

2020年08月30日

证券分析师 曾朵红

执业证号: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

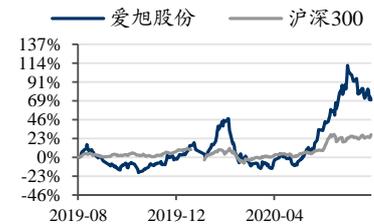
盈利底部已过, 大尺寸势不可挡 买入(维持)

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,069	10,858	23,691	27,573
同比(%)	3772.7%	78.9%	118.2%	16.4%
归母净利润(百万元)	585	882	1,983	2,611
同比(%)	3558.7%	50.8%	124.7%	31.6%
每股收益(元/股)	0.29	0.43	0.97	1.28
P/E(倍)	47.11	31.24	13.90	10.56

投资要点

- **20H 公司业绩 1.37 亿元, 同比-68.42%:** 公司 20H 实现营业收入 36.95 亿元, 同比增长 29.96%; 实现归属母公司净利润 1.37 亿元, 同比下降 68.42%, 20H 对应 EPS 为 0.07 元。20Q2, 实现营业收入 18.62 亿元, 同比增长 22.21%, 环比上升 1.58%; 实现归属母公司净利润 0.57 亿元, 同比下降 73.59%, 环比下降 29.20%, 20Q2 对应 EPS 为 0.03 元。
- **Q2 疫情影响单瓦盈利环比略降, Q3 需求强劲盈利迅速修复:** 2020H 公司电池片出货量 5.24GW, 同增 82%, 其中 Q1 出货 2.3GW, 同增约 72.9%, Q2 出货 2.94GW, 同增约 89.8%, 但由于 20Q2 全球疫情爆发, 158 电池片价格暴跌至最低 0.8 元/片, 公司单瓦盈利由 Q1 0.02-0.03 元/W 跌至 Q2 不到 0.01 元/W, 虽然公司出货量同比大增, 但业绩同比仍大幅下滑。Q3 国内需求转暖, 龙头组件厂排产高企, 同时受硅料上游收缩及银浆涨价的影响, 单瓦售价快速调涨, 当前时点 166 单瓦售价 0.95 元/W, 单瓦盈利约 0.1 元/W。
- **持续高研发投入, 产能扩张提速:** 2020 上半年, 公司进一步加强研发投入, 公司研发费用 1.40 亿元, 比去年同期增长 30%, 目前公司累计拥有国内授权专利 521 项, 其中发明专利 65 项, 实用新型 269 项, 外观设计 187 项; 海外有效专利 16 项, 其中发明专利 1 项, 外观设计 15 项。公司今年二度发布扩产公告, 若年内天津二期, 义乌二、三、四、五期如期达产, 公司 2020 年底将形成 36.2GW 电池产能, 提前 1 年超额完成 21 年规划。本次扩产提速主要原因在于公司在手大尺寸订单规模远超公司目前产能, 扩产顺应大尺寸发展趋势, 有助于公司提高市场份额, 巩固公司在太阳能电池领域的核心竞争力。
- **大尺寸溢价明显, 大尺寸高占比带动公司高盈利:** 由于电池产能对尺寸变化最为敏感, 从 158 升级到 166 需要设备改造, 从 166 升级到 182 或 210 需要设备更换, 因此在尺寸升级的过程中, 大尺寸电池片易出现结构性短缺的情况。当前时点, 166 大尺寸电池片单瓦盈利显著高于 156 及 158。截至 20H 公司 166 尺寸及以上产能占比 85%+, 其中 182&210 产能占比 33.3%, 预计到年末, 公司 166 尺寸及以上产能占比接近 95%+, 其中 182&210 产能占比接近 70%。得益于大尺寸电池高占比, 我们测算, 当前时点公司 156、158、166 电池片毛利率分别为 9.2%、8.4%、19.5%, 公司综合毛利率达 14.0%, 平均单瓦净利 0.052 元/W, 盈利能力较 Q2 低点快速修复。
- **20Q2 费用同增 21.22%至 1.69 亿元, 期间费用率同比下降 0.07 个百分点至 9.09%。** 其中, 销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比下降 27.04%、上升 25.44%、上升 44.78%、上升 37.06%至 0.13 亿元、1.14 亿元、0.72 亿元、0.42 亿元; 费用率分别同比下降 0.48pct、上升 0.16pct、上升 0.60pct、上升 0.24pct 至 0.70%、6.13%、3.87%、2.25%。销售费用大幅下滑主要是由于海外交货方式变更运输费减少, 疫情影响展会等市场推广费减少。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 20-22 年业绩为: 8.82、19.83、26.11 亿元, 同比增长 50.8%、124.7%、31.6%, 对应 EPS 为 0.43、0.97、1.28 元。目标价 19.4 元, 对应 21 年 20 倍 PE, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策不达预期, 竞争加剧等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.54
一年最低/最高价	6.34/17.00
市净率(倍)	10.20
流通 A 股市值(百万元)	6044.03

基础数据

每股净资产(元)	1.33
资产负债率(%)	68.90
总股本(百万股)	2036.33
流通 A 股(百万股)	446.38

相关研究

- 1、《爱旭股份(600732): 扩产再超预期, 龙头强者更强》2020-08-10
- 2、《爱旭股份(600732): 扩产超预期, 龙头再提速》2020-07-20
- 3、《爱旭股份(600732): PERC 最纯龙头, 乘大尺寸之风翱翔》2020-06-30

20H 公司业绩 1.37 亿元，同比-68.42%：公司 20H 实现营业收入 36.95 亿元，同比增长 29.96%；实现归属母公司净利润 1.37 亿元，同比下降 68.42%，20H 对应 EPS 为 0.07 元。20Q2，实现营业收入 18.62 亿元，同比增长 22.21%，环比上升 1.58%；实现归属母公司净利润 0.57 亿元，同比下降 73.59%，环比下降 29.20%，20Q2 对应 EPS 为 0.03 元。

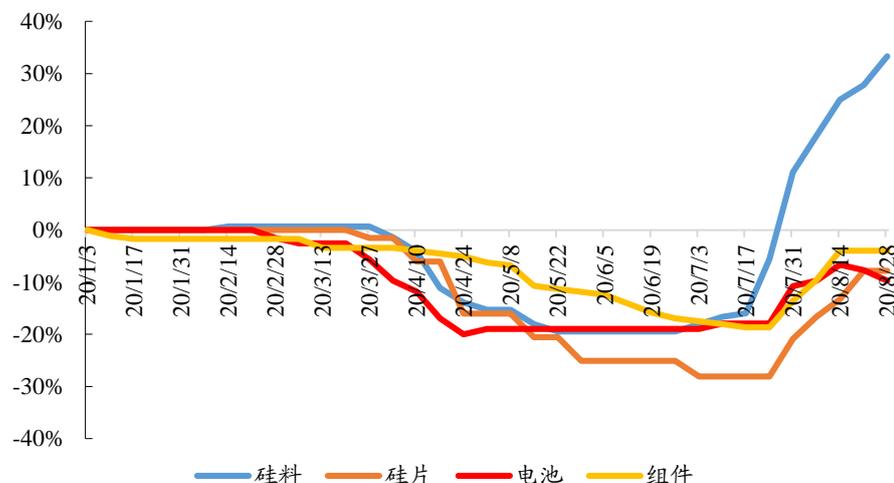
表 1：20H 营收 36.95 亿元，同比+29.96%，归母净利润 1.37 亿元，同比-68.42%

	20H	19H	同比	20Q2	19Q2	同比	20Q2	20Q1	环比
营业收入（亿元）	36.95	28.43	29.96%	18.62	15.23	22.21%	18.62	18.33	1.58%
归属于上市公司股东的净利润（亿元）	1.37	4.33	-68.42%	0.57	2.15	-73.59%	0.57	0.80	-29.20%
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润（亿元）	0.56	3.93	-85.69%	0.02	2.01	-98.85%	0.02	0.54	-95.72%
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	5.48	9.26	-40.77%	4.98	5.03	-0.93%	4.98	0.50	887.87%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

Q2 疫情影响单瓦盈利环比略降，Q3 需求强劲盈利迅速修复：2020H 公司电池片出货量 5.24GW，同增 82%，其中 Q1 出货 2.3GW，同增约 72.9%，Q2 出货 2.94GW，同增约 89.8%，但由于 20Q2 全球疫情爆发，158 电池片价格暴跌至最低 0.8 元/片，公司单瓦盈利由 Q1 0.02~0.03 元/W 跌至 Q2 不到 0.01 元/W，虽然公司出货量同比大增，但业绩同比仍大幅下滑。Q3 国内需求转暖，龙头组件厂排产高企，同时受硅料上游收缩及银浆涨价的影响，单瓦售价快速调涨，当前时点 166 单瓦售价 0.95 元/W，单瓦盈利约 0.1 元/W。

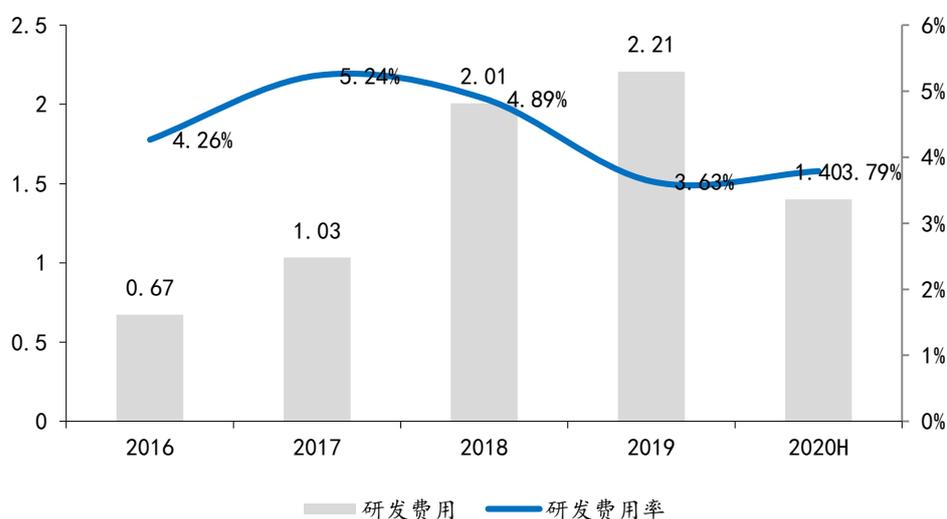
图 1：电池 Q2 跌幅约 20-25%，Q3 迅速调涨



数据来源：Solarzoom，东吴证券研究所

持续高研发投入，产能扩张提速：2020上半年，公司进一步加强研发投入，公司研发费用1.40亿元，比去年同期增长30%，目前公司累计拥有国内授权专利521项，其中发明专利65项，实用新型269项，外观设计187项；海外有效专利16项，其中发明专利1项，外观设计15项。公司今年二度发布扩产公告，若年内天津二期，义乌二、三、四、五期如期达产，公司2020年底将形成36.2GW电池产能，提前1年超额完成21年规划。本次扩产提速主要原因在于公司在手大尺寸订单规模远超公司目前产能，扩产顺应大尺寸发展趋势，有助于公司提高市场份额，巩固公司在太阳能电池领域的核心竞争力。

图2：公司持续高研发投入（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表2：爱旭电池扩产计划

单位：GW	2016	2017	2018	2019	2020E	类型
佛山	0.7	0.5	0.5	2	2	158mm 尺寸
天津一期	0.5	1	3.5	3.8	3.8	166mm 尺寸
天津二期					5.4	210mm 向下兼容
义乌一期				3.4	5	166mm 尺寸
义乌二期					5	210mm 向下兼容
义乌三期					5	210mm 向下兼容
义乌四期					5	210mm 向下兼容
义乌五期					5	210mm 向下兼容
设计产能	1.2	1.5	4.0	9.2	36.2	

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

大尺寸溢价明显，大尺寸高占比带动公司高盈利：由于电池产能对尺寸变化最为敏感，从158升级到166需要设备改造，从166升级到182或210需要设备更换，因此在尺寸升级的过程中，大尺寸电池片易出现结构性短缺的情况。当前时点，166大尺寸电池片单瓦盈利显著高于156及158。截至20H公司166尺寸及以上产能占比85%+，其中182&210产能占比33.3%，预计到年末，公司166尺寸及以上产能占比接近95%+，其中182&210产能占比接近70%。得益于大尺寸电池高占比，我们测算，当前时点公司156、158、166电池片毛利率分别为9.2%、8.4%、19.5%，公司综合毛利率达14.0%，平均单瓦净利0.052元/W，盈利能力较Q2低点快速修复。

图3：截止8月28日电池价格（元/W）



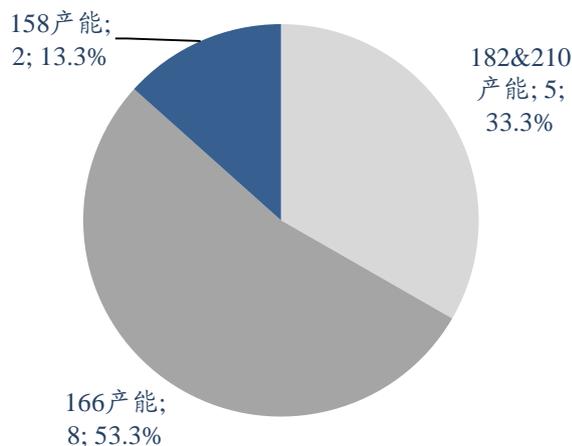
数据来源：Solarzoom，东吴证券研究所

图4：当前时点公司电池盈利测算

	156.00	158.00	166.00
价格（含税）	0.87	0.90	0.95
硅片价格（含税）	2.8	3.1	3.25
单片瓦数（W）	5.4	5.6	6.3
单瓦硅成本（元/W）	0.46	0.49	0.46
单瓦非硅成本（元/W）	0.24	0.24	0.22
单瓦总成本（元/W）	0.70	0.73	0.68
毛利率（%）	9.2%	8.4%	19.5%
综合毛利率（%）	14.0%		
单瓦毛利（元/W）	0.07	0.07	0.16
单瓦净利（元/W）	0.01	0.01	0.10
占比（%）	10.0%	40.0%	50.0%
平均售价（元/W）含税	0.922		
平均成本（元/W）	0.700		
平均单瓦净利	0.052		

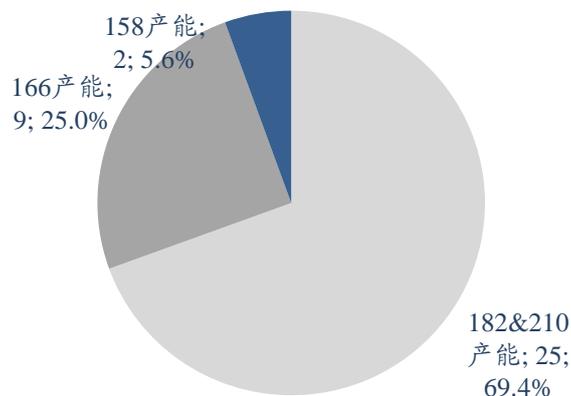
数据来源：Solarzoom，东吴证券研究所

图5：截止20H公司大尺寸产能占比85%+



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6：预计20年末公司大尺寸产能占比接近95%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

20Q2 费用同增 21.22%至 1.69 亿元,期间费用率同比下降 0.07 个百分点至 9.09%。其中,销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比下降 27.04%、上升 25.44%、上升 44.78%、上升 37.06%至 0.13 亿元、1.14 亿元、0.72 亿元、0.42 亿元;费用率分别同比下降 0.48pct、上升 0.16pct、上升 0.60pct、上升 0.24pct 至 0.70%、6.13%、3.87%、2.25%。销售费用大幅下滑主要是由于海外交货方式变更运输费减少,疫情影响展会等市场推广费减少。

表 3: 20Q2 费用同增 21.22%至 1.69 亿元,期间费用率下降 0.07 个百分点至 9.09% (单位: 亿元)

	20H	19H	同比	20Q2	19Q2	同比	20Q2 费用率	19Q2 费用率	同比增长
期间费用	5.32	4.42	20.14%	1.69	1.40	21.22%	9.09%	9.16%	-0.07pct
销售费用	0.23	0.29	-19.48%	0.13	0.18	-27.04%	0.70%	1.18%	-0.48pct
管理费用(含研发)	2.14	1.80	18.95%	1.14	0.91	25.44%	6.13%	5.97%	0.16pct
研发费用	1.40	1.08	30.13%	0.72	0.50	44.78%	3.87%	3.27%	0.60pct
财务费用	0.80	0.54	49.38%	0.42	0.31	37.06%	2.25%	2.01%	0.24pct

数据来源: WIND, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 我们预计公司 20-22 年业绩为: 8.82、19.83、26.11 亿元,同比增长 50.8%、124.7%、31.6%,对应 EPS 为 0.43、0.97、1.28 元。目标价 19.4 元,对应 21 年 20 倍 PE,维持“买入”评级。

风险提示: 政策不达预期,竞争加剧等

爱旭股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,329	3,780	9,920	7,534	营业收入	6,069	10,858	23,691	27,573
现金	990	1,086	4,445	3,587	减: 营业成本	4,973	9,009	19,668	22,895
应收账款	45	42	147	73	营业税金及附加	10	18	40	47
存货	241	1,561	2,373	2,206	营业费用	51	109	213	221
其他流动资产	1,053	1,092	2,956	1,667	管理费用	153	651	1,374	1,379
非流动资产	5,837	6,888	7,651	7,429	财务费用	108	170	272	212
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-3	0	0	0
固定资产	3,791	5,062	5,687	5,658	加: 投资净收益	0	80	80	80
在建工程	1,290	1,040	1,141	906	其他收益	1	0	0	0
无形资产	211	240	276	318	营业利润	665	981	2,204	2,901
其他非流动资产	546	546	547	548	加: 营业外净收支	-12	0	0	0
资产总计	8,166	10,668	17,571	14,963	利润总额	653	981	2,204	2,901
流动负债	3,665	5,114	10,158	5,260	减: 所得税费用	68	98	220	290
短期借款	420	2,933	1,500	1,400	少数股东损益	-0	0	0	0
应付账款	712	189	1,778	512	归属母公司净利润	585	882	1,983	2,611
其他流动负债	2,533	1,992	6,880	3,348	EBIT	706	1,063	2,286	2,892
非流动负债	1,935	1,899	1,775	1,454	EBITDA	1,016	1,523	2,890	3,588
长期借款	1,020	984	860	539					
其他非流动负债	915	915	915	915	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	5,600	7,013	11,933	6,714	每股收益 (元)	0.29	0.43	0.97	1.28
少数股东权益	490	490	490	490	每股净资产 (元)	1.02	1.55	2.53	3.81
					发行在外股份 (百万股)	1830	2036	2036	2036
归属母公司股东权益	2,076	3,165	5,148	7,759	ROIC (%)	13.8%	11.8%	24.1%	24.2%
负债和股东权益	8,166	10,668	17,571	14,963	ROE (%)	22.8%	24.1%	35.2%	31.6%
					毛利率 (%)	18.1%	17.0%	17.0%	17.0%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率 (%)	9.6%	8.1%	8.4%	9.5%
经营活动现金流	1,587	-926	6,444	169	资产负债率 (%)	68.6%	65.7%	67.9%	44.9%
投资活动现金流	-3,027	-1,430	-1,286	-394	收入增长率 (%)	3772.7%	78.9%	118.2%	16.4%
筹资活动现金流	1,179	2,452	-1,799	-633	净利润增长率 (%)	3558.7%	50.8%	124.7%	31.6%
现金净增加额	-254	96	3,359	-858	P/E	47.11	31.24	13.90	10.56
折旧和摊销	310	460	604	696	P/B	13.28	8.71	5.36	3.55
资本开支	2,932	1,051	763	-221	EV/EBITDA	29.12	20.94	9.35	7.65
营运资本变动	602	-2,358	3,666	-3,269					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>