

# 爱康科技 (002610) \ 电力设备与新能源

## 业务调整有望实现盈利反弹，异质结加速推进

### 事件：

公司于2022年4月13日发布2021年年度报告，实现营业收入25.31亿元，同比下降16.16%；归属于上市公司股东的净利润-4.06亿元，相比去年同期下降4.23亿元，经营活动产生的现金流量净额为5.36亿元，相比去年同期下降0.48亿元。2021年资产、信用减值共1.88亿元，导致盈利不及预期。

### 点评：

#### ➢ 受高价硅料压制，公司毛利率出现下降

2021年公司综合毛利率2.43%，同比减少12.44pct，受出售高毛利电站和高硅料价格影响，公司Q1至Q4综合毛利率分别为9.71%/1.30%/2.11%/-1.69%。2021年公司净利率为-16.59%，同比下降17.57pct，其中Q1至Q4净利率分别为1.66%/-9.05%/-7.04%/-59.48%，受公司对老旧产线、存货计提减值和信用减值影响，四季度净利率大幅下降。公司2021年归母净利润-4.06亿元，相比去年同期下降4.23亿元。本年度扣非归母净利润5.40亿元，出售光伏电站资产和股权构成主要非经常性收益。

#### ➢ 业务布局调整，轻装上阵聚焦异质结制造

2021年公司电池组件业务收入同比增长85.49%，成为第一大收入来源，期间共出售381.5MW光伏电站回款以聚焦异质结产线建设和研发。2021年底公司货币资金储备超11亿元，足够支撑HJT产线持续扩张。余杭金控入局也从侧面反映公司HJT技术实力以及财务稳健性。公司凭借积累超15年的光伏辅材领域优势和领先的异质结技术，将促进和华润电力、浙能集团的合作，实现高效异质结组件销售落地转化。当前公司生产的HJT电池平均转换效率达24.5%，双面率达95%以上，平均良率可达99%。

#### ➢ 硅料产能不断释放，公司盈利端将逐季度改善

4月13日硅料价格连续13周上涨，最高均价达251.5元/kg，重回价格高点。但随着通威、大全、新特等头部硅料企业二、三季度产能持续释放，我们认为硅料价格有望结束上涨，开始下行周期。产业链利润的重新分配将使电池片、组件环节持续受益，公司毛利率将回归正常水平，收益率回升叠加异质结技术不断成熟，公司HJT电池组件收益率将逐季度改善。

#### ➢ 高端人才加速异质结量产

公司引进“国家863高效异质结太阳能电池项目”总负责人、中科院及异质结主要发明人等近10名HJT领军型人才，将覆盖HJT电池技术研发、产业化、降本等各个环节。公司前瞻性布局异质结，拥有成熟的HJT技术储备，具备先发优势，拥有银包铜、电镀铜、薄片化等多重降本路线。

#### ➢ 盈利预测及投资建议

公司是异质结电池组件领军企业，2022年将拥有8.27GW电池产能，主动与国企共同开发电池组件产能，有望加速实现订单落地。我们预计公司2022-2024年营收分别为89.0/168.2/281.4亿元EPS分别为0.02/0.27/0.39元/股，对应PE为134.7/12.0/8.2倍，我们给予公司23年30-40倍PE，目标价8.1-10.8元，维持“买入”评级。

#### ➢ 风险提示

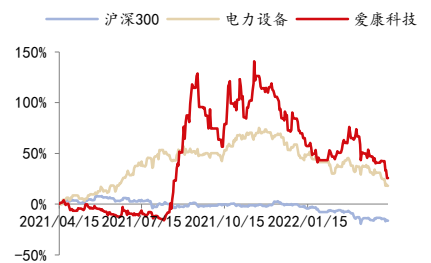
光伏装机量增速不及预期、公司异质结量产节奏推迟

投资建议： 买入  
 上次建议： 买入  
 当前价格： 3.2元  
 目标价格：

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	4,480/4,385
流通A股市值 (百万元)	14,909
每股净资产 (元)	0.89
资产负债率 (%)	54.06
一年内最高/最低 (元)	6.14/2.12

### 一年内股价相对走势



分析师 贺朝晖

执业证书编号：S0590521100002

邮箱：hezhang@glsc.com.cn

### 相关报告

- 1、《分布式光伏乘风而起》  
— 2022.04.02
- 2、《世纪轮回，直流装备千亿市场蓄势待发：新型电力系统行业深度研究系列二》— 2022.04.02
- 3、《氢能深度系列四-储运篇：氢经济发展之纽带，具备千亿市场潜力》— 2022.04.01

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	3016.3	2531.0	8899.7	16823.9	28142.7
增长率 (%)	-41.16%	-16.09%	251.62%	89.04%	67.28%
EBITDA (百万元)	605.3	-95.1	897.6	2561.3	3603.8
归母净利润 (百万元)	22.1	-406.0	106.4	1193.6	1742.8
增长率 (%)	101.37%	-1938.99%	126.21%	1021.38%	46.01%
EPS (元/股)	0.00	-0.09	0.02	0.27	0.39
市盈率 (P/E)	649	-35	135	12	8
市净率 (P/B)	3.5	3.9	3.8	2.9	2.1
EV/EBITDA	26.9	-164.0	20.4	7.5	5.5

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为 2022 年 4 月 13 日收盘价

**图表 1: 财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	632	1156	890	1682	2814	营业收入	3016.3	2531.0	8899.7	16823.9	28142.0
应收账款+票据	645	671	2194	3780	5783	营业成本	2567.6	2469.4	7977.0	13771.0	23213.0
预付账款	33	204	488	691	771	营业税金及附加	22.1	16.0	56.2	106.3	177.8
存货	172	427	1379	2380	4012	营业费用	62.1	51.5	133.5	252.4	562.9
其他	3255	1587	3358	5887	9077	管理费用	213.1	275.0	320.4	673.0	1210.1
<b>流动资产合计</b>	<b>4738</b>	<b>4045</b>	<b>8309</b>	<b>14420</b>	<b>22457</b>	财务费用	382.1	270.3	127.8	186.0	213.3
长期股权投资	2060	1997	1997	1997	1997	资产减值损失	-39.7	-92.4	-89.0	-168.2	-281.4
固定资产	823	1419	3644	4455	5754	公允价值变动收益	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	787	780	390	0	0	投资净收益	277.9	184.1	0.0	0.0	0.0
无形资产	164	176	146	117	88	其他	-42.3	-77.5	-78.3	-157.5	-270.7
其他非流动资产	1020	679	640	601	572	<b>营业利润</b>	<b>-34.2</b>	<b>-536.9</b>	<b>117.6</b>	<b>1509.5</b>	<b>2212.5</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>4855</b>	<b>5051</b>	<b>6817</b>	<b>7170</b>	<b>8411</b>	营业外净收益	-2.5	17.1	18.7	18.7	18.7
<b>资产总计</b>	<b>9593</b>	<b>9095</b>	<b>15126</b>	<b>21591</b>	<b>30868</b>	<b>利润总额</b>	<b>-36.7</b>	<b>-519.8</b>	<b>136.3</b>	<b>1528.2</b>	<b>2231.2</b>
短期借款	2007	1727	3051	3670	4134	所得税	-66.2	-100.0	26.2	293.9	429.1
应付账款+票据	928	1335	3178	5108	7975	<b>净利润</b>	<b>29.5</b>	<b>-419.9</b>	<b>110.1</b>	<b>1234.3</b>	<b>1802.1</b>
其他	1658	1079	3321	5817	9853	少数股东损益	7.4	-13.8	3.6	40.7	59.4
<b>流动负债合计</b>	<b>4593</b>	<b>4142</b>	<b>9550</b>	<b>14595</b>	<b>21962</b>	<b>归属于母公司净利</b>	<b>22.1</b>	<b>-406.0</b>	<b>106.4</b>	<b>1193.6</b>	<b>1742.8</b>
长期带息负债	243	309	822	1007	1115	<b>主要财务比率</b>					
长期应付款	0	0	0	0	0		<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
其他	660	885	885	885	885	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>903</b>	<b>1194</b>	<b>1707</b>	<b>1892</b>	<b>2000</b>	营业收入	-41.16%	-16.09%	251.62%	89.04%	67.28%
<b>负债合计</b>	<b>5496</b>	<b>5336</b>	<b>11256</b>	<b>16487</b>	<b>23962</b>	EBIT	127.46%	-172.26%	205.80%	549.21%	42.61%
少数股东权益	1	118	122	163	222	EBITDA	162.75%	-115.70%	1044.28%	185.34%	40.70%
股本	4483	4480	4480	4480	4480	归属于母公司净利	101.37%	-1938.99%	126.21%	1021.38%	46.01%
资本公积	761	746	746	746	746	<b>获利能力</b>					
留存收益	(1147)	(1584)	(1478)	(284)	1459	毛利率	14.88%	2.43%	10.37%	18.15%	17.51%
<b>股东权益合计</b>	<b>4097</b>	<b>3760</b>	<b>3870</b>	<b>5104</b>	<b>6906</b>	净利率	0.98%	-16.59%	1.24%	7.34%	6.40%
<b>负债和股东权益总</b>	<b>9593</b>	<b>9095</b>	<b>15126</b>	<b>21591</b>	<b>30868</b>	ROE	0.54%	-11.15%	2.84%	24.16%	26.07%
						ROIC	-4.64%	-3.68%	4.05%	17.69%	20.03%
<b>现金流量表</b>						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债	57.29%	58.67%	74.42%	76.36%	77.63%
净利润	29.5	-419.9	86.3	1210.0	1778.0	流动比率	1.03	0.98	0.87	0.99	1.02
折旧摊销	259.9	154.5	634	847	1159	速动比率	0.56	0.84	0.68	0.77	0.78
财务费用	382.1	270.3	128	186	213	<b>营运能力</b>					
存货减少	68.4	-254.0	-952	-1001	-1632	应收账款周转率	4.81	4.55	4.87	5.21	5.62
营运资金变动	135.4	653.9	-447	-893	-1	存货周转率	14.91	5.79	5.79	5.79	5.79
其它	-351	36	952	1001	1632	总资产周转率	0.31	0.28	0.59	0.78	0.91
<b>经营活动现金流</b>	<b>524.3</b>	<b>440.8</b>	<b>401</b>	<b>1351</b>	<b>3150</b>	<b>每股指标(元)</b>					
资本支出	2097	146	2400	1200	2400	每股收益	0.00	-0.09	0.02	0.27	0.39
长期投资	-178	-266	0	0	0	每股经营现金流	0.12	0.10	0.09	0.30	0.70
其他	-2152	18	-4776	-2376	-4776	每股净资产	0.91	0.81	0.84	1.10	1.49
<b>投资活动现金流</b>	<b>-233</b>	<b>-102</b>	<b>-2376</b>	<b>-1176</b>	<b>-2376</b>	<b>估值比率</b>					
债权融资	-533	-214	1836	804	572	市盈率	649.22	-35.30	134.67	12.01	8.23
股权融资	-6	-3	0	0	0	市净率	3.50	3.94	3.82	2.90	2.14
其他	132	-151	-128	-186	-213	EV/EBITDA	26.86	-163.96	20.42	7.49	5.50
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-407</b>	<b>-368</b>	<b>1709</b>	<b>618</b>	<b>359</b>	EV/EBIT	47.08	-62.45	69.42	11.19	8.10
<b>现金净增加额</b>	<b>-118</b>	<b>-33</b>	<b>-266</b>	<b>792</b>	<b>1132</b>						

数据来源:公司公告, iFinD, 国联证券研究所预测, 股价取 2022 年 4 月 13 日收盘价

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**无锡：**江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

**北京：**北京市东城区安定门内大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695