

业绩符合预期，期待引入乌江能源后带来产业协同加速发展

公司点评

● **事件：**公司发布业绩预告，预计2020H1归母净利润0.95-1.28亿元，YoY -15.88%~+13.34%

● **点评：**业绩符合预期，Q1疫情影响小幅亏损，Q2业绩大幅增长

公司预计2020H1归母净利润0.95-1.28亿元，YoY -15.88%~+13.34%。对应2020Q2归母净利润1.14-1.47亿元，YoY +34.41%~73.19%，QoQ扭亏。Q1亏损主要为疫情导致组件和背板出货减少及计提3537万公允价值变动损益(交易性金融资产)所致。公司Q2开始出货恢复，带来业绩高增长。

● **引入乌江能源，解决股权质押问题，国资背景+产业协同助推发展**

公司发布公告，控股股东兼实控人林建伟、张育政分次转让1.47亿股股份(占比18.87%)给贵州乌江能源投资有限公司。全部交易完成后，公司控股股东变更为乌江能源，实控人变更为贵州省国资委。股权转让的背景是大股东质押率较高，一定程度上制约了公司各项业务开展。乌江能源母公司乌江能源集团是贵州省属大型能源企业，未来计划加大在光伏产业的投入，公司引入乌江能源后，将获得国资背景及母公司带来的产业协同效应，在融资、扩产、下游销售等方面进一步获得支持。同时公司现有核心管理团队维持不变。

● **继续看好公司N型TOPCon产品优势及背板龙头地位**

公司是N型TOPCon电池技术的先行者和倡导者，目前产能2.4GW，是全球最大的N型电池制造商。TOPCon目前唯一量产的N型高效电池技术路线，公司目前量产转换效率已达23.5%，年底有望达到24%。受益高端市场需求及高效电池稀缺性，公司将持续获得高效产品带来的超额收益。预计2020年出货2GW以上，为业绩高增长奠定基础。公司是综合性背板龙头，市占率25%左右，龙头地位稳固。背板属于光伏组件关键辅材，格局、价格较为稳定，未来透明背板出货增加有望进一步提升背板业务毛利率。

● **盈利预测及投资建议**

预计公司2020-2022年营收分别为53.4、70.77、102.57亿元，归母净利润分别为3.52、4.62、7.31亿元，同比分别增长44.7%、31.3%、58.2%，EPS分别为0.45、0.59、0.94元，当前股价对应2020-2022年PE分别为17.8、13.5、8.5倍。维持“强烈推荐”评级。

● **风险提示：**股权转让不确定性风险、新冠疫情导致需求不及预期风险、高效产品竞争激烈导致价格下跌超预期风险、透明背板推广不及预期风险

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,692	3,478	5,340	7,077	10,257
增长率(%)	-17.0	29.2	53.6	32.5	44.9
净利润(百万元)	126	243	352	462	731
增长率(%)	-51.4	93.4	44.7	31.3	58.2
毛利率(%)	21.0	26.9	22.8	23.2	24.3
净利率(%)	4.7	7.0	6.6	6.5	7.1
ROE(%)	5.1	7.5	9.7	12.1	17.3
EPS(摊薄/元)	0.16	0.31	0.45	0.59	0.94
P/E(倍)	49.7	25.7	17.8	13.5	8.5
P/B(倍)	2.5	2.4	2.2	2.0	1.8

强烈推荐(维持评级)

开文明(分析师)

021-68865582

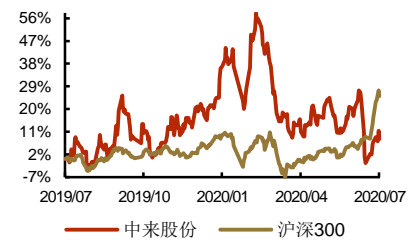
kaiwenming@xsdzq.cn

证书编号: S0280517100002

市场数据 时间 2020.07.10

收盘价(元):	7.06
一年最低/最高(元):	6.3/19.46
总股本(亿股):	7.78
总市值(亿元):	54.95
流通股本(亿股):	5.28
流通市值(亿元):	37.27
近3月换手率:	164.88%

股价一年走势



相关报告

《引入乌江能源，国资背景+产业协同有力助推公司发展》2020-06-21

《N型高效产能释放，未来成长可期》2020-04-26

《业绩高增长，N型高效电池组件进入收获期》2020-01-22

《背板龙头，N型电池新贵，业绩有望迎来高增长》2020-01-14

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3173	4221	5543	5071	9098	营业收入	2692	3478	5340	7077	10257
现金	966	1100	0	0	0	营业成本	2126	2542	4121	5438	7763
应收票据及应收账款合计	1381	992	2645	2175	4811	营业税金及附加	15	14	27	33	50
其他应收款	35	30	70	63	130	营业费用	82	84	134	198	287
预付账款	87	74	259	145	414	管理费用	134	148	256	351	509
存货	516	768	1313	1433	2487	研发费用	111	122	187	248	359
其他流动资产	188	1256	1256	1256	1256	财务费用	65	109	194	251	373
非流动资产	2828	4374	5571	6628	8522	资产减值损失	60	-48	0	0	0
长期投资	106	142	169	194	220	公允价值变动收益	0	21	5	7	8
固定资产	1520	2415	3274	4110	5724	其他收益	52	40	31	39	41
无形资产	136	131	142	151	157	投资净收益	12	-7	2	2	2
其他非流动资产	1066	1687	1987	2173	2420	营业利润	162	353	459	605	967
资产总计	6002	8595	11115	11700	17619	营业外收入	1	1	3	1	2
流动负债	2079	3181	5259	5601	10876	营业外支出	6	5	7	5	5
短期借款	759	1046	1744	1658	4363	利润总额	157	349	456	602	963
应付票据及应付账款合计	1127	1584	2810	2987	5288	所得税	26	87	93	122	198
其他流动负债	193	551	705	956	1225	净利润	131	261	363	480	764
非流动负债	1355	1913	1987	1994	2182	少数股东损益	5	18	11	18	33
长期借款	847	1338	1411	1419	1606	归属母公司净利润	126	243	352	462	731
其他非流动负债	508	575	575	575	575	EBITDA	367	668	755	1001	1535
负债合计	3434	5094	7245	7595	13057	EPS(元)	0.16	0.31	0.45	0.59	0.94
少数股东权益	56	704	715	733	766						
股本	241	359	778	778	778						
资本公积	1730	1560	1273	1273	1273						
留存收益	685	810	1012	1226	1552						
归属母公司股东权益	2512	2796	3154	3371	3796						
负债和股东权益	6002	8595	11115	11700	17619						

现金流量表(百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	11	111	-469	1783	-148
净利润	131	261	363	480	764
折旧摊销	138	201	186	250	340
财务费用	65	109	194	251	373
投资损失	-12	7	-2	-2	-2
营运资金变动	-521	-1859	-1204	811	-1615
其他经营现金流	210	1392	-5	-6	-8
投资活动现金流	-220	-1394	-1376	-1298	-2223
资本支出	196	584	1170	1032	1867
长期投资	-62	-701	-27	-26	-26
其他投资现金流	-85	-1512	-233	-292	-382
筹资活动现金流	-479	1453	46	-398	-334
短期借款	306	287	0	0	0
长期借款	-70	491	73	8	187
普通股增加	-1	118	419	0	0
资本公积增加	-3	-170	-287	0	0
其他筹资现金流	-712	727	-159	-406	-522
现金净增加额	-687	167	-1798	87	-2705

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	-17.0	29.2	53.6	32.5	44.9
营业利润(%)	-50.1	118.4	30.3	31.8	59.7
归属于母公司净利润(%)	-51.4	93.4	44.7	31.3	58.2
获利能力					
毛利率(%)	21.0	26.9	22.8	23.2	24.3
净利率(%)	4.7	7.0	6.6	6.5	7.1
ROE(%)	5.1	7.5	9.7	12.1	17.3
ROIC(%)	5.6	9.6	7.7	9.8	9.9
偿债能力					
资产负债率(%)	57.2	59.3	65.2	64.9	74.1
净负债比率(%)	46.7	55.1	106.0	100.0	158.5
流动比率	1.5	1.3	1.1	0.9	0.8
速动比率	1.1	0.9	0.6	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	2.0	2.9	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	1.9	1.9	0.0	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.16	0.31	0.45	0.59	0.94
每股经营现金流(最新摊薄)	0.39	1.37	-0.60	2.29	-0.19
每股净资产(最新摊薄)	3.23	3.38	3.67	3.95	4.50
估值比率					
P/E	49.7	25.7	17.8	13.5	8.5
P/B	2.5	2.4	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	20.4	12.3	13.6	10.3	8.7

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

开文明，上海交通大学学士，复旦大学世界经济硕士，2007-2012年历任光大证券研究所交通运输行业分析师、策略分析师、首席策略分析师，2012-2017年历任中海基金首席策略分析师、研究副总监、基金经理。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕苒琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>