程	-	1,290.1	1,935.2	2,902.8	3,709.1	费用率					
无形资产	0.0	210.7	290.4	410.0	492.6	销售费用率	3.7%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
其他非流动资产	3.9	545.6	12.0	13.5	13.9	管理费用率	10.9%	2.5%	2.5%	2.6%	2.6%
资产总额	588.4	8,166.0	11,719.4	16,430.0	19,231.6	财务费用率	-1.5%	1.8%	1.9%	1.7%	1.3%
短期债务	-	420.0	2,142.7	2,535.6	2,811.6	二费/营业收入	13.0%	5.1%	5.4%	5.3%	4.9%
应付账款	30.9	714.3	1,663.4	2,367.0	2,786.7	偿债能力					
应付票据	-	1,708.6	490.2	1,725.4	2,052.0	资产负债率	17.0%	68.6%	63.0%	64.5%	59.6%
其他流动负债	69.4	822.2	226.2	870.9	544.2	负债权益比	20.6%	218.3%	170.4%	181.5%	147.6%
长期借款	-	1,020.3	2,557.9	2,687.2	2,728.5	流动比率	2.57	0.64	0.53	0.61	0.67
其他非流动负债	-	914.7	304.9	406.5	542.0	速动比率	2.14	0.57	0.42	0.51	0.56
负债总额	100.3	5,600.2	7,385.3	10,592.7	11,465.1	利息保障倍数	-11.63	8.17	6.00	6.68	9.01
少数股东权益	21.8	489.8	536.5	647.0	733.2	分红指标					
股本	446.4	1,829.9	2,036.3	2,036.3	2,036.3	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	19.9	246.2	1,761.2	3,154.0	4,996.9	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	488.1	2,565.9	4,334.1	5,837.3	7,766.4	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	业绩和估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	19.3	585.0	746.3	1,328.0	1,822.3	EPS(元)	0.01	0.29	0.37	0.65	0.89
加: 折旧和摊销	7.4	310.3	866.4	1,479.2	2,139.9	BVPS(元)	0.23	1.02	1.86	2.55	3.45
资产减值准备	-0.0	3.9	-	-	-	PE(X)	1,723.7	47.1	36.9	20.8	15.1
公允价值变动损失	-	-0.8	-0.6	0.1	0.1	PB(X)	59.1	13.3	7.3	5.3	3.9
财务费用	-	98.5	186.6	297.8	280.1	P/FCF	194.0	-59.2	-27.8	32.3	48.7
投资收益	-	-0.2	-	-	-	P/S	175.9	4.5	2.7	1.6	1.3
少数股东损益	3.3	-0.2	46.7	110.5	86.1	EV/EBITDA	44.9	12.5	15.8	8.9	6.6
营运资金的变动	129.7	794.7	-176.6	1,613.3	429.2	CAGR(%)	320.7%	48.3%	134.8%	320.7%	48.3%
经营活动产生现金	117.2	1,668.4	1,668.7	4,829.0	4,757.8	PEG	5.4	1.0	0.3	0.1	0.3
投资活动产生现金	-0.9	-3,027.1	-4,862.4	-3,994.0	-4,084.1	ROIC/WACC	2.0	-213.0	3.5	2.3	2.6
融资活动产生现金	2.4	1,179.2	3,843.9	323.3	103.4	REP	-23.2	-0.0	1.2	1.6	1.2

来源: Wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。