爱旭股份（600732）三季报点评

Q3 盈利大幅修复，大尺寸红利拾级而上

买入（维持）

2020 年 10 月 20 日

证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	6,069	10,302	23,494	27,573
同比（%）	3772.7%	69.7%	128.1%	17.4%
归母净利润（百万元）	585	699	1,816	2,604
同比（%）	3558.7%	19.4%	159.8%	43.4%
每股收益（元/股）	0.29	0.34	0.89	1.28
P/E（倍）	48.64	40.73	15.68	10.93

投资要点

- **20Q1~Q3 公司业绩 3.74 亿元，同比-24.87%，Q3 业绩 2.37 亿元，同比大增 265.15%：**公司 20Q1~Q3 实现营业收入 62.56 亿元，同比增长 49.45%；实现归属母公司净利润 3.74 亿元，同比下降 24.87%。20Q3 实现营业收入 25.61 亿元，同比增长 90.73%，环比上升 37.54%；实现归属母公司净利润 2.37 亿元，同比上升 265.15%，环比上升 315.79%。
- **Q3 盈利修复量利双升，Q4 旺季量利再提升！**2020Q1-3 公司电池片出货量 8.74GW，同增 88%，其中 Q3 出货 3.50GW，同增 130%，环增 19.0%，预计 Q4 出货继续增长至 4.5GW+。Q2 疫情爆发，产业链价格暴跌，公司单瓦盈利不足 0.01 元/W，Q3 龙头组件厂排产高企，胶膜、玻璃接连涨价印证需求高增，同时原材料硅片及银浆涨价，电池价格快速调涨，推动 Q3 公司盈利迅速修复，单瓦盈利约 0.06 元/W，同比环比均大幅改善！Q4 随着海外疫情消退及国内进入 20 年 1231 抢装，有望迎来史上最强旺季，单季度装机国内预计 20GW，海外 25GW，同时公司大尺寸产能爬坡完成&大尺寸出货占比进一步提升，迎来量价齐升。
- **产能扩张如火如荼，预计年底形成 36GWPERC 产能：**截至报告期末，义乌二期 PERC 高效太阳能电池项目已经竣工投产并实现满产运行；义乌三期 PERC 高效太阳能电池项目在公司 2020 年非公开发行募集资金到位后快速推进，产线设备已陆续到货安装；义乌四期、五期 PERC 高效太阳能电池项目正在加快推进厂房基础设施建设，主体厂房建设进度完成 50%以上。天津二期 PERC 高效太阳能电池项目进展顺利，部分设备已经完成安装调试；光伏研发中心项目主体建筑已完工，目前正在进行外墙装饰和内部装修，预计 2020 年底前可投入使用；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，大尺寸红利拾级而上：**Q3 硅料厂爆炸，硅料环节供给加速收缩，整个产业链全涨价，目前电池价格从高点小幅回落后持稳，大尺寸电池价格出现明显分化，单晶 PERC166 电池 0.94 元/W，高出 158 电池 6 分/W，显示市场大尺寸需求强劲。预计到年末，公司大尺寸产能占比接近 95%+，其中 182&210 产能占比接近 70%，Q3 公司出货中 182 及 210 占比 15%，后续占比预计将持续增长。得益于大尺寸电池高占比，我们测算，当前时点公司 158、166、210 电池片毛利率分别为 8.6%、20.5%、19.9%（210 低的原因在于产能爬坡非硅较高），公司综合毛利率达 17.3%，平均单瓦净利 0.063 元/W，盈利能力强劲。Q4 随着各个组件厂大尺寸陆续出货，预计到年底公司 166 占比 55%，210 占比 35%，158 占比 10%，尺寸结构进一步优化，同时 210 爬坡完成，预计公司单瓦盈利进一步提升。
- **20Q3 费用同增 68.22%至 2.17 亿元，期间费率下降 1.13 个百分点至 8.47%。**其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比+50.0%、+81.3%、+100.0%、+32.1%至 0.15 亿元、1.65 亿元、1.04 亿元、0.37 亿元；费用率分别同比-0.16pct、-0.33pct、+0.19pct、-0.64pct 至 0.59%、6.44%、4.06%、1.44%。研发费用增长较快主要原因在于持续增加研发投入，研发人员工资与研发试验物料消耗等研发投入增加。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 20-22 年业绩为：6.99、18.16、26.04 亿元，同比增长 19.4%、159.8%、43.4%，对应 EPS 为 0.34、0.89、1.28 元。目标价 22.25 元，对应 21 年 25 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)	13.98
一年最低/最高价	6.34/17.00
市净率(倍)	5.80
流通 A 股市值(百万元)	6240.44

基础数据

每股净资产(元)	2.41
资产负债率(%)	54.95
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）半年报点评：盈利底部已过，大尺寸势不可挡》2020-08-30
2、《爱旭股份（600732）：扩产再超预期，龙头强者更强》2020-08-10
3、《爱旭股份（600732）：扩产超预期，龙头再提速》2020-07-20

请务必阅读正文之后的免责声明部分

20Q1~Q3公司业绩3.74亿元，同比-24.87%，Q3业绩2.37亿元，同比大增265.15%：公司 20Q1~Q3 实现营业收入 62.56 亿元，同比增长 49.45%；实现归属母公司净利润 3.74 亿元，同比下降 24.87%。20Q3 实现营业收入 25.61 亿元，同比增长 90.73%，环比上升 37.54%；实现归属母公司净利润 2.37 亿元，同比上升 265.15%，环比上升 315.79%。

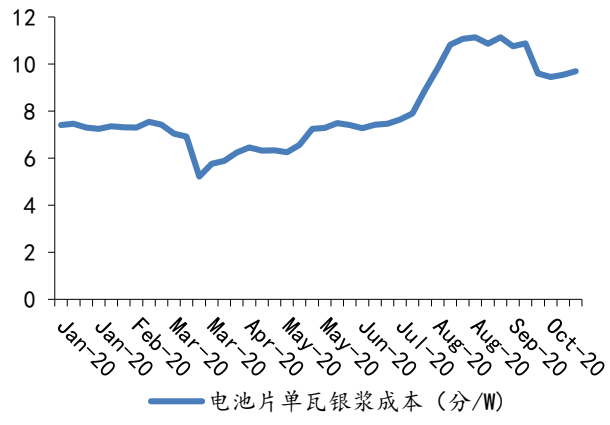
表 1：20Q1~Q3 公司业绩 3.74 亿元，同比-24.87%，Q3 业绩 2.37 亿元，同比大增 265.15%

	20Q1~3	19Q1~3	同比	20Q3	19Q3	同比	20Q3	20Q2	环比
营收（亿元）	62.56	41.86	49.45%	25.61	13.43	90.73%	25.61	18.62	37.54%
归母净利（亿元）	3.74	4.98	-24.87%	2.37	0.65	265.15%	2.37	0.57	315.79%
归母净利（扣非，亿元）	2.58	4.50	-42.68%	2.02	4.59	-56.10%	2.02	0.02	10000%
经营活动现金净流（亿元）	-0.70	9.36	-107.49%	-6.18	9.75	-163.38%	-6.18	4.98	-224.10%

数据来源：WIND，东吴证券研究所

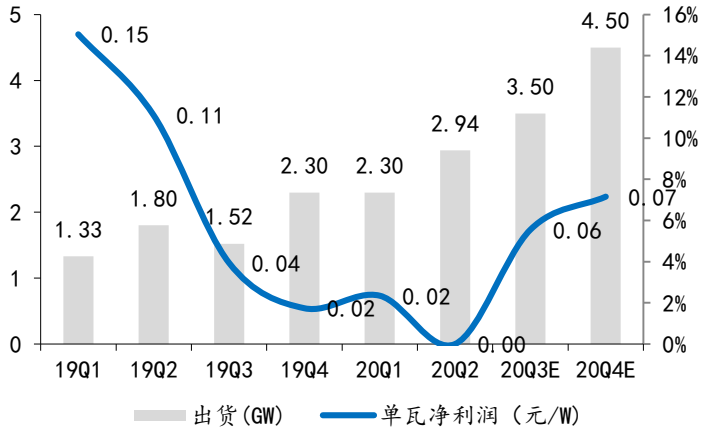
Q3盈利修复量利双升，Q4旺季量利再提升！2020Q1-3 公司电池片出货量 8.74GW，同增 88%，其中 Q3 出货 3.50GW，同增 130%，环增 19.0%，预计 Q4 出货继续增长至 4.5GW+。Q2 疫情爆发，产业链价格暴跌，公司单瓦盈利不足 0.01 元/W，Q3 龙头组件厂排产高企，胶膜、玻璃接连涨价印证需求高增，同时原材料硅片及银浆涨价，电池价格快速调涨，推动 Q3 公司盈利迅速修复，单瓦盈利约 0.06 元/W，同比环比均大幅改善！Q4 随着海外疫情消退及国内进入 20 年 1231 抢装，有望迎来史上最强旺季，单季度装机国内预计 20GW，海外 25GW，同时公司大尺寸产能爬坡完成&大尺寸出货占比进一步提升，迎来量价齐升。

图 1：Q3 电池片银浆成本迅速上涨



数据来源：Solarzoom，东吴证券研究所

图 2：公司电池出货及盈利水平



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

产能扩张如火如荼，预计年底形成 36GWPERC 产能：截至报告期末，义乌二期 PERC 高效太阳能电池项目已经竣工投产并实现满产运行；义乌三期 PERC 高效太阳能电池项目在公司 2020 年非公开发行募集资金到位后快速推进，产线设备已陆续到货安装；义乌四期、五期 PERC 高效太阳能电池项目正在加快推进厂房基础设施建设，主体厂房建设进度完成 50%以上。天津二期 PERC 高效太阳能电池项目进展顺利，部分设备已经完成安装调试；光伏研发中心项目主体建筑已完工，目前正在进行外墙装饰和内部装修，预计 2020 年底前可投入使用；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。

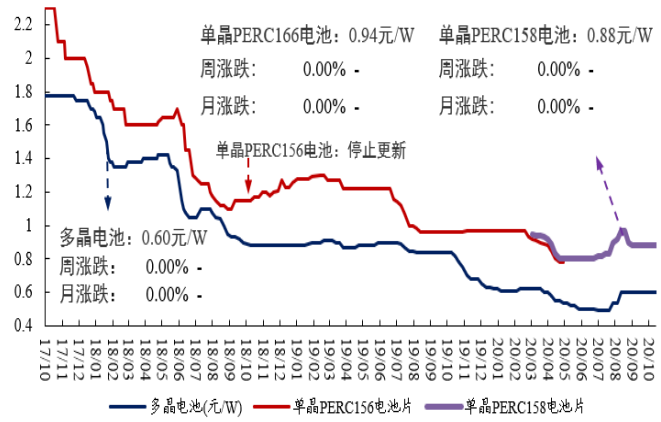
表 2 :爱旭电池扩产计划

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，大尺寸红利拾级而上：Q3 硅料厂爆炸，硅料环节供给加速收缩，整个产业链全涨价，目前电池价格从高点小幅回落后持稳，大尺寸电池价格出现明显分化，单晶 PERC166 电池 0.94 元/W，高出 158 电池 6 分/W，显示市场大尺寸需求强劲。预计到年末，公司大尺寸产能占比接近 95%+，其中 182&210 产能占比接近 70%，Q3 公司出货中 182 及 210 占比 15%，后续占比预计将持续增长。得益于大尺寸电池高占比，我们测算，当前时点公司 158、166、210 电池片毛利率分别为 8.6%、20.5%、19.9%（210 低的原因在于产能爬坡非硅较高），公司综合毛利率达 17.3%，平均单瓦净利 0.063 元/W，盈利能力强劲。Q4 随着各个组件厂大尺寸陆续出货，预计到年底公司 166 占比 55%，210 占比 35%，158 占比 10%，尺寸结构进一步优化，同时 210 爬坡完成，预计公司单瓦盈利进一步提升。

图 3：截止 10 月 16 日电池价格（元/W）



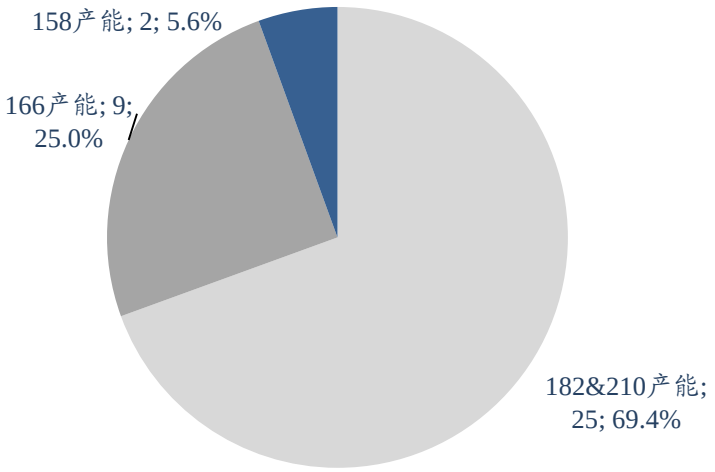
数据来源：Solarzoom，东吴证券研究所

图 4：当前时点公司电池盈利测算

	156.00	158.00	166.00	210.00
价格(（含税）	0.8	0.88	0.94	0.95
硅片价格（含税）	2.9	3.05	3.25	5.28
单片瓦数（W）	5.4	5.6	6.3	9.9
单瓦硅成本（元/W)	0.48	0.48	0.46	0.47
单瓦非硅成本(元/W)	0.23	0.23	0.21	0.20
单瓦总成本(元/W)	0.71	0.71	0.66	0.67
毛利率(%)	0.4%	8.6%	20.5%	19.9%
单瓦毛利(元/W)	0.00	0.07	0.17	0.17
单瓦净利(元/W)	-0.08	-0.01	0.09	0.09
占比(%)	5.0%	18.0%	62.0%	15.0%
平均售价（元/W)含税	**0.924**			
平均成本（元/W)	**0.675**			
平均单瓦净利	**0.063**			

数据来源：Solarzoom，东吴证券研究所

图 5：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

20Q3 费用同增 68.22%至 2.17 亿元，期间费率下降 1.13 个百分点至 8.47%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比+50.0%、+81.3%、+100.0%、+32.1%至 0.15 亿元、1.65 亿元、1.04 亿元、0.37 亿元；费用率分别同比-0.16pct、-0.33pct、+0.19pct、-0.64pct 至 0.59%、6.44%、4.06%、1.44%。研发费用增长较快主要原因在于持续增加研发投入，研发人员工资与研发试验物料消耗等研发投入增加。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 2：20Q3 费用同增 68.22%至 2.17 亿元，期间费率下降 1.13 个百分点至 8.47%

	20Q1~3	19Q1~3	同比增长	20Q3	19Q3	同比增长	20Q3 费用率	19Q3 费用率	同比增长
期间费用（亿元）	5.35	3.92	36.48%	2.17	1.29	68.22%	8.47%	9.61%	-1.13pct
销售费用（亿元）	0.38	0.39	-2.56%	0.15	0.10	50.00%	0.59%	0.74%	-0.16pct
管理费用(含研发，亿元）	1.36	1.11	22.52%	1.65	0.91	81.32%	6.44%	6.78%	-0.33pct
研发费用（亿元）	2.44	1.60	52.50%	1.04	0.52	100.00%	4.06%	3.87%	0.19pct
财务费用（亿元）	1.17	0.82	42.68%	0.37	0.28	32.14%	1.44%	2.08%	-0.64pct

数据来源：WIND，东吴证券研究所

截至 20Q3 末，公司存货 4.52 亿元、预收款项（合同负债）7.06 亿元，分别较 19 年末增加 87.62%、86.28%，主要原因为产能提升， 生产规模扩大带动。20Q1~3 公司经营活动产生的现金流量净额-0.7 亿元，同比-107.49%，主要原因为国庆假期生产备货，预付款增加；银行承兑汇票形式收到的货款增加，应收票据增加。

表 3：公司存货、预收款项（合同负债）、经营活动现金流量净额变动情况

报告期	20/09/30	19/12/31	变动比例	变动原因
存货(亿元)	4.52	2.41	87.62%	产能提升， 生产规模扩大（注：执行新收入准则，预收货款不通过“预收款项” 列报，而通过“合同负债”列报）
预收款项(亿元)	—	3.79	86.28%	
合同负债(亿元)	7.06	—		
报告期	20Q1~3	19Q1~3		变动原因
经营活动产生的现金流量净额(亿元)	-0.7	9.36	-107.49%	国庆假期生产备货，预付款增加；银行承兑汇票形式收到的货款增加，应收票据增加

数据来源：公司公告，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：6.99、18.16、26.04 亿元，同比增长 19.4%、159.8%、43.4%，对应 EPS 为 0.34、0.89、1.28 元。目标价 22.25 元，对应 21 年 25 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：政策不达预期，竞争加剧等

请务必阅读正文之后的免责声明部分

爱旭股份三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**2,329**	**3,574**	**9,828**	**7,088**
现金	990	1,030	4,233	3,261
应收账款	45	38	150	70
存货	241	1,497	2,437	2,142
其他流动资产	1,053	1,009	3,009	1,614
非流动资产	**5,837**	**6,728**	**7,539**	**7,350**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,791	4,920	5,577	5,572
在建工程	1,290	1,021	1,140	911
无形资产	211	240	276	318
其他非流动资产	546	546	547	548
资产总计	**8,166**	**10,302**	**17,367**	**14,437**
流动负债	**3,665**	**4,957**	**10,316**	**5,093**
短期借款	420	2,945	1,500	1,400
应付账款	712	157	1,810	480
其他流动负债	2,533	1,855	7,007	3,213
非流动负债	**1,935**	**1,873**	**1,764**	**1,453**
长期借款	1,020	959	849	539
其他非流动负债	915	915	915	915
负债合计	**5,600**	**6,831**	**12,080**	**6,546**
少数股东权益	490	490	490	490
归属母公司股东权益	2,076	2,981	4,797	7,401
负债和股东权益	**8,166**	**10,302**	**17,367**	**14,437**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,587	-1,132	6,321	72
投资活动现金流	-3,027	-1,263	-1,322	-414
筹资活动现金流	1,179	2,436	-1,797	-630
现金净增加额	-254	41	3,203	-972
折旧和摊销	310	453	590	684
资本开支	2,932	890	812	-190
营运资本变动	602	-2,370	3,721	-3,355

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**6,069**	**10,302**	**23,494**	**27,573**
减:营业成本	4,973	8,691	19,668	22,895
营业税金及附加	10	18	40	47
营业费用	51	103	211	221
管理费用	153	628	1,363	1,379
财务费用	108	166	274	220
资产减值损失	-3	0	0	0
加:投资净收益	0	80	80	80
其他收益	1	0	0	0
营业利润	**665**	**777**	**2,018**	**2,893**
加:营业外净收支	-12	0	0	0
利润总额	**653**	**777**	**2,018**	**2,893**
减:所得税费用	68	78	202	289
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司净利润	**585**	**699**	**1,816**	**2,604**
EBIT	706	860	2,104	2,892
EBITDA	1,016	1,313	2,694	3,576

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.29	0.34	0.89	1.28
每股净资产(元)	1.02	1.46	2.36	3.63
发行在外股份(百万股)	1830	2036	2036	2036
ROIC(%)	13.8%	9.8%	23.1%	25.1%
ROE(%)	22.8%	20.1%	34.3%	33.0%
毛利率(%)	18.1%	15.6%	16.3%	17.0%
销售净利率(%)	9.6%	6.8%	7.7%	9.4%
资产负债率(%)	68.6%	66.3%	69.6%	45.3%
收入增长率(%)	3772.7%	69.7%	128.1%	17.4%
净利润增长率(%)	3558.7%	19.4%	159.8%	43.4%
P/E	48.64	40.73	15.68	10.93
P/B	13.71	9.55	5.93	3.85
EV/EBITDA	30.01	25.01	10.43	8.02

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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