

爱康科技 (002610) / 机械设备

疫情影响短期业绩，长期看好异质结布局

评级：增持(维持)

市场价格：2.13

分析师：冯胜

执业证书编号：S0740519050004

Email: fengsheng@r.qlzq.com.cn

分析师：王可

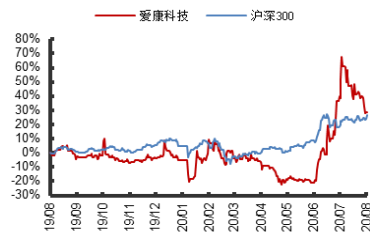
执业证书编号：S0740519080001

Email: wangke@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	4487.97
流通股本(百万股)	4386.35
市价(元)	2.13
市值(百万元)	9559.37
流通市值(百万元)	9342.92

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,843	5,126	5,202	6,512	8,265
营业收入增速	-0.28%	5.85%	1.48%	25.20%	26.91%
归属于母公司的净利润	125	-1,612	83	392	706
净利润增长率	10.48%	-1385.84	105.14%	372.44%	80.36%
摊薄每股收益(元)	0.03	-0.36	0.02	0.09	0.16
每股现金流量(元)	0.19	0.18	0.12	0.10	0.17
净资产收益率	2.11%	-39.21%	1.55%	7.21%	12.68%
P/E	76.29	-5.93	115.36	24.42	13.54
PEG	7.28	0.00	-1.10	0.07	0.17
P/B	1.63	2.33	1.79	1.76	1.72

备注：股价取自 2020 年 8 月 28 日

投资要点

■ 事件：8月31日，公司发布2020年半年报，实现营收17.40亿元，同比下降31.08%，归母净利润2696.38万元，同比下降17.76%，扣非净利润1323.53万元，同比下降14.88%。

■ 现金流大幅改善，盈利能力持续攀升。

(1) 2020H1 公司实现营收 17.40 亿元，同比下降 31.08%，主要原因是公司制造业业务量受新冠疫情影响；归母净利润 2698.38 万元，同比下降 17.76%，扣非净利润 1323.53 万元，同比下降 14.88%。

(2) 2020H1 公司销售毛利率 19.50%，同比增加 4.84pct；销售净利率 1.80%，同比增加 0.18pct。公司盈利能力持续攀升，整体经营状况呈现良好的发展趋势。

(3) 分业务来看，太阳能电池边框实现营收 5.86 亿元，占营收比重 33.66%，同比下降 45.55%，毛利率 12.36%，同比下降 0.35%；太阳能电池板（组件）实现收入 4.55 亿元，占营收比重 26.13%，同比下降 42.03%，毛利率 7.88%，同比下降 1.32pct，主要原因是受新冠疫情影响，公司产品订单、生产量下降。太阳能安装支架实现营收 3.55 亿元，占营收比重 20.41%，同比增加 21.07%，毛利率 21.78%，同比增加 3.91pct，主要原因是公司在越南等市场获取的订单量增加。电力销售营收 2.53 亿元，占营收比重 14.50%，同比增加 8.30%，毛利率 66.00%，同比增加 9.93pct，主要由于电站运维效率提升、部分电站限电率降低。综上所述，传统业务整体上仍保持稳健盈利能力。

(4) 2020H1，公司经营活动现金净流量 2.33 亿元，同比增加 984.19%，公司经营质量持续提升，进一步实现真正轻装上阵，在新能源服务板块实现轻资产战略，完成公司从重资产、较高负债至轻资产、高流通、低负债的转型。

■ 超前布局异质结，有望充分受益行业趋势。立足自身优势，积极发力异质结电池及组件制造。公司在原有边框、支架等优势制造基础上，从 2010 年开始培育 HJT 异质结核心技术。公司规划的 HJT 电池一期 220MW 预计 2020 年 9 月开始电池安装调试，2020 年 10 月底投产。另外，子公司爱康光电一期项目（2GW 高效异质结电池及组件）已经投入 5.7 亿元，其中 900MW 组件项目已经投产。我们认为，爱康科技在异质结投资方向上把握精准，且正好踩在异质结产业化前夜，依托多年来在行业内的持续积累，已经在异质结电池及组件规模、技术和成本方面具备明显的竞争优势，有望迅速成为 HJT 电池龙头。

■ 异质结组件盈利能力突出，公司业绩高增长可期。HJT 异质结组件盈利能力强、高转换效率、低衰减率等优势突出，在全球范围内颇受欢迎。根据 SOLARZOOM 新能源智库测算，HJT 组件的成本比 PERC 成本高约 0.17 元/W，不含税售价高约 1.12 元/W，则 HJT 的超额净利润高达 0.71 元/W（考虑所得税率 25%），对于 1GW 规模的电池组件产线而言，可以实现 7.1 亿元的超额净利润。虽然 0.71 元/W 的净利润优势不能长期维持，但只要 PERC 产能没有被 HJT 完全替代，0.21 元/W 的净利润优势（对应全球中低端光伏市场）则至少可以维持到 2025 年左右。公司提前切入异质结电池及组件制造，有望充分受益异质结高盈利的红利，未来业绩高增长可期。

■ 维持“增持”评级。公司现金流大幅改善，积极推进转型升级，全面推进轻资产服务。超前布局异质结，有望成为 HJT 电池龙头，且异质结组件盈利能力突出，公司未来业绩高增长可期。预计公司 2020-2022 年净利润分别为 0.83、3.92、7.06 亿元。估值方面，存在较大修复空间，仅以 HJT 电池业务来看，

看好异质结背景下公司的成长空间，参考该业务可比公司的平均估值水平，按照 PE 为 40 倍测算，公司 2022 年 HJT 业务市值约 300 亿元，对比当前市值，仍有较大提升空间。

- **风险提示：**光伏产业政策变化和行业波动的风险；行业竞争加剧，公司市占率与毛利率不及预期的风险；光伏电池片价格不及预期的风险；产能投放进度不及预期风险；实际控制人股份被冻结相关风险。

图表 1: 爱康科技盈利预测表

损益表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	4,843	5,126	5,202	6,512	8,265
增长率	-0.3%	5.9%	1.5%	25.2%	26.9%
营业成本	-3,971	-4,384	-4,501	-5,512	-6,824
% 销售收入	82.0%	85.5%	86.5%	84.6%	82.6%
毛利	871	742	701	1,000	1,440
% 销售收入	18.0%	14.5%	13.5%	15.4%	17.4%
营业税金及附加	-23	-19	-20	-24	-31
% 销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-140	-173	-165	-206	-261
% 销售收入	2.9%	3.4%	3.2%	3.2%	3.2%
管理费用	-278	-273	-269	-334	-423
% 销售收入	5.7%	5.3%	5.2%	5.1%	5.1%
息税前利润 (EBIT)	431	277	247	436	725
% 销售收入	8.9%	5.4%	4.7%	6.7%	8.8%
财务费用	-440	-380	-79	-86	-77
% 销售收入	9.1%	7.4%	1.5%	1.3%	0.9%
资产减值损失	83	-844	-90	0	0
公允价值变动收益	-2	0	0	0	0
投资收益	151	-263	0	0	0
% 税前利润	73.7%	—	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	224	-1,211	78	350	648
营业利润率	4.6%	-23.6%	1.5%	5.4%	7.8%
营业外收支	-18	-324	0	0	0
税前利润	205	-1,534	78	350	648
利润率	4.2%	-29.9%	1.5%	5.4%	7.8%
所得税	-20	-31	4	21	38
所得税率	9.5%	-2.0%	-5.7%	-6.1%	-5.9%
净利润	138	-1,669	83	392	706
少数股东损益	13	-57	0	0	0
归属于母公司的净利润	125	-1,612	83	392	706
净利率	2.6%	-31.4%	1.6%	6.0%	8.5%

资产负债表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,050	1,445	2,825	1,954	2,139
应收款项	3,491	2,614	2,439	2,964	3,649
存货	278	241	223	258	301
其他流动资产	617	507	454	561	712
流动资产	6,437	4,807	5,941	5,738	6,802
% 总资产	45.8%	41.3%	46.2%	42.6%	47.4%
长期投资	1,382	2,076	1,560	1,560	1,560
固定资产	4,323	3,284	3,520	3,844	4,652
% 总资产	30.8%	28.2%	27.4%	28.5%	32.4%
无形资产	202	232	232	221	209
非流动资产	7,619	6,839	6,912	7,746	7,542
% 总资产	54.2%	58.7%	53.8%	57.4%	52.6%
资产总计	14,057	11,645	12,854	13,484	14,344
短期借款	3,205	2,114	2,023	2,023	2,023
应付款项	1,243	1,675	1,728	2,116	2,620
其他流动负债	1,109	705	720	884	1,098
流动资产	5,557	4,494	4,470	5,023	5,741
长期贷款	694	668	658	658	658
其他长期负债	1,863	2,372	2,372	2,372	2,372
负债	8,114	7,535	7,501	8,053	8,772
普通股股东权益	5,867	4,107	5,349	5,428	5,569
少数股东权益	76	3	3	3	3
负债股东权益合计	14,057	11,645	12,854	13,484	14,344

比率分析					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标					
每股收益 (元)	0.03	-0.36	0.02	0.09	0.16
每股净资产 (元)	1.32	0.92	1.19	1.21	1.24
每股经营现金净流 (元)	0.19	0.18	0.12	0.10	0.17
每股股利 (元)	0.11	0.10	0.12	0.07	0.13
回报率					
净资产收益率	1.96%	2.11%	-39.21%	1.55%	7.21%
总资产收益率	0.66%	0.89%	-13.84%	0.64%	2.90%
投入资本收益率	2.58%	-31.21%	1.55%	7.33%	13.22%
增长率					
营业总收入增长率	-0.28%	5.85%	1.48%	25.20%	26.91%
EBIT增长率	2.20%	-310.60%	-112.49%	190.41%	63.40%
净利润增长率	10.48%	-1385.84%	-105.14%	372.44%	80.36%
总资产增长率	-17.71%	-17.15%	10.38%	4.91%	6.37%
资产管理能力					
应收账款周转天数	220.9	214.4	174.9	149.3	144.0
存货周转天数	19.9	18.2	16.1	13.3	12.2
应付账款周转天数	106.9	102.5	117.8	106.2	103.1
固定资产周转天数	429.5	267.1	235.4	203.5	185.0
偿债能力					
净负债/股东权益	-136.54%	-183.30%	-140.13%	-148.28%	-157.41%
EBIT利息保障倍数	1.4	-3.3	2.0	5.3	9.7
资产负债率	57.72%	64.70%	58.36%	59.72%	61.15%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	138	-1,669	83	392	706
加: 折旧和摊销	446	5	7	10	13
资产减值准备	83	-844	-90	0	0
公允价值变动损失	-2	0	0	0	0
财务费用	440	380	79	86	77
投资收益	151	-263	0	0	0
少数股东损益	13	-57	0	0	0
营运资金的变动	2,565	-568	1,158	-755	345
经营活动现金净流	869	825	537	463	750
固定资本投资	2,910	1,039	-236	-324	-808
投资活动现金净流	-1,613	-270	-74	-845	192
股利分配	-487	-430	-541	-313	-565
其他	625	1,256	1,599	0	0
筹资活动现金净流	138	826	1,058	-313	-565
现金净流量	-606	1,381	1,522	-695	377

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。