爱旭股份（600732）

扩产再超预期，龙头强者更强

买入（维持）

2020 年 08 月 10 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	6,069	10,858	23,691	27,573
同比（%）	3772.7%	78.9%	118.2%	16.4%
归母净利润（百万元）	585	878	1,975	2,605
同比（%）	3558.7%	50.0%	125.0%	31.9%
每股收益（元/股）	0.32	0.48	1.08	1.42
P/E（倍）	47.93	31.96	14.21	10.77

投资要点

- **投资义乌 10GW 电池项目：**2020 年 8 月 9 日晚公司公告投资建设义乌四期、五期年产 10GW 高效晶硅电池项目，项目总投资预计 40 亿元（含流动资金），建设年产能 10GW 电池项目，预计 2020 年 12 月底建成投产，2021 年 3 月达产。
- **扩产再提速，龙头强者更强：**2019 年底爱旭电池产能达到 9.2GW，其中：佛山老产能 2GW，天津一期 3.8GW，义乌一期 3.4GW。根据爱旭三年规划，2020-2022 年电池产能分别达到 22、32、45GW。若本次天津二期，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，扩产意义在于：1）帮助公司扩大产能规模，满足市场需求；2）充分利用公司现有成熟自动化、智能化技术持续降低产品生产成本；3）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。
- **Q3 需求强劲+大尺寸高占比提高公司盈利能力：**近期硅料厂爆炸，硅料环节供给加速收缩，整个产业链全涨价。电池端来看，Q3 需求强劲支撑电池价格上涨，M6 电池片价格月涨幅近 12%至 0.92 元/W。我们测算，当前时点公司 156、158、166 电池片毛利率分别为 18.7%、19.1%、26.8%，得益于大尺寸电池高占比，公司综合毛利率达 22.2%，平均单瓦净利 0.11 元/W，盈利能力强劲。
- **扩产大尺寸，公司啖头汤：**公司大尺寸提前布局，当前时点公司电池产能约 15GW，其中 166 及以上产能 13GW，预计公司 20 年末拥有 210（182）尺寸产能超 25GW、约 9GW 166 大尺寸产能，占比接近 95%。展望明年，我们预计 182 及以上大尺寸组件渗透率持续提升，大尺寸电池存在供需缺口，溢价更为明显，爱旭因前瞻布局将持续受益！
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 20-22 年业绩为：8.78、19.75、26.05 亿元，同比增长 50.0%、125.0%、31.9%，对应 EPS 为 0.48、1.08、1.42 元。目标价 21.6 元，对应 21 年 20 倍 PE，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策不达预期，竞争加剧等

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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.33
一年最低/最高价	6.34/17.00
市净率(倍)	13.01
流通 A 股市值(百万元)	6843.05

基础数据

每股净资产(元)	1.18
资产负债率(%)	68.89
总股本(百万股)	1829.89
流通 A 股(百万股)	446.38

相关研究

1、《爱旭股份（600732）：扩产超预期，龙头再提速》2020-07-20

2、《爱旭股份（600732）：PERC 最纯龙头，乘大尺寸之风翱翔》2020-06-30

3、《爱旭股份（600732）一季报点评：高效电池龙头，盈利有望企稳回升》2020-05-03

请务必阅读正文之后的免责声明部分

事件：2020 年 8 月 9 日晚公司公告投资建设义乌四期、五期年产 10GW 高效晶硅电池项目，项目总投资预计 40 亿元（含流动资金），建设年产能 10GW 电池项目，预计 2020 年 12 月底建成投产，2021 年 3 月达产。对此我们点评如下：

扩产再提速，龙头强者更强：2019 年底爱旭电池产能达到 9.2GW，其中：佛山老产能 2GW，天津一期 3.8GW，义乌一期 3.4GW。根据爱旭三年规划，2020-2022 年电池产能分别达到 22、32、45GW。若本次天津二期，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，扩产意义在于：1）帮助公司扩大产能规模，满足市场需求；2）充分利用公司现有成熟自动化、智能化技术持续降低产品生产成本；3）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 1：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

Q3 需求强劲+大尺寸高占比提高公司盈利能力：近期硅料厂爆炸，硅料环节供给加速收缩，整个产业链全涨价。电池端来看，Q3 需求强劲支撑电池价格上涨，M6 电池片价格月涨幅近 12%至 0.92 元/W。我们测算，当前时点公司 156、158、166 电池片毛利率分别为 18.7%、19.1%、26.8%，得益于大尺寸电池高占比，公司综合毛利率达 22.2%，平均单瓦净利 0.11 元/W，盈利能力强劲。

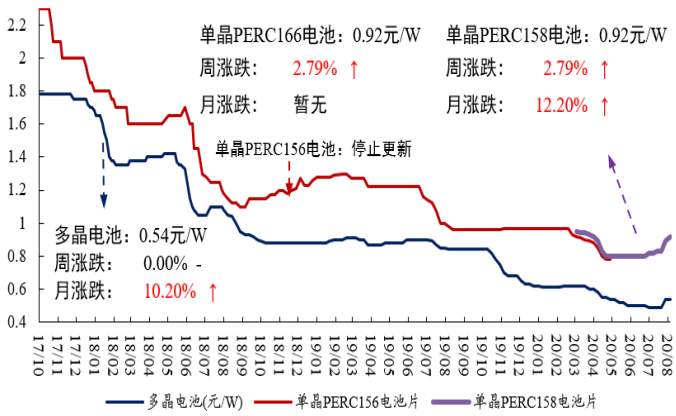
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：当前时点公司电池盈利测算

	156.00	158.00	166.00
价格（含税）	0.87	0.92	0.92
硅片价格（含税）	2.6	2.9	3.03
单片瓦数（W）	5.4	5.6	6.3
单瓦硅成本（元/W）	0.43	0.46	0.43
单瓦非硅成本(元/W)	0.20	0.20	0.17
单瓦总成本(元/W)	0.63	0.66	0.60
毛利率(%)	18.7%	19.1%	26.8%
综合毛利率(%)	22.2%		
单瓦毛利(元/W)	0.14	0.16	0.22
单瓦净利(元/W)	0.07	0.09	0.15
占比(%)	10.0%	50.0%	40.0%
平均售价（元/W)含税	**0.915**		
平均成本（元/W）	**0.630**		
平均单瓦净利	**0.110**		

数据来源：Solarzoom，东吴证券研究所

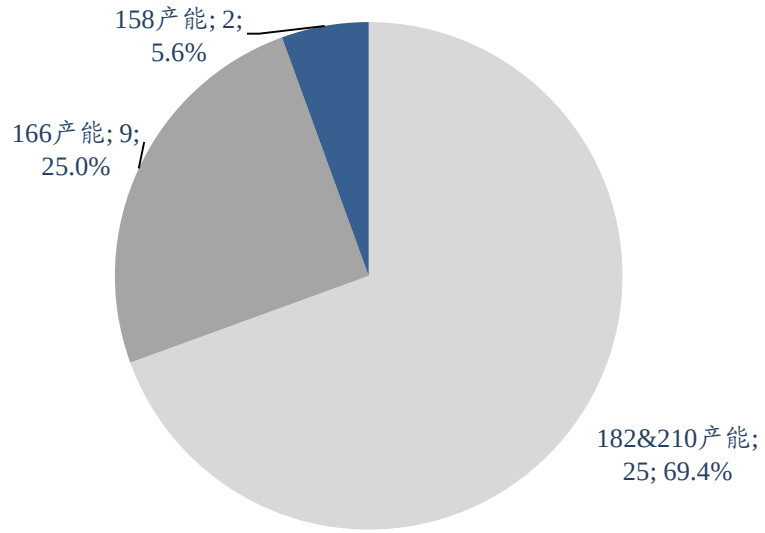
图 2：截止 8 月 8 日电池片价格



数据来源：Solarzoom，东吴证券研究所

扩产大尺寸，公司啖头汤：公司大尺寸提前布局，当前时点公司电池产能约 15GW，其中 166 及以上产能 13GW，预计公司 20 年末拥有 210（182）尺寸产能超 25GW、约 9GW 166 大尺寸产能，占比接近 95%。展望明年，我们预计 182 及以上大尺寸组件渗透率持续提升，大尺寸电池存在供需缺口，溢价更为明显，爱旭因前瞻布局将持续受益！

图 3：20 年底公司电池产能结构分布（GW）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：大尺寸电池供需测算

需求（GW）	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4
国内	13	22	8	10	14	18
海外	21	23	27	27	28	28
全球	34	45	35	37	42	46
180&210 占比	**10%**	**30%**	**40%**	**45%**	**55%**	**60%**
180&210 需求	3.4	13.5	14	16.65	23.1	27.6
供给（GW）	**20Q3**	**20Q4**	**21Q1**	**21Q2**	**21Q3**	**21Q4**
电池	3.5	10.0	12.8	15.6	21.1	24.3
组件	4.5	10.6	14.6	16.9	19.8	22.6
供给缺口（GW）						
电池	0.1	-3.5	-1.2	-1.0	-2.0	-3.3
组件	1.1	-2.9	0.6	0.2	-3.3	-5.0

数据来源：北极星光伏网，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：8.78、19.75、26.05 亿元，同比增长 50.0%、125.0%、31.9%，对应 EPS 为 0.48、1.08、1.42 元。目标价 21.6 元，对应 21 年 20 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**	**3,780**	**9,700**	**7,308**
现金	990	1,086	4,225	3,361
应收账款	45	42	147	73
存货	241	1,561	2,373	2,206
其他流动资产	1,053	1,092	2,956	1,667
非流动资产	**5,837**	**6,888**	**7,651**	**7,429**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,791	5,062	5,687	5,658
在建工程	1,290	1,040	1,141	906
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**	**10,668**	**17,351**	**14,737**
流动负债	**3,665**	**5,325**	**10,158**	**5,260**
短期借款	420	3,144	1,500	1,400
应付账款	712	189	1,778	512
其他流动负债	2,533	1,992	6,880	3,348
非流动负债	**1,935**	**1,899**	**1,775**	**1,454**
长期借款	1,020	984	860	539
其他非流动负债	915	915	915	915
负债合计	**5,600**	**7,224**	**11,933**	**6,714**
少数股东权益	490	490	490	490
归属母公司股东权益	2,076	2,954	4,928	7,533
负债和股东权益	**8,166**	**10,668**	**17,351**	**14,737**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,587	-925	6,445	170
投资活动现金流	-3,027	-1,430	-1,286	-394
筹资活动现金流	1,179	2,452	-2,020	-639
现金净增加额	-254	96	3,140	-864
折旧和摊销	310	460	604	696
资本开支	2,932	1,051	763	-221
营运资本变动	602	-2,358	3,666	-3,269

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**6,069**	**10,858**	**23,691**	**27,573**
减:营业成本	4,973	9,009	19,668	22,895
营业税金及附加	10	18	40	47
营业费用	51	109	213	221
管理费用	153	651	1,374	1,379
财务费用	108	175	282	218
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**	**975**	**2,194**	**2,894**
加:营业外净收支	-12	0	0	0
利润总额	**653**	**975**	**2,194**	**2,894**
减:所得税费用	68	98	219	289
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司净利润	**585**	**878**	**1,975**	**2,605**
EBIT	706	1,063	2,286	2,892
EBITDA	1,016	1,523	2,890	3,588

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.32	0.48	1.08	1.42
每股净资产(元)	1.13	1.61	2.69	4.12
发行在外股份(百万股)	1830	1830	1830	1830
ROIC(%)	13.8%	11.8%	24.7%	24.7%
ROE(%)	22.8%	25.5%	36.4%	32.5%
毛利率(%)	18.1%	17.0%	17.0%	17.0%
销售净利率(%)	9.6%	8.1%	8.3%	9.4%
资产负债率(%)	68.6%	67.7%	68.8%	45.6%
收入增长率(%)	3772.7%	78.9%	118.2%	16.4%
净利润增长率(%)	3558.7%	50.0%	125.0%	31.9%
P/E	47.93	31.96	14.21	10.77
P/B	13.51	9.50	5.69	3.72
EV/EBITDA	29.60	21.40	9.59	7.85

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