



ABC 已打开高端市场，产能进一步狂飙

投资要点

[Table Summary] 2023Q1 实现营业收入 77.45 亿元，同比下滑 1.04%，归母净利润 7.02 亿元，同比增长 209%，扣非归母净利润 6.6 亿元。同比增长 255%，超市场预期。

- 行业供需持续紧张，PERC 电池单瓦利润有望进一步提升，一季度出货环比持平，近 9GW，扣除存货减值影响，实际单瓦盈利水平超 8 分，好于行业水平，公司盈利能力突出。Q1 受硅片涨价影响，电池片盈利水平略有波动，后续硅片供应趋稳，下游需求放量，后续盈利将逐季向上。我们认为，产业链上下游产能结构失衡，以及电池新技术扩产的不确定性将导致今后至少 1 年的大尺寸电池产能供给偏紧，预计 2023 年全年 PERC 电池单瓦盈利能够超过 0.1 元。
- ABC 进展顺利，加大扩产力度，三季度末形成 10GW 产能。公司 ABC 技术珠海一期产线已经逐步投产，量产效率达到 26.5%，良率超 90%，有望进一步提高至 95% 以上。全部 6.5GW 产能有望上半年完全达产。公司计划同步开展现有基地的新产能和海内外新基地的建设。新建并投产 18.5GW 高效背接触电池和 25GW 高效背接触组件产能，到 2023 年三季度末形成 10GW 高效背接触电池、组件产能，全年预计出货超 5GW。
- 济南新基地落地，产能进一步扩张。目前公司 ABC 产品已实现批量销售，溢价约 5 毛/W 左右，增加了公司进一步扩产的信心。公司与济南政府签订投资协议，建设 30GW 高效晶硅太阳能电池项目及配套 30GW 组件项目。其中首期 10GW 电池及组件项目最晚于 2024 年上半年开工。公司 2023 年还将新增国内生产基地 1-2 处，每个基地规划不低于 30GW 电池、组件的一体化产能，预计未来每年将新增 20-30GW 的 ABC 一体化电池、组件产能。
- 首创非银涂布技术，推动 ABC 非硅成本下降。ABC 电池具有完整自主知识产权，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。公司开创性地研发出 ABC 电池的无银化技术，大幅降低了生产成本。ABC 组件全生命周期发电量相较于目前市场主流的同面积 PERC 组件可提高 15% 以上，具有很强的市场竞争潜力，将引领光伏产业链展开新一轮的技术迭代。在光伏领域使用涂布技术进行太阳能电池的生产属行业首创，这将使得公司 ABC 电池的非硅成本接近传统 PERC，并且提高了相应的技术门槛。
- 盈利预测与投资建议：公司 PERC 电池片业绩将逐季度提升，且公司 ABC 组件发电效率全球领先，未来有望顺利转型能源互联网产品提供商，依据目前电池片盈利水平及未来供需情况的分析，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 48.06/70.45/98.46 亿元，维持目标价 69.00 元，维持“买入”评级。
- 风险提示：下游装机需求受国际形势变化影响突然下滑的风险；公司 ABC 电池技术开发失败的风险。

[Table MainProfit]	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	35074.96	36200.00	82900.00	115400.00
增长率	126.72%	3.21%	129.01%	39.20%
归属母公司净利润 (百万元)	2328.20	4805.64	7044.54	9845.71
增长率	1954.33%	106.41%	46.59%	39.76%
每股收益 EPS (元)	1.79	3.69	5.41	7.56
净资产收益率 ROE	25.70%	35.89%	36.18%	35.29%
PE	17	8	6	4
PB	4.44	3.00	2.06	1.44

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

[Table Author]

执业证号: S1250520100002

电话: 021-58351923

邮箱: hch@swsc.com.cn

[Table QuotePic]



数据来源: 聚源数据

基础数据

[Table BasicData]	13.03
总股本(亿股)	11.39
52 周内股价区间(元)	11.71-47.99
总市值(亿元)	401.87
总资产(亿元)	182.43
每股净资产(元)	2.61

相关研究

[Table Report]

1. 爱旭股份 (600732): Perc 盈利能力稳定, ABC 年底 25GW 产能 (2023-03-14)
2. 爱旭股份 (600732): ABC 开始盈利, 逐季度提升趋势明确 (2023-01-16)
3. 爱旭股份 (600732): 盈利逐季提升趋势显现, ABC 量产愈渐确定 (2022-11-01)
4. 爱旭股份 (600732): 股本完成注销, 电池单瓦盈利继续上升 (2022-08-30)
5. 爱旭股份 (600732): 下半年盈利将持续上升, 高研发投入助推 ABC 量产 (2022-07-28)
6. 爱旭股份 (600732): 二季度业绩超预期, 电池片单位盈利持续上升 (2022-07-15)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元) Profit De					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	35074.96	36200.00	82900.00	115400.00	净利润	2328.57	4810.64	7054.54	9865.71
营业成本	30260.38	29668.00	72924.00	101524.00	折旧与摊销	1007.75	846.43	1374.57	1902.71
营业税金及附加	52.07	48.20	114.61	157.57	财务费用	254.94	220.74	180.31	139.35
销售费用	56.39	65.60	144.58	203.89	资产减值损失	-282.20	0.00	0.00	0.00
管理费用	516.51	583.31	1297.46	1823.90	经营营运资本变动	1693.73	1219.15	8007.20	4032.86
财务费用	254.94	220.74	180.31	139.35	其他	226.34	-185.65	-201.07	26.04
资产减值损失	-282.20	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	5229.14	6911.32	16415.55	15966.66
投资收益	-38.57	0.00	0.00	0.00	资本支出	-2621.95	-3500.00	-3500.00	-2000.00
公允价值变动损益	105.22	67.87	80.32	76.17	其他	-1975.37	135.97	80.32	76.17
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-4597.32	-3364.03	-3419.68	-1923.83
营业利润	2487.53	5682.03	8319.36	11627.46	短期借款	-675.72	-654.50	0.00	0.00
其他非经营损益	-14.81	-22.45	-19.90	-20.75	长期借款	1001.13	0.00	0.00	0.00
利润总额	2472.72	5659.58	8299.46	11606.71	股权融资	1667.36	0.00	0.00	0.00
所得税	144.15	848.94	1244.92	1741.01	支付股利	0.00	-465.64	-961.13	-1408.91
净利润	2328.57	4810.64	7054.54	9865.71	其他	-400.95	-1740.50	-180.31	-139.35
少数股东损益	0.37	5.00	10.00	20.00	筹资活动现金流净额	1591.83	-2860.64	-1141.44	-1548.25
归属母公司股东净利润	2328.20	4805.64	7044.54	9845.71	现金流量净额	2245.46	686.66	11854.42	12494.58
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	5649.76	6336.42	18190.84	30685.42	成长能力				
应收和预付款项	2547.77	2906.45	6730.04	9392.69	销售收入增长率	126.72%	3.21%	129.01%	39.20%
存货	1527.08	1611.52	4309.35	5910.06	营业利润增长率	1301.42%	128.42%	46.42%	39.76%
其他流动资产	513.50	290.15	579.85	781.46	净利润增长率	2110.80%	106.59%	46.64%	39.85%
长期股权投资	3.33	3.33	3.33	3.33	EBITDA 增长率	335.80%	79.97%	46.30%	38.44%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	11922.97	14641.40	16831.70	16993.86	毛利率	13.73%	18.04%	12.03%	12.02%
无形资产和开发支出	604.93	541.46	477.99	414.52	三费率	2.36%	2.40%	1.96%	1.88%
其他非流动资产	1920.40	1919.00	1917.60	1916.20	净利率	6.64%	13.29%	8.51%	8.55%
资产总计	24689.73	28249.73	49040.71	66097.55	ROE	25.70%	35.89%	36.18%	35.29%
短期借款	654.50	0.00	0.00	0.00	ROA	9.43%	17.03%	14.39%	14.93%
应付和预收款项	7614.59	9429.30	23171.17	31139.32	ROIC	31.32%	50.75%	71.01%	108.29%
长期借款	2005.25	2005.25	2005.25	2005.25	EBITDA/销售收入	10.69%	18.64%	11.91%	11.85%
其他负债	5356.45	3411.42	4367.12	4999.01	营运能力				
负债合计	15630.79	14845.97	29543.54	38143.58	总资产周转率	1.65	1.37	2.15	2.00
股本	1302.12	1302.65	1302.65	1302.65	固定资产周转率	3.71	3.72	4.74	5.01
资本公积	3998.10	3997.57	3997.57	3997.57	应收账款周转率	162.40	139.78	161.10	138.79
留存收益	3777.19	8117.19	14200.60	22637.40	存货周转率	15.13	16.75	24.05	19.69
归属母公司股东权益	9058.95	13398.76	19482.17	27918.97	周转率	56.86%	—	—	—
少数股东权益	0.00	5.00	15.00	35.00	资本结构				
股东权益合计	9058.95	13403.76	19497.17	27953.97	资产负债率	63.31%	52.55%	60.24%	57.71%
负债和股东权益合计	24689.73	28249.73	49040.71	66097.55	带息债务/总负债	17.02%	13.51%	6.79%	5.26%
					流动比率	0.94	1.11	1.20	1.40
					速动比率	0.80	0.95	1.03	1.22
					股利支付率	0.00%	9.69%	13.64%	14.31%
					每股指标				
					每股收益	1.79	3.69	5.41	7.56
					每股净资产	6.95	10.29	14.96	21.43
					每股经营现金	4.01	5.31	12.60	12.26
					每股股利	0.00	0.36	0.74	1.08
业绩和估值指标									
EBITDA	3750.22	6749.20	9874.24	13669.52					
PE	17.26	8.36	5.70	4.08					
PB	4.44	3.00	2.06	1.44					
PS	1.15	1.11	0.48	0.35					
EV/EBITDA	9.79	5.02	2.23	0.70					
股息率	0.00%	1.16%	2.39%	3.51%					

数据来源：Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

[Table_SalesPerson]	职务	座机	手机	邮箱	
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn