爱旭股份（600732）

公司研究/点评报告

大尺寸布局加速推进，高效电池突破在即

—爱旭股份（600732）2020 年报点评

点评报告/电力设备及新能源　　2021 年 03 月 16 日

一、事件概述

3 月 16 日，公司发布 2020 年年报：2020 年实现营收 96.64 亿元，同比+59.2%；归母净利润 8.05 亿元，同比+37.6%，扣非后归母净利润 5.56 亿元，同比+13.5%。对应 2020Q4 营业收入 34.08 亿元，同比+80.9%，环比+33%；归母净利润 4.31 亿元，同比+394%，环比+81.7%；扣非后归母净利润 2.98 亿元，同比+644.3%，环比+47.9%。

二、分析与判断

➢ 业绩大幅增长，盈利保持在较好水平

全年业绩实现大幅增长，主要为四季度电池片出货量及单位盈利增长明显。公司全年电池出货量 13.16GW，同比+93.7%，2020Q4 电池片出货 4.28GW，同比+79.1%，环比+16.9%。盈利水平上，公司 2020 年全年综合毛利率 14.9%，同比-3.2 pct，主要原因是新收入准则下运输费由销售费用改为计入营业成本；2020Q4 综合毛利率 17.7%，同比+7.3 pct，环比-0.3 pct。

➢ 大尺寸布局领先，产能结构优势明显

公司率先布局大尺寸电池，2020 年 1 月率先量产 210 电池，2020 年全年大尺寸 PERC 电池出货全球第一。公司 2020 年末电池产能 20GW，义乌四、五期产能达产后，总产能将达 36GW。公司计划在 2021 年完成现有产能尺寸升级，届时 36GW 产能中 182/210 尺寸产能将达 34GW，占比 94%。随着下游 182/210 大尺寸组件的终端市场接受度提升，公司产能结构优势进一步凸显，竞争力将显著增强。

➢ 专注与高研发投入，新技术有望蝶变

公司专注于高效电池的研发和生产，2020 年研发费用率 3.9%，位居行业前列。公司目前在新型 N 型高效电池上进展较快，预计于 2021Q3 启动大规模新型电池产能建设，2022Q2 末投产，量产效率预计 25%-26%以上。高效电池的突破有望奠定公司作为专业化电池厂的长期核心竞争力。

三、投资建议

考虑原材料成本上涨影响，预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 12.88、17.06、21.83 亿元，同比增长 59.8%、32.5%、27.9%，当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 18、14、11 倍。公司产能持续释放提升市占率，大尺寸产品结构优势优化盈利，高效电池突破奠定长期核心竞争力，参考当前 CS 光伏产业 34 倍 PE（TTM），维持“推荐”评级。

四、风险提示：

上游原材料涨价导致利润下滑，一体化组件厂自有电池产能提升导致专业化电池厂份额下滑，光伏装机增长低于预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	9,664	19,952	23,143	26,101
增长率（%）	59.2	106.5	16.0	12.8
归属母公司股东净利润（百万元）	805	1,288	1,706	2,183
增长率（%）	37.6	59.8	32.5	27.9
每股收益（元）	0.42	0.63	0.83	1.06
PE（现价）	27.1	18.2	13.7	10.7
PB	4.3	2.9	2.4	2.0

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　维持评级

当前价格：　11.39 元

交易数据	2021-3-15
近 12 个月最高/最低(元)	19.56/6.9
总股本（百万股）	2,036
流通股本（百万股）	653
流通股比例（%）	32.06
总市值（亿元）	232
流通市值（亿元）	74

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于潇

执业证号：　S0100520080001

电话：　021-60876734

邮箱：　yuxiao@mszq.com

研究助理：丁亚

执业证号：　S0100120120042

电话：　021-60876734

邮箱：　dingya@mszq.com

相关研究

1.爱旭股份（600732）2020 三季报点评：盈利显著好转，产品结构加速优化

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	**9,664**	**19,952**	**23,143**	**26,101**
营业成本	8,224	17,312	19,869	22,088
营业税金及附加	16	33	38	43
销售费用	32	60	69	78
管理费用	206	299	347	392
研发费用	380	634	811	905
EBIT	805	1,614	2,009	2,595
财务费用	147	47	4	8
资产减值损失	(23)	(25)	(14)	(11)
投资收益	7	4	4	4
营业利润	**945**	**1,595**	**2,024**	**2,603**
营业外收支	(33)	0	0	0
利润总额	**911**	**1,574**	**2,000**	**2,579**
所得税	105	241	265	352
净利润	806	1,333	1,736	2,227
归属于母公司净利润	**805**	**1,288**	**1,706**	**2,183**
EBITDA	**1,344**	**4,345**	**4,484**	**5,932**

资产负债表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1255	6015	6575	8875
应收账款及票据	267	599	694	783
预付款项	462	707	993	1325
存货	455	888	1291	1395
其他流动资产	274	274	274	274
流动资产合计	**3245**	**9258**	**10315**	**13818**
长期股权投资	0	4	8	12
固定资产	6403	8971	11757	14441
无形资产	252	303	366	413
非流动资产合计	**9457**	**9975**	**11011**	**11016**
资产合计	**12702**	**19233**	**21326**	**24834**
短期借款	1153	1153	1268	1441
应付账款及票据	1953	3289	3974	4418
其他流动负债	77	77	77	77
流动负债合计	**4813**	**8662**	**8824**	**9811**
长期借款	979	979	1175	1468
其他长期负债	877	877	877	877
非流动负债合计	**2055**	**2055**	**2251**	**2545**
负债合计	**6868**	**10718**	**11075**	**12356**
股本	2036	2057	2057	2057
少数股东权益	491	536	566	610
股东权益合计	**5834**	**8516**	**10251**	**12478**
负债和股东权益合计	**12702**	**19233**	**21326**	**24834**

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	59.2	106.5	16.0	12.8
EBIT 增长率	21.8	100.4	24.5	29.2
净利润增长率	37.6	59.8	32.5	27.9
盈利能力				
毛利率	14.9	13.2	14.1	15.4
净利润率	8.3	6.5	7.4	8.4
总资产收益率 ROA	6.3	6.7	8.0	8.8
净资产收益率 ROE	15.1	16.1	17.6	18.4
偿债能力				
流动比率	0.7	1.1	1.2	1.4
速动比率	0.6	1.0	1.0	1.3
现金比率	0.3	0.7	0.7	0.9
资产负债率	0.5	0.6	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	1.7	1.7	3.0	5.0
存货周转天数	15.2	14.0	20.0	23.0
总资产周转率	0.9	1.2	1.1	1.1
每股指标（元）				
每股收益	0.4	0.6	0.8	1.1
每股净资产	2.6	3.9	4.7	5.8
每股经营现金流	0.8	3.3	1.9	2.6
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	27.1	18.2	13.7	10.7
PB	4.3	2.9	2.4	2.0
EV/EBITDA	14.4	4.0	3.7	2.6
股息收益率	0.0	0.0	0.0	0.0

现金流量表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	806	1,333	1,736	2,227
折旧和摊销	561	2,707	2,461	3,325
营运资金变动	(15)	2,617	(442)	(284)
经营活动现金流	**1,615**	**6,734**	**3,839**	**5,363**
资本开支	2,602	3,262	3,525	3,357
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	**(2,595)**	**(3,262)**	**(3,525)**	**(3,357)**
股权募资	2,500	1,349	0	0
债务募资	933	(1)	196	196
筹资活动现金流	**3,212**	**1,288**	**246**	**294**
现金净流量	**2,232**	**4,760**	**560**	**2,300**

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

于潇，于潇，民生证券电力设备新能源行业首席分析师，上海交通大学学士，北京大学硕士，先后就职于通用电气、中泰证券、东吴证券、华创证券，2020年8月加入民生证券。
丁亚，多年光伏产业研究经验，曾就职于SOLARZOOM、新时代证券，2020年12月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。