

爱旭股份 (600732.SH)

专业化电池片制造领先企业，N型ABC技术开始量产

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 电力设备 · 光伏设备

◆ 投资评级:增持(首次评级)

证券分析师: 王蔚祺	010-88005313	wangweiqi2@guosen.com.cn	执证编码: S0980520080003
证券分析师: 王昕宇	021-60375422	wangxinyu6@guosen.com.cn	执证编码: S0980522090002

事项:

近日,公司披露多个投资扩产项目相关公告,均为公司自主研发的ABC技术的量产产能,电池合计18.5GW,组件合计25GW。公司当前拥有36GW的PERC电池产能,和6.5GW ABC电池产能。此外,根据公司年报披露,公司计划2023年内在国内筹建ABC电池组件一体化产能60-90GW,相关前期工作正在进行中。

国信电新观点:

- 1) 公司此前主要产品为光伏电池片,从2018年开始,在外售光伏电池片市场始终保持销售量全球第二的位置,2021年市占率约9%。2022年公司实现营业收入351亿元,同比增长127%,其中光伏电池片销售收入占比达到97.7%。2022年公司实现归母净利润23.3亿元,同比实现扭亏为盈,主要原因系2022年电池环节竞争格局改善,同时下游光伏需求强劲,电池环节盈利扩张。未来公司主要销售产品将包括两类:PERC电池片和ABC组件。
- 2) PERC电池片业务:公司2022年光伏电池片出货34.4GW,同比提升89%。截至目前,公司拥有36GW的PERC电池产能,大尺寸产能占比在95%以上。未来公司将不再新建PERC产能,我们预计公司PERC电池2023-2025年销量分别为32.4/28.8/27.0GW。
- 3) ABC组件业务:ABC是爱旭自主研发的全背接触太阳能电池技术,公司于2021年正式推出ABC电池产品,2023年开始大规模量产。与传统PERC组件相比,N型ABC组件具备美观度高、转换效率高、光致衰减低等优势,量产转换效率高达26.5%。公司ABC产品将以电池组件一体化模式为主,当前拥有ABC电池产能6.5GW,预计2023年底ABC电池、组件一体化产能将达到25GW。我们预计公司ABC组件2023-2025年销量达到5.2/20.0/38.0GW。

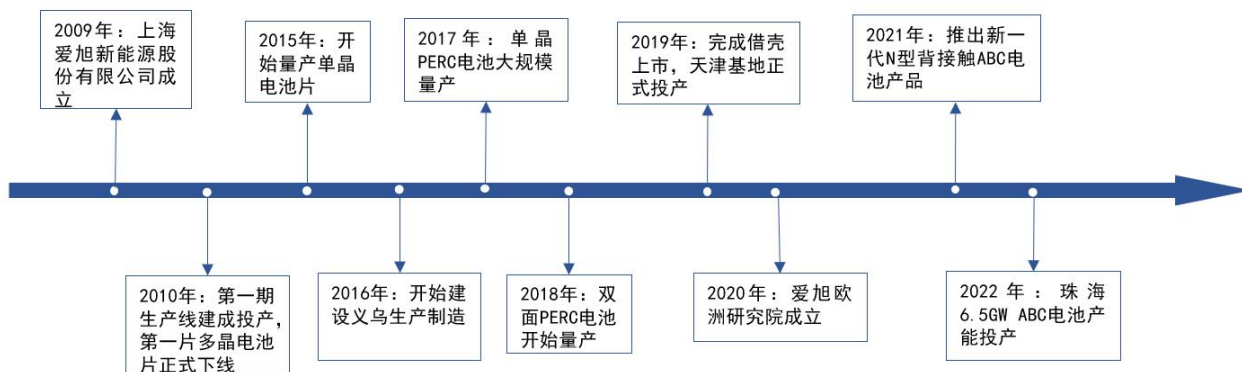
我们预计公司2023-2025年实现归母净利润33.6/43.1/63.2亿元,同比增长44.4%/28.3%/46.7%,当前股价对应PE分别为12.5/9.7/6.6倍。综合考虑绝对估值和相对估值,我们认为公司股价的合理估值区间为35.1-38.2元,对应2023年动态市盈率13.6-14.8倍,相对于公司4月14日股价有9%-19%的溢价空间。首次覆盖给予“增持”评级。

评论:

◆ 历史沿革

公司是全球领先的太阳能电池供应商,2009年成立于上海市,2012年起先后在佛山、义乌、天津、珠海成立生产基地,并在全国多地和欧洲设置了技术研究中心或研究院,2019年公司实现借壳上市。2021年公司推出自主研发的N型ABC电池产品(ABC全称All Back Contact,指爱旭自主研发的全背接触太阳晶硅电池),2023年公司ABC组件开始批量生产销售。截至目前,公司高效单晶PERC产能达到36GW,N型高效ABC电池产能6.5GW。

图1: 爱旭股份发展历程

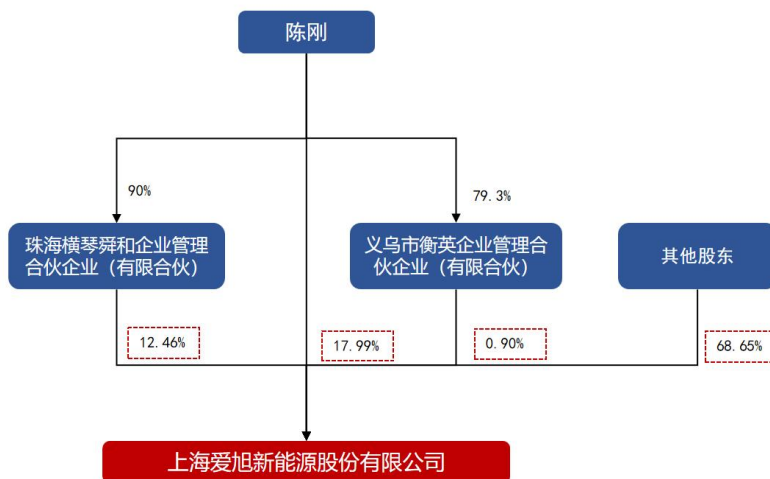


资料来源: 公司公告、公司官网, 国信证券经济研究所整理

◆ 股权结构

公司实际控制人是陈刚先生, 直接持有公司 17.99% 股份, 并通过珠海横琴舜和企业管理合伙企业和义乌市衡英企业管理合伙企业分别间接持有公司 12.46% 和 0.90% 的股份, 合计控制公司 31.35% 股权。陈刚先生曾任佛山市瞬达铜铝型材厂车间主任和多家精工模具厂、铝业公司的总经理, 有丰富的基层经验和管理经验, 现任本公司董事长兼总经理。

图2: 爱旭股份股权结构图



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 管理团队

公司核心管理团队长期从事光伏业务, 对行业理解深刻, 具有丰富的量产创新经验, 能够把实验室创新成果快速转化成规模化生产能力。公司坚持“精细化管理”和“量产技术创新”相结合的双轮驱动模式, 不断提升智能制造技术和精益生产管理。公司管理团队紧密把握行业动态和市场变化趋势, 保障了公司产能不断提升, 产品不断更新迭代。公司副总经理何达能先生曾任职于中芯国际、天合光能等国内半导体、光伏头部企业, 行业经验十分丰富。

表1: 公司管理团队简介

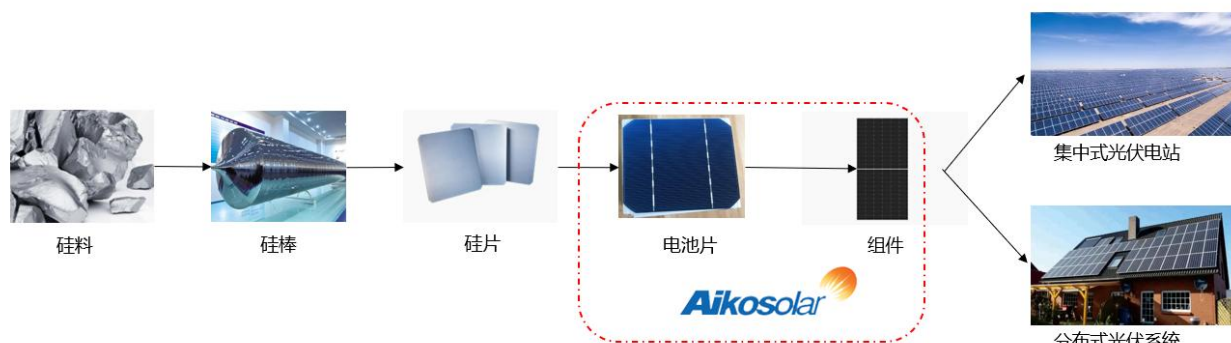
姓名	性别	职务	出生年份	学历	主要工作经历
陈刚	男	董事长、总经理	1968	本科	曾任佛山市瞬达铜铝型材厂车间主任、广东省南海市百昌精工模具厂总经理、南海市大沥镇永信精工模具厂总经理、佛山市南海永信精工模具厂总经理、广东澳美铝业有限公司总经理、广东爱旭科技有限公司董事长兼总经理。现任本公司董事长兼总经理、佛山市永信模具有限公司执行董事、广东普拉迪科技股份有限公司董事长。
何达能	男	副总经理	1963	硕士	曾任中芯国际集成电路制造（上海）有限公司处长职务、天合光能股份有限公司外协部总监、广东爱旭科技有限公司副总经理。现任本公司副总经理。
梁启杰	男	副总经理	1973	大专	曾任中国银行股份有限公司佛山分行部门副总、支行副行长、平安银行股份有限公司物流事业部部门副总、广东保威新能源有限公司副总经理、广东爱旭科技有限公司副总经理。现任本公司董事、副总经理。
沈昱	男	董事、董事会秘书、 副总经理	1979	硕士	曾任厦门天健华天会计师事务所高级审计师、德勤华永会计师事务所审计经理、深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司审计经理、广东爱旭科技有限公司审计经理、董事会秘书、广东保威新能源有限公司副总经理。现任本公司董事、董事会秘书、副总经理。
邹细辉	男	财务负责人	1972	硕士	2011年至2018年,任辉门(中国)有限公司财务总监,2018年至2021年,任广汽蔚来新能源汽车科技有限公司财务总监,2021年7月至今,任浙江爱旭太阳能科技有限公司财经副总经理。2022年12月至今,任本公司财务负责人。

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 主营业务

光伏主产业链主要包括硅料、硅片（拉棒+切片）、电池片、组件四个环节，下游为集中式光伏电站或屋顶分布式光伏发电系统。公司目前主要从事太阳能电池的研发、生产和销售，未来将围绕自主研发的 ABC 电池技术搭建电池+组件一体化产能，切入到面向分布式光伏系统的组件环节。

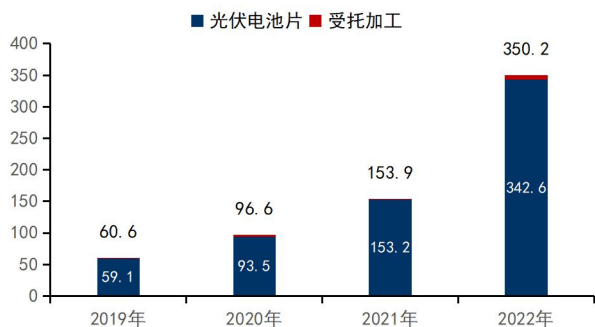
图3: 光伏主产业链及公司所处环节



资料来源: 中国光伏行业协会、公司公告, 国信证券经济研究所整理

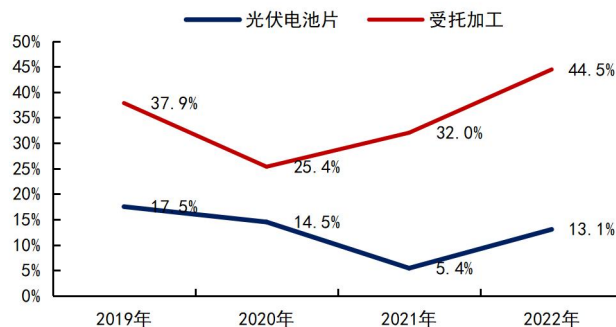
2022年公司主营业务收入350.2亿元，其中342.6亿元来自光伏电池片销售，占比97.8%；受托加工光伏电池片业务收入7.6亿元，占比2.2%。公司光伏电池片产品2019-2022年毛利率分别为17.5%/14.5%/5.4%/13.1%。其中2021年盈利较低，主要是光伏产业链上游硅料、硅片价格大幅提升所致。

图4：公司营业收入构成（按产品，亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：公司不同业务毛利率

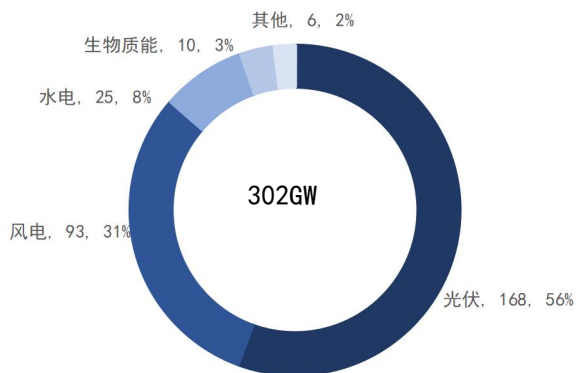


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 光伏行业分析：双碳目标驱动行业需求高景气

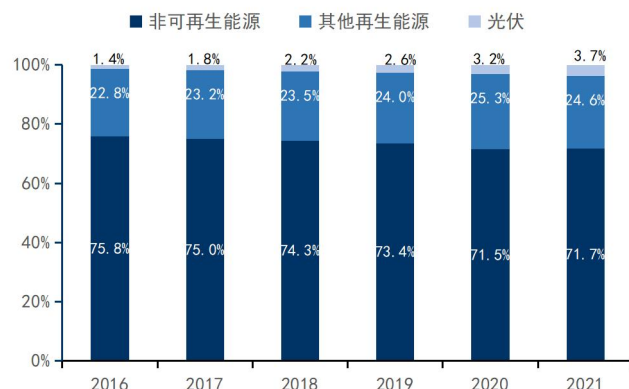
随着全球变暖带来的环境气候问题日益凸显，“碳中和”在全球范围内获得了广泛的关注和支持，许多国家和地区纷纷提出各自的碳中和目标。发展可再生能源，是实现“碳中和”目标的重要途径，而光伏是可再生能源中成本优势最突出，应用场景最广泛的能源品类之一。过去十年间，光伏发电度电成本下降了近90%，在全球范围内从成本最高的能源蜕变至成本最低的能源，光伏也成为全球可再生能源新增装机中最大的来源。2021年全球可再生能源装机容量为302GW，其中光伏装机首次突破半数，占总装机56%。另一方面，从发电规模来看，目前光伏发电在电力市场中占比仍然很小。2021年全球光伏发电仅占电力总供应3.7%，未来光伏发电对非可再生能源进行替代的空间巨大。

图6：2021年全球新增可再生能源装机容量（GW）



资料来源：SolarPower Europe，国信证券经济研究所整理

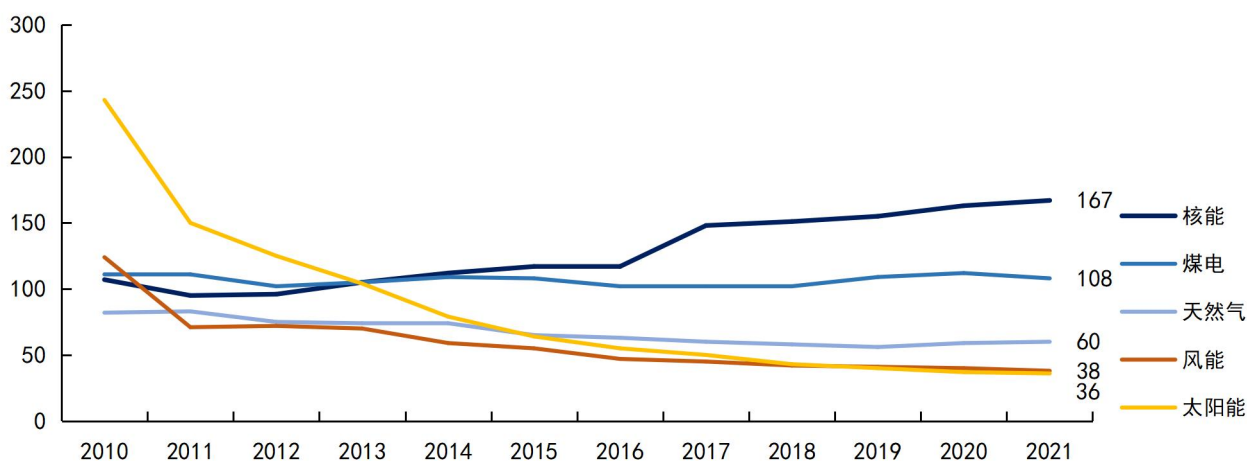
图7：光伏发电在全球总电力供应中的占比



资料来源：SolarPower Europe，国信证券经济研究所整理

过去十年，随着技术的迭代、工艺的进步和产业链的完善，光伏发电度电成本持续快速下降，十年间下降了近90%，在全球范围内从成本最高的能源蜕变至成本最低的能源。发电成本的快速下降，使得光伏在全球各国逐步摆脱对政策补贴的依赖，国内光伏发电从2022年起也全面进入平价时代。政策层面，碳中和目标下各国持续推动清洁能源转型，提出各自的脱碳目标；市场层面，目前光伏成本已具备竞争力，未来产业的降本增效将持续进行。政策因素和市场因素决定了光伏行业的市场空间广阔，潜在需求规模可观。

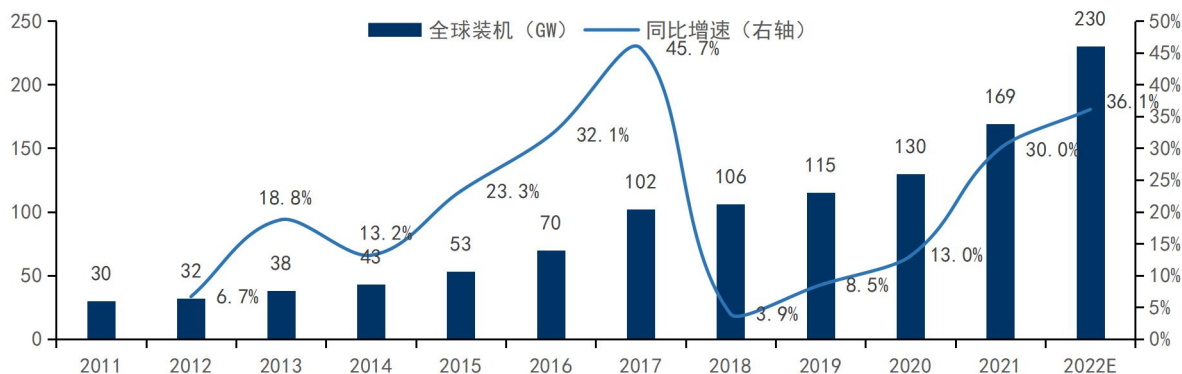
图8：全球不同种类能源发电成本比较（USD/MWH）



资料来源：SolarPower Europe，国信证券经济研究所整理

随着光伏发电成本的持续下降，以及世界各国对节能减碳的重视和推动，光伏装机保持连续增长。全球新增装机从2012年的32GW，到2022年约230GW，十年CAGR为21.8%。

图9: 历年全球新增光伏装机 (GW)



资料来源: 中国光伏行业协会、SolarPower Europe, 国信证券经济研究所整理

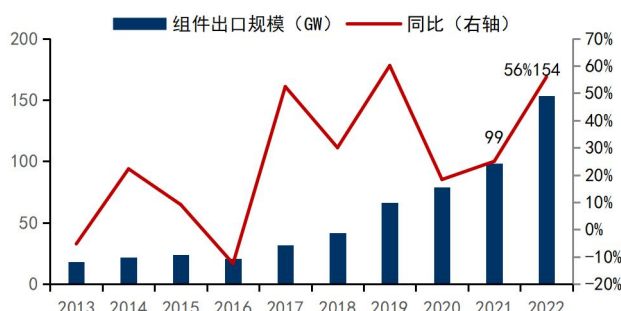
国内装机和组件出口两个数据分别反映国内和海外的光伏需求。根据国家能源局数据, 2022 全年国内新增光伏并网容量 87.4GW, 同比增加 59%, 其中集中式/户用/工商业分别 36.3/25.2/25.9GW, 同比分别增长 42%/17%/233%。根据光伏行业协会数据, 2022 年我国出口组件规模 154GW, 同比增长 56%。

图10: 我国年度新增光伏装机及分类 (GW)



资料来源: 国家能源局, 国信证券经济研究所整理

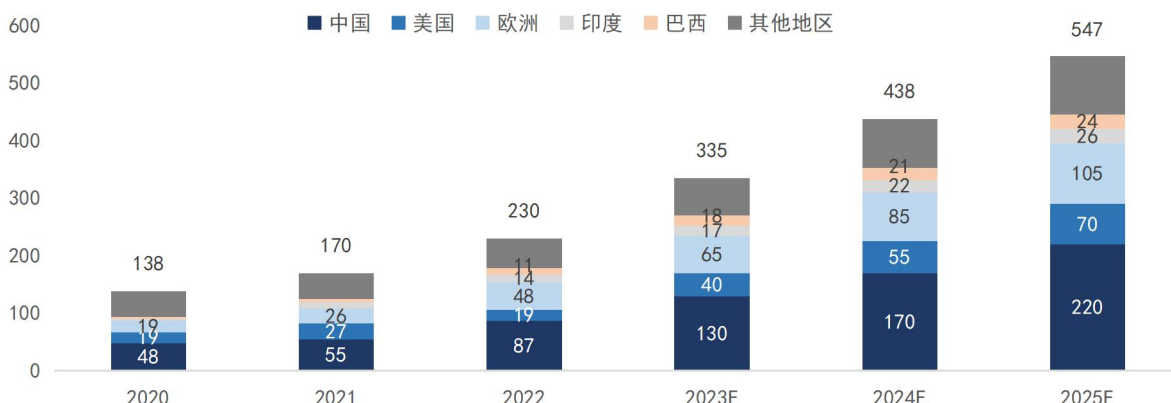
图11: 我国年度组件出口规模 (GW) 及同比



资料来源: 中国光伏行业协会, 国信证券经济研究所整理

我们预计 2022-2025 年, 全球光伏新增装机分别为 230/335/438/547GW, 同比增速 35.3%/45.7%/30.7%/24.9%, 对应全球组件需求约为 288/419/548/684GW。

图12: 2020-2025 年全球光伏新增装机容量 (GW)



资料来源: 中国光伏行业协会、SolarPower Europe, 国信证券经济研究所整理及预测

◆ 光伏电池片行业盈利触底回升

2021 年以来，光伏行业进入高景气增长，而多晶硅料产能由于扩张周期较长，其供给扩张速度远远落后于行业需求增速，成为近两年制约行业总量增长的瓶颈。由于硅料明显紧缺，2021-2022 年硅料价格呈现大幅提升，从低点的 60 元/kg，上涨至超过 300 元/kg，挤压了光伏产业链下游及终端光伏电站的盈利空间，各环节盈利性收缩幅度，与其竞争格局及上下游之间议价能力相关。

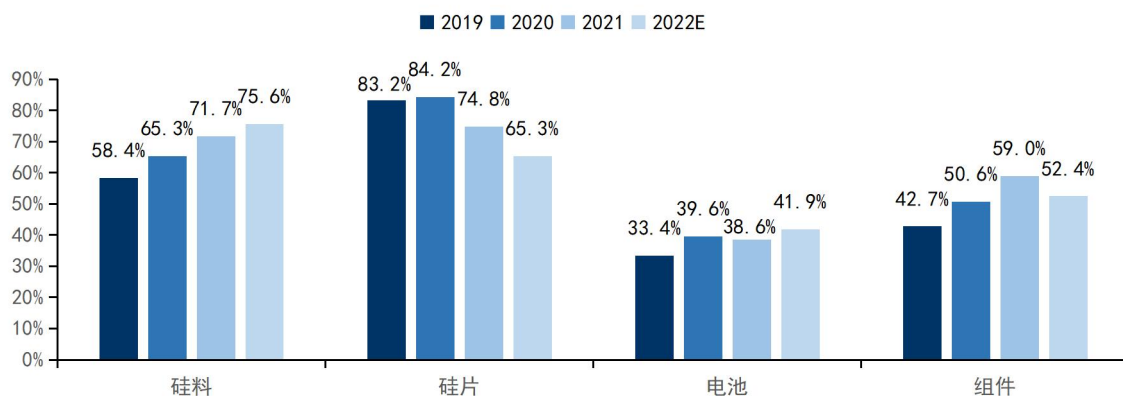
表2: 光伏主产业链各环节年底产能及增速

环节	指标	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
硅料	年底产能 (万吨)	65.4	67.5	62	78	106	240
	单瓦硅耗假设 (g/W)	2.80	2.75	2.70	2.65	2.60	2.60
	年底产能 (GW)	234	245	231	293	407	923
	同比增速		5.1%	-5.8%	26.9%	38.9%	126.6%
硅片	年底产能 (GW)	161.2	185.3	229	415	666	958
	同比增速		15.0%	23.6%	81.2%	60.5%	43.8%
电池片	年底产能 (GW)	79.6	158.6	249	423.5	561	960
	同比增速		99.2%	57.3%	69.8%	32.5%	71.1%
组件	年底产能 (GW)	190	219	320	465	571	787
	同比增速		26.9%	14.9%	46.3%	45.4%	37.8%

资料来源：中国光伏行业协会、Solarzoom，国信证券经济研究所整理和预测

从产业链各环节竞争格局来看，硅料、硅片环节产能集中度较高，而电池、组件环节产能集中度较低，而组件环节头部均为一体化企业，议价能力相对更强。因此在硅料价格上行的背景下，2021 年电池环节盈利收缩最为显著。

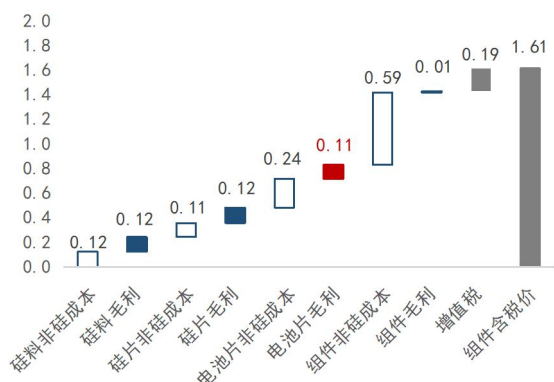
图13: 光伏主产业链各环节产能 CR5



资料来源：中国光伏行业协会，Solarzoom，国信证券经济研究所整理

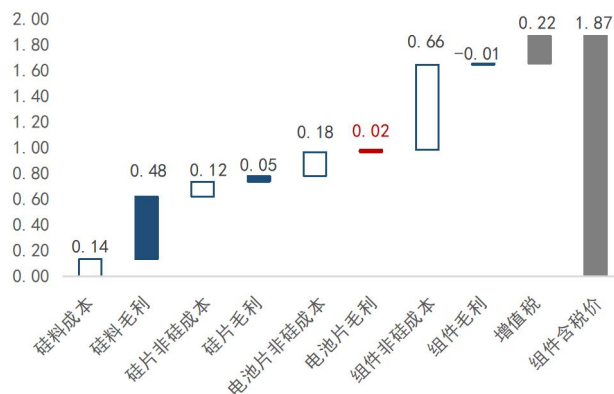
2021年，由于硅料价格大幅提升，以及电池环节竞争格局及上下游议价能力相对较弱，光伏电池行业盈利能力显著收缩。如下图所示，电池环节整体单瓦盈利从2021年1月的0.12元/W，降至2022年1月的0.02元/W。2022年下半年开始，硅料产能陆续释放，行业装机规模提升，而大尺寸PERC电池产能逐渐紧缺，盈利能力持续改善。2022年单瓦毛利回升至0.1元/W以上。

图14: 2021年1月主产业链各环节价格及盈利情况(元/W)



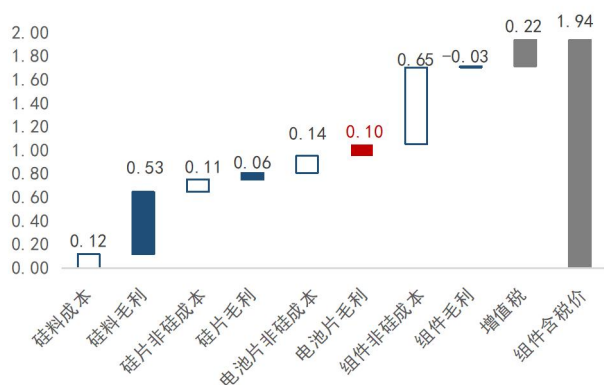
资料来源: Solarzoom, 国信证券经济研究所整理

图15: 2022年1月主产业链各环节价格及盈利情况(元/W)



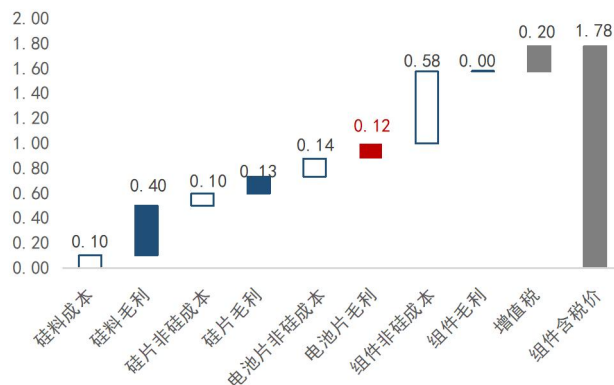
资料来源: Solarzoom, 国信证券经济研究所整理

图16: 2022年6月主产业链各环节价格及盈利情况(元/W)



资料来源: Solarzoom, 国信证券经济研究所整理

图17: 2023年3月主产业链各环节价格及盈利情况(元/W)



资料来源: Solarzoom, 国信证券经济研究所整理

◆ 公司业务分析

公司主营光伏电池片业务，近几年在专业化电池片厂商中出货排名稳居第二，2021年在电池产量市占率约为9%。目前主要产品为PERC电池，未来将拓展并主打ABC电池技术，并且自建ABC组件产能，直接销售ABC组件产品。

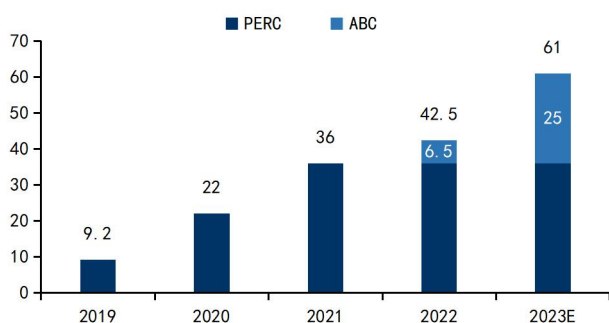
表3: 近几年光伏电池片出货量前五排名（不含一体化企业）

排名	2018年	2019年	2020年	2021年	2022上半年
1	通威	通威	通威	通威	通威
2	爱旭	爱旭	爱旭	爱旭	爱旭
3	展宇（捷泰）	中宇	润阳	润阳	润阳
4	联合再生能源	展宇（捷泰）	潞安	中宇	中润（中宇）
5	茂迪	润阳	中宇	潞安	捷泰

资料来源：PVinfolink、wind，国信证券经济研究所整理

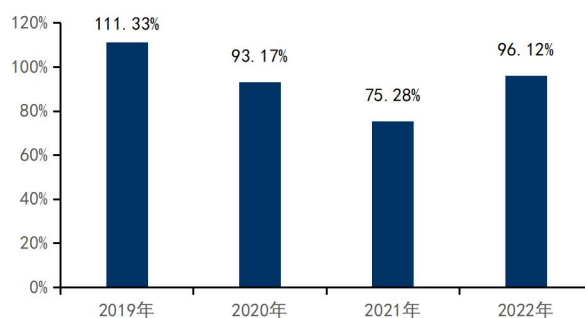
截至目前，公司拥有PERC电池片产能36GW，ABC电池片产能6.5GW。公司未来新增产能均为ABC技术路线，预计2023年底ABC电池及组件产能达到25GW。产能利用率方面，2021年公司在义乌、天津、佛山的三个主要生产基地均不同程度受疫情管控、原材料供应不稳定、临时限电等因素的影响，导致产能利用率较低。叠加光伏电池片行业整体盈利性在2021年有所收缩，导致公司2021年经营情况恶化，出现亏损。除2021年外，近几年公司电池片产能利用率均处在较高水平，2022年改善显著。

图18: 公司光伏电池片年底产能（GW）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图19: 公司光伏电池片产能利用率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

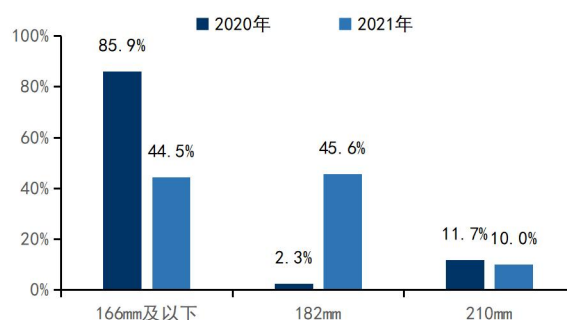
2022年公司电池片销量为34.4GW，同比大幅提升89%。从产品结构来看，公司大尺寸（边长182mm或210mm）产品占比不断提升，2021年大尺寸占比为55.6%，同比提升41.6pct。2022年公司加快推进大尺寸产能升级工作，截至2022年6月底已完成大部分166mm产线的升级，大尺寸电池产能占比达95%以上。2022年四季度，公司大尺寸电池片出货占比为95.6%。

图20: 公司光伏电池片年度销量 (GW)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图21: 公司各尺寸电池片产品占比 (按销售金额)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2022年, 公司正式推出了基于全新一代 N 型 ABC 电池技术的组件系列产品, 首期珠海 6.5GW ABC 电池量产项目已顺利投产, 预计将于 2023 年二季度末实现满产。与传统 PERC 组件相比, ABC 电池采用全新的背接触电池结构设计, 正面全黑无栅线, 具有美观、转换效率高、温度系数好、易于薄片化等优势。根据公司 2022 年报信息, 公司的 ABC 电池平均量产转换效率已接近 26.5%, 转换效率比 PERC 电池高 2.5-3.0 个百分点; 组件端输出功率, 不同版型的 ABC 组件比 PERC 组件高出 10%左右。

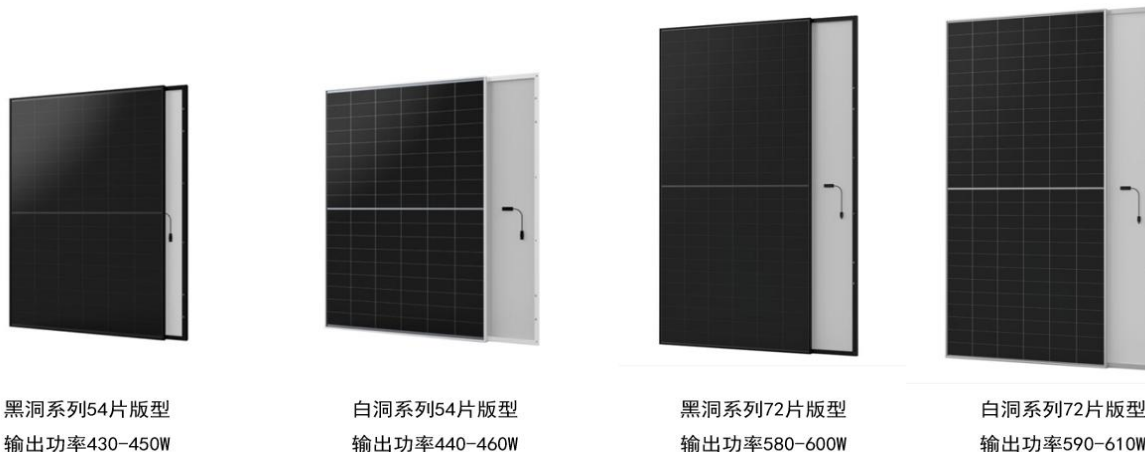
表4: 不同类型组件功率对比

产品名	72 片版型组件		54 片版型组件	
	功率范围	最高功率相比 PERC 增加瓦数	功率范围	最高功率相比 PERC 增加瓦数
爱旭 ABC 组件	600-615W	+55W	450-465W	+40W
TOPCon 组件	565-585W	+25W	425-445W	+20W
PERC 组件	550-560W	-	405-425W	-

资料来源: 公司 2022 年报, 国信证券经济研究所整理

公司 ABC 组件产品分为“黑洞”和“白洞”两个系列, 供不同偏好的客户进行选择。黑洞系列为全黑组件, 美观度较高, 但同版型输出功率较白洞系列低 10W 左右; 白洞系列不是全黑, 但是正面也没有栅线, 美观度较黑洞系列略低, 但输出功率更高。

图22: 公司 ABC 组件产品及输出功率



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司目前拥有广东珠海 6.5GW 的 ABC 电池产能，处在爬坡状态中，预计在 2023 年二季度实现满产。公司在 2023 年 4 月发布多个扩产公告，拟投资 18.5GW 的 ABC 电池和 25GW 的 ABC 组件产能，到年底实现 25GW 的 ABC 电池组件一体化产能。

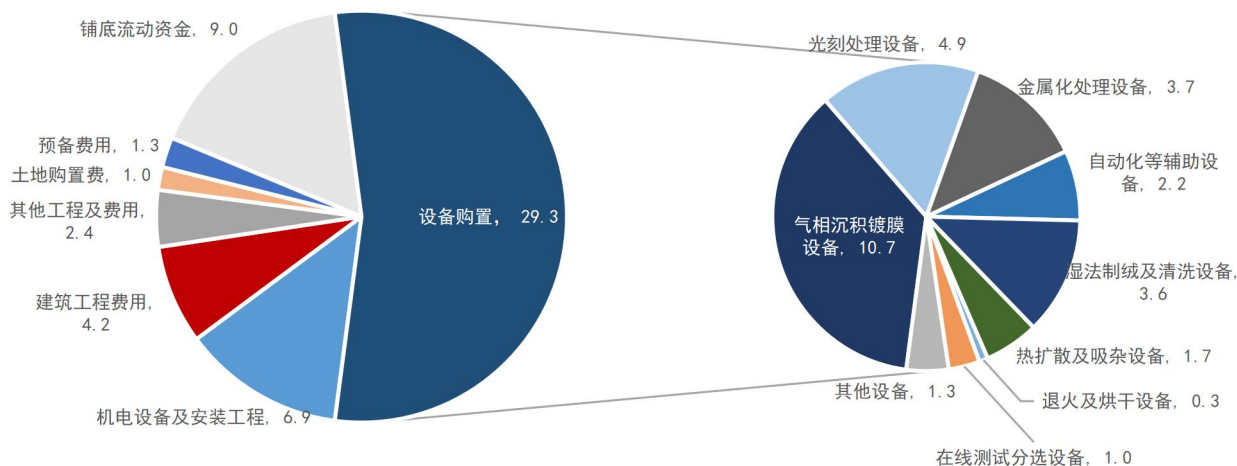
表5：公司 ABC 电池组件扩产项目梳理

扩产环节	公告时间	所在地	规模 (GW)	总投资额 (亿元)	固定资产投资额 (亿元)	建设期
	2023 年 4 月 10 日	广东珠海	3.5	14.0	14.0	9 个月
光伏电池片	2023 年 4 月 10 日	浙江义乌	15	76.6	70.3	12 个月
		小计	18.5	90.6	84.3	
	2023 年 4 月 10 日	广东珠海	10	50.0	15.0	9 个月
光伏组件	2023 年 4 月 10 日	浙江义乌	15	53.0	28.0	8 个月
		小计	25	103.0	43.0	
合计		18.5GW 电池+25GW 组件		193.6	127.3	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

ABC 为公司自主研发的新型电池技术，初始投资成本相对较高，根据公告的最新项目信息，浙江义乌 N 型 ABC 电池产能单 GW 投资额在 5 亿元以上，与之相比，晶科能源和 TCL 中环近期公告中的 N 型 TOPCon 电池产能单 GW 投资额约 4 亿元。公司已建成投产的珠海 6.5GW 电池产能，总投资额为 54 亿元（部分基础设施工程将与二期 3.5GW 共同使用），其中设备购置 29.3 亿元，占比 54%。该项目具体投资明细如下图所示：

图23：公司珠海 6.5GW ABC 电池产能投资明细

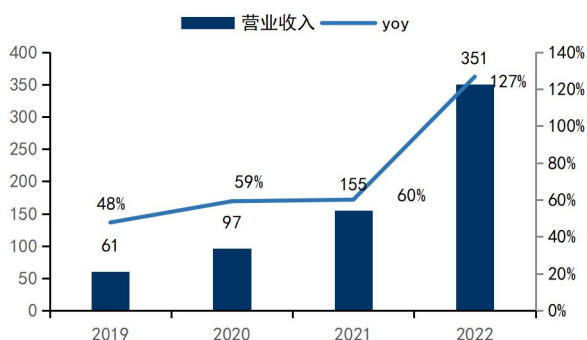


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 财务分析

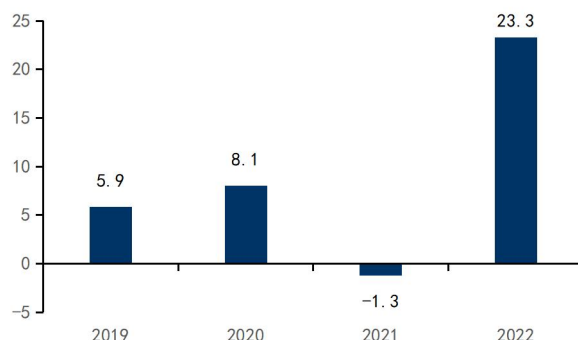
随着公司光伏电池片产销量迅速提升，公司营业收入也快速增长。2022 年实现营业收入 351 亿元，同比大幅提升 127%。2021 年公司归母净利润为负，主要原因是上游光伏硅料紧缺，导致公司直接成本上升和产能利用率下降；2022 年公司实现归母净利润 23.3 亿元，盈利情况大幅好转，2019-2022 年净利润的复合增长率为 58.5%。

图24: 公司营业收入及同比增速（亿元）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

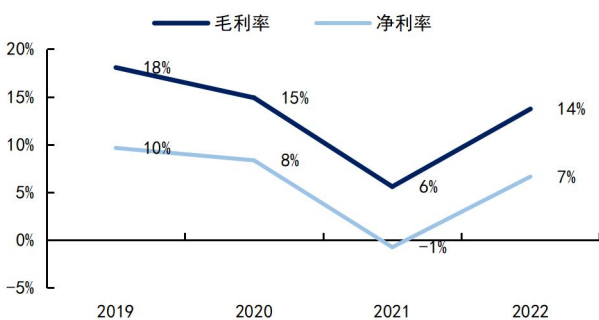
图25: 公司归母净利润（亿元）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

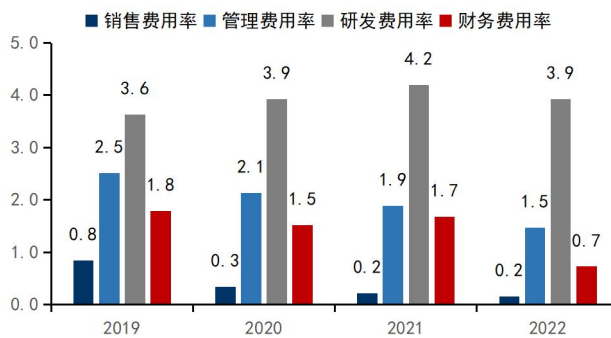
2020-2022 年公司毛利率分别为 15%/6%/14%，净利率分别为 8%/-1%/7%。公司期间费用率呈现稳中有降的趋势：销售费用率近三年均维持在 0.2%-0.3%的低水平；管理费用率持续下降，从 2019 年的 2.5%降至 2022 年的 1.5%；研发费用率相对稳定，2022 年 3.9%，同比下降 0.3pct；财务费用率 2019-2021 年在 1.5%-1.8% 之间，2022 年大幅降低至 0.7%。

图26: 公司毛利率、净利率及 ROE



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图27: 公司期间费用率



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

现金流方面，公司近几年经营性现金保持净流入状态，但规模在 2020 年显著收缩，2021 年也处在较低水平，2022 年大幅好转。投资性现金持续流出，体现出公司一直处在投资扩产状态中，未来 2-3 年公司仍有大量 ABC 电池、组件产能落地，公司投资性现金流出规模可能继续扩大。2022 年融资性现金流入 15.9 亿元，明显小于投资性现金支出规模，体现出公司投资扩产对融资依赖度较低，更多由经营性现金流入支撑。

图28: 公司现金流情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 盈利预测

我们对公司主营业务核心预测如下：

1、PERC 电池片

公司 PERC 电池片产能 36GW，预计未来不会增加。2024 年以后，随着光伏行业 N 型产品逐渐成为主流，整个行业内 PERC 产能的利用率和 PERC 产品的盈利性预计呈下降趋势。我们预计公司 2023-2025 年 PERC 电池销量为 32.4/30.6/27.0GW，单瓦毛利分别为 0.14/0.10/0.09 元/W。

2、ABC 组件

ABC 组件是未来公司主要增长来源，目前第一期珠海 6.5GW 产能正在爬坡，预计将于 23Q2 达到满产状态；公司 23 年底 ABC 电池/组件产能规划为 25/25GW，并且计划 2023 年内新增国内 ABC 生产基地 2-3 处，每个基地规划不低于 30GW 电池、组件的一体化产能，相关前期工作正在进行中。我们预计公司 2023-2025 年 ABC 组件销量为 5.2/21.3/46.8GW，单瓦毛利为 0.25/0.22/0.19 元/W。

表6：公司各业务收入预测

	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
PERC 电池					
销售量 (GW)	34.4	32.4	30.6	27.0	25.2
收入 (亿元)	342.6	268.8	203.5	170.1	156.2
增速	123.7%	-21.5%	-24.3%	-16.4%	-8.1%
毛利润	44.71	45.36	30.60	24.30	20.16
毛利率	13.1%	16.9%	15.0%	14.3%	12.9%
单瓦毛利 (元/W)	0.13	0.14	0.10	0.09	0.08
ABC 组件					
销售量 (GW)		5.2	21.3	46.8	57.4
收入 (亿元)		79.5	292.2	617.1	745.8
增速			267.4%	111.2%	20.9%
毛利润		13.00	46.75	88.83	97.54
毛利率		16.3%	16.0%	14.4%	13.1%
单瓦毛利 (元/W)		0.25	0.22	0.19	0.17
合计					
主营业务收入 (亿元)	342.6	348.4	495.7	787.1	902.0
增速	123.7%	1.7%	42.3%	58.8%	14.6%
毛利 (亿元)	44.7	58.4	77.4	113.1	117.7
毛利率	13.1%	16.8%	15.6%	14.4%	13.0%

资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

在上述主营业务收入和毛利预测的基础上，我们对公司期间费用、税率、股利分配比率等预测如下：

表7：公司盈利预测核心假设

	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	123.7%	1.7%	42.3%	58.8%	14.6%
营业成本/营业收入	86.9%	83.2%	84.4%	85.6%	87.0%
销售费用/销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用/营业收入	1.5%	1.5%	1.2%	1.0%	1.0%
研发费用/销售收入	3.9%	3.9%	3.7%	3.5%	3.2%
营业税及附加/营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
所得税税率	5.8%	10.0%	15.0%	15.0%	15.0%
股利分配比率	30.8%	30.0%	30.0%	30%	30%

资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所预测

综上，我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 357/508/806 亿元（含主营业务以外的其他业务收入），同比增长 1.7%/42.3%/58.8%；实现归母净利润 33.6/43.1/63.2 亿元，同比增长 44.4%/28.3%/46.7%；EPS 分别为 2.58/3.31/4.85 元，当前股价对应 PE 分别为 12.5/9.7/6.6 倍。

表8: 公司盈利预测及市场重要数据

	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	350.7	356.7	507.5	805.9	923.5
(+/-%)	126.7%	1.7%	42.3%	58.8%	14.6%
净利润(亿元)	23.3	33.6	43.1	63.2	64.5
(+/-%)	-1954.3%	44.4%	28.3%	46.7%	2.0%
每股收益(元)	1.79	2.58	3.31	4.85	4.95
EBIT Margin	8.0%	10.9%	10.2%	9.4%	8.3%
净资产收益率(ROE)	32.9%	32.4%	32.3%	36.1%	26.2%
市盈率(PE)	18.0	12.5	9.7	6.6	6.5
EV/EBITDA	15.1	11.2	8.5	6.4	6.0
市净率(PB)	4.6	3.6	2.8	2.1	1.7

资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

◆ 绝对估值: 35.1-38.2 元

根据以下主要假设条件, 采用 FCFF 估值方法, 得出公司合理价值区间为 35.1-38.2 元。

表9: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.96	T	15.00%
无风险利率	3.20%	Ka	15.93%
股票风险溢价	6.80%	有杠杆 Beta	2.08
公司股价	32.2	Ke	16.71%
发行在外股数	1303	E/(D+E)	95.00%
股票市值(E)	41945	D/(D+E)	5.00%
债务总额(D)	3006	WACC	16.08%
Kd	5.00%	永续增长率(10年后)	2.00%

资料来源: 国信证券经济研究所预

绝对估值法相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为绝对估值的敏感性分析。

表10: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析(元)

36.57		WACC				
		16.1%	16.4%	16.7%	17.0%	17.3%
永续增长率	2.9%	40.54	39.18	37.89	36.66	35.49
	2.6%	40.01	38.69	37.43	36.23	35.09
	2.3%	39.51	38.22	36.99	35.82	34.70
	2.0%	39.03	37.77	36.57	35.43	34.33
	1.7%	38.57	37.34	36.17	35.05	33.97
	1.4%	38.13	36.93	35.78	34.68	33.63
	1.1%	37.71	36.53	35.41	34.33	33.30

资料来源: 国信证券经济研究所分析

◆ 相对估值: 33.5-36.1 元

公司主营业务为光伏电池片, 未来向下游拓展至光伏组件环节。我们选取均达股份、天合光能、东方日升为可比公司, 进行相对法估值。两家可比公司 2023 年动态市盈率均值为 13.5 倍, 我们给予公司 2023 年动态市盈率 13-14 倍, 对应股价为 33.5-36.1 元。

表11: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	最新股价(元) (23.04.14)	EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002865.SZ	钧达股份	131.20	14.95	20.55	23.01	8.8	6.4	5.7
688599.SH	天合光能	48.90	3.15	4.15		15.5	11.8	
300118.SZ	东方日升	26.24	1.63	2.22		16.1	11.8	
					均值	13.5	10.0	
600732.SH	爱旭股份	32.20	2.58	3.31	4.85	12.5	9.7	6.6

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

◆ 投资建议:

综合上述估值方法,我们认为公司股票价值在 35.1-38.2 元之间,2023 年动态市盈率 13.6-14.8 倍,相对于公司 4 月 14 日股价有 9%-19%的溢价空间。2023 年是公司 ABC 产品量产化和商业化元年,其市场认可度有望逐渐提升,为公司打开新的利润增长点。实现归母净利润 33.6/43.1/63.2 亿元,同比增长 44.4%/28.3%/46.7%,当前股价对应 PE 分别为 12.5/9.7/6.6 倍,首次覆盖给予“增持”评级。

◆ 风险提示

估值的风险

- 1) 我们采取 FCFF 绝对估值方法计算得出公司的合理估值在 35.1-38.2 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断；
- 2) 可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 3) 加权资本成本（WACC）对公司估值影响较大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 3.2%、股票风险溢价 6.8%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 4) 我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2.0%，公司所处光伏行业市场需求比较旺盛，但是可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，比如技术红利的消散和同质化竞争的加剧，导致公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 5) 在进行相对估值时我们选取了可比公司 2023 年平均动态 PE 做为相对估值的参考，给予公司 13-14 倍的 2023 年 PE。相对估值法可能存在的风险：未充分考虑市场整体估值偏高的风险，各公司产品结构和市场结构存在一定差异，导致可比性不高的风险等。

盈利预测的风险

- 1) 公司 ABC 组件市场导入不及预期的风险；
- 2) 公司产能投放进展不及预期的风险；
- 3) 公司产能利用率不及预期的风险；

经营风险

- 1) 光伏电池组件竞争加剧的风险；
- 2) 光伏电池技术迭代的风险；

其它风险

国际贸易形势变化对光伏行业整体产生负面影响的风险。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2707	5650	5647	3146	3000	营业收入	15471	35075	35667	50754	80586
应收款项	1052	1177	1466	2086	3312	营业成本	14606	30260	29692	42835	69004
存货净额	2188	1527	2034	2934	4726	营业税金及附加	16	52	107	152	242
其他流动资产	479	486	594	857	1380	销售费用	34	56	71	102	161
流动资产合计	7422	10238	10697	9945	13864	管理费用	292	517	525	609	806
固定资产	9451	11923	13051	20446	28885	研发费用	649	1378	1401	1878	2821
无形资产及其他	389	605	571	538	504	财务费用	260	255	147	118	125
其他长期资产	634	1920	1783	2284	3223	投资收益	32	(39)	(39)	(39)	(39)
长期股权投资	5	3	3	3	3	资产减值及公允价值变动	(39)	(288)	0	0	0
资产总计	17900	24690	26105	33215	46480	其他收入	226	546	50	50	50
短期借款及交易性金融负债	2683	2174	1000	1000	1657	营业利润	(207)	2488	3734	5071	7439
应付款项	6452	7269	7321	10562	17015	营业外净收支	(38)	(15)	0	0	0
其他流动负债	193	1015	606	871	1399	利润总额	(245)	2473	3734	5071	7439
流动负债合计	9656	10870	9640	13448	21683	所得税费用	(129)	144	373	761	1116
长期借款及应付债券	1004	2005	2006	2006	2006	少数股东损益	10	0	0	0	0
其他长期负债	1658	2756	2756	2756	2756	归属于母公司净利润	(126)	2328	3361	4311	6323
长期负债合计	2662	4761	4762	4762	4762	现金流量表 (百万元)					
负债合计	12318	15631	14403	18210	26445	净利润	(126)	2328	3361	4311	6323
少数股东权益	500	0	0	0	0	资产减值准备	(34)	(282)	0	0	0
股东权益	5082	9059	11703	15005	20035	折旧摊销	804	1006	1181	1864	3094
负债和股东权益总计	17900	24690	26105	33215	46480	公允价值变动损失	7	(105)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	260	255	147	118	125
每股收益	(0.10)	1.79	2.58	3.31	4.85	营运资本变动	1363	1905	(516)	2059	3513
每股红利	0.00	0.55	0.77	0.99	1.46	其它	(1556)	378	186	157	164
每股净资产	4.29	6.95	8.98	11.52	15.38	经营活动现金流	459	5229	4211	8390	13093
ROIC	0%	23%	25%	27%	31%	资本开支	(895)	(3978)	(2275)	(9225)	(11500)
ROE	-2%	33%	32%	32%	36%	其它投资现金流	(87)	(619)	98	(539)	(978)
毛利率	6%	14%	17%	16%	14%	投资活动现金流	(982)	(4597)	(2177)	(9764)	(12478)
EBIT Margin	-1%	8%	11%	10%	9%	权益性融资	7	1649	0	0	0
EBITDA Margin	4%	11%	14%	14%	13%	负债净变化	608	198	(1173)	0	657
收入增长	60%	127%	2%	42%	59%	支付股利、利息	(143)	0	(717)	(1008)	(1293)
净利润增长率	-116%	-1954%	44%	28%	47%	其它融资现金流	583	(803)	(1174)	0	657
资产负债率	69%	63%	55%	55%	57%	融资活动现金流	212	1592	(2037)	(1127)	(761)
息率	0.0%	1.7%	2.4%	3.1%	4.5%	现金净变动	(311)	2224	(3)	(2501)	(146)
P/E	(334.1)	18.0	12.5	9.7	6.6	货币资金的期初余额	1255	2707	5650	5647	3146
P/B	7.5	4.6	3.6	2.8	2.1	货币资金的期末余额	2707	5650	5647	3146	3000
EV/EBITDA	80.1	15.1	11.2	8.5	6.4	企业自由现金流	1212	1581	1873	(901)	1526
						权益自由现金流	1698	1538	567	(1002)	2077

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032