2020 年 08 月 30 日
公司研究●证券研究报告

爱旭股份（600732.SH）

公司快报

上半年盈利能力见底，年底产能将升至 36GW

投资要点

- **事件：**8 月 28 日，爱旭股份发布 2020 年中报，2020H1 实现营业收入 37.0 亿元，同比增长 30%，实现归母净利润 1.4 亿元，同比减少 68%，扣非归母净利润 0.6 亿元，同比减少 86%。其中 Q2 实现营业收入 18.6 亿元，环比增长 2%，实现归母净利润 0.6 亿元，环比减少 29%，扣非归母净利润 231 万元，环比减少 96%。公司二季度业绩不及预期。

- **上半年电池片出货第二，盈利能力有所下滑。**2020H1 公司电池片收入 35.5 亿元，同比增长 28.3%，代工收入 1.4 亿元，同比增长 92%。公司电池片出货量约 5.24GW，同比增长 82%，位列全球电池出货量第二。电池片毛利率 9.64%，同比下滑 15.8pct，主要是因为受新冠肺炎疫情影响，电池片价格在 2-4 月的三个月内下跌了近 20%，且银浆价格上涨导致成本上升。目前由于需求恢复，叠加硅料及硅片价格上涨，电池片价格已经反弹至 0.9-0.98 元/W 的范围，下半年公司盈利能力将回升。

- **大尺寸产能占比提高，下半年有望放量。**截至 6 月底，公司电池片产能约 15GW，目前均升级为 16X 及以上尺寸产线。在建高效太阳能电池产能 21GW，预计 2020 年底将建成高效电池产能 36GW，其中 180-210mm 大尺寸电池产能约 24GW，166mm 电池产能约 10GW，166mm 以下尺寸电池 2GW，有望满足下半年及明年市场对大尺寸电池的需求。

- **持续加强研发投入，紧跟电池前沿技术。**2020H1 公司研发费用 1.40 亿元，同比增长 30%。公司进一步加大对 HJT、TOPCON、IBC、HBC 和叠层电池等新一代电池技术的研究，力争在未来实现技术的创新突破。截至 6 月底，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。公司将在光伏电池片领域保持技术领先优势，继续引领光伏电池片行业发展。

- **股权激励有助公司业绩长虹：**2020 年 3 月 27 日公司授予 275 名高管及核心骨干，股票期权 2925.4 万份，授予价格/行权价格 11.22 元/股，自授权登记完成日（5 月 15 日）起对应的等待期分别为 12 个月、24 个月、36 个月、48 个月，2020 年-2024 年 4 个行权期的业绩考核目标分别为扣非归母净利润为 6.68 亿元、8.00 亿元、11.00 亿元、15.00 亿元。股权激励确保公司业绩持续向好。

- **投资建议：**考虑到公司 Q2 电池片盈利能力有所下滑，我们下调了公司 2020 年-2022 年归母净利润分别至 7.3 亿元、13.3 亿元、19.6 亿元，相当于 2021 年 21 倍的动态市盈率，维持“买入-A”的投资评级。

风险提示：扩产不及预期；产品价格下跌超预期；非硅成本上涨超预期；海外需求恢复不及预期。

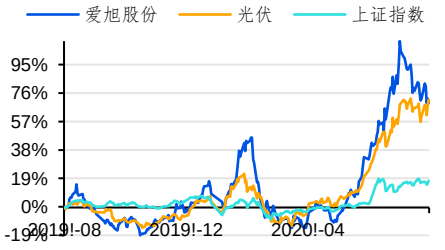
电力设备 | 光伏 III

投资评级	买入-A(维持)
股价(2020-08-28)	13.54 元

交易数据

总市值（百万元）	27,571.90
流通市值（百万元）	6,044.03
总股本（百万股）	2,036.33
流通股本（百万股）	446.38
12 个月价格区间	0.00/17.00 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-18.99	67.43	51.84
绝对收益	-13.54	87.02	69.46

分析师 肖索
SAC 执业证书编号：S09105180070004
xiaosuo@huajinsc.cn
021-20377056

报告联系人 宇文甸
yuwendian@huajinsc.cn

相关报告

爱旭股份：电池片价格企稳，盈利有望修复 2020-04-30

爱旭股份：业绩符合预期，定增促产能扩张 2020-02-26

爱旭股份：全球光伏电池片龙头借壳启航 2020-01-14

爱旭股份：PERC 电池片龙头，业绩拐点已现 2019-12-18

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	157	6,069	11,263	15,506	19,791
YoY(%)	241.2	3772.7	85.6	37.7	27.6
净利润(百万元)	16	585	728	1,334	1,959
YoY(%)	-73.8	3558.7	24.3	83.4	46.8
毛利率(%)	51.9	18.1	13.1	18.2	18.8
EPS(摊薄/元)	0.01	0.29	0.36	0.66	0.96
ROE(%)	4.0	22.8	22.1	28.8	29.7
P/E(倍)	1723.7	47.1	37.9	20.7	14.1
P/B(倍)	59.1	13.3	9.8	6.7	4.5
净利率(%)	10.2	9.6	6.5	8.6	9.9

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	258	2329	2351	2908	6760
现金	195	990	568	1178	4433
应收票据及应收账款	4	623	878	894	1085
预付账款	0	189	311	378	611
存货	43	241	335	194	342
其他流动资产	15	285	259	264	288
非流动资产	330	5837	8374	8840	9118
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	4	3791	5428	6200	6713
无形资产	0	211	169	206	184
其他非流动资产	326	1836	2778	2433	2221
资产总计	588	8166	10726	11748	15877
流动负债	100	3665	4919	4352	6427
短期借款	0	420	700	600	500
应付票据及应付账款	17	2420	3172	2465	4232
其他流动负债	84	825	1048	1287	1695
非流动负债	**0**	**1935**	**2306**	**2562**	**2658**
长期借款	0	1020	1456	1732	1848
其他非流动负债	0	915	850	830	810
负债合计	100	5600	7226	6914	9085
少数股东权益	22	490	490	490	490
股本	446	1830	2036	2036	2036
资本公积	15	-665	-665	-665	-665
留存收益	5	912	1639	2973	4932
归属母公司股东权益	466	2076	3010	4344	6303
负债和股东权益	588	8166	10726	11748	15877

现金流量表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	117	1587	1838	1754	4426
净利润	19	585	728	1334	1959
折旧摊销	7	310	504	691	829
财务费用	-2	108	130	303	220
投资损失	0	-0	0	0	0
营运资金变动	90	602	473	-575	1418
其他经营现金流	2	-18	3	0	0
投资活动现金流	-1	-3027	-3040	-1157	-1107
筹资活动现金流	2	1179	781	13	-64
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.01	0.29	0.36	0.66	0.96
每股经营现金流(最新摊薄)	0.06	0.78	0.90	0.86	2.17
每股净资产(最新摊薄)	0.23	1.02	1.38	2.03	2.99

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	157	6069	11263	15506	19791
营业成本	75	4973	9786	12681	16071
营业税金及附加	31	10	19	26	33
营业费用	6	51	90	124	158
管理费用	17	153	270	372	455
研发费用	0	221	405	558	712
财务费用	-2	108	130	303	220
资产减值损失	-0	-3	-6	-8	-10
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	30	665	817	1499	2201
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	12	0	0	0
利润总额	30	653	817	1499	2201
所得税	11	68	90	165	242
税后利润	19	585	728	1334	1959
少数股东损益	3	-0	0	0	0
归属母公司净利润	16	585	728	1334	1959
EBITDA	33	1031	1377	2261	3052

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	241.2	3772.7	85.6	37.7	27.6
营业利润(%)	-60.4	2114.9	22.9	83.4	46.8
归属于母公司净利润(%)	-73.8	3558.7	24.3	83.4	46.8
获利能力					
毛利率(%)	51.9	18.1	13.1	18.2	18.8
净利率(%)	10.2	9.6	6.5	8.6	9.9
ROE(%)	4.0	22.8	22.1	28.8	29.7
ROIC(%)	3.5	14.1	12.9	18.2	20.2
偿债能力					
资产负债率(%)	17.0	68.6	67.4	58.9	57.2
流动比率	2.6	0.6	0.5	0.7	1.1
速动比率	2.1	0.4	0.3	0.5	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.3	1.4	1.2	1.4	1.4
应收账款周转率	74.8	19.3	15.0	17.5	20.0
应付账款周转率	4.3	4.1	3.5	4.5	4.8
估值比率					
P/E	1723.7	47.1	37.9	20.7	14.1
P/B	59.1	13.3	9.8	6.7	4.5
EV/EBITDA	832.2	28.7	22.3	13.5	9.0

资料来源：贝格数据，华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

肖索声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示:

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号 31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn